

九牧王 (601566)

九牧王：主业稳步增长，价值底扎实，高分红标杆

买入（维持）

2018年01月30日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002
021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

投资要点

■ **公司股权结构稳定，董事长家族持股比例超过70%**。九牧王董事长家族持股比例达到73.32%，表明其家族对公司整体业务长期信心。同时董事长家族较高的持股比例让公司在分红比例上一直有较好的表现，上市以来平均股利支付率95.5%，并且承诺17-19年每年股利支付率不低于70%。

■ **商务男装市场增速健康，市场集中度有望继续提升**。1) 从市场空间看，商务男装市场有望保持10%左右增速，同时从市场格局看除了海澜之家拥有相对较大的市占率外，其他传统龙头品牌市占率仍然较低，市场空间依旧较大；2) 商务男装各龙头在12年行业开始调整之后，着力从供应链端、零售渠道及存货端进行了全方位改革调整，其竞争力正在逐步增强。同时由于商务男装产品相对偏标品的属性，我们看好未来在龙头竞争力提升的情况下行业集中度的持续提升。

■ **九牧王：多品牌策略带动收入稳步增长，报表质量良好价值底充实**。1) 九牧王主品牌近年在产品、渠道和供应链端均进行了改革：在产品端，JOEONE用黑标和灰标对消费市场做了进一步细分；在渠道端继续对低效门店进行调整扩大单店面积并且通过标准化门店管理提高销售效率；在供应链端在保证产品工艺和面料的同时增加订货会次数保证产品的时尚度。2) 同时公司开辟潮牌FUN，以及针对年轻白领市场的时尚商务品牌J1，希望用多品牌的策略切入更多细分市场，目前FUN正以较快的速度发展。3) 从业绩层面，公司主品牌JOEONE在未来有望保持高单位数的线下增长，叠加线上业务增速较快，主品牌整体有望达到双位数增长；同时FUN的快速增长也有望为公司带来新动力。公司整体费用率稳定，因此我们预计18、19年有望获得接近20%的业绩增长。4) 从资产负债表上，一方面公司账上投资性资产丰富，截止17年Q3账上现金、理财外加金融、投资合计约有30亿元（若考虑财通证券目前超过10亿的浮盈，公司账上现金、投资类资产将超过40亿）；另一方面公司的存货和应收账款周转速度正在逐步提升。

■ **投资建议**：目前公司市值86亿，且账上资产厚实，截止17年Q3公司账上现金、理财外加金融、投资合计约有30亿元（若考虑财通证券目前超过10亿的浮盈，公司账上现金、投资类资产将超过40亿）。同时，公司分红率在行业属于行业标杆（16年分红5.75亿，股息率超过6%）并承诺17-19年每年股利分配率不低于70%，我们认为公司具备充足的价值底。

同时在男装行业复苏持续的情况下，公司对门店的精简整合以及副牌FUN的迅速发展均使有望使其保持良好的复苏势头。从全年看，由于去年较多的营业外收入（政府补贴）与较低的税率使得业绩基数相对较高，我们预计17年净利润增长会相对略低，但无碍未来公司主业经营状况的持续改善，17/18/19年公司归母净利润为4.53/5.37/6.28亿元，同比增长7.1%/18.5%/17.0%，对应目前市值PE分别为18.9X/16.0X/13.6X，公司较好的成长性与偏低的估值，我们继续维持“买入”评级。

■ **风险提示**：终端销售不及预期；新品牌拓展不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.92
一年最低/最高价	13.79/17.77
市净率(倍)	2.02
流通A股市值(百万元)	8,574

基础数据

每股净资产(元)	7.39
资产负债率(%)	19.75
总股本(百万股)	575
流通A股(百万股)	575

相关研究

1. 九牧王三季报：同店效率持续改善收入保持增长，报表质量良好运营稳健-20171031
2. 九牧王半年报：收入利润增长趋势显示复苏态势延续，价值属性明显 -20170829
3. 九牧王：业绩增长大超预期+超高比例分红，男装龙头出现复苏态势 170424 -20170424

