

九牧王(601566)

九牧王:多品牌矩阵逐步搭建,价值底扎实的高分红标杆继续推荐

买入(维持)

2018年04月25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
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

事件

公司公布年报,2017年收入增长12.94%至25.65亿元,归母净利增长16.81%至4.94亿元,经营活动现金流净额同增10.99%至4.96亿元。具体到四季度,收入同增7.29%至7.82亿元,归母净利同增36.74%至1.51亿元。

2018Q1公司收入同比增长12.47%至7.47亿元,归母净利同比增长21.37%至1.93亿元。

分红方面,公司计划每10股派发10元现金股利,分红比例116%。

投资要点

■ 主品牌稳健增长,以FUN为代表旗下子品牌蓬勃发展,矩阵搭建逐步完善:

1) 主品牌九牧王渠道调整继续、增长稳健: 受益2016Q4开始男装行业复苏以及2017年以来零售环境显著回暖带动公司收入增长,主品牌JOEONE通过渠道升级(优化渠道、扩大平均面积、提升店效)、商品变革(区分黑灰两大大牌,黑标为正装、商务休闲男装、休闲男装,灰标17秋冬推出,为休闲男装)、品牌重塑(定位“新绅士主义”并签约陆毅为形象代言人、优化会员服务)、组织激活(17H2启动小微变革经营模式)全面提效,2017年主品牌在净关店211家背景下收入同比增长10.58%至23.77亿元,18年一季度门店调整继续,净关店37家同时收入同比增长8.82%至6.73亿元。

2) 子品牌FUN收入继续强劲增长: 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品牌2017年在净增43家门店的同时收入同增76.97%至1.32亿元,2018Q1净增1家门店,收入同增88.44%至5561万元。

3) J1及NASTYPALM品牌: 潮牌J1品牌期内门店数量达到34家,2017实现营业收入2112万元。此外,公司2017年8月获得韩国设计师潮牌NASTYPALM中国大陆地区独家代理权和经营权,于2018年起替换J1品牌,产品在原J1品牌及新开NASTYPALM门店销售,J1及NASTYPALM在18Q1收入分别达到702万及185万元。

4) 公司高端裤装品牌“VIGANO”: 2017年8月首家门店开设,2017年内开设7家独立门店,2018年Q1进一步扩展至8家,收入达到178万元。

此外,公司2018年4月获得ZIOZIA品牌在中国区(包括香港、澳门和台湾)商标所有权及经营权,该品牌2013年进入市场,主营20-30岁男性消费者高品质男装,截至18Q1在国内有136家终端门店。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.05
一年最低/最高价	13.79/17.77
市净率(倍)	1.64
流通A股市值(百万元)	8,648

基础数据

每股净资产(元)	9.20
资产负债率(%)	15.22
总股本(百万股)	575
流通A股(百万股)	575

相关研究

- 九牧王深度报告: 主业稳步增长、价值底扎实、高分红标杆 -180130
- 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-171030
- 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
- 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

图表 1: 收入按品牌拆分

	2017 收入 (百万元)	YOY	门店数量	2018Q1 收入 (百万元)	YOY	门店数量
JOEONE	2376.73	10.58%	2462	673.14	8.82%	2425
FUN	131.73	76.97%	130	55.61	88.44%	131
J1	21.12	47.43%	34	7.02	-10.40%	-
NASTYPALM	-	-	-	1.85	-	32
VIGANO	0.59	-	7	1.78	-	8
其他品牌	1.37	-21.52%	-	-	-	-
合计	2531.53	13.02%	2633	739.39	12.60%	2596

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

- 分线上线下来看, 公司线上业务处于稳健发展阶段, 2017 年占收入比重 10.38%, 同比增长 19.32% 达到 2.63 亿元, 未来有望通过包括主品牌、FUN、设计师潮牌 NASTYPALM 等逐步加强线上线下联动, 通过线上线下同款、线上特供款等产品吸引线上客群。

图表 2: 收入按线上线下拆分

	2017 收入 (百万元)	YOY	收入占比	毛利率	2018Q1 收入 (百万元)	YOY	收入占比	毛利率
线上销售	262.89	19.32%	10.38%	55.33%	58.85	17.72%	7.96%	49.70%
线下销售	2268.65	12.33%	89.62%	58.17%	680.5437	12.18%	92.04%	59.53%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

■ 渠道精简带来费用节约, 营业利润提升明显, 叠加投资收益增长, 归母净利增速快于收入增长。受益产品竞争力持续提升(尤其是高毛利率的 FUN 品牌收入占比提升)公司 2017 年毛利率同比上升 0.55pp 至 57.41%, 同时受益渠道精简带来的销售和管理费用节约, 期间费用率下降 1.83pp 至 34.50%, 投资净收益方面 17 年同比增长 21% 至 1.12 亿元(主要增长来自处置可供出售金融资产), 带动利润总额同增 23.41% 至 6.04 亿元, 但受所得税率上升 4.62pp 至 18.51% 影响, 归母净利同增 16.81% 至 4.94 亿元。

18Q1, 业绩增长同样受益于毛利率提升(升 0.50pp 至 58.23%)及渠道精简下的费用率降低(同比降 2.26pp 至 26.05%), 但投资收益较去年同期有所下降, 叠加所得税率略有上升, 归母净利同增 21% 至 1.93 亿元。

图表 3: 财务摘要(单位: 百万元)

