

九牧王 (601566.SH) 服装行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

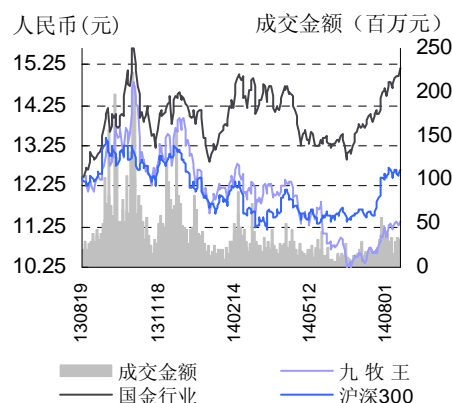
市价(人民币): 11.37元

转型进入攻坚阶段

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	574.64
总市值(百万元)	6,533.62
年内股价最高最低(元)	14.81/10.25
沪深 300 指数	2374.56
上证指数	2239.47



相关报告

1. 《店铺调整深化,业绩符合预期》, 2014.4.21

张斌 分析师 SAC 执业编号: S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2012	2013	2014E	2015E	2016E
摊薄每股收益(元)	1.155	0.929	0.661	0.757	0.842
每股净资产(元)	7.59	7.81	7.98	8.18	8.42
每股经营性现金流(元)	0.97	0.97	0.93	1.22	0.93
市盈率(倍)	14.01	13.71	18.83	16.44	14.77
行业优化市盈率(倍)	18.62	17.68	22.41	22.41	22.41
净利润增长率(%)	29.07%	-19.62%	-28.87%	14.54%	11.29%
净资产收益率(%)	15.22%	11.89%	8.28%	9.25%	10.00%
总股本(百万股)	578.66	578.46	578.46	578.46	578.46

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司 14 年上半年实现营业收入 9.71 亿元, 同降 16.59%; 营业利润 2.68 亿元, 同减 31.03%; 归属母公司股东净利润 2.18 亿元, 同降 24.8%; 扣非后净利润 2.05 亿元, 同降 30.16%; EPS0.38 元, 同减 24%。
- 二季度营收 4.26 亿元, 同降 8.12%; 营业利润 1.01 亿元, 同降 35.4%; 归属母公司净利润 0.74 亿元, 同降 25.84%。

经营分析

- **市场低迷和关店加快致使收入下降:** 上半年消费市场持续低迷, 公司继续推行转型战略, 门店数较 2013 年末净减少 134 家, 其中加盟店数目减少 187 家, 直营店则增加 53 家(截至 6 月 30 日, 直营与加盟店数量分别为 831 家和 2159 家)。上半年营收同比下降 16.59%, 下滑速度大增 14.3 个百分点, **2 季度单季收入降幅缩窄**, 2 季度营收同比减少 8.12%, 比去年同期降幅减少 3.11 个百分点。
- **直营占比提高带动期间费用率上升:** 上半年销售费用、管理费用同增 0.46%、9.45%, 与收入下降形成对比。
- **公司转型, 推进商品企划, 期待明春:** 上半年, 商品企划(MD)的实施使得直营门店裤装及上装适销率同比提升, 公司已将 MD 等全价值链管理策略向分公司推广, 于 15 春夏商品中全面实施。将商品企划上升到企业经营核心位置符合精细化经营转型的大方向, 我们认为转型不仅仅需要企划, 也需要对零售终端的掌控, 需要对零售数据的即时有效反应, 需要供应链管理水平的提高, 这样才能使得商品企划执行落地, 并形成闭环, 积极应对市场变化。
- **我们仍在期待公司经营明显改善迹象的出现:** 从应收账款和票据来看, 两者合计 3.63 亿元, 同比下降 20.9%, 大于收入降幅, 略有好转; 但从存货来看, 存货 6.08 亿元, 同比增长 3.4%, 与收入的下降逆势而动。这两个关键财务指标的波动虽与直营和加盟比例变化有关, 但由于比例变化较小, 我们认为主要还是与转型过程长、市场低迷有关。