目录

1.股权结构：董事长家族持股比例较高，保证长期较高分红比例.....	3
2.商务男装行业：行业增长同时依旧较为分散，龙头全方面提升竞争力集中度有望提升.....	错误!未定义书签。
2.1 行业依旧有望保持较快增长，各龙头依旧有望提升市占率.....	3
2.2 龙头多年改革全方位提升竞争力，标品化特征利于其提升集中度.....	4
3.九牧王：终端需求向好多品牌策略带动收入稳步增长，报表质量良好价值底充实.....	5
3.1 主品牌积极调整稳中有升，多品牌协同发展打开新增长.....	5
3.2 多品牌协同发展，切分细分市场.....	6
4.财务分析：收入端与净利润有望稳定提升，存货调整见底、资产厚实报表质量良好.....	6
5.投资建议：估值偏低增速稳定，账上资产厚实具备价值底，继续推荐.....	8
6.风险提示.....	8

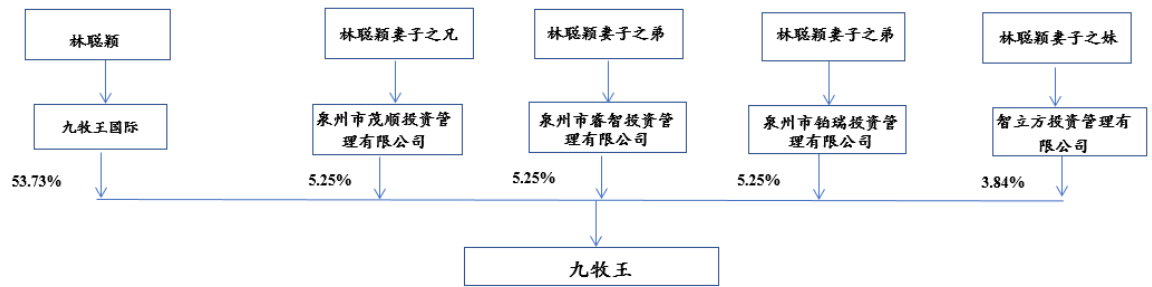
图表目录

图表 1：九牧王大股东持股比例.....	3
图表 2：九牧王上市以来分红情况.....	错误!未定义书签。
图表 3：中国男士商务休闲装市场规模.....	3
图表 4：男装品牌收入情况.....	3
图表 5：男装龙头主品牌渠道收缩基本停止.....	4
图表 6：九牧王主品牌 JOEONE 业绩拆分.....	5
图表 7：FUN 业绩拆分.....	6
图表 8：九牧王收入拆分.....	7
图表 9：九牧王业绩拆分.....	7
图表 10：九牧王周转率.....	8

1 股权结构：董事长家族持股比例较高，保证长期较高分红比例

公司股权集中，家族成员持股超过 70%。公司董事长林聪颖及其家族在公司中持股比例较高，其共计持有公司 73.32% 的股权；表明了董事长家族对于公司业务的重视以及长期以来的看好。

图表 1：九牧王大股东持股比例



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司实际创始人较高的持股比例也在一定程度上保证了公司的分红比例。公司 11 年上市以来共计分红六次，平均股利支付率 95.5%，总计分红 25.9 亿元。同时公司承诺 17-19 年三年每年股利分配率不低于 70%。

2.1 行业依旧有望保持较快增长，各龙头依旧有望提升市占率

从市场规模来看，我国商务男装有望持续保持 10% 以上的增长。从市场规模与增速看，在我国整体经济环境转好、消费升级逐步进入服装板块的背景下，我国男士商务休闲装市场有望以 10% 左右的速度增长，整体行业的稳定增长为龙头的增长奠定了基础。

图表 2：中国男士商务休闲装市场规模

(单位：亿元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
中国男士商务休闲装市场规模	1445	1601	1771	1956	2158
YOY		10.8%	10.6%	10.4%	10.3%

