

九牧王(601566)

报告日期: 2023年05月10日

男裤专家逆势启航，复刻国货蜕变之路

——九牧王深度报告

投资要点

34年精工匠心的坚实基础，秉承专业品质的持之以恒。老牌男裤专家经历行业沉浮后，2020年逆势之下启航蜕变之路，持续“巩固核心认知+年轻业态转型”，当前经营向好趋势已显现，行业全面回暖之下，业绩弹性有望持续释放。

男裤专家：34年成就行业领先地位

专注于以男裤为核心的中高端商务休闲男装34年，自2000年起连续23年位居国内男裤市场占有率第一名。中国男裤标准参与制定者，男裤累计销售超一亿条，获得“全球销量领先的男裤专家”的市场地位认证。旗下拥有主品牌九牧王，以及定位时尚潮流的副品牌ZIOZIA、FUN。围绕“平台化、多品牌、全渠道”战略，打造三大服装平台，为不同消费者提供差异化产品。

时代缩影：顶峰相见后的十年沉浮

九牧王发展历程亦是我国服装零售行业的缩影。本土龙头服装品牌均经历2011年之后海外品牌及电商带来的冲击，都曾面临产品同质化、品牌形象与渠道老化的问题。部分本土品牌在走出危机后，通过差异化的战略改革，迎来了品牌发展的“第二春”，塑造“年轻、国潮、差异、专业”的品牌形象，从而得以在海外品牌的夹击中实现突围。

18年以来持续高涨的民族自信加速了国货崛起的进程。国货崛起将是较长时间内的顺势所趋，继安踏、李宁、波司登后，预计将会有更多优质的国产服装品牌迎来二次成长。

逆势启航：蜕变之路能否复刻？

聚焦主品牌与男裤品类，巩固消费者认知。聚焦最擅长的男裤品类，在消费者心中植入“全球销量领先的男裤专家”的品牌认知。

精工匠心，以质取胜，夯实男裤硬实力。国际时尚的设计+高品质功能性面料，为公司产品带来明显变化。

民族品牌强势出圈，高频精准投放目标人群。更换中文品牌logo，多次登陆国际时装周，2020年与分众传媒达成亿元级战略合作，精准投放主流消费人群，通过体育营销、事件营销，搭乘主流社交渠道进行全方位的品牌推广。

门店形象持续升级，拥抱年轻化新业态。推广年轻化、现代化全新门店形象——九牧王十代店，目前十代店已超850家（占比接近40%）；逐步向购物中心、奥莱等年轻业态转型，购物中心店占比从2019年的8%提升至23%。

财务对比：向好迹象已现，静待复苏

九牧王男装市占率仅0.6%，疫情期间韧性最强。2022年九牧王/七匹狼/中国利郎/海澜之家的收入相比2019年，分别下滑8%/11%/16%/16%，九牧王战略转型对销售的支撑作用已有所显现。

较高的直营占比使九牧王毛利率与销售费用率高于同行。由于直营占比较高，九牧王毛利率长期维持在56%-60%之间，领先于同行；由于对渠道建设及品牌宣传的投入激增，销售费用率于21-22年攀升至37%以上，仍处于改革的阵痛期。

渠道结构导致资产周转差异。直营+线上占比高于同业，九牧王的存货周转天数在可比同行中处于较高水平。公司应收账款周转天数从2014年的31天稳步改善到2022年的22天，在可比同行中处于优秀水平。

盈利预测及估值

九牧王作为老牌男装品牌，战略变革决心较强，在产品、品牌、营销、渠道各方面都进行了优化调整，有望实现品牌重塑，重新焕发生机。预计公司2023-2025年实现营业收入30.4/34.8/39.5亿元，同比增长16%/14%/13%，实现归母净利润2.97/4.01/4.69亿元，同比分别扭亏为盈/+35%/+17%，截至5月10日65亿市值

投资评级：买入(首次)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

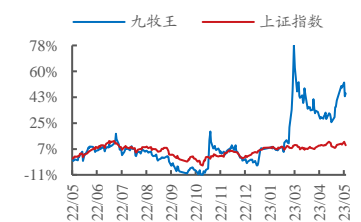
研究助理：邹国强

zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 11.28
总市值(百万元)	6,481.91
总股本(百万股)	574.64

股票走势图



相关报告

对应 PE 为 22/16/14 倍。考虑到公司当前正处于转型期，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ **风险提示：**品牌营销效果不及预期，店效增长不及预期，疫情反复风险

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,620.09	3,044.23	3,481.07	3,947.32
(+/-) (%)	-14.1%	16.2%	14.3%	13.4%
归母净利润	-93.42	297.14	400.70	469.02
(+/-) (%)	/	/	34.9%	17.0%
每股收益(元)	-0.16	0.52	0.70	0.82
P/E	/	21.81	16.18	13.82

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 男裤专家：34 年造就行业领先地位	5
1.1 聚焦男裤 34 年，成就行业领先地位	5
1.2 家族持股集中，管理团队稳定成熟	6
2 时代缩影：顶峰相见后的十年沉浮	7
2.1 服装行业缩影，零售转型推动平缓增长	7
2.2 本土龙头重焕新生，国货崛起时代已至	8
3 逆势启航：蜕变之路能否复刻？	10
3.1 聚焦男裤与主品牌，占领消费者认知	10
3.2 精工匠心，以质取胜，夯实男裤硬实力	11
3.3 民族品牌强势出圈，高频精准投放目标人群	12
3.4 门店形象持续升级，拥抱年轻化新业态	13
4 财务对比：向好迹象已现，静待复苏	16
4.1 收入增长：战略改革的向上动能已显现	16
4.2 盈利能力：高额销售费用投入，正处改革阵痛期	16
4.3 营运能力：渠道结构导致资产周转差异	17
5 盈利预测与估值	18
5.1 盈利预测	18
5.2 估值及投资建议	19
6 风险提示	21

图表目录

图 1: 九牧王六大核心优势.....	5
图 2: 九牧王股权结构 (截至 2023 年一季报)	6
图 3: 九牧王历史业绩复盘.....	8
图 4: 本土服装龙头历史收入及市值复盘.....	9
图 5: 国货崛起具备优异的大环境.....	9
图 6: 公司分品牌收入占比.....	10
图 7: 公司分产品收入占比.....	10
图 8: 波司登与九牧王战略发布会.....	10
图 9: 九牧王 X 国际设计师联名系列	11
图 10: 九牧王男裤系列.....	11
图 11: 波司登品牌 logo 变化.....	12
图 12: 九牧王品牌 logo 变化.....	12
图 13: 2021 年巴黎时装周——“海上丝绸之路”.....	12
图 14: 2022 年巴黎时装周——“盛世中华”	12
图 15: 九牧王户外巨幅广告.....	13
图 16: 九牧王电梯广告投放.....	13
图 17: 九牧王为中国体育代表团打造“中国红”礼服	13
图 18: 九牧王为中国体育代表团打造“中国红”礼服	13
图 19: 波司登与九牧王门店升级.....	14
图 20: “九牧王x万达”第 21 届九牧王男裤节	14
图 21: 九牧王时尚快闪店.....	14
图 22: 主品牌直营店平均单店面积.....	15
图 23: 主品牌加盟店平均单店面积.....	15
图 24: 公司直营店平均单店销售额.....	15
图 25: 公司加盟店平均单店出货额.....	15
图 26: 本土男装龙头收入规模及增速.....	16
图 27: 本土男装龙头利润率及费用率.....	16
图 28: 本土男装龙头扣非后净利润及增速.....	17
图 29: 九牧王历年投资收益.....	17
图 30: 九牧王历年金融资产占比.....	17
图 31: 本土男装企业存货周转天数.....	17
图 32: 本土男装企业应收账款周转天数.....	17
图 33: 九牧王战略改革之后市值及 PE 复盘	20
表 1: 公司旗下主要品牌.....	5
表 2: 公司董事会及高管团队.....	6
表 3: 九牧王线下渠道数量及结构.....	8
表 4: 九牧王收入拆分预测.....	18
表 5: 九牧王盈利预测.....	19
表 6: 可比公司估值 (市值及 PE 按照 5 月 10 日收盘价计算)	19
表附录: 三大报表预测值.....	22

