

九牧王(601566)/服装家纺

收入业绩回升, 高分红凸显价值

评级: 增持(维持)

市场价格: 15.05

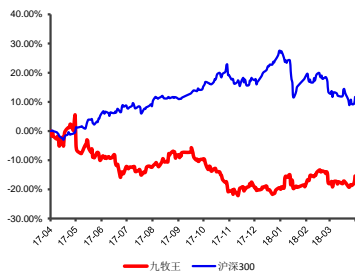
分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

Email: wangys@r.qizq.com.cn

基本状况

| | |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股) | 575 |
| 流通股本(百万股) | 575 |
| 市价(元) | 15.05 |
| 市值(百万元) | 8648 |
| 流通市值(百万元) | 8648 |

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 营业利润超预期, 股东回报规划亮眼
- 2 主品牌恢复性增长望延续, 参股财通首发过会
- 3 九牧王: 外延并购持续推进, 主业逐步恢复

公司盈利预测及估值

| 指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2271.33 | 2565.13 | 2891.30 | 3193.36 | 3516.21 |
| 增长率 yoy% | 0.65% | 12.94% | 12.72% | 10.45% | 10.11% |
| 净利润 | 422.95 | 494.06 | 557.39 | 628.63 | 708.23 |
| 增长率 yoy% | 4.63% | 16.81% | 12.82% | 12.78% | 12.66% |
| 每股收益(元) | 0.74 | 0.86 | 0.97 | 1.09 | 1.23 |
| 每股现金流量 | 0.78 | 0.86 | 0.65 | 0.82 | 1.03 |
| 净资产收益率 | 9.49% | 9.27% | 10.49% | 11.32% | 12.17% |
| P/E | 20.45 | 17.50 | 15.52 | 13.76 | 12.21 |
| PEG | 4.42 | 1.04 | 1.21 | 1.08 | 0.96 |
| P/B | 1.94 | 1.62 | 1.63 | 1.56 | 1.49 |

备注: 收盘价为 2018 年 4 月 24 日

投资要点

- **收入增速企稳回升, 净利润重回较好增长。**2017 年公司实现收入 25.65 亿 (+12.9%), 实现归属净利润 4.94 亿 (+16.8%), 扣非后归属净利润 4.4 亿 (+20.7%); 单季度来看, Q4 实现收入 7.82 亿 (+7.3%), 归属净利润 1.51 亿 (+36.7%); 2018Q1 公司实现营收 7.47 亿(+12.5%), 实现归属净利润 1.93(+21.4%)。同时 **2017 年每 10 股派息 10 元, 分红率达 116%**。
- **主品牌延续较好增长, 新品牌高速增长。**
 - **“九牧王”渠道&品牌优化, 收入恢复双位数增长。**1) 2017 年主品牌通过“开大关小”优化百货/购物中心店的策略以改善渠道结构, 全年分别关闭直营/加盟店 166/220 家, 2018Q1 关闭 24/27 家, 截至 2018Q1 直营/加盟渠道分别为 694/1731 家。2) 同时通过产品分标(灰-潮流/黑-经典)满足不同客户需求、品牌升级(新绅士注意)、启动小微变革激活一线员工积极性(一区域为单位管理、内部实行竞聘制、拥有更多自主权), 来提高终端客户满意度, 截至 2017 年主品牌会员数量破 120 万人。在渠道和品牌双升级的驱动下, 预计主品牌 2017/2018Q1 直营同店分别为高单位数/中单位数增长(1-2 月高单位数), 加盟渠道保持 10%+增速。同期收入恢复较好增长(+10.6%/8.8%)至 23.8/6.7 亿元, 毛利率也逐步提升, 分别为 57.9% (+0.78%) /58.8% (+1.12%)。
 - **FUN/J1(即 NASTYPALM)等新品牌延续高增长。**1) FUN 在品牌推广、热门 IP 产品推动下, 预计 2017/2018Q1 直营同店仍保持高增长(近 20%)。渠道方面 2017 年净增直营/加盟店 17/26 家, 2018Q1 再净增直营 1 家, 截至 2018Q1, 直营/加盟店分别为 67/64 家。综合来看 FUN2017/2018Q1 收入分别同增 77%/88%。2) J1 截至 2018Q1 有直营/加盟店分别 12/20 家, 2017/2018Q1 收入分别同增 47.4%/ -10.4%至 2111/701 万元, 2018Q1 收入下降主要为因换标“NASTYPALM”而处理老货所致。
- **毛利率稳步提升, 费用改善推动盈利能力持续向好。**2017 年受主品牌毛利率提升带动(+0.78PCT), 整体毛利率提升 0.55PCT 至 57.41%。同时在销售费用率(-0.89%)及管理费用率(-1.54%)均有改善的情况下, 全年净利率提升 0.63PCT 至 19.19%; 2018Q1 公司盈利能力持续, 毛利率达 58.23% (+0.5%), 同时销售费用率/管理费用率分别下滑 2.3%/上升 0.36%, 推动 Q1 净利率达到 25.86% (+1.9%)。

- **盈利预测及估值。**公司三大平台已初具雏形（精工质量平台、时尚品质平台、个性潮流平台），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，同店增速延续较好增长；同时新品牌带来增长动力。公司现金充裕、分红率高，估值低（现价 18/19PE16/14 倍）。预计 2018/19/20 年净利润分别为 5.57/6.29/7.08 亿元，对应 EPS0.97/1.09/1.23 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 (百万元)

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|-----------------|---------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 会计年度 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 流动资产 | 2832 | 3250 | 3389 | 3581 | 营业收入 | 2565 | 2891 | 3193 | 3516 |
| 现金 | 377 | 519 | 505 | 598 | 营业成本 | 1092 | 1209 | 1306 | 1414 |
| 应收账款 | 149.76 | 184.10 | 199.71 | 218.89 | 营业税金及附加 | 33.37 | 37.59 | 41.51 | 38.68 |
| 其他应收款 | 15.96 | 21.44 | 23.38 | 25.33 | 营业费用 | 694.29 | 783.54 | 867.00 | 956.41 |
| 预付账款 | 27.49 | 29.84 | 32.09 | 34.93 | 管理费用 | 182.45 | 209.62 | 244.29 | 271.10 |
| 存货 | 738.95 | 839.31 | 914.18 | 981.83 | 财务费用 | 8.32 | -5.40 | -5.70 | -6.84 |
| 其他流动资产 | 1523.33 | 1656.66 | 1714.52 | 1721.46 | 资产减值损失 | 78.34 | 75.85 | 76.41 | 76.54 |
| 非流动资产 | 3580.39 | 3252.46 | 3406.50 | 3547.12 | 公允价值变动收益 | 0.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | 293.95 | 277.41 | 280.20 | 281.56 | 投资净收益 | 111.99 | 120.00 | 130.00 | 130.00 |
| 固定资产 | 433.79 | 390.98 | 346.99 | 302.41 | 营业利润 | 609.88 | 701.54 | 793.76 | 896.81 |
| 无形资产 | 119.23 | 102.46 | 85.04 | 68.44 | 营业外收入 | 1.77 | 25.00 | 25.00 | 25.00 |
| 其他非流动资产 | 2733.43 | 2481.61 | 2694.26 | 2894.70 | 营业外支出 | 7.44 | 5.00 | 5.00 | 5.00 |
| 资产总计 | 6412.74 | 6502.91 | 6795.23 | 7127.82 | 利润总额 | 604.21 | 721.54 | 813.76 | 916.81 |
| 流动负债 | 866.29 | 1011.59 | 1050.09 | 1119.14 | 所得税 | 111.83 | 165.95 | 187.17 | 210.87 |
| 短期借款 | 0.00 | 60.69 | 30.34 | 35.40 | 净利润 | 492.37 | 555.59 | 626.60 | 705.94 |
| 应付账款 | 311.58 | 366.30 | 396.54 | 424.58 | 少数股东损益 | -1.69 | -1.80 | -2.03 | -2.29 |
| 其他流动负债 | 554.71 | 584.61 | 623.20 | 659.16 | 归属母公司净利润 | 494.06 | 557.39 | 628.63 | 708.23 |
| 非流动负债 | 216.40 | 180.33 | 197.73 | 195.37 | EBITDA | 717.23 | 762.61 | 855.89 | 958.17 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EPS (元) | 0.86 | 0.97 | 1.09 | 1.23 |
| 其他非流动负债 | 216.40 | 180.33 | 197.73 | 195.37 | | | | | |
| 负债合计 | 1082.69 | 1191.92 | 1247.81 | 1314.50 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 0.00 | -1.80 | -3.84 | -6.13 | 会计年度 | 2017.00 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 股本 | 574.64 | 574.64 | 574.64 | 574.64 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 2575.80 | 2575.80 | 2575.80 | 2575.80 | 营业收入 | 0.13 | 0.13 | 0.10 | 0.10 |