资料来源：中商产业研究员，东吴证券研究所

从市占率来看，海澜之家一家独大，其他各龙头均存在提升空间。由于各家品牌均有直营和加盟两种业务模式，因此其准确终端销售规模较难统计，但是我们从各家公布的营业收入能够大概看到行业的格局。海澜之家依靠其较强的管理能力、较低的性价比以及遍布全国的超过 4000 家门店，16 年男装主品牌收入超过 140 亿元，按照公司分成比例倒推其终端零售额应该在 250 亿元左右，市占率则在 15% 左右。然而海澜之外的其他品牌，由于以加盟模式为主，报表收入难以反应终端规模，因此此处只能通过给经销商的折扣率对终端销售规模进行大致估算，估算后市占率大多都只在低个位数。

图表 3：男装品牌收入情况

(单位：亿元)	2016 年男装收入
海澜之家	140.3
雅戈尔	42.7
七匹狼	26.4

中国利郎	24.1
九牧王	22.7

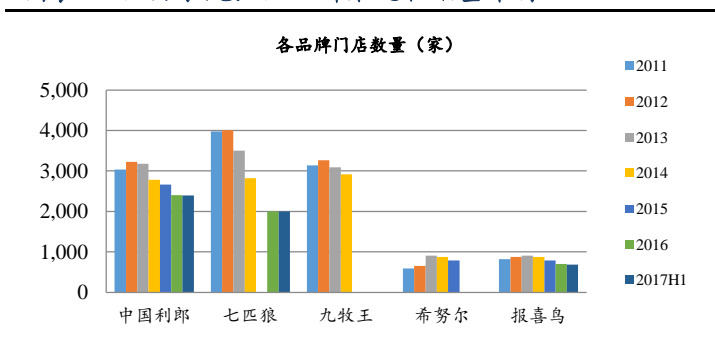
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2 龙头多年改革全方位提升竞争力，标品化特征利于其提升集中度

中国传统品牌多年来在零售端和供应链端的调整使得其竞争力已经全方位提升。首先从产品设计及供应链端，(1)在设计上，在自主设计上公司加强了设计师队伍的培养，包括利郎在内的公司均聘请外籍设计师操刀整个产品的风格设计；在设计采购上，各家公司也都对核心买手团队进行了升级，保证买手对产品的采购能够满足市场需求。(2)在供应链上，一方面各家龙头公司持续强化自有产能、自有面料的研发升级，另一方面各家男装公司为了提升产品时尚度均增加了订货会次数以及补单比例。因此为了让供应商在保证质量的情况下适应越来越快的产品上新速度，各家龙头纷纷开始培养自己的核心供应商体系，大型供应商与大型品牌的结合使得强者恒强的效应愈发明显。

其次从零售端，多年的渠道一方面使得品牌公司对终端门店的管理能力不断提升，另一方面也使得品牌服饰公司目前剩下的经销商均有着较强的战斗力。(1)从终端门店的管理上，男装品牌逐渐将重心放在市场终端的研究及管理上，一方面使用相应配套的IT系统了解终端数据、根据数据对产品进行终端分类，用不同产品搭配不同风格定位的门店来提高平效；另一方面，品牌商逐步加强对终端渠道包括店员、陈设、货品调度、库存管理等一系列问题的把控，保证终端门店把品牌的产品系列及品牌故事呈现得更加清晰。(2)从渠道调整上，随着多年的渠道调整，目前我们看到各家男装品牌的门店数量已经触底，经营效益以及资金实力较差的经销商逐步退出，留存下的均是盈利能力、资金实力较强的经销商，其在终端零售好转的背景下有着较强的开店意愿。

图表 4：男装龙头主品牌渠道收缩基本停止



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

男装产品由于对时尚度要求相对较低，标品化特性利于龙头提升品牌集中度。首先，相较于大众休闲服及女装品类，商务休闲男装的消费者对于产品款式上的要求相对较低，而对产品品质上的要求相对较高。因此我们认为，男装龙头在与核心供应商绑定、加强自主产品的研发升级之后，在产品品质及质量上有望逐步显现出较强优势。另一方面，在包括电商与购物中心为主的新渠道重要性不断上升的背景下，这些渠道不断将流量倾斜至龙头品牌的运营方式也让龙头逐渐受益。因此，我们认为龙头集中度上升的趋势在产品标准化相对较高的商务休闲男装市场将会表现得较为明显。

