

九牧王 (601566.SH)

公司业绩有望拐点向上，现金充沛，股息高

核心观点：

● 终端销售回暖，公司业绩有望拐点向上

16年Q4以来行业终端销售明显回暖。男装代表企业中国利郎经营好转，17年3月订货会数据高单位数增长。16年Q4以来的销售回暖将改善公司业绩，且公司直营收入占比超过40%，在终端好转情况下将更快受益。

● 高股息率提供安全边际，员工持股计划彰显发展信心

公司近三年股息率分别为5.71%、4.94%、3.04%，并在14年派发过特别股息，高股息率为公司提供较高安全边际。公司员工持股累计购买1809万股，考虑财务杠杆成本，本次持股均价约16元/股。本次员工持股已解禁，将在18年6月5日到期，此次员工持股成本高，充分彰显发展信心。

● 公司股权投资存在增值空间

据16年半年报披露，公司以1.85亿元成本持有财通证券1.92%股权，而公司旗下九盛欣联基金投资韩都衣舍8.09%股权。近日财通证券披露IPO招股书，若顺利上市则公司股权投资将显著增值；此外16年韩都衣社净利润达0.88亿，近年业绩持续高增长，有望拉动公司投资实现增值。

● 公司现金充沛，为服装相关产业投资提供强大支持

公司积极探索服装相关产业的投资，围绕“精英生活”进行产业布局。据16年三季报，公司账上资金超过15.3亿。剔除预收账款，资产负债率仅为16.8%。此外公司后续仍有14亿债券发行额度和超10亿银行授信额度。公司在海外储备了约1亿美元的外币资金，有利于公司进行海外投资布局。

● 16-18年业绩预计分别为0.74元/股、0.87元/股、1.02元/股

对应17年PE 19倍，低于行业平均25倍，维持“谨慎增持”评级。

● 风险提示

经济持续低迷，终端需求不振；零售转型不及预期；对外投资风险；

盈利预测：

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2067.82	2256.60	2211.81	2439.38	2698.07
增长率(%)	-17.34%	9.13%	-1.98%	10.29%	10.60%
EBITDA(百万元)	447.11	581.53	529.29	617.14	719.05
净利润(百万元)	350.52	404.25	423.31	498.15	585.68
增长率(%)	-34.76%	15.33%	4.72%	17.68%	17.57%
EPS(元/股)	0.61	0.70	0.74	0.87	1.02
市盈率(P/E)	21.15	32.50	22.74	19.32	16.43
市净率(P/B)	1.67	3.07	2.18	2.08	1.95
EV/EBITDA	14.88	21.74	16.42	13.79	11.47

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

谨慎增持

当前价格

16.75元

前次评级

谨慎增持

报告日期

2017-04-13

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	575/575
流通A股市值(百万元)	9,625
每股净资产(元)	7.45
资产负债率(%)	20.49
一年内最高/最低(元)	18.52/14.81

相对市场表现



分析师： 糜韩杰 S0260516020001

021-60750604

mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

九牧王(601566.SH)：终端销售、费用控制趋好，关注外

延投资

九牧王(601566.SH)：持续推进零售转型，有望受益于汇

率贬值

九牧王(601566.SH)：员工持股解禁，投资布局可期

联系人： 张萌 021-60750604

zmeng@gf.com.cn

目录索引

一、公司有望迎来业绩拐点，战略升级增强发展潜力	4
1、九牧王：中国男裤行业龙头企业	4
2、终端销售回暖，公司业绩有望触底回升	6
3、坚定推进零售转型及多品牌布局，公司长远发展潜力十足	8
二、公司分红慷慨，持续高股息率	11
三、公司股权投资存在增值空间	12
四、员工持股计划彰显发展信心	13
五、探索服装相关产业投资，资金充裕提供有力支持	14
1、顺应行业发展趋势，服装相关产业投资持续推进	14
2、公司资金充沛，为服装相关产业投资提供有力支持	15
六、盈利预测与投资评级	16
七、风险提示	18
1、经济持续低迷，终端需求不振	18
2、零售转型不及预期	18
3、对外投资风险	18

图表索引

图 1: 公司旗下三大品牌	4
图 2: 分品类营业收入占比	5
图 3: 直营与加盟渠道营收占比	5
图 4: 直营与加盟店铺数量情况 (个)	5
图 5: 直营与加盟店铺面积情况 (万平方米)	5
图 6: 公司上市以来营业收入情况	6
图 7: 公司上市以来净利润情况	6
图 8: 公司上市以来毛利率、净利率情况	6
图 9: 公司上市以来期间费用率情况	6
图 10: 男装行业存货调整情况	7
图 11: 男装行业应收账款 (渠道库存) 调整情况	7
图 12: 中国男装市场规模	8
图 13: 中国男装市场集中度	8
图 14: 不同国家男装 CR10 占比	8
图 15: 国内纺织服装细分品类 CR10 占比	8
图 16: 男装行业进入整合时代	9
图 17: 九牧王上市以来分红情况	11
图 18: 年度分红占归母净利润比例	11
图 19: 九牧王股息率与国债收益率	11
图 20: 公司未分配利润 (百万元)	12
图 21: 公司经营性净现金流与现金分红总额	12
图 22: 上市券商平均市盈率	13
图 23: 财通证券近三年经营数据	13
图 24: 韩都衣舍近三年营业收入	13
图 25: 韩都衣舍近三年归母净利润	13
图 26: 公司资产负债率 (剔除预收账款)	15
图 27: 公司流动比率、速动比率、现金比率	15
表 1: 中国利郎订货会数据	7
表 2: 公司渠道调整情况	10
表 3: 可比公司	17

一、公司有望迎来业绩拐点，战略升级增强发展潜力

1、九牧王：中国男裤行业龙头企业

公司是中国商务休闲男装品牌的领先企业，国内男裤行业的龙头企业，主要从事男士商务休闲品牌服饰的生产和销售，主要产品包括男裤、茄克、衬衫、T恤和西装，现有主品牌“JOEONE”、潮牌“FUN”、时尚品牌“J1”。公司产品品质好、知名度高，营销渠道布局广、渗透率高，核心产品九牧王男裤及茄克已经占据市场领导地位。据中华全国商业信息中心统计，从2000年至2015年，九牧王品牌男裤市场综合占有率连续十六年位列国内男裤市场第一位，为中国男裤市场的领跑者。

图1：公司旗下三大品牌



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

1) 产品生产：

在生产方面，公司以自产为主，委托加工为辅。公司强调产品工艺和品质，自产能够保障产品品质稳定，公司的核心产品男裤及茄克基本为自制产品，而羊毛衫、皮具、领带等服饰类非主导产品大多采用委托加工模式。根据2016年半年报披露数据，公司自产比例近70%。