盈利调整和投资建议

- 公司对转型压力认识深刻, 上半年业绩基本符合其在 2013 年作出全年营收同降 12% 的预测; 对转型方向预见清晰, 商品企划、全价值链管理等在国外企业中已得到很好的实践。由于下半年消费形势仍未明朗, 转型效果有待观察, 预测 2014-16 年公司每股收益 0.661 元、0.757 元和 0.842 元。

图表1: 销售预测

项 目	2009	2010	1H11	2011	1H12	2012	1H13	2013	1H14	2014E	2015E	2016E
男裤												
销售收入(百万元)	755.00	877.39	519.82	1,099.68	609.28	1,227.31	581.47	1,162.70	477.70	1,069.68	1,101.77	1,189.91
增长率(YOY)	10.91%	16.21%	22.23%	25.34%	17.21%	11.61%	-4.57%	-5.26%	-17.85%	-8.00%	3.00%	8.00%
毛利率	48.18%	57.02%	56.70%	56.45%	58.94%	59.90%	57.78%	58.05%	51.75%	57.00%	57.00%	57.00%
销售成本(百万元)	391.24	377.10	225.08	478.91	250.17	492.15	245.47	487.74	230.50	459.96	473.76	511.66
增长率(YOY)	8.85%	-3.61%	25.11%	27.00%	11.15%	2.76%	-1.88%	-0.90%	-6.10%	-5.70%	3.00%	8.00%
毛利(百万元)	363.76	500.28	294.74	620.77	359.11	735.16	335.99	674.95	247.20	609.72	628.01	678.25
增长率(YOY)	13.21%	37.53%	20.12%	24.08%	21.84%	18.43%	-6.44%	-8.19%	-26.43%	-9.67%	3.00%	8.00%
占总销售额比重	53.97%	52.53%	54.04%	48.78%	51.27%	47.38%	50.26%	46.73%	52.74%	47.62%	47.59%	48.25%
占主营业务利润比重	54.14%	53.76%	54.06%	49.36%	52.37%	49.08%	50.52%	47.83%	57.41%	48.61%	48.58%	49.23%
茄克												
销售收入(百万元)	210.85	276.64	117.25	456.22	168.80	498.66	153.91	504.02	95.13	453.62	462.69	485.83
增长率(YOY)	16.86%	31.21%	58.25%	64.91%	43.97%	9.30%	-8.82%	1.08%	-38.19%	-10.00%	2.00%	5.00%
毛利率	47.61%	50.70%	54.71%	53.34%	53.84%	55.30%	55.14%	54.64%	45.87%	54.00%	54.00%	54.00%
销售成本(百万元)	110.46	136.39	53.10	212.87	77.92	222.90	69.05	228.61	51.49	208.67	212.84	223.48
增长率(YOY)	13.43%	23.47%	59.08%	56.08%	46.73%	4.71%	-11.39%	2.56%	-25.42%	-8.72%	2.00%	5.00%
毛利(百万元)	100.38	140.26	64.15	243.35	90.88	275.76	84.87	275.42	43.64	244.96	249.85	262.35
增长率(YOY)	20.87%	39.72%	57.57%	73.50%	41.68%	13.32%	-6.62%	-0.12%	-48.58%	-11.06%	2.00%	5.00%
占总销售额比重	15.07%	16.56%	12.19%	20.24%	14.20%	19.25%	13.30%	20.26%	10.50%	20.19%	19.99%	19.70%
