天风证券 TF SECURITIES

九牧王（601566）

证券研究报告
2019 年 02 月 11 日

主业稳健发展，分红比例高的现金牛型投资标的

主品牌产品年轻化稳健发展，副品牌逐步开始走向盈利期

主品牌：渠道调整逐渐结束，通过分标策略推进产品年轻化。2017 年公司对九牧王主品牌进行分标策略，推出黑灰两个产品标牌，我们预计主品牌未来年轻灰标产品占比将继续提升，未来三到四年内灰标产品占比将有望超过传统黑标产品。灰标产品带来的年轻化将提升主品牌竞争力提升。渠道方面，主品牌渠道端调整基本到位，我们认为从 2019 年起，主品牌渠道数量将恢复到净开店水平，面积继续保持稳中有升的趋势。

副品牌：逐步度过培育期，走向盈利期。公司除九牧王主品牌外，主要副品牌为自有孵化的 FUN，NASTYPALM（原 J1 品牌），VIGANO 和对外投资收购的 ZIOZIA。我们预计各个副品牌经过几年的发展，逐步从培育期走向盈利期，2019 年 FUN 品牌有望扩大盈利规模，ZIOZIA 有望达到盈亏平衡，NASTYPALM 品牌发展时间仍短，或有微亏，2020 年有望盈利，短期来看多数新品牌在 2019-2020 年均有望跨过盈亏平衡点。

资产质量优秀，长期保持高分红比例

资产质量：截至 2018Q3 期末，资产负债率 20.85%，长期资本负债率 4.65%，近年来整体负债率维持较低水平，且无任何短期借款，而公司账上现金，其他流动资产和可供出售金融资产近五年来一直保持在 20 亿元以上，截至 2018 年 Q3 期末，现金+其他流动资产+可供出售金融资产规模约 29.3 亿元，可变现资产规模大，负债水平低，长期有望保持高分红率。

分红比例：自上市以来每年分红可观，每股派息呈稳步增长的态势，从 2011 年的 6 元/10 股增长至 2017 年的 10 元/10 股，分红比例高，近三年平均分红比例超过 90%。公司主业稳定，同时长期资本负债率较低，未来有望维持高分红比例。2017 年公告的股东回报计划中表示，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的 70%。截至 2019 年 1 月 25 日，假设维持 70%现金分红比例的情况下，预计对应 2018 年股息率 7%以上，属于行业较高水平。

盈利预测与投资建议：

盈利预测：预计 2018-20 年的 EPS 分别为 1.1 元, 0.94 元, 1.06 元。我们认为公司将受益于主品牌年轻化，提高品牌竞争力，副品牌从 2018 年开始逐渐由亏损转为盈利，且公司有可观的分红比例与股息率（预计对应现价 2018 年预期股息率约 7.5%）。我们认为九牧王资产质量优秀，现金流良好，保持高分红比例，主业经营稳健，目前时点，可以称的上“现金牛型”投资标的。公司目前估值低于行业平均，考虑到公司品牌及产品年轻化，竞争力提升，参考 A 股男装行业主要上市公司（七匹狼、海澜之家、比音勒芬、报喜鸟）2018 年平均 PE 15.5x，九牧王作为国内男装优秀品牌，给予 18 年 15x，对应目标价 16.5 元，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

风险提示：主品牌复苏不及预期，消费疲软，库存风险等。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	2,271.33	2,565.13	2,590.75	2,839.93	3,149.07
增长率(%)	0.65	12.94	1.00	9.62	10.89
EBITDA(百万元)	527.88	675.41	750.95	649.98	740.35
净利润(百万元)	422.95	494.06	632.06	539.55	610.02
增长率(%)	4.63	16.81	27.93	(14.64)	13.06
EPS(元/股)	0.74	0.86	1.10	0.94	1.06
市盈率(P/E)	17.40	14.90	11.65	13.64	12.07
市净率(P/B)	1.65	1.38	1.63	1.58	1.52
市销率(P/S)	3.24	2.87	2.84	2.59	2.34
EV/EBITDA	15.54	7.68	6.87	7.54	6.57

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	12.83 元
目标价格	16.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	574.64
流通 A 股股本(百万股)	574.64
A 股总市值(百万元)	7,372.59
流通 A 股市值(百万元)	7,372.59
每股净资产(元)	7.89
资产负债率(%)	20.85
一年内最高/最低(元)	17.71/11.36

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com
郭彬 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517120001
guobin@tfzq.com
于健 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518090002
yujian@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1 《九牧王-年报点评报告:业绩稳定复苏，高分红率彰显经营信心》2017-04-21

内容目录

1. 主品牌产品年轻化稳健发展，副品牌逐步开始走向盈利期：.....4
1.1. 主品牌产品年轻化，灰标产品占比持续提升.....4
1.1.1. 通过分标策略进行主品牌年轻化升级.....4
1.1.2. 主品牌渠道调整基本到位，预计未来恢复净开店.....5
1.2. 管理：积极探索小微创业团队模式，提升管理效率.....6
1.3. 副品牌培育期接近尾声，逐步走向盈利期：.....7
2. 积极回报股东，分红比例较高，股息率可观.....9
2.1. 大股东持股比例较高，股东回报保持高水平.....9
3. 财务分析：盈利情况稳定，资产质量较好.....10
4. 盈利预测与估值：.....11
5. 风险提示：.....14

