

九牧王(601566)

九牧王 17H1 半年报：收入利润增长趋势显示复苏态势延续，价值属性明显

买入(维持)

2017年08月30日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002

021-60199793

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

事件

公司公布 17H1 半年报，上半年收入同比增长 15.82%至 11.39 亿；归母净利润 2.24 亿元，同比增长 13.53%。

单季度来看，公司 Q2 收入 4.75 亿，同增 19.08%；归母净利润 6514 万元，同下滑 5.78%，净利润在 Q2 下降主要由于营业外收入的减少以及上年同期因国家税收政策变化调减相应所得税费用所致。

投资要点

■ 主品牌增长稳健、副品牌增长迅速，精简渠道同店收入复苏明显。

公司 17H1 超过 15% 的增长，除了主品牌在 16 年下半年以来一直保持两位数增长外，针对 20-28 岁年轻人，通过包括 IP、卡通人物在内的版权授权，制造各种形式的潮流服装的时尚潮牌 FUN，也保持了快速增长。

表：九牧王各品牌收入

(单位：百万元)	2016	2017H1
JOEONE 品牌	2149.37	1053.05
YOY	-2.74%	12.28%
FUN 品牌	74.43	55.9
YOY	153.14%	136.25%
J1 品牌	14.32	14
YOY		115.03%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司精简无效渠道，提升运营效率，17H1 共拥有直营渠道 806 家(16H 887 家)，加盟渠道 1863 家(16H1 1890 家)，数量均有所下降。公司在关闭低效、亏损店的同时，优化重点终端渠道，扩大平均面积，促进品牌形象提升。

公司直营及加盟渠道同店销售数据均有明显好转，同时线上持续贡献增长。在整体中高端男装市场恢复的大背景下，公司直营及加盟渠道的单店收入均有明显上升，其中直营渠道单店收入同比上升 23.6%，平效提升也超过 10%。与此同时，公司的线上渠道也保持了超过 30% 的增速。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.87
一年最低/最高价	14.13/17.84
市净率(倍)	2.21
流通 A 股市值(百万元)	9,119

基础数据

每股净资产(元)	7.19
资本负债率(%)	17.84
总股本(百万股)	575
流通 A 股(百万股)	575

相关研究

1. 九牧王：业绩增长大超预期+超高比例分红，男装龙头出现复苏态势-20170424

表：九牧王各品牌营业面积

(单位：平方米)	2015	2016	2016H1	2017H1
JOEONE 品牌				
直营单店面积	59.7	64.6	60.7	67.8
加盟单店面积	100.6	101.1	100.4	103.5
FUN 品牌				
直营单店面积	86.4	83.0	88.6	85.2
加盟单店面积	91.6	105.2	96.4	109.1
J1 品牌				
直营单店面积		119.5	90.3	111.3
加盟单店面积		116.2	102.7	121.8

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

表：九牧王渠道收入情况

(单位：百万元)	2015	2016	2016H1	2017H1
直营收入	768	811	412.31	463.06
YOY		5.6%		12.3%
占比	34.3%	36.2%	42.9%	41.6%
单店收入	0.88	0.91	0.46	0.57
YOY		3.4%		23.6%
平效(万元/平)	1.43	1.38	0.75	0.83
YOY		-3.5%		11.1%
加盟收入	1216	1153	458.95	531.19
YOY		-5.2%		15.7%
占比	54.3%	51.5%	47.8%	47.8%
单店出库	0.63	0.61	0.24	0.29
YOY		-4.1%		17.4%
线上收入	165	220	89.69	117.72
YOY		33.3%		31.3%
占比	7.4%	9.8%	9.3%	10.5%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **渠道精简带来管理费用节约，营业利润提升明显。**17H1 公司毛利率及销售费用率基本与去年同期持平；在渠道精简下，公司管理费用在职工薪酬、折旧摊销费用的下降下出现同比 9.64% 的下降。与此同时，公司 17H1 投资收益由于理财收益增加同增 49.8% 至 4793 万元。

在以上原因下，公司营业利润同比上升 35.73% 至 2.79 亿，净利润则由于营业外收入的减少以及上年同期因国家税收政策变化调减相应所得税费用，仅同增 13.65%。

同时，公司的存货及应收账款绝对值及周转水平也均保持在稳定状态，说明男装在多年去库存之后目前渠道库存已经相对健康。

■ **投资主业继续稳步推进，有望持续贡献利润。**

公司账上资产丰富，产业投资作为其第二主业持续稳步进行。公司账上可供出售金融资产 11 亿，其中（1）可供出售债务工具 3.74 亿；（2）可供出售权益工具 7.23 亿，主要为参股北京瑞誉金合投资管理中心 3 亿，及财

