

九牧王(601566.SH)/纺织服饰

主品牌恢复性增长望延续, 参股财通首发过会

评级: 增持(维持)

市场价格: 16.42

目标价格: 39.52

分析师: 鞠兴海

执业证书编号: S0740516120001

电话: 021-20315087

Email: juxh@r.qlzq.com.cn

分析师: 邵璟璐

执业证书编号: S00740517040004

电话: 021-20315196

Email: shaojl@r.qlzq.com.cn

联系人:

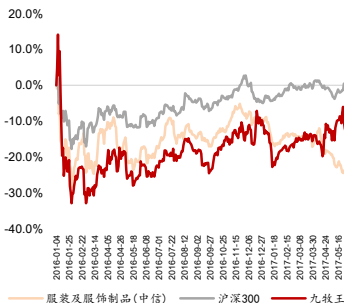
王雨丝

wangys@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	575
流通股本(百万股)	575
市价(元)	16.42
市值(百万元)	9436
流通市值(百万元)	9436

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 九牧王深度——恢复增长, 高股息率(2017-04-20)

2. 1. 2017 年投资策略: 新消费时代, 时尚投资下一站(2017-02-15)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2257	2271	2483	2760	3179
增长率 yoy%	9.1	0.7	9.3	11.2	15.2
净利润	404	423	492	561	659
增长率 yoy%	15.3	4.6	16.3	14.0	17.4
每股收益(元)	0.70	0.74	0.86	0.98	1.15
每股净资产	7.45	7.76	8.10	8.49	8.95
净资产收益率	9.4	9.5	10.6	11.5	12.8
P/E	23	22	19	17	14
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	20	25	19	16	13

备注: 收盘价为 2017 年 5 月 31

投资要点

- **事件:** 2014 年 12 月公司全资子公司九盛投资以每股 2.98 元价格认购财通证券 6200 万股(合计 1.85 亿元), 获得其发行前的 1.92% 股权(发行后的 1.47%)。2017 年 5 月 31 日财通证券首发申请获得证监会通过。财通证券 2016 年收入 108.4 亿元; 净利润 17.87 亿元。
- **九牧王品牌经营持续向好, 我们预计 Q2 有望延续增长趋势。**九牧王主品牌 4/5 月终端销售情况持续向好, 直营同店分别增长 8%/15%, 考虑加盟业务后整体同店增长约 10% 左右。公司前期渠道调整初现成效, 自 2016Q4 主品牌开启恢复性增长, 我们预计该趋势有望在 2017Q2 得以延续。后续公司将继续对渠道精细化管理, 包括直营店推行合伙人制、加盟店向类直营转型等。同时, 新品牌 FUNN 开启爆发增长, 2017 年新获海绵宝宝、BeenTrill 等品牌授权, 开发联合款, 后续仍有较大提升空间。J1 品牌目前仍在培育期, 预期短期内恐仍有亏损。
- **多平台布局新领域, 时尚+产业投资并行。**公司旗下拥有多个平台涉猎时尚、教育、新文化等多领域投资: (1) **全资子公司九盛投资:** 2017 年 4 月与上海慕华参与设立杭州慕华基金, 投资文化教育以及衍生产业, 认缴 1 亿元。基金管理人清华控股旗下全资子公司慕华教育设立的基金管理合伙企业, 后者主要从事在线教育平台开发和运营, 旗下文化教育领域资源将成为公司后续投资的重要依托。2015 年 7 月九盛投资不超过 1000 万元投资向心云科技 10% 股权(主要超为超级导购 APP)。(2) **与景辉投资合作设立 10 亿互联网时尚产业基金“九盛欣联”:** 累计投资 1.36 亿元认购韩都衣舍 8.1% 股权; 2016 年 12 月韩都衣舍挂牌新三板, 收入/净利润分别同增 14%/161% 至 14.32/0.88 亿元, 2016 年公司与韩都衣舍设立合资公司, 推出韩风时尚商务休闲男装品牌 ROR。(3) **与金陵华软合作设立新文化产业投资基金:** 主要投资新文化(创意/旅游/时尚)、互联网+等。
- **盈利预测、估值及投资评级。**公司已在男装市场奠定品牌地位, 主品牌内生增长基础扎实, 伴随渠道端线下结构调整和零售转型, 恢复性增长有望延续; 同时新品牌将为品牌矩阵带来增长动力。公司现金充裕(现金 4 亿/理财产品 13.3 亿)、高股息率(2014/15/16 年分别为 6.2%/3.1%/6.2%)、低负债率(17% 左右)。预计 2017/18/19 年净利润分别为 4.92/5.61/6.59 亿元(CAGR=16%), 对应 EPS0.86/0.98/1.15 元。维持目标价 21.67 元(对应 2017PE25 倍), 维持增持评级。
- **风险因素。**宏观经济增速放缓, 男装消费低迷; 新品牌经营效果和外延拓展进度不及预期。