图表目录

图 1：三大平台打造品牌矩阵.....4
图 2：主品牌近年来收入规模基本稳定 单位：百万元.....5
图 3：主品牌黑标和灰标系列产品区别.....5
图 4：黑标产品偏商务成熟.....5
图 5：灰标系列风格偏向年轻化动感.....5
图 6：2014-2018Q3 主品牌渠道数量持续调整 单位：家.....6
图 7：主品牌营业面积 2018 年恢复正增长 单位：平方米.....6
图 8：截至 2018Q3 期末，九牧王旗下各品牌渠道情况统计 单位：家.....6
图 9：ZIOZIA 店铺形象.....7
图 10：ZIOZIA 产品风格为韩系商务休闲风.....7
图 11：NASTYPALM 店铺形象.....7
图 12：NASTYPALM 产品风格.....7
图 13：J1/NASTYPALM 店铺数量有所调整 单位：家.....8
图 14：J1/NASTYPALM 店铺面积略有下降 单位：平米.....8
图 15：FUN 品牌形象以酷炫风格为主.....8
图 16:FUN 品牌产品风格主打年轻化.....8
图 17：2014-2018Q3 Fun 店铺数量持续增长 单位：家.....8
图 18：2014-2018Q3 Fun 店铺面积持续增长 单位：平米.....8
图 19：大股东系持股比例较高，分红动力强.....9
图 20：2011-2017 年九牧王现金分红比例与 ROIC 单位：%.....10
图 21：近年来九牧王营收相对稳定 单位：亿元 %.....10
图 22：九牧王盈利情况自 2014 年低点以来逐步恢复 单位：亿元 %.....10
图 23：公司销售毛利率和净利率基本稳定.....11

图 24：存货周转情况稳定 单位：天/次 11
图 25：现金+流动资产规模可观 单位：百万 11
图 26：负债率水平相对较低 单位：% 11
图 27：盈利预测与估值（截至 2018 年 1 月 31 日） 单位：亿元 12
图 28：业绩拆分 单位：万元 % 12

1. 主品牌产品年轻化稳健发展，副品牌逐步开始走向盈利期：

公司旗下主要品牌分为围绕三大平台：以九牧王、VIGANO 品牌为主的精工质量平台、以 NASTYPALM 及 ZIOZIA 品牌为主的时尚品质平台、以 FUN 品牌为主的个性潮流平台。同时公司围绕这三个品牌平台方向进行投资、品牌建设与发展，且面向时尚产业新业务、新技术、新模式进行投资，助力服装主业发展。

图 1：三大平台打造品牌矩阵

资料来源：公司公告、天风证券研究所

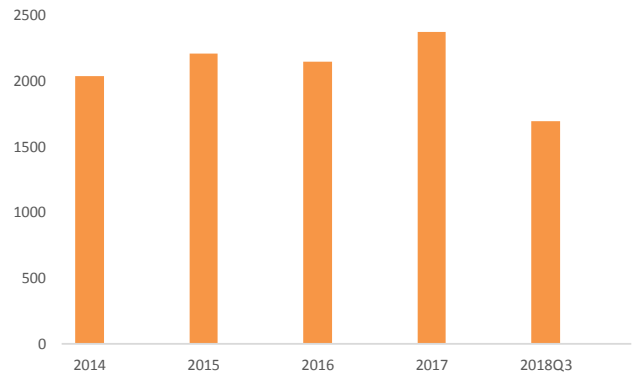
1.1. 主品牌产品年轻化，灰标产品占比持续提升

1.1.1. 通过分标策略进行主品牌年轻化升级

公司主品牌九牧王主要针对成熟男性商务及日常着装场景。2017 年公司对九牧王主品牌进行分标策略，推出黑灰两个产品标牌，以更高性价比、更年轻时尚的产品、差异化的定价策略满足不同渠道消费者的需求。黑标产品风格定位为“时尚、精致、经典”，其商品组合包括正装、商务休闲男装及休闲男装；灰标产品风格定位为“时尚、精致、流行”，其商品组合以休闲男装为主。灰标产品于 2017 年秋冬推出之后表现较好，我们预计主品牌未来年轻灰标产品占比将继续提升，未来三到四年内灰标产品占比将有望超过传统黑标产品。

渠道方面，我们判断基于灰标产品年轻化的特点，灰标店铺主要是在专卖店和购物中心渠道，通过新开或整改低效店的方式加大灰标店铺的占比，逐步加大线上线下同款销售比例，提高灰标销售占比。预计 2019 年秋冬灰标和黑标品两类店面有望全部区分开，定位清晰，渠道形象也将有明显区分度。

图 2：主品牌近年来收入规模基本稳定 单位：百万元



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 3：主品牌黑标和灰标系列产品区别

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产品方面，黑标产品偏向商务成熟风格，客群主要集中与 28-45 岁之间，而灰标产品偏向休闲，动感，年轻化，客群集中在 25-35 岁之间，产品年轻化趋势明显。

图 4：黑标产品偏商务成熟

资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 5：灰标系列风格偏向年轻化动感

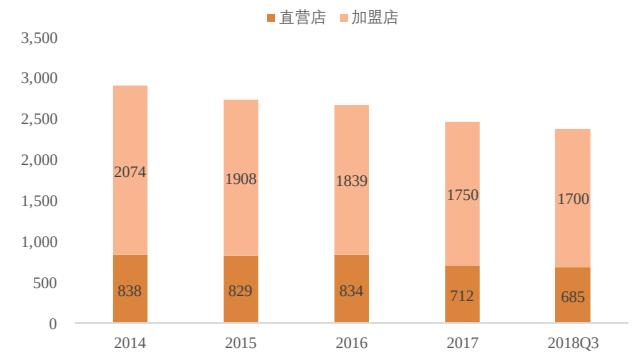
资料来源：公司官网，天风证券研究所

1.1.2. 主品牌渠道调整基本到位，预计未来恢复净开店

主品牌渠道近年来一直处于调整期，其中直营店铺数量从 2014 年的 838 家下降到 2018 年 Q3 期末的 685 家，加盟店数量从 2014 年的 2074 家下降到 2018 年 Q3 期末的 1700 家，主要是低效店的关闭和商场店的调整。