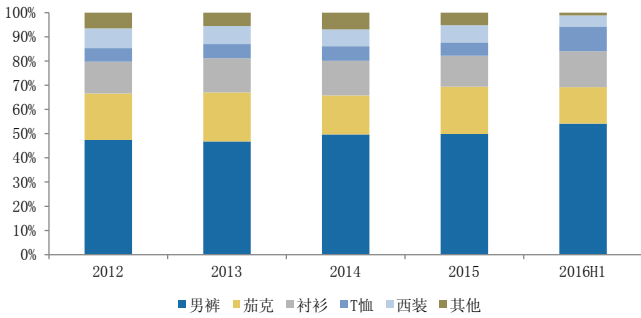
依据不同的生产模式，公司采购也分为不同类型，对于自制产品，公司主要向上游企业采购原材料。而对于委托加工产品则可以分为两类，一类是向相关企业直接采购产成品，另一类是采购好原材料交由相关企业进行代加工。

2) 产品销售：

在销售方面，公司采用直营与加盟相结合的方式，并将线上渠道作为传统线下渠道的补充。直营店铺主要在一二线城市及部分重点三线城市布局，主要是商场专柜及九牧王品牌专卖店，而加盟模式则是由加盟商负责品牌经营，帮助公司扩展销售渠道。截至2016年9月30日，公司共有终端店铺2780家，其中加盟店铺1879家，直营店铺901家，加盟店占绝大多数。但是从营收占比角度来看，2016年前三季度直营渠道实现营业收入5.72亿元，加盟渠道实现收入8.11亿元，直营与加盟渠道差距收

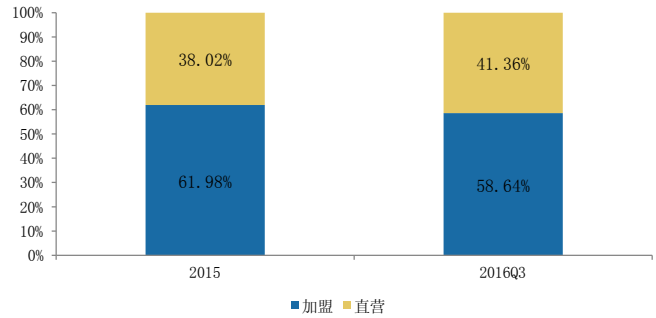
敛。分品牌而言，2016年前三季度九牧王主品牌贡献营收14.71亿元，FUN品牌贡献营收3675万元，J1品牌贡献营收995万元，其中FUN品牌营收同比增长116.78%，处于高速增长阶段。

图2：分品类营业收入占比



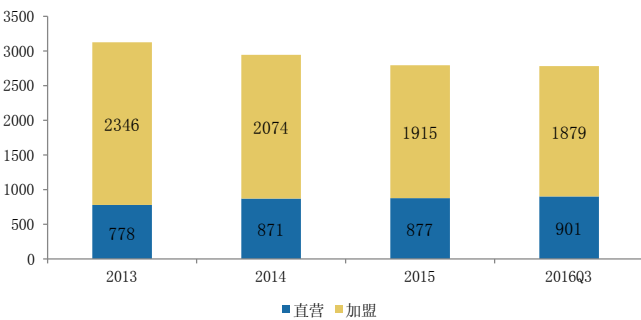
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图3：直营与加盟渠道营收占比



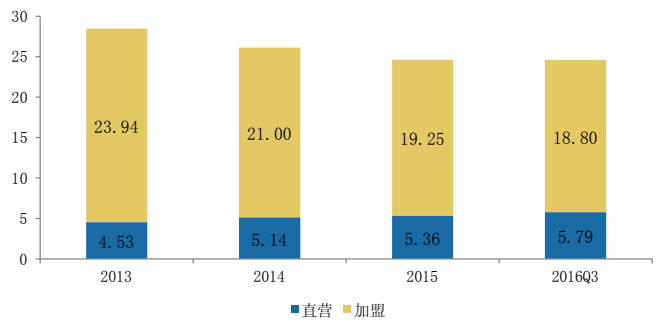
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图4：直营与加盟店铺数量情况（个）



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图5：直营与加盟店铺面积情况（万平方米）



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

3) 经营业绩:

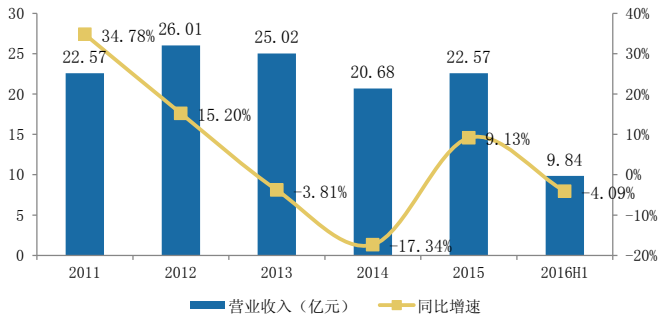
在2012年之前，男装行业高速成长，公司在此期间业绩大幅提升，通过“开店+提价”的模式，公司营业收入及归母净利润都保持高速增长。近三年，随着行业调整，公司经营业绩出现一定程度波动。

2016年前三季度，公司实现营收15.43亿元，同比下滑3.70%，实现归母净利润3.13亿元，同比增长13.01%。扣除非经常性损益后公司净利润下滑23.03%。归母净利润逆势实现增长主要是因为投资收益增长173.84%达到7753万元，以及营业外收入增长206.36%达到2036万元。投资收益方面，公司持有交易性金融资产公允价值变动损益，处置交易性金融资产和可供出售金融资产的投资收益共2534万元，上年同期-8275万元，主要是证券投资获利；营业外收入方面，公司获得政府补助1813万元，同比增加1387万元。

剔除非经常性损益及委托理财收益的影响（公司将委托理财收益按照经常性损益确认，所以扣非后归母净利润不完全是服装主业净利润，还包括银行理财产品等。16

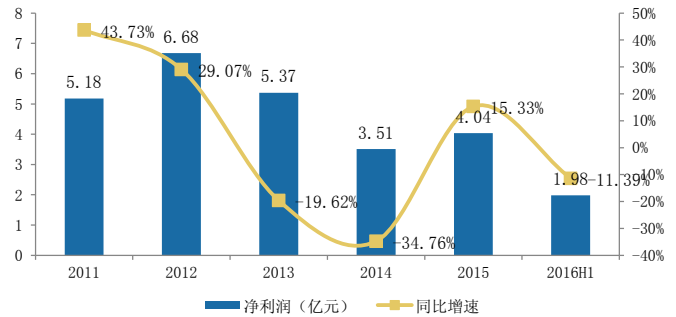
年委托理财本金较15年有所减少，这部分贡献收益也相对减少），我们估计公司前三季度服装主业利润下滑估计为15%左右。但是公司三季度销售情况和费用控制情况均较上半年出现好转，公司前三季度期间费用率35.65%，同比增加4.41个百分点，但是比上半年36.94%有所好转，公司费用控制力度增强，效率有所提升。

图6：公司上市以来营业收入情况



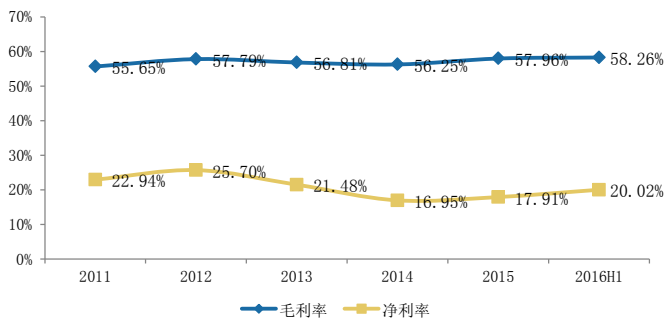
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图7：公司上市以来净利润情况