占主营业务利润比重	14.94%	15.07%	11.77%	19.35%	13.25%	18.41%	12.76%	19.52%	10.14%	19.53%	19.33%	19.04%
衬衫												
销售收入(百万元)	103.43	127.27	128.59	228.67	186.06	339.23	195.96	351.39	160.04	309.22	318.50	334.42
增长率(YOY)	21.54%	23.04%	96.98%	79.68%	44.69%	48.35%	5.32%	3.58%	-18.33%	-12.00%	3.00%	5.00%
毛利率	55.20%	60.86%	61.04%	60.74%	61.00%	61.69%	60.96%	59.78%	45.32%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本(百万元)	46.34	49.81	50.10	89.77	72.56	129.96	76.50	141.33	87.51	126.78	130.58	137.11
增长率(YOY)	21.57%	7.50%	105.23%	80.23%	44.84%	44.76%	5.43%	8.75%	14.39%	-10.30%	3.00%	5.00%
毛利(百万元)	57.10	77.45	78.49	138.89	113.49	209.27	119.46	210.05	72.53	182.44	187.91	197.31
增长率(YOY)	21.52%	35.66%	92.05%	79.32%	44.60%	50.67%	5.25%	0.37%	-39.28%	-13.15%	3.00%	5.00%
占总销售额比重	7.39%	7.62%	13.37%	10.14%	15.66%	13.10%	16.94%	14.12%	17.67%	13.77%	13.76%	13.56%
占主营业务利润比重	8.50%	8.32%	14.40%	11.04%	16.55%	13.97%	17.96%	14.88%	16.84%	14.55%	14.54%	14.32%
西装												
销售收入(百万元)				170.66	72.40	211.52	65.11	184.08	48.48	156.47	164.29	177.44
增长率(YOY)						23.94%	-10.07%	-12.97%	-25.55%	-15.00%	5.00%	8.00%
毛利率				52.54%	52.41%	51.14%	55.37%	54.39%	49.41%	53.00%	53.00%	53.00%
销售成本(百万元)				81.00	34.46	103.35	29.06	83.96	24.53	73.54	77.22	83.40
增长率(YOY)						27.60%	-15.66%	-18.76%	-15.60%	-12.41%	5.00%	8.00%
毛利(百万元)				89.67	37.94	108.17	36.05	100.12	23.95	82.93	87.08	94.04
增长率(YOY)						20.64%	-4.98%	-7.44%	-33.56%	-17.17%	5.00%	8.00%
占总销售额比重				7.57%	6.09%	8.17%	5.63%	7.40%	5.35%	6.97%	7.10%	7.20%
占主营业务利润比重				7.13%	5.53%	7.22%	5.42%	7.09%	5.56%	6.61%	6.74%	6.83%
T恤												
销售收入(百万元)	128.17	155.30	105.28	155.57	93.79	144.56	108.15	146.66	87.78	132.00	138.60	145.52
增长率(YOY)	48.27%	21.17%	12.03%	0.17%	-10.91%	-7.08%	15.30%	1.46%	-18.83%	-10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	51.09%	60.07%	58.61%	58.27%	59.39%	59.04%	59.61%	59.02%	39.96%	59.00%	59.00%	59.00%
