

九牧王 (601566)

2018年08月28日

线上增长稳定，二季度受零售环境及开店进度影响线下增速有所放缓，总体符合预期  
买入 (维持)

证券分析师 马莉  
执业证号: S0600517050002  
010-66573632  
mal@dwzq.com.cn  
证券分析师 陈腾曦  
执业证号: S0600517070001  
021-60199793  
chentx@dwzq.com.cn  
证券分析师 林骥川  
执业证号: S0600517050003  
021-60199793  
linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	2565.1	2860.3	3156.8	3475.8
同比 (%)	12.9%	11.5%	10.4%	10.1%
归母净利润 (百万元)	494.1	563.5	640.1	718.1
同比 (%)	16.8%	14.1%	13.6%	12.2%
每股收益 (元/股)	0.86	0.98	1.11	1.25
P/E (倍)	16.5	14.5	12.7	11.4

投资要点

- **事件:** 公司公布中报, 18H1 收入同增 10.7% 至 12.61 亿元, 归母净利同增 17.1% 至 2.63 亿元; 具体到 Q2, 公司收入增长 8.3% 至 5.14 亿元, 归母净利同增 6.7% 至 6949 万元。
- **公司服装收入在 18Q1/Q2/H1 收入同比增长 12.6%/4.3%/9.1% 至 7.4/4.9/12.3 亿元, Q2 增速放缓一方面来自零售大环境影响, 另一方面与公司主动进行渠道结构优化同时新开店未及预期有关。分品牌来看:**  
1) **主品牌九牧王渠道调整继续:** 18Q1/Q2/H1 收入同比增长 8.8%/0.7%/5.5% 至 6.73/4.37/11.11 亿元, 18H1 渠道数量较年初收缩 92 家至 2370 家, 保持审慎拓店, 聚焦单店提效。2) **年轻子品牌 FUN 仍是增长主要看点:** 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 18Q1/Q2/H1 收入同增 88%/64%/77% 至 5561/4344/9904 万元, 门店数量较年初净增 32 家至 162 家。3) **韩国设计师潮牌 NASTYPALM、高端裤装品牌“VIGANO”、ZIOZIA 仍在培育初期。**
- **分线上线下来看, 线上增速上半年总体表现稳健, 线下二季度增速放缓:** 公司线上业务 18Q1/Q2/H1 收入同增 18%/18%/18%, 总体稳定, 但线下收入增长 12%/2%/8%, 二季度增速放缓主要与零售环境遇冷及主品牌门店拓展较审慎有关。
- **盈利分析:** 线上收入占比提升带来毛利率下降, 导致 Q2 利润增速慢于收入。Q2 收入同增 8.2%, 由于毛利率同比下降 1.4pp (主要由于毛利率较低的线上收入占比在 Q2 提升明显), 因此虽投资净收益同比提升明显, 归母净利增速较收入增长仍有放缓, 同比增长 6.7% 至 6949 万元。
- **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。2018H1 公司账上可供出售金融资产 20.95 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 (10.16 元/股) 估算公司账面浮盈 4.5 亿。账上长期股权投资 3.63 亿, 主要为投资上海景林九盛欣联股权投资中心 2.13 亿 (投资韩都衣舍)、以及投资上海华软创业投资合伙企业 1.48 亿。
- **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, 预计 18/19/20 年公司归母净利润预测为 5.6/6.4/7.2 亿元, 同比增长 14%/14%/12%, 对应当前 81.6 亿市值 PE 分别为 15/13/11X, 公司账上现金、理财外加金融、投资合计约有 36 亿元, 且 2017 年分红再次超过 100% 达到 116%, 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	14.20
一年最低/最高价	12.98/16.67
市净率(倍)	1.79
流通 A 股市值(百万元)	8159.85