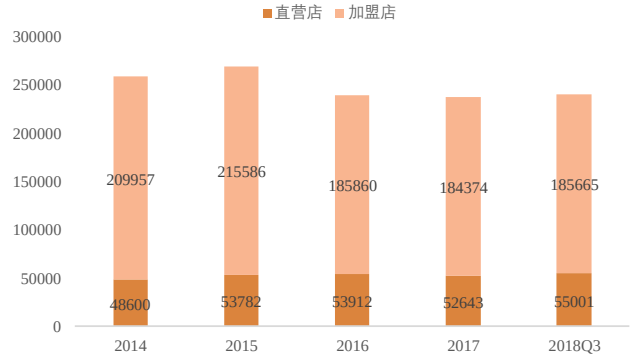
按面积来看，截至 2018Q3 直营店面积 55001 平米较 2017 年底 52643 平米增长 4.5%；加盟店面积 18.57 万平米较 2017 年底 18.44 万平米增长 0.7%，结束了过去两年的下降趋势，新开大店的面积提升已经超过了关店的面积下降影响，主品牌渠道端调整基本到位，我们认为从 2019 年起，主品牌渠道数量将恢复到净开店水平，面积继续保持稳中有升的趋势。

图 6：2014-2018Q3 主品牌渠道数量持续调整 单位：家



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：主品牌营业面积 2018 年恢复正增长 单位：平方米



资料来源：公司公告，天风证券研究所

渠道方面，截至 2018 年 Q3 期末，主品牌九牧王店铺数量 2385 家，VIGANO 13 家，FUN 174 家，J1/NASTYPALM 31 家，ZIOZIA 114 家。 其中，我们预计主品牌店铺中商场店占 50%，购物中心+街边店占 50%，由于商场店铺主要为传统黑标产品店铺，预计未来四年随着黑标产品占比的下降，商场店占比也会相应降低，我们判断 30%左右合理比例。

图 8：截至 2018Q3 期末，九牧王旗下各品牌渠道情况统计 单位：家

门店类型	2017		2018Q3	
	数量（家）	面积（平方米）	数量（家）	面积（平方米）
JOEONE品牌				
直营店	712	52643	685	55001
加盟店	1750	184374	1700	185665
VIGANO品牌				
直营店	7	652	13	931
FUN品牌				
直营店	66	5880	82	7615
加盟店	64	6516	92	9978
J1/NASTYPALM品牌				
直营店	12	1344	14	1384
加盟店	22	2685	17	2348
ZIOZIA品牌				
直营店	-	-	82	8873
加盟店	-	-	32	3198
合计	2633	254094	2717	274993

资料来源：公司公告、天风证券研究所

1.2. 管理：积极探索小微创业团队模式，提升管理效率

管理方面趋向扁平化，积极探索小微创业团队模式。

主品牌和电商系统启动“小微变革”。：2017 年下半年公司正式启动小微变革经营模式，以南京分公司为试点。将分公司销售区域化分为若干个经营单元（小微单元），通过内部竞聘的方式，选出各经营单位的负责人（小微业主），授权一线小微业主，及时响应市场变化，真正做到为顾客服务，创造顾客价值。通过小微单元独立核算，利润增量分享，激发一线员工的创业激情，实现员工与企业的共同成长。

公司总结南京分公司小微经营模式的经验，结合各分公司经营现状，分批次导入小微经营模式，我们预计未来公司将继续推进小微经营模式，提升内部管理效率。

1.3. 副品牌培育期接近尾声，逐步走向盈利期：

公司除九牧王主品牌外，主要副品牌为自有孵化的 FUN，NASTYPALM（原 J1 品牌），VIGANO 和对外投资收购的 ZIOZIA。

ZIOZIA：ZIOZIA 是源自韩国的高级男士成衣品牌，风格定位商务休闲，创立于 1995 年，长期与韩国一线艺人 Rain、元斌、Dennis、张东健、金秀贤等合作。公司与 2018 年 4 月 18 日通过对上海新星通商增资控股 70%，新星通商集团通过“ZIOZIA”、“ANDZ”商标权对上海新星通商增资。ZIOZIA 品牌于 2018 年 6 月 30 日开始合并入公司报表。我们预计未来九牧王将通过渠道，供应链和营销资源上的共享，将 ZIOZIA 做大做强。截至 2018 年 Q3 期末，ZIOZIA 品牌共拥有直营店 82 家，加盟店 32 家，2018Q3 单季度并表收入规模 1410 万元。

图 9：ZIOZIA 店铺形象

资料来源：第一推、天风证券研究所

图 10：ZIOZIA 产品风格为韩系商务休闲风

资料来源：韩娱最前线、天风证券研究所

NP：风格偏潮流休闲风格，公司于 2017 年 8 月获得韩国设计师潮牌“NASTYPALM”中国大陆地区独家经营权及商标权。NASTYPALM 品牌定位于设计师潮牌，时尚风格。目前客群主要为 25-30 岁的中国年轻消费者，传递“生活玩家，艺术先锋”的品牌价值观。NASTYPALM 品牌于 2018 年春夏正式推出市场，正式替换“J1”品牌，截至 2018H1 期末，J1 门店换标工作进行中，我们预计 2018 年底门店换标工作也接近尾声。前期主要通过与明星、网红合作街拍及店铺开业大型品牌推广品牌。随着品牌与产品定位逐渐明确，未来有望扩张加速。截至 2018 年 Q3 期末，NASTYPALM 拥有直营店 17 家，加盟店 14 家，营收规模为 1750 万元。

