

纺织服装行业

九牧王 (601566)

公司点评报告

评级: 买入

收盘价 (元)

目标价 (元)

业绩符合预期 持续稳健增长可期

行情走势图



事项:

公司10月23日发布了三季报业绩公告, 公司7-9月净利润1.26亿元, 同比增长41.58%。1-9月, 公司营业收入14.78亿, 同比增速32.84%, 公司盈利3.61亿元, 同比增长42.1%, 每股收益0.71元, 完全摊薄每股收益0.63元。符合市场预期。

点评:

公司收入利润基本符合预期, 盈利质量较好。营业收入较上年同期增长32.84%, 主要系公司销售终端的增长及单店业绩的提升所致, 毛利率微降至56.22%, 维持高位。销售费用率同比下降2.6个百分点, 达到20.3%, 管理费率同比上升0.9个百分点, 达到7.0%, 净利率同比上升1.6个百分点, 达到24.44%。

存货净额较年初增长52.69%, 主要原因是: (1) 每年第四季度是秋冬产品的销售旺季, 为满足第四季度的销售需求, 公司第三季度生产及采购了较多的秋冬产品, 且秋冬产品单位成本较高, 引起存货净额相应增加; (2) 由于销售规模以及销售终端数量的增长, 为满足公司销售终端铺货的需求, 存货净额相应增加。前三季度经营性现金流为2.4亿, 财务状况健康。

公司作为休闲男装的龙头, 具有较强的品牌优势和提价能力。以男裤为主导的高品质产品, 高品牌溢价, 占据较多一线城市商场稀缺资源, 纵向一体化的运营模式和扁平化的渠道模式造就了同行业盈利能力最强的公司。公司目前渠道公司对一级城市的终端布局达到100%, 二线城市达到80%, 未来目标城市拓展战略主要为巩固一级, 发展二、三级, 未来三年每年将增加500个终端左右。我们认为, 随着公司渠道逐渐布局二三线, 终端品牌的正价率将会提升, 随着公司产品结构的不断调整 (预计公司男裤收入占比会逐渐下降, 目前占53%左右), 上装的占比不断上升, 由于上装的单价更高, 丰富品类后公司的平效会有进一步的上升, 预计公司未来单店业绩提升会在15%左右, 公司的高毛利仍有改善的空间。高附加值的纵向一体化模式也有利于快速响应和费用控制。公司未来主要看点在于产品线结构调整、渠道下沉和多品牌。

2012年春夏订货会订货情况良好, 为明年业绩打下良好基础。预计公司2012年春夏订货会订货额同比增速25-30%。

我们看好商务休闲男装子行业, 公司作为男装的龙头企业, 未来高增速更为确定。我们维持盈利预测, 预计公司2011/12/13 年摊薄后

相关研究

零售百货和服装研究小组

李项峰

证书编号 S0120511030002

联系人

李远

8621-68761616-8556

liyuan@tebon.com.cn

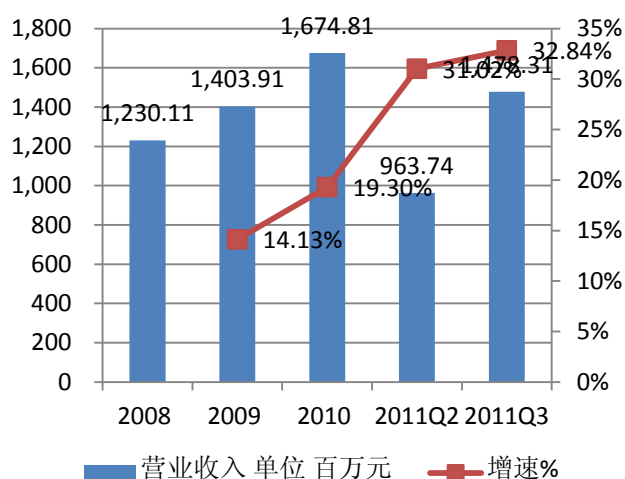
德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

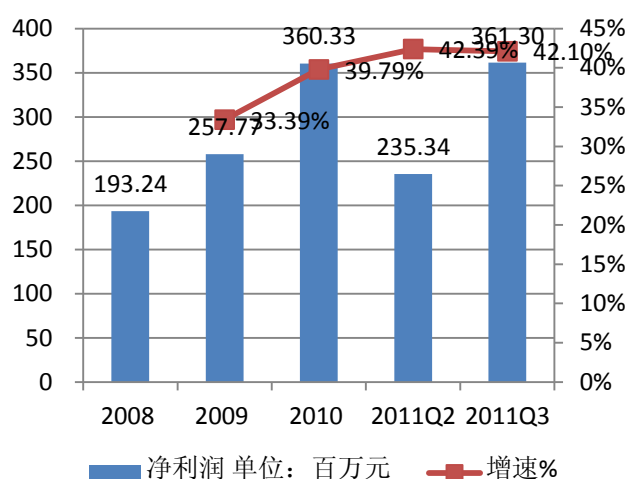
EPS 为 0.895/1.184/1.331 元，对应 2011 年动态市盈率 26 倍市盈率，维持买入评级。

