

疫情影响叠加一次性收益消除，致20年业绩压力较大

——九牧王 (601566.SH) 2019 年年报及 2020 年一季报点评

公司简报

中性 (下调)

当前价：10.43 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-52523339

lijie_yjs@ebscn.com

孙未末 (执业证书编号：S0930517080001)

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

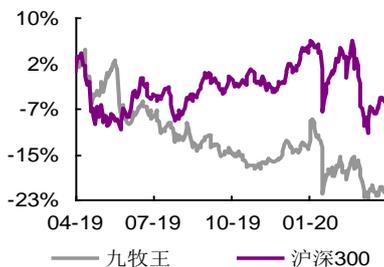
总股本(亿股)：5.75

总市值(亿元)：59.94

一年最低/最高(元)：10.08/13.73

近3月换手率：19.18%

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|--------|
| 相对 | -7.89 | -6.18 | -19.65 |
| 绝对 | -0.34 | -11.34 | -25.18 |

资料来源：Wind

相关研报

零售端仍疲软，投资收益促业绩增长——九牧王 (601566.SH) 2019 年三季报点评

..... 2019-10-26
收入表现平稳，费用压力仍较大，投资收益贡献净利增长——九牧王 (601566.SH) 2019 年中报点评..... 2019-08-22
零售疲软、费用刚性拖累盈利水平，投资收益增厚业绩——九牧王 (601566.SH) 2018 年报及 2019 年一季报点评

..... 2019-04-27

◆19 年收入增长 5%、净利下滑 31%，20Q1 业绩现较大幅度下滑

公司 2019 年实现营业收入 28.57 亿元、同比增 4.53%，归母净利润 3.70 亿元、同比下降 30.64%，扣非净利润 2.02 亿元、同比降 44.05%，EPS0.64 元，拟每股派息 0.65 元 (含税)。扣非净利润降幅较大主要为费用率提升及资产减值损失增加等影响。

分季度看，19Q1~Q4 单季度收入分别同比增 7.20%、7.53%、1.64%、2.53%，下半年收入增速放缓主要为 ZIOZIA 品牌 (18.6.30 并表) 并表效应消除以及零售仍疲软影响、另外四季度暖冬天气不利于冬装销售，归母净利润分别同比增 40.12%、-21.97%、-35.81%、-105.77%，Q4 亏损 0.11 亿元，Q1 增幅较大主要为出售财通证券贡献投资收益，二季度以来净利润下滑为投资收益贡献减弱、费用率同比上升以及资产减值损失增加所致。

20Q1 收入同比降 27.63%至 5.79 亿元，归母净利润同比降 76.67%至 6313 万元，扣非净利润同比降 72.72%至 4174 万元。收入和利润降幅较大主要为国内疫情影响销售同时成本费用刚性所致 (收入下滑、同时期间费用基本持平)，另外非经常性损益亦降幅较大、净减少 0.96 亿元，系 19Q1 存在出售财通证券带来的较大投资收益所致。

◆收入拆分：19 年主品牌持平、FUN 增速突出，20Q1 除 FUN 外均有下滑

1) 分品牌来看，主品牌继续占据主导，19 年收入占比 86%，FUN 等小品牌规模较小。其中，主品牌九牧王收入 23.95 亿元、同比增 0.56%持平；FUN 收入 2.66 亿元、同比增 25.04%；ZIOZIA 收入 1.04 亿元、同比增 114.81%；其他品牌合计 3396 万元。

20Q1 九牧王、FUN、ZIOZIA、其他品牌收入分别同比-30.77%、+12.96%、-3.82%、-37.06%。

2) 分渠道来看，线下占比仍为主导，19 年收入占比 89%；线下、线上收入分别同比增 5.70%、-3%。分门店类型来看，直营店、加盟店在总收入中占比分别为 36%、50%，收入分别同比增 8.31%、1.59%。

20Q1 线上、线下收入分别同比+19.43%、-30.73%，线上占比自 19Q1 的 8.61%提升至 13.97%，线下收入中直营店、加盟店分别-20.46%、-37.45%。

◆渠道拆分：门店数 19 年净增加、20Q1 有所收缩

1) 渠道数量方面：2019 年末公司总渠道 2932 家、较年初净增 5.70%。

分品牌来看，主品牌九牧王渠道总数为 2501 家 (净增 3.73%，下同)，其中直营店 766 家 (+9.59%)、加盟店 1735 家 (+1.34%)；FUN 品牌门店数 246 家 (+18.84%)，其中直营店 95 家 (+3.26%)、加盟店 151 家 (+31.30%)；ZIOZIA 品牌门店 139 家 (+28.70%)，其中直营店 119 家 (+45.12%)、加盟店 20 家 (-23.08%)。

