

九牧王 (601566.SH) 纺织和服装

上半年业绩符合预期，毛利率和销售费用率下降

公司研究简报

◆ 2011 年上半年业绩符合预期

公司上半年实现营业总收入 9.64 亿元，同比增长 31.02%；主要原因是：（1）公司加强营销渠道的建设，网点增速达 15%；（2）产品结构进一步多元化，夹克、衬衫等上装收入增长较快，占比提高；（3）随着品牌知名度、美誉度、忠诚度及终端运营能力的提升，平均单店业绩稳步提升，上半年直营满 1 年的单店收入同比增长 20%。（4）收入增长中，产品数量+15%、价格+15%；（5）从地区看，公司的销售市场目前仍主要集中在华东、中南及华北地区，收入占比在 76%左右；东北区收入增长最快；（6）从渠道看，加盟收入增 35%、直营渠道增 26%。

归属上市公司股东净利润 2.35 亿元，同比增长 42.39%，摊薄后每股收益 0.41 元，符合市场预期。上半年净利润增速高于收入增速，得益于销售费用率大幅降低。

◆ 毛利率降低，销售费用率大幅下降

毛利率情况：公司上半年整体毛利率同比降 0.88 个百分点至 56.46%，主要因为加盟渠道占比提升（一级加盟商收入占比从 8.4%升到 16.4%，特别是在新疆、安徽、河北等省加盟渠道扩张猛增）导致。预计未来加盟占比保持上升态势，但公司会同时提升直营回款毛利率以抵消加盟的摊薄作用，整体毛利率将保持稳定。

期间费用情况：公司上半年销售费用率大幅下降 4.33 个百分点至 20.35%，主要因为广告费用同比降低 2592 万（vs 去年同期有针对世界杯的宣传），预计广告费未来会稳步回升至收入的 4-5%；管理费用率升 1.75 个百分点至 7.36%，部分因为公司内部对营销等职能部门的重新梳理，把销售费用中的部分人工划分到管理费用。

存货：上半年存货控制良好，较年初降 0.1%达 4.5 亿元。存货周转 192 天，未来对标百丽还有提升空间。

◆ 上半年外延扩张稳步推进，下半年继续推进内部管理，“买入”评级

上半年公司终端扩张稳扎稳打，同比增 365 个达到 2867 个，比 10 年年底增 157 个（其中直营 27 个、加盟 130 个），大部分新增店在二三线城市。未来公司将加大西南、西北及东北地区的市场开拓力度，提高其市场占有率。

2011 年下半年，为了保证公司发展目标的实现，将继续做好以下工作：（1）加大渠道建设和拓展，在巩固一级城市的同时继续加强二三线城市拓展；（2）持续提升店铺运营效率，强化终端运营管理能力，开展零售运营体系标准化建设，并确保终端培训到位、督导管理到位；（3）加强公司的商品设计和研发能力，建立“原料差异化、版型多样化和设计国际化”的商品领先地位；（4）完善快速反应的供应链体系，优化供应链管理，提升供应链快速反应能力；（5）加强公司战略管理和组织发展，保证公司战略执行到位、绩效管理到位。

考虑公司差异化的产品定位，相对同业其他公司较高的直营占比，未来确定的外延扩张，预计未来三年净利润复合增速达 30%，2011-2013 年摊薄后 EPS 分别为 0.88、1.16 和 1.37 元，首次评级给予“买入”。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,404	1,675	2,173	2,766	3,517
营业收入增长率	14.13%	19.30%	29.74%	27.28%	27.15%
净利润（百万元）	258	360	506	666	785
净利润增长率	33.39%	39.79%	40.55%	31.59%	17.80%
EPS（元）	0.45	0.63	0.88	1.16	1.37
P/E	59	42	30	23	19

买入（首次）

当前价：26.59 元

目标期限：6 个月

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebsecn.com

联系人

谢宁铃

021-22169127

xienl@ebsecn.com

市场数据

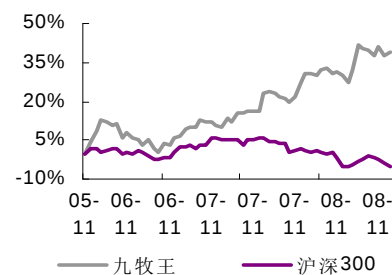
总股本(亿股)：5.73

总市值(亿元)：152.34

一年最低/最高(元)：19.01/27.50

近 3 月换手率：43.41%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	21.63	0.00	0.00
绝对	12.43	0.00	0.00