图 1 2008-2011Q3 公司销售收入及增速



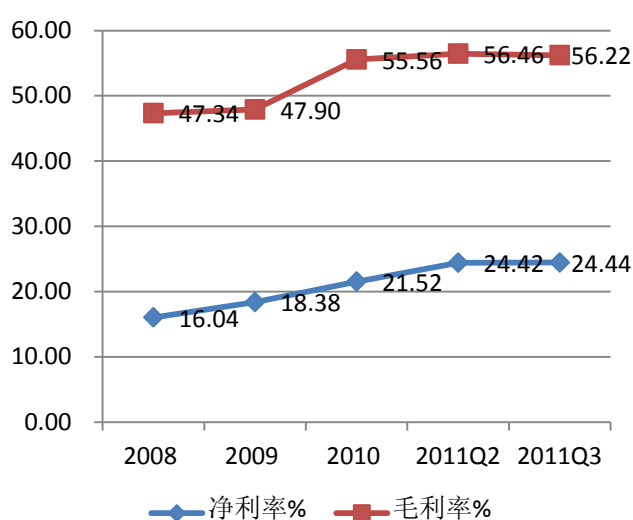
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 2 2008-2011Q3 公司净利润及增速



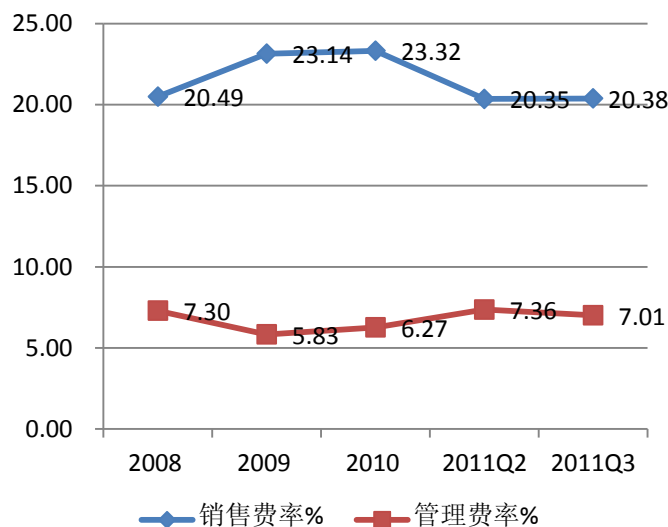
资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 3 2008-2011Q3 公司毛利率净利率情况



资料来源：WIND、德邦证券研究所

图 4 2008-2011Q3 公司期间费用情况



资料来源：WIND、德邦证券研究所

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1230.11	1403.91	1674.81	2098.58	2679.28	3331.25
增长率(%)	N/A	14.13%	19.30%	25.30%	27.67%	24.33%
归属母公司股东净利润	193.24	257.77	360.33	512.57	678.18	762.51
增长率(%)	N/A	33.39%	39.79%	42.25%	32.31%	12.43%
每股收益(EPS)	0.337	0.450	0.629	0.895	1.184	1.331
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.575	0.645	0.322	1.274	0.859	1.616
销售毛利率	47.34%	47.90%	55.56%	56.00%	58.00%	59.00%
销售净利率	16.04%	18.38%	21.52%	24.44%	25.32%	22.90%
净资产收益率(ROE)	51.45%	49.25%	39.65%	36.06%	32.30%	26.64%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	52.06%	77.74%	59.68%	105.86%	92.97%
市盈率(P/E)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率(P/B)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股息率(分红/股价)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!

报表预测

利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1230.11	1403.91	1674.81	2098.58	2679.28	3331.25
减: 营业成本	647.81	731.46	744.24	923.37	1125.30	1365.81
营业税金及附加	1.42	1.77	3.90	4.89	6.24	7.76
营业费用	252.02	324.86	390.53	503.66	656.42	782.84
管理费用	89.75	81.92	104.94	125.91	160.76	199.87
财务费用	14.25	2.56	0.33	-45.34	-44.88	-42.22
资产减值损失	20.60	6.74	11.44	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.30	0.35	0.30	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	203.96	254.95	419.73	586.08	775.44	1017.18
加: 其他非经营损益	-3.63	1.03	0.72	0.00	0.00	0.00
利润总额	200.33	255.99	420.45	586.08	775.44	1017.18
减: 所得税	3.00	-2.00	59.95	73.26	96.93	254.29
净利润	197.33	257.99	360.50	512.82	678.51	762.88
减: 少数股东损益	4.10	0.22	0.18	0.25	0.33	0.37
归属母公司股东净利润	193.24	257.77	360.33	512.57	678.18	762.51
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	80.43	121.00	170.69	874.57	1392.29	2360.42
应收和预付款项	89.08	134.26	301.50	85.93	403.25	201.57
存货	369.69	334.48	448.61	479.80	651.63	721.63
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	22.58	27.61	24.52	21.42	18.32
固定资产和在建工程	347.15	370.88	445.63	390.97	336.31	281.65
无形资产和开发支出	92.69	109.69	117.58	104.87	92.16	79.45
其他非流动资产	2.30	28.60	27.99	21.39	14.80	14.80
资产总计	981.34	1121.48	1539.61	1982.05	2911.86	3677.85
短期借款	103.30	0.00	36.80	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	418.61	531.54	527.36	493.77	745.08	748.18
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	521.91	531.54	564.16	493.77	745.08	748.18
股本	60.35	77.95	452.93	452.93	452.93	452.93
资本公积	29.82	0.24	91.31	91.31	91.31	91.31
留存收益	285.41	445.18	364.46	877.04	1555.22	2317.73
归属母公司股东权益	375.58	523.37	908.70	1421.28	2099.46	2861.98
少数股东权益	83.85	66.57	66.75	67.00	67.33	67.70
股东权益合计	459.42	589.94	975.45	1488.27	2166.79	2929.67
负债和股东权益合计	981.34	1121.48	1539.61	1982.05	2911.86	3677.85
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	329.50	369.31	184.47	729.89	492.22	925.92
投资性现金净流量	-80.79	-120.02	-192.71	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-178.39	-91.61	-75.90	-26.02	25.50	42.22
现金流量净额	70.32	157.68	-84.13	703.87	517.72	968.13

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅≥20%

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅>10%

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。