分渠道类型来看，所有品牌合计共有直营店、加盟店分别为 1017 家、1915 家，分别较 19 年初增 12.87%、2.24%。

2020 年 3 月末公司门店为 2897 家、较年初减少 1.19%，其中主品牌、FUN、ZIOZIA、其他品牌门店数分别为 2471 家 (-1.20%)、246 家 (+0)、140 家 (+0.72%)、40 家 (-13.04%)。

2) 同店增长方面：根据线下门店收入增速和外延增速，推算 19 年总体同店增长约为-1%，其中主品牌九牧王、FUN 同店增长约为-2.6%、5%。

20Q1 线下同店增长约为-26%，其中九牧王品牌同店降幅较大、超过 30%，FUN 同店为正增长，ZIOZIA 品牌同店个位数下滑。

3) 单店面积方面：公司渠道优化、单店面积近年持续提升，19 年九牧王品牌、FUN、ZIOZIA 单店面积分别提升 9.17%、10.32%、1.84%。

◆费用率提升幅度较大，投资收益贡献减弱

毛利率：19 年毛利率同比提升 0.13PCT 至 56.74%，其中主品牌九牧王、FUN、ZIOZIA、其他品牌毛利率分别为 56.87% (-0.19PCT)、60.34% (-1.81PCT)、71.68% (+6.89PCT)、44.70% (-23.85PCT)。其中主品牌毛利率基本持平，FUN 毛利率略下降系加盟开店增加、占比提升，ZIOZIA 毛利率提升幅度较大主要为直营店占比增加，其他品牌毛利率降幅较大主要为小品牌收缩调整所致。

20Q1 九牧王品牌、FUN、ZIOZIA、其他品牌毛利率分别同比+1.06、-2.56、+2.81、-8.21PCT。

19Q1~20Q1 公司单季度毛利率分别为 56.67% (-1.56PCT)、57.18% (-0.69PCT)、56.80% (+1.63PCT)、56.47% (+0.98PCT)、57.50% (+0.83PCT)。

费用率：19 年期间费用率同比上升 5.67PCT 至 41.62%，主要为直营店数量占比提升、小品牌拓展费用增加等影响。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 32.33% (+4.57PCT)、7.16% (+0.20PCT)、1.51% (+0.24PCT)、0.61% (+0.66PCT)。销售费用率提升幅度较大主要为新开店及直营店占比提升背景下装修费、职工薪酬、商场管理费等增加。

20Q1 受疫情影响收入下滑、同时费用刚性（期间费用总额基本持平）背景下，期间费用率同比提升 10.59PCT 至 39.78%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别提升 7.67、3.85、0.50、-1.43PCT。

其他财务指标：1) 19 年末存货较 19 年初增加 8.27%至 8.73 亿元。存货周转率为 1.47、较 18 年的 1.53 有所放缓。从存货库龄结构来看，1 年以内、1~2 年、2~3 年、3 年以上存货占比分别为 66.92% (同比+0.40PCT)、19.54% (-0.50PCT)、8.36% (+0.71PCT)、5.19% (-0.60PCT)。

20 年 3 月末存货较年初减少 13.33%、同比上年同期增加 0.38%；存货周转率为 0.30、较 19Q1 的 0.44 放缓较明显。

2) 应收账款 19 年末较 19 年初减少 3.94%至 1.71 亿元，应收账款周转率为 16.33、较 18 年的 16.63 变化不大。

20 年 3 月末应收账款较年初增加 53.58%至 2.63 亿元、同比上年同期增加 66.32%，应收账款周转率为 2.67、较 19Q1 的 4.75 放缓明显。

3) 投资收益+公允价值变动收益合计 19 年净减少 2448 万元，20Q1 净减少 1.21 亿元（19Q1 有出售财通证券带来的较大投资收益贡献）。

4) 19 年资产减值损失+信用减值损失同比增 44.35%至 1.63 亿元，主要为计提存货跌价准备增加所致；20Q1 继续同比大幅增加 2194.29%至 4509 万元。

5) 经营活动净现金流 19 年同比减少 42.20%至 2.58 亿元、净减少 1.88 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付现金流出增加（净增加 0.81 亿元）所致。20Q1 经营净现金流同比增 5.51%至 1.08 亿元，主要为采购支付现金同比减少 32.74%、降幅超过销售商品收到现金，另外支付税费有所减少。