1 男裤专家：34年造就行业领先地位

1.1 聚焦男裤34年，成就行业领先地位

九牧王创始于1989年，专注于以男裤为核心的中高端商务休闲男装34年。自2000年起，九牧王连续23年位居国内男裤市场占有率第一名（中华全国商业信息中心数据），2011年公司于上交所上市，2018年成为中国体育代表团6年礼服供应商，并为第18届亚运会、东京奥运会独家定制礼服。截至2020年，九牧王累计男裤销售量超过1亿条，并且2021年销量在全球同类男装品牌中位列前三（欧睿咨询数据），因此获得“全球销量领先的男裤专家”市场地位认证。

同时，公司作为中国男裤标准参与制定者，拥有19项裤领域实用新型专利，积累1200万人体数据，坚守“23000针、108道工序、30位次熨烫、24项人工检验”等西裤工艺，凭借精工匠心积累了良好的品牌美誉。

图1：九牧王六大核心优势



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司旗下拥有主品牌九牧王，以及定位时尚潮流的副品牌 ZIOZIA、FUN。为突破商务男装单品类市场规模的限制，公司于2017年提出围绕“平台化、多品牌、全渠道”战略，打造三大服装平台，目前已初步形成了：①以主品牌九牧王为核心的“精工质量平台”；②以09年收购的国际潮牌 FUN 为核心的“潮流时尚平台”；③以18年收购的韩国个性化男装 ZIOZIA 为核心的“时尚品质平台”，为不同的目标消费者提供差异化的产品与服务。

此外，公司于2016年以来还通过收购、代理、孵化等方式经营过意式高端裤品牌 VIGANO、韩国设计师潮牌 NASTYPALM 等，但由于难以抵抗疫情冲击，且公司战略调整将资源聚焦到已经具有一定规模和品牌影响的的品牌，目前其他品牌所有门店均已关闭。

表1：公司旗下主要品牌

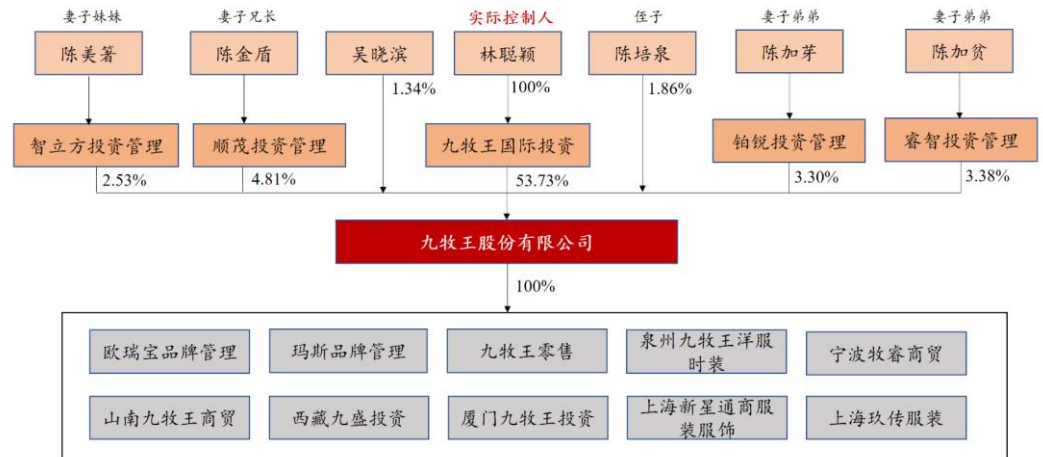
品牌	创立时间	创立地	获得方式	品牌定位	目标消费者	主要产品	收入体量	占比
							(2022年)	
九牧王	1989	中国	自主创立	以男裤为核心的中高端商务休闲男装	25-50岁的精英白领男士	男裤、茄克、衬衫、T恤和西装	22.9亿	87.6%
fun®	1985	新加坡	2009年11月收购	时尚潮牌，乐趣、创意、跨界，原创或联名其他潮牌与IP，融合美式街头风格	“Z世代”年轻消费者（男&女性）	休闲卫衣、T恤、外套及裤装	1.8亿	6.8%
ZIOZIA	1995	韩国	2018年获得中国区经营权	简单、时髦和别具一格的休闲商务男装	80、90后年轻男性消费者	西装、衬衫及时尚通勤休闲装	1.0亿	3.8%

资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

1.2 家族持股集中，管理团队稳定成熟

董事长林聪颖为公司实控人，家族合计持股超 70%。董事长林聪颖通过九牧王国际投资持有公司 53.73%的股份，为实际控制人。顺茂投资、铂锐投资、睿智投资、智立方投资四大机构股东控制人陈金盾、陈加芽、陈加贫、陈美著皆为林聪颖之妻的兄弟姐妹，因此林聪颖家族共控制九牧王超过 70%的股权。公司下设 10 家子公司，涵盖品牌管理、零售、商贸、投资等领域。

图2：九牧王股权结构（截至 2023 年一季报）



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司管理团队多为任职超过 10 年的元老，成熟且稳定。公司通过内部培养和外部引进，已形成一支具有丰富从业经验、过硬专业素养的成熟的管理团队，在服装行业平均从业经验超过 15 年，其中多数在公司上市前即已上任，一路见证公司发展，对公司的战略变革拥有深刻的理解。2021 年伴随着战略转型推进，家族任职人员亦出现变动：10 月，原公司副董事长陈金盾由于年龄原因辞去公司董事职务，由陈加贫先生接任；11 月，林聪颖的长子林泽桓当选为非独立董事，期待为公司注入新活力。

表2：公司董事会及高管团队

姓名	职务	任职日期	学历	介绍
林聪颖	董事长、董事	2010-03	硕士	高级经济师。现兼任九牧王国际董事、九牧王投资董事、九牧王香港董事、厦门九牧王执行董事、九牧王零售董事、九牧王泉州执行董事及总经理等，同时任晋江市政协常委委员、中国服装协会副会长等。
陈加贫	副董事长、董事、副总经理	2010-03	硕士	经济师。现兼任睿智投资执行董事及总经理、九牧王洋服时装董事长及总经理、厦门九牧王投资监事、九牧王商贸执行董事及总经理等。
陈加芽	董事、总经理	2010-03	硕士	经济师。现兼任公司总经理、铂锐投资执行董事及总经理、厦门九牧王总经理、泉州九牧王董事、好易居投资监事等。
林沧捷	董事、副总经理	2010-03	硕士	现兼任欧瑞宝(厦门)投资管理执行董事及总经理、玛斯(厦门)投资管理执行董事及总经理等。
林泽桓	董事	2021-11	本科	董事长林聪颖的长子，现兼任上海新星通商服装服饰有限公司董事长、总经理，上海玖传服装有限公司董事，公司董事长助理、市场品牌中心总监、设计中心总监。

资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2 时代缩影：顶峰相见后的十年沉浮

2.1 服装行业缩影，零售转型推动平缓增长

复盘九牧王的发展历史，大致可以分为四个阶段：

1) 2012年之前：“跑马圈地”式渠道扩张。九牧王早在2000年即达到国内西裤市场占有率第一，此后通过“西裤专家”宣传片、“男裤节”等推广活动，品牌影响力持续筑高。与诸多老牌服装龙头相同，公司抓住了国内百货商场和专卖店业态的发展机遇，快速扩张终端门店，到2011年底，公司门店数已达3140家，三年内净增加了815家，业绩也随之高速增长。当年5月，公司成功登陆上交所挂牌上市。

2) 2012-2014年：行业寒潮之下的“急刹车”。2012年开始，Zara、H&M、优衣库等海外品牌加速进入中国，凭借时尚的终端和产品形象、繁多的SKU以及平民化的价格快速吸引了年轻消费群体，以“双十一”为突破口的电商兴起还对以线下渠道为主的传统服装品牌造成巨大冲击。在此背景下，九牧王2012年业绩增速放缓，并在2013-2014年一度出现倒退。面对较大的库存压力，公司中止此前乐观的开店规划，转而主动关闭亏损及低效店铺，两年内净关店319家。值得一提的是，该阶段公司在商品管理、零售运营等方面实施了一系列举措，如打通分公司、加盟商及线上订单库存，组织扁平化调整以提高快反能力等，为后一阶段的零售转型打下一定基础。

