

九牧王(601566)/纺织服装

投资收益大幅增加, 高分红依旧

评级: 增持(维持)

市场价格: 14.18

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

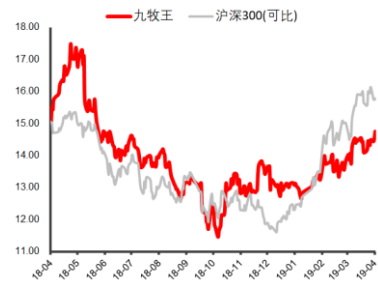
Email: wangys@r.qizq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	575
流通股本(百万股)	575
市价(元)	14.18
市值(百万元)	8148
流通市值(百万元)	8148

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 拟与时尚品牌 Kitsune 设立合资公司, 丰富品牌矩阵
- 2 九牧王: 外延并购持续推进, 主业逐步恢复
- 3 九牧王 2018H1 点评: Q2 收入增速略有放缓, 运营能力提升
- 4 九牧王 2017 年报&2018 一季报点评: 收入业绩增速回升, 高分红凸显价值

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2565.13	2733.22	2995.53	3267.70	3544.31
增长率 yoy%	12.94%	6.55%	9.60%	9.09%	8.46%
净利润	494.06	533.59	569.45	614.17	666.77
增长率 yoy%	16.81%	8.00%	6.72%	7.85%	8.56%
每股收益(元)	0.86	0.93	0.99	1.07	1.16
每股现金流量	0.86	0.78	0.65	0.99	1.05
净资产收益率	9.27%	12.04%	12.88%	13.79%	14.69%
P/E	16.71	15.48	14.50	13.45	12.38
PEG	0.99	1.93	2.16	1.71	1.45
P/B	1.55	1.86	1.87	1.85	1.82

