

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

九牧王 (601566)

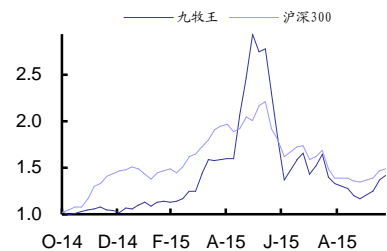
买入

2015 年三季度报点评

(维持评级)

2015 年 10 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	575/575
总市值/流通 (百万元)	10,079/10,079
上证综指/深圳成指	3,434/11,758
12 个月最高/最低元)	40.09/11.97

相关研究报告:

《九牧王-601566-2015 年半年报点评: 主业经营迎来拐点, 产业布局稳步推进》——2015-08-28

《九牧王-601566-重大事件快评: 投资韩都衣舍成立文化产业基金, 战略转型加快迈进》——2015-08-04

《九牧王-601566-经营状况逐步向好, 战略转型值得期待》——2015-07-29

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162

E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168

E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

财报点评

主业企稳, 前三季度扣非后净利润增长 22%

● 三季度扣非净利润增长 22%, 现金流持续优异

公司 1~9 月实现营收 16.02 亿元, 增长 7.15%, 归母净利润 2.77 亿元, 下滑 9.76%, EPS 0.48 元; 扣非净利润 3.57 亿元, 增长 22.03%。Q3 实现营收增长 9.98%, 净利润下滑 39.02%。Q3 业绩下滑幅度较大, 主要与非经常性损益有关, 包括对股票、债券等交易性金融资产的处置等, 若扣除此因素, 主业恢复态势依然良好。具体来看, Q3 收入增速环比提升 1.3pct, 毛利率同比提升 4pct, 销售费用率与管理费用率分别下降 1.8pct 与 0.9pct。截至 Q3, 存货规模与年初基本持平; 前三季度经营性现金流净额同比增长 49.3%, 手持现金近 20 亿, 现金流状况持续优异。

● 战略调整成效逐步显现, 经营效率持续改善

从 Q3 来看, 品牌服装市场整体承压明显, 终端消费环境依旧低迷。在此背景下, 公司收入端增速实现进一步提升, 各项经营指标逐步改善, 战略调整成效逐步显现。以前三季度来看, 直营渠道已恢复外延与内生的双轮驱动增长, 同店保持平稳增长; 同时, 加盟渠道方面, 上半年主要对低效和亏损店铺进行整改与关闭, 随着下半年加盟关店规模收缩并开出新店, 经营效率持续改善, 加盟业务收入恢复可期。

● 产业基金拓展值得期待, 战略转型动力充足

公司发起设立互联网时尚产业基金与新文化产业基金, 积极探索互联网时尚转型空间, 为目标人群提供丰富的时尚选择, 后续拓展依然值得期待。同时, 公司于 9 月份对韩都衣舍再次增资, 成为其第四大股东 (持股 8.09%), 作为规模领先的电商品牌企业, 韩都衣舍将给予公司线上布局更多支持, 双方合作前景广阔。公司员工持续计划已于 9 月底购买完毕 (均价 15.61 元), 战略转型内在动力将更为充足。

● 风险提示

终端零售持续低迷; 互联网时尚转型低于预期。

● 维持买入评级

公司作为男装行业领跑者, 经营能力突出, 账上现金充裕 (近 20 亿); 15 年有望迎来经营拐点, 主业处于稳步恢复通道, 发起设立互联网时尚产业基金, 围绕互联网时尚生活探索更广阔空间; 公司员工持股计划购买完毕, 战略转型内在动力更为充足。考虑到 Q3 非经常性损益因素, 我们预计公司 15~17 年 EPS 0.64/0.80/0.91 元 (16~17 年盈利预测维持不变), 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,502	2,068	2,198	2,392	2,658
(+/-%)	-3.8%	-17.3%	6.3%	8.8%	11.1%
净利润(百万元)	537	351	370	461	520
(+/-%)	-19.6%	-34.8%	5.7%	24.6%	12.7%
摊薄每股收益 (元)	0.94	0.61	0.64	0.80	0.91
EBIT Margin	24.1%	18.0%	23.5%	23.8%	23.8%
净资产收益率 (ROE)	11.9%	7.9%	7.9%	9.3%	9.8%
市盈率 (PE)	18.8	28.8	27.2	21.8	19.4
EV/EBITDA	16.0	23.7	17.3	16.0	14.7
市净率 (PB)	2.2	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	761	1849	2115	2310
应收款项	395	391	433	510
存货净额	593	447	507	587
其他流动资产	2038	1319	1435	1595
流动资产合计	3788	4007	4490	5003
固定资产	808	662	552	444
无形资产及其他	144	138	132	127
投资性房地产	392	392	392	392
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	5132	5199	5566	5965
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	431	447	507	559
其他流动负债	260	71	78	87
流动负债合计	691	518	584	646
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6
长期负债合计	6	6	6	6
负债合计	697	524	591	652
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	4434	4675	4975	5313
负债和股东权益总计	5132	5199	5566	5965

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.61	0.64	0.80	0.91
每股红利	0.70	0.23	0.28	0.32
每股净资产	7.72	8.14	8.66	9.25
ROIC	6%	10%	12%	13%
ROE	8%	8%	9%	10%
毛利率	56%	58%	59%	59%
EBIT Margin	18%	24%	24%	24%
EBITDA Margin	21%	28%	28%	28%
收入增长	-17%	6%	9%	11%
净利润增长率	-35%	6%	25%	13%
资产负债率	14%	10%	11%	11%
息率	4%	1%	2%	2%
P/E	28.8	27.2	21.8	19.4
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	24.3	17.3	16.0	14.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	2068	2198	2392	2658
营业成本	905	922	988	1082
营业税金及附加	25	26	29	32
销售费用	568	550	610	691
管理费用	206	184	197	221
财务费用	(75)	(13)	(30)	(33)
投资收益	72	30	35	35
资产减值及公允价值变动	(81)	(100)	(60)	(55)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	430	460	573	645
营业外净收支	17	9	11	13
利润总额	448	469	584	658
所得税费用	97	98	123	138
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	351	370	461	520

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	351	370	461	520
资产减值准备	17	(14)	(11)	(11)
折旧摊销	79	95	98	100
公允价值变动损失	81	100	60	55
财务费用	(75)	(13)	(30)	(33)
营运资本变动	(778)	682	(162)	(267)
其它	723	14	11	11
经营活动现金流	474	1248	457	408
资本开支	23	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	1	0	0	0
投资活动现金流	24	(30)	(30)	(30)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(405)	(130)	(161)	(182)
其它融资现金流	(533)	0	0	0
融资活动现金流	(1343)	(130)	(161)	(182)
现金净变动	(845)	1088	265	196
货币资金的期初余额	1606	761	1849	2115
货币资金的期末余额	761	1849	2115	2310
企业自由现金流	(390)	1156	354	302
权益自由现金流	(924)	1166	378	328

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
固定收益		纺织/日化零售		互联网	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				非金属及建材	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		食品饮料			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				