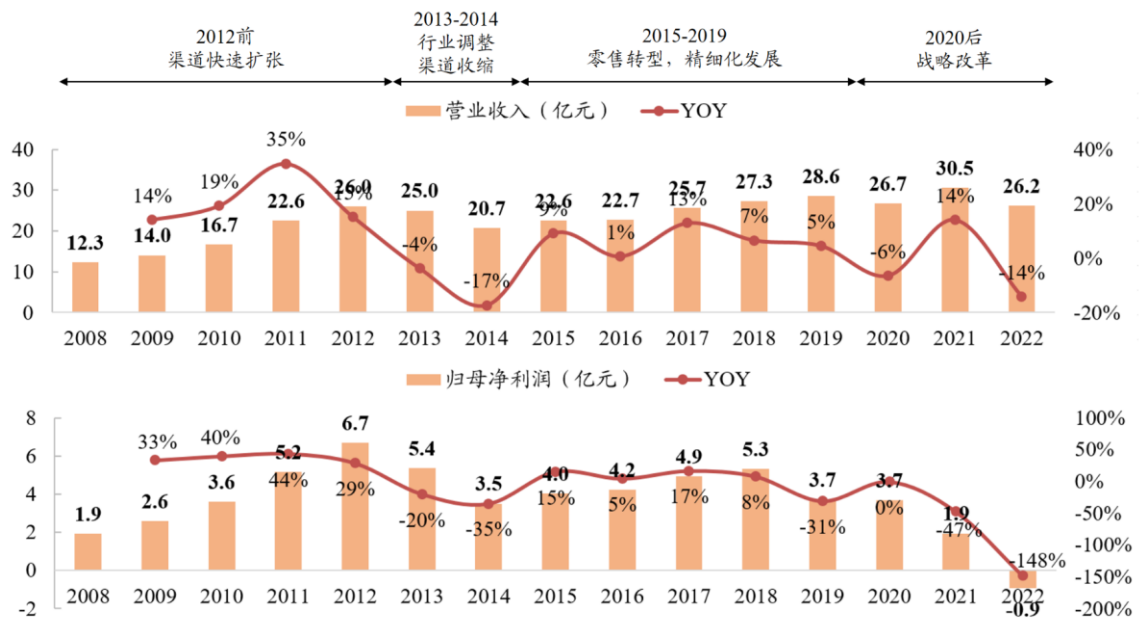
3) 2015-2019年：启动零售转型与多品牌发展。公司于2015年正式启动零售转型，期望从过去粗放式的增长转变为由精细化运营带动增长。具体内容包括：

- 持续关亏促盈，优化渠道结构：关闭低效店铺的同时，整改中高店效店铺，包括面积扩大、位置调整及形象升级，该阶段九牧王直营店平均面积从58平增长到94平；
- 打造可复制的标准店铺：大范围推广标准化零售运营体系，引入专业咨询公司对店长及导购进行系统培训，建立信息平台加强终端与总部的沟通；
- 加大对加盟商的指导与支持：加强数据分析并高频指导加盟商的商品采买、运营策略，通过品牌推广、商品政策支持帮助加盟商消化库存；
- 更改线上渠道定位：由原来的去库存定位，变为以销售线上专供款为主。

此外，公司从2016年开始实行多品牌发展战略，其中FUN、ZIOZIA品牌快速发展。零售运营能力的提升以及多品牌运作，使得公司在主品牌店铺数量减少的情况下，整体销售额仍取得正向增长。

4) 2020年之后：逆境之下重新启航。2020年在疫情冲击下，公司收入同比下滑6%至27亿元，再次回到2012年的水平，站在10年前的起点上，公司重振旗鼓开启全面的战略改革，改革后的两年内持续受到疫情影响，尽管经营层面已看到诸多亮点，但收入端尚未有明显增长，而净利润端由于各项费用激增而大幅下滑，2022年扣非后归母净利润5619万(-67%)，由于投资业务的亏损，归母净利润-9342万，为公司历年以来首次亏损。

图3: 九牧王历史业绩复盘



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

表3: 九牧王线下渠道数量及结构

单位: 家	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
总门店	2325	2525	2710	3140	3264	3124	2945	2792	2779	2633	2774	2932	2756	2695	2444
净增加		200	185	430	124	-140	-179	-153	-13	-146	141	158	-176	-61	-251
主品牌-九牧王						3087	2912	2737	2673	2462	2411	2501	2348	2317	2204
净增加							-175	-175	-64	-211	-51	90	-153	-31	-113
其中: 直营店						741	838	829	834	712	699	766	714	673	569
加盟店						2346	2074	1,908	1839	1750	1712	1735	1634	1644	1635
副品牌						37	33	55	106	171	363	431	408	378	240
净增加							-4	22	51	65	192	68	-23	-30	-138
其中: FUN						37	33	55	87	130	207	246	253	229	133
ZIOZIA											108	139	147	149	107
其他品牌									19	41	48	46	8	0	0

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

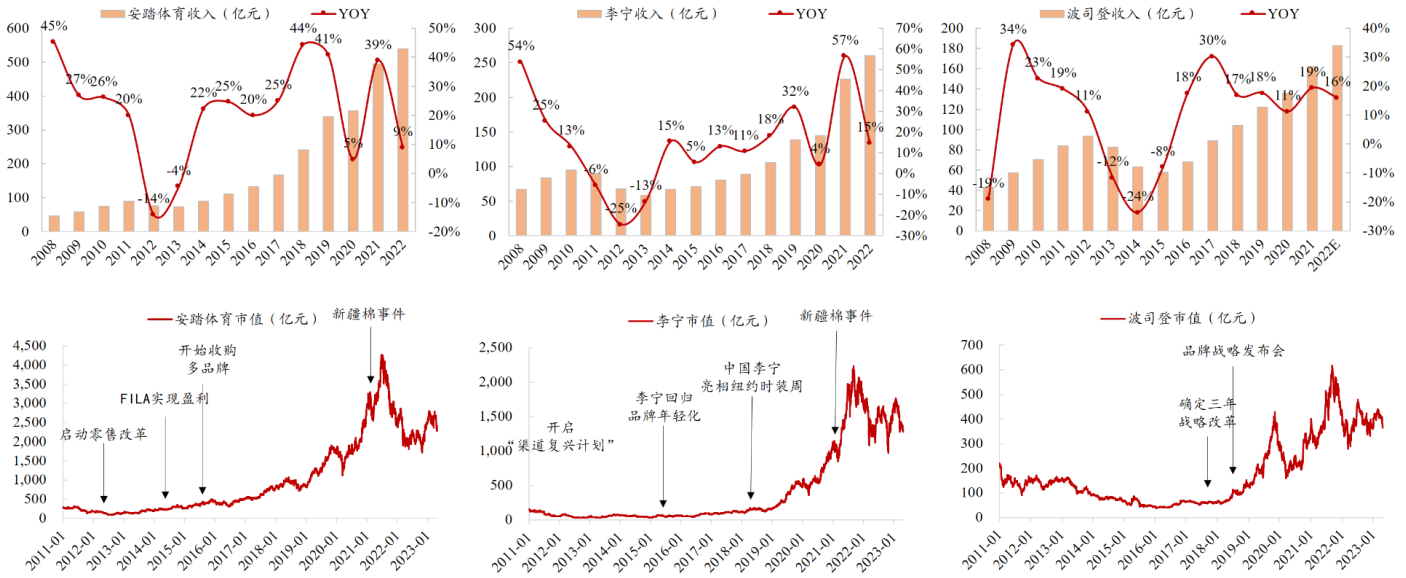
2.2 本土龙头重焕新生, 国货崛起时代已至

九牧王近二十年的发展历程亦是我国服装零售行业的缩影。安踏、李宁、特步、波司登等本土龙头服装品牌均经历了2011年之前“跑马圈地”式的渠道扩张, 同时难逃2011年之后海外品牌及电商带来的冲击, 此后他们均开展了大刀阔斧的零售转型(精简渠道+去库存), 都曾面临产品同质化、品牌形象与渠道老化的问题。

