

谨慎推荐 (维持)

## 九牧王 (601566) 2017 年中报点评

风险评级：中风险

注重门店面积的扩张和平效的提升 拉动业绩实现回升

2017 年 8 月 30 日

### 投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22110925

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

点评：

■ **门店数量净关闭较多，但营业面积并未大幅减少。**公司继续关闭低效、亏损门店；上半年门店总数较年初净关闭110家，其中加盟店净关闭27家，直营店净关闭83家；截至上半年末，门店总数达到2669家，其中加盟店和直营店总数分别为1863家和806家；分品牌来看，九牧王品牌门店净关闭130家，FUN门店总数净增加6家，J1门店总数净增加2家。公司继续有序开设面积大、形象好的大店；上半年虽然门店净关闭较多，但营业总面积并未大幅减少，截至上半年末，公司营业总面积达到24.92万平米，较年初仅减少0.3%。

■ **主品牌注重平效的提升，子品牌注重营业面积的扩张；持续实行黑灰标策略。**公司拥有九牧王、FUN、J1等品牌，上半年这三大品牌分别实现营业收入10.53亿元、0.56亿元和0.14亿元，分别同比增长12.28%、136.25%和115.03%。九牧王品牌门店净关闭较多，营业面积较年初下降1.4%，但注重提升平效，收入实现稳定增长。FUN和J1门店数量净增加不多，但注重营业面积的扩张，上半年FUN和J1营业面积分别较年初增长21%和34%，拉动收入实现快速增长。继续实行黑灰分标策略，黑标产品定位时尚、精致、经典，以正装、上去休闲男装和休闲男装为主；灰标产品定位时尚、精致、流行，以休闲男装为主。实行黑灰标产品以满足不同消费者的需求。

■ **毛利率有所上升，净利率受费用拖累而微幅下降。**公司2017年上半年毛利率同比提高0.1个百分点至58.36%，其中九牧王品牌毛利率同比提高0.52个百分点至59.09%，FUN品牌毛利率同比减少2.3个百分点至61.81%，J1品牌毛利率同比下降10.9个百分点至37.99%。期间费用率同比降低1.95个百分点至34.99%，主要受益于销售费用率和管理费用率的下降。受所得税费用上升较快影响，净利率同比降低0.37个百分点至19.65%。

■ **存货周转率效率未有提升，应收账款周转效率有所提升，财务状况较为稳健。**2017年上半年末，公司存货6.15亿元，同比增长0.51亿元；存货周转天数同比延长4天至256天。应收账款1.41亿元，同比减少0.04亿元；应收账款周转天数同比减少5天至23天。上半年，经营性现金流净额为1.99亿元，保持较好的净流入。上半年末，公司账上现金3.81亿元。资产负债率17.84%，维持在较低的水平。

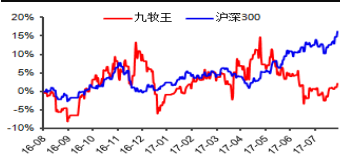
■ **维持谨慎推荐评级。**预计公司2017-2018每股收益分别为0.85元和0.96元，对应估值分别为19倍和17倍。公司业绩有望持续回升，目前估值较低，维持谨慎推荐评级。**风险提示：**终端消费低迷等。

### 主要数据

2017 年 8 月 29 日

收盘价(元)	15.87
总市值(亿元)	91.19
总股本(亿股)	5.75
流通股本(亿股)	5.75
ROE(TTM)	10.89%
12月最高价(元)	17.74
12月最低价(元)	14.13

### 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

图 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业总收入</b>	<b>2,271</b>	<b>2,635</b>	<b>2951</b>	<b>3,246</b>
<b>营业总成本</b>	<b>1,908</b>	<b>2,083</b>	<b>2344</b>	<b>2,568</b>
营业成本	980	1,128	1,257	1393
营业税金及附加	29	26	30	32
销售费用	635	714	806	893
管理费用	197	166	198	227
财务费用	-6	-4	-5	-9
<b>其他经营收益</b>	<b>89</b>	<b>50</b>	<b>40</b>	<b>50</b>
公允价值变动净收益	(4)	0	0	0
投资净收益	93	50	40	50
<b>营业利润</b>	<b>452</b>	<b>602</b>	<b>647</b>	<b>728</b>
加 营业外收入	40	0	0	0
减 营业外支出	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>490</b>	<b>602</b>	<b>647</b>	<b>728</b>
减 所得税	68	114	97	116
<b>净利润</b>	<b>422</b>	<b>488</b>	<b>550</b>	<b>611</b>
减 少数股东损益	(1)	0	0	0
<b>归母公司所有者的净利润</b>	<b>423</b>	<b>488</b>	<b>550</b>	<b>611</b>
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.74</b>	<b>0.85</b>	<b>0.96</b>	<b>1.06</b>
<b>PE（倍）</b>	<b>21.56</b>	<b>18.70</b>	<b>16.59</b>	<b>14.92</b>

数据来源：Wind，东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：[www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)