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2016	2017
营业收入	664.09	475.31	644.10	781.63	746.92	2,271.33	2,565.13
YOY	13.60%	19.08%	15.22%	7.29%	12.47%	0.65%	12.94%
毛利率	57.73%	59.25%	56.13%	57.08%	58.23%	56.86%	57.41%
期间费用率	28.31%	44.33%	30.53%	37.06%	26.05%	36.33%	34.50%
销售费用率	21.90%	34.86%	22.97%	30.09%	19.60%	27.95%	27.07%
管理费用率	6.14%	8.89%	7.46%	6.58%	6.50%	8.65%	7.11%
财务费用率	0.27%	0.58%	0.10%	0.39%	-0.05%	-0.27%	0.32%
投资净收益	15.40	32.53	22.58	41.48	14.78	92.74	111.99
YOY	416.78%	12.10%	-50.41%	172.72%	-4.03%	61.29%	20.76%
其他收益+营业外支出	3.53	1.76	0.28	18.08	5.44	40.38	23.66
YOY	194.17%	-90.18%	-77.24%	-9.65%	54.11%	278.80%	-41.41%

利润总额	201.11	78.51	142.92	181.67	246.35	489.60	604.21
YOY	25.17%	22.88%	5.82%	39.77%	22.50%	-0.33%	23.41%
所得税率	21.01%	17.17%	17.67%	16.98%	21.60%	13.89%	18.51%
归母净利	159.12	65.14	118.97	150.83	193.13	422.95	494.06
YOY	23.93%	-5.79%	3.35%	36.74%	21.37%	4.63%	16.81%
净利率	23.96%	13.70%	18.47%	19.30%	25.86%	18.62%	19.26%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

从周转情况来看, 18Q1 公司存货周转天数由 17 年同期 220 天下降至 196 天, 应收账款周转天数基本持平, 体现渠道库存健康, 现金流方面, 18Q1 经营性现金流净额同比增 1.28% 至 2.15 亿元, 运转良好。

■ **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。2018Q1 公司账上可供出售金融资产 20.8 亿, 其中公司持股财通证券 1.73% (每股成本 2.98 元, 持股 6200 万股), 按照财通证券目前股价 (14.28 元/股) 估算公司账面浮盈超过 7 亿。账上长期股权投资 3.63 亿, 根据 17 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 17 年报数据)。

■ 盈利预测与投资评级:

公司在 17 年报中提到 2018 年计划营业收入达到 28 亿元 (增长 9%+), 成本和期间费用 22.50 亿元, 终端净增 0-100 家, 目前公司市值 86 亿, 公司账上现金、理财外加金融、投资合计约有 40 亿元, 且 2017 年分红再次超过 100% 达到 116%, **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。我们预计 18/19/20 年公司归母净利润预测为 5.7/6.6/7.4 亿元, 同比增长 16%/15%/11%, PE 分别为 15/13/12X, 作为价值底扎实的高分红标杆继续维持“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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	2832.3	3218.9	3545.8	3940.1	营业收入	2565.1	2929.8	3334.4	3750.6
现金	376.9	673.5	989.2	1141.5	营业成本	1092.4	1228.9	1399.0	1575.8
应收款项	149.8	194.9	197.4	243.9	营业税金及附加	33.4	38.1	43.4	48.8
存货	739.0	797.2	801.6	999.3	销售费用	694.3	791.3	896.2	985.2
其他	1566.8	1553.3	1557.6	1555.5	管理费用	182.5	213.3	241.7	265.0
非流动资产	3580.4	3287.0	3260.4	3219.0	财务费用	8.3	(15.7)	(25.2)	(28.7)
长期股权投资	293.9	293.9	293.9	293.9	投资净收益	112.0	110.0	110.0	110.0
固定资产	433.8	390.1	346.3	302.6	其他	56.4	75.4	72.6	102.5
无形资产	135.7	123.8	127.7	131.0	营业利润	609.9	708.3	816.7	912.1
其他	2717.0	2479.3	2492.4	2491.4	营业外净收支	(5.7)	0.3	1.3	(0.6)
资产总计	6412.7	6505.9	6806.2	7159.1	利润总额	604.2	708.6	818.0	911.5
流动负债	866.3	961.4	1056.7	1200.9	所得税费用	111.8	134.6	155.4	173.2
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	(1.7)	0.0	0.0	0.0
应付账款	311.6	389.7	492.3	574.8	归属母公司净利润	494.1	574.0	662.6	738.3
其他	554.7	571.7	564.4	626.0	EBIT	595.9	696.2	797.6	924.6
非流动负债	216.4	213.7	215.1	215.5	EBITDA	695.0	761.4	865.6	994.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	216.4	213.7	215.1	215.5	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2020E
负债总计	1082.7	1175.0	1271.9	1416.4	每股收益(元)	0.86	1.00	1.15	1.28
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(元)	9.28	9.28	9.63	9.99
归属母公司股东权益	5330.0	5330.9	5534.3	5742.7	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	6412.7	6505.9	6806.2	7159.1	ROIC(%)	8.8%	10.2%	11.3%	12.6%
					ROE(%)	10.1%	10.8%	12.2%	13.1%
					毛利率(%)	57.4%	58.1%	58.0%	58.0%
					EBIT Margin(%)	23.2%	23.8%	23.9%	24.7%
					销售净利率(%)	19.3%	19.6%	19.9%	19.7%
					资产负债率(%)	16.9%	18.1%	18.7%	19.8%
					收入增长率(%)	12.9%	14.2%	13.8%	12.5%
					净利润增长率(%)	16.8%	16.2%	15.4%	11.4%
					P/E	17.5	15.1	13.1	11.7
					P/B	1.6	1.6	1.6	1.5
					EV/EBITDA	12.7	11.6	10.2	8.9

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>

