

九牧王(601566.SH)

外延并购持续推进，主业逐步恢复

 评级：**买入**

前次：

目标价(元)：

22—24

分析师

联系人

吴晓宇

王雨丝

S0740515030001

021-20315169

wuxy@r.qlzq.com.cn

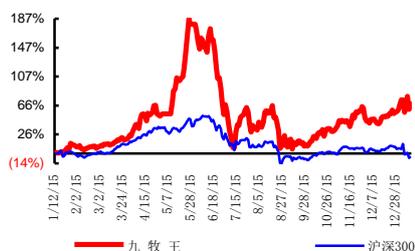
wangys@r.qlzq.com.cn

2016年01月11日

基本状况

总股本(百万股)	575
流通股本(百万股)	575
市价(元)	20.29
市值(百万元)	11,659
流通市值(百万元)	11,659

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,068	2,214	2,413	2,708
营业收入增速	-17.34%	7.06%	9.00%	12.21%
核心净利润(百万元)	346	403	459	533
核心净利润增速	-31.51%	16.77%	13.80%	16.19%
核心每股收益(元)	0.60	0.70	0.80	0.93
市场预测每股收益(元)			0.79	0.91
市盈率(倍)			25	22
PEG		1.72	1.84	1.35
总股本(百万股)	575	575	575	575

备注：市场预测取 Wind 一致预期

核心净利润为扣除非经常性和非经营性损益后的可持续性净利润

投资要点

事件：近日我们前往九牧王调研，交流内容及观点如下。

- 未来外延发展方向：新时尚、新健康和新运动领域。**公司已设立互联网时尚产业基金(10亿元)和新文化产业基金(5亿元)。未来二者将投资新时尚、新健康和新运动领域项目，新文化基金侧重互联网教育、新媒体、影视媒体、文创，甚至VR公司也考虑将其应用到全息试衣间中。**新时尚**，目前互联网时尚产业基金已以超2亿元增资韩都衣舍，持有其8.31%股权。目前韩都衣舍投后总估值已有16亿元，2015年总收入约15亿元，同比增长30%。韩都衣舍2016年或将上新三板。其与公司的合资公司将在2016年3月推出一个纯线上韩风男装品牌，定位30岁以下男性，一件夹克200-300元。**新健康**以康复类、养生类项目为主。**新运动**以智能装备、专业训练、私人教练类项目为主，竞技类不考虑，因与公司主业定位不符。两个基金所投资项目会和公司所在产业有关，公司希望投资完成后，整体估值能长期较为稳定。
- 主业逐步恢复，推出年轻化新品牌**2013至2015年前三季度，公司收入增速分别为-3.81%、-17.34%和7.15%，同期扣非后归属母公司净利润增速分别为-20.31%、-35.79%和22.03%，公司主业开始恢复，预计2016年主业稳中有升；渠道：加盟店2015年比2014年净减少150家。预计2016年门店数不会有下降，计划开新店；2016年计划推出新品牌JY，较原有品牌定位年轻，瞄准25-30岁年轻男士，走都市现代简约风。目标价相对原有品牌低20-30元，全国统一价。JY品牌的渠道90%在mall和专卖店。
- 给予“买入”评级，未来3-6个月目标价22-24元。**考虑到公司主业已呈现逐步恢复趋势，年轻化新品牌与线上品牌有望培育新增长点，同时公司2015年以来积极推进产业内转型，通过成立产业基金布局相关领域方向转型，长期来看有望打开公司跨越式成长空间。此外，第一期员工持股计划购买完成也将为股价提供一定安全边际。我们给予其2016年28-30倍估值，对应目标价22-24元。