◆疫情影响短期业绩，长期关注公司多品牌发展及高分红

公司经营目标为 20 年收入 24 亿元，成本费用合计 22 亿元，净开店 50~100 家。

我们认为：1) 疫情影响 20 年一季度收入和利润出现较大幅度下滑，公司线下渠道占比较高，短期疫情对零售和消费意愿的压制作用仍存、业绩存在压力。同时 19 年投资收益增厚业绩贡献较大，20 年该一次性影响消除。

2) 公司长期发展策略并未变化，目前主品牌占主导，FUN 品牌成长较快、20 年一季度在疫情影响下收入仍保持正增长，期待未来成为新增长点。

3) 公司近年保持了较高的派息率，股东回报较为可观。同时 20 年 3 月末账上货币资金 5.52 亿元、交易性金融资产 8.16 亿元，资金实力和抗风险能力相对较强。

考虑到疫情影响仍存、未来经济和消费需求端的恢复仍存不确定性，我们下调公司 20~21 年、新增 22 年 EPS 为 0.35、0.60、0.67 元，20 年 PE29 倍，下调至“中性”评级。

◆风险提示：疫情影响超预期致国内消费持续疲软、费用控制不及预期、小品牌培育进展不及预期。

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 2,733 | 2,857 | 2,479 | 2,762 | 2,928 |
| 营业收入增长率 | 6.55% | 4.53% | -13.25% | 11.44% | 6.01% |
| 净利润（百万元） | 534 | 370 | 203 | 344 | 385 |
| 净利润增长率 | 8.00% | -30.64% | -45.04% | 69.30% | 11.77% |
| EPS（元） | 0.93 | 0.64 | 0.35 | 0.60 | 0.67 |
| ROE（归属母公司）（摊薄） | 12.04% | 8.68% | 4.97% | 8.01% | 8.67% |
| P/E | 11 | 16 | 29 | 17 | 16 |
| P/B | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2020 年 4 月 23 日

财务报表与盈利预测

| 利润表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2,733 | 2,857 | 2,479 | 2,762 | 2,928 |
| 营业成本 | 1,186 | 1,236 | 1,111 | 1,192 | 1,237 |
| 折旧和摊销 | 77 | 72 | 66 | 76 | 86 |
| 税金及附加 | 38 | 34 | 20 | 19 | 20 |
| 销售费用 | 759 | 924 | 843 | 912 | 966 |
| 管理费用 | 190 | 205 | 186 | 202 | 214 |
| 研发费用 | 35 | 43 | 50 | 41 | 44 |
| 财务费用 | -1 | 17 | 17 | 19 | 13 |
| 投资收益 | 247 | 100 | 100 | 105 | 110 |
| 营业利润 | 666 | 457 | 258 | 439 | 490 |
| 利润总额 | 669 | 461 | 261 | 442 | 493 |
| 所得税 | 142 | 106 | 57 | 97 | 109 |
| 净利润 | 527 | 355 | 203 | 344 | 385 |
| 少数股东损益 | -7 | -15 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 534 | 370 | 203 | 344 | 385 |
| EPS(按最新股本计) | 0.93 | 0.64 | 0.35 | 0.60 | 0.67 |

| 现金流量表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|------|------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 446 | 258 | 239 | 506 | 513 |
| 净利润 | 534 | 370 | 203 | 344 | 385 |
| 折旧摊销 | 77 | 72 | 66 | 76 | 86 |
| 净营运资金增加 | -645 | -812 | -135 | -141 | -130 |
| 其他 | 480 | 628 | 104 | 227 | 173 |
| 投资活动产生现金流 | -13 | 430 | -80 | -150 | -120 |
| 净资本支出 | -88 | -106 | -150 | -180 | -180 |
| 长期投资变化 | 358 | 327 | 0 | 0 | 0 |
| 其他资产变化 | -283 | 209 | 70 | 30 | 60 |
| 融资活动现金流 | -342 | -812 | -114 | -305 | -364 |
| 股本变化 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债务净变化 | 300 | -227 | 277 | -144 | -110 |
| 无息负债变化 | 269 | 110 | -120 | 82 | 46 |
| 净现金流 | 107 | -123 | 45 | 51 | 30 |