销售成本(百万元)	62.69	62.01	43.58	64.92	38.09	59.21	43.68	60.10	52.71	54.12	56.82	59.67
增长率(YOY)	49.22%	-1.08%	17.16%	4.69%	-12.59%	-8.79%	14.68%	1.50%	20.66%	-9.95%	5.00%	5.00%
毛利(百万元)	65.48	93.29	61.71	90.65	55.70	85.35	64.46	86.56	35.08	77.88	81.77	85.86
增长率(YOY)	47.38%	42.47%	8.67%	-2.83%	-9.73%	-5.85%	15.73%	1.43%	-45.59%	-10.03%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	9.16%	9.30%	10.95%	6.90%	7.89%	5.58%	9.35%	5.89%	9.69%	5.88%	5.99%	5.90%
占主营业务利润比重	9.75%	10.02%	11.32%	7.21%	8.12%	5.70%	9.69%	6.13%	8.15%	6.21%	6.33%	6.23%
其他												
销售收入(百万元)	201.59	233.57	90.94	143.50	58.06	169.23	52.25	139.20	36.68	125.28	129.04	132.91
增长率(YOY)	3.43%	15.86%	23.35%	-38.56%	-36.15%	17.93%	-10.01%	-17.74%	-29.80%	-10.00%	3.00%	3.00%
毛利率	42.26%	51.10%	50.75%	51.84%	49.30%	49.77%	46.50%	46.10%	22.27%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本(百万元)	116.40	114.22	44.79	69.11	29.44	85.00	27.95	75.03	28.51	68.90	70.97	73.10
增长率(YOY)	7.58%	-1.87%	23.89%			23.00%	-5.05%	-11.74%	2.01%	-8.16%	3.00%	3.00%
毛利(百万元)	85.19	119.35	46.15	74.39	28.62	84.22	24.30	64.17	8.17	56.38	58.07	59.81
增长率(YOY)	-1.76%	40.10%	22.83%			13.22%	-15.11%	-23.81%	-66.39%	-12.15%	3.00%	3.00%
占总销售额比重	14.41%	13.98%	9.45%	6.37%	4.89%	6.53%	4.52%	5.59%	4.05%	5.58%	5.57%	5.39%
占主营业务利润比重	12.68%	12.83%	8.46%	5.91%	4.17%	5.62%	3.65%	4.55%	1.90%	4.49%	4.49%	4.34%
销售总收入(百万元)	1399.03	1670.17	961.88	2254.29	1188.39	2590.50	1156.85	2488.05	905.82	2246.27	2314.89	2466.03
销售总成本(百万元)	727.12	739.52	416.65	996.58	502.63	1092.57	491.71	1076.77	475.25	991.97	1022.20	1088.42
毛利(百万元)	671.91	930.64	545.23	1257.71	685.76	1497.93	665.13	1411.28	430.57	1254.29	1292.69	1377.62
平均毛利率	48.03%	55.72%	56.68%	55.79%	57.70%	57.82%	57.50%	56.72%	47.53%	55.84%	55.84%	55.86%