图表 1：盈利预测表（万元）

单位：万元	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	CAGR15-17
直营	713	694	778	700	700	730	770	
单店收入	96.46	106.11	112.10	100.89	113.00	122.04	134.24	
毛利率	70.00%	71.00%	69.00%	68.00%	70.00%	70.50%	70.80%	
销售额	68,778	73,640	87,214	70,623	79,098	89,087	103,365	
毛利	48,145	52,285	60,178	48,024	55,368	62,806	73,182	
加盟	2,427	2,570	2,346	2,245	2,095	2,095	2,095	
单店收入	64.54	72.29	68.68	60.45	67.70	72.44	79.69	
毛利率	49.50%	52.00%	50.00%	50.14%	50.50%	51.00%	51.40%	
销售额	156,651	185,786	161,114	135,708	141,838	151,767	166,943	
毛利	77,542	96,609	80,557	68,044	71,628	77,401	85,809	
店铺总计	3,140	3,264	3,124	2,945	2,795	2,825	2,865	
销售额总计	225,733	260,056	250,153	206,781	221,386	241,303	270,758	
YoY	34.78%	15.20%	-3.81%	-17.34%	7.06%	9.00%	12.21%	9.40%
毛利总计	125,616	150,294	140,734	116,068	126,997	140,207	158,991	
总体毛利率	55.65%	57.79%	56.81%	56.25%	57.36%	58.10%	58.72%	
销售费用率	21.07%	21.47%	23.25%	27.46%	24.50%	24.26%	24.00%	
管理费用率	6.88%	7.17%	7.33%	9.96%	9.00%	8.80%	8.56%	
EBIT	60,264	73,212	61,736	36,622	50,619	58,019	68,125	
YoY	43.6%	21.5%	-15.7%	-40.7%	38.2%	14.6%	17.4%	22.99%
财务费用率	-0.85%	-2.68%	-3.20%	-3.63%	-0.50%	-0.35%	-0.10%	
所得税率	13.93%	13.44%	21.40%	21.70%	22.00%	22.00%	22.00%	
核心净利润	51,337	65,321	50,450	34,553	40,346	45,914	53,349	
YoY	42.8%	27.2%	-22.8%	-31.5%	16.8%	13.8%	16.2%	15.58%
核心 EPS(元)	0.89	1.14	0.88	0.60	0.70	0.80	0.93	
PE						25	22	

来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2: 2013Q3-2015Q3 季报 (万元)

项目/季度	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3
销售收入	59,681	74,094	54,504	42,606	52,414	57,259	56,274	46,291	57,646
YoY	1%	-10%	-22%	-8%	-12%	-23%	3%	9%	10%
EBIT	14,978	9,097	14,288	4,611	6,265	3,115	14,704	8,197	11,278
YoY	12%	-57%	-41%	-40%	-58%	-66%	3%	78%	80%
报告净利润	13,521	11,159	14,457	7,389	8,811	4,395	12,794	9,498	5,373
YoY	2%	-43%	-24%	-26%	-35%	-61%	-12%	29%	-39%
核心净利润	12,352	9,423	12,051	6,214	6,877	2,818	11,514	8,375	7,523
YoY	-3%	-52%	-36%	-36%	-44%	-70%	-4%	35%	9%
EPS(元)	0.24	0.19	0.25	0.13	0.15	0.08	0.22	0.17	0.09
核心 EPS(元)	0.21	0.16	0.21	0.11	0.12	0.05	0.20	0.15	0.13
主要财务比率	13Q3	13Q4	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3
毛利率	59.3%	53.5%	56.4%	58.3%	53.3%	57.3%	56.7%	59.9%	57.2%
销售费用率	22.9%	28.6%	19.9%	29.5%	24.7%	35.7%	20.1%	26.1%	22.5%
管理费用率	7.9%	6.3%	8.6%	12.0%	9.4%	10.3%	8.1%	10.2%	8.5%
财务费用率	-0.6%	-2.5%	-1.9%	-9.1%	-4.4%	-0.5%	-0.3%	-3.8%	2.6%
EBIT 比率	25.1%	12.3%	26.2%	10.8%	12.0%	5.4%	26.1%	17.7%	19.6%
报告净利润率	22.7%	15.1%	26.5%	17.3%	16.8%	7.7%	22.7%	20.5%	9.3%
核心净利润率	20.7%	12.7%	22.1%	14.6%	13.1%	4.9%	20.5%	18.1%	13.1%

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15% 以上

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%—+5%

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。