

九牧王 (601566)

2022 年报及 2023 年一季报点评：疫情+投资亏损拖累 22 年业绩，期待变革逐步显效
增持（上调）

2023 年 04 月 26 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

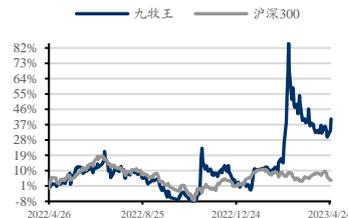
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入（百万元）	2,620	3,015	3,509	4,058
同比	-14%	15%	16%	16%
归属母公司净利润（百万元）	-93	284	355	435
同比	-148%	404%	25%	22%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	-0.16	0.49	0.62	0.76
P/E（现价&最新股本摊薄）	-64.83	21.30	17.06	13.93

关键词：#业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2022 年报&2023 年一季报：1) 2022 年：**营收 26.2 亿元/yoy-14.11%、归母净利润亏损 9342 万元、扣非归母净利润 5619 万元/yoy-67.34%，符合此前业绩预告。其中收入下滑主因疫情影响、公司净关店，扣非归母净利润下滑较多主因计提资产减值损失 2.3 亿元，归母净利润上市以来首次亏损，主要来自交易性金融资产等投资业务净亏损 1.23 亿元拖累。不考虑非经项目及两个子品牌（FUN/ZIOZIA）拖累，22 年九牧王主品牌净盈利 1.5 亿元。**2) 23Q1：**营收 7.72 亿元/yoy+0.84%、归母净利润 9722 万元/同比扭亏、扣非归母净利润 1.02 亿元/-3.36%，随疫情影响减小、消费市场回暖，公司收入止住下跌趋势、23Q1 持平略增，归母净利润同比扭亏、主因公允价值变动亏损缩窄。
- **22 年全品牌&全渠道净关店、收入下滑，23Q1 主品牌九牧王收入恢复增长。1) 分品牌看，**22 年九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比-9.82%/-37.76%/-28.46%，收入分别占比 88%/7%/4%，各品牌在疫情及净关店影响下收入均下滑，22 年末九牧王/FUN/ZIOZIA 门店数量分别为 2204/133/107 家、较 21 年末分别净关 113/96/42 家、对应同比-4.9%/-41.9%/-28.2%。23Q1 九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比+5.48%/-37.61%/-18.06%，FUN/ZIOZIA 受关店影响收入仍有下滑，但主品牌九牧王恢复正增长，体现公司聚焦战略下九牧王品牌市场认可度提升。**2) 分渠道看，**22 年线上/直营/加盟收入分别同比-9.06%/-16.25%/-14.49%，收入分别占比 12%/33%/48%，截至 22 年末直营/加盟门店分别为 745/1699 家、分别较 21 年末净关 163/88 家、对应同比-18%/-4.9%，直营收入下滑主因关店拖累、加盟下滑来自关店及单店收入下滑共同影响。23Q1 线上/直营/加盟收入分别同比+4.74%/-7.41%/+5.95%，线上、加盟恢复增长，23Q1 直营终端零售同比+20%以上、但收入有所下滑、主因报表收入确认延迟，实际终端零售复苏态势较好。截至 23Q1 末直营/加盟门店分别为 729/1664 家、分别较 22 年末净关 16/35 家、较 22Q1 末净关 136/53 家、对应同比-19%/-3%。预计公司 23 年恢复净开店，未来 3-5 年净增 500-1000 家门店。
- **22 年公允价值变动及存货跌价拖累净利，23Q1 好转。1) 毛利率：**22 年同比-0.59pct 至 59.46%，23Q1 同比-1.37pct 至 60.53%、主因直营占比下降/加盟占比提升。**2) 期间费用率：**22 年同比+0.11pct 至 47.88%，23Q1 同比-2.21pct 至 43.63%、主因公司加强控费。**3) 归母净利率：**22 年同比-9.94pct 至-3.57%，主要受资产减值损失 2.3 亿元、公允价值净亏损 1.7 亿元拖累；23Q1 同比+20.09pct 至 12.59%、主因公允价值净亏损缩窄（23Q1 亏损 3157 万元、22Q1 亏损 1.65 亿元）。**4) 存货：**截至 22 年末存货 8.32 亿元/yoy-8.45%，存货周转天数同比增加 48 天至 295 天，疫情导致存货压力提升、但 23Q1 有所改善，截至 23Q1 末存货 7.79 亿元/yoy-11.25%，存货周转天数同比缩短 38 天至 238 天。**5) 现金流：**22 年经营活动净现金 2.7 亿元/yoy+34.5%、23Q1 为 1.7 亿元/yoy+214%、主因成本费用支付减少。截至 23Q1 末公司账上资金 8.95 亿元。
- **盈利预测与投资评级：**公司为国内男裤第一龙头，20 年开启“男裤专家”战略变革，围绕品牌、产品、渠道进行改革。近三年公司持续净关店、叠加疫情反复影响，变革成效尚未在业绩上体现、受投资业务拖累 22 年出现上市以来首次亏损。但 22 年公司的男装第一提及率从 19 年的 6%提升至 22%，购物中心及奥莱店增加 300 家、占比从 19 年的 8%提升至 23%，平均单店面积从 19 年的 110 平升至 150 平，十代店整改超过 850 家、占比达 1/3 以上，渠道/产品/宣传方面的变革效果已经逐步体现。23Q1 随疫情影响减小、主品牌九牧王收入恢复增长、归母净利恢复盈利。我们认为随市场回暖，公司战略变革效果值得期待。考虑公司主业复苏，我们将 23-24 年归母净利分别从 1.67/2.20 亿元上调至 2.84/3.55 亿元、增加 25 年预测值 4.35 亿元，对应 23-25 年 PE 分别为 21/17/14X，期待公司战略变革释放业绩弹性，上调为“增持”评级。
- **风险提示：**疫情反复，金融资产公允价值波动，品牌转型不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.54
一年最低/最高价	6.69/13.86
市净率(倍)	1.57
流通 A 股市值(百万元)	6,056.68
总市值(百万元)	6,056.68

