

九牧王 (601566. SH)

二季度收入增长 21%，利润率改善明显

增持

核心观点

2023 上半年收入增长 9%，二季度经营业绩环比改善明显。公司是男裤细分赛道龙头品牌。2023 上半年收入增长 9%至 14 亿元，收入增长主要由直营和线上增长 15%带动，由于加盟商处理库存，加盟收入仅微幅提升。毛利率提升 3 个百分点至 63.7%，主要由于各渠道零售折率的收窄和直营占比提升。门店数下降和推广支出减少令经营费用金额同比小幅减少。上半年实现归母净利润 0.9 亿元（扭亏为盈），扣非净利润增长 173%至 1.4 亿元。截止 6 月 30 日，库存金额同比减少 5%，存货周转天数 286 天。

单二季度，公司收入实现同比增长 21%，其中直营收入增长 51%、电商增长 26%，相比 Q1 明显提速，即使比 2021 年也实现较快增长，同时 Q2 毛利率同比增幅扩大，毛利率提升至 67.6%。

打造多场景男裤爆款，推出十代 2.0 门店，推动品牌势能提升。上半年公司继续聚焦男裤专家定位，配合品牌升级战略，渠道和产品端有进一步优化。1) 产品端，在“小黑裤”积累良好口碑后，于今年 2 月推出“轻松裤”，使用高弹面料提升穿着舒适度且性价比高，销量累计超过 10 万条。今年 4 月推出的“商务户外 1 号裤”使用创新三超三防面料科技，兼顾商务和户外穿着场景，销售表现亮眼。2) 渠道端，在十代店基础上进一步推出十代店 2.0，相比 1.0 门店，2.0 更注重穿着场景分区展示和搭配，有利于提升品牌形象、进店客流和连带率。目前十代店有近 1000 家，占比 40%。

风险提示：疫情反复、战略转型不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

投资建议：上半年经营业绩改善明显，未来关注品牌势能提升的成长机遇。近年来公司聚焦核心品类，利用分众传媒、国际时装周拉升品牌调性和加大曝光力度，并投入改造升级渠道，品牌专业形象和影响力得到较好提升。产品方面从传统商务西裤往成长潜力更大的舒适品类转型，先后推出小黑裤、轻松裤、商务户外 1 号裤等爆品。随着疫后经营环境回暖，上半年销售增长和利润率表现良好，关注中长期品牌势能提升带来的成长机遇。由于上半年公允价值变动损失超出预期，下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 2.1/3.6/4.3 亿元（原 2.9/3.9/4.6 亿元），同比增长 327%/69%/19%，因此小幅下调目标价至 11.2-11.8 元（原 12.1-13.5 元），对应 2024 年 PE 18-19x，维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,050	2,620	2,961	3,354	3,727
(+/-%)	14.2%	-14.1%	13.0%	13.3%	11.1%
净利润(百万元)	195	-93	212	357	426
(+/-%)	-47.3%	—	326.8%	68.7%	19.2%
每股收益(元)	0.34	-0.16	0.37	0.62	0.74
EBIT Margin	13.9%	13.3%	16.5%	17.5%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	-2.5%	5.5%	8.8%	10.0%
市盈率 (PE)	29.8	-62.1	27.4	16.2	13.6
EV/EBITDA	16.0	18.3	13.6	11.7	10.5
市净率 (PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

联系人：关竣尹

0755-81981391

0755-81982834

 dingshijie@guosen.com.cn ganguanjunyin@guosen.com.cn
 S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	11.20 - 11.80 元
收盘价	9.81 元
总市值/流通市值	5637/5637 百万元
52 周最高价/最低价	13.86/6.69 元
近 3 个月日均成交额	40.92 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

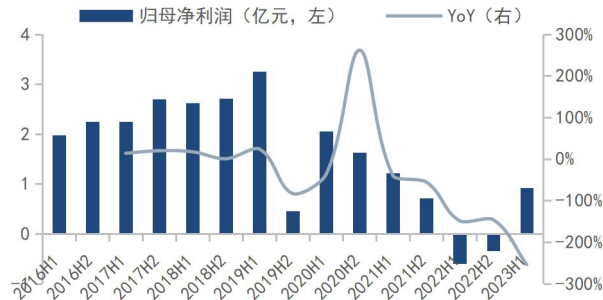
相关研究报告

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



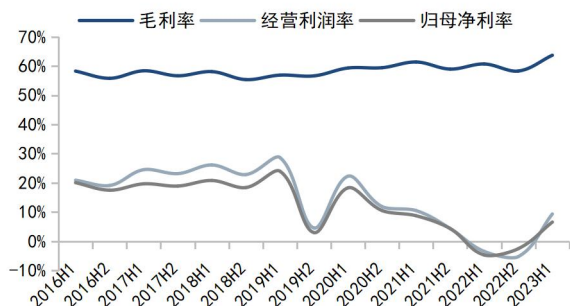
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润和增长（亿元，%）