主要指标

| 盈利能力 (%) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 56.6% | 56.7% | 55.2% | 56.8% | 57.7% |
| EBITDA 率 | 19.8% | 25.6% | 19.5% | 20.4% | 21.5% |
| EBIT 率 | 15.8% | 20.5% | 16.8% | 17.7% | 18.6% |
| 税前净利润率 | 24.5% | 16.1% | 10.5% | 16.0% | 16.9% |
| 归母净利润率 | 19.5% | 13.0% | 8.2% | 12.5% | 13.1% |
| ROA | 8.7% | 6.1% | 3.5% | 5.8% | 6.4% |
| ROE (摊薄) | 12.0% | 8.7% | 5.0% | 8.0% | 8.7% |
| 经营性 ROIC | 15.0% | 30.0% | 21.7% | 25.2% | 27.9% |

| 偿债能力 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 27% | 26% | 29% | 27% | 26% |
| 流动比率 | 1.76 | 1.58 | 1.34 | 1.37 | 1.39 |
| 速动比率 | 1.26 | 1.00 | 0.93 | 1.01 | 1.10 |
| 归母权益/有息债务 | 8.87 | 15.62 | 7.45 | 10.58 | 14.99 |
| 有形资产/有息债务 | 11.55 | 19.84 | 9.75 | 13.43 | 18.54 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

| 资产负债表 (百万元) | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产 | 6,088 | 5,807 | 5,793 | 5,934 | 6,014 |
| 货币资金 | 499 | 401 | 446 | 497 | 527 |
| 交易性金融资产 | 305 | 658 | 658 | 678 | 698 |
| 应收账款 | 178 | 171 | 194 | 168 | 178 |
| 应收票据 | 155 | 150 | 136 | 152 | 161 |
| 其他应收款(合计) | 23 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 806 | 873 | 679 | 577 | 442 |
| 其他流动资产 | 813 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| 流动资产合计 | 2,826 | 2,366 | 2,223 | 2,184 | 2,120 |
| 其他权益工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 358 | 327 | 327 | 327 | 327 |
| 固定资产 | 544 | 513 | 534 | 573 | 608 |
| 在建工程 | 21 | 28 | 36 | 47 | 55 |
| 无形资产 | 129 | 146 | 188 | 234 | 278 |
| 商誉 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| 其他非流动资产 | 9 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 非流动资产合计 | 3,261 | 3,442 | 3,570 | 3,750 | 3,894 |
| 总负债 | 1,652 | 1,535 | 1,691 | 1,629 | 1,566 |
| 短期借款 | 300 | 273 | 550 | 406 | 296 |
| 应付账款 | 472 | 517 | 467 | 501 | 520 |
| 应付票据 | 257 | 285 | 256 | 274 | 285 |
| 预收账款 | 104 | 142 | 124 | 138 | 146 |
| 其他流动负债 | -17 | 81 | 81 | 81 | 81 |
| 流动负债合计 | 1,608 | 1,500 | 1,656 | 1,594 | 1,531 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动负债 | 44 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 非流动负债合计 | 44 | 35 | 35 | 35 | 35 |
| 股东权益 | 4,436 | 4,273 | 4,103 | 4,305 | 4,448 |
| 股本 | 575 | 575 | 575 | 575 | 575 |
| 公积金 | 2,863 | 2,863 | 2,863 | 2,863 | 2,863 |
| 未分配利润 | 841 | 735 | 564 | 766 | 910 |
| 归属母公司权益 | 4,432 | 4,265 | 4,095 | 4,297 | 4,440 |
| 少数股东权益 | 3 | 8 | 8 | 8 | 8 |

| 费用率 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 27.76% | 32.33% | 34.00% | 33.00% | 33.00% |
| 管理费用率 | 6.97% | 7.16% | 7.50% | 7.30% | 7.30% |
| 财务费用率 | -0.05% | 0.61% | 0.69% | 0.68% | 0.44% |
| 研发费用率 | 1.28% | 1.51% | 2.00% | 1.50% | 1.50% |
| 所得税率 | 21% | 23% | 22% | 22% | 22% |

| 每股指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|------|------|-------|-------|-------|
| 每股红利 | 1.00 | 0.65 | 0.25 | 0.42 | 0.47 |
| 每股经营现金流 | 0.78 | 0.45 | 0.42 | 0.88 | 0.89 |
| 每股净资产 | 7.71 | 7.42 | 7.13 | 7.48 | 7.73 |
| 每股销售收入 | 4.76 | 4.97 | 4.31 | 4.81 | 5.10 |

| 估值指标 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|------|------|-------|-------|-------|
| PE | 11 | 16 | 29 | 17 | 16 |
| PB | 1.4 | 1.4 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EV/EBITDA | 7.5 | 7.7 | 10.9 | 9.0 | 7.8 |
| 股息率 | 9.6% | 6.2% | 2.4% | 4.0% | 4.5% |

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 买入 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上; |
| 增持 | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%; |
| 中性 | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%; |
| 减持 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%; |
| 卖出 | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上; |
| 无评级 | 因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |