

九牧王 (601566)

证券研究报告

2019年04月29日

投资收益贡献利润增长，高分红彰显稳健价值

2018 年实现营收 27.3 亿 (+6.6%)，归母净利润 5.34 亿 (+8%)，扣非净利润 3.6 亿 (-18%)，EPS 为 0.93 元，2018Q4 实现营收 8.1 亿 (+3.9%)，归母净利润 1.84 亿 (+22%)。19Q1 公司营收 8 亿 (+7.2%)，归母净利润 2.7 亿 (+40%)，扣非净利润 1.53 亿 (-17%)，18 全年及 19 一季度扣非净利略低于预期。18Q4 单季度收入 8.1 亿 (+3.9%)，扣非净利润 3878 万元 (-64.5%)。全年扣非净利润下降主要系 ZIOZIA 并表及存货减值影响较大。每 10 股派息 10 元，分红比例 108%，对应现价股息率 7.1%，股息率符合预期，分红持续可观。

分品牌：主品牌基本持平，FUN 维持高增长。2018 年九牧王品牌营收 23.8 亿 (+0.21%)，占公司年度营收 90%以上，整体持平。FUN 品牌实现营收 2.1 亿 (+61.5%)，持续快速增长得益于公司销售渠道拓宽、供应链充分整合、重视产品研发及品牌推广。J1/NASTYPALM/VIGANO 作为公司拓展品牌，定位能时尚年轻、偏向中高端，未来增长可期。

2019Q1 九牧王品牌营收 6.74 亿 (+0.19%)，FUN 营收 6161 万元 (+10.8%)，ZIOZIA 营收 2918 万元，NASTYPALM/VIGANO 低基数下维持较高增长。

分渠道：2018 年结束净关店，预计 2019 年仍保持净开店。截止 2018 年/2019Q1 报告期内共有线下门店 2774 家/2760 家（直营 901 家/906 家，加盟 1873 家/1854 家）；公司通过关闭业绩不良门店优化线下渠道，2018 年全年净开 37 家，19Q1 净关店 14 家，店铺处于动态调整过程中，预计全年仍将是净开店。2018 年全年加盟渠道收入占比 51.5%，直营渠道占比 34.8%。公司整体线下收入较高，占总营收 88.4% (-1.2pct)，线上营收占比 11.6% (+1.23pct)，线上占比仍有较大提升空间。

分产品：裤类占比下降，夹克 T 恤占比有所提升。2018 年男裤占主营业务收入 41.1% 仍是公司核心产品，夹克/T 恤营收较上年同比增长 15.3%/40.2%，主要系报告期内 FUN 品牌业务增多所致，非裤类提升代表产品多样化有所提升。

盈利能力：2018 全年毛利率同比下降 0.80pct 至 56.61%，毛利率基本保持稳定；19Q1 毛利率降低 1.56pct 至 56.67%。2018 年全年销售费用率同比提升 0.70pct 至 27.76%，主要系品牌推广；管理费用率同比提升 1.13pct 至 8.24%，财务费用率同比下降 0.38pct 至 -0.05%；研发费用率同比提升 0.35pct 至 1.27%。净利率整体提升 0.08pct 至 19.27%，整体盈利能力良好。存货周转天数 234.5 天，减少 8.6 天。**盈利预测：**考虑到财通减持影响和费用投入周期，上调 2019 年的 EPS 至 1.01 元（原为 0.94 元）下调 2020 年 EPS 至 0.86 元（原为 1.06 元），预测 2021 年 EPS 为 0.98 元。考虑到公司有可观的分红比例（108%）与股息率。资产质量优秀，保持高分红比例，主业经营稳健，维持“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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,565.13	2,733.22	2,920.13	3,184.46	3,575.99
增长率(%)	12.94	6.55	6.84	9.05	12.30
EBITDA(百万元)	675.41	757.79	751.24	637.67	712.16
净利润(百万元)	494.06	533.59	578.92	496.01	562.38
增长率(%)	16.81	8.00	8.49	(14.32)	13.38
EPS(元/股)	0.86	0.93	1.01	0.86	0.98
市盈率(P/E)	16.32	15.11	13.93	16.25	14.34
市净率(P/B)	1.51	1.82	1.84	1.78	1.67
市销率(P/S)	3.14	2.95	2.76	2.53	2.25
EV/EBITDA	7.68	6.78	8.45	9.00	8.24

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（维持评级）
当前价格	13.9 元
目标价格	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)	7,987.46
流通 A 股市值(百万元)	7,987.46
每股净资产(元)	8.19
资产负债率(%)	24.32
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	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《九牧王-首次覆盖报告:主业稳健发展，分红比例高的现金牛型投资标的》2019-02-11
- 《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

图 1：截至 2018 年期末渠道情况

门店类型	2017		2018	
	数量 (家)	面积 (平方米)	数量 (家)	面积 (平方米)
JOEONE品牌				
直营店	712	52643	699	57769
加盟店	1750	184374	1712	191008
VIGANO品牌				
直营店	7	652	13	931
FUN品牌				
直营店	66	5880	92	8797
加盟店	64	6516	115	13255
J1/NASTYPALM品牌				
直营店	12	1344	15	1378
加盟店	22	2685	20	2636
ZIOZIA品牌				
直营店	-	-	82	9602
加盟店	-	-	26	2321
合计	2633	254094	2774	287697

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：截至 2019Q1 期末渠道情况

门店类型	2018		2019Q1	
	数量 (家)	面积 (平方米)	数量 (家)	面积 (平方米)
JOEONE品牌				
直营店	699	57769	703	58867
加盟店	1712	191008	1690	192128
VIGANO品牌				
直营店	13	931	12	881
FUN品牌				
直营店	92	8797	89	8547
加盟店	115	13255	120	14015
J1/NASTYPALM品牌				
直营店	15	1378	15	1442
加盟店	20	2636	17	2238
ZIOZIA品牌				
直营店	82	9602	87	10472
加盟店	26	2321	27	2372
合计	2774	287697	2760	290961

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：截至 2018 年期末门店情况

品牌	门店类型	2017门店数 (家)	2018门店数 (家)	2018新开 (家)	2018关店 (家)
JOEONE	直营	712	699	68	81
	加盟	1750	1712	154	192
VIGANO	直营	7	13	6	0
	加盟	66	92	35	9
FUN	直营	66	92	35	9
	加盟	64	115	62	11
J1/NASTYPALM	直营	12	15	11	8
	加盟	22	20	6	8
ZIOZIA	直营	-	82	15	9
	加盟	-	26	7	9
合计		2633	2774	364	327

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 4：截至 2019Q1 期末门店情况

品牌	门店类型	2018门店数 (家)	2019Q1门店数 (家)	2019Q1新开 (家)	2019Q1关店 (家)
JOEONE	直营	699	703	11	7
	加盟	1712	1690	23	45
VIGANO	直营	13	12	0	1
	FUN 直营	92	89	0	3
J1/NASTYPALM	加盟	115	120	5	0
	直营	15	15	2	2
ZIOZA	加盟	20	17	0	3
	直营	82	87	5	0
合计	其他	26	27	1	0
		2774	2760	47	61

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 5：截至 2018 年期末分品牌情况

品牌类型	营业收入 (万元)	YOY (%)	营业成本 (万元)	YOY (%)	毛利率 (%)	比上期增减(pct)
JOEONE	238173.42	0.21	102280.24	2.33	57.06	-0.88
FUN	21267.70	61.45	8049.14	60.98	62.15	0.11
ZIOZIA	4862.60	-	1712.06	-	64.79	-
J1	1304.26	-38.24	971.05	-26.57	25.55	-11.82
NASTYPALM	1152.90	-	691.96	-	39.98	-
VIGANO	630.34	972.74	218.71	1527.31	65.30	-11.83
其他	-	-100.00	-	-100.00	-	-
合计	267391.22	5.62	113923.16	6.83	57.39	-0.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：截至 2019Q1 期末分品牌情况