但以安踏、李宁、波司登为代表的部分本土品牌在走出库存危机后, 通过差异化的战略改革, 迎来了品牌发展的“第二春”。其中, 安踏的二次成长来自16年后以FILA为代表的多品牌高效运营, 李宁的二次成长开始于14年李宁回归后开启产品全面年轻化以及18年亮相纽约时装周, 而波司登的二次成长开始于17年确定“聚焦羽绒服主航道”的全新品牌战略。我们看到尽管几家公司在具体改革举措上存在较大差异, 但是他们的改革方向却

是殊途同归，均从产品、品牌、渠道、供应链四个方面持续塑造“年轻、国潮、差异、专业”的品牌形象，从而得以在海外品牌的夹击中实现突围。

图4：本土服装龙头历史收入及市值复盘



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2018年以来持续高涨的民族自信加速了国货崛起的进程。18年以来，《厉害了，我的国》、《我和我的祖国》等频出的主旋律爆款电影将民族自信与自豪感一次次推向高潮，中美贸易战、新疆棉事件不断引发关于海外品牌与国产品牌的舆论场，直播带货、社交电商以及众多体育赛事也为国货增加更多曝光的机会。国民消费国货的意识与热情，为正处战略转型中的国产品牌形成助力。当前国内服装龙头不论是自身内功还是面临的外部大环境，都与10年前不可同日而语，国货崛起将是较长时间内的大势所趋。我们认为，继安踏、李宁、波司登后，预计将会有更多优质的本土服装企业迎来二次成长。

图5：国货崛起具备优异的大环境



资料来源：百度图片，微博，浙商证券研究所

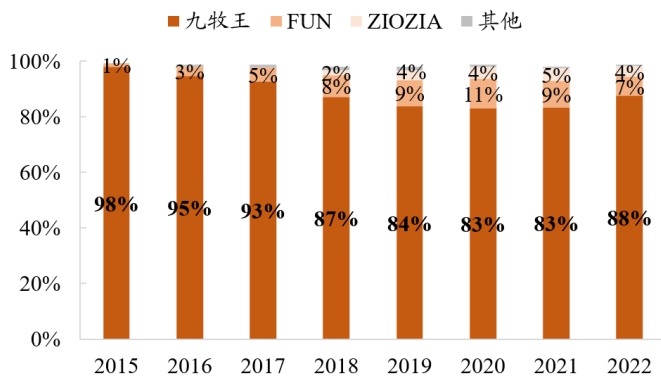
3 逆势启航：蜕变之路能否复刻？

波司登品牌的二次成长开始于其在 17 年开启的全新品牌战略，而该竞争战略的幕后军师是曾助力飞鹤、雅迪、味千拉面、良品铺子快速成长的君智咨询。九牧王在 2020 年亦与君智咨询合作启动战略转型，不论其中的战略思想还是具体举措均与当年的波司登异曲同工。鉴于该套“组合拳”的有效性已得到过成功验证，我们认为在当下国货消费环境更友好的情况下，九牧王有望复刻波司登的蜕变之路。

3.1 聚焦男裤与主品牌，占领消费者认知

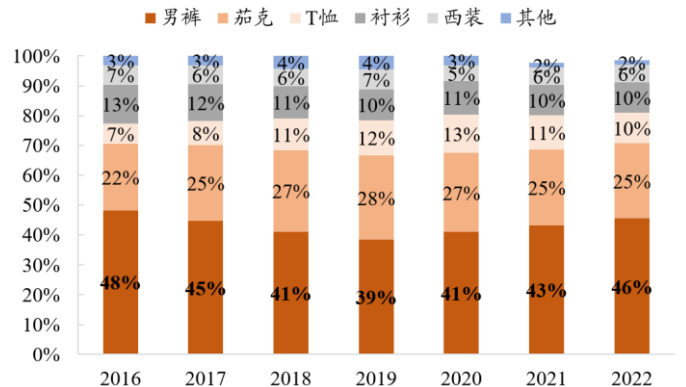
作为细分领域的绝对龙头，九牧王与波司登均曾尝试建立多品牌矩阵、延伸全品类或四季化产品，但由于精力分散、品牌稀释等原因，最终成效皆不尽人意。我们认为，这背后折射的底层逻辑是：与所有消费品相似，服饰行业也有明显的“品类分化”特征，消费者在购买决策时往往“用品类思考，用品牌来表达”。类似于波司登的羽绒服、七匹狼的夹克、雅戈尔的西装衬衫、奥康的皮鞋等，九牧王专注男裤 34 年并连续 20 多年霸主国内男裤市占率第一，男裤销售占比超过 40%， “九牧王=男裤”的认知在一代消费者心中根深蒂固。

图6： 公司分品牌收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7： 公司分产品收入占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

战略转型的核心：聚焦主品牌与男裤品类，巩固消费者认知。九牧王先后于 2020 年 9 月和 2021 年 3 月召开两场战略发布会，提出应当聚焦最擅长的男裤品类，在消费者心中植入“全球销量领先的男裤专家”的品牌认知，与波司登 18 年 3 月推出的“聚焦主航道、聚焦主品牌、收缩多元化”品牌战略、重塑“全球热销的羽绒服专家”品牌形象异曲同工。从 2020-2022 年经营数据来看，主品牌收入占比提升 5pct 至 88%，男裤销售占比提升 5pct 至 46%，聚焦成效显著。

图8： 波司登与九牧王战略发布会



资料来源：公司官网，公司官媒，浙商证券研究所

3.2 精工匠心，以质取胜，夯实男裤硬实力

携手全球顶级设计师推出联名款，呈现年轻、现代且富有中国特色的产品形象。波司登在启动改革后的18年10月，携手LV前设计师Antonin Tron、Ralph Lauren前设计总监Tim Coppens、山本耀司名徒Ennio Capasa发布三大国际设计师联名系列，以更年轻时尚的设计快速提升品牌调性。九牧王则是选择了前Zegna（杰尼亚）设计师Louis-Gabriel Nouchi、意大利设计师Guido Tahra以及前Gucci设计师Davide Marello进行联名设计，在设计元素上以中国长城、中国瓷器、中国国画等为灵感，追求时尚性的同时保留了作为中国品牌的特性。

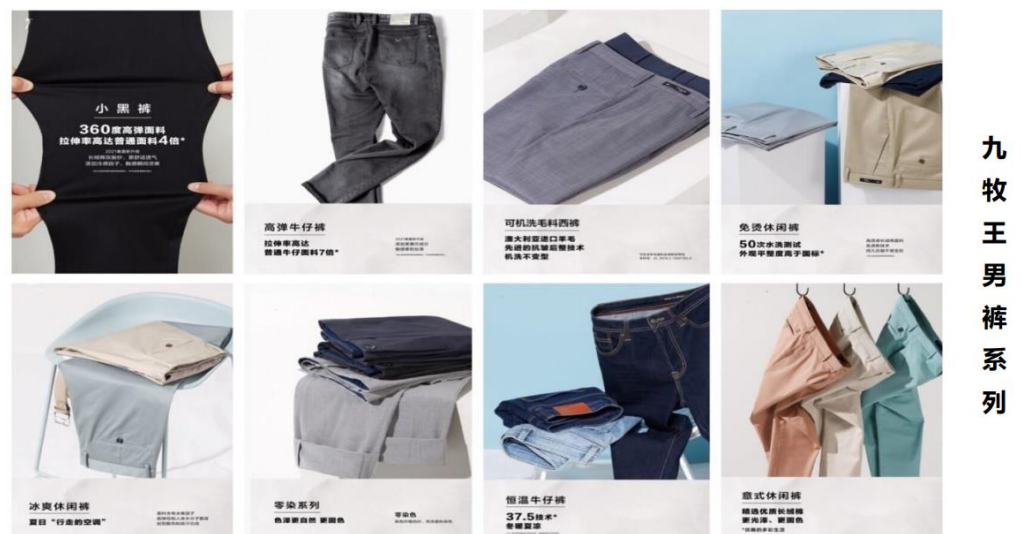
图9：九牧王 X 国际设计师联名系列



资料来源：公司公告，公司官媒，浙商证券研究所

签约五大国际面料商，联合研发高科技面料，打造爆款单品。2020年9月，九牧王与曾服务于Zegna、Armani、Hugo Boss、Gucci、Burberry、Chanel等国际大牌的5大国际知名面料供应商（来自意大利、德国、日本）建立合作，联合研制出德绒、火山岩、零压羊毛、恒温、高弹（拉伸率高达普通面料4倍）等高科技面料，并基于此推出了高弹牛仔裤、可机洗毛料西裤、免烫休闲裤、恒温牛仔裤等明星产品。九牧王“小黑裤”久穿不紧绷、修身显腿长、百搭好打理，可轻松转换为商务与休闲之间，面市以来便获得众多抖音、小红书时尚KOL的相继推荐，目前累计销量超200万条，已成为消费者指名购买的单品。在设计与面料的加持下，公司中高价位产品占比明显提升，同时折扣率有所缩窄。