通证券 1.85 亿。17H1 可供出售金融资产为公司贡献收益 797 万元。

公司账上长期股权投资 2.69 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）1.26 亿。17H1 公司账上长期股权投资亏损 163 万元。

同时，公司公告全资子公司西藏工布江达县九盛投资以 2885 万元入股厦门象晟投资合伙企业，占比 25%。该基金主要投资于拥有核心技术、创新型经营模式的境内外企业，或与股权、股票、基金相关的投资，表明公司正在持续积极利用账上资金，提升整体收益。

■ 盈利预测与投资评级：

目前公司市值 91 亿元，公司账上现金、理财外加金融、投资合计超过 27 亿元，且分红率极高（16 年分红 5.75 亿，股利分配率 130%，股息率 6.3%），我们认为公司具备充足价值底。同时，在男装终端零售逐渐恢复，公司多品牌运营及渠道改善多重推动下，全年有望维持 15% 左右的业绩增速（归母净利润 4.8 亿+），17/18/19 年归母净利润预测为 4.86/5.63/6.46 亿元，对应目前市值 PE 分别为 18.8X/16.2X/14.1X，我们继续维持“买入”评级。

■ 风险提示：终端零售遇冷，子品牌发展不及预期

九牧王三大财务预测表

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	3082.1	3427.8	3472.4	营业收入	2271.3	2552.5	2810.7	3109.3
现金	426.3	331.8	625.0	644.8	营业成本	979.9	1064.5	1168.8	1290.0
应收款项	151.8	215.2	181.0	261.7	营业税金及附加	28.8	30.6	33.7	37.3
存货	736.5	784.2	822.0	790.6	销售费用	635.0	657.3	709.2	766.2
其他	1856.2	1750.8	1799.8	1775.3	管理费用	196.5	216.7	230.6	247.1
非流动资产	2349.4	2359.0	2324.8	2312.5	财务费用	(6.2)	(3.4)	(14.3)	(14.8)
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	92.0	91.0	87.7
无形资产	126.0	135.7	130.8	133.3	营业利润	452.0	594.8	691.6	795.9
其他	1458.4	1478.0	1468.2	1473.1	营业外净收支	37.7	24.3	26.1	26.7
资产总计	5520.2	5441.1	5752.6	5784.9	利润总额	489.6	619.2	717.8	822.6
流动负债	846.1	901.7	1037.0	1073.3	所得税费用	68.0	133.1	154.3	176.9
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	417.0	501.7	561.6	归属母公司净利润	422.9	486.0	563.4	645.7
其他	511.0	484.7	535.4	511.6	EBIT	460.0	614.1	702.1	806.0
非流动负债	212.9	209.6	211.2	12.3	EBITDA	495.5	650.4	739.2	806.0
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	1111.3	1248.2	1085.5	每股收益(元)	0.74	0.85	0.98	1.12
少数股东权益	3.6	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	7.76	7.53	7.84	8.18
归属母公司股东权益	4457.6	4329.8	4504.4	4699.4	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	5441.1	5752.6	5784.9	ROIC(%)	8.5%	10.6%	11.7%	13.5%
					ROE(%)	9.7%	11.1%	12.8%	14.0%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	56.9%	58.3%	58.4%	58.5%
经营活动现金流	447.3	626.8	740.8	740.5	EBIT Margin(%)	20.3%	24.1%	25.0%	25.9%
投资活动现金流	(433.2)	(125.2)	(32.3)	(249.3)	销售净利率(%)	18.6%	19.0%	20.0%	20.8%
筹资活动现金流	(356.1)	(596.1)	(415.2)	(471.4)	资产负债率(%)	19.2%	20.4%	21.7%	18.8%
现金净增加额	(327.7)	(94.5)	293.2	19.8	收入增长率(%)	0.7%	12.4%	10.1%	10.6%
折旧与摊销	92.8	35.5	36.4	37.1	净利润增长率(%)	4.6%	14.9%	15.9%	14.6%
资本开支	55.5	50.0	50.0	50.0	P/E	21.6	18.8	16.2	14.1
营运资本变动	(57.2)	115.1	165.0	84.4	P/B	2.0	2.1	2.0	1.9
企业自由现金流	487.2	682.6	802.6	804.2	EV/EBITDA	18.8	14.3	12.6	11.3

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