图表 1: 财务报表

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F	指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	2,257	2,271	2,483	2,760	3,179	货币资金	858	426	405	689	940
营业成本	949	980	1,035	1,138	1,281	存货	584	736	697	774	899
毛利率	57.96%	56.86%	58.33%	58.78%	59.72%	应收账款	162	152	185	196	225
营业税金及附加	27	29	32	36	41	其他流动资产	1,332	1,856	1,907	1,919	1,953
营业费用	580	635	685	745	852	流动资产	2,937	3,171	3,194	3,578	4,018
营业费用率	25.69%	27.96%	27.60%	27.00%	26.80%	固定资产	666	504	450	396	371
管理费用	206	197	219	248	292	长期股权投资	260	261	261	261	261
管理费用率	9.11%	8.65%	8.80%	9.00%	9.20%	无形资产	145	126	126	126	126
财务费用	3	-6	-14	-18	-23	其他长期资产	1,385	1,458	1,458	1,458	1,458
财务费用率	0.13%	-0.27%	-0.56%	-0.66%	-0.73%	非流动资产	2,457	2,349	2,295	2,241	2,216
投资收益	58	93	75	80	85	资产总计	5,394	5,520	5,489	5,819	6,234
营业利润	483	452	595	681	804	短期借款	364	0	0	0	0
营业利润率	21.39%	19.90%	23.97%	24.68%	25.28%	应付账款	265	335	317	352	409
营业外收入	11	40	25	25	25	其他流动负债	464	511	501	572	666
营业外支出	2	3	5	5	5	流动负债	1,093	846	818	924	1,075
利润总额	491	490	615	701	824	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	87	68	123	140	165	其他长期负债	12	213	14	14	14
所得税率	17.71%	13.89%	20.00%	20.00%	20.00%	非流动性负债	12	213	14	14	14
少数股东损益	0	-1	0	0	0	负债合计	1,105	1,059	832	938	1,089
归属于母公司股东的净利润	404	423	492	561	659	股本	575	575	575	575	575
净利率	17.91%	18.62%	19.82%	20.33%	20.73%	资本公积	2,576	2,576	2,576	2,576	2,576
每股收益	0.70	0.74	0.86	0.98	1.15	股东权益合计	4,265	4,401	4,597	4,822	5,085
						少数股东权益	5	4	4	4	4
						负债股东权益总计	5,394	5,520	5,489	5,819	6,234
现金流量表(百万)						主要财务指标					
指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F	指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F
净利润	404	423	492	561	659	增长率(%)					
少数股东损益	0	-1	0	0	0	营业收入	9.1	0.7	9.3	11.2	15.2
折旧和摊销	69	68	54	54	25	营业利润	12.2	-6.3	31.7	14.5	17.9
营运资金变动	-225	-57	-79	-4	-54	净利润	15.3	4.6	16.3	14.0	17.4
其他	292	15	-84	-88	-91	利润率(%)					
经营现金流	540	447	384	522	539	毛利率	58.0	56.9	58.3	58.8	59.7
资本支出	-194	-110	0	0	0	EBIT Margin	22.0	19.0	20.6	21.5	22.4
投资收益	5	24	75	80	85	EBITDA Margin	25.0	22.0	22.8	23.4	23.2
资产变卖	0	0	0	0	0	净利率	17.9	18.6	19.8	20.3	20.7
其他	-40	-348	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-228	-433	75	80	85	净资产收益率	9.5	9.6	10.7	11.6	13.0
发行股票	56	4	0	0	0	总资产收益率	7.5	7.8	8.9	9.9	10.9
负债变化	0	0	-199	0	0	其他(%)					
股息支出	-344	-405	-295	-337	-395	资产负债率	20.5	19.2	15.2	16.1	17.5
其他	-46	44	14	18	23	所得税率	17.7	13.9	20.0	20.0	20.0
融资现金流	-334	-356	-480	-318	-372	股利支付率	70.3	136.3	60.0	60.0	60.0
现金净增加额	-22	-342	-21	284	251						

来源: Wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。