

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

九牧王 (601566)

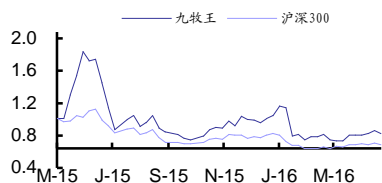
买入

2015 年年报及一季报点评

(维持评级)

2016 年 04 月 26 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)	9,763/9,763
上证综指/深圳成指	2,947/10,107
12 个月最高/最低元)	40.09/13.50

相关研究报告:

《九牧王-601566-跟踪报告: 主业复苏, 迎来中长线布局良机》——2016-02-29
 《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

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

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。

财报点评

零售转型初见成效, 经营效益持续改善

● 15 年盈利增长 15.3%超预期, 零售转型初见成效

公司 2015 年实现营收 22.57 亿, 增长 9.1%, 净利润 4.04 亿, 增长 15.3%, EPS 0.70 元, 扣非净利润 4.32 亿, 增长 28.5%; 其中 Q4 营收增长 14.3%, 净利润增长 190.3%超预期, 主要系主业恢复性增长及交易性金融资产贡献收益。收入方面, 15 年九牧王品牌增长 8.5%, 同时, FUN 品牌受益于渠道及商品改善增长 56.4%。15 年净利率提升 1pct, 其中毛利率提升 1.7%, 销售费用率与管理费用率分别下降 1.8pct 与 0.9pct, 财务费用率因利息收入减少上升 3.8pct。15 年净利润增速低于扣非增速, 主要系对股票、债券等交易性金融资产的处置影响。从 Q1 来看, 收入同比增长 3.9%, 净利润同比略增 0.4%, 环比增长 0.6%, 延续平稳发展态势。

● 渠道结构调整提升效益, 启动年轻化新标牌 J1

公司坚持以终端店铺盈利为核心的零售转型策略, 通过对低效和亏损店铺进行整改与关闭, 加快渠道结构调整, 15 年店铺净减 153 家, 其中九牧王品牌净减 175 家 (直营 9 家、加盟 166 家), FUN 净增 22 家。分渠道看, 15 年直营及加盟收入分别增长 10.9% 与 7.5%, 店效分别增长 10.2% 与 16.4%, 内生增长恢复良好。公司 Q1 店铺净减 26 家, 九牧王品牌及 FUN 品牌收入分别增长 1.7% 与 161.2%。此外, 公司目前已启动新标牌 J1, 定位 28~35 岁时尚男士, 以购物中心独立开店为主。

● 整体资金实力提升, 产业基金后续拓展值得期待

公司账上资金充裕, 截至 Q1 手持现金类资产 19.7 亿, 同时发行 16 亿元公司债券已获核准, 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。同时, 公司发起设立互联网时尚与新文化产业基金, 围绕“精英生活”进行产业布局, 已参股超级导购 APP, 与主业协同显著, 后续拓展依然值得期待。

● 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, 质地优异, 经营能力突出, 主业逐步企稳恢复。公司发起设立时尚和文化产业基金探索服装以外相关产业延伸布局, 账上现金充裕, 为相关领域拓展提供有力基础。我们预计公司 16~18 年 EPS 0.78/0.86/0.94 元, 对应 16 年 PE21.8 倍, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,068	2,257	2,458	2,713	2,955
(+/-%)	-17.3%	9.1%	8.9%	10.4%	8.9%
净利润(百万元)	351	404	448	492	538
(+/-%)	-34.8%	15.3%	10.9%	9.8%	9.4%
摊薄每股收益(元)	0.61	0.70	0.78	0.86	0.94
EBIT Margin	18.0%	21.9%	22.1%	22.8%	23.4%
净资产收益率(ROE)	7.9%	9.4%	10.8%	12.3%	14.0%
市盈率(PE)	27.9	24.2	21.8	19.8	18.1
EV/EBITDA	19.5	18.9	18.5	17.0	15.9
市净率(PB)	2.2	2.3	2.4	2.4	2.5

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

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	858	1000	1000	1000
应收款项	360	438	491	567
存货净额	584	506	583	662
其他流动资产	957	1475	1628	1773
流动资产合计	2937	3597	3880	4179
固定资产	669	592	509	420
无形资产及其他	145	139	134	128
投资性房地产	1382	1382	1382	1382
长期股权投资	260	260	260	260
资产总计	5394	5970	6164	6369
短期借款及交易性金融负债	364	1216	1472	1784
应付款项	454	506	583	630
其他流动负债	275	83	91	98
流动负债合计	1093	1804	2146	2512
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12
长期负债合计	12	12	12	12
负债合计	1105	1816	2158	2524
少数股东权益	5	5	5	5
股东权益	4284	4149	4002	3840
负债和股东权益总计	5394	5970	6164	6369

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.70	0.78	0.86	0.94
每股红利	1.01	1.01	1.11	1.22
每股净资产	7.45	7.22	6.96	6.68
ROIC	10%	9%	10%	11%
ROE	9%	11%	12%	14%
毛利率	58%	59%	59%	60%
EBIT Margin	22%	22%	23%	23%
EBITDA Margin	26%	25%	26%	26%
收入增长	9%	9%	10%	9%
净利润增长率	15%	11%	10%	9%
资产负债率	21%	31%	35%	40%
息率	6%	6%	7%	7%
P/E	24.2	21.8	19.8	18.1
P/B	2.3	2.4	2.4	2.5
EV/EBITDA	18.9	18.5	17.0	15.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2257	2458	2713	2955
营业成本	949	1017	1108	1193
营业税金及附加	27	30	33	35
销售费用	580	649	719	786
管理费用	206	220	235	250
财务费用	3	(19)	(20)	(11)
投资收益	58	35	20	20
资产减值及公允价值变动	(68)	(40)	(45)	(50)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	483	557	613	671
营业外净收支	9	10	10	10
利润总额	491	567	623	681
所得税费用	87	119	131	143
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	404	448	492	538

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	404	448	492	538
资产减值准备	(10)	(8)	(9)	(10)
折旧摊销	80	81	83	85
公允价值变动损失	68	40	45	50
财务费用	3	(19)	(20)	(11)
营运资本变动	170	(666)	(206)	(255)
其它	(172)	8	9	10
经营活动现金流	540	(97)	413	418
资本开支	143	(30)	(30)	(30)
其它投资现金流	(178)	0	0	0
投资活动现金流	(295)	(30)	(30)	(30)
权益性融资	5	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(579)	(583)	(640)	(700)
其它融资现金流	1004	852	256	311
融资活动现金流	(148)	269	(383)	(388)
现金净变动	97	142	0	0
货币资金的期初余额	761	858	1000	1000
货币资金的期末余额	858	1000	1000	1000
企业自由现金流	801	(186)	335	345
权益自由现金流	1805	681	606	666

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	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		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	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				