

九牧王 (601566)

公司研究/简评报告

业绩稳步增长，渠道结构持续升级

简评报告/纺织服装行业

2017 年 08 月 30 日

一、事件概述

公司发布 2017 年中报，上半年实现营业收入 11.39 亿元，同比增长 15.82%；归母净利润 2.24 亿元，同比增长 13.53%；每股收益 0.39 元。

二、分析与判断

➤ 业绩稳步增长，毛利率稳中有升

公司致力打造以九牧王为代表的精工质量平台、以 J1 为代表的时尚品质平台，和以 FUN 为代表的潮流时尚平台三大服装平台，上半年三大主要品牌营收均实现增长。整体毛利率达 58.92%，较去年同期提升 0.29 个百分点。分品牌来看：1) 九牧王主品牌稳步发展，营收达 10.53 亿元，同比增长 12.28%，毛利率达 59.09%，提升 0.52%；2) FUN 成长迅速，营收 5,593 万元 (+136%)，毛利率 61.81% (-2.30%)；3) J1 处于培育期，营收 1,403 万元 (+115%)，毛利率 37.99% (-10.90%)。我们认为，在消费升级背景下，消费者对服装的个性化需求凸显，发展多品牌、深耕细分市场的战略有望为公司打开更广阔的业绩成长空间。

➤ 渠道结构升级，着力提升店铺

公司大力推进门店结构升级，上半年总计新开店 116 家、关店 226 家，截至 6 月底门店总数达 2,669 家。分品牌来看：1) 九牧王持续关闭低效、亏损门店，着力开设面积大、形象好的新店，同时优化现有门店终端结构、扩大平均面积，促进店效增长；上半年关店 220 家、新开 90 家，截至 6 月底门店总数达 2,543 家；2) FUN 稳步拓展销售终端，推进线上线下全渠道运营，线下打造标杆店铺，完善店铺集群管理，强化实体店的“销售+体验”功能，线上尝试推行特供商品等方式；上半年关店 4 家、新开 18 家，截至 6 月底门店总数达 101 家；3) J1 处于品牌初创期，上半年关店 2 家、新开 8 家，截至 6 月底已开设 25 家独立门店。我们认为公司未来将继续聚焦渠道优化升级，在提高单店店效的同时提升品牌形象。

➤ 推动产融结合，高分红彰显投资价值

公司积极推进产融结合，未来有望在服装品牌及产业链、健康服务、教育、体育、文化娱乐等领域发掘投资机会，同时开展理财性投资。全资子公司九盛投资持股 1.92% 的财通证券首次公开发行申请于上半年获证监会通过、旗下基金投资约 8% 股权的韩都衣舍已在新三板挂牌，我们认为此类优质投资有望为公司贡献较高收益。此外，公司自上市以来一直保持高分红，2014-2016 年每股派发现金 1/0.5/1 元，分红总额分别占归母净利润的 164%/71%/131%，未来对股东的高回报有望延续。

三、盈利预测与投资建议

公司业绩稳步增长，致力打造三大服装平台、深化布局细分市场，同时积极推动产融结合，培育新盈利增长点。预计 2017-2019 年 EPS 为 0.86/0.99/1.13 元，对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“强烈推荐”评级。

四、风险提示

新品牌发展不达预期，宏观经济下行导致消费低迷。

强烈推荐

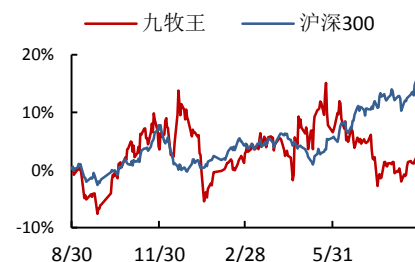
维持评级

合理估值： 18.9 – 21.5 元

交易数据 (2017-08-29)

收盘价 (元)	15.87
近 12 个月最高/最低	18.85/14.82
总股本 (百万股)	574.64
流通股本 (百万股)	574.64
流通股比例 %	100.00%
总市值 (亿元)	91.19
流通市值 (亿元)	91.19