基础数据

每股净资产(元)	7.95
资产负债率(%)	19.37
总股本(百万股)	574.64
流通 A 股(百万股)	574.64

相关研究

- 1、《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》2018-04-25
- 2、《九牧王: 主业稳步增长, 价值底扎实, 高分红标杆》2018-01-31
- 3、《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》2017-10-31

■ **事件：**公司公布中报，18H1 收入同增 10.7%至 12.61 亿元，归母净利同增 17.1%至 2.63 亿元；具体到 Q2，公司收入增长 8.3%至 5.14 亿元，归母净利同增 6.7%至 6949 万元。

■ **公司服装收入在 18Q1/Q2/H1 收入同比增长 12.6%/4.3%/9.1%至 7.4/4.9/12.3 亿元，Q2 增速放缓一方面来自零售大环境影响，另一方面与公司主动进行渠道结构优化同时新开店未及预期有关。分品牌来看：**

1) **主品牌九牧王渠道调整继续：**18Q1/Q2/H1 收入同比增长 8.8%/0.7%/5.5%至 6.73/4.37/11.11 亿元，18H1 渠道数量较年初收缩 92 家至 2370 家，保持审慎拓店，聚焦单店提效。

2) **年轻子品牌 FUN 仍是增长主要看点：**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 18Q1/Q2/H1 收入同增 88%/64%/77%至 5561/4344/9904 万元，门店数量较年初净增 32 家至 162 家。

3) **J1 及 NASTYPALM 品牌：**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，门店数量在 18H1 较期初减少 6 家至 28 家，J1 销售逐渐淡出、NASTYPALM 逐渐起步，两者 18H1 销售收入分别达到 1053 及 327 万元。

4) **公司高端裤装品牌“VIGANO”：**2017 年 8 月首家门店开设，18H1 门店发展至 9 家，收入规模到达 341 万元，仍处于起步阶段

5) **ZIOZIA 初并表：**公司全资子公司九盛投资 2018 年 4 月以 1.1 亿元人民币对上海新星通商进行增资（持股 70%），从而获取潜力品牌 ZIOZIA 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，18/6/30 完成并表，本期暂不贡献收入，门店数量 125 家。

表 1：九牧王收入拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17H1	18Q1	18Q2	18H1
合计服装收入	656.63	467.37	1124.01	739.39	487.38	1226.77
yoy				12.6%	4.3%	9.1%
门店数	2695	2669	2669	2596	2694	2694
yoy				-3.7%	0.9%	0.9%
毛利率 (%)	57.6	60.8	58.9	58.8	59.8	59.2
JOEONE	618.57	434.47	1053.05	673.14	437.37	1110.51
yoy				8.8%	0.7%	5.5%
门店数	2581	2543	2543	2425	2370	2370
yoy				-6.0%	-6.8%	-6.8%
毛利率 (%)	57.69	61.08	59.09	58.81	60.07	59.31
FUN	29.51	26.42	55.93	55.61	43.44	99.04
yoy				88.4%	64.4%	77.1%
门店数	93	101	101	131	162	162
yoy				40.9%	60.4%	60.4%
毛利率 (%)	61.99	61.61	61.81	61.97	62.47	62.19
J1	7.83	6.20	14.03	7.02	3.51	10.53
yoy				-10.4%	-43.4%	-25.0%
门店数*	21	25	25			
毛利率 (%)	38.19	37.73	37.99	26.67	(6.78)	15.51
NASTYPALM (18 年春夏推出)				1.85	1.42	3.27

门店数*	32	28	28
毛利率 (%)	50.18	57.00	53.15
VIGANO(17年8月首店)	1.78	1.64	3.41
门店数	8	9	9
毛利率 (%)	69.96	74.47	72.12

注：18年起 NASTYPALM 正式替代 J1，新品牌在新开门店和 J1 原有店铺销售

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **分线上线下来看，线上增速上半年总体表现稳健，线下二季度增速放缓：**公司线上业务 18Q1/Q2/H1 收入同增 18%/18%/18%，总体稳定，但线下收入增长 12%/2%/8%，二季度增速放缓主要与零售环境遇冷及主品牌门店拓展较审慎有关。

