

零售端仍疲软，投资收益促业绩增长

——九牧王 (601566.SH) 2019 年三季度报点评

公司简报

增持 (维持)

当前价: 11.15 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

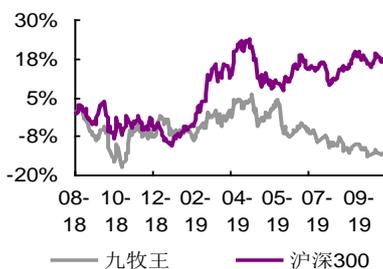
总股本(亿股): 5.75

总市值(亿元): 64.07

一年最低/最高(元): 10.56/13.82

近3月换手率: 18.31%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.29	-7.47	-24.97
绝对	-2.40	-5.46	-2.75

资料来源: Wind

相关研报

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

零售不振拖累增速放缓，投资收益和高分红可期——九牧王 (601566.SH) 2018 年三季报点评

..... 2018-10-28

◆Q3 收入增速放缓，归母净利润降幅扩大

公司 2019 年 1~9 月实现营业收入 20.25 亿元、同比增 5.37%，归母净利润 3.81 亿元、同比增 8.88%，扣非净利润 2.31 亿元、同比降 28.28%，EPS0.66 元。扣非净利润下降主要为费用率提升、毛利率下降及资产减值损失增加等影响，归母净利润实现增长主要为出售财通证券获得投资收益贡献。

分季度看，19Q1~Q3 单季度收入分别同比增 7.20%、7.53%、1.64%，Q3 收入增速放缓主要为 ZIOZIA 品牌 (18.6.30 并表) 并表效应 19Q3 消除以及零售仍疲软影响，归母净利润分别同比增 40.12%、-21.97%、-35.81%，Q2 以来下滑主要为出售财通证券收益主要于一季度贡献投资收益、二季度投资收益同比为减少，费用率刚性、同比继续上升，以及资产减值损失增加所致。

◆收入拆分：主品牌持平、FUN 增速相对较高

1) 分品牌来看，主品牌继续占据主导、收入占比 86%，FUN 等小品牌规模较小。其中，主品牌九牧王收入 17.03 亿元、同比增 0.35%持平；FUN 收入 1.85 亿元、同比增 25.74%；ZIOZIA 前三季度收入 6016 万元、上半年仍有并表增厚效应；NASTYPALM、VIGANO 收入分别为 1577 万元、689 万元，体量仍较小。

2) 分渠道来看，线下占比仍为主导、收入占比 90%；线下、线上收入分别同比增 4.74%、7.38%。线下拆分来看，直营店、加盟店在总收入中占比分别为 35%、53%，收入分别同比增 6.76%、2.16%。

◆渠道拆分：主品牌直营店净增、加盟店持平

1) 渠道数量方面:2019 年 9 月末公司总渠道 2835 家、较年初净增 2.20%。

分品牌来看，主品牌九牧王渠道总数为 2456 家 (较年初+45 家，净增 1.87%，下同)，其中直营店 753 家 (+7.73%)、加盟店 1703 家 (-0.53%)；FUN、NASTYPALM 品牌渠道数量分别为 218 家 (+11)、32 家 (-3)；VIGANO、ZZ 门店各为 10 家 (-3)、119 家 (+11)。

分渠道类型来看，所有品牌合计共有直营店、加盟店分别为 974 家、1861 家，分别较年初增 8.10%、-0.64%。

2) 同店增长方面：根据线下门店收入增速和外延增速，扣除有并表效应的 ZZ 品牌，推算总体同店增长约为 0.2%持平，其中主品牌九牧王同店增长约为-1.5%，主要因上半年为净关店、三季度开店目前贡献时间还较短。

3) 单店面积方面：公司渠道优化、单店面积提升较为明显，总体平均单店面积增 6%。主品牌九牧王直营店、加盟店单店平均面积分别增 12%、6%，FUN 直营店、加盟店单店平均面积分别增 17%、3%；其他品牌体量较小、单店面积存波动。

◆毛利率降、费用率升，备货致现金流降幅较大，投资收益增厚业绩

毛利率：19 年前三季度毛利率同比降 0.23PCT 至 56.85%，其中主品牌九牧王、FUN、ZIOZIA、NASTYPALM、VIGANO、其他品牌毛利率分别为

