证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

服装Ⅱ

# 九牧王（601566）

跟踪报告

买入

（维持评级）

2016年02月29日

# 主业复苏，迎来中长线布局良机

证券分析师： 朱元 021-60933162 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 021-60875168 guocj@guosen.com.cn

## ■ 主业复苏，经营效率持续改善

15年以来，品牌服装市场承压依旧明显，终端消费环境低迷，在此背景下，公司收入端增长表现良好，前三季度营收实现7.2%增速，各项经营指标逐步改善，战略调整成效显现。渠道方面，直营店铺15年继续开出新店，同时店效保持3%~5%增幅，实现外延与内生双轮驱动增长；加盟店铺虽关店仍在继续，但预计16年关店力度将大幅收缩，有望恢复平稳发展。库存方面，公司通过端到端重点突破，加强退货机制，订货机制会更加完善，预计15年整体库存水平有所改善。公司主业已处于稳步恢复通道，15年有望迎来业绩拐点，预计全年业绩将实现平稳增长。

## ■ 男裤品类提升空间大，推出年轻化新品牌Z1

作为公司核心优势品类，男裤过去几年虽销售增长并不突出，主要受制于运营层面限制，但就全国市场而言，男裤市场集中度并不高，公司每年近500万条销售量，提升空间依然巨大，将成为公司未来2~3年发力重点。同时，针对原有品牌年龄群老化的迹象，公司15年推出年轻化新品牌Z1（定位28~35岁），该品牌运营已近一年，目前仅在商场及Shopping mall开店，并以直营为主，前期以控制损益为目标，对经营业绩增量并不显著，未来2~3年随开店节奏加快，品牌步入成熟阶段，效益有望逐步显现。

## ■ 产业基金后续拓展值得期待，账上现金充裕

公司发起设立互联网时尚产业基金与新文化产业基金，围绕消费升级与移动互联网主题，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，已参股超级导购APP，与公司主业协同显著，后续拓展依然值得期待。同时，参股公司韩都衣舍将给予公司线上布局更多支持，双方合资设立九韩国际电子商务有限公司，开发商务休闲男装系列产品，未来合作前景广阔。公司账上资金充裕，截至2015Q3现金规模近20亿元，同时发行16亿元公司债券已获证监会核准，整体资金实力进一步增强，为实现多品牌时尚产业集团的长期目标奠定良好基础。

## ■ 风险提示

终端零售持续低迷；战略转型低于预期。

## ■ 公司质地良好，迎来中长线布局良机，维持买入评级

公司作为男装行业领跑者，质地良好，经营能力突出，主业在前几年调整基础上逐步企稳恢复，15年有望迎来业绩拐点；发起设立互联网时尚产业基金，紧扣自身主业，围绕互联网时尚生活探索更广阔空间，同时公司账上现金充裕，为未来转型提供有力基础；公司员工持股计划购买完毕（购买均价15.61元），战略转型内在动力更为充足。**预计公司15~17年EPS 0.64/0.72/0.79元，对应16年20PE倍，维持买入评级。**

# 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 | 2091 | 2255 |
| 应收款项 | 395 | 391 | 433 | 510 |
| 存货净额 | 593 | 447 | 511 | 597 |
| 其他流动资产 | 2038 | 1319 | 1435 | 1595 |
| **流动资产合计** | **3788** | **4007** | **4471** | **4958** |
| 固定资产 | 808 | 662 | 547 | 430 |
| 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** | **5542** | **5906** |
| 短期借款及交易性金融负债 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付款项 | 431 | 447 | 511 | 569 |
| 其他流动负债 | 260 | 71 | 79 | 89 |
| **流动负债合计** | **691** | **518** | **590** | **658** |
| 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** | **596** | **664** |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 4434 | 4675 | 4946 | 5243 |
| **负债和股东权益总计** | **5132** | **5199** | **5542** | **5906** |

| 关键财务与估值指标 | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益 | 0.61 | 0.64 | 0.72 | 0.79 |
| 每股红利 | 0.70 | 0.23 | 0.25 | 0.28 |
| 每股净资产 | 7.72 | 8.14 | 8.61 | 9.12 |
| ROIC | 6% | 10% | 11% | 12% |
| ROE | 8% | 8% | 8% | 9% |
| 毛利率 | 56% | 58% | 58% | 59% |
| EBIT Margin | 18% | 24% | 23% | 22% |
| EBITDA Margin | 21% | 28% | 27% | 26% |
| 收入增长 | -17% | 6% | 9% | 11% |
| 净利润增长率 | -35% | 6% | 12% | 10% |
| 资产负债率 | 14% | 10% | 11% | 11% |
| 息率 | 5% | 2% | 2% | 2% |
| P/E | 23.6 | 22.4 | 19.9 | 18.1 |
| P/B | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 1.6 |
| EV/EBITDA | 20.3 | 14.4 | 14.0 | 13.0 |

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 | 996 | 1100 |
| 营业税金及附加 | 25 | 26 | 29 | 32 |
| 销售费用 | 568 | 550 | 622 | 704 |
| 管理费用 | 206 | 184 | 207 | 234 |
| 财务费用 | (75) | (13) | (20) | (22) |
| 投资收益 | 72 | 30 | 25 | 25 |
| 资产减值及公允价值变动 | (81) | (100) | (65) | (65) |
| 其他收入 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 430 | 460 | 518 | 569 |
| 营业外净收支 | 17 | 9 | 9 | 9 |
| **利润总额** | **448** | **469** | **527** | **578** |
| 所得税费用 | 97 | 98 | 111 | 121 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| **归属于母公司净利润** | **351** | **370** | **417** | **457** |

| 现金流量表（百万元） | 2014 | 2015E | 2016E | 2017E |
|---|---|---|---|---|
| **净利润** | **351** | **370** | **417** | **457** |
| 资产减值准备 | 17 | (14) | (12) | (12) |
| 折旧摊销 | 79 | 95 | 98 | 100 |
| 公允价值变动损失 | 81 | 100 | 65 | 65 |
| 财务费用 | (75) | (13) | (20) | (22) |
| 营运资本变动 | (778) | 682 | (162) | (268) |
| 其它 | 723 | 14 | 12 | 12 |
| **经营活动现金流** | **474** | **1248** | **418** | **354** |
| 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) | (146) | (160) |
| 其它融资现金流 | (533) | 0 | 0 | 0 |
| **融资活动现金流** | **(1343)** | **(130)** | **(146)** | **(160)** |
| **现金净变动** | **(845)** | **1088** | **242** | **164** |
| 货币资金的期初余额 | 1606 | 761 | 1849 | 2091 |
| 货币资金的期末余额 | 761 | 1849 | 2091 | 2255 |
| 企业自由现金流 | (390) | 1156 | 331 | 266 |
| 权益自由现金流 | (924) | 1166 | 347 | 283 |

## 相关研究报告:

《九牧王-601566-2015 年三季报点评：主业企稳，前三季扣非后净利润增长 22%》 ——2015-10-28
《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

## 国信证券投资评级

| 类别 | 级别 | 定义 |
|---|---|---|
| 股票<br>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 ±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<br>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 ±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。