表 2：九牧王收入拆分（单位：百万元）

	17Q1	17Q2	17H1	18Q1	18Q2	18H1
线上销售	49.99	67.74	117.73	58.85	79.90	138.75
yoy	41.5%	24.8%	31.4%	17.7%	18.0%	17.9%
毛利率 (%)	51.6	56.3	54.3	49.7	57.2	54.0
线下销售	606.64	399.64	1006.28	680.54	407.48	1088.02
yoy	11.7%	19.1%	14.5%	12.2%	2.0%	8.1%
毛利率 (%)	58.1	60.2	58.9	59.5	60.4	59.8

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

- **盈利分析：线上收入占比提升带来毛利率下降，导致 Q2 利润增速慢于收入。**Q2 收入同增 8.2%，由于毛利率同比下降 1.4pp(主要由于毛利率较低的线上收入占比在 Q2 提升明显)，因此虽投资净收益同比提升明显，归母净利增速较收入增长仍有放缓，同比增长 6.7%至 6949 万元。

表 3：九牧王收入拆分（单位：百万元）

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业总收入	664.09	475.31	644.10	781.63	746.92	514.12
YOY	13.60%	19.08%	15.22%	7.29%	12.47%	8.17%
毛利	383.38	281.60	361.52	446.19	434.90	297.51
YOY	14.20%	18.62%	13.68%	11.46%	13.44%	5.65%
毛利率	57.73%	59.25%	56.13%	57.08%	58.23%	57.87%
期间费用率	28.31%	44.33%	30.53%	37.06%	26.05%	44.60%
销售费用	145.43	165.70	147.97	235.19	146.42	171.54
销售费用率	21.90%	34.86%	22.97%	30.09%	19.60%	33.37%
管理费用	40.75	42.25	48.02	51.43	48.55	55.42
管理费用率	6.14%	8.89%	7.46%	6.58%	6.50%	10.78%
财务费用	1.82	2.75	0.67	3.07	-0.41	2.34
财务费用率	0.27%	0.58%	0.10%	0.39%	-0.05%	0.46%
资产减值损失	4.56	18.55	37.28	17.95	2.01	21.07
YOY	-11.28%	-6.36%	21.63%	-3.65%	-55.92%	13.58%
投资净收益	15.40	32.53	22.58	41.48	14.78	40.62
YOY	416.78%	12.10%	-50.41%	172.72%	-4.03%	24.87%
利润总额	201.11	78.51	142.92	181.67	246.35	84.88

YOY	25.17%	22.88%	5.82%	39.77%	22.50%	8.11%
所得税率	21.01%	17.17%	17.67%	16.98%	21.60%	18.13%
<b>净利润</b>	<b>158.85</b>	<b>65.03</b>	<b>117.67</b>	<b>150.83</b>	<b>193.13</b>	<b>69.49</b>
YOY	23.87%	-5.41%	2.37%	37.53%	21.58%	6.86%
净利率	23.92%	13.68%	18.27%	19.30%	25.86%	13.52%
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>159.12</b>	<b>65.14</b>	<b>118.97</b>	<b>150.83</b>	<b>193.13</b>	<b>69.49</b>
YOY	23.93%	-5.79%	3.35%	36.75%	21.37%	6.68%

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 256 天下降至 232 天，应收账款周转天数由 23 天下降至 22 天，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 11.6% 至 2.22 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进行。2018H1 公司账上可供出售金融资产 20.95 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 (10.16 元/股) 估算公司账面浮盈 4.5 亿。账上长期股权投资 3.63 亿，主要为投资上海景林九盛欣联股权投资中心 2.13 亿 (投资韩都衣舍)、以及投资上海华软创业投资合伙企业 1.48 亿。