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师： 马科

执业证号： S0100513070001

电话： 010-85127661

邮箱： make@mszq.com

研究助理： 李奇琦

一般执业编号： S0100116060013

电话： 010-85127661

邮箱： liqiqi@mszq.com

相关研究

1. 《九牧王(601566)调研报告：深化布局细分市场，积极推动产融结合》20170531

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	2,271	2,511	2,852	3,243
增长率 (%)	0.7%	10.6%	13.6%	13.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	423	495	567	648
增长率 (%)	4.6%	17.1%	14.4%	14.3%
每股收益 (元)	0.74	0.86	0.99	1.13
PE (现价)	21.6	18.4	16.1	14.1
PB	2.0	2.1	2.0	1.8

资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	2,271	2,511	2,852	3,243
营业成本	980	1,075	1,208	1,356
营业税金及附加	29	32	36	41
销售费用	635	703	799	908
管理费用	197	217	247	281
EBIT	431	484	563	657
财务费用	(6)	(12)	(16)	(16)
资产减值损失	74	0	0	0
投资收益	93	70	70	70
营业利润	452	566	649	743
营业外收支	38	10	10	10
利润总额	490	576	659	753
所得税	68	81	92	105
净利润	422	495	567	648
归属于母公司净利润	423	495	567	648
EBITDA	524	546	617	717

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	426	583	562	910
应收账款及票据	304	341	388	441
预付款项	23	26	29	33
存货	736	705	793	894
其他流动资产	1662	1662	1662	1662
流动资产合计	3171	3338	3456	3965
长期股权投资	261	261	261	261
固定资产	504	354	404	454
无形资产	126	126	126	126
非流动资产合计	2349	2703	2688	2667
资产合计	5520	6041	6144	6632
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	542	545	614	691
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	846	1446	1270	1397
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	213	213	213	213
非流动负债合计	213	213	213	213
负债合计	1059	1659	1483	1610
股本	575	575	575	575
少数股东权益	4	4	4	4
股东权益合计	4461	4382	4661	5021
负债和股东权益合计	5520	6041	6144	6632

资料来源：公司公告，民生证券研究院

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	0.7%	10.6%	13.6%	13.7%
EBIT 增长率	-13.0%	12.2%	16.3%	16.8%
净利润增长率	4.6%	17.1%	14.4%	14.3%
盈利能力				
毛利率	56.9%	57.2%	57.6%	58.2%
净利率	18.6%	19.7%	19.9%	20.0%
总资产收益率 ROA	7.7%	8.2%	9.2%	9.8%
净资产收益率 ROE	9.5%	11.3%	12.2%	12.9%
偿债能力				
流动比率	3.7	2.3	2.7	2.8
速动比率	2.9	1.8	2.1	2.2
现金比率	0.5	0.4	0.4	0.7
资产负债率	0.2	0.3	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	25.2	25.2	25.2	25.2
存货周转天数	246.0	239.5	239.5	240.6
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	0.9	1.0	1.1
每股净资产	7.8	7.6	8.1	8.7
每股经营现金流	0.8	0.9	0.9	1.0
每股股利	1.0	1.0	0.5	0.5
估值分析				
PE	21.6	18.4	16.1	14.1
PB	2.0	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.0	16.0	14.2	11.7
股息收益率	6.3%	6.3%	3.2%	3.2%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	422	495	567	648
折旧和摊销	167	62	54	60
营运资金变动	(57)	15	(28)	(34)
经营活动现金流	447	492	513	594
资本开支	55	(169)	29	28
投资	(470)	0	0	0
投资活动现金流	(433)	239	41	42
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(169)	0	0	0
筹资活动现金流	(356)	(575)	(575)	(287)
现金净流量	(342)	157	(21)	348

分析师与研究助理简介

马科，家电行业分析师，原民生证券策略分析师。

李奇琦，中国农业大学金融学学士，美国克拉克大学金融学硕士。2016年加入民生证券，主要负责商贸零售、纺织服装领域研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200122

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。