相关研报

高端男裤市场领军企业

..... 2011-05-29

图表 1 分产品“主营业务”收入增长、毛利率变化

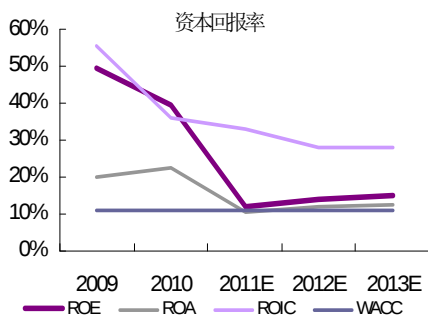
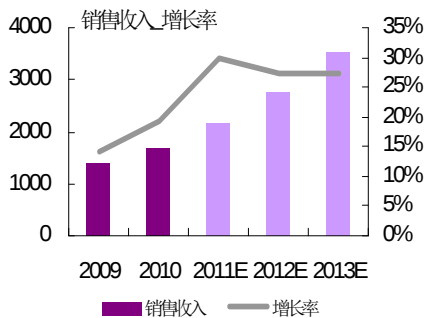
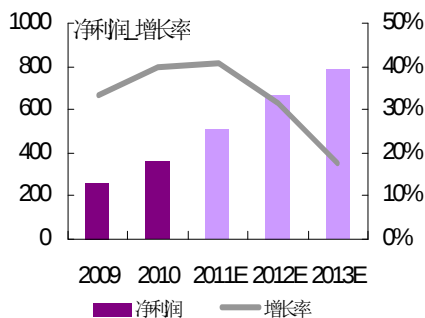
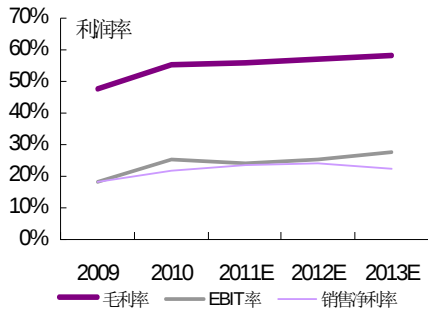
分产品	营业收入（万）	毛利率(%)	营业收入同比增减(%)	毛利率同比增减(%)
男裤	51,982.05	56.70	22.23	减少1.00 个百分点
茄克	11,724.89	54.71	58.25	减少0.24 个百分点
T 恤	10,528.44	58.61	12.03	减少1.81 个百分点
衬衫	12,858.85	61.04	96.98	减少1.57 个百分点
其他	9,093.73	50.75	23.35	减少0.22 个百分点
合计	96,187.97	56.68	31.34	减少0.84 个百分点

资料来源：光大证券研究所

图表 2 分地区“主营业务”收入变化

地区	营业收入	营业收入比上年增减(%)
华东	38,338.10	31.88
中南	21,982.20	36.54
华北	13,023.00	27.65
西南	9,006.11	23.90
西北	8,565.81	21.47
东北	5,272.75	48.79
合计	96,187.97	31.34

资料来源：光大证券研究所



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,404	1,675	2,173	2,766	3,517
营业成本	731	744	956	1,189	1,470
折旧和摊销	29	36	33	62	89
营业税费	2	4	24	30	39
销售费用	325	391	524	675	830
管理费用	82	105	135	174	193
财务费用	3	0	-45	-68	-67
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	255	420	575	761	1,046
利润总额	256	420	580	763	1,048
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属母公司净利润	257.77	360.33	506.42	666.41	785.03

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,289	1,592	4,912	5,588	6,370
流动资产	755	971	3,951	3,990	4,535
货币资金	286	221	3,155	3,006	3,258
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	91	78	93	105	134
应收票据	8	77	109	138	176
其他应收款	8	9	12	16	20
存货	334	449	583	725	896
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	23	15	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	285	299	642	1,189	1,425
无形资产	110	118	112	106	101
总负债	699	616	669	830	1,026
无息负债	699	579	669	830	1,026
有息负债	0	37	0	0	0
股东权益	590	975	4,243	4,758	5,344
股本	78	453	573	573	573
公积金	48	128	2,819	2,886	2,964
未分配利润	397	327	783	1,231	1,737
少数股东权益	67	67	68	69	70

