

九牧王(601566)/服装家纺
Q2 收入增速略有放缓, 运营能力提升
评级: 增持(维持)

市场价格: 14.08

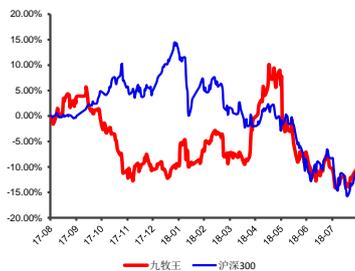
分析师: 王雨丝

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)	14.08
市值(百万元)	8096
流通市值(百万元)	8096

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
- 4 2017 年报点评: 收入业绩回升, 高分红凸显价值

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	2823.09	3130.85	3451.81
增长率 yoy%	0.65%	12.94%	10.06%	10.90%	10.25%
净利润	422.95	494.06	565.84	643.93	712.21
增长率 yoy%	4.63%	16.81%	14.53%	13.80%	10.60%
每股收益(元)	0.74	0.86	0.98	1.12	1.24
每股现金流量	0.78	0.86	0.69	0.84	1.02
净资产收益率	9.49%	9.27%	10.63%	11.56%	12.21%
P/E	19.13	16.38	14.30	12.56	11.36
PEG	4.14	0.97	0.98	0.91	1.07
P/B	1.82	1.52	1.52	1.45	1.39

