

九牧王(601566)/纺织服装
主品牌实现净开店, 投资收益拉动利润增长
评级: 增持(维持)

市场价格: 11.31

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

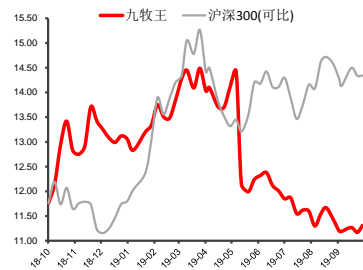
Email: wangys@r.qlzq.com.cn

研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	575
流通股本(百万股)	575
市价(元)	11.31
市值(百万元)	6499
流通市值(百万元)	6499

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 2017 年报&2018 一季报点评: 收入业绩增速回升, 高分红凸显价值
- 4 九牧王 2018H1 点评: Q2 收入增速略有放缓, 运营能力提升
- 5 九牧王 18 年报&19 年一季报点评: 投资收益大幅增加, 高分红依旧

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	2942.43	3178.44	3422.97
增长率 yoy%	12.94%	6.55%	7.65%	8.02%	7.69%
净利润	494.06	533.59	556.63	574.79	626.13
增长率 yoy%	16.81%	8.00%	4.32%	3.26%	8.93%
每股收益(元)	0.86	0.93	0.97	1.00	1.09
每股现金流量	0.86	0.78	0.64	0.93	0.99
净资产收益率	9.27%	12.04%	12.63%	13.06%	14.08%
P/E	12.97	12.01	11.51	11.15	10.23
PEG	0.77	1.50	2.67	3.42	1.15
P/B	1.20	1.45	1.45	1.46	1.44

