九牧王(601566)

公司研究/简评报告

业绩保持稳步增长，渠道结构调整升级

简评报告/纺织服装行业　　2018 年 08 月 29 日

一、事件概述

公司发布 2018 年中报，上半年实现营业收入 12.61 亿元，同比增长 10.68%；归母净利润 2.63 亿元，同比增长 17.10%；每股收益 0.46 元。

二、分析与判断

➢ 主品牌稳步增长，FUN 快速发展

公司上半年业绩稳步增长，我们认为主要受益于：1）主品牌九牧王 JOEONE 渠道结构优化，店效改善；2）子品牌 FUN 业绩显著提升。分品牌来看：1）JOEONE 表现稳健，上半年实现营收 11.11 亿元，同比增长 5.46%，毛利率达 59.31%，同比提升 0.22pct。2）FUN 发展迅速，营收 9,904.39 万元，同比增长 77.09%，毛利率达 62.19%，同比提升 0.38pct。3）去年公司获得韩国设计师潮牌 NASTYPALM 中国大陆独家经营权及商标权，品牌于今年推出市场，正式替换原有 J1 品牌，门店换标正在进行中。上半年 NASTYPALM 营收 327.44 万元，毛利率达 53.15%；J1 营收 1,053.14 万元，毛利率为 15.51%。4）去年推出的高端男裤品牌 VIGANO 今年上半年实现营收 341.39 万元，毛利率达 72.12%。此外，公司费用管控情况较好，上半年期间费用率同比下降 1.38pct 至 33.61%。

➢ 关闭整改低效门店，渠道结构持续优化

公司上半年持续优化渠道结构，建设面积大、形象好、高流水的大店，关闭和整改低效、亏损店铺，截至 6 月底各品牌门店总数合计达 2,694 家：1）主品牌九牧王 JOEONE 净关店 92 家，6 月底门店总计 2,370 家；2）FUN 净开店 32 家至 162 家；3）J1/NASTYPALM 净关店 6 家至 28 家；4）VIGANO 净开店 2 家至 9 家；5）新增 ZIOZIA 品牌于 6 月 30 日并表，6 月底门店总计 125 家。我们认为下半年公司将进一步推进店铺拓展和升级，提高店效的同时提升品牌形象。

三、盈利预测与投资建议

公司主品牌稳健发展，FUN 品牌快速成长，未来业绩有望稳步提升。预计 2018-2020 年 EPS 为 1.02/1.18/1.33 元，对应 PE 为 14/12/11 倍，维持“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。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	2,565	2,952	3,305	3,660
增长率（%）	12.9%	15.1%	12.0%	10.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	494	587	678	763
增长率（%）	16.8%	18.8%	15.4%	12.6%
每股收益（元）	0.86	1.02	1.18	1.33
PE（现价）	16.5	13.9	12.0	10.7
PB	1.5	1.5	1.4	1.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

推荐　维持评级

当前股价：　**14.20 元**

交易数据（2018-08-28）

近 12 个月最高/最低	17.71/13.31
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）	81.60
流通市值（亿元）	81.60

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：　李奇琦

执业证号：S0100518060001

电话：010-85127661

邮箱：liqiqi@mszq.com

相关研究

1.《九牧王(601566)年报及一季报点评：业绩稳步增长，积极发展多品牌》20180425

2.《九牧王(601566)三季报点评：经营稳健，渠道结构优化》20171031

3.《九牧王(601566)中报点评：业绩稳步增长，渠道结构持续升级》20170830

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	2,565	2,952	3,305	3,660
营业成本	1,092	1,252	1,371	1,502
营业税金及附加	33	38	43	48
销售费用	694	801	901	995
管理费用	182	235	258	283
EBIT	563	626	733	833
财务费用	8	(11)	(15)	(22)
资产减值损失	78	0	0	0
投资收益	112	70	70	70
营业利润	610	706	818	924
营业外收支	(6)	11	10	8
利润总额	604	717	828	932
所得税	112	133	153	173
净利润	492	585	675	760
归属于母公司净利润	494	587	678	763
EBITDA	662	683	776	860

资产负债表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	377	543	777	1356
应收账款及票据	317	393	431	477
预付款项	27	31	34	37
存货	739	834	919	1006
其他流动资产	1356	1356	1356	1356
流动资产合计	2832	3178	3541	4258
长期股权投资	294	294	294	294
固定资产	434	322	216	113
无形资产	119	119	119	119
非流动资产合计	3580	3963	3807	3668
资产合计	6413	7141	7347	7926
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	536	630	693	757
其他流动负债	2	2	2	2
流动负债合计	866	1585	1404	1510
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	216	216	216	216
非流动负债合计	216	216	216	216
负债合计	1083	1801	1620	1727
股本	575	575	575	575
少数股东权益	0	(2)	(5)	(9)
股东权益合计	5330	5340	5728	6200
负债和股东权益合计	6413	7141	7347	7926

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	12.9%	15.1%	12.0%	10.7%
EBIT 增长率	30.5%	11.2%	17.1%	13.6%
净利润增长率	16.8%	18.8%	15.4%	12.6%
盈利能力				
毛利率	57.4%	57.6%	58.5%	59.0%
净利润率	19.3%	19.9%	20.5%	20.8%
总资产收益率 ROA	7.7%	8.2%	9.2%	9.6%
净资产收益率 ROE	9.3%	11.0%	11.8%	12.3%
偿债能力				
流动比率	3.3	2.0	2.5	2.8
速动比率	2.4	1.5	1.9	2.2
现金比率	0.4	0.3	0.6	0.9
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	21.5	23.7	23.2	23.1
存货周转天数	246.5	243.0	244.7	244.4
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5
每股指标（元）				
每股收益	0.9	1.0	1.2	1.3
每股净资产	9.3	9.3	10.0	10.8
每股经营现金流	0.9	0.9	1.1	1.2
每股股利	1.0	1.0	0.5	0.5
估值分析				
PE	16.5	13.9	12.0	10.7
PB	1.5	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.1	11.4	9.8	8.1
股息收益率	7.0%	7.0%	3.5%	3.5%

现金流量表（百万元）	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	492	585	675	760
折旧和摊销	177	58	43	28
营运资金变动	(71)	(35)	(23)	(31)
经营活动现金流	496	526	615	678
资本开支	56	(145)	(123)	(119)
投资	(21)	0	0	0
投资活动现金流	48	215	193	189
股权募资	0	0	0	0
债务募资	0	0	0	0
筹资活动现金流	(593)	(575)	(575)	(287)
现金净流量	(49)	166	233	580

资料来源：公司公告，民生证券研究院

分析师简介

李奇琦，民生证券纺织服装方向负责人。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，曾负责商贸零售领域研究。

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。	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。