备注: 收盘价为 2018 年 8 月 29 日

投资要点

- 公司发布 2018 半年报, 实现收入 12.61 亿元 (+10.68%)、归属净利润 2.63 亿元 (+17.1%)。其中 Q2 单季度实现收入 5.14 亿元 (+8.16%)、归属净利润 0.69 亿元 (+6.68%)。
- 主品牌受行业消费增速放缓及渠道调整影响, 整体增速放缓; 新品牌延续高速增长。
 - 渠道调整&行业消费增速放缓, 主品牌 JOEONE 收入增速放缓。1) 渠道方面, 终端调整继续, 截至 2018H1, 主品牌分别有直营/加盟店 681/168 9 家, 较 2017 年分别净关 31/61 家。但在公司“开大关小”战略下, 期内平均单店面积程上升趋势, 直营/加盟分别扩大 3/1 平米至 77/106 平米。2) 同店方面, 受行业整体增速放缓影响, 同店增速略有下降, 预计 2018H1 同店中单位数增长。整体来看主品牌报告期内收入同增 5.5%至 11.1 亿元。
 - 新品牌保持高速增长。1) 潮牌 FUN 在明星街拍、持续推进联名款(加菲猫产品已独立开店、Beentrill 预计 2018 年下半年独立开店)等推动下, 2018H1 收入同增 77%至 9904 万元。渠道方面, 期内净增直营 15 家/加盟 17 家, 总渠道数达到 162 家(直营加盟各占一半), 同时因 FUN 是较受商场欢迎的潮牌, 其购物中心拓展较快, 预计目前 Mall 店占比约 50%。2) J1(未来换为 NASTYPALM)处于换标过渡期(预计 2018 年转换完成), 公司不再对其推出新品, 同时也通过促销处理老货, 因此其 2018 上半年收入同降 25%至 1053 万元, 同期 NASTYPALM 实现收入 327 亿元。3) 线上方面, 2018H1 收入同增 18%至 1.4 亿元, 收入占比提升 0.8PCTs 至 11.3%。
- 盈利能力稳定, 运营能力提升。2018H1 毛利微降 0.28PCTs 至 58.08%, 主要因 J1 换标处理老货影响。但因收入增长、销售费用相对刚性, 因此销售费用率下降 2.1PCTs 至 25.21%, 同时管理费用率略增 0.96PCTs 至 8.24%。整体净利润率提升 1.18PCTs 至 20.83%。同期, 公司运营能力提升, 存货周转天数/应收账款周转天数分别较上年同期下降 24/1 天, 经营活动净现金流为 2.22 亿元, 同增 11.61%至
- 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, 未来预计保持稳健增长; 同时新品牌带来增长动力。公司现金充裕、分红率高。预计 2018/19/20 年净利润分别为 5.65/6.43/7.12 亿元, 对应 EPS0.98/1.12/1.24 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	3246	3409	3607	营业收入	2565	2823	3131	3452
现金	377	545	534	616	营业成本	1092	1190	1316	1448
应收账款	149.76	179.05	195.07	214.08	营业税金及附加	33.37	36.14	40.07	44.18
其他应收款	15.96	19.99	21.85	23.76	营业费用	694.29	734.00	798.37	873.31
预付账款	27.49	29.38	32.34	35.78	管理费用	182.45	200.44	222.29	245.08
存货	738.95	822.50	916.69	1001.11	财务费用	8.32	-5.59	-6.11	-7.20
其他流动资产	1523.33	1650.52	1708.90	1715.66	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	0.14	0.14	0.14
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	712.48	813.57	901.96
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	6498.79	6815.61	7153.82	利润总额	604.21	732.48	833.57	921.96
流动负债	866.29	998.90	1052.42	1133.70	所得税	111.83	168.47	191.72	212.05
短期借款	0.00	60.69	30.34	35.40	净利润	492.37	564.01	641.85	709.91
应付账款	311.58	360.65	399.67	434.96	少数股东损益	-1.69	-1.83	-2.08	-2.30
其他流动负债	554.71	577.57	622.41	663.34	归属母公司净利润	494.06	565.84	643.93	712.21
非流动负债	216.40	180.33	197.73	195.37	EBITDA	717.23	773.36	875.29	962.96
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.86	0.98	1.12	1.24
其他非流动负债	216.40	180.33	197.73	195.37					
负债合计	1082.69	1179.23	1250.15	1329.07					
少数股东权益	0.00	-1.83	-3.92	-6.22	主要财务比率				
股本	574.64	574.64	574.64	574.64	会计年度	2017.00	2018E	2019E	2020E
资本公积	2575.80	2575.80	2575.80	2575.80	成长能力				
留存收益	1169.53	2170.82	2418.66	2680.11	营业收入	0.13	0.10	0.11	0.10
归属母公司股东权益	5330.04	5321.39	5569.37	5830.97	营业利润	0.35	0.17	0.14	0.11
负债和股东权益	6412.74	6498.79	6815.61	7153.82	归属于母公司净利润	0.17	0.15	0.14	0.11
					获利能力				
					毛利率 (%)	0.57	0.58	0.58	0.58
					净利率 (%)	0.19	0.20	0.21	0.21
					ROE (%)	0.09	0.11	0.12	0.12
					ROIC (%)	0.23	0.24	0.28	0.31
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	0.17	0.18	0.18	0.19
					净负债比率 (%)	0.00	0.05	0.02	0.03
					流动比率	3.27	3.25	3.24	3.18
					速动比率	2.32	2.33	2.26	2.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.44	0.47	0.49
					应收账款周转率	15.86	15.99	15.61	15.73
					应付账款周转率	3.38	3.54	3.46	3.47
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.86	0.98	1.12	1.24
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	0.69	0.84	1.02
					每股净资产 (最新摊薄)	9.28	9.26	9.69	10.15
					估值比率				
					P/E	16.38	14.30	12.56	11.36
					P/B	1.52	1.52	1.45	1.39
					EV/EBITDA	6.96	6.46	5.70	5.18

现金流量表				
会计年度	2017.00	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	496.42	397.20	483.11	588.23
净利润	492.37	564.01	641.85	709.91
折旧摊销	99.03	66.47	67.83	68.21
财务费用	8.32	-5.59	-6.11	-7.20
投资损失	-111.99	-120.00	-130.00	-130.00
营运资金变动	-70.91	-121.14	-102.92	-66.12
其他经营现金流	79.60	13.44	12.46	13.43
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	-541.51	-403.80	-441.23
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	-602.20	-373.46	-446.29
现金净增加额	-61.79	168.04	-10.64	82.05

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。