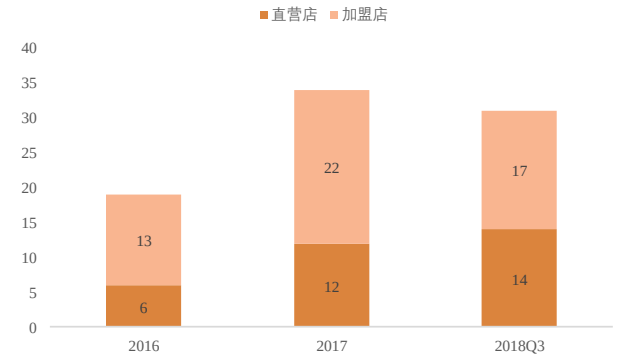
图 11：NASTYPALM 店铺形象

资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 12：NASTYPALM 产品风格

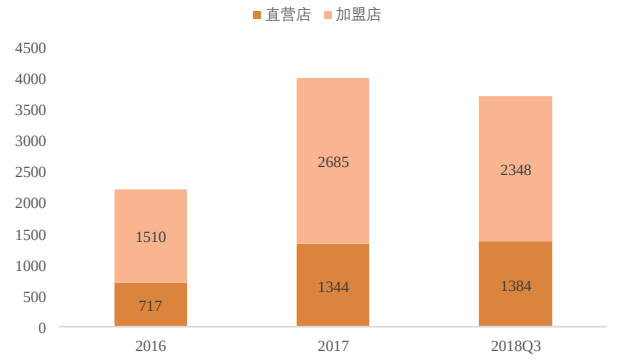
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 13：J1/NASTYPALM 店铺数量有所调整 单位：家



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 14：J1/NASTYPALM 店铺面积略有下降 单位：平米



资料来源：公司公告、天风证券研究所

FUN：风格为年轻潮流时尚，目前以与知名 IP 推出联名系列产品为主，根据各个 IP 条线来发展，目前已有 IP 条线为加菲猫，海绵宝宝，粉红豹等，未来不断会有新的 IP 联名产品进来和分裂出去，也可以开发帽子眼镜等配件等。目前 FUN 品牌与各个 IP 的合作为主，FUN 品牌于 2017 年已经达到盈亏平衡，预计 2018-2019 年度盈利规模有望扩大。截至 2018 年 Q3 期末，FUN 品牌拥有直营店 82 家，加盟店 92 家，收入规模 1.47 亿元。我们预计未来 FUN 品牌年均新增开店数约为 50-60 家左右（不包括加菲猫、Benntrill 等单独开店的产品线，预计单独产品线开店规模为年均 30 家左右）。

图 15：FUN 品牌形象以酷炫风格为主

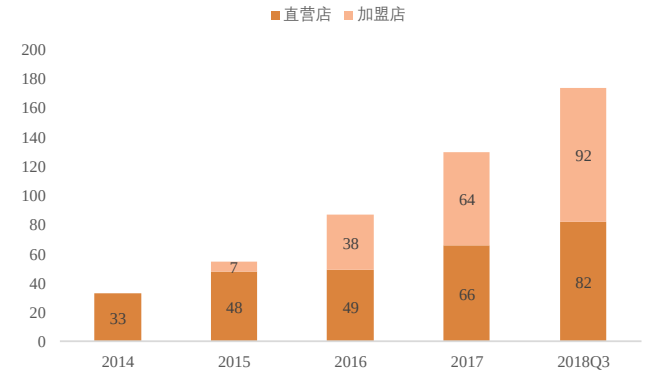
资料来源：搜狐、天风证券研究所

图 16:FUN 品牌产品风格主打年轻化

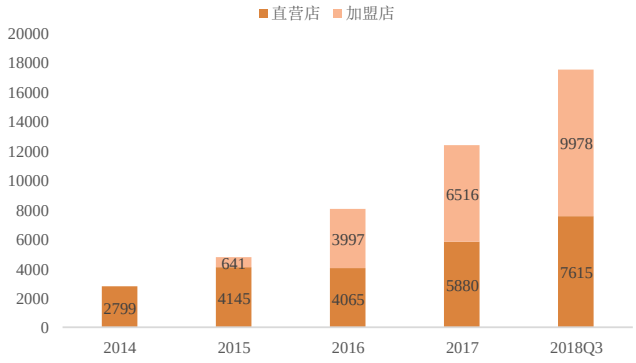
资料来源：Tmall、天风证券研究所

图 17：2014-2018Q3 Fun 店铺数量持续增长 单位：家

图 18：2014-2018Q3 Fun 店铺面积持续增长 单位：平米



资料来源：公司公告、天风证券研究所



资料来源：公司公告、天风证券研究所

VIGANO：VIGANO 品牌为公司于 2017 年推出的高端男裤品牌，主要目标消费者为 30-45 岁有较高时尚感和着装品位的精英男士。VIGANO 品牌源于意大利，公司将在保留品牌 DNA 的前提下，寻求符合国内消费者需求的产品风格。截至 2018 年 Q3，VIGANO 品牌拥有 13 家独立门店，面积 931 平方米，营收规模 467 万元，占比相对较小。