57.28% (-0.40PCT)、60.59% (-4.67PCT)、71.15% (+16.49PCT)、26.94% (-11.60PCT)、72.75% (+1.73PCT)、72.08% (+49.35PCT)。其中规模较大的主品牌和 FUN 品牌毛利率下降主要为促销增加所致。

19Q1~Q3 单季度毛利率分别为 56.67% (-1.56PCT)、57.18% (-0.69PCT)、56.80% (+1.63PCT)。

费用率：期间费用率同比上升 3.84PCT 至 38.36%，主要为直营店数量占比提升、新品牌拓展费用增加、并入的 ZIOZIA 品牌亏损等影响。其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 29.32%(+3.52PCT)、6.92%(-0.10PCT)、1.62% (+0.27PCT)、0.51% (+0.15PCT)。销售费用率提升幅度较大主要为广告宣传费、职工薪酬增加。

其他财务指标：1) 19 年 9 月末存货较年初增加 13.86%至 9.18 亿元，较 18 年 9 月末增加 11.16%。存货周转率为 1.01、较上年同期的 1.05 变化不大。

2) 应收账款较年初减少 23.98%至 1.36 亿元，较 18 年 9 月末减少 3.23%；应收账款周转率为 12.89，较上年同期的 13.25 小幅降低；

3) 投资收益同比大幅增加 283%至 2.53 亿元、以及公允价值变动收益为-5832 万元，主要为公司出售财通证券股份获得投资收益 1.62 亿元贡献。

4) 资产减值损失同比增 51.69%至 9555 万元，主要为计提存货跌价准备增加所致；

5) 经营活动净现金流同比减少 68.93%至 0.84 亿元、净减少 1.86 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付现金流出增加所致。其中，销售商品获得现金同比增 0.70%至 22.11 亿元，而购买商品、接受劳务支付现金净增 1.50 亿元至 10.32 亿元，主要为公司增加秋冬季备货所致。

◆备货增加关注 Q4 销售，投资收益和高分红是亮点

我们认为：1) 零售环境疲软背景下，公司主品牌九牧王收入表现平稳，三季度开店增加，下半年开店有望逐步贡献业绩。同时公司 19 年秋冬积极备货，叠加 20 年春节提前带来的销售旺季前置，有望为 19Q4 销售带来提振。2) 19Q1 公司出售财通证券股份获得投资收益对业绩贡献较大，另外公司积极参与和发掘投资项目，投资了多个产业基金，19 年 9 月末账上货币资金 3.23 亿元+交易性金融资产 7.83 亿元+其他债权类投资 4.97 亿元+其他非流动金融资产 12.75 亿元。3) 公司股息率持续较高，2016~2018 年均为 8.84%。

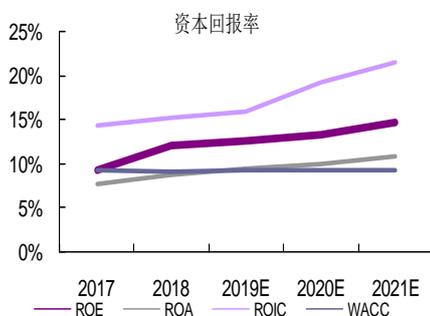
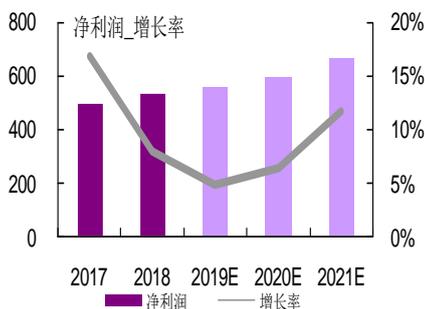
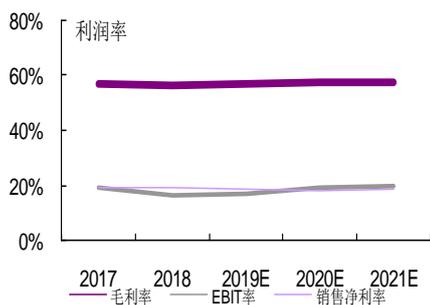
总体来看公司收入端波动较小，费用率升、毛利率降使得利润端承压，19 年投资收益对净利贡献较大、促净利实现增长。我们维持公司 19 年~21 年 EPS 为 0.97、1.04、1.16 元，对应 19 年 PE11 倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：终端消费疲软、费用控制不及预期、并购整合不当。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,565	2,733	2,948	3,235	3,562
营业收入增长率	12.94%	6.55%	7.85%	9.73%	10.13%
净利润 (百万元)	494	534	560	595	665
净利润增长率	16.81%	8.00%	4.87%	6.35%	11.76%
EPS (元)	0.86	0.93	0.97	1.04	1.16
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.27%	12.04%	12.67%	13.37%	14.71%
P/E	13	12	11	11	10
P/B	1.2	1.4	1.5	1.4	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 10 月 25 日



