

九牧王 (601566) 研究报告

业绩增长大超预期+超高比例分红, 男装龙头出现复苏态势

买入 (首次)

2017年4月24日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001

(021) 60199746

dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉

(010) 66573632

mal@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

■ 事件:

公司公布 16 年年报, 全年公司营业收入 22.71 亿元, 同比上升 0.65%; 毛利率 56.86%, 同比下降 1.10pp; 归属于上市公司股东的净利润 4.23 亿元, 同比上升 4.63%。公司宣布分红 5.75 亿, 股利支付率超过 130%, 对应股息率 6.2%。其中, 16 年 Q4 公司实现收入 7.29 亿, 同比上升 11.31%; 毛利率 54.95%, 同比下滑 3.37pp; 归属于上市公司股东的净利润 1.10 亿元, 同比下降 13.56%, 净利润下滑主要由于去年四季度公允价值变动获益 3532 万元, 投资收益 2918 万元, 今年分别为 8 万元及 1520 万元。

公司公布 17 年一季报, 收入同比增长 13.60%; 毛利率 57.73%, 同比上升 0.03pp; 归属于上市公司股东的净利润 1.59 亿元, 同比上升 23.92%。

主要观点:

■ 16 年 Q4 以来终端复苏+多品牌运营+直营渠道梳理, 带动服装主业收入稳步向上。

16 年 Q4 以来男装品牌在整体零售回暖带动下终端销售复苏。在 16 年 Q4 以来, 包括男装、珠宝、钟表在内的各类商品终端销售均有复苏迹象, 包括九牧王在内的各个男装品牌终端均有双位数的提升, 在大环境带动下, 公司销售收入在 16Q4 及 17Q1 均有明显回升。

公司通过 FUN 及 J1 品牌的运营, 打开新的细分市场, 潮牌 "FUN" 增长迅速。公司原有品牌 JOEONE 瞄准 35-45 岁中高收入男士打造 "精工质量平台"; FUN 品牌以成为 "潮牌领导者" 为愿景, 打造潮流时尚平台; 同时新的 J1 品牌瞄准 25-35 岁追求品质感的时尚消费者打造 "时尚品质平台"。

目前 FUN 品牌发展迅速, 16 年实现收入 7443 万元, 同比增长 153.14%; JOEONE 品牌作为公司核心品牌, 16 年实现收入 21.49 亿元, 同比下降 2.74%; 而 16 年春夏推出的 J1 目前仍在初创阶段, 16 年实现收入 1432 万元。

公司持续进行渠道梳理整合。在 JOEONE 方面, 公司在继续关闭低效、亏损店的同时, 有序开设面积大、形象好、高流水的大店, 并持续优化现有百货渠道终端结构, 继续优化重点商场终端, 扩大平均面积, 促进品牌形象提升、店效提升。在 FUN 方面, 持续进行线上线下全渠道运营, 力争在线下打造若干家零售 500 万以上的标杆店铺, 同时尝试包括微商、直播、众筹在内的多种销售渠道。

从 2016 年全年来看, 公司直营与加盟终端数量为 2779 家, 较去年下降 13 家; 主品牌直营店数量有所增长, 加盟店数量继续下滑; 副品牌 FUN 加盟店数量增长显著。同时, 公司各渠道门店平均面积均有所提升。

从收入结构来看, 加盟店由于渠道仍在继续收入继续下滑; 直营门店面积增长带动收入上升。由于主品牌加盟店渠道的持续调整, 使得加盟店收入继续下滑; 直营店方面在门店数量增长较少的情况下, 收入依旧有较明显增长, 说明直营店店效增长显著。同时

市场数据

收盘价 (元)	17.20
一年最低价/最高价	14.63/18.85
市净率	2.22
流通 A 股市值 (百万元)	9884

基础数据

每股净资产 (元)	8.07
资产负债率 (%)	16.96
总股本 (百万股)	575
流通 A 股 (百万股)	575

相关研究

公司线上业务也持续保持较快增长。

表：九牧王门店情况

	2015	2016		2015	2016
直营店			加盟店		
JOEONE 数量	829	834	JOEONE 数量	1908	1839
JOEONE 面积	49475	53912	JOEONE 面积	191901	185860
平均面积	59.7	64.6	平均面积	100.6	101.1
FUN 数量	48	49	FUN 数量	7	38
FUN 面积	4145	4065	FUN 面积	641	3997
平均面积	86.4	83	平均面积	91.6	105.2

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表：九牧王收入结构（单位：百万元）

直营收入	768	811
YOY		5.70%
占比	34.30%	36.90%
平均单店收入	0.88	0.91
平效（万元/平）	1.43	1.38
加盟收入	1216	1153
YOY		-7.90%
占比	54.30%	51.50%
线上收入	165	220
YOY		33.30%
占比	7.40%	9.80%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ 各项费用率基本保持稳定，渠道库存基本保持稳定

16 年全年公司毛利率、管理费用及销售费用率基本保持稳定，17 年一季度管理费用略有下滑。同时，在直营比例上升加盟占比下降的情况下，公司存货绝对值有所增长，应收账款绝对值稍有下降，也整体反应了销售端结构的变化。

公司经营性现金流较去年下滑 17.18%，主要由于备货的上升。公司全年资产减值损失计提 7423 万，与 15 年基本持平。

■ 投资主业继续稳步推进，持续贡献利润

公司全年投资收益 9724 万，较去年同期增长 61.28%，其中 5661 万为投资理财产品收益，1557 万为可供出售金融资产等取得的投资收益。公司账上可供出售金融资产 10.2 亿，其中（1）可供出售债务工具 2.1 亿；（2）可供出售权益工具 6.3 亿，主要为参股北京清科致达投资管理中心（有限合伙）3 亿，及财通证券 1.85 亿；（3）理财产品 2 亿。

公司账上长期股权投资 2.60 亿，主要为投资上海景林九盛欣联股权投资中心（有限合伙）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（有限合伙）1.25 亿。

■ 投资建议：

目前公司市值 98 亿元，公司账上现金、理财外加金融、房地产投资合计超过 33 亿元，且分红率极高（16 年达到 6.2%，股利分配率 130%），我们认为公司具备充足价值底。在终端零售逐渐恢复，公司多品牌运营及渠道改善多重推动下，其在 17 年预计收入增长接

近 8%，全年有望维持 15% 的业绩增速（4.8 亿+），对应目前市值 PE 20 倍（扣除现金类资产 14 倍左右），我们给予“买入”评级。

■ **风险提示：**消费环境低迷、渠道同店增长不及预期

财务报表预测

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	3034.0	3308.4	3291.1	营业收入	2271.3	2429.7	2619.6	2851.5
现金	426.3	385.4	639.1	526.1	营业成本	979.9	1005.7	1075.7	1162.5
应收款项	151.8	197.6	171.7	234.3	营业税金及附加	28.8	29.2	31.4	34.2
存货	736.5	700.2	697.7	755.4	营业费用	635.0	625.6	699.2	747.7
其他	1856.2	1750.8	1799.8	1775.3	管理费用	196.5	209.9	224.6	245.4
非流动资产	2349.4	2359.0	2324.8	2312.5	财务费用	(6.2)	(5.0)	(14.7)	(11.3)
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	78.2	75.0	75.0	75.0
无形资产	126.0	135.7	130.8	133.3	营业利润	452.0	589.4	628.4	698.0
其他	1458.4	1478.0	1468.2	1473.1	营业外净收支	37.7	27.5	18.1	27.9
资产总计	5520.2	5393.0	5633.2	5603.6	利润总额	489.6	616.9	646.4	725.8
流动负债	846.1	855.8	974.6	980.2	所得税费用	68.0	133.0	139.5	156.6
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	382.5	445.9	486.1	归属母公司净利润	422.9	483.8	506.9	569.2
其他	511.0	473.3	528.7	494.1	EBIT	460.0	588.5	620.2	695.9
非流动负债	212.9	209.6	211.2	12.3	EBITDA	495.5	624.8	657.3	695.9
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	1065.4	1185.7	992.4	每股收益(元)	0.74	0.84	0.88	0.99
少数股东权益	3.6	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	7.76	7.53	7.74	8.02
归属母公司股东权益	4457.6	4327.6	4447.4	4611.1	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	5393.0	5633.2	5603.6	ROIC(%)	7.7%	10.2%	10.5%	11.8%
					ROE(%)	9.7%	11.0%	11.6%	12.6%
					毛利率(%)	56.9%	58.6%	58.9%	59.2%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	EBITMargin(%)	20.3%	24.2%	23.7%	24.4%
经营活动现金流	447.3	587.7	602.5	480.4	销售净利率(%)	18.6%	19.9%	19.4%	20.0%
投资活动现金流	(433.2)	(32.5)	64.7	(167.3)	资产负债率(%)	19.2%	19.8%	21.0%	17.7%
筹资活动现金流	(356.1)	(596.1)	(413.5)	(426.2)	收入增长率(%)	0.7%	7.0%	7.8%	8.9%
现金净增加额	(327.7)	(40.9)	253.7	(113.1)	净利润增长率(%)	4.6%	14.4%	4.8%	12.3%
折旧和摊销	92.8	35.5	36.4	37.1	P/E	23.4	20.4	19.5	17.4
资本开支	(28.5)	(5.5)	0.0	0.0	P/B	2.2	2.3	2.2	2.1
营运资本变动	(57.2)	96.8	99.7	(90.1)	EV/EBITDA	20.4	16.1	15.3	14.2
企业自由现金流	367.6	588.4	622.4	492.8					

资料来源：Wind，东吴证券研究所

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 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

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>

