

提升店效控制费用带动业绩复苏，报表质量优异对外投资持续可期

核心观点：

1. 事件

(1) 上半年收入 10.26 亿，同比增 5.26%；营业利润 2.74 亿，同比增长 2.03%；净利润 2.23 亿，同比上升 2.04%。(2) 测算 15Q2 收入 4.63 亿，同比增 8.7%；营业利润 1.12 亿元，同比增 10.2%；净利润 9498 万元，同比增 28.55%；销售净利润率从上年同期 17.3% 上升至 20.5%。(3) 根据 2014 年年报披露的 2015 年经营目标，公司 14 年上半年公司完成收入计划的 47.72%；成本和期间费用占年成本及费用计划的 44.40%。

2. 我们的分析与判断

(一) 持续推进以终端店铺盈利为核心战略，单店店效提升带动销售业绩增长。

公司主营业务收入 10.19 亿，同比上升 5.57%，主要由于在一系列门店改革措施下，公司单店店效出现提升。公司 15 年上半年开始推动建立门店运营标准、通过扶持加盟商去库存以及协助完成营业计划等方式提升加盟商盈利能力、提升供应链反应能力以及推进新一代店铺形象等办法着力提升同店店效。同时，公司继续调整门店结构关闭低效店铺：公司 15 年上半年直营店共 875 家，较去年年底增加 4 家；加盟店 1993 家，较去年年底减少 81 家。

(二) 毛利率微升期间费用率下降，金融资产按公允价值计量减少影响利润率提升。

公司 15 年上半年主营业务毛利率达到 58.35%，较上年同期增加 0.97pp。按产品看，男裤销售收入同比上升 7.16%，占公司总销售收入的 54.40%，仍是公司的核心产品。在其他产品中，茄克销售收入同比上升 38.62%，为增长最快的品类。公司 15 年上半年销售费同比下降 0.03%，销售费用率下降 1.3pp 至 22.8%。主要是由于公司上半年直营门店扩张数量减少（14 年 H1 增加 95 家，15 年 H1 增加 4 家）导致广告费用同比下降 16.07%，装修费同比大幅下降 58.42%。同时，公司 15 年上半年管理费用同比下降 5.7%，管理费用率下降 1.1pp 至 9.0%，主要是由于工资、社会保险费以及福利费等项目开支的下降。

公司上半年营业利润同比上升 2.03%，营业利润率同比下降 0.9pp；净利润同比上升 2.04%，净利润率同比下降 0.76pp。利润率下降主要是由于：(1) 公司持有的以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产按

公允价值计量减少 2493.75 万元。(2) 公司利息+理财收入由 14 年上半年的 8155.8 万元下降 1203.9 万元，至今年同期的 6951.9 万元。

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 (021) 6859 7610

linjichuan@chinastock.com.cn

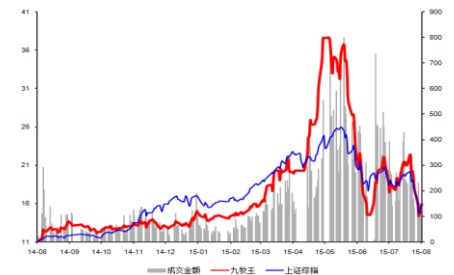
对本报告的编制提供信息

市场数据

时间 2015.8.27

A 股收盘价(元)	15.07
A 股一年内最高价(元)	40.09
A 股一年内最低价(元)	12.86
上证综指	3,083.59
市净率	2.18
总股本(万股)	57,463.72
实际流通 A 股(万股)	57,463.72
限售的流通 A 股(万股)	0
流通 A 股市值(亿元)	86.60

相对指数表现图



资料来源：wind 中国银河证券研究部



(三) 15年H1经营性现金流净大幅上升，经营质量明显改善。

公司上半年经营性现金流达到 3.07 亿，同比上升 68.39%。其中存货 5.05 亿（较去年同期减少 1.02 亿，较期初减少 8827 万，存货周转天数大幅下降 36.7 天至 230.4 天），应收账款 1.44 亿（较去年同期减少 6510 万元，较期初减少 3252 万元，应收账款周转天数下降 8 天至 28.05 天）。

(四) 积极投资设立时尚、文化产业基金。

由于账上现金充足（14 年年底账上现金+理财近 30 亿元），公司 15 年上半年在投资项目上频繁出手，其中包括：出资 9.9 亿元与景林合作成立时尚产业基金，该基金的第一笔投资为 1200 万美元入股纯互联网时装前三品牌韩都衣舍；同时，九牧王出资 2.5 亿元与金陵华软投资合作设立新文化产业投资基金，主要希望投资于创意文化、旅游文化等新文化产业以及包括互联网+以及产业并购在内的各领域。随着公司与外部专业团队的频繁合作，我们预期公司对外投资步伐将进一步加快。

3. 投资建议

公司在前两年对渠道和存货的处理已基本到位，15 年上半年经营质量已得到明显改善。我们估计公司 2015 年业绩将企稳回升，预计 2015 年收入 22 亿，同比增 6.38%，净利润 4 亿，同比上升 13.96%。公司当前市值 86.6 亿，剔除账上净现金后为 70.2 亿元，对应 PE17.55X。叠加公司与景林合作的时尚基金以及其他一系列文化产业基金新项目持续落地带来的外延预期，维持推荐评级。

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