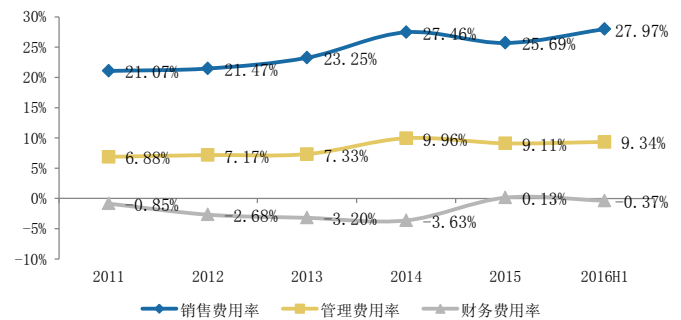
数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图8：公司上市以来毛利率、净利率情况



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

图9：公司上市以来期间费用率情况



数据来源：公司财报；广发证券发展研究中心

2、终端销售回暖，公司业绩有望触底回升

1) 男装行业渠道库存水平趋于健康化

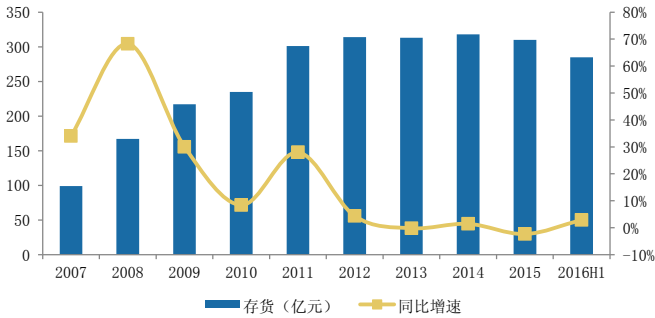
2011年以前，我国男装企业普遍采取渠道战略抢占市场，品牌公司在各地不断扩充店铺数量，向经销渠道大量铺货，行业高速增长。但是自12年以来，中国经济增速出现下行趋势，终端销售环境恶化，男装行业的渠道库存迅速积压。由于传统男装行业具有生产门槛较低、市场较分散的特点，行业中中小企业众多，使得行业竞争愈加激烈，终端销售困难，男装企业普遍进入经营调整期。

自2012年以来，行业开始漫长的库存去化周期，行业存货量告别高增长趋势，整体保持平稳。2012年至2016年6月30日，男装行业总库存（以申万行业分类为准，下同）同比增速分别为4.34%、-0.2%、1.44%、-2.35%和2.90%，呈现上下浮动的态势。

近两年随着存货周期性调整的推进，男装行业调整逐渐步入尾声。2016年6月30日，

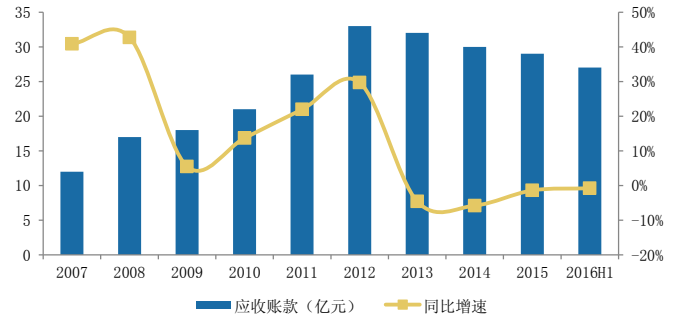
行业存货达285亿元，已低于2011年的同期存货水平。作为行业渠道库存的替代指标，行业应收账款有所改善，2015年同比下降1.42%，16年6月30日应收账款已接近11年同期水平，这反映了渠道库存趋于健康化，库存调整即将完成。

图10: 男装行业存货调整情况



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

图11: 男装行业应收账款(渠道库存)调整情况



数据来源: 公司公告; 广发证券发展研究中心

2) 16年四季度以来男装终端销售出现回暖

2015年全国出现了暖冬天气，而且因为15年前三季度销售情况较好，很多品牌服装公司又向渠道大量发货，因此渠道库存又有一定的积压。2016年行业持续消化库存，并从四季度开始终端销售出现回暖。

港股上市公司中国利郎，作为闽派男装的代表，与公司在业务范围、经营模式、发展历程上存在诸多可比之处。中国利郎的经营情况基本与男装行业的发展情况一致。2016年中国利郎持续去化库存，16年9月召开的17年春夏订货会数据也出现了高单位数的下滑，不过公司的渠道库存压力明显减轻。从2016年四季度开始，全国天气转冷，中国利郎的冬装销售表现较好，而这一销售趋势也延续到了17年一季度，并在17年3月份召开的17年秋季订货会上得到了体现，此次订货会数据出现了高单位数增长，扭转了16年以来的下滑趋势。

表 1: 中国利郎订货会数据

时间	2013.9	2014.3	2014.6	2014.9	2015.3	2015.6	2015.9	2016.3	2016.6	2016.9	2017.3
季节	14 春夏	14 秋季	14 冬季	15 春夏	15 秋季	15 冬季	16 春夏	16 秋季	16 冬季	17 春夏	17 秋季
LILANZ	低单位 下跌	中单位 上涨	高单位 上涨	高单位 上涨	低双位 上涨	15-17%	低双位 上涨	-13%至 -18%	-13%至 -18%	高单位 下跌	高单位 上涨
L2	6-9%	10-15%	低双位 上涨	低双位 上涨	低双位 上涨	10-13%	中单位 上涨	-13%至 -18%	-20%至 -25%	取消 订货会	取消 订货会

数据来源: 中国利郎公告; 广发证券发展研究中心

3) 公司直营收入占比高，直接受益于终端回暖

我们认为九牧王公司作为男装行业的龙头，将充分受益于终端销售回暖。一般来讲，终端销售改善对于品牌服装公司业绩的拉动主要有两个传导渠道，一是通过直营店铺直接改善品牌公司当期经营表现，二是通过消化加盟店渠道库存，让加盟商在

下一期更多地向品牌公司订货，影响品牌公司下一期经营表现。我们认为九牧王公司直营收入占比较高，已经超过40%，因此在终端销售回暖的情况下会快速受益，而如果终端销售回暖趋势持续，公司订货会的表现也值得期待。

另一方面，15年四季度公司扣非后净利润为0.75亿元，基数较低，因此16年四季度良好的经营表现对公司业绩增速的拉动作用也会比较大。

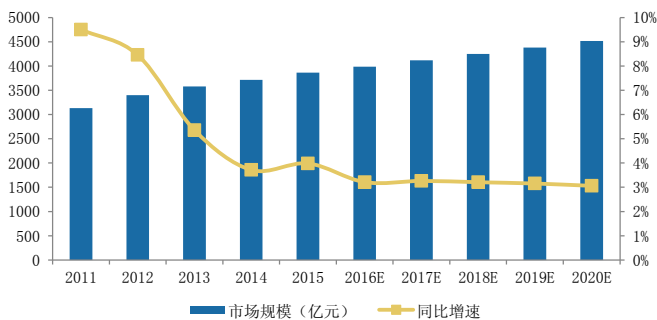
3、坚定推进零售转型及多品牌布局，公司长远发展潜力十足

1) 男装行业未来将保持稳定增长

随着经济的增长，中国男装市场整体规模逐年增长，体量庞大。2015年中国男装市场规模达到3862亿元，2010-2015年男装市场规模年均复合增速6.18%，未来5年预计仍能保持3.18%的年复合增速。

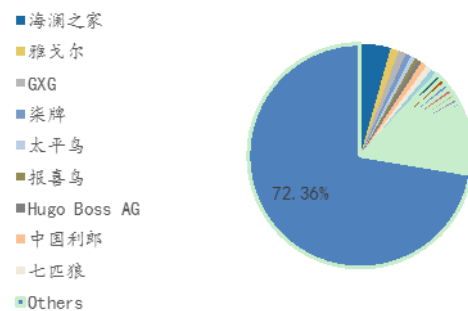
由于服装行业进入门槛低，市场上存在众多小企业、小工厂，导致男装行业极为分散，整体集中度很低，单个品牌市场占有率最高不超过4%，72.36%以上的市场份额众多的单个份额不足0.1%小企业共同占据。

图12: 中国男装市场规模



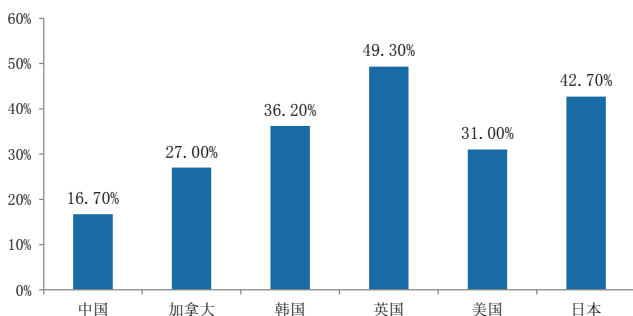
数据来源: Euromonitor; 广发证券发展研究中心

图13: 中国男装市场集中度



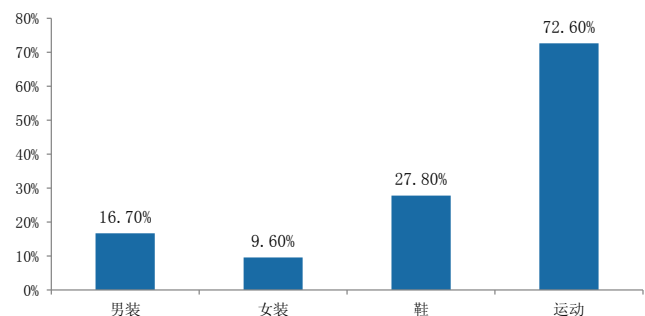
数据来源: Euromonitor; 广发证券发展研究中心

图14: 不同国家男装CR10占比



数据来源: Euromonitor; 广发证券发展研究中心

图15: 国内纺织服装细分品类CR10占比



数据来源: Euromonitor; 广发证券发展研究中心

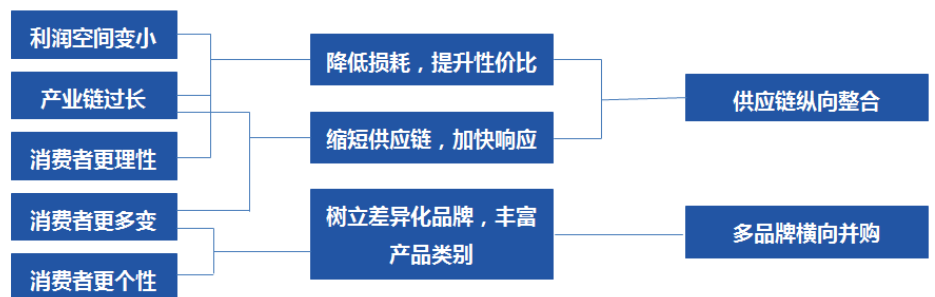
与发达国家同行业对比发现，2015年中国男装零售市场份额超过美国，达到2764亿美元，但对比几个国家人均在服装上的消费可以看出，中国的人均值在6个国家里处于最低水平，仅200美元/人，是美国的五分之一，英国的15%，国内服装需求空间

仍有提升空间。而且我们认为龙头服装公司市场集中度将会持续提升，其业绩增速也将超越行业平均水平。

2) 男装行业迎来变革，行业整合和多品牌布局成为趋势

目前消费者最大的趋势性改变就是更加理性化，更加个性化。理性源于信息的充分流通，消费者偏重高性价比服饰。尤其在经济环境不景气时期，高性价比服饰能够迎来快速发展，而传统男装加价倍率较高。个性化是消费升级的必然趋势，当前消费者偏好多样，且变化快，单一品牌竞争风险加大，多品牌集合战略成为未来方向。

图16: 男装行业进入整合时代



数据来源：广发证券发展研究中心

我们认为目前男装行业处于整合期，龙头企业需要抓住这一黄金时间段，通过整合抢占更多市场份额，通过产品、渠道、供应链升级提升性价比和经营效率；同时通过对外投资布局多品牌来吸收外部优质资源。现在海外品牌资源丰富，估值也比较便宜，这也为国内企业整合提供了便利条件。

3) 公司积极推进零售转型及多品牌布局

2015年，公司提出零售转型，旨在提升单店经营质量，提升客户满意度。公司聚焦于终端门店，通过对标准店铺的打造，形成可复制的运营标准；并且对关键人员加强激励，提升店铺经营能力；此外，通过建立信息平台，将终端店铺与公司总部直接对接，通过数据分析对终端渠道进行调整和业务指导。

目前公司持续推进店铺升级，关停低效店铺，在更好的位置开大店，平均店铺面积显著提升。而且通过信息系统基本打通总部与所有终端店铺的沟通渠道。

表 2: 公司渠道调整情况

品牌		2015		2016Q3	
		数量	单店面积	数量	单店面积
JOEONE	直营	829	59.68	833	62.39
	加盟	1908	100.58	1850	99.92
	小计	2737	88.19	2683	88.27
FUN	直营	48	86.35	65	86.71
	加盟	7	91.57	17	107.24
	小计	55	87.02	82	90.96
J1	直营			3	90.33
	加盟			12	113.42
	小计			15	108.8
直营合计		877	61.14	901	64.24
加盟合计		1915	100.54	1879	100.07
总计		2792	88.17	2780	88.46

数据来源: 公司财报; 广发证券发展研究中心

为满足细分人群差异化需求,提升产品性价比,公司对品牌进行梳理,推出“JOEONE”、“FUN”、“J1”三大品牌,根据公司15年年报,公司未来或借助资本之力丰富品牌集群。

“JOEONE”作为公司主品牌,仍然会坚持中高端路线,产品主要面向35-45岁人群。主品牌经过多年经营,已经形成一定知名度,被消费者所认可,未来将在原有基础之上做升级。公司将发挥男裤优势,始终把男裤作为核心的战略品类,启动裤形形象店计划,开出形象好、流水高的裤店。未来“JOEONE”主品牌将利用分标牌服务不同的细分消费者,将产品线进一步细分“商务经典”、“商务休闲”,通过差异化渠道、风格、价格来保护品牌定位。截至16年9月30日,主品牌“JOEONE”共有店铺2683家,其中直营店833家,加盟店1850家,净关店54家,16年前三季度主品牌实现收入14.71亿元,同比降低6.43%。

“FUN”品牌已经经营了5年多时间,前期经营规模较小,品牌战略也历经调整,15年公司确定“FUN”品牌走潮牌路线,当年实现销售收入2940.36万元,同比增长56.44%。该品牌主要面向18-28岁人群。产品风格多样,且会根据市场情况调整自身风格。目前“FUN”品牌仍处于拓展期,主要做渠道拓展和品牌推广。16年前三季度,“FUN”收入3675.42万元,同比增长超过了116%,未来预计仍将保持高增速。截至16年前三季度,“FUN”品牌共有店铺82家,16年全年估计开到约90家。

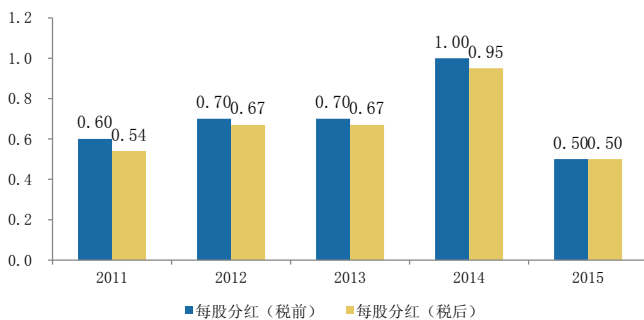
“J1”品牌主打品质时尚,相对于“JOEONE”比较时尚,性价比更高,产品主要面向28-35岁人群,这部分人处于职场快速上升期,有一定消费能力。与国内其他品牌,如“太平鸟”、“卡宾”相比,其风格更加内敛、简约。截至16年前三季度,“J1”品牌实现收入995.05万元,共有店铺15家,16年全年估计开店约20家。

二、公司分红慷慨，持续高股息率

2017年3月31日，中国证监会新闻发言人提出上市公司要增强回报意识，加强现金分红，未来将进一步完善上市公司分红制度。我们认为此举主要是引导市场长期投资理念，长远来看可以提升经营业绩稳定，分红能力强的公司的市场价值。

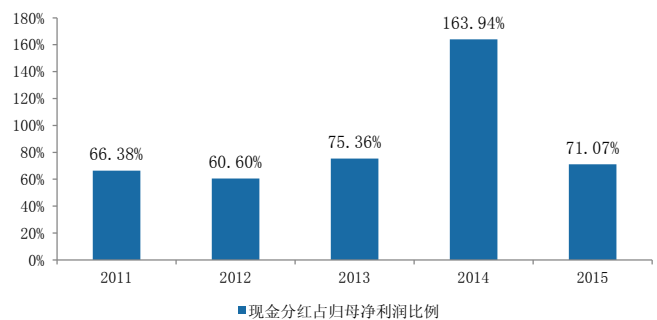
公司自上市以来持续高比例现金分红，并且在2014年派发过特别股息。2013-2015年，公司每年现金分红为0.70元/股、1元/股、0.50元/股，而现金分红总额分别为4.05亿元、5.75亿元、2.87亿元，占当年归母净利润比例分别为75.36%、163.94%、71.07%，分红比例非常高。

图17：九牧王上市以来分红情况



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

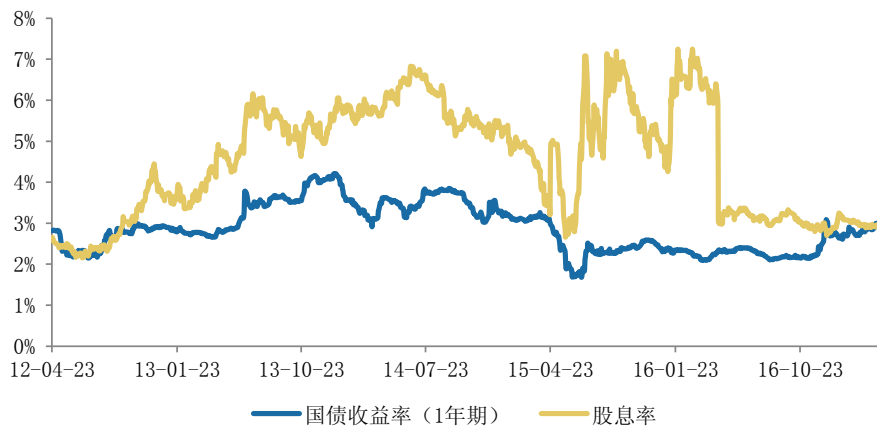
图18：年度分红占归母净利润比例



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

公司股息率高，弱市下投资价值凸显。以利润分配公告日收盘价为基准，公司近三年股息率分别为5.71%、4.94%、3.04%，远高于一年期存款利率和一年期国债到期收益率。即使在货币流动性收紧，债市利率显著上升的情况下，公司的股息率仍然和一年期国债收益率相当。从获取稳定收益的角度，公司配置价值高，尤其是在市场风险偏好降低，追求绝对收益的情况下，公司股票投资价值凸显。

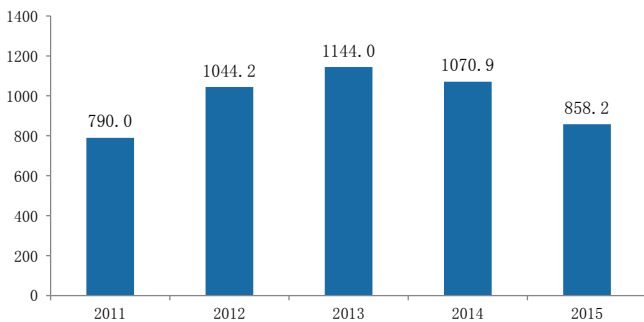
图19：九牧王股息率与国债收益率



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

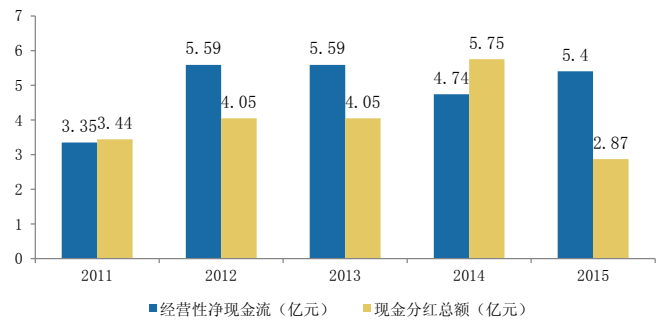
公司现金充沛，未来高股息率仍能持续。目前公司账上未分配利润达到8.58亿元，从过去公司每年的分红总额来看，公司的未分配利润比较充足，能够支持公司在未来继续稳定分红。而公司每年通过经营性活动实现的净现金流量也很充足，除了2014年公司派发特别股息之外，公司每年经营性净现金流都显著高于分红总额。从存量角度来说，充足的未分配利润是公司高股息率的基础，从流量角度来说，稳定的经营性净现金流保证了高分红政策的贯彻落实，我们预计公司高股息率仍能持续。