图10：九牧王男裤系列



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.3 民族品牌强势出圈，高频精准投放目标人群

更换为中文品牌 logo，彰显中国品牌自信。与波司登 2018 年更换为全中文 Logo 相似，九牧王于 2020 年将英文 Logo “JOEONE” 更换为中文“九牧王”，强化作为中国品牌的形象，顺应国货崛起的大时代。

图 11: 波司登品牌 logo 变化



图 12: 九牧王品牌 logo 变化



资料来源：比高创意，浙商证券研究所

资料来源：晋江商人，浙商证券研究所

接连登陆巴黎时装周，为世界带来凝聚东方美学的裤秀。2021 年 6 月，九牧王携手前 Zegna 设计师 Louis-Gabriel Nouchi，以“海上丝绸之路”为灵感发布首场巴黎时装周裤秀，成为迄今为止登陆巴黎时装周的唯一男裤品牌。2022 年 1 月，九牧王二度亮相巴黎时装周，此次以“盛世中华”为灵感，通过带有宝相花、唐卷草、唐三彩、蓝斑彩等中国唐代元素的裤装展示着独特的东方美学。九牧王大秀的微博观看量超 800 万，相关话题的阅读讨论量超过 1.6 亿。2022 年 6 月，九牧王首次登上米兰时装周，汲取《千里江山图》中的青绿颜色，将山水元素注入男裤设计，呈现中国宋代美学与山水意境。

近年来，李宁、安踏、波司登、海澜之家等本土品牌均通过亮相顶级时装周迅速出圈。借势国际时尚资源，往往能在消费者心中留下高端时尚的“锚点”印象，同时激发年轻消费者对国货品牌的认同感。

图 13: 2021 年巴黎时装周—“海上丝绸之路”



图 14: 2022 年巴黎时装周—“盛世中华”



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

资料来源：公司官网，浙商证券研究所

与分众传媒达成亿元级战略合作，精准投放主流消费人群。在波司登抢占消费者心智的过程中，分众传媒起到至关重要的作用。分众传媒作为全球最大的电梯媒体集团，以“主流、必经、高频、低干扰”的优势抓住线下流量入口，每天覆盖 3 亿城市主流消费人群，尤其是精准触达白领、金领、商务人士等九牧王目标消费群体，该群体是品牌消费的意见领袖，具有极强的品牌扩散能力。

九牧王亦携手分众传媒，通过广告大片、户外广告等进行立体化品牌发声，现已布局 7 大重点城市 26 个地标中 100+ 点位的户外巨幕广告，全国 30+ 重点城市 1000+ 机场大屏，以及全国 88 个城市的上万栋楼宇内的电梯媒体，2021 年广告预计获得超 100 亿次观看。

图15: 九牧王户外巨幅广告



资料来源: 公司宣传片, 浙商证券研究所

图16: 九牧王电梯广告投放



资料来源: 公司宣传片, 浙商证券研究所

此外, 公司还通过体育营销、事件营销, 搭乘微博、微信、抖音等主流社交渠道进行全方位的品牌推广。2020年9月, 尼尔森进行客户调查发现, 在无提示情况下, 九牧王品牌的第一提及率为6%, “男裤专家”战略落地后一年, 该比率已经达到了22%, 有效触及消费者心智。

图17: 九牧王为中国体育代表团打造“中国红”礼服



资料来源: 人民资讯, 浙商证券研究所

图18: 九牧王为中国体育代表团打造“中国红”礼服



资料来源: 人民资讯, 浙商证券研究所

3.4 门店形象持续升级, 拥抱年轻化新业态

推广年轻化、现代化全新门店形象——九牧王十代店。在波司登在战略转型中, 法国设计团队倾心打造的全新门店形象令人印象深刻, 颠覆了消费者对老牌本土品牌渠道形象的固有印象。九牧王同样携手意大利知名空间设计师, 于2021年开业首家全新升级十代店, 在商品陈列、店铺装潢上均体现“男裤专家”的定位。截至2022年末, 新开及整改的十代店已超850家(占比接近40%)。

图19: 波司登与九牧王门店升级

波司登



九牧王



八代店 (2016年)

九代店 (2018年)

十代店 (2021年)

资料来源: 百度图片, 九牧王官方公众号, 浙商证券研究所

逐步向购物中心、奥莱等年轻业态转型。过去由于本土男装品牌形象老化, 在入驻购物中心时面临较大阻力(仍以百货商场及街边店为主), 随着九牧王在产品、品牌和门店形象全面年轻化, 目前已能逐步入驻高端购物中心(包含奥莱)。截止2022年末, 九牧王购物中心店(含奥莱店)占比已达到23%(2019该比例仅8%)。2021年九牧王与万达广场共同开展全国百场时尚快闪店、男裤专家系列推广等活动, 更好地触达对品质、品牌有追求的高端圈层人群。

图20: “九牧王×万达”第21届九牧王男裤节



资料来源: 万达广场公众号, 浙商证券研究所

图21: 九牧王时尚快闪店

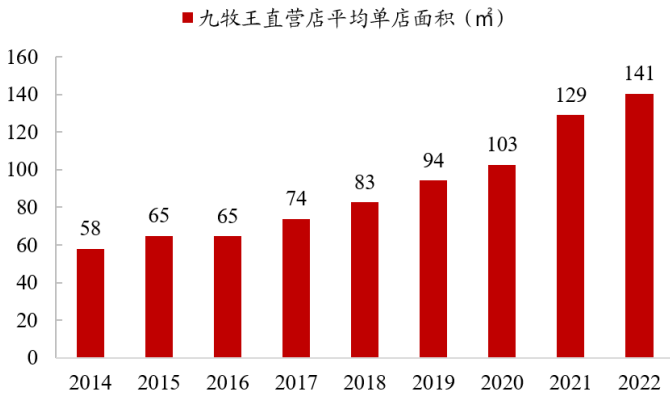


资料来源: 万达广场公众号, 浙商证券研究所

十代店及购物中心店的占比提升, 为公司线下渠道带来明显变化: 1) **面积更大:** 新开十代店面积往往在200-300平方米, 驱动平均单店面积快速提升, 2022年九牧王品牌的直营单店面积141平(较2019年提升47平), 加盟单店面积156平(较2019年提升35平)。2) **店效更高:** 即便受到疫情影响, 公司整体店铺(包括副品牌)平均店效仍较改革前有明显提升, 2022年直营店平均单店销售额116万元(较2019年提升17万元), 2021年加盟店平均单店出货额83万元(较2019年提升10万元)。

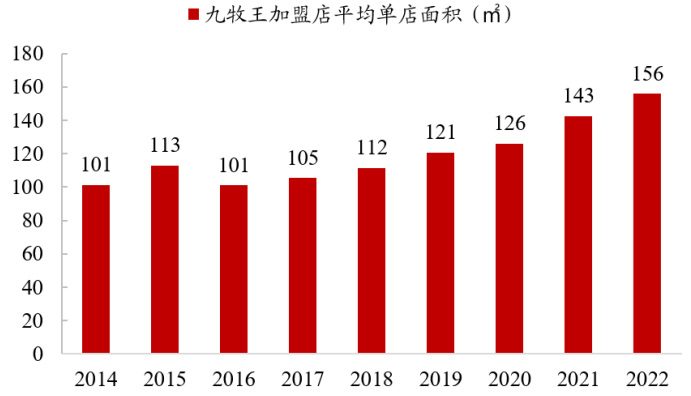
此外, 我们认为全新门店形象对新客群、年轻客群的吸引力增强, 品牌形象的提升还对未改造店铺以及线上销售产生辐射带动效应。

