

九牧王 (601566.SH) / 纺织服饰

营业利润超预期，股东回报规划亮眼

评级：增持（维持）

市场价格：15.87

目标价格：21.67

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：S0740517040004

电话：021-20315196

 Email: shaojl@r.qlzq.com.cn

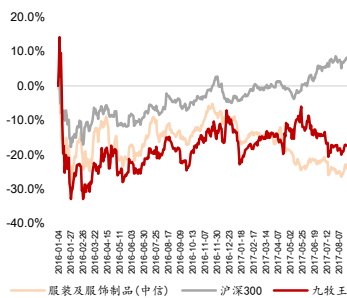
分析师：王雨丝

执业证书编号：S0740517060001

电话：021-20315196

 Email: 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)	15.87
市值(百万元)	9119
流通市值(百万元)	9119

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. 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
每股现金流量	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	16	14
PEG	2.1	2.0	2.0	1.9	1.8
P/B	20	24	18	15	13

备注：收盘价为 2017 年 8 月 29 日

投资要点

- 17Q2 收入增长提速，营业利润同增 35.7%，所得税影响净利润增速。**公司公告中报，2017H1 收入同增 15.82%至 11.39 亿元、净利润同增 13.53%至 2.24 亿元。其中 17Q2 收入同增 19%、环季度有所提速。毛利率稳定在 58%，销售/管理费用率分别下降 0.6/2PCTs 至 27.3%/7.28%。由于 16H1 国家税收政策变化调减税费，17H1 所得税较同期增加 2800 多万元，故净利润增速低于收入增速，撇除所得税影响，公司利润同增 24.5% (17Q2 同增 23%)、营业利润同增 35.7% (17Q2 同增 76%)。
- 主品牌同店延续稳健增长，FUN 品牌持续高速增长。**分品牌看，九牧王品牌收入同增 12.28%至 10.53 亿元、毛利率微增 0.5PCT 至 59%，17Q2 直营店同店增长高单位数 (16Q4/17Q1 同店增长 10%/+8%)；公司持续推进渠道结构升级，上半年净关闭 120 家至 2543 家，渠道结构优化过程中加盟店平均单店面积有所增长，加盟收入同增 15.7%，同时，推进商务正装的黑标和休闲时尚的灰标的品牌分标机制，签约陆毅作为品牌代言人，强化品牌形象。FUN 品牌收入同增 136%至 5593 万元，净增加 14 家店至 101 家，两年店的同店增长接近 20%。J1 上半年贡献收入 1400 万元，新增 6 家至 25 家，目前仍在初创阶段。分渠道看，线上同增 31%至 1.18 亿元，收入占比约 10%左右。
- 三年股东回报计划年分红率不低于 70%。**公司公告未来三年股东回报计划，每年现金分红不少于上年实现的可分配利润的 70%，若保持现在股价不变，不考虑利润波动，测算累计分红收益率有望达 11%。公司历史分红稳定，股息率处于可比公司中较高水平 (2014/15/16 年分别为 6.2%/3.1%/6.2%)。
- 存货周转稳定，营运稳健。**2017H1 存货周转天数同增 5 天至 256 天，存货同增 9.16%至 6.15 亿元，较年初同降 16%；应收账款周转天数减少 5 天至 23 天，应收账款同降 2.4%至 1.41 亿元，95%的账龄在一年以内。经营性现金净流入保持稳定在 2 亿左右。
- 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，自 16Q4 以来的恢复性增长趋势有望延续；同时新品牌带来增长动力。公司现金充裕 (现金 3.8 亿/理财产品 9.6 亿)、高股息率、低负债率 (17%左右)。维持 2017/18/19 年净利润预测 4.92/5.61/6.59 亿元，对应 EPS0.86/0.98/1.15 元。目标价 21.67 元，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	增长率(%)	2015	2016	2017F	2018F	2019F
净利润	404	423	492	561	659	营业收入	9.1	0.7	9.3	11.2	15.2
少数股东损益	0	-1	0	0	0	营业利润	12.2	-6.3	31.7	14.5	17.9
折旧和摊销	69	68	54	54	25	净利润	15.3	4.6	16.3	14.0	17.4
营运资金变动	-225	-57	-79	-4	-54	利润率(%)					
其他	292	15	-84	-88	-91	毛利率	58.0	56.9	58.3	58.8	59.7
经营现金流	540	447	384	522	539	EBIT Margin	22.0	19.0	20.6	21.5	22.4
资本支出	-194	-110	0	0	0	EBITDA Margin	25.0	22.0	22.8	23.4	23.2
投资收益	5	24	75	80	85	净利率	17.9	18.6	19.8	20.3	20.7
资产变卖	0	0	0	0	0	回报率(%)					
其他	-40	-348	0	0	0	净资产收益率	9.5	9.6	10.7	11.6	13.0
投资现金流	-228	-433	75	80	85	总资产收益率	7.5	7.8	8.9	9.9	10.9
发行股票	56	4	0	0	0	其他(%)					
负债变化	0	0	-199	0	0	资产负债率	20.5	19.2	15.2	16.1	17.5
股息支出	-344	-405	-295	-337	-395	所得税率	17.7	13.9	20.0	20.0	20.0
其他	-46	44	14	18	23	股利支付率	70.3	136.3	60.0	60.0	60.0
融资现金流	-334	-356	-480	-318	-372						
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。