



九牧王 (601566)

目标价: 13

昨收盘: 10.1

纺织服饰 服装家纺

九牧王点评：主业稳健向上，期待品牌变革持续释放业绩弹性

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	575/575
总市值/流通(百万元)	5,804/5,804
12个月最高/最低(元)	13.86/6.91

相关研究报告:

九牧王 (601566)《九牧王：管理层增持彰显发展信心，期待战略变革带来业绩弹性》—2023/05/29

证券分析师: 郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519090001

事件: 公司近日发布 2023 年中报，实现营业收入 14 亿元/同增 8.85%，归母净利润 9242 万元/同增 254%，扣非归母净利润 1.38 亿元/同增 173%（较 2021 年同期增长 87%），其中非经常性损益主要系股票基金浮亏影响，扣非归母净利润偏预期上限。

主品牌同比环比均明显改善，投资亏损拖累业绩。23Q2 营收 6.28 亿元/同增 20.6%，归母净利润-480 万元，扣非归母净利润 3646 万元/同增 166.5%。**1) 主业主品牌同比环比均明显改善：**品牌力提升+控折扣带动盈利能力提升，23Q2 九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比变动 +22.9%/-24%/+67.4%，其中主品牌在 Q2 低基数下增速环比 23Q1 提升明显，九牧王毛利率同比/环比提升 9.8pct/8.1pct 至 68.3%；**2) 战略变革后 Q2 淡季首次实现盈利：**23Q2 扣非归母净利润为 3600 万元，较 21 年同期扭亏为盈，是品牌战略改革下 Q2 淡季首次实现盈利，但仍低于 2019 年的 4239 万元，我们认为可能系 22 年秋冬款旧品继续导致 Q2 计提的存货跌价增加、广告投放及店面升级带来的投放。**3) 投资拖累报表业绩：**23Q2 归母净利润-500 万元，其中公允价值变动损益主要系股票基金浮亏影响-5188 万元（Q1 影响-3157 万元）。

聚焦主品牌和贯彻男裤专家品牌战略，持续推动品牌产品渠道年轻化。2023H1 九牧王/FUN/ZIOZIA 营收分别为 12.48/0.70/0.58 亿元，分别同比变动+12.6%/-32.4%/+9.4%，其中主品牌九牧王疫后复苏趋势向好，毛利率持续提升至 63.9%，领先于同行。**(1) 品牌方面**，九牧王品牌首次登陆米兰时装周，分别发布以“盛世中华”和“千里江山图”为灵感的全新系列裤秀，展现九牧王品牌向专业化、国际化、时尚化转型的成果。**(2) 产品方面**，持续加强产品、面料、版型的研发，推动产品风格年轻化；持续对裤类版型进行研发创新，并成功推出小黑裤和轻松裤等爆款产品，2022 年男裤销售占比达到 46%，男裤提及率由变革前的 6%提升至 22%。**(3) 渠道方面**，①业态转型：突破华润万象城、万象汇等中高端购物中心，进驻全国主流奥莱商场；②门店升级：持续进行十代店的建设，截至 2023 年 6 月底，新开及整改的十代店近 1000 家，占比约 46%，进一步加深消费者对九牧王“男裤专家”形象的认知。③开大店带动店效提升：门店升级和开大店关低效店带动店效稳步提升，截至 23 年 6 月底，九牧王品牌直营/加盟平均单店面积分别为 144/158 平，较 22 年底的 129/143 平有明显增加。

盈利预测与投资建议：公司为国内男裤第一龙头，2020 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

续进行渠道优化，叠加疫情反复影响下，变革成效尚未显现，22年受投资业务拖累出现上市以来首次亏损。我们认为公司战略变革效果逐步显现，九牧王自主品牌盈利能力提升，非九牧王品牌仍有少量亏损；叠加去年低基数影响，公司有望持续释放业绩弹性。考虑到公司主业稳步向上，但报表业绩仍受投资拖累，我们下调盈利预期，预计2023-25年净利润分别为2.59/3.75/4.83亿元，对应2023-25年的PE分别为22/15/12倍，给予“买入”评级。

风险提示：行业竞争加剧，渠道调整计划不及预期，存货积压等风险。

■ 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,620	2,948	3,344	3,815
(+/-%)	-14.11%	12.51%	13.45%	14.09%
归母净利润(百万元)	-93	259	375	483
(+/-%)	-148.01%	377.76%	44.50%	28.90%
摊薄每股收益(元)	-0.16	0.45	0.65	0.84
市盈率(PE)	—	22.37	15.48	12.01

资料来源：Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；

中性：预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间；

看淡：预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；

增持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；

持有：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；

减持：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩贊阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：
91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。