图22: 主品牌直营店平均单店面积



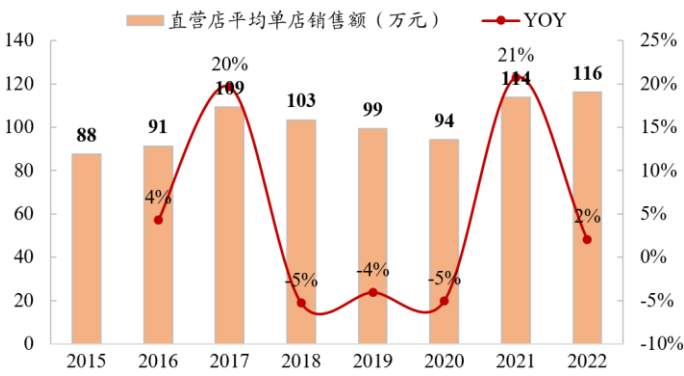
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图23: 主品牌加盟店平均单店面积



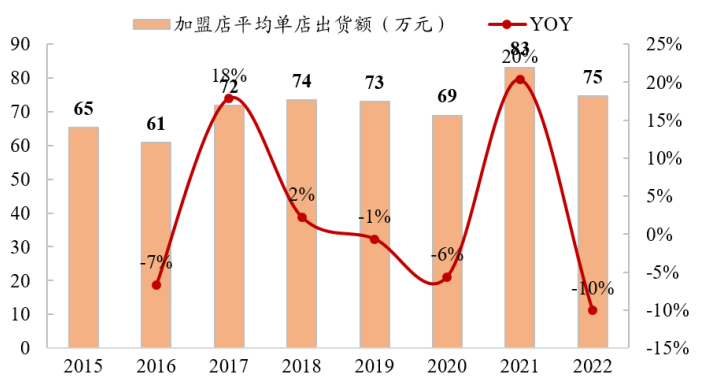
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图24: 公司直营店平均单店销售额



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图25: 公司加盟店平均单店出货额



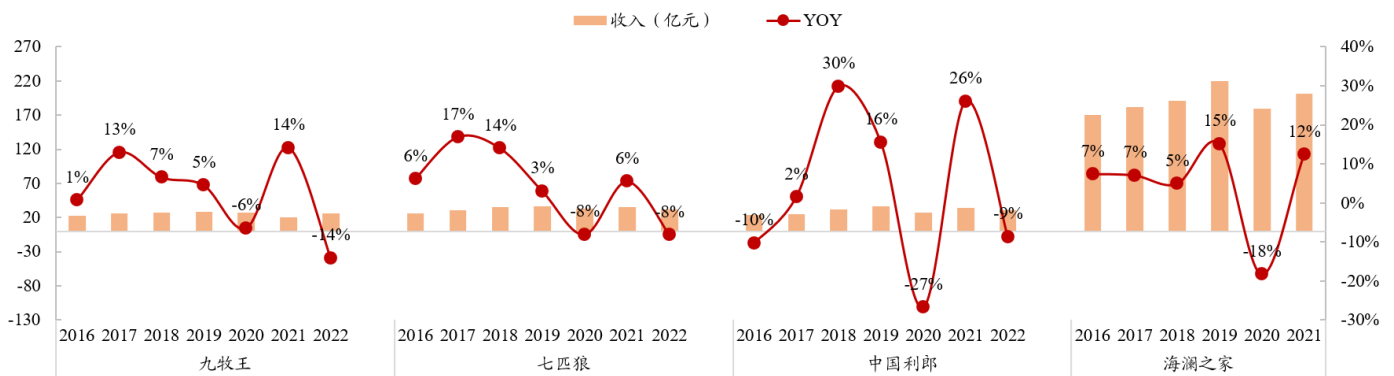
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

4 财务对比：向好迹象已现，静待复苏

4.1 收入增长：战略改革的向上动能已显现

九牧王男装市占率仅 0.6%，疫情期间韧性最强。2019 年疫情前，九牧王/七匹狼/中国利郎/海澜之家收入分别为 29/36/37/220 亿元，海澜之家凭借“男人的衣柜”国民形象稳固占据国内男装第一品牌的地位，而九牧王、七匹狼等品牌凭借差异化各占据一方山头。根据 Euromonitor 数据，2019 年海澜之家在中国男装市占率为 4.8%，由此可估测九牧王市占率约 0.6%。经历三年疫情后，2022 年九牧王/七匹狼/中国利郎/海澜之家的收入相比 2019 年，分别下滑 8%/11%/16%/16%，九牧王战略转型对销售的支撑作用已有所显现。

图26: 本土男装龙头收入规模及增速

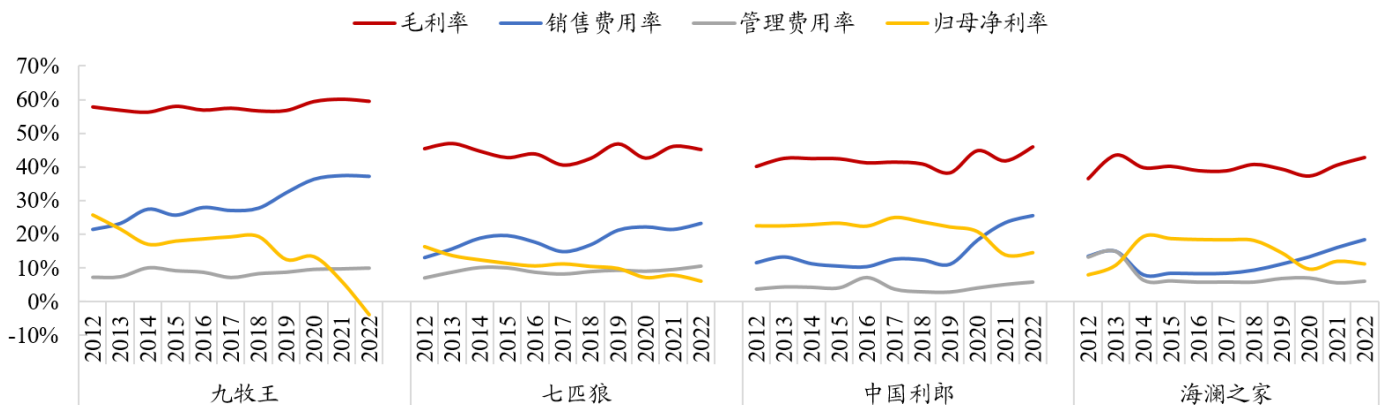


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.2 盈利能力：高额销售费用投入，正处改革阵痛期

较高的直营占比使九牧王毛利率与销售费用率高于同行。九牧王毛利率长期维持在 56%-60%之间，而七匹狼/中国利郎/海澜之家均在 35%-50%之间，主要是由于九牧王直营渠道占比相对较高（2022 年九牧王/七匹狼/海澜之家的直营收入占比分别为 33%/20%/16%），因此九牧王销售费用率亦整体高于同行。开启战略改革后公司在渠道建设、营销宣传等方面投入大量资金，21-22 年销售费用率在攀升至 37%以上（较疫情前增长接近 10pct），导致净利率明显下行。从历史一般水平来看，九牧王净利率水平与海澜之家接近（高双位数），低于中国利郎（20%+），高于七匹狼（10%左右）。

图27: 本土男装龙头利润率及费用率

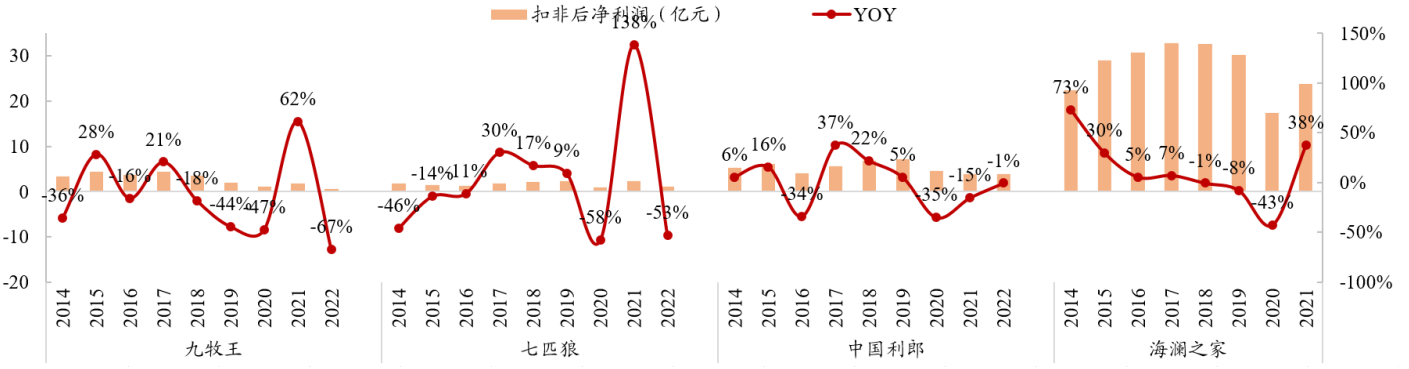


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

投资业务损益波动较大，20 年增厚较多，22 年为亏损主要原因。公司自 2014 年起开启大规模投资之路，2018-2020 年投资净收益与公允价值变动净收益之和为 2.3/2.1/2.9 亿

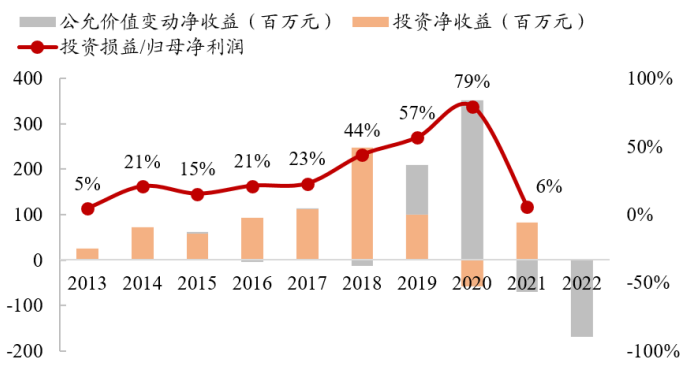
元，分别占当期归母净利润的44%/57%/79%；2022年投资亏损达1.69亿，成为当年归母净利润为负的主要原因。资产负债表方面，公司的交易性金融资产与可供出售金融资产合计占总资产比重达10%以上，其中17年最高超过20亿元，占总资产比重超过30%。

图28: 本土男装龙头扣非后净利润及增速



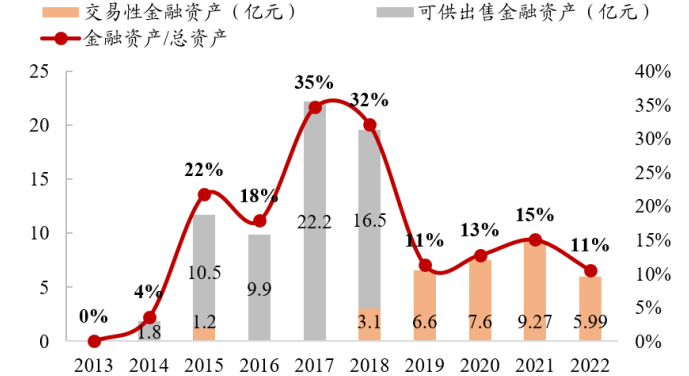
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图29: 九牧王历年投资收益



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图30: 九牧王历年金融资产占比

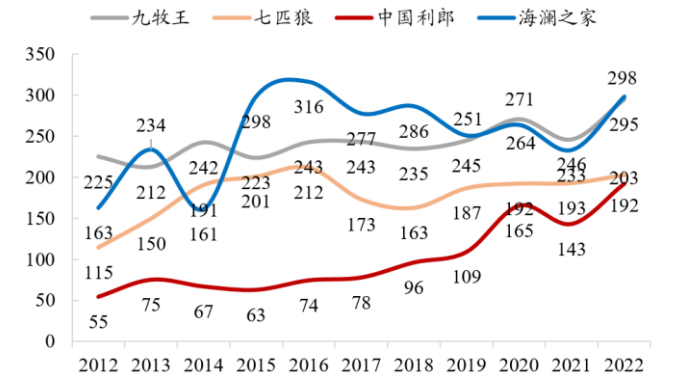


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

4.3 营运能力: 渠道结构导致资产周转差异

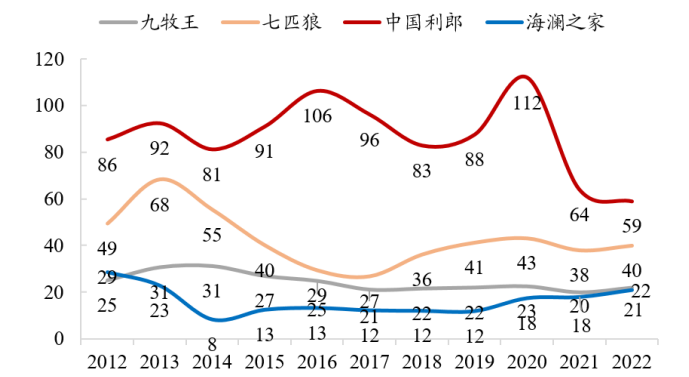
直营与线上占比较高，使公司存货周转高于同行，而应收账款周转低于同行。由于直营+线上收入占比高于同业，九牧王的存货周转天数处于较高水平；而应收账款周转天数处于较低水平。

图31: 本土男装企业存货周转天数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图32: 本土男装企业应收账款周转天数



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

预计 23-25 年公司收入 30.4/34.8/39.5 亿元，同比增长 16%/14%/13%，其中：

1) 主品牌：经历了 20-22 年三年疫情期间的门店收缩，公司计划重回稳健拓店周期，我们预计 23-25 年分别净开店 136/60/40 家门店，同比增长 6%/3%/2%；单店方面，十代店及购物中心店占比持续提升，预计推动店效每年复合增长 10%。电商方面，在传统电商之外，公司重点发力抖音等新电商及微商城等私域电商，预计收入保持中双位数稳健增长。因此，预计主品牌 23-25 年收入 26.9/30.5/34.3 亿元，同比增长 17%/14%/13%。毛利率上，在产品、渠道和品牌升级之下，预计单价及折扣稳步提升，整体毛利率有望稳中有升至 59.5%/59.8%/60.1%。

2) 副品牌：疫情期间 FUN 和 ZIOZIA 门店大幅缩减，预计随着消费复苏，23 年重回门店净开阶段，23-25 年 FUN 净开 17/10/10 家，ZIOZIA 净开 13/20/20 家，预计平均店效及毛利率在 22 年的基础上有所恢复并保持平稳。预计 FUN 品牌 23-25 年收入 2.2/2.6/3.0 亿元，同比增长 24%/17%/17%；预计 ZIOZIA 品牌 23-25 年收入 1.2/1.6/2.0 亿元，同比增长 23%/28%/26%。

表4：九牧王收入拆分预测

	2022	2023E	2024E	2025E
主品牌收入	2294.0	2685.9	3049.7	3431.7
YOY	-9.8%	17.1%	13.5%	12.5%
渠道数量	2204	2340	2400	2440
毛利率	59.1%	59.5%	59.8%	60.1%
其中：直营渠道收入	808.1	968.6	1117.0	1266.5
YOY	-11.0%	19.9%	15.3%	13.4%
渠道数量	569	620	650	670
加盟渠道收入	1183.3	1369.3	1532.5	1705.0
YOY	-9.1%	15.7%	11.9%	11.3%
渠道数量	1635	1720	1750	1770
线上渠道收入	302.6	348.0	400.2	460.3
YOY	-9.6%	15.0%	15.0%	15.0%
FUN 收入	177.8	220.5	258.7	302.4
YOY	-37.8%	24.1%	17.3%	16.9%
渠道数量	133	150	160	170
毛利率	64.8%	66.0%	66.0%	66.0%
ZIOZIA 收入	99.6	122.8	157.7	198.2
YOY	-28.5%	23.4%	28.3%	25.7%
渠道数量	107	120	140	160
毛利率	78.7%	79.5%	80.0%	80.0%
其他品牌收入	14.3	15.0	15.0	15.0
YOY	-12.4%	0.0%	0.0%	0.0%
渠道数量	0	0	0	0

毛利率	88.2%	80.0%	80.0%	80.0%
收入合计	2620.1	3044.2	3481.1	3947.3
YOY	-14.1%	16.2%	14.3%	13.4%
毛利率	59.5%	60.9%	61.3%	61.6%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所，2022年主品牌分渠道收入数据为估算值。

启动战略改革后，公司每年在品牌营销及渠道改造上投入较大，22年疫情反复之下，公司控制投放力度，销售费用规模明显下降。预计随着收入增长，销售费用率将逐年下滑，但由于巩固消费者认知需要较长过程，整体将维持在远高于改革之前的较高水平。预计23-25年公司实现归母净利润2.97/4.01/4.69亿元，同比分别扭亏为盈/+35%/+17%，对应净利率9.8%/11.5%/11.9%。

表5：九牧王盈利预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
毛利率	60.06%	59.46%	60.88%	61.26%	61.63%
期间费用率	47.77%	47.88%	47.89%	47.06%	46.59%
销售费用率	37.37%	37.17%	37.40%	36.80%	36.50%
管理费用率	8.07%	8.14%	8.20%	8.10%	8.10%
研发费用率	1.58%	1.75%	1.75%	1.70%	1.70%
财务费用率	0.74%	0.82%	0.54%	0.46%	0.29%
归母净利润	194.59	-93.42	297.14	400.70	469.02
YOY	-47.25%	/	/	34.85%	17.05%
归母净利率	6.38%	-3.57%	9.76%	11.51%	11.88%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

5.2 估值及投资建议

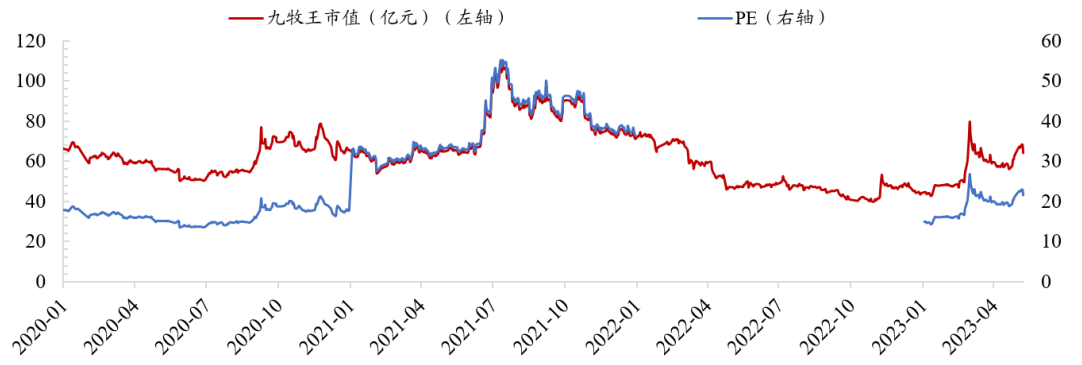
我们认为九牧王作为老牌男装品牌，战略变革决心较强，在产品、品牌、营销、渠道各方面都进行了优化调整，有望实现品牌重塑，重新焕发生机。预计公司2023-2025年实现营业收入30.4/34.8/39.5亿元，同比增长16%/14%/13%，实现归母净利润2.97/4.01/4.69亿元，同比分别扭亏为盈/+35%/+17%，截至5月10日65亿市值对应PE为22/16/14倍，高于行业可比公司平均水平，但低于2021年战略转型后自身PE历史水平。考虑到公司当前正处于转型期，高额投入短暂压制利润释放，有望在改革后快速释放业绩，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6：可比公司估值（市值及PE按照5月10日收盘价计算）

公司	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)				PE			
		2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
海澜之家	308	21.55	27.60	31.66	35.64	14	11	10	9
比音勒芬	195	7.28	9.55	11.86	14.39	27	20	16	14
报喜鸟	89	4.59	6.11	7.40	8.64	19	15	12	10
平均						20	15	13	11
九牧王	65	-0.93	2.97	4.01	4.69	/	22	16	14

资料来源：Wind，浙商证券研究所（可比公司盈利预测为wind一致预期）

图33: 九牧王战略改革之后市值及 PE 复盘



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

1、品牌营销效果不及预期。消费者对九牧王品牌固有形象的重新认知需要时间，若品牌年轻化、抢占消费者心智效果不达预期，销售增速将难以有明显提速，进而难以消化高额的品牌营销投入。

2、十代店店效增长不及预期。公司大力推进新开或改造十代店，门店建设装修成本较高，若店效能得到有效提升，则能较好覆盖改造成本，若店效增长不及预期，预计收入增速及利润率将受到影响。

3、疫情反复风险。新冠疫情仍存在大规模反复的可能性，甲流等其他流感亦在布局爆发，可能会对线下客流、终端零售再次造成影响。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	2,857	2,569	2,963	3,525
现金	672	233	466	736
交易性金融资产	599	761	762	707
应收账款	341	387	380	460
其它应收款	36	31	32	33
预付账款	48	42	70	94
存货	832	950	1,064	1,268
其他	330	166	189	227
非流动资产	2,815	3,066	3,057	2,988
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	195	244	235	225
固定资产	408	401	419	410
无形资产	116	130	127	124
在建工程	2	3	2	2
其他	2,094	2,289	2,273	2,227
资产总计	5,672	5,635	6,020	6,514
流动负债	1,882	1,420	1,505	1,710
短期借款	353	350	367	357
应付款项	496	610	668	902
预收账款	5	8	7	10
其他	1,029	452	463	441
非流动负债	64	188	196	149
长期借款	40	161	165	122
其他	24	27	31	27
负债合计	1,945	1,609	1,700	1,860
少数股东权益	(34)	(12)	(17)	(20)
归属母公司股东权益	3,760	4,039	4,337	4,674
负债和股东权益	5,672	5,635	6,020	6,514

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	270	(87)	134	26
净利润	(105)	285	389	457
折旧摊销	76	72	73	74
财务费用	24	16	16	12
投资损失	0	(8)	(30)	(12)
营运资金变动	(152)	(296)	(163)	(351)
其它	427	(156)	(150)	(152)
投资活动现金流	306	(383)	184	360
资本支出	56	(908)	(0)	0
长期投资	0	0	0	0
其他	250	525	184	360
筹资活动现金流	(401)	32	(85)	(117)
短期借款	353	350	367	357
长期借款	40	161	165	122
其他	(794)	(480)	(618)	(596)
现金净增加额	177	(439)	233	270

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2,620	3,044	3,481	3,947
营业成本	1,062	1,191	1,348	1,515
营业税金及附加	27	30	35	39
营业费用	974	1,139	1,281	1,441
管理费用	213	250	282	320
研发费用	46	53	59	67
财务费用	21	16	16	12
资产减值损失	(231)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动损益	(169)	50	50	50
投资净收益	(0)	8	30	12
其他经营收益	14	24	25	21
营业利润	(114)	327	444	517
营业外收支	2	(7)	(8)	(5)
利润总额	(112)	319	436	513
所得税	(7)	35	47	56
净利润	(105)	285	389	457
少数股东损益	(12)	(12)	(12)	(12)
归属母公司净利润	(93)	297	401	469
EBITDA	801	930	1,045	1,162
EPS (最新摊薄)	(0.16)	0.52	0.70	0.82

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-14.11%	16.19%	14.35%	13.39%
营业利润	/	/	36.03%	16.41%
归属母公司净利润	/	/	34.85%	17.05%
获利能力				
毛利率	59.46%	60.88%	61.26%	61.63%
净利率	-3.57%	9.76%	11.51%	11.88%
ROE	-2.71%	7.34%	9.31%	10.18%
ROIC	17.52%	16.79%	17.80%	18.82%
偿债能力				
资产负债率	34.30%	28.55%	28.25%	28.55%
净负债比率	52.20%	39.96%	39.37%	39.96%
流动比率	151.82%	180.84%	196.91%	206.12%
速动比率	105.05%	111.05%	121.58%	126.48%
营运能力				
总资产周转率	0.44	0.54	0.60	0.63
应收账款周转率	16.17	16.76	17.03	16.65
应付账款周转率	1.33	1.41	1.42	1.39
每股指标(元)				
每股收益	(0.16)	0.52	0.70	0.82
每股经营现金	0.07	(0.02)	0.03	0.01
每股净资产	6.54	7.03	7.55	8.13
估值比率				
P/E	/	21.81	16.18	13.82
P/B	1.72	1.61	1.49	1.39
EV/EBITDA	7.75	7.27	6.27	5.36

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>