

九牧王(601566)

报告日期: 2023年07月16日

## 主业经营呈向上趋势, 投资损益短期波动

### ——九牧王点评报告

#### 投资要点

##### □ 公司发布 23H1 业绩预告:

- 预计 23H1 归母净利润 8200-9800 万元, 同比扭亏为盈 (去年同期亏损 5999 万元); 扣非后净利润 1.20-1.44 亿元, 同比增长 137%-185%;
- 预计 23Q2 归母净利润-1522~78 万元, 21/22 年同期分别为 2347/-253 万元; 扣非后净利润 1812-4212 万元, 21/22 年同期分别为 -3465/-5481 万元。

##### □ 主业经营同比改善明显, 投资亏损拖累业绩

我们预计主品牌收入增长环比提速。参考 23Q1 经营趋势 (主品牌/FUN/ZIOZIA 收入分别+5.5%/-38%/-18%), 我们预计 Q2 主品牌收入在低基数上有望实现双位数增长, 而副品牌收入由于去年大规模关店而仍有大幅下滑。

扣非净利同比扭亏, 环比下滑主要系季节性因素影响。23Q2 扣非后净利润 1812-4212 万元, 相比 21/22 年同期的-3465/-5481 万元扭亏, 为公司战略改革、加大费用投入以来 Q2 淡季主业首次盈利, 但仍低于 19 年同期的 4239 万元。Q2 扣非净利润大幅低于 Q1, 我们预计主要由于: 1) Q2 广告投放及门店扩张改造节奏加快, 销售费用大幅增加; 2) 22 年秋冬款旧品库存占比增加导致 Q2 计提的存货跌价增加。

投资亏损拖累业绩, 未来将逐步回归主业。23H1 公司持有的金融资产公允价值变动亏损约 7500-9000 万元, 其中 Q1 亏损约 3200 万元, Q2 亏损约 4300-5800 万元, 对业绩造成拖累。22 年底公司金融资产约 22 亿, 公司在 22 年股东大会表示, 计划于合适时机卖出金融资产、回归主业、提升业绩稳定性。

##### □ 逆势开启战略改革, 有望实现品牌蜕变

九牧王 2020 年与君智咨询合作开启品牌战略改革: 1) 战略上, 提出“聚焦男裤品类”, 巩固消费者核心认知; 2) 产品上, 联名顶级设计师, 推出年轻现代且富有中国特色的产品, 签约五大国际面料商, 打造科技面料爆款单品; 3) 营销上, 更换中文品牌 logo, 多次登陆国际时装周, 与分众传媒达成亿元级战略合作, 精准投放主流消费人群; 4) 渠道上, 新开或改造全新“十代店”(截止 22 年底已超 850 家, 占比接近 40%), 在商品陈列、店铺装潢上均体现“男裤专家”的定位, 购物中心店占比由 8%提升至 23%。

##### □ 盈利预测与投资建议:

公司战略变革决心较强, 品牌重塑后有望重新焕发生机。预计公司 23-25 年实现收入 30.4/34.8/39.5 亿元, 同比增长 16%/14%/13%; 实现归母净利润 2.5/3.9/4.5 亿元, 同比扭亏为盈/+56%/+15%, 对应 PE 27/17/15 倍, 考虑到公司业绩弹性显著, 维持“买入”评级。

##### □ 风险提示: 品牌营销效果不及预期; 十代店店效提升不及预期

#### 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	250.77	391.35	451.59
(+/-) (%)	/	/	56.1%	15.4%
每股收益(元)	-0.16	0.44	0.68	0.79
P/E	/	26.92	17.25	14.95

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

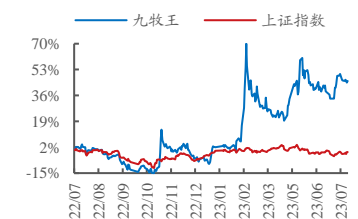
分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 邹国强  
zouguoqiang@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 11.75
总市值(百万元)	6,751.99
总股本(百万股)	574.64

#### 股票走势图



#### 相关报告

1 《男裤专家逆势启航, 复刻国货蜕变之路》 2023.05.12

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>2,857</b>	<b>2,503</b>	<b>2,927</b>	<b>3,463</b>
现金	672	189	425	679
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	41	69	95
存货	832	930	1,070	1,262
其他	330	166	189	227
<b>非流动资产</b>	<b>2,815</b>	<b>3,066</b>	<b>3,057</b>	<b>2,988</b>
金融资产类	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
<b>资产总计</b>	<b>5,672</b>	<b>5,570</b>	<b>5,984</b>	<b>6,451</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,882</b>	<b>1,401</b>	<b>1,511</b>	<b>1,704</b>
短期借款	353	350	367	357
应付款项	496	591	674	896
预收账款	5	8	7	10
其他	1,029	452	463	441
<b>非流动负债</b>	<b>64</b>	<b>188</b>	<b>196</b>	<b>149</b>
长期借款	40	161	165	122
其他	24	27	31	27
<b>负债合计</b>	<b>1,945</b>	<b>1,590</b>	<b>1,707</b>	<b>1,854</b>
少数股东权益	(34)	(12)	(17)	(20)
归属母公司股东权益	3,760	3,992	4,295	4,618
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,672</b>	<b>5,570</b>	<b>5,984</b>	<b>6,451</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>270</b>	<b>(112)</b>	<b>99</b>	<b>21</b>
净利润	(105)	238	379	439
折旧摊销	76	72	73	74
财务费用	24	17	17	13
投资损失	0	(8)	(30)	(12)
营运资金变动	(152)	(275)	(189)	(340)
其它	427	(156)	(150)	(152)
<b>投资活动现金流</b>	<b>306</b>	<b>(403)</b>	<b>208</b>	<b>347</b>
资本支出	56	(908)	(0)	0
长期投资	0	0	0	0
其他	250	505	209	347
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(401)</b>	<b>32</b>	<b>(71)</b>	<b>(114)</b>
短期借款	353	350	367	357
长期借款	40	161	165	122
其他	(794)	(480)	(604)	(593)
<b>现金净增加额</b>	<b>177</b>	<b>(483)</b>	<b>236</b>	<b>254</b>

### 利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>2,620</b>	<b>3,044</b>	<b>3,481</b>	<b>3,947</b>
营业成本	1,062	1,178	1,339	1,515
营业税金及附加	27	30	35	39
营业费用	974	1,111	1,260	1,421
管理费用	213	244	275	312
研发费用	46	52	56	63
财务费用	21	17	17	13
资产减值损失	(231)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动损益	(169)	(50)	0	0
投资净收益	(0)	8	30	12
其他经营收益	14	24	25	21
<b>营业利润</b>	<b>(114)</b>	<b>275</b>	<b>434</b>	<b>498</b>
营业外收支	2	(7)	(8)	(5)
<b>利润总额</b>	<b>(112)</b>	<b>267</b>	<b>426</b>	<b>493</b>
所得税	(7)	29	46	54
<b>净利润</b>	<b>(105)</b>	<b>238</b>	<b>379</b>	<b>439</b>
少数股东损益	(12)	(12)	(12)	(12)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>(93)</b>	<b>251</b>	<b>391</b>	<b>452</b>
EBITDA	801	924	1,047	1,174
EPS (最新摊薄)	(0.16)	0.44	0.68	0.79

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-14.11%	16.19%	14.35%	13.39%
营业利润	-151.84%	/	57.98%	14.72%
归属母公司净利润	-148.01%	/	56.06%	15.39%
<b>获利能力</b>				
毛利率	59.46%	61.32%	61.53%	61.63%
净利率	-3.57%	8.24%	11.24%	11.44%
ROE	-2.71%	6.18%	9.19%	9.90%
ROIC	17.52%	16.85%	17.98%	19.24%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	34.30%	28.54%	28.52%	28.73%
净负债比率	52.20%	39.95%	39.90%	40.32%
流动比率	151.82%	178.63%	193.75%	203.19%
速动比率	105.05%	109.40%	118.35%	123.57%
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	(0.16)	0.44	0.68	0.79
每股经营现金	0.07	(0.03)	0.02	0.00
每股净资产	6.54	6.95	7.47	8.04
<b>估值比率</b>				
P/E	(72.28)	26.92	17.25	14.95
P/B	1.80	1.69	1.57	1.46
EV/EBITDA	8.08	7.66	6.55	5.58

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>