品牌类型	营业收入 (万元)	YOY (%)	营业成本 (万元)	YOY (%)	毛利率 (%)	比上期增减(pct)
JOEONE	67442.07	0.19	29120.15	5.04	56.82	-1.99
FUN	6161.68	10.80	2314.38	9.44	62.44	0.47
ZIOZIA	2918.05	-	783.20	-	73.16	-
J1	256.30	-63.48	57.83	-88.76	77.44	50.77
NASTYPALM	783.31	340.95	648.01	602.53	17.27	-30.80
VIGANO	317.75	71.62	92.35	73.04	70.94	-0.23
合计	77879.16	5.33	33015.92	8.25	57.61	-1.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：截至 2018 年期末直营及加盟情况

门店类型	营业收入 (万元)	YOY (%)	营业成本 (万元)	YOY (%)	毛利率 (%)	比上期增减(pct)
直营店	93221.91	7.07	31521.26	8.19	66.19	-0.35
加盟店	137671.25	4.29	65511.78	6.33	52.41	-0.91
其他	36498.06	7.09	16890.12	6.27	53.72	0.36
合计	267391.22	5.62	113923.16	6.83	57.39	-0.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 8：截至 2019Q1 期末直营及加盟情况

门店类型	营业收入 (万元)	YOY (%)	营业成本 (万元)	YOY (%)	毛利率 (%)	比上期增减(pct)
直营店	30837.01	5.25	11101.04	12.54	64	-2.33
加盟店	38682.41	1.46	18293.32	5.4	52.71	-1.77
其他	8359.74	28.32	3621.56	10.47	56.68	7
合计	77879.16	5.33	33015.92	8.25	57.61	-1.14