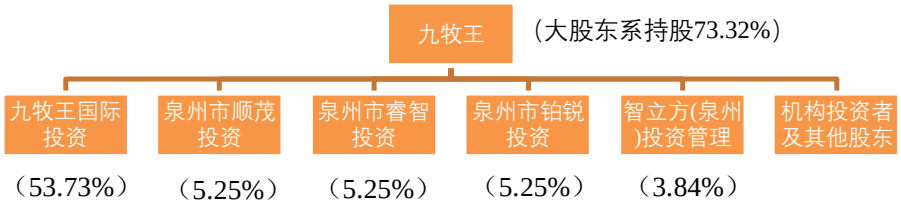
预计 2019 年-2020 年是副品牌度过盈亏平衡点的主要时期。九牧王公司运营品牌的整体打法风格是先建立上下游，确保供应链资源和优质渠道，再扩张品牌，风格偏向稳扎稳打，因此以 FUN 为代表的副品牌在过去几年并未有大规模的开店和扩张，处于力量积蓄期。我们预计各个副品牌发展方面，经过几年的发展，2019 年 Fun 品牌盈利规模有望扩大，ZIOZIA 有望达到盈亏平衡，NASTYPALM 品牌发展时间仍短，或有微亏，2020 年有望盈利，短期来看多数新品牌在 2019-2020 年均有望跨过盈亏平衡点。

2. 积极回报股东，分红比例较高，股息率可观

2.1. 大股东持股比例较高，股东回报保持高水平

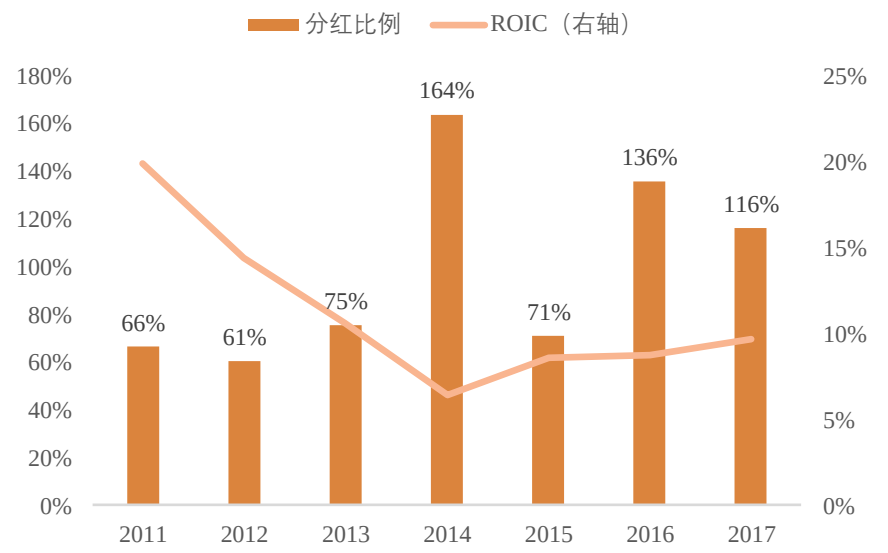
公司自上市以来每年分红可观，每股派息呈稳步增长的态势，从 2011 年的 6 元/10 股增长至 2017 年的 10 元/10 股。公司营业收入十分稳定。同时公司长期资本负债率较低，未来分红比例有提升空间。公司 2017 年公告的股东回报计划中表示，每年以现金方式分配的利润不少于当年实现可分配利润的 70%。截至 2019 年 1 月 25 日，假设维持 70%现金分红比例的情况下，预计对应 2018 年股息率 7%以上，属于行业较高水平。

图 19：大股东系持股比例较高，分红动力强



资料来源：公司公告、天风证券研究所

图 20：2011-2017 年九牧王现金分红比例与 ROIC 单位：%

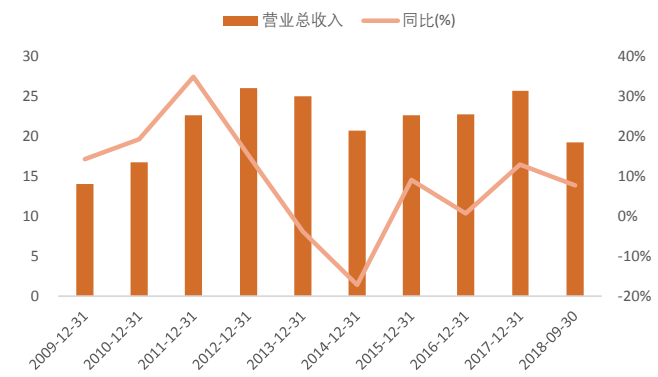


资料来源：wind、天风证券研究所

3. 财务分析：盈利情况稳定，资产质量较好

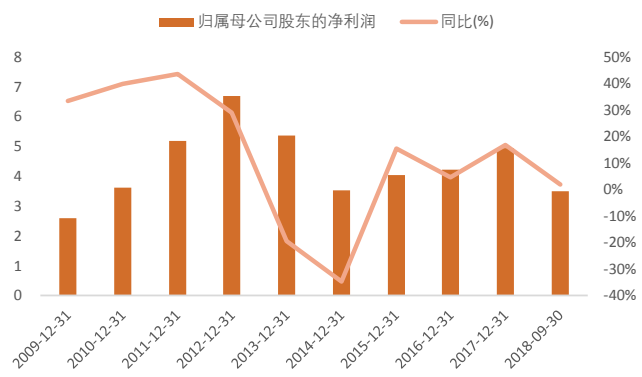
营收及盈利：公司 2009 年上市以来，营收规模从 2009 年的 14 亿左右增长至 2017 年的 25.7 亿左右，年复合增长率 7.8%；归母净利从 2009 年的 2.58 亿到 2017 年的 4.94 亿，年复合增长率 8.5%。

