

联手景林成立互联网时尚产业基金 加速转型落地，减持计划改善流动性

核心观点：

1. 事件

公司公告子公司西藏工布江达县九盛投资有限责任公司联手景林设立互联网时尚产业基金，基金规模 10 亿元，九盛投资作为 LP 认缴 9.9 亿，景辉投资（景林为管理人）作为 GP，认缴 0.1 亿元，基金由景林投资管理。此外，九牧王投资公告未来 6 个月减持不超过总股本的 14.68%（包含向员工持股计划协议转让的股票）。

2. 我们的分析与判断

（一）成立 10 亿规模互联网时尚产业基金显示决心

本次设立产业基金的规模达到 10 亿级别，投资方向为互联网时尚生活相关项目，显示了公司积极把握产业发展趋势，融合互联网发展潮流，借助产业基金平台，发挥产业纵向一体化的竞争优势，形成互联网背景下的产业布局，打造多品牌的时尚产业集团的转型决心。基金的投资标的包括未上市企业、新三板企业以及上市企业定增项目。

（二）联手专业团队加快转型节奏，提升成功概率

景林投资近年来在 PE 投资领域收获颇丰，公司联手景林有助于加快公司的转型节奏，提升公司转型时尚产业集团的成功概率。景林近年成功投资的消费品与 TMT 类知名项目包括：红蜻蜓、UR 服饰、乐视、孩子王、韩都衣舍、亿觅科技、虎扑体育、辣妈帮、贝联、迈外迪、车网互联、中农网、凤凰医疗等等，成绩斐然。

（三）减持计划适当增加股票流动性供给

公司自 2011 年上市以来从未进行减持操作，实际控制人林聪颖及其关联方合计持股比例高达 78.32%，叠加员工持股计划股权，短期内的实际在流通的股权比例不超过 20%，以当前收盘价计算，实际流通市值不超过 40 亿。我们认为，九牧王投资适当减持有利于改善股票流动性，便于二级市场分享公司转型成果。

3. 投资建议

自推荐以来，公司涨幅已超 130%。我们仍维持公司 15 年收入个位数增长、利润两位数增长（我们给予 15 年 4 亿净利润预测）的预期。当前 210 亿市值，账上现金及理财 30 亿。结合公司员工持股方案推出、联手专业团队设立产业投资基金，期待公司转型动作持续落地，维持对公司的“推荐”评级！

4. 风险提示

产业基金对外投资步伐低于预期；大幅度减持。

九牧王（601566.SH）

推荐 维持评级

分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

杨岚：(8610) 8357 4539

(yanglan@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130514050004

特此鸣谢

陈腾曦 (8621) 2025 2682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川

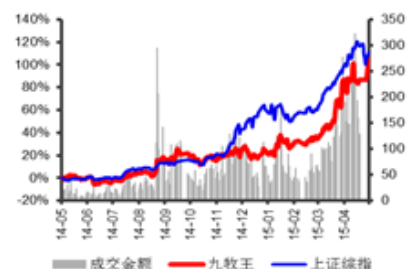
(linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2015.6.02

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 36.62 |
| A 股一年内最高价(元) | 36.62 |
| A 股一年内最低价(元) | 10.89 |
| 上证指数 | 4,828.74 |
| 市净率 | 3.18 |
| 总股本(万股) | 57,500 |
| 实际流通 A 股(万股) | 57,500 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 0 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 210.4 |