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,565	2,733	2,948	3,235	3,562
营业成本	1,092	1,186	1,258	1,371	1,507
折旧和摊销	99	110	44	47	49
营业税费	33	38	37	40	45
销售费用	694	759	811	867	944
管理费用	182	190	239	259	285
财务费用	8	-1	0	1	-1
公允价值变动损益	0	-13	1	1	1
投资收益	112	247	210	150	158
营业利润	610	666	717	765	858
利润总额	604	669	747	795	888
少数股东损益	-2	-7	1	1	1
归属母公司净利润	494	534	560	595	665

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	6,413	6,088	5,900	6,016	6,162
流动资产	2,832	2,826	2,633	2,746	2,892
货币资金	377	499	590	647	712
交易型金融资产	1	305	0	1	2
应收账款	150	178	164	180	199
应收票据	167	155	206	226	249
其他应收款	16	19	19	21	23
存货	739	806	799	812	843
可供出售投资	2,222	1,648	1,648	1,648	1,648
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	294	358	358	358	358
固定资产	434	544	551	556	559
无形资产	119	129	123	116	111
总负债	1,083	1,652	1,478	1,559	1,635
无息负债	883	1,152	1,149	1,248	1,365
有息负债	199	500	330	311	270
股东权益	5,330	4,436	4,422	4,457	4,527
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	882	841	826	861	930
少数股东权益	0	3	4	5	6

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	496	446	369	538	594
净利润	494	534	560	595	665
折旧摊销	99	110	44	47	49
净营运资金增加	-250	-641	68	13	27
其他	153	444	-303	-117	-147
投资活动产生现金流	48	-13	466	100	108
净资本支出	-56	-88	-50	-50	-50
长期投资变化	294	358	0	0	0
其他资产变化	-190	-283	516	150	158
融资活动现金流	-593	-342	-745	-580	-636
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	0	300	-170	-19	-41
无息负债变化	23	269	-3	99	117
净现金流	-62	107	91	57	66

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.94%	6.55%	7.85%	9.73%	10.13%
净利润增长率	16.81%	8.00%	4.87%	6.35%	11.76%
EBITDA 增长率	29.68%	-4.44%	-1.18%	20.15%	13.04%
EBIT 增长率	35.65%	-7.60%	13.15%	21.44%	13.64%
估值指标					
PE	13	12	11	11	10
PB	1	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	8	8	7	6
EV/EBIT	8	10	9	7	6
EV/NOPLAT	10	12	12	9	8
EV/Sales	1	2	1	1	1
EV/IC	1	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	57.41%	56.61%	57.33%	57.60%	57.68%
EBITDA 率	22.74%	20.39%	18.68%	20.46%	21.00%
EBIT 率	18.88%	16.37%	17.18%	19.01%	19.61%
税前净利润率	23.55%	24.47%	25.36%	24.57%	24.93%
税后净利润率 (归属母公司)	19.26%	19.52%	18.98%	18.40%	18.67%
ROA	7.68%	8.65%	9.50%	9.91%	10.81%
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.27%	12.04%	12.67%	13.37%	14.71%
经营性 ROIC	14.34%	15.26%	15.94%	19.23%	21.60%
偿债能力					
流动比率	3.27	1.76	1.84	1.81	1.82
速动比率	2.42	1.26	1.28	1.28	1.29
归属母公司权益/有息债务	26.74	8.87	13.41	14.32	16.76
有形资产/有息债务	31.06	11.55	16.96	18.37	21.74
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.86	0.93	0.97	1.04	1.16
每股红利	1.00	1.00	0.98	1.04	1.16
每股经营现金流	0.86	0.78	0.64	0.94	1.03
每股自由现金流(FCFF)	1.33	1.96	0.70	0.92	1.01
每股净资产	9.28	7.71	7.69	7.75	7.87
每股销售收入	4.46	4.76	5.13	5.63	6.20

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

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与、不与，也将不会与本报告中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 2019 版权所有。

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