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营业务收入	2,257	2,601	2,502	2,246	2,315	2,466	货币资金	2,560	2,603	1,606	2,303	2,824	3,095
增长率		15.2%	-3.8%	-10.2%	3.1%	6.5%	应收款项	300	489	446	432	435	454
主营业务成本	-1,001	-1,098	-1,080	-992	-1,022	-1,088	存货	722	650	625	554	532	527
%销售收入	44.4%	42.2%	43.2%	44.2%	44.2%	44.1%	其他流动资产	424	247	1,327	1,236	1,037	1,039
毛利	1,256	1,503	1,421	1,254	1,293	1,378	流动资产	4,005	3,989	4,003	4,524	4,828	5,115
%销售收入	55.6%	57.8%	56.8%	55.8%	55.8%	55.9%	%总资产	84.2%	78.1%	76.8%	82.3%	85.2%	87.1%
营业税金及附加	-27	-27	-31	-27	-28	-30	长期投资	46	52	122	133	137	137
%销售收入	1.2%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	568	795	839	697	559	486
营业费用	-476	-558	-582	-562	-556	-567	%总资产	11.9%	15.6%	16.1%	12.7%	9.9%	8.3%
%销售收入	21.1%	21.5%	23.3%	25.0%	24.0%	23.0%	无形资产	135	187	154	142	137	133
管理费用	-155	-187	-183	-225	-208	-222	非流动资产	752	1,121	1,210	973	835	758
%销售收入	6.9%	7.2%	7.3%	10.0%	9.0%	9.0%	%总资产	15.8%	21.9%	23.2%	17.7%	14.8%	12.9%
息税前利润 (EBIT)	598	731	626	441	501	559	资产总计	4,758	5,109	5,214	5,497	5,663	5,872
%销售收入	26.5%	28.1%	25.0%	19.6%	21.6%	22.7%	短期借款	0	0	0	0	0	0
财务费用	19	70	80	40	42	49	应付款项	698	591	557	469	483	513
%销售收入	-0.9%	-2.7%	-3.2%	-1.8%	-1.8%	-2.0%	其他流动负债	81	126	137	415	448	485
资产减值损失	-21	-46	-64	-25	-15	-15	流动负债	779	717	694	884	930	998
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	2	5	24	30	30	30	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.3%	0.6%	3.6%	6.0%	5.3%	4.7%	负债	779	717	694	884	930	999
营业利润	598	760	666	486	559	623	普通股股东权益	3,979	4,393	4,519	4,613	4,733	4,873
营业利润率	26.5%	29.2%	26.6%	21.7%	24.1%	25.3%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	4	13	17	10	10	10	负债股东权益合计	4,758	5,109	5,214	5,497	5,663	5,872
税前利润	602	772	683	496	569	633	比率分析						
利润率	26.7%	29.7%	27.3%	22.1%	24.6%	25.7%		2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
所得税	-84	-104	-146	-114	-131	-146	每股指标						
所得税率	13.9%	13.4%	21.4%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	0.904	1.155	0.929	0.661	0.757	0.842
净利润	518	668	537	382	438	487	每股净资产	6.945	7.591	7.813	7.975	8.182	8.424
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.585	0.966	0.966	0.932	1.218	0.930
归属于母公司的净利润	518	668	537	382	438	487	每股股利	0.000	0.600	0.700	0.500	0.550	0.600
净利率	22.9%	25.7%	21.5%	17.0%	18.9%	19.8%	回报率						
							净资产收益率	13.02%	15.22%	11.89%	8.28%	9.25%	10.00%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	10.89%	13.08%	10.31%	6.95%	7.73%	8.30%
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	投入资本收益率	12.94%	14.40%	10.89%	7.36%	8.15%	8.83%
净利润	518	668	537	382	438	487	增长率						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	34.78%	15.20%	-3.81%	-10.20%	3.05%	6.53%
非现金支出	69	115	132	104	87	83	EBIT增长率	38.71%	22.20%	-14.42%	-29.48%	13.57%	11.56%
非经营收益	-2	-11	-59	1	-40	-40	净利润增长率	43.73%	29.07%	-19.62%	-28.87%	14.54%	11.29%
营运资金变动	-250	-213	-51	52	220	8	总资产增长率	198.90%	7.39%	2.04%	5.44%	3.01%	3.69%
经营活动现金净流	335	559	559	539	704	538	资产管理能力						
资本开支	-302	-193	-109	137	81	20	应收账款周转天数	15.9	25.5	31.1	33.0	32.0	31.0
投资	353	395	2,721	-11	-5	0	存货周转天数	213.4	228.1	215.4	210.0	200.0	190.0
其他	2	-2	24	30	30	30	应付账款周转天数	85.8	80.5	80.5	80.0	80.0	80.0
投资活动现金净流	53	199	2,636	156	106	50	固定资产周转天数	65.0	78.1	122.2	112.7	87.7	71.4
股权募资	2,561	56	4	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-37	0	0	0	0	1	净负债/股东权益	-64.33%	-59.25%	-35.54%	-49.92%	-59.66%	-63.49%
其他	-3	-313	-413	1	-289	-318	EBIT利息保障倍数	-31.0	-10.5	-7.8	-10.9	-11.8	-11.4
筹资活动现金净流	2,521	-258	-409	1	-289	-317	资产负债率	16.37%	14.03%	13.31%	16.08%	16.42%	17.02%
现金净流量	2,908	501	2,786	697	521	271							

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	4
增持	1	1	1	1	9
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.25	2.33	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2013-04-21	增持	13.97	N/A
2 2013-08-11	增持	12.75	N/A
3 2014-04-21	增持	11.99	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4
层**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7BD