相对指数表现图



资料来源：wind 中国银河证券研究部

附表 1：公司盈利预测表

| 资产负债表 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E | 利润表（百万元） | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 货币资金 | 2,603 | 1,606 | 761 | 1,040 | 1,084 | 营业收入 | 2,601 | 2,502 | 2,068 | 2,200 | 2,420 |
| 应收票据 | 229 | 246 | 204 | 226 | 226 | 营业成本 | 1,098 | 1,080 | 905 | 957 | 1,045 |
| 应收账款 | 244 | 182 | 176 | 126 | 166 | 营业税金及附加 | 27 | 31 | 25 | 26 | 29 |
| 预付款项 | 28 | 41 | 21 | 30 | 31 | 销售费用 | 558 | 582 | 568 | 596 | 605 |
| 其他应收款 | 16 | 17 | 15 | 16 | 16 | 管理费用 | 187 | 183 | 206 | 211 | 218 |
| 存货 | 650 | 625 | 593 | 532 | 568 | 财务费用 | -70 | -80 | -75 | -65 | -50 |
| 其他流动资产 | 216 | 1,284 | 2,017 | 2,219 | 2,546 | 资产减值损失 | 46 | 64 | 81 | 42 | 35 |
| 投资性房地产 | 52 | 122 | 139 | 132 | 125 | 投资收益 | 5 | 24 | 72 | 65 | 50 |
| 固定资产 | 556 | 837 | 803 | 749 | 695 | 营业利润 | 760 | 666 | 430 | 498 | 588 |
| 在建工程 | 238 | 2 | 5 | 0 | 0 | 营业外收支净额 | 13 | 17 | 17 | 16 | 17 |
| 无形资产 | 168 | 147 | 144 | 137 | 130 | 税前利润 | 772 | 683 | 448 | 514 | 605 |
| 长期待摊费用 | 19 | 7 | 5 | 10 | 7 | 减：所得税 | 104 | 146 | 97 | 111 | 131 |
| 资产总计 | 5,109 | 5,214 | 5,132 | 5,487 | 5,859 | 净利润 | 668 | 537 | 351 | 403 | 474 |
| 预收款项 | 112 | 75 | 113 | 94 | 82 | 归属于母公司净利润 | 668 | 537 | 351 | 403 | 474 |
| 应付职工薪酬 | 77 | 71 | 79 | 76 | 75 | 基本每股收益 | 1.16 | 0.93 | 0.61 | 0.70 | 0.82 |
| 应交税费 | 49 | 66 | 29 | 48 | 47 | 稀释每股收益 | 1.16 | 0.93 | 0.61 | 0.70 | 0.82 |
| 其他应付款 | 53 | 38 | 40 | 43 | 40 | 财务指标 | 2012A | 2013A | 2014A | 2015E | 2016E |
| 其他流动负债 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营收增长率 | 15.20% | -3.81% | -17.34% | 6.38% | 10.00% |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长率 | 29.07% | -19.62% | -34.76% | 15.07% | 17.50% |
| 非流动负债合计 | 0 | 0 | 6 | 0 | 0 | 销售毛利率 | 57.79% | 56.81% | 56.25% | 56.50% | 56.80% |
| 负债合计 | 717 | 694 | 697 | 710 | 692 | 销售净利率 | 25.70% | 21.48% | 16.95% | 18.34% | 19.59% |
| 股东权益合计 | 4,393 | 4,519 | 4,434 | 4,776 | 5,167 | 净资产收益率 | 15.97% | 12.06% | 7.83% | 8.76% | 9.53% |

数据来源：WIND、中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉、杨岚，纺织服装行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。

覆盖股票范围：

雅戈尔 (600177.sh)、美邦服饰 (002269.sz)、鲁泰A (000726.sz)、七匹狼 (002029.sz)、伟星股份 (002003.sz)、报喜鸟 (002154.sz)、罗莱家纺 (002293.sz)、富安娜 (002327.sz)、潮宏基 (002345.sz)、探路者 (300005.sz)、星期六 (002291.sz)、梦洁家纺 (002397.sz)、森马服饰 (002563.sz)、搜于特 (002503.sz)、华斯股份 (002494.sz)、希努尔 (002485.sz)、红豆股份 (600400.sh)

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

| | | |
|----------|---------------|--|
| 北京地区：王 婷 | 010-66568908 | wangting@chinastock.com.cn |
| 上海地区：何婷婷 | 021-20252612 | yumiao_jg@chinastock.com.cn |
| 深广地区：詹 璐 | 0755-83453719 | zhanlu@chinastock.com.cn |
| 海外机构：刘思瑶 | 010-83571359 | liusiyao@chinastock.com.cn |