■ **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，预计 18/19/20 年公司归母净利润预测为 5.6/6.4/7.2 亿元，同比增长 14%/14%/12%，对应当前 81.6 亿市值 PE 分别为 15/13/11X，公司账上现金、理财外加金融、投资合计约有 36 亿元，且 2017 年分红再次超过 100% 达到 116%，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
<b>流动资产</b>	<b>2832.3</b>	<b>3187.1</b>	<b>3473.6</b>	<b>3838.6</b>	<b>营业收入</b>	<b>2565.1</b>	<b>2860.3</b>	<b>3156.8</b>	<b>3475.8</b>
现金	376.9	638.5	885.3	1137.6	营业成本	1092.4	1199.3	1323.7	1458.1
应收账款	149.8	186.8	184.6	224.3	营业税金及附加	33.4	37.2	41.1	45.2
存货	739.0	808.5	846.1	921.3	销售费用	694.3	772.6	840.6	899.9
其他流动资产	1566.8	1553.3	1557.6	1555.5	管理费用	182.5	208.3	222.5	235.1
<b>非流动资产</b>	<b>3580.4</b>	<b>3287.0</b>	<b>3260.4</b>	<b>3219.0</b>	财务费用	8.3	(14.7)	(22.1)	(28.6)
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	76.5	76.9	94.5
无形资产	135.7	123.8	127.7	131.0	<b>营业利润</b>	<b>609.9</b>	<b>691.2</b>	<b>784.2</b>	<b>881.6</b>
其他非流动资产	2717.0	2479.3	2492.4	2491.4	营业外净收支	(5.7)	0.3	1.3	(0.6)
<b>资产总计</b>	<b>6412.7</b>	<b>6474.1</b>	<b>6733.9</b>	<b>7057.6</b>	<b>利润总额</b>	<b>604.2</b>	<b>691.4</b>	<b>785.4</b>	<b>881.1</b>
<b>流动负债</b>	<b>866.3</b>	<b>940.0</b>	<b>1009.0</b>	<b>1126.3</b>	所得税费用	111.8	127.9	145.3	163.0
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	374.8	454.7	516.0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>494.1</b>	<b>563.5</b>	<b>640.1</b>	<b>718.1</b>
其他流动负债	554.7	565.2	554.4	610.3	EBIT	595.9	680.2	770.1	882.7
<b>非流动负债</b>	<b>216.4</b>	<b>213.7</b>	<b>215.1</b>	<b>215.5</b>	EBITDA	695.0	745.4	838.1	952.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	216.4	213.7	215.1	215.5					
<b>负债合计</b>	<b>1082.7</b>	<b>1153.7</b>	<b>1224.2</b>	<b>1341.8</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	每股收益(元)	0.86	0.98	1.11	1.25
归属母公司股东权益	5330.0	5320.4	5509.8	5715.8	每股净资产(元)	9.28	9.26	9.59	9.95
<b>负债和股东权益</b>	<b>6412.7</b>	<b>6474.1</b>	<b>6733.9</b>	<b>7057.6</b>	发行在外股份(百万股)	574.6	574.6	574.6	574.6
					ROIC(%)	8.8%	10.0%	11.0%	12.2%
					ROE(%)	10.1%	10.6%	11.8%	12.8%
					毛利率(%)	57.4%	58.1%	58.1%	58.1%
					EBIT Margin(%)	23.2%	23.8%	24.4%	25.4%
					销售净利率(%)	19.3%	19.7%	20.3%	20.7%
					资产负债率(%)	16.9%	17.8%	18.2%	19.0%
					收入增长率(%)	12.9%	11.5%	10.4%	10.1%
					净利润增长率(%)	16.8%	14.1%	13.6%	12.2%
					P/E	16.5	14.5	12.7	11.4
					P/B	1.5	1.5	1.5	1.4
					EV/EBITDA	12.0	11.2	10.0	8.8

数据来源：贝格数据，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>