备注: 收盘价为 2019 年 4 月 25 日

投资要点

- 公司发布 2018 年年报, 期内实现营收 27.33 亿元 (+6.55%), 分别实现归母/扣非净利润 5.34/3.61 亿元, 分别同增 8.00%/-17.89%。2019Q1 单季度实现营收 8.01 亿元 (+7.20%), 实现归母/扣非净利润 2.72/1.53 亿元, 分别同增 4 0.12%/-17.11%。同时公布利润分配预案, 拟每 10 股现金派息 10 元(含税), 按现价计算股息率 7.05%。
- 主品牌增速有所放缓, 新品牌高速增长延续
 - 主品牌: 增速放缓, 渠道调整基本完毕。2018 年/19Q1 主品牌分别实现营收 23.82/6.74 亿元 (+0.21%/+0.19%), 受公司“关小开大”、“关亏促盈”渠道战略的影响, 门店数量较去年同期分别净减 51/32 家至 2411/23 93 家, 拓店进度略低预期。但渠道调整已基本完毕, 2018H2 环比净开店 41 家(18H1: -92)、19Q1 直营环比净增 4 家, 预计 2019 全年主品牌门店数量有望净增 70 余家。此外, 期内店效的提升主要受益于单店平均面积增长, 其中 2018 年直营/加盟单店面积环比分别增加 2.35/2.36 平米至 82.65/111.57 平米, 19Q1 直营/加盟单店面积环比分别增加 1.09/2.12 平米至 83.74/113.69 平米。考虑到新开店均为大店(百货 90-100 平、购物中心及专卖 150-200 平), 未来单店面积仍有较大提升空间, 进而促进店效提升。
 - 新品牌: FUN 保持较快增长, ZIOZIA 并表增厚营收。1) FUN 2018 年营收同增 61.45%至 2.13 亿元, 一方面来自产品力提升, 继续进行 IP 联名款的合作(10 月推出轻黑暗系列 Black Fun), 不断加强各产品线的产品风格; 另一方面来自渠道扩张, 期内通过受让 Beentrill 大中华区商标专用权、开设独立潮牌生活方式店, 快速拓展全国市场, 门店净增 77 家至 207 家。此外, 单店面积环比也在持续提升, 直营/经销环比分别增加 2.75/6.80 平米至 95.62/115.26 平米。19Q1 FUN 受高基数、春节提前及气候波动影响, 营收增速放缓致 10.8%(收入 616 万元)。后续随高基数因素消除, 预计全年仍有望实现较快增长。2) Nasty Palm(原 J1) 换标基本完成, 2018 年/19Q1 营收分别为 1152/783 万元, 同期 J1 营收分别为 1304/256 万元(-38.24%/-63.46%)。3) Ziozia 于 2018.6 月并表增厚整体收入, 2018 年/19Q1 营收分别为 4863/2918 万元。
- 投资收益大幅增加, 推动净利率提升。2018 年受终端疲软影响, 公司加大了直营渠道的折扣力度, 导致毛利率同降 0.8PCTs 至 56.61%。费用方面, 因新品牌并表、H2 集中开店的影响, 销售/管理费用率分别提升 0.68/0.78PCTs 至 27.76%/6.97%, 融资贴息补助冲减 973.06 万元, 使得财务费用率将降至-0.05%。另外, 资产减值损失同增 44.31%至 1.13 亿元, 主要因报告期内存货(+9.14%)增加导致计提的存货跌价准备相应增长。但受益于出售财通证券部分股票产生的投资收益 1.6 亿元, 净利率保持 19.52%(+0.26PCTs)。19Q1 公司仍通过折扣促进销售, 毛利率同降 1.56PCTs 至 56.67%, 后期随终端压力减轻, 折扣有望提升。同期销售/管理/财务费用率分别+3.22(ZIOZIA 并表; 1-2 月终端销售不理想, 商场刚性费用仍照常结算)/-0.42/+0.32PCTs, 但持续受益于投资收益的大幅增加(主要来自出售财通证券的剩余股票), 净利率提升 8.03PCTs 至 33.89%。
- 稳健运营依旧。2018 年公司存货余额为 8.06 亿元(+9.14%, 新品牌并表、原有品牌库存略有增加), 但存货周转天数同减 8 天至 235 天。同期应收账款余额为 1.78 亿元(+19.19%), 周转天数较为稳定为 22 天(+1 天)。此外,

期内经营活动净现金流为 4.46 亿元，保持平稳。

- **盈利预测及估值：**公司三大服装平台战略稳步推进，以拓宽客群、为公司注入新活力。2018 年主品牌渠道调整基本到位，2019 年有望实现净开店（预计超 70 家）。同时，年轻化、时尚化的新品牌有望保持快速增长，逐渐成为业绩新驱动力。此外，公司现金充裕（2019Q1 账面现金 5.7 亿元/理财产品 11.9 亿元）且分红可观（2017-2019 利润分配率不低于 70%）。预计 2019/20/21 年净利润分别为 5.69/6.14/6.67 亿元，对应 EPS0.99/1.07/1.16 元。维持增持评级。
- **风险因素。**宏观经济增速放缓，终端消费低迷；新品牌经营效果和外延拓展进度不及预期。

图表 1: 九牧王盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2826	2571	2548	2566	营业收入	2733	2996	3268	3544
现金	499	400	300	200	营业成本	1186	1298	1406	1520
应收账款	178.49	169.32	184.47	200.05	营业税金及附加	37.53	39.54	42.15	45.37
其他应收款	23.34	25.04	27.39	29.77	营业费用	758.78	835.75	885.55	960.51
预付账款	41.00	38.31	42.86	46.86	管理费用	190.41	203.70	212.40	228.61
存货	806.47	901.64	965.86	1045.99	财务费用	-1.41	16.33	18.03	19.05
其他流动资产	1277.71	1037.02	1027.64	1043.59	资产减值损失	113.06	90.00	75.00	75.00
非流动资产	3261.49	3489.68	3628.90	3759.75	公允价值变动收益	-13.47	-5.77	-6.36	-8.53
长期投资	357.55	320.28	328.31	330.51	投资净收益	247.13	202.54	142.54	142.54
固定资产	543.91	487.30	424.35	358.23	营业利润	665.89	708.60	764.32	829.87
无形资产	129.06	121.47	116.34	111.74	营业外收入	4.62	2.00	2.00	2.00
其他非流动资产	2230.97	2560.63	2759.89	2959.28	营业外支出	1.60	1.00	1.00	1.00
资产总计	6087.51	6061.00	6177.11	6326.02	利润总额	668.91	709.60	765.32	830.87
流动负债	1607.93	1510.58	1608.82	1682.47	所得税	142.20	141.92	153.06	166.17
短期借款	300.00	310.73	309.76	288.56	净利润	526.71	567.68	612.26	664.69
应付账款	728.82	685.45	774.43	841.60	少数股东损益	-6.88	-1.77	-1.91	-2.08
其他流动负债	579.11	514.40	524.63	552.31	归属母公司净利润	533.59	569.45	614.17	666.77
非流动负债	43.78	127.35	113.96	107.70	EBITDA	774.39	824.33	884.59	952.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.93	0.99	1.07	1.16
其他非流动负债	43.78	127.35	113.96	107.70					
负债合计	1651.71	1637.93	1722.78	1790.17	主要财务比率				
少数股东权益	3.38	1.61	-0.31	-2.38	会计年度	2018.00	2019E	2020E	2021E
股本	574.64	574.64	574.64	574.64	成长能力				
资本公积	2575.80	2575.80	2575.80	2575.80	营业收入	0.07	0.10	0.09	0.08
留存收益	1128.48	1276.80	1316.33	1408.46	营业利润	0.09	0.06	0.08	0.09
归属母公司股东权益	4432.42	4421.46	4454.63	4538.23	归属于母公司净利润	0.08	0.07	0.08	0.09
负债和股东权益	6087.51	6061.00	6177.11	6326.02	获利能力				
					毛利率(%)	56.61%	56.66%	56.96%	57.12%
现金流量表					净利率(%)	19.52%	19.01%	18.80%	18.81%
					ROE(%)	12.04%	12.88%	13.79%	14.69%
					ROIC(%)	29.19%	32.22%	35.79%	39.71%
会计年度	2018.00	2019E	2020E	2021E	偿债能力				
经营活动现金流	445.99	373.99	566.70	604.66	资产负债率(%)	0.27	0.27	0.28	0.28
净利润	526.71	567.68	612.26	664.69	净负债比率(%)	0.30	0.25	0.25	0.23
折旧摊销	109.91	99.41	102.24	103.15	流动比率	1.76	1.70	1.58	1.53
财务费用	-1.41	16.33	18.03	19.05	速动比率	1.17	1.02	0.90	0.81
投资损失	-247.13	-202.54	-142.54	-142.54	营运能力				
营运资金变动	-55.66	-92.61	-32.94	-47.93	总资产周转率	0.44	0.49	0.53	0.57
其他经营现金流	113.55	-14.27	9.66	8.23	应收账款周转率	15.41	15.92	17.11	17.06
投资活动现金流	-13.04	108.33	-73.26	-89.85	应付账款周转率	1.87	1.84	1.93	1.88
资本支出	111.36	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
长期投资	-129.86	327.65	207.01	200.49	每股收益(最新摊薄)	0.93	0.99	1.07	1.16
其他投资现金流	-31.55	435.98	133.75	110.63	每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.65	0.99	1.05
筹资活动现金流	-341.60	-581.33	-593.43	-614.81	每股净资产(最新摊薄)	7.71	7.69	7.75	7.90
短期借款	300.00	10.73	-0.97	-21.20	估值比率				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	15.48	14.50	13.45	12.38
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	1.86	1.87	1.85	1.82
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	7.20	6.77	6.31	5.86
其他筹资现金流	-641.60	-592.06	-592.46	-593.60					
现金净增加额	106.56	-99.00	-100.00	-100.00					

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。