

九牧王 (601566)

23年中报点评: Q2 主业加速恢复, 非经损益影响净利 增持 (维持)

2023年08月25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

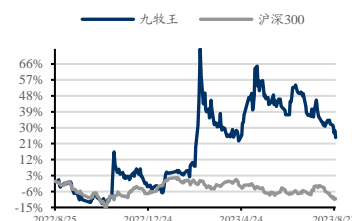
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,620	3,015	3,509	4,058
同比	-14%	15%	16%	16%
归属母公司净利润 (百万元)	-93	245	323	396
同比	-148%	363%	32%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.16	0.43	0.56	0.69
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	22.98	17.43	14.24

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- **公司公布 2023 年中报:** 23H1 营收 14.01 亿元/yoy+8.85%/较 21H1 增 0.31%、归母净利润 9242 万元/同比扭亏/较 21H1 降 24.51%、扣非净利 1.38 亿元/yoy+173.34%/较 21H1 增 87%。收入已恢复至 21 年同期水平; 扣非净利大增主因毛利率提升、费用率下降, 盈利水平明显改善; 归母净利润尚未恢复至 21 年同期水平, 主因公允价值变动拖累。**分季度看,** 23Q1/Q2 营收分别为 7.72/6.28 亿元, 分别同比+0.84%/+20.61%、较 21 年同期分别-4.82%/+7.44%、Q2 营收加速恢复, 归母净利润分别为 9722/-480 万元、分别同比扭亏/亏损、较 21 年同期分别同比-1.77%/亏损, Q2 净亏损主因公允价值变动 (主要为金融资产价值变动) 及资产减值损失 (主要为存货减值) 拖累。
- **渠道调整优化, 店效提升促主品牌及 ZIOZIA 收入恢复增长。** 1) **分品牌看,** 23H1 九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比+12.6%/-32.4%/+9.4%, 分别占比 90%/5%/4%。截至 23H1 末九牧王/FUN/ZIOZIA 门店分别为 2170/119/101 家、较 22H1 末净关 58/23/46 家, 同比-2.6%/-27.9%/-18.5%。三个品牌均为净关店, 主因公司战略变革下优化渠道、主动关闭低效店铺。FUN 关店幅度较大、拖累收入下滑, 九牧王主品牌及 ZIOZIA 疫情放开后销售有所恢复 (22H1 受疫情影响基数较低)、店效提升带动收入正增 (23H1 九牧王营业两年以上门店店效同比+20%+)。2) **分渠道看,** 23H1 线上/直营/加盟收入分别同比+15.2%/+14.5%/+4.3%、分别占比 12%/41%/43%。截至 23H1 直营/加盟门店分别为 737/1653 家、较 22 年末净关 122/8 家、对应同比-14.2%/-0.3%, 线上保持较快增长, 直营及加盟在店效改善带动下收入增长, 直营基数较低、增长较快。
- **净利率上半年大幅改善、Q2 受非经项目影响出现下降。** 1) **毛利率:** 23H1 同比+2.99pct 至 63.68%, 23Q1/Q2 分别同比-1.37/+8.64pct 至 60.53%/67.55%, Q2 毛利率提升较多, 主因九牧王主品牌及 ZIOZIA 控制折扣、全渠道毛利率提升、高毛利直营收入占比提升。2) **费用率:** 23H1 同比-6.41pct 至 45.36%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比 -6.30/+0.93/-0.16/-0.88pct 至 34.35%/9.12%/1.63%/0.26%, 销售费用率下降较多、主因净关店相关费用减少。23Q1/Q2 期间费用率分别同比-2.21/-13pct。3) **非经项目:** 23H1 公允价值变动-8345 万元/同比收窄 (22H1 为-1.1 亿元), 其中 23Q1/Q2 分别为-3457/-5188 万元 (22Q1/Q2 分别为-1.65 亿元/+5930 万元), 23Q2 同比亏损大幅增加; 23H1 资产减值损失 6546 万元/同比增多 (22H1 为 5432 万元), 其中 23Q1/Q2 分别损失 6395/152 万元 (22Q1/Q2 分别损失 918/4514 万元), 23Q2 减值损失收窄; 综合两个项目来看, 23H1 非经项目亏损同比收窄、但单 Q2 亏损加大。4) **归母净利率:** 23H1 同比+11.26pct 至 6.6%, 23Q1/Q2 分别同比+20.09/-0.28pct 至 12.59%/-0.76%, Q2 出现下降主要受到非经项目影响。5) **存货:** 截至 23H1 存货 7.83 亿元/yoy-5.09%, 存货周转天数同比减少 23 天至 295 天, 存货周转效率提升。6) **现金流:** 23H1 经营活动净现金 2.4 亿元/yoy+1722.7%、主因成本及费用支出减少, 货币资金 10.12 亿元、资金充沛。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内男裤第一龙头, 20 年与君智咨询合作开启“男裤专家”战略改革, 围绕品牌、产品、渠道进行改革, 23H1 疫后修复+战略变革逐步显效促主业趋势向好, 营收已恢复至 21 年同期水平、扣非净利较 21 年同期呈现较大幅度增长、店效、盈利能力均明显改善, 但受到公允价值变动亏损拖累、上半年归母净利润尚未恢复至 21 年同期水平且 Q2 单季净利仍出现亏损, 公司未来计划缩小金融资产规模、减小非经项目对业绩的扰动。渠道调整下公司上半年仍处净关店、但截至 23H1 末新开或整改的十代店数量近 1000 家 (22 年末 850 家)、占比超过 45%、明显提升, 预计未来保持每年 400 家左右的升级速度, 战略变革效果有望继续加强。考虑非经常性损益对净利的的影响, 我们将 23-25 年归母净利润分别从 2.84/3.55/4.35 亿元下调至 2.45/3.23/3.96 亿元、对应 23-25 年 PE 为 23/17/14X, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 经济及消费疲软, 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)	9.81
一年最低/最高价	6.69/13.86
市净率(倍)	1.47
流通 A 股市值(百万元)	5,637.19
总市值(百万元)	5,637.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.67
资产负债率(% ,LF)	32.40
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》