图20: 公司未分配利润 (百万元)



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图21: 公司经营性净现金流与现金分红总额



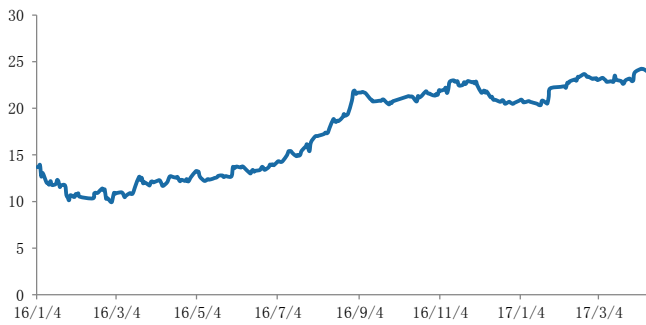
数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

三、公司股权投资存在增值空间

2014年11月18日，公司全资子公司西藏工布江达县九盛投资有限责任公司与财通证券股份有限公司签署了《增资认购协议》，九盛投资拟以2.98元/股的价格认购财通证券6800万股，合计出资约20264万元，占财通证券完成增资扩股后总股本1.92%。根据公司16年半年报，目前公司持有财通证券1.92%股权。

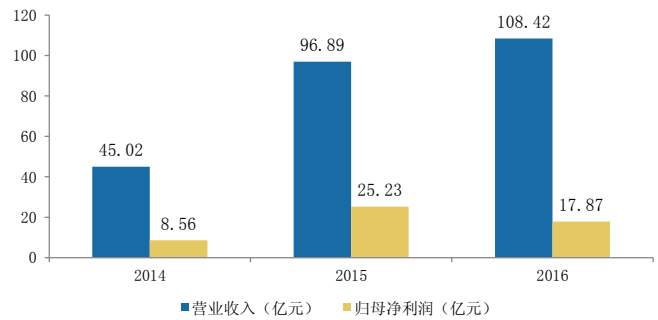
2017年3月31日，证监会官网正式披露财通证券首次公开发行股票招股说明书申报稿，财通证券此次股票发行总量不超过10亿股，占发行后总股本的比例不超过23.64%。发行后总股本不超过42.3亿股。我们认为如果财通证券能够顺利上市，则九牧王公司的股权投资将显著增值，而且上市之后该股权投资的流动性也将明显增强。

图22: 上市券商平均市盈率



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图23: 财通证券近三年经营数据

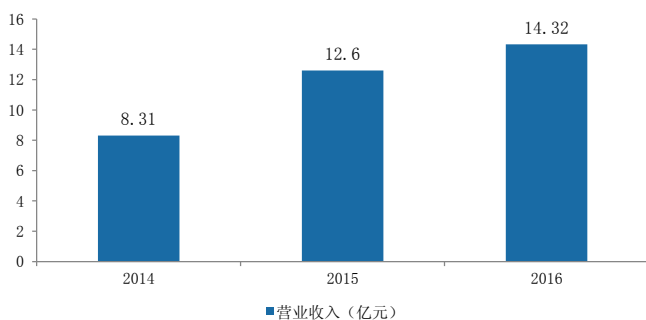


数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

2015年7月31日, 九牧王全资子公司发起设立的“九盛欣联”基金(全资子公司出资占比99%)与韩都衣舍签订协议,“九盛欣联”以1200万美元认购韩都衣舍5.9094%股权。2015年9月25日,“九盛欣联”基金又向韩都衣舍注资6000万,认购韩都衣舍2.4048%股份。根据公司16年半年报,“九盛欣联”基金共持有韩都衣舍8.0892%股权。

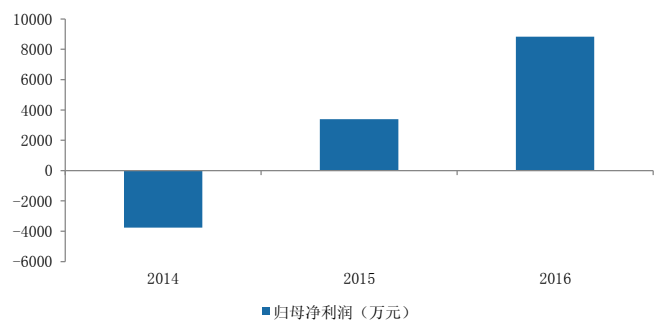
2017年3月31日, 韩都电商公布2016年年报, 公司实现营收14.31亿元, 同比增长13.67%, 实现归母净利润8834万元, 同比增长160.96%。公司业绩高增长将驱动九牧王股权投资实现增值。2017年4月1日, 韩都电商披露定增方案, 拟以17.27元/股向8个发行对象发行694.847万股, 拟募集资金1.2亿元。目前“九盛欣联”基金持有韩都电商1639.34万股, 按17.27元/股计算, 对应市值约2.83亿元。

图24: 韩都衣舍近三年营业收入



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

图25: 韩都衣舍近三年归母净利润



数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

四、员工持股计划彰显发展信心

2015年6月5日, 公司股东大会审议通过员工持股计划议案, 拟向217名员工实施员工持股计划, 其中董事、监事、高级管理人员共计13人, 员工持股计划募集资金总额上限为30230万元, 其中董监高出资占比19.32%。另外大股东为员工(不含公司董事、监事、高级管理人员及他们的关联人)提供不高于其自有资金4倍的借款。

截至2015年9月29日，公司第一期员工持股计划完成股票购买，累计购买股票1809.40万股，占公司总股本的3.1488%，成交金额2.8243亿元，成交均价15.61元/股。该员工持股计划存续期24个月，锁定期12个月，所购买股票锁定期自2015年9月30日至2016年9月29日。

2017年4月5日，公司董事会决议将第一期员工持股计划存续期延长12个月，即员工持股计划将在2018年6月5日到期。

我们认为公司员工持股成本较高，本次员工持股计划涉及人员广泛，持股数量占比高，且董监高积极参与，激励作用明显。本次员工持股计划持股成本15.61元/股，经过15年度利润分配，对应目前成本是15.11元/股。如果将股东借款成本纳入考虑范围，我们估算持股成本约为16元/股（假设股东借款年利率为5%，员工自身出资20%，股东借款出资80%，目前据股票购买完成超过18个月，简单测算持股成本： $15.11 \times 20\% + 15.11 \times 80\% \times (1 + 0.05 \times 1.5) = 16.02$ 元/股）。目前公司股票市价16.75元/股，略高于员工持股计划成本。目前员工持股计划所持股票已经解禁，本次持股对于骨干员工、董监高、上市公司、控股股东多方都有激励作用，在行业调整整合的大背景下，公司将继续夯实主业基础，坚定业务升级，推进零售转型，并且未来外延式项目落地将值得期待。

