

九牧王(601566)

九牧王三季报点评：同店效率持续改善收入保持增长，报表质量良好运营稳健 买入(维持)

2017 年 10 月 31 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 17Q3 三季报，前三季度收入同比增长 15.60%至 17.84 亿；归母净利润 3.43 亿元，同比增长 9.78%。

Q3 单季度来看，收入 6.44 亿，同比增长 15.21%；归母净利润 1.19 亿，同比增长 3.36%。

投资要点

■ 主品牌延续复苏态势，副牌 FUN 继续成为增长重要推力

公司三季度继续保持超过 15%的收入增长，主品牌单三季度同比增长 13%继续延续了去年下半年以来的复苏势头。另一方面，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 在 17 年三季度继续保持了超过 120%的增长，随着其收入规模的逐渐扩大，其对公司收入增长的推动作用也在不断增强。

表：九牧王各品牌收入

(单位：百万元)	2017Q1-Q3	2017Q3
JOEONE 品牌	1656.63	603.59
YOY	12.60%	13.15%
FUN 品牌	85.06	29.13
YOY	131.43%	122.70%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

公司继续精简渠道结构，提升单店销售，前三季度平效增长出色。截止 17Q3 共拥有直营渠道 791 家（16Q3 901 家），加盟渠道 1842 家（16Q3 1879 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。17 年前三季度公司直营渠道单店收入同比上升 25.6%，平效提升 11.58%，表现优异。

另外公司线上渠道收入继续快速提升。在传统品牌服饰线上销售同比快速增长的大背景下，九牧王前三季度的线上销售增速也保持在 28.81%，基本与行业增速持平。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.45
一年最低/最高价	14.13/17.84
市净率(倍)	2.09
流通 A 股市值(百万元)	8,878

基础数据

每股净资产(元)	7.39
资本负债率(%)	19.75
总股本(百万股)	575
流通 A 股(百万股)	575

相关研究

1. 九牧王半年报：收入利润增长趋势显示复苏态势延续，价值属性明显 -20170829
2. 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 170424 -20170424

表：九牧王各品牌营业面积

(单位：平米)	2015	2016	2016.9.30	2017.9.30
JOEONE 品牌				
直营单店面积	59.7	64.6	62.4	70.4
加盟单店面积	100.6	101.1	99.9	103.8
FUN 品牌				
直营单店面积	86.4	83	86.7	88.2
加盟单店面积	91.6	105.2	107.2	107.2

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	2016Q1~3	2017Q1~3
直营收入	768	811	572	631
YOY		5.60%		10.27%
占比	34.30%	36.20%	37.69%	35.88%
单店收入	0.88	0.91	0.64	0.80
YOY		3.40%		25.60%
平效(万元/平)	1.43	1.38	0.99	1.10
YOY		-3.50%		11.58%
加盟收入	1216	1153	811	932
YOY		-5.20%		14.89%
占比	54.30%	51.50%	53.44%	53.01%
单店出库	0.63	0.61	0.43	0.49
YOY		-4.10%		12.61%
线上收入	165	220	124	159
YOY		33.30%		28.81%
占比	7.40%	9.80%	8.14%	9.05%

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。**公司 17 年前三季度毛利率与去年同期基本持平，然而销售与管理费用率却相较于去年同期分别下降 1.42pp 及 1.71pp，这主要得益于公司在精简渠道之后整体运营效率的全民提升，其中 17 年 Q3 单季度公司销售费用率较去年同期大幅下降 2.75pp 至 22.97%。

■ **投资收益下降叠加所得税率上升拖累净利润增速，库存周转良好现金流同比提升明显。**由于 17Q3 单季度财务费用上升（17 年三季度 67 万，去年同期-514 万）以及投资收益（17 年三季度 2258 万，去年同期 4553 万）的下滑，公司 17Q3 单季度营业利润率较去年同期下降 2pp 至 22.24%，导致单季度营业利润同比仅提升 5.71%。同时，由于上年在国家税收政策变化调减影响下公司所得税费率相对较低（去年全年所得税率 13.9%，今年前三季度 19.2%），导致今年公司净利润增幅小于营业利润增幅。

同时，公司的存货及应收账款绝对值在收入提升的情况下保持稳定、周转率水平较去年同期有所提升，说明公司目前渠道库存整体相对健康。在周转率提升的情况下，公司 17 年 Q3 单季度经营性现金流同比提升 56%，表现出了良好的运营情况。

■ 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推进。公司账上可供出售金融资产 12.5 亿（较半年报继续增加 1.52 亿，），其中公司持股财通证券 1.92%（每股成本 2.97 元，持股 6200 万股），按照财通证券目前股价（22.95 元/股）估算公司账面浮盈超过 12 亿。账上长期股权投资 2.69 亿，根据半年报披露主要为投资上海景林九盛欣联股权投资中心 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 1.26 亿（以上均为半年报数据）。

■ 盈利预测与投资评级：

目前公司市值 89 亿，公司账上现金、理财外加金融、投资合计约有 30 亿元，且分红率极高（16 年分红 5.75 亿，股利分配率 130%，股息率超过 6%），我们认为公司具备充足价值底。同时，在男装行业复苏持续的情况下，公司对门店的精简整合以及副牌 FUN 的迅速发展均使有望使其保持良好的复苏势头。从全年看，由于去年较多的营业外收入（政府补贴）与较低的税率使得业绩基数相对较高，我们预计 17 年净利润增长会相对略低，但无碍未来公司主业经营状况的持续改善，17/18/19 年公司归母净利润预测为 4.53/5.32/6.06 亿元，对应目前市值 PE 分别为 19.6X/16.7X/14.7X，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

