

九牧王(601566)/服装家纺 拟与时尚品牌 Kitsune 设立合资公司, 丰富品牌矩阵

评级: 增持(维持)

市场价格: 13.44

分析师: 王雨丝

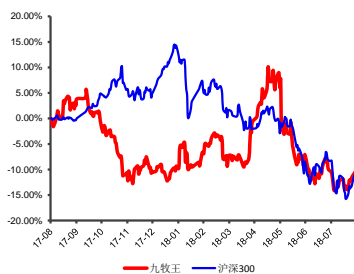
执业证书编号: S0740517060001

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)	13.44
市值(百万元)	7723
流通市值(百万元)	7723

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
- 5 2018H1 点评: 收入增速略有放缓, 运营能力提升

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	2687.49	2905.01	3117.59
增长率 yoy%	0.65%	12.94%	4.77%	8.09%	7.32%
净利润	422.95	494.06	522.20	577.97	627.66
增长率 yoy%	4.63%	16.81%	5.70%	10.68%	8.60%
每股收益(元)	0.74	0.86	0.91	1.01	1.09
每股现金流量	0.78	0.86	0.67	0.82	0.97
净资产收益率	9.49%	9.27%	9.89%	10.53%	10.99%
P/E	18.26	15.63	14.79	13.36	12.30
PEG	3.95	0.93	2.60	1.25	1.43
P/B	1.73	1.45	1.46	1.41	1.35

备注: 收盘价为 2019 年 2 月 19 日

投资要点

- **事件:** 公司公告, 与 Kitsune France 签署《股东合作协议》, 拟共同投资设立合资公司, 以开展“Maison Kitsuné”品牌及“Kitsuné”品牌服装、配饰、箱包、化妆品和香水产品在中国大陆、香港及澳门地区的经营业务。从出资方式看, 公司拟出资现金 7650 万元持有合资公司 50% 股权; Kitsune France 拟以经营地区的商标权的所有权出资, 持有合资公司 50% 股权。
- **简单优雅的法国中高端时尚品牌。** 1) Kitsuné (2002) 融合了独立音乐厂牌和时装, 由法国音乐组合经纪人 Gildas Loaëc 和日籍建筑师 Masaya Kuroki 创立。其风格简单舒适、优雅与休闲兼具, 依靠优秀的产品设计、高识别度的小狐狸 logo 以及与奢侈品牌相比的高性价比赢得市场。2) 从设计团队看, 2018 年 12 月 Maison Kitsuné 任命 Céline 的前任设计总监 Yuni Ahn 为创意总监, 以提升品牌的市场定位。Kitsuné 进入中国大陆后, 会引进部分法国团队的设计师与国内设计师成立设计团队, 在保留品牌原有调性的同时更理解中国消费者的偏好。3) 从规模看, 目前 Faison Kitsuné 品牌在法国、日本、美国、韩国及中国香港拥有 17 家独立门店; 同时在伦敦、哥本哈根、洛杉矶、悉尼、东京、香港等城市的 400 多家零售商铺, 布局 Endclothing, Matches Fashion 和 Ssense 等电商平台。其在 2017/4/1-2018/3/31 期间分别实现收入/净利润 1831/95 万欧元 (收入中服装/音乐品牌/咖啡分别约占 90%/5%/5%)。
- **丰富品牌矩阵, 多品牌&多年龄段布局持续推进。** 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), 此次拟设立合资公司经营的中高端时尚品牌 Maison Kitsuné 及 Kitsuné 品牌, 与公司已有的中端潮牌 FUN 在客群和定位上有所区隔, 有利于丰富时尚品质平台的品牌矩阵。同时 Kitsuné 也可借助公司在国内成熟的渠道、消费者信息等资源, 更好的拓展中国市场, 从而增强品牌影响力、提升整体盈利能力。
- **盈利预测及估值:** 受终端需求疲软影响, 预计主品牌直营同店略有下滑, FUN 增速略有放缓。但预计 2018 年渠道调整基本到位, 2019 年有望实现净开店。且主品牌分标持续推进, 预计年轻化的灰标收入占比有望持续提升, 带动主品牌年轻化转变、提升竞争力。同时, 公司多品牌&多年龄段布局明确且稳步推进, 新品牌有望成为业绩新驱动力。此外, 公司具备高分红 (2017-2019 年公司每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的 70%)、现金充裕的特点。预计 2018/19/20 年净利润分别为 5.22/5.78/6.28 亿元, 对应 EPS0.91/1.01/1.09 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: Kitsun é 产品



来源：公司公告, 公司官网, 中泰证券研究所

图表 2: 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	3176	3272	3402	营业收入	2565	2687	2905	3118
现金	377	525	501	567	营业成本	1092	1151	1222	1305
应收账款	149.76	170.45	181.00	193.36	营业税金及附加	33.37	34.40	37.18	39.91
其他应收款	15.96	19.03	20.27	21.46	营业费用	694.29	698.75	740.78	788.75
预付账款	27.49	28.41	30.02	32.25	管理费用	182.45	190.81	206.26	221.35
存货	738.95	795.37	851.00	902.37	财务费用	8.32	-5.44	-5.71	-6.58
其他流动资产	1523.33	1638.32	1688.57	1685.58	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	113.38	100.00	100.00
固定资产	433.79	390.98	346.99	302.41	营业利润	609.88	655.99	728.18	792.50
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	6428.95	6678.14	6949.20	利润总额	604.21	675.99	748.18	812.50
流动负债	866.29	972.57	993.65	1045.89	所得税	111.83	155.48	172.08	186.88
短期借款	0.00	60.69	30.34	35.40	净利润	492.37	520.51	576.10	625.63
应付账款	311.58	348.75	371.03	392.06	少数股东损益	-1.69	-1.69	-1.87	-2.03
其他流动负债	554.71	563.13	592.28	618.43	归属母公司净利润	494.06	522.20	577.97	627.66
非流动负债	216.40	180.33	197.73	195.37	EBITDA	717.23	717.02	790.30	854.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.86	0.91	1.01	1.09
其他非流动负债	216.40	180.33	197.73	195.37					
负债合计	1082.69	1152.90	1191.38	1241.26	主要财务比率				
少数股东权益	0.00	-1.69	-3.56	-5.59	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	0.05	0.08	0.07
留存收益	1169.53	2127.17	2339.60	2562.68	营业利润	0.35	0.08	0.11	0.09
归属母公司股东权益	5330.04	5277.75	5490.32	5713.54	归属于母公司净利润	0.17	0.06	0.11	0.09
负债和股东权益	6412.74	6428.95	6678.14	6949.20	获利能力				
					毛利率 (%)	0.57	0.57	0.58	0.58
					净利率 (%)	0.19	0.19	0.20	0.20
					ROE (%)	0.09	0.10	0.11	0.11
					ROIC (%)	0.23	0.23	0.25	0.28
					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	0.03	0.03
					流动比率	3.27	3.27	3.29	3.25
					速动比率	2.32	2.35	2.33	2.29
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.42	0.44	0.46
					应收账款周转率	15.86	15.63	15.42	15.52
					应付账款周转率	3.38	3.49	3.40	3.42
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.86	0.91	1.01	1.09
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.86	0.67	0.82	0.97
					每股净资产 (最新摊薄)	9.28	9.18	9.55	9.94
					估值比率				
					P/E	15.63	14.79	13.36	12.30
					P/B	1.45	1.46	1.41	1.35
					EV/EBITDA	6.45	6.45	5.85	5.41

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。