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	367	182	540	635	712
净利润	258	360	506	666	785
折旧摊销	29	36	33	62	89
净营运资金增加	-199	442	32	115	209
其他	279	-657	-31	-209	-372
投资活动产生现金流	-120	-193	-374	-699	-326
净资本支出	96	201	417	699	326
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-216	-394	-791	-1,398	-652
融资活动现金流	-92	-76	2,768	-84	-134
股本变化	18	375	120	0	0
债务净变化	-103	37	-37	0	0
无息负债变化	235	-120	89	161	196
净现金流	156	-87	2,934	-149	252

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	14.13%	19.30%	29.74%	27.28%	27.15%
净利润增长率	33.39%	39.79%	40.55%	31.59%	17.80%
EBITDA 增长率	17.56%	59.00%	23.59%	34.02%	41.45%
EBIT 增长率	17.69%	63.23%	26.37%	30.68%	41.19%
盈利能力 (%)					
毛利率	47.90%	55.56%	56.00%	57.00%	58.20%
EBITDA 率	20.42%	27.21%	25.92%	27.30%	30.37%
EBIT 率	18.32%	25.06%	24.41%	25.06%	27.83%
税前净利润率	18.23%	25.10%	26.69%	27.58%	29.80%
税后净利润率 (归属母公	18.36%	21.51%	23.31%	24.10%	22.32%
ROA	20.01%	22.65%	10.33%	11.94%	12.34%
ROE (归属母公司) (摊	49.25%	39.65%	12.13%	14.21%	14.88%
经营性 ROIC	55.31%	35.98%	32.82%	27.99%	28.09%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.58	5.91	4.81	4.42
速动比率	0.60	0.85	5.04	3.93	3.55
归属母公司权益/有息债务	-	24.69	-	-	-
有形资产/有息债务	-	39.65	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.45	0.63	0.88	1.16	1.37
每股红利	0.00	0.00	0.27	0.35	0.41
每股经营现金流	0.64	0.32	0.94	1.11	1.24
每股自由现金流(FCFF)	0.69	-0.41	0.09	-0.25	0.51
每股净资产	0.91	1.59	7.29	8.18	9.21
每股销售收入	2.45	2.92	3.79	4.83	6.14

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

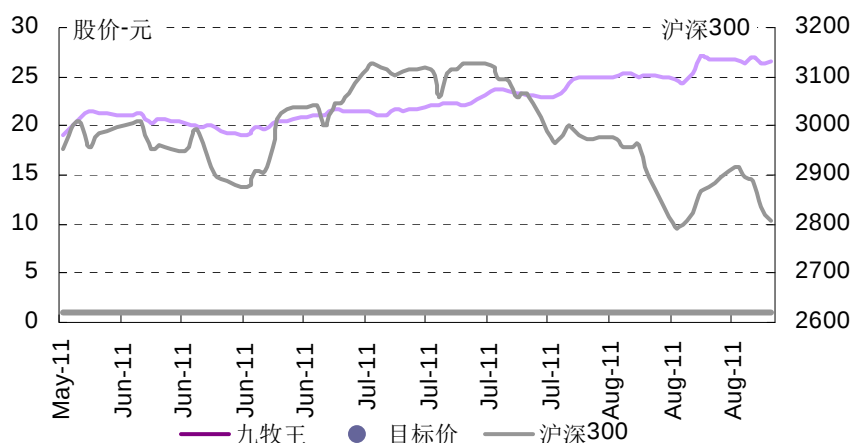
分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，光大证券消费品研究部总经理，纺织服装首席分析师。拥有近 10 年从业经验，2006、2007 年《新财富》纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职国泰基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验。

纺织服装行业人脉广泛，曾担任服装行业协会会刊《服装界》特约撰稿人、目前为《中国纺织》特约撰稿人。对纺织服装行业研究多年，能够用国际化和比较长期的眼光观察和分析行业和公司价值。准确把握和预测了近年来行业重要发展动态及影响因素的变化，分析问题切中要害、具有国际视野、前瞻性和时效性。上市公司覆盖面广，重点公司研究细致、深入，对鲁泰、七匹狼、报喜鸟、美邦服饰、罗莱家纺、富安娜、探路者、希努尔等公司跟踪紧密。

投资建议历史表现图

九牧王（601566）



日期	股价	目标价	评级
2011-05-29	19.13	26.40	无评级

买入	增持	中性
减持	卖出	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com