备注: 收盘价为 2019 年 10 月 25 日

投资要点

- **公司发布 2019Q3 财报, 期内实现营收 20.25 亿元 (+5.37%), 分别实现归母/扣非净利润 3.81/2.31 亿元, 分别同比+8.88%/-28.28%。2019Q3 单季度实现营收 6.71 亿元 (+1.64%), 分别实现归母/扣非净利润 0.56/0.36 亿元, 分别同比-35.81%/-52.74%。归母及扣非净利润的差值主要来自期内公司处置持有的财通证券股份所带来的投资收益。**
- **主品牌重回净开店, 收入增长稳健。**期内主品牌实现营收 17.03 亿元, 同比+0.35%, 主要受益于渠道扩张及单店面积的增长。从渠道数量看, 主品牌前三季度净增门店 45 家至 2456 家; 其中 Q3 为集中开店期, 单季度净增 46 家, 且直营及加盟渠道均得以扩张, 门店数量分别净增 25/21 家。同时, 公司贯彻“关小开大”的策略, 促进店效提升, 直营/加盟平均单店面积较年初分别提升 9.91/6.21 平米至 92.56/117.78 平米。未来, 预计单店面积的提升, 叠加新开门店逐步进入收获期, 有望推动主品牌业绩持续增长。
- **新品牌持续发力, 保持高增长。**①FUN 期内实现营收 1.85 亿元, 同比+25.75%, 一方面受益于加盟渠道的快速拓展, 其加盟门店数量较去年同期净增 37 家 12 9 家 (FUN 整体同比净增 44 家至 218 家); 另一方面是依靠单店面积的持续提升, 其中直营/加盟平均单店面积分别同比提升 18.80/10.00 平米至 111.66/118.46 平米, 可比门店店效保持高单位数增长。②Vigano 营收同比+47.72% 至 689.32 万元, 主要由于品牌处于成长期, 内生增长强劲, 其报表端店效同比+92.03%。③Nasty Palm (原 J1) 换标调整完成, 期内营收同比+139.77% 至 1577.39 万元。④Ziozia 受 2018 年 6 月并表影响, 营收同比+326.80% 至 6015.90 万元。
- **毛利率微降, 投资收益增厚净利率。**在终端需求较弱的背景下, 期内终端折扣率较上年同期略有提升, 导致公司毛利率同比-0.23PCTs 至 56.85%。费用方面, Q3 因直营门店增加, 使得销售/管理及研发费用率+3.51/+0.18PCTs 至 29.32%/8.54%; 汇兑损失增加以及利息收入减少使得财务费用率同比+0.16PCTs 至 0.51%。此外, 期内公司处置其持有的财通证券股份, 使得公允价值变动收益同比减少 5853.82 万元, 而投资收益同比增加 1.87 亿元。综合来看, 公司净利率+0.25PCTs 至 18.35%。
- **整体运营稳健, 经营性现金流略有下降。**期内公司存货为 9.18 亿元, 环比/同比+28.93%/+11.15%, 周转天数为 266 天 (+11 天)。同期应收账款余额为 1.36 亿元 (-3.23%), 周转天数较为稳定为 21 天 (+1 天)。此外, 公司经营活动净现金流同比-68.93% 至 8389.13 万元, 主要是由于期内新开店及备货导致购买商品、接受劳务支付的现金同比+17.06%。
- **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 年实现净开店。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。预计 2019/20/21 年净利润分别为 5.57/5.74/6.26 亿元, 对应 EPS0.97/1.0/1.09 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				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2826	2550	2514	2520	营业收入	2733	2942	3178	3423
现金	499	400	300	200	营业成本	1186	1277	1374	1475
应收账款	178.49	166.31	179.43	193.20	营业税金及附加	37.53	38.84	41.00	43.81
其他应收款	23.34	24.60	26.64	28.76	营业费用	758.78	823.88	883.60	941.32
预付账款	41.00	37.69	41.87	45.49	管理费用	190.41	200.08	206.60	220.78
存货	806.47	887.02	943.69	1015.25	财务费用	-1.41	16.44	19.02	21.59
其他流动资产	1277.71	1034.10	1022.73	1036.92	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	692.62	715.25	779.23
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	6039.40	6143.26	6279.36	利润总额	668.91	693.62	716.25	780.23
流动负债	1607.93	1501.76	1627.01	1728.37	所得税	142.20	138.72	143.25	156.05
短期借款	300.00	316.03	349.96	365.08	净利润	526.71	554.89	573.00	624.18
应付账款	728.82	674.33	756.65	816.87	少数股东损益	-6.88	-1.73	-1.79	-1.95
其他流动负债	579.11	511.40	520.40	546.42	归属母公司净利润	533.59	556.63	574.79	626.13
非流动负债	43.78	127.35	113.96	107.70	EBITDA	774.39	808.47	836.50	903.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.93	0.97	1.00	1.09
其他非流动负债	43.78	127.35	113.96	107.70					
负债合计	1651.71	1629.11	1740.97	1836.07					
少数股东权益	3.38	1.65	-0.14	-2.09	主要财务比率				
股本	574.64	574.64	574.64	574.64	会计年度	2018.00	2019E	2020E	2021E
资本公积	2575.80	2575.80	2575.80	2575.80	成长能力				
留存收益	1128.48	1263.97	1264.13	1315.62	营业收入	0.07	0.08	0.08	0.08
归属母公司股东权益	4432.42	4408.64	4402.43	4445.39	营业利润	0.09	0.04	0.03	0.09
负债和股东权益	6087.51	6039.40	6143.26	6279.36	归属于母公司净利润	0.08	0.04	0.03	0.09
					获利能力				
					毛利率(%)	56.61%	56.59%	56.77%	56.90%
					净利率(%)	19.52%	18.92%	18.08%	18.29%
					ROE(%)	12.04%	12.63%	13.06%	14.08%
					ROIC(%)	29.19%	31.65%	33.82%	37.81%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	0.27	0.27	0.28	0.29
					净负债比率(%)	0.30	0.26	0.27	0.27
					流动比率	1.76	1.70	1.55	1.46
					速动比率	1.17	1.02	0.88	0.78
					营运能力				
					总资产周转率	0.44	0.49	0.52	0.55
					应收账款周转率	15.41	15.77	17.03	17.00
					应付账款周转率	1.87	1.82	1.92	1.88
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.93	0.97	1.00	1.09
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.64	0.93	0.99
					每股净资产(最新摊薄)	7.71	7.67	7.66	7.74
					估值比率				
					P/E	12.01	11.51	11.15	10.23
					P/B	1.45	1.45	1.46	1.44
					EV/EBITDA	4.81	4.61	4.46	4.12

现金流量表				
会计年度	2018.00	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	445.99	368.81	532.78	570.87
净利润	526.71	554.89	573.00	624.18
折旧摊销	109.91	99.41	102.24	103.15
财务费用	-1.41	16.44	19.02	21.59
投资损失	-247.13	-202.54	-142.54	-142.54
营运资金变动	-55.66	-82.65	-27.14	-42.19
其他经营现金流	113.55	-16.74	8.21	6.67
投资活动现金流	-13.04	108.33	-73.26	-89.85
资本支出	111.36	0.00	0.00	0.00
长期投资	-129.86	327.65	207.01	200.49
其他投资现金流	-31.55	435.98	133.75	110.63
筹资活动现金流	-341.60	-576.15	-559.52	-581.02
短期借款	300.00	16.03	33.93	15.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	-641.60	-592.18	-593.45	-596.14
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。