| 留存收益 | 1169.53 | 2162.36 | 2400.82 | 2669.01 | 营业利润 | 0.35 | 0.15 | 0.13 | 0.13 |
| 归属母公司股东权益 | 5330.04 | 5312.79 | 5551.25 | 5819.44 | 归属于母公司净利润 | 0.17 | 0.13 | 0.13 | 0.13 |
| 负债和股东权益 | 6412.74 | 6502.91 | 6795.23 | 7127.82 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 0.57 | 0.58 | 0.59 | 0.60 |
| | | | | | 净利率 (%) | 0.19 | 0.19 | 0.20 | 0.20 |
| | | | | | ROE (%) | 0.09 | 0.10 | 0.11 | 0.12 |
| | | | | | ROIC (%) | 0.23 | 0.24 | 0.27 | 0.30 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 0.17 | 0.18 | 0.18 | 0.18 |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 0.00 | 0.05 | 0.02 | 0.03 |
| | | | | | 流动比率 | 3.27 | 3.21 | 3.23 | 3.20 |
| | | | | | 速动比率 | 2.42 | 2.33 | 2.31 | 2.28 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.43 | 0.45 | 0.48 | 0.51 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 16.44 | 17.02 | 16.16 | 16.38 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.38 | 3.57 | 3.42 | 3.44 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.86 | 0.97 | 1.09 | 1.23 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.86 | 0.65 | 0.82 | 1.03 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 9.28 | 9.25 | 9.66 | 10.13 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 17.50 | 15.52 | 13.76 | 12.21 |
| | | | | | P/B | 1.62 | 1.63 | 1.56 | 1.49 |
| | | | | | EV/EBITDA | 7.74 | 7.28 | 6.48 | 5.79 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 会计年度 | 2017.00 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 经营活动现金流 | 496.42 | 371.60 | 473.98 | 589.24 |
| 净利润 | 492.37 | 555.59 | 626.60 | 705.94 |
| 折旧摊销 | 99.03 | 66.47 | 67.83 | 68.21 |
| 财务费用 | 8.32 | -5.40 | -5.70 | -6.84 |
| 投资损失 | -111.99 | -120.00 | -130.00 | -130.00 |
| 营运资金变动 | -70.91 | -181.95 | -78.07 | -47.15 |
| 其他经营现金流 | 79.60 | 56.89 | -6.68 | -0.91 |
| 投资活动现金流 | 47.53 | 312.36 | -89.94 | -64.95 |
| 资本支出 | 56.51 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | -21.36 | -268.00 | 213.73 | 200.73 |
| 其他投资现金流 | 82.68 | 44.36 | 123.79 | 135.78 |
| 筹资活动现金流 | -592.53 | -541.71 | -398.30 | -430.87 |
| 短期借款 | 0.00 | 60.69 | -30.34 | 5.06 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 普通股增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -592.53 | -602.39 | -367.95 | -435.93 |
| 现金净增加额 | -61.79 | 142.25 | -14.26 | 93.42 |

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。