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.69
资产负债率(% ,LF)	33.47
总股本(百万股)	574.64
流通 A 股(百万股)	574.64

相关研究

- 《九牧王(601566): 2022 年三季报点评：疫情下渠道持续调整，投资亏损对业绩拖累较大》
2022-10-28
- 《九牧王(601566): 男裤品类龙头，期待聚焦战略显效》
2022-03-13

表1: 22年公司收入/门店/毛利率按品牌、渠道划分情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收比 重	门店数 (家)	门店净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	2620.09	-14.11%	100.0%	2444	-251	59.46%	-0.59pct
分品牌							
九牧王	2293.98	-9.82%	87.6%	2204	-113	59.08%	-0.45pct
ZIOZIA	99.58	-28.46%	3.8%	107	-42	64.80%	-1.57pct
FUN	177.76	-37.78%	6.8%	133	-96	64.80%	-2.20pct
其他品牌	14.29	-13.38%	0.5%	/	/	88.19%	8.98pct
分渠道							
线上	322.62	-9.06%	12.3%	/	/	65.69%	-4.42pct
线下	2262.99	-13.96%	86.4%	2444	-251	59.64%	-1.71pct
直营	865.64	-16.25%	33.0%	745	-163	71.27%	-0.17pct
加盟	1267.56	-14.49%	48.4%	1699	-88	52.78%	-2.46pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 23Q1年公司收入/门店/毛利率按品牌、渠道划分情况