表：九牧王重点财务数据

	2016-03-31	2016-06-30	2016-09-30	2016-12-31	2017-03-31	2017-06-30	2017-09-30
营业收入（百万元）	584.60	399.15	559.04	728.53	664.09	475.31	644.10
YOY	3.89%	-13.77%	-3.02%	11.31%	13.60%	19.08%	15.21%
毛利率	57.43%	59.48%	56.88%	54.95%	57.73%	59.25%	56.13%
销售费用（百万元）	125.66	149.53	143.79	215.97	145.43	165.70	147.97
销售费用率	21.50%	37.46%	25.72%	29.65%	21.90%	34.86%	22.97%
管理费用（百万元）	44.73	47.13	48.00	56.65	40.75	42.25	48.02
管理费用率	7.65%	11.81%	8.59%	7.78%	6.14%	8.89%	7.45%
财务费用（百万元）	-3.44	-0.22	-5.14	2.59	1.82	2.75	0.67
财务费用率	-0.59%	-0.05%	-0.92%	0.36%	0.27%	0.58%	0.10%
期间费用率	28.56%	49.22%	33.39%	37.79%	28.31%	44.33%	30.52%
公允价值变动净收益（百万元）	-0.01	0.67	-4.71	0.08	0.15	-0.01	-
投资净收益（百万元）	2.98	29.02	45.53	15.21	15.4	32.53	22.58
归母净利润（百万元）	128.40	69.14	115.11	110.30	159.12	65.14	118.97
YOY	0.36%	-27.21%	114.25%	-13.56%	23.92%	-5.78%	3.36%
净利润率	21.96%	17.32%	20.59%	15.14%	23.96%	13.70%	18.47%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

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	3062.1	3402.9	3439.8	营业收入	2271.3	2595.7	2867.9	3182.8
现金	426.3	284.3	572.2	598.7	营业成本	979.9	1079.5	1188.4	1314.8
应收款项	151.8	221.5	182.8	270.3	营业税金及附加	28.8	31.1	34.4	38.2
存货	736.5	805.6	848.0	795.5	销售费用	635.0	694.3	752.3	832.0
其他	1856.2	1750.8	1799.8	1775.3	管理费用	196.5	220.3	235.2	253.0
非流动资产	2349.4	2359.0	2324.8	2312.5	财务费用	(6.2)	(2.0)	(12.7)	(13.5)
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	94.3	93.6	88.2
无形资产	126.0	135.7	130.8	133.3	营业利润	452.0	578.1	676.6	770.0
其他	1458.4	1478.0	1468.2	1473.1	营业外净收支	37.7	(0.7)	1.1	1.7
资产总计	5520.2	5421.1	5727.7	5752.3	利润总额	489.6	577.4	677.7	771.7
流动负债	846.1	914.5	1050.1	1093.5	所得税费用	68.0	124.2	145.7	165.9
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	425.8	513.4	576.4	归属母公司净利润	422.9	453.3	532.0	605.8
其他	511.0	488.7	536.8	517.1	EBIT	460.0	601.6	691.9	782.9
非流动负债	212.9	209.6	211.2	12.3	EBITDA	495.5	637.9	729.0	782.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	212.9	209.6	211.2	12.3					
负债总计	1059.0	1124.1	1261.3	1105.8					
少数股东权益	3.6	0.0	0.0	0.0					
归属母公司股东权益	4457.6	4297.1	4466.4	4646.6					
负债和股东权益总计	5520.2	5421.1	5727.7	5752.3					
现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	447.3	584.8	715.8	724.4	每股收益(元)	0.74	0.79	0.93	1.05
投资活动现金流	(433.2)	(130.7)	(38.8)	(251.7)	每股净资产(元)	7.76	7.48	7.77	8.09
筹资活动现金流	(356.1)	(596.1)	(389.0)	(446.2)	发行在外股份(百万股)	574.6	574.6	574.6	574.6
现金净增加额	(327.7)	(142.0)	287.9	26.5	ROIC(%)	8.5%	10.5%	11.6%	13.2%
折旧与摊销	92.8	35.5	36.4	37.1	ROE(%)	9.7%	10.4%	12.1%	13.3%
资本开支	55.5	50.0	50.0	50.0	毛利率(%)	56.9%	58.4%	58.6%	58.7%
营运资本变动	(57.2)	102.1	167.3	106.3	EBIT Margin(%)	20.3%	23.2%	24.1%	24.6%
企业自由现金流	487.2	659.8	796.8	808.0	销售净利率(%)	18.6%	17.5%	18.5%	19.0%
					资产负债率(%)	19.2%	20.7%	22.0%	19.2%
					收入增长率(%)	0.7%	14.3%	10.5%	11.0%
					净利润增长率(%)	4.6%	7.2%	17.4%	13.9%
					P/E	21.0	19.6	16.7	14.7
					P/B	2.0	2.1	2.0	1.9
					EV/EBITDA	18.3	14.2	12.5	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>