图 21：近年来九牧王营收相对稳定 单位：亿元 %



资料来源：wind、天风证券研究所

图 22：九牧王盈利情况自 2014 年低点以来逐步恢复 单位：亿元 %

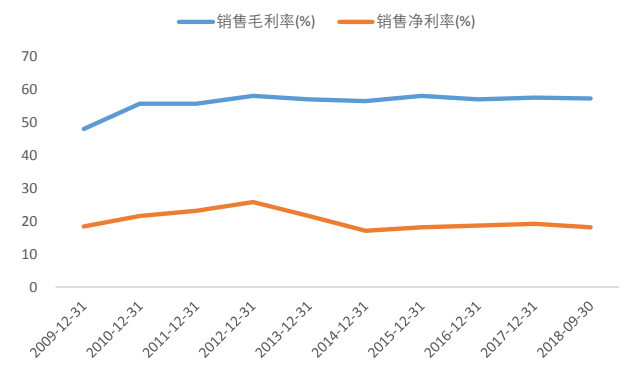


资料来源：wind、天风证券研究所

盈利能力：2009 年以来，九牧王整体毛利率基本均维持在 55%以上，变化不大；销售净利率维持在 16%以上，截至 2018 年 Q3 期末，净利率水平 18%，属于历年中游水平。

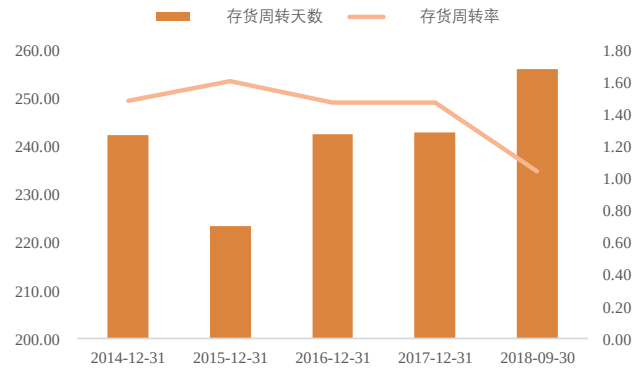
存货周转：近年来存货周转率稳定，2018Q3 由于季节性因素和备货原因略有上升，总体存货周转率稳定在 1 次以上。

图 23：公司销售毛利率和净利率基本稳定



资料来源：wind、天风证券研究所

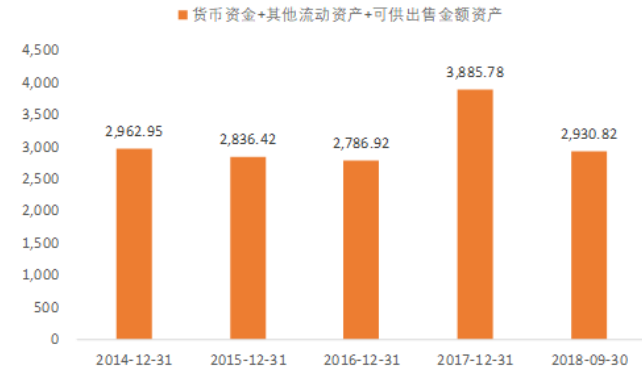
图 24：存货周转情况稳定 单位：天/次



资料来源：wind、天风证券研究所

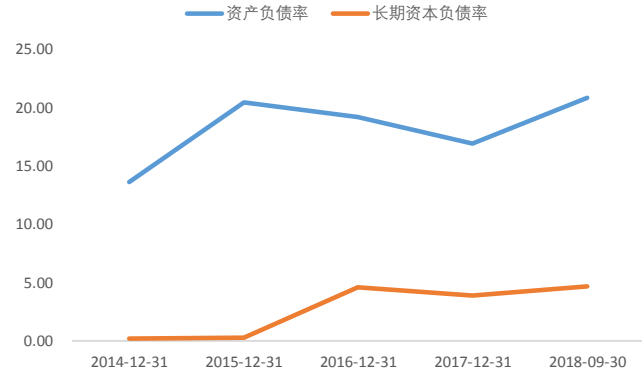
资产质量：截至 2018Q3 期末，资产负债率 20.85%，长期资本负债率 4.65%，近年来整体负债率维持较低水平，且无任何短期借款，而公司账上现金，其他流动资产和可供出售金融资产近五年来一直保持在 20 亿元以上，截至 2018 年 Q3 期末，现金+其他流动资产+可供出售金融资产规模约 29.3 亿元，可变现资产规模大，负债水平低，长期有望保持高分红率。

图 25：现金+流动资产规模可观 单位：百万



资料来源：wind、天风证券研究所

图 26：负债率水平相对较低 单位：%



资料来源：wind、天风证券研究所

4. 盈利预测与估值：

核心假设：

渠道：预测主品牌 2019 年净开店 100-120 家左右，新店培育期为 18 个月，新店店效为老店的 50-60%，全年开店时点线性分布。未来三年保持年均 200 家左右的净开店规模。ZIOZIA 未来三年年均净开 40 家店；NASTYPALM 未来三年年均净开 25 家店；FUN 年均净开 50 家店，主品牌店效保持 0-5%的年均增长水平，副牌店效保持 10%左右的年均增长水平。

营业收入：我们预测公司营收在 2018-20 年分别增长 1%, 9.6%, 10.89%。考虑到主品牌渠道调整结束，新品牌逐渐开始扩张，营收将稳定增长。

毛利率：我们预计公司在 2018-20 年的毛利率分别为 57.95%, 57.97%, 57.98%，总体毛利率稳定。

盈利预测：预计 2018-20 年的 EPS 分别为 1.1 元, 0.94 元, 1.06 元。我们认为公司将受益于主品牌年轻化，提高品牌竞争力，副品牌从 2018 年开始逐渐由亏损转为盈利，且公司有可观的分红比例与股息率（预计对应现价 18 年 7.5%）。公司目前估值低于行业平均，考虑到公司品牌及产品年轻化，竞争力提升，参考 A 股男装行业主要上市公司（七匹狼、海澜之家、比音勒芬、报喜鸟）2018 年平均 PE 15.5x，九牧王作为国内男装优秀品牌，给予 18 年 15x，对应目标价 16.5 元，首次覆盖并给予公司“买入”评级。

图 27：盈利预测与估值（截至 2018 年 1 月 31 日） 单位：亿元

证券代码	证券简称	总市值亿	归母净利润 2017	预测净利润平均值 2018	预测净利润平均值 2019	PE（2017）	PE（2018）	PE（2019）
002029.SZ	七匹狼	47.2	3.3	3.5	4.0	14.3	13.3	11.8
600398.SH	海澜之家	398.1	33.2	35.7	38.7	12.0	11.2	10.3
002832.SZ	比音勒芬	60.8	1.8	2.6	3.5	33.7	23.7	17.4
603889.SH	报喜鸟	34.2	2.1	2.5	2.8	16.5	13.7	12.2
行业可比均值						19.1	15.5	12.9
601566.SZ	九牧王	73.0	4.9	6.3	5.4	14.8	11.6	13.5

资料来源：Wind、天风证券研究所

图 28：业绩拆分 单位：万元 %

门店类型	2018E	2019E	2020E
JOEONE品牌			
收入	229171	248603	273651
yoy	-4%	8%	10%
直营店（店数）	695	725	755
yoy	1%	4%	4%
直营收入	93946	102901	112517
直营店效	135	142	149
yoy	2%	5%	5%
加盟店(店数)	1720	1765	1859
yoy	-2%	3%	5%
加盟收入	135226	145702	161135
加盟店效	79	83	87
yoy	-4%	5%	5%
JOEONE毛利率	58%	58%	58%
JOEONE毛利	131774	142947	157350
JOEONE成本	97398	105656	116302
VIGANO品牌收入	711	999	1338
直营店	18	23	28
直营店效	39	43	48
yoy	10%	10%	10%
vigano毛利率	71%	71%	71%
vigano毛利	505	709	950
vigano成本	206	290	388
FUN品牌收入	21332	25165	29015
直营店	87	92	97
直营收入	13448	15643	17813
直营店效/平效	155	170	184
yoy	15%	10%	8%
加盟店	102	112	122
加盟收入	7883	9522	11202
加盟店效/平效	77	85	92
yoy	15%	10%	8%
FUN毛利率	65%	65%	65%
FUN毛利	13866	16357	18860
FUN成本	7466	8808	10155
J1/NASTYPALM品牌	2676	3388	4216
直营店	16	18	20
直营店效/平效	101	111	122
yoy	10%	10%	10%
加盟店	21	25	29
加盟店效/平效	50	56	61
yoy	10%	10%	10%
NP毛利率	39%	39%	39%
NP毛利	1031	1306	1625
NP成本	1645	2083	2591
ZIOZIA品牌	1653	1967	2394
直营店	85	88	91
直营店效/平效	16	18	20
yoy	10%	12%	15%
加盟店	39	46	53
加盟店效/平效	8	9	10
yoy	10%	12%	15%
Z毛利率	55%	55%	55%
Z毛利	904	1075	1309
Z成本	741	1007	1282
收入合计	255543	280122	310614
yoy	1%	10%	11%

资料来源：Wind、天风证券研究所

5. 风险提示：

主品牌复苏不及预期。主品牌渠道调整和男装市场复苏不达预期，导致主业下滑的风险。

消费疲软。宏观经济环境变化，消费环境波动导致消费者消费能力下降带来的需求风险。

库存积压风险。新品不受消费者认可，售罄率下降从而导致库存积压的存货减值风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	426.29	376.86	129.54	142.00	157.45
应收账款	170.65	165.71	221.84	31.79	249.44
预付账款	22.55	27.49	24.54	32.09	30.11
存货	736.49	738.95	691.96	904.18	840.08
其他	1,814.82	1,523.33	1,590.45	1,646.64	1,648.97
流动资产合计	**3,170.79**	**2,832.34**	**2,658.33**	**2,756.70**	**2,926.06**
长期股权投资	261.12	293.95	293.95	293.95	293.95
固定资产	503.85	433.79	410.91	388.12	365.71
在建工程	3.96	4.09	3.65	3.99	4.80
无形资产	126.04	119.23	112.41	105.59	98.77
其他	1,454.39	2,729.34	2,702.62	2,680.67	2,680.14
非流动资产合计	**2,349.37**	**3,580.39**	**3,523.54**	**3,472.31**	**3,443.36**
资产总计	**5,520.16**	**6,412.74**	**6,181.87**	**6,229.02**	**6,369.42**
短期借款	0.00	0.00	672.21	366.51	314.90
应付账款	380.38	364.66	375.68	446.21	458.07
其他	465.72	501.63	478.63	555.63	561.41
流动负债合计	**846.10**	**866.29**	**1,526.52**	**1,368.35**	**1,334.39**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	198.96	199.32	132.76	177.01	169.69
其他	13.97	17.09	14.36	15.14	15.53
非流动负债合计	**212.93**	**216.40**	**147.12**	**192.15**	**185.23**
负债合计	**1,059.03**	**1,082.69**	**1,673.64**	**1,560.50**	**1,519.61**
少数股东权益	3.58	0.00	(1.36)	(2.92)	(4.64)
股本	574.64	574.64	574.64	574.64	574.64
资本公积	2,575.80	2,575.80	2,575.80	2,575.80	2,575.80
留存收益	3,825.90	3,745.32	3,934.94	4,096.80	4,279.81
其他	(2,518.78)	(1,565.72)	(2,575.80)	(2,575.80)	(2,575.80)
股东权益合计	**4,461.13**	**5,330.04**	**4,508.22**	**4,668.52**	**4,849.81**
负债和股东权益总	**5,520.16**	**6,412.74**	**6,181.87**	**6,229.02**	**6,369.42**

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**2,271.33**	**2,565.13**	**2,590.75**	**2,839.93**	**3,149.07**
营业成本	979.88	1,092.44	1,089.50	1,193.55	1,323.26
营业税金及附加	28.78	33.37	32.43	36.16	40.16
营业费用	634.95	694.29	699.50	738.38	828.21
管理费用	196.50	182.45	225.40	241.39	267.67
财务费用	(6.21)	8.32	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	74.23	78.34	74.73	75.77	76.28
公允价值变动收益	(3.98)	0.14	40.65	(26.97)	4.43
投资净收益	92.74	111.99	208.97	90.00	90.00
其他	(177.53)	(246.10)	(499.24)	(126.06)	(188.86)
营业利润	**451.95**	**609.88**	**718.82**	**617.71**	**707.93**
营业外收入	40.38	1.77	17.60	19.92	13.09
营业外支出	2.72	7.44	4.07	4.74	5.42
利润总额	**489.60**	**604.21**	**732.35**	**632.88**	**715.61**
所得税	68.00	111.83	101.72	94.93	107.34
净利润	**421.60**	**492.37**	**630.63**	**537.95**	**608.26**
少数股东损益	(1.35)	(1.69)	(1.43)	(1.59)	(1.76)
归属于母公司净利润	**422.95**	**494.06**	**632.06**	**539.55**	**610.02**
每股收益（元）	0.74	0.86	1.10	0.94	1.06

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	421.60	492.37	632.06	539.55	610.02
折旧摊销	92.81	99.03	32.13	32.27	32.43
财务费用	6.96	8.45	0.00	0.00	0.00
投资损失	(92.74)	(111.99)	(208.97)	(90.00)	(90.00)
营运资金变动	(519.27)	58.55	50.00	83.66	(171.97)
其它	537.90	(50.00)	39.23	(28.56)	2.67
经营活动现金流	**447.26**	**496.42**	**544.45**	**536.91**	**383.15**
资本支出	(99.70)	31.99	4.73	2.22	3.61
长期投资	0.76	32.83	0.00	0.00	0.00
其他	(334.25)	(17.29)	50.31	112.44	114.59
投资活动现金流	**(433.19)**	**47.53**	**55.03**	**114.66**	**118.20**
债权融资	198.96	199.32	804.97	543.52	484.59
股权融资	44.42	944.74	(1,010.08)	0.00	0.00
其他	(599.53)	(1,736.59)	(641.69)	(1,182.63)	(970.49)
筹资活动现金流	**(356.15)**	**(592.53)**	**(846.80)**	**(639.11)**	**(485.90)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**(342.08)**	**(48.58)**	**(247.32)**	**12.46**	**15.46**

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	0.65%	12.94%	1.00%	9.62%	10.89%
营业利润	-6.35%	34.94%	17.86%	-14.07%	14.60%
归属于母公司净利润	4.63%	16.81%	27.93%	-14.64%	13.06%
获利能力					
毛利率	56.86%	57.41%	57.95%	57.97%	57.98%
净利率	18.62%	19.26%	24.40%	19.00%	19.37%
ROE	9.49%	9.27%	14.02%	11.55%	12.57%
ROIC	17.18%	20.20%	26.25%	22.78%	27.18%
偿债能力					
资产负债率	19.18%	16.88%	27.07%	25.05%	23.86%
净负债率	-2.63%	8.14%	11.24%	15.83%	18.04%
流动比率	3.75	3.27	1.74	2.01	2.19
速动比率	2.88	2.42	1.29	1.35	1.56
营运能力					
应收账款周转率	13.00	15.25	13.37	22.39	22.39
存货周转率	3.44	3.48	3.62	3.56	3.61
总资产周转率	0.42	0.43	0.41	0.46	0.50
每股指标（元）					
每股收益	0.74	0.86	1.10	0.94	1.06
每股经营现金流	0.78	0.86	0.95	0.93	0.67
每股净资产	7.76	9.28	7.85	8.13	8.45
估值比率					
市盈率	17.40	14.90	11.65	13.64	12.07
市净率	1.65	1.38	1.63	1.58	1.52
EV/EBITDA	15.54	7.68	6.87	7.54	6.57
EV/EBIT	18.40	8.70	7.17	7.94	6.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com