2023-04-26

《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

表1: 23H1 公司收入、门店、毛利率按品牌和渠道划分情况

	23H1 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 (+/-)
营收	1401	8.85%	100.0%	2390	-127	-54	63.68%	2.99pct
分品牌								
九牧王	1,248	12.6%	90.1%	2170	-58	-34	63.85%	3.79pct
FUN	70	-32.4%	5.1%	119	-46	-14	62.61%	-7.87pct
ZIOZIA	58	9.4%	4.2%	101	-23	-6	76.74%	3.93pct
分渠道								
直营	563	14.5%	40.6%	737	-122	-8	71.1%	2.96pct
加盟	591	4.3%	42.7%	1,653	-5	-46	60.1%	3.30pct
其它	232	9.6%	16.7%	/	/	/	59.8%	0.69pct
其中: 线上	166	15.2%	12.0%	/	/	/	64.7%	0.56pct

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	3,219	3,638	4,176	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	1,224	1,606	1,763	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	36	42	49
存货	832	1,122	1,142	1,373	销售费用	974	1,055	1,228	1,420
合同资产	0	0	0	0	管理费用	213	277	323	373
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	2,961	3,090	3,201	财务费用	21	(3)	(2)	(14)
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	590	719	830	投资净收益	0	30	35	41
在建工程	2	2	2	2	公允价值变动	(169)	(30)	0	0
无形资产	116	116	116	116	减值损失	(236)	(63)	(63)	(63)
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)	325	429	525
其他非流动资产	1,957	1,956	1,956	1,956	营业外净收支	2	0	0	0
资产总计	5,672	6,180	6,728	7,377	利润总额	(112)	325	429	525
流动负债	1,882	2,146	2,372	2,627	减:所得税	(7)	81	107	131
短期借款及一年内到期的非流动负债	591	591	591	591	净利润	(105)	244	322	394
经营性应付款项	777	984	1,133	1,304	减:少数股东损益	(12)	(1)	(2)	(2)
合同负债	173	194	225	259	归属母公司净利润	(93)	245	323	396
其他流动负债	341	376	423	474	每股收益-最新股本摊薄(元)	(0.16)	0.43	0.56	0.69
非流动负债	64	64	64	64	EBIT	114	389	458	537
长期借款	40	40	40	40	EBITDA	267	482	569	666
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)	8.13	9.22	9.75
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)	362.57	31.88	22.35
归属母公司股东权益	3,760	4,006	4,329	4,725					
少数股东权益	(34)	(35)	(37)	(38)					
所有者权益合计	3,727	3,971	4,293	4,686					
负债和股东权益	5,672	6,180	6,728	7,377					

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	271	665	435	每股净资产(元)	6.54	6.97	7.53	8.22
投资活动现金流	306	(270)	(266)	(260)	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	6.48	7.18	7.84
现金净增加额	177	(16)	382	157	ROE-摊薄(%)	(2.48)	6.12	7.47	8.38
折旧和摊销	152	93	111	129	资产负债率(%)	34.30	35.75	36.20	36.48
资本开支	(55)	(300)	(300)	(300)	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	22.98	17.43	14.24
营运资本变动	(150)	(146)	187	(128)	P/B(现价)	1.50	1.41	1.30	1.19

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

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

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

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>