五、探索服装相关产业投资，资金充裕提供有力支持

1、顺应行业发展趋势，服装相关产业投资持续推进

根据公司15年年报，公司将积极探索服装相关产业的投资，致力于打造精英生活的时尚产业集团，围绕“精英生活”进行产业布局。产业覆盖精英生活的各方面，包括时尚服饰、时尚文化、时尚娱乐、时尚运动、时尚健康等。

公司顺应行业发展趋势，坚定不移推进多品牌战略，除了运营自有品牌外，还将借助资本力量对外投资布局。我们研判，公司目前除了主品牌“JOEONE”，其他品牌体量都比较小，公司未来发展品牌集群需要有大量优质品牌注入。另一方面，目前海外品牌众多，其品牌力强于中国品牌，且大多数海外品牌估值不贵，这也为公司扩充品牌创造了良好条件。

不局限于男装业务，为了推进服装相关产业投资，公司参与设立“九盛欣联”互联网时尚产业基金、“华软新文化”产业基金以及“杭州慕华”股权投资基金。其中，“九盛欣联”基金规模10个亿，公司出资99%，“华软新文化”基金规模5.1亿元，公司出资2.5亿元，“杭州慕华”于2017年4月10日设立，规模预计为10亿元，公司拟认缴1亿元。“九盛欣联”基金主要用来布局主业相关的时尚消费类项目，目前已经投资了韩都衣舍8.09%股权；“华软新文化”基金主要用来投资一些消费新技术、新模式等标的；而“杭州慕华”主要用来投资文化教育及其衍生行业、新兴产业等。

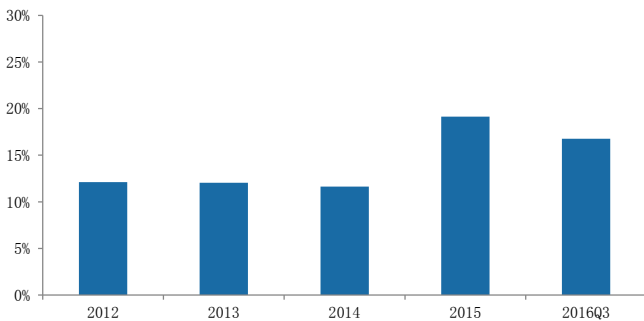
我们认为，目前产业基金投资规模较小，但是未来将是公司基于主业进行延伸的重要途径，不同基金分工明确，有利于公司高效开展外延投资布局。

2、公司资金充沛，为服装相关产业投资提供有力支持

公司账上资金充裕，资产负债率低。截至2016年9月30日，公司拥有总资产48.74亿元，账上资金充裕，超过15.30亿元，其中货币资金7.30亿元，银行理财约8亿元。如果剔除预收账款，则公司的资产负债率仅为16.76%，整体负债率低，此外，公司流动比率、速动比率、现金比率分别为3.71、2.80、1.15，短期偿债能力非常强。

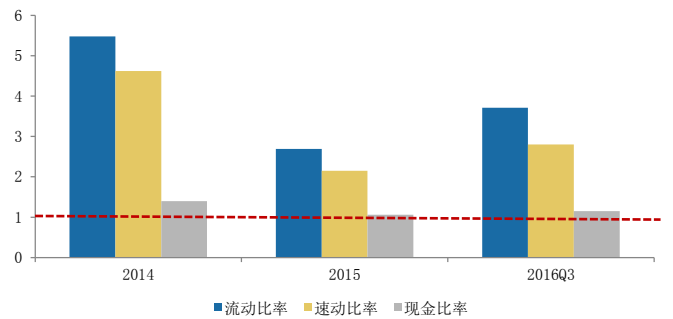
债券发行及银行授信进一步增强公司资金实力。2016年1月4日，公司申请发行不超过16亿元债券得到证监会核准，并于9月27日完成第一期债券发行，第一期债券发行总额2亿元，期限3年，票面利率3.70%。在未来，公司仍可以发行剩余14亿元债券，并且公司拥有超过10亿元的银行授信额度。公司在资金方面具有强大实力，为公司经营发展提供强大支持。

图26：公司资产负债率（剔除预收账款）



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

图27：公司流动比率、速动比率、现金比率



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

外币资金储备为海外品牌拓展提供支持。目前国内服装品牌公司纷纷谋求战略升级，海外品牌嫁接中国市场的做法符合消费升级趋势，能够增强国内服装企业竞争力，但是在投资布局海外品牌的过程中，需要企业有丰富的外币资金，尤其在外汇管制加强的情况下，充足的外币资金储备显得尤为重要。

2015年3月27日，公司董事会决议使用1亿美元自有资金对全资子公司九牧王零售管理有限公司进行增资。九牧王零售于2011年1月12日在香港注册成立，注册资本9000万港元，主营业务包括投资控股、品牌推广、研发及销售，无营业收入。目前公司在海外拥有约1亿美元资金，折合人民币约7亿元。考虑到公司负债率低，现金流好，除了自有的1亿美元资金，还可以采取增加债务杠杆等方式利用更多外币资金。

六、盈利预测与投资评级

我们对公司的盈利作如下假设：

1、我们预计“JOEONE”品牌2016年至2018年收入分别为21.37亿元、23.08亿元、24.92亿元，同比增长-3.3%、8%、8%。2016年收入较同期下滑主要是基于16年前三季度数据，以及四季度销售终端回暖。17、18年品牌收入保持稳定增长主要是基于渠道调整接近尾声，16年库存消化，且主品牌“JOEONE”零售转型见效。我们预计16-18年“JOEONE”品牌毛利率分别为58.11%、58.61%、59.11%，主要是基于直营店铺面积占比持续提升。

2、我们预计“FUN”品牌2016年至2018年收入分别为0.60亿元、1.09亿元、1.74亿元，同比增长105%、80%、60%。2016年收入较同期高速增长主要是基于16年三季报数据、“FUN”品牌全年开店计划以及“FUN”品牌店效提高。17、18年品牌收入保持高速增长主要是基于“FUN”品牌定位清晰，成长性好，未来店铺拓展和坪效提升均有很大空间。我们预计16-18年“FUN”品牌毛利率保持稳定，均为60.29%，主要是基于现有经营数据。

3、我们预计“J1”品牌2016年至2018年收入分别为0.14亿元、0.22亿元、0.31亿元，17-18年同比增长60%、40%。2016年收入预测主要是基于16年三季报数据，以及全年“J1”品牌开店计划和开店进程。17、18年品牌收入保持高速增长主要是基于“J1”品牌体量较小，外延式拓展空间大，未来品牌集合店有望取得良好经营成效。我们预计16-18年“J1”品牌毛利率保持稳定，均为48.52%，主要是基于现有经营数据。