2.九牧王：终端需求向好多品牌策略带动收入稳步增长，报表质量良好价值底充实

2.1 主品牌积极调整稳中有升，多品牌协同发展打开新增长

在我们对商务男装行业有望向龙头集中的判断下，我们看到公司主品牌 JOEONE 作为传统品牌也正在通过零售、供应链、品牌宣传等一系列调整，保持自身的竞争力。

首先在零售端，公司在关闭低效渠道持续提升门店质量的同时，积极推进线上渠道，大力发展 VIP 会员体系。（1）在渠道端，公司在持续缩减低效门店的同时逐步持续对现有门店进行面积扩张以及形象改造，2015 年以来公司推进的标准店项目大大加强了公司零售门店的标准化运营能力，提升了整体管理效率。（2）同时在线上渠道方面，公司逐步加强线上渠道专供款的销售，针对线上渠道进行单独的商品企划、开发和采买，公司线上业务也发展较快。（3）在会员管理上，公司对现有会员管理制度进行梳理，打造基于新媒体工具的会员管理系统，通过对会员分组、按照生命周期管理等方式替代实体会员卡单一闭塞的管理模式，强化与消费者的互动，增强大数据精准营销。

同时在产品和供应链端，一方面公司推出黑灰标策略对细分市场进行进一步细分，另一方面在供应链端增加订货会次数提升上新频次。（1）在产品品类上，为满足不同市场消费者的需求，公司自 2017 年秋冬产品开始实施黑、灰分标策略。黑标产品以正装、商务休闲男装为主，定位为“时尚、精致、经典”；灰标产品风格定位为“时尚、精致、流行”，其商品组合以休闲男装为主。（2）在供应链上，一方面公司逐步增加订货会次数在减少存货风险的同时提高产品时尚度，用前端订货会模式的改变倒逼供应链的转变；另一方面公司依旧始终保持着其在西裤做工上的优势，不仅将生产工序细化为约 108 道进行标准化生产，更是在用料上保证面料在行业内的领先。

另外在品牌宣传上，公司也保持着持续的投入，在 17 年 H1 签约影视明星陆毅，传递新的品牌形象，提升公司影响力。同时公司在不断开展大型商业推广活动的同时也通过微信朋友圈广告、H5 互动游戏、明星微博互动等一系列新渠道与消费者展开互动。

因此，我们认为在公司全方位努力、行业增速稳健、以及行业集中度有所提升的多重利好下，公司主品牌 JOEONE 虽然门店数量有所收缩，但是在单店面积与平效逐步提升的带动下，其在线下有望保持高单位增长；叠加线上的快速增长，主品牌有望保持双位数的收入增速。

图表 5：九牧王主品牌 JOEONE 业绩拆分

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
JOEONE 品牌总收入（百万元）	2210	2149	2393	2668	2980
YOY		-2.7%	11.4%	11.5%	11.7%
JOEONE 线下					
营业收入（百万元）	2046	1929	2085	2268	2459
YOY		-5.7%	8.1%	8.7%	8.4%
店铺数量	2737	2673	2480	2440	2400
单店面积（平方米）	88.19	89.70	95.00	100.00	105.00
报表平效（元/平米）	8475.66	8046.69	8851.35	9293.92	9758.62

YOY		-5%	10%	5%	5%
JOEONE 线上					
收入 (百万元)	164	220	308	400	521
YOY	10.81%	34.15%	40.00%	30.00%	30.00%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2 多品牌协同发展，切分细分市场

在主品牌 JOEONE 之外，公司同时还培育了 FUN 以及 J1 两个品牌。其中，FUN 主打潮流时尚，主打 20-28 岁的年轻人群，以将休闲卡通和 IP 植入服装为主，目前增长迅速；而 J1 则主打 28-35 岁的年轻白领，主打时尚商务款式，目前体量相对较小。

