

纺织服装

2017 年 04 月 21 日

报告原因：有业绩公布需要点评

增持（维持）

市场数据：2017 年 04 月 20 日

收盘价（元）	16.14
一年内最高/最低（元）	18.85/14.61
市净率	2.0
息率（分红/股价）	-
流通 A 股市值（百万元）	9275
上证指数/深证成指	3172.10 / 10359.09

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	8.07
资产负债率%	16.96
总股本/流通 A 股（百万）	575/575
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《九牧王（601566）点评：投资收益影响利润，主业复苏较快，外延值得期待》
2015/10/28

《九牧王（601566）2014 年报及 2015 年一季度点评》 2015/04/24

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

唐宋媛 A0230117010003
tangsy@swsresearch.com

联系人

唐宋媛
(8621)23297818×7417
tangsy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

九牧王 (601566)

——年报高比例分红，销售显著回暖，一季报业绩超预期

投资要点：

- **2016 年四季度销售端回暖，17 年一季度收入利润恢复增长，业绩超预期。**1) 2016 年报收入 22.7 亿元，同比上升 0.65%；归母净利润 4.2 亿元，同比增长 4.63%；EPS 每股 0.74 元；年报高分红，每 10 股派 10 元，分红比例高达 130.7%，股息率 6.2%。2) 17 年一季度实现收入 6.6 亿元，同比增长 13.6%，归母净利润 1.6 亿元，大幅增长 23.9%，扣非后同比增长 17.6%。一季报增长主要因主体品牌九牧王零售端回暖，以及 17Q1 投资收益增加 1242 万元所驱动。
- **公司利润率保持稳定，资产质量较为稳健。**1) 从利润表上看，16 年年报毛利率略降 1.1pct 至 56.9%，净利率上升 0.65pct 至 18.6%，扣非后净利率 16.05%。17 年一季度毛利率小幅回升至 57.7%，净利率上升至 23.92%。扣非后净利率 23.69%。2) 资产负债表来看，公司 16 年末存货 7.4 亿元，较上年增长 26.0%，主要是产品备货增加所致。17 一季度存货同比增长 17.7%至 6.4 亿元，应收账款同比下降 15.7%至 1.3 亿元。
- **主体品牌零售终端回暖，线上线下销售同步发力。**1) 16 年公司旗下九牧王品牌营收 21.5 亿元，同比略降 2.7%，17Q1 回升趋势明显，实现营收 6.2 亿元，同比上升 9.9%。九牧王销售额占公司总体营收比例超过 94.2%，有效拉动全局增长。2) 九牧王店效增长：2016 年全年九牧王净关店 64 家，17Q1 净关店 92 家到 2581 家，减少线下盈利能力较低的门店。在净关门店的情况下，九牧王单店销售额 17 年一季度同比增长 15.4%，拉动业绩上升。3) 线上销售渠道同步发力，公司 2016 年实现线上销售 2.2 亿元，同比增长 33.5%；17Q1 实现线上销售 4999 万元，同比增长 41.5%。线下店效升级，线上销售爆发，推动一季度业绩超预期增长。
- **五年五大战略布局，品牌外延构建精英生活时尚集团。**1) 新兴品牌 FUN 打造视觉形象，满足潮流需求，提升快反能力，完善多线设计，为年轻一代提供高性价比的潮牌服饰。2016 年门店数达到 87 家，营收同比增长 153.1%到 7443.3 万元。2) 16 年创立的年轻品牌 J1 作为时尚品质平台，定位现代精致，展现个性，凸显品质。截止 17 年一季度店铺数量达 21 家，单季实现营收 783.2 万元。3) 主营业务外，公司通过服装产业基金和专项产业基金，对服装品牌、互联网时尚等下游企业投资发挥产业协调效应。公司加快布局细分市场，多品牌运营获得增长。
- **公司是国内男装行业的龙头，销售回暖估值偏低。**公司零售需求为导向，效率为目标。消费回暖大环境下，经过多年调整，公司线上销售增速可观，17 年一季度线下门店淘汰升级初现成效，维持“增持”评级。调整公司 17-19 年 EPS 至 0.86/0.94/1.01 元（原 17/18 年 EPS 为 0.91/1.02 元），对应 PE 分别为 19/17/16 倍。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	2,271	664	2,638	2,994	3,346
同比增长率（%）	0.65	13.60	16.14	13.50	11.76
净利润（百万元）	423	159	494	540	579
同比增长率（%）	4.63	23.93	16.80	9.31	7.22
每股收益（元/股）	0.74	0.28	0.86	0.94	1.01
毛利率（%）	56.9	57.7	56.2	55.8	55.3
ROE（%）	9.5	3.4	10.1	9.9	9.6
市盈率	22		19	17	16

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 16 年营收同比增长 0.65%



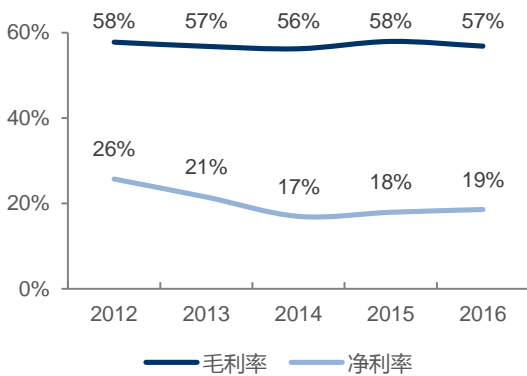
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 16 年归母净利润 4.23 亿元



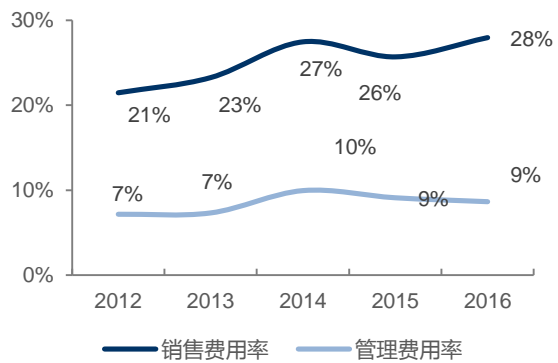
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 16 年毛利率 57%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 16 年期间销售费用率小幅上涨



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：九牧王盈利预测表

单位：百万元，元

利润表								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	2,601	2,502	2,068	2,257	2,271	2,638	2,994	3,346
二、营业总成本	1,846	1,860	1,710	1,835	1,908	2,146	2,421	2,715
其中：营业成本	1,098	1,080	905	949	980	1,154	1,324	1,497
营业税金及附加	27	31	25	27	29	33	38	42
销售费用	558	582	568	580	635	699	793	887
管理费用	187	183	206	206	197	211	239	268
财务费用	(70)	(80)	(75)	3	(6)	(7)	(8)	(9)
资产减值损失	46	64	81	72	74	55	35	30
加：公允价值变动收益	0	0	0	4	(4)	0	0	0
投资收益	5	24	72	58	93	80	60	50
三、营业利润	760	666	430	483	452	572	632	681
加：营业外收入	18	24	26	11	40	10	10	10
减：营业外支出	6	7	9	2	3	3	3	3
四、利润总额	772	683	448	491	490	579	639	688
减：所得税	104	146	97	87	68	86	99	109
五、净利润	668	537	351	404	422	494	540	579
少数股东损益	0	0	0	(0)	(1)	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	668	537	351	404	423	494	540	579
六、基本每股收益	1.16	0.93	0.61	0.70	0.74	0.86	0.94	1.01
全面摊薄每股收益	1.16	0.94	0.61	0.70	0.74	0.86	0.94	1.01

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。