	23Q1收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收比 重	门店数 (家)	门店同比 净变动 (家)	门店环比 净变动 (家)	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
整体	772.26	0.84%	100.0%	2393	-188	-51	60.53%	-1.37pct
分品牌								
九牧王	689.78	5.48%	89.3%	2165	-92	-39	60.21%	-0.93pct
ZIOZIA	29.27	-18.06%	3.8%	103	-29	-4	75.09%	-5.43pct
FUN	39.68	-37.61%	5.1%	125	-67	-8	64.61%	0.69pct
其他品牌	5.30	38.77%	0.7%	/	/	/	86.86%	1.73pct
分渠道								
线上	76.28	4.74%	9.9%	/	/	/	60.85%	-2.26pct
线下	687.76	0.51%	89.1%	2393	-188	-51	61.23%	-1.10pct
直营	284.73	-7.41%	36.9%	729	-136	-16	69.30%	-1.60pct
加盟	375.07	5.95%	48.6%	1664	-52	-35	56.22%	+0.82pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

九牧王三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,857	3,285	3,764	4,373	营业总收入	2,620	3,015	3,509	4,058
货币资金及交易性金融资产	1,271	1,290	1,733	1,960	营业成本(含金融类)	1,062	1,213	1,405	1,617
经营性应收款项	392	507	515	661	税金及附加	27	27	32	37
存货	832	1,122	1,142	1,373	销售费用	974	1,116	1,298	1,501
合同资产	0	0	0	0	管理费用	213	241	281	325
其他流动资产	363	365	375	379	研发费用	46	54	63	73
非流动资产	2,815	2,941	3,050	3,141	财务费用	21	-3	-4	-17
长期股权投资	195	195	195	195	加:其他收益	14	6	7	8
固定资产及使用权资产	443	570	679	770	投资净收益	0	30	35	41
在建工程	2	2	2	2	公允价值变动	-169	-10	0	0
无形资产	116	116	116	116	减值损失	-236	-83	-83	-83
商誉	11	11	11	11	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	92	92	92	92	营业利润	-114	310	393	488
其他非流动资产	1,957	1,956	1,956	1,956	营业外净收支	2	5	5	5
资产总计	5,672	6,226	6,815	7,514	利润总额	-112	315	398	493
流动负债	1,882	2,146	2,372	2,627	减:所得税	-7	25	36	49
短期借款及一年内到期的非流动负债	591	591	591	591	净利润	-105	290	362	444
经营性应付款项	777	984	1,133	1,304	减:少数股东损益	-12	6	7	9
合同负债	173	194	225	259	归属母公司净利润	-93	284	355	435
其他流动负债	341	376	423	474	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.16	0.49	0.62	0.76
非流动负债	64	64	64	64	EBIT	114	373	440	516
长期借款	40	40	40	40	EBITDA	267	466	551	645
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	59.46	59.78	59.96	60.15
租赁负债	17	17	17	17	归母净利率(%)	-3.57	9.43	10.12	10.72
其他非流动负债	7	7	7	7	收入增长率(%)	-14.11	15.09	16.37	15.63
负债合计	1,945	2,209	2,436	2,691	归母净利润增长率(%)	-148.01	404.35	24.84	22.50
归属母公司股东权益	3,760	4,045	4,400	4,834					
少数股东权益	-34	-28	-21	-12					
所有者权益合计	3,727	4,017	4,379	4,823					
负债和股东权益	5,672	6,226	6,815	7,514					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	270	312	721	500	每股净资产(元)	6.54	7.04	7.66	8.41
投资活动现金流	306	-265	-261	-255	最新发行在外股份(百万股)	575	575	575	575
筹资活动现金流	-401	-18	-18	-18	ROIC(%)	2.34	7.60	8.27	8.86
现金净增加额	177	30	442	227	ROE-摊薄(%)	-2.48	7.03	8.07	8.99
折旧和摊销	152	93	111	129	资产负债率(%)	34.30	35.49	35.74	35.82
资本开支	-55	-295	-295	-295	P/E(现价&最新股本摊薄)	-64.83	21.30	17.06	13.93
营运资本变动	-150	-146	187	-128	P/B(现价)	1.61	1.50	1.38	1.25

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