FUN 品牌由于独特的市场定位，目前正处于快速增长的时期。(1) 在产品研发方面，FUN 品牌继续明确其鬼马浮华、呆萌可爱、轻黑暗三种风格为主的产品线。根据品牌战略和产品定位，继续进行联名款运作和跨界授权合作，延续并强化创意、乐趣、跨界、潮流的品牌 DNA。(2) 在渠道管理方面，FUN 品牌依旧处于门店扩张时期，预计未来依旧会保持较快的渠道扩张速度；在线上方面，FUN 品牌也通过包括网红直播、线上特供款等方式，在线上开拓新的销售模式。

我们认为未来两年在基数尚小的情况下，FUN 品牌独特的 IP 卡通形象定位，依旧有望成为公司重要的收入增量。根据门店平效估算，17 年 FUN 预计能够实现盈亏平衡，随着规模效应的进一步发挥，18 年有望盈利。

图表 6: FUN 业绩拆分

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
FUN 品牌总收入 (百万元)	29	74	162	236	335
YOY		153.1%	117.1%	46.3%	41.8%
店铺数量	55	87	125	150	175
店铺面积 (平方米)	4786	8062	12500	15900	19600
单店面积 (平方米)	87.02	92.67	100.00	106.00	112.00
报表平效 (元/平米)	6143.67	9232.61	12925.65	14864.50	17094.18
YOY		50.3%	40.0%	15.0%	15.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

J1 品牌于 2016 年春夏推出，主要客户群为 25-35 岁追求品质感的时尚消费者，目前仍处于发展相对初期。截止 17 年 Q3，J1 品牌共拥有 32 家门店，营业收入 1539 万元。

3. 财务分析：收入端与净利润有望稳定提升，存货调整见底、资产厚实报表质量良好

从收入端来看，我们认为公司主品牌有望在未来两年保持双位数增长，而 FUN 的快速增长有望成为公司业绩的又一亮点。拆分公司旗下的三个品牌，(1) 主品牌 JOEONE 在线下渠道受益于平效的提升和门店整合后单店面积扩大有望保持高单位数的增长，同时主品牌线上增速较快，带动主品牌整体有望保持两位以上的增长。(2) 我们预计 FUN 品牌在未来两年依旧有望保持相对快速的的增长。(3) 由于品牌力依旧较强，我们预计公司主品牌毛利率在未来三年保持稳定。

图表 7: 九牧王收入拆分

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入 (百万元)	2257	2271	2618	2983	3406
YOY		0.7%	15.3%	13.9%	14.2%
毛利率	58%	57%	58%	58%	58%
JOEONE (百万元)	2210	2149	2393	2668	2980
YOY		-2.7%	11.4%	11.5%	11.7%
占比	98%	95%	91%	89%	87%
FUN (百万元)	29	74	162	236	335
YOY		153.1%	117.1%	46.3%	41.8%
占比	1%	3%	6%	8%	10%

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

从费用率来看, 公司整体费用率基本保持稳定。公司的毛利率与销售及管理费用率基本都保持在相对稳定的范围, 16 年由于终端需求较弱使得毛利率稍有下降同时销售费用率略微提升, 但是整体保持稳定。

从营业利润率方面, 除了相对稳定的毛利率和费用率外, 公司账上丰富的现金及投资类资产 (见下文) 使得投资收益也成为公司每年较为重要的收益之一。我们看到公司的营业利润率在过去基本能稳定在 20% 左右, 未来几年我们预计公司营业利润率有望随着收入规模的扩大和整体运营效率的提升逐步提升。

我们预计公司净利润有望以略高于收入增速的速度增长。不考虑 16 年公司由于受益政府补贴 (3763 万元) 以及税收政策变化调整 (调整以前期间所得税获益 1682 万元) 导致税率较低而产生的净利率偏高情况, 我们预计未来几年公司净利率在往年平均水平的基础上有望随营业利润率的提升逐步上升 (主要来自规模效应下费用率的下降), 带动净利润以略微超过收入增速的速度增长。