资料来源：公司公告，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	376.86	499.00	233.61	254.76	286.08	营业收入	2,565.13	2,733.22	2,920.13	3,184.46	3,575.99
应收票据及应收账款	316.79	333.90	410.38	192.75	484.54	营业成本	1,092.44	1,186.00	1,267.10	1,381.80	1,551.69
预付账款	27.49	41.00	23.35	47.74	35.00	营业税金及附加	33.37	37.53	29.20	34.19	35.68
存货	738.95	806.47	883.68	952.97	1,115.32	营业费用	694.29	758.78	803.04	875.73	983.40
其他	1,307.90	1,141.62	1,489.92	1,417.20	1,357.48	管理费用	182.45	190.41	203.53	221.96	249.25
流动资产合计	2,767.98	2,821.99	3,040.94	2,865.41	3,278.42	研发费用	23.58	34.88	37.96	38.21	42.91
长期股权投资	293.95	357.55	357.55	357.55	357.55	财务费用	8.32	(1.41)	1.96	3.62	(1.39)
固定资产	433.79	543.91	553.16	578.80	601.29	资产减值损失	78.34	113.06	88.54	88.00	96.53
在建工程	4.09	21.42	48.85	77.31	76.39	公允价值变动收益	0.14	(13.47)	(0.03)	0.00	0.00
无形资产	119.23	129.06	121.86	114.66	107.46	投资净收益	111.99	247.13	230.00	60.00	60.00
其他	2,729.34	2,209.55	2,158.82	2,118.61	2,120.72	其他	(246.10)	(485.58)	(459.93)	(120.00)	(120.00)
非流动资产合计	3,580.39	3,261.49	3,240.24	3,246.94	3,263.41	营业利润	609.88	665.89	718.76	600.95	677.91
资产总计	6,412.74	6,087.51	6,398.79	6,174.35	6,603.04	营业外收入	1.77	4.62	15.59	7.33	9.18
短期借款	0.00	300.00	863.30	180.12	352.03	营业外支出	7.44	1.60	3.92	4.32	3.28
应付票据及应付账款	536.39	728.82	568.29	849.37	762.54	利润总额	604.21	668.91	730.43	603.96	683.81
其他	329.90	579.11	438.49	473.54	568.22	所得税	111.83	142.20	155.29	111.73	126.51
流动负债合计	866.29	1,607.93	1,870.08	1,503.04	1,682.79	净利润	492.37	526.71	575.14	492.22	557.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(1.69)	(6.88)	(3.78)	(3.78)	(5.07)
应付债券	199.32	0.00	132.76	110.69	81.15	归属于母公司净利润	494.06	533.59	578.92	496.01	562.38
其他	17.09	43.78	24.95	28.60	32.44	每股收益(元)	0.86	0.93	1.01	0.86	0.98
非流动负债合计	216.40	43.78	157.70	139.30	113.59						
负债合计	1,082.69	1,651.71	2,027.78	1,642.34	1,796.39	主要财务比率					
少数股东权益	0.00	3.38	(0.21)	(3.93)	(8.89)		2017	2018	2019E	2020E	2021E
股本	574.64	574.64	574.64	574.64	574.64	成长能力					
资本公积	2,575.80	2,575.80	2,575.80	2,575.80	2,575.80	营业收入	12.94%	6.55%	6.84%	9.05%	12.30%
留存收益	3,745.32	3,704.28	3,796.57	3,961.30	4,240.91	营业利润	34.94%	9.18%	7.94%	-16.39%	12.81%
其他	(1,565.72)	(2,422.30)	(2,575.80)	(2,575.80)	(2,575.80)	归属于母公司净利润	16.81%	8.00%	8.49%	-14.32%	13.38%
股东权益合计	5,330.04	4,435.80	4,371.00	4,532.01	4,806.66	获利能力					
负债和股东权益总	6,412.74	6,087.51	6,398.79	6,174.35	6,603.04	毛利率	57.41%	56.61%	56.61%	56.61%	56.61%
						净利率	19.26%	19.52%	19.83%	15.58%	15.73%
						ROE	9.27%	12.04%	13.24%	10.94%	11.68%
						ROIC	20.20%	22.19%	28.99%	18.54%	24.94%
						偿债能力					
						资产负债率	16.88%	27.13%	31.69%	26.60%	27.21%
						净负债率	-3.33%	0.02%	18.97%	2.75%	5.52%
						流动比率	3.27	1.76	1.69	1.95	1.98
						速动比率	2.42	1.26	1.22	1.31	1.32
						营运能力					
						应收账款周转率	8.27	8.40	7.85	10.56	10.56
						存货周转率	3.48	3.54	3.46	3.47	3.46
						总资产周转率	0.43	0.44	0.47	0.51	0.56
						每股指标(元)					
						每股收益	0.86	0.93	1.01	0.86	0.98
						每股经营现金流	0.86	0.78	-0.42	1.75	0.23
						每股净资产	9.28	7.71	7.61	7.89	8.38
						估值比率					
						市盈率	16.32	15.11	13.93	16.25	14.34
						市净率	1.51	1.82	1.84	1.78	1.67
						EV/EBITDA	7.68	6.78	8.45	9.00	8.24
						EV/EBIT	8.70	7.54	8.81	9.49	8.68

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	492.37	526.71	578.92	496.01	562.38
折旧摊销	99.03	109.91	30.52	33.09	35.64
财务费用	8.45	6.71	1.96	3.62	(1.39)
投资损失	(111.99)	(247.13)	(230.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	59.68	463.99	(620.49)	534.48	(401.70)
其它	(51.13)	(414.20)	(3.81)	(3.78)	(5.07)
经营活动现金流	496.42	445.99	(242.91)	1,003.43	129.86
资本支出	31.99	290.27	78.83	76.34	46.16
长期投资	32.83	63.61	0.00	0.00	0.00
其他	(17.29)	(366.93)	(22.35)	(40.73)	(35.37)
投资活动现金流	47.53	(13.04)	56.49	35.61	10.79
债权融资	199.32	499.70	1,062.62	379.57	551.52
股权融资	944.74	(855.17)	(155.46)	(3.62)	1.39
其他	(1,736.59)	13.88	(986.13)	(1,393.83)	(662.23)
筹资活动现金流	(592.53)	(341.60)	(78.97)	(1,017.89)	(109.33)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(48.58)	91.35	(265.39)	21.15	31.32

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