5、我们预计公司2016年至2018年综合毛利率分别为58.10%、58.58%和59.05%，主要是基于各细分品牌毛利率以及细分品牌收入预测结果。

6、我们预计公司2016年至2018年销售费用率分别为27.30%、26.70%和26.10%，管理费用率分别为9.30%、8.90%和8.50%，销售费用率和管理费用率小幅下降主要是因为公司收入增长引起的摊薄效应。

7、我们预计公司2016年至2018年的所得税率为18%。

我们预计公司2016-2018年每股收益分别为0.74元、0.87元和1.02元。对应2017年市盈率19倍，低于行业可比公司平均25倍估值水平，考虑到公司业绩有望拐点向上，资金充裕，后续外延式项目有望落地，员工持股计划以及高股息率为股价提供较强支撑，维持公司“谨慎增持”评级。

表 3: 可比公司

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			
		2017/4/12	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
七匹狼	002029.SZ	10.66	0.36	0.35	0.40	0.48	42.65	29.67	26.45	22.35
海澜之家	600398.SH	10.96	0.66	0.73	0.79	0.89	20.55	15.75	13.83	12.25
乔治白	002687.SZ	10.24	0.17	0.21	0.26	0.31	84.96	48.19	39.46	32.94
维格娜丝	603518.SH	30.87	0.76	0.68	1.48	1.71	39.43	48.22	20.80	18.01
歌力思	603808.SH	29.01	1.08	0.71	1.07	1.38	57.87	41.13	27.11	20.99
	最大值						84.96	48.22	39.46	32.94
	最小值						20.55	15.75	13.83	12.25
	平均数						49.09	36.59	25.53	21.31
	调整后平均						46.65	39.66	24.79	20.45

数据来源: Wind; 广发证券发展研究中心

七、风险提示

1、经济持续低迷，终端需求不振

目前中国经济增长处于降速阶段，进入发展新常态。从历史经验看，男装作为传统的可选消费品，受外部经济环境影响较大，如果经济不景气，消费者预期收入降低，则终端零售将承受较大压力。九牧王作为传统男装企业，还将面对海外品牌、线上新品牌的冲击，在经济低迷背景下有陷入价格战的可能。

2、零售转型不及预期

公司自15年开始进行零售转型，关闭老旧、低效店铺，尝试开大店、集合店，并对渠道进行精细化管理，帮助加盟商提升零售营运能力，对相关人员加强激励。但是在零售转型的过程中，需要持续成本投入，店铺调整、管理升级效果需要时间验证，如果转型成效不及预期，则公司业绩将受拖累。

3、对外投资风险

公司持续推进多品牌布局，需要不断丰富品牌集群，并且设立产业投资基金对外寻找投资标的，旨在对主业进行升级。但是对于新品牌经营，往往会存在困难估计不足的风险，以及缺乏经验的风险，如果不能妥善处理好将来发生的问题，则公司业务调整升级将受牵制。另外如果投资标的选择不当也会造成一定损失。

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	3,788	2,937	3,340	3,612	3,980
货币资金	761	858	1,133	1,313	1,577
应收及预付	416	385	375	414	457
存货	593	584	595	649	709
其他流动资产	2,018	1,110	1,237	1,237	1,237
非流动资产	1,343	2,457	2,304	2,308	2,311
长期股权投资	0	260	259	259	259
固定资产	803	666	666	666	666
在建工程	5	3	7	11	14
无形资产	149	156	145	145	145
其他长期资产	387	1,371	1,227	1,227	1,227
资产总计	5,132	5,394	5,644	5,919	6,291
流动负债	691	1,093	1,006	1,072	1,147
短期借款	0	364	0	0	0
应付及预收	691	726	1,006	1,072	1,147
其他流动负债	0	3	0	0	0
非流动负债	6	12	215	215	215
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	200	200	200
其他非流动负债	6	12	15	15	15
负债合计	697	1,105	1,220	1,287	1,361
股本	575	575	575	575	575
资本公积	2,576	2,576	2,576	2,576	2,576
留存收益	1,285	1,114	1,250	1,461	1,760
归属母公司股东权	4,434	4,284	4,420	4,631	4,929
少数股东权益	0	5	4	2	1
负债和股东权益	5,132	5,394	5,644	5,919	6,291

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2068	2257	2212	2439	2698
营业成本	905	949	927	1010	1105
营业税金及附加	25	27	26	29	32
销售费用	568	580	604	651	704
管理费用	206	206	206	217	229
财务费用	-75	3	-3	-11	-14
资产减值损失	81	72	50	44	39
公允价值变动收益	0	4	-5	3	5
投资净收益	72	58	95	82	82
营业利润	430	483	492	583	690
营业外收入	26	11	25	25	25
营业外支出	9	2	3	3	3
利润总额	448	491	515	606	712
所得税	97	87	93	109	128
净利润	351	404	422	497	584
少数股东损益	0	0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	351	404	423	498	586
EBITDA	447	582	529	617	719
EPS (元)	0.61	0.70	0.74	0.87	1.02

现金流量表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	474	540	242	457	544
净利润	351	404	422	497	584
折旧摊销	83	86	80	86	91
营运资金变动	36	22	-203	-70	-68
其它	4	29	-58	-56	-63
投资活动现金流	-877	-228	206	18	14
资本支出	-33	-84	-53	-67	-73
投资变动	-844	-144	264	82	82
其他	0	0	-5	3	5
筹资活动现金流	-449	-325	-173	-295	-295
银行借款	0	599	-364	0	0
债券融资	0	-250	203	0	0
股权融资	0	5	0	0	0
其他	-449	-679	-12	-295	-295
现金净增加额	-852	-13	275	180	264
期初现金余额	1,606	761	858	1,133	1,313
期末现金余额	754	749	1,133	1,313	1,577

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	-17.3%	9.1%	-2.0%	10.3%	10.6%
营业利润增长	-35.4%	12.2%	2.0%	18.5%	18.2%
归属母公司净利润增长	-34.8%	15.3%	4.7%	17.7%	17.6%
获利能力(%)					
毛利率	56.2%	58.0%	58.1%	58.6%	59.1%
净利率	17.0%	17.9%	19.1%	20.4%	21.6%
ROE	7.9%	9.4%	9.6%	10.8%	11.9%
ROIC	8.5%	19.5%	18.8%	21.9%	25.4%
偿债能力					
资产负债率(%)	13.6%	20.5%	21.6%	21.7%	21.6%
净负债比率	-17.2%	-14.4%	-23.5%	-26.3%	-30.1%
流动比率	5.48	2.69	3.32	3.37	3.47
速动比率	4.59	2.13	2.70	2.74	2.83
营运能力					
总资产周转率	0.40	0.43	0.40	0.42	0.44
应收账款周转率	10.92	12.60	13.98	13.98	13.98
存货周转率	1.33	1.41	1.56	1.56	1.56
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.70	0.74	0.87	1.02
每股经营现金流	0.82	0.94	0.42	0.79	0.95
每股净资产	7.72	7.45	7.69	8.06	8.58
估值比率					
P/E	21.1	32.5	22.7	19.3	16.4
P/B	1.7	3.1	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	14.9	21.7	16.4	13.8	11.5

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
胡翔宇：联系人，南洋理工大学工程学学士，3年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。
本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。
广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。
本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。