图表 8: 九牧王业绩拆分

(单位: 百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入 (百万元)	2257	2271	2618	2983	3406
YOY		0.7%	15.3%	13.9%	14.2%
毛利率	58.0%	56.9%	58.2%	58.1%	58.1%
销售费用率	25.7%	28.0%	26.7%	26.2%	26.1%
管理费用率	9.1%	8.7%	8.5%	8.2%	7.9%
投资净收益	57.5	92.7	100.00	100.00	100.00
营业利润	482.59	451.95	574.12	680.74	797.64
YOY	12.2%	-6.3%	27.0%	18.6%	17.2%
营业利润率	21.4%	19.9%	21.9%	22.8%	23.4%
营业外收入	10.7	40.4	5.0	5.0	5.0
所得税	87.0	68.0	123.3	146.6	171.8
所得税率	21.52%	13.89%	21.50%	21.50%	21.50%
归母净利润	404.25	422.95	453.04	536.72	628.21
YOY	15.3%	4.6%	7.1%	18.5%	17.0%
归母净利率	17.9%	18.6%	17.3%	18.0%	18.4%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

从资产负债表看，九牧王的两大特点是账上投资丰富，以及资产周转率逐渐好转。首先从账上资产角度，公司始终将产业投资作为其第二主业持续稳步进行。截止 17 年 Q3 公司账上货币资金及其他流动资产合计 15.41 亿，可供出售金融资产 12.5 亿（较半年报继续增加 1.52 亿），其中公司持股财通证券 1.73%（每股成本 2.98 元，持股 6200 万股），按照财通证券目前股价（1.30 收盘价 20.38 元/股）估算公司账面浮盈超过 10 亿。同时，公司账上长期股权投资 2.69 亿，根据半年报披露主要为投资上海景林九盛欣股权投资中心 1.35 亿（投资韩都衣舍）、以及投资上海华软创业投资合伙企业 1.26 亿（以上均为半年报数据）。这些资产也有望为公司持续带来投资收益。

其次，从周转角度来说，在持续的渠道改革和较好的终端表现作用下公司的周转速度正在逐步改善。我们认为在同行业一起的调整过程中，九牧王的渠道库存清理也已接近尾声，目前应收账款周转率和存货周转率出现企稳回升的态势，表明公司在渠道库存方面的调整已经逐渐看到成效。

图表 9：九牧王周转率

	2014	2015	2016	2016Q3	2017Q3
存货周转率	1.49	1.61	1.48	1.00	1.01
应收账款周转率	11.54	13.34	14.47	10.35	12.37

资料来源：WIND，东吴证券研究所

4.投资建议：估值偏低增速稳定，账上资产厚实具备价值底，继续推荐

首先我们认为公司具备充足的价值底。目前公司市值 86 亿，同时截止 17 年 Q3 公司账上现金、理财外加金融、投资合计约有 30 亿元（若考虑财通证券目前超过 10 亿的浮盈，公司账上现金、投资类资产将超过 40 亿）。同时，公司分红率在行业属于行业标杆（16 年分红 5.75 亿，股利分配率 136%，股息率超过 6%），并于 17 年 8 月 30 日公告承诺 17-19 年每年股利分配率不低于 70%，这些因素让我们认为公司具备充足的价值底。

同时，在男装行业复苏持续的情况下，公司对门店的精简整合以及副牌 FUN 的迅速发展均使有望使其保持良好的复苏势头。从全年看，由于去年较多的营业外收入（政府补贴）与较低的税率使得业绩基数相对较高，我们预计 17 年净利润增长会相对略低，但无碍未来公司主业经营状况的持续改善，17/18/19 年公司归母净利润为 4.53/5.37/6.28 亿元，同比增长 7.1%/18.5%/17.0%对应目前市值 PE 分别为 18.9X/16.0X/13.6X，公司较好的成长性与偏低的估值，叠加账上充足的资产，我们继续维持“买入”评级。

5.风险提示

终端需求不及预期：整体经济向下可能会对九牧王一类的中高端男装消费造成一定冲击；同时天气环境的变化也对于街边店为主要渠道的九牧王有一定影响。

新品牌拓展进度不及预期：公司新开发的 FUN 和 J1 两品牌正处于渠道拓展期，存在新渠道拓展不达预期风险。

九牧王三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3170.8	3073.0	3452.7	3541.3	营业收入	2271.4	2618.1	2983.1	3405.6
现金	426.3	269.9	528.2	623.0	营业成本	979.9	1094.9	1249.0	1426.3
应收款项	151.8	224.7	195.8	289.0	营业税金及附加	28.8	31.4	35.8	40.9
存货	736.5	827.7	928.9	854.0	销售费用	635.0	700.3	782.5	890.3
其他	1856.2	1750.8	1799.8	1775.3	管理费用	196.5	222.2	244.7	270.7
非流动资产	2349.4	2359.0	2324.8	2312.5	财务费用	(6.2)	(1.6)	(11.3)	(14.2)
长期股权投资	261.1	261.1	261.1	261.1	投资净收益	92.7	100.0	100.0	100.0
固定资产	503.8	484.3	464.7	445.1	其他	78.3	96.6	101.6	94.0
无形资产	126.0	135.7	130.8	133.3	营业利润	452.0	574.1	680.7	797.6
其他	1458.4	1478.0	1468.2	1473.1	营业外净收支	37.7	3.0	3.0	2.6
资产总计	5520.2	5432.0	5777.5	5853.8	利润总额	489.6	577.1	683.7	800.3
流动负债	846.1	925.6	1095.3	1171.6	所得税费用	68.0	124.1	147.0	172.1
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(1.3)	0.0	0.0	0.0
应付账款	335.1	434.8	549.7	642.4	归属母公司净利润	422.9	453.0	536.7	628.2
其他	511.0	490.8	545.6	529.2	EBIT	460.0	600.6	706.8	818.3
非流动负债	212.9	209.6	211.2	12.3	EBITDA	495.5	636.9	743.9	818.3
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	212.9	209.6	211.2	12.3	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	1059.0	1135.2	1306.4	1183.9	每股收益(元)	0.74	0.79	0.93	1.09
少数股东权益	3.6	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	7.76	7.48	7.78	8.13
归属母公司股东权益	4457.6	4296.8	4471.1	4669.9	发行在外股份(百万股)	574.6	574.6	574.6	574.6
负债和股东权益总计	5520.2	5432.0	5777.5	5853.8	ROIC(%)	8.5%	10.5%	11.9%	13.8%
					ROE(%)	9.7%	10.3%	12.2%	13.7%
					毛利率(%)	56.9%	58.2%	58.1%	58.1%
					EBIT Margin(%)	20.3%	22.9%	23.7%	24.0%
					销售净利率(%)	18.6%	17.3%	18.0%	18.4%
					资产负债率(%)	19.2%	20.9%	22.6%	20.2%
					收入增长率(%)	0.7%	15.3%	13.9%	14.2%
					净利润增长率(%)	4.6%	7.1%	18.5%	17.0%
					P/E	20.3	18.9	16.0	13.6
					P/B	1.9	2.0	1.9	1.8
					EV/EBITDA	17.7	13.8	11.8	10.5
现金流量表 (百万元)									
	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	447.3	575.0	702.3	806.4					
投资活动现金流	(433.2)	(135.3)	(55.2)	(261.6)					
筹资活动现金流	(356.1)	(596.1)	(388.8)	(450.0)					
现金净增加额	(327.7)	(156.4)	258.3	94.8					
折旧与摊销	92.8	35.5	36.4	37.1					
资本开支	55.5	50.0	50.0	50.0					
营运资本变动	(57.2)	89.8	139.8	160.9					
企业自由现金流	487.2	646.7	781.0	890.3					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