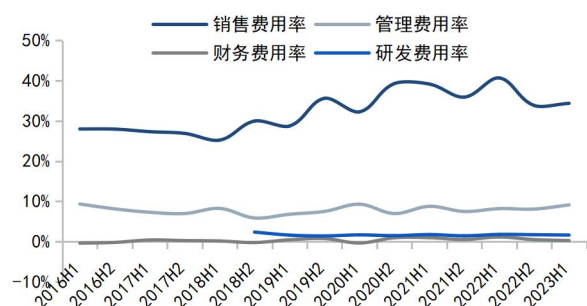
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率（%）



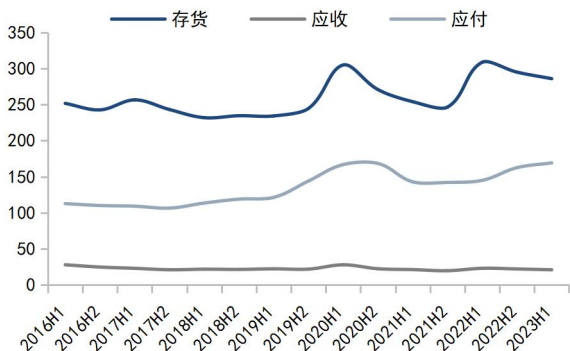
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变动（%）



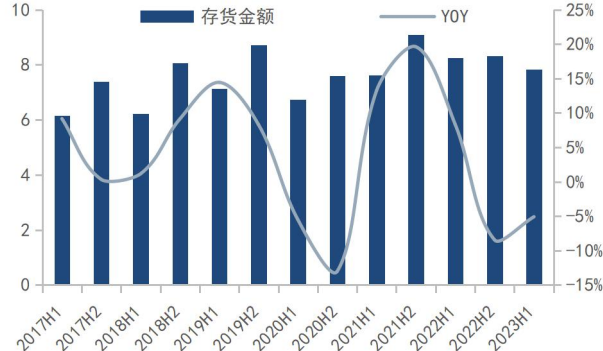
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司营运资金周转（天）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司存货金额（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测下调说明

上半年公司整体经营业绩符合预期，扣非净利润表现良好，但主要由于二级市场股票投资的亏损带来公允价值变动损失超出预期，上半年公允价值变动损失合计8345万元，综合考虑投资股票标的情况，因此下调全年盈利预测。

预计2023-2025年归母净利润分别为2.1/3.6/4.3亿元(原为2.9/3.9/4.6亿元)，剔除投资收益、公允价值变动损益、资产处置收益的归母净利润分别为2.7/3.6/4.3亿元，与原来基本一致。

图7：盈利预测假设拆分

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2 E
总收入 (百万元)	2857	2672	3050	2620	2961	3354	3727	1396	1654	1287	1333	1401	1560
直营	1010	911	1034	866	1039	1168	1304	564	470	492	374	563	476
店数	1017	966	908	745	750	760	770	945	908	859	745	737	750
单店收入 (万元)	105	92	110	105	139	155	170	59	51	56	47	76	64
加盟	1399	1234	1482	1268	1377	1571	1733	589	893	567	701	591	785
店数	1915	1790	1787	1699	1699	1709	1719	1758	1787	1658	1699	1653	1699
单店收入 (万元)	74	67	83	73	81	92	101	33	50	33	42	35	47
线上	301	388	355	323	377	430	488	182	173	144	178	166	211
总收入YOY	4.5%	-6.5%	14.2%	-14.1%	13.0%	13.3%	11.1%	24.4%	6.7%	-7.8%	-19.4%	8.8%	17.0%
直营	8.3%	-9.8%	13.5%	-16.2%	20.0%	12.4%	11.7%	38.3%	-6.6%	-12.8%	-20.3%	14.5%	27.3%
平均店数	13.0%	3.4%	-5.5%	-11.8%	-9.6%	1.0%	1.3%	-3.8%	-4.2%	-7.5%	-13.4%	-16.1%	-7.3%
单店收入	-4.1%	-12.8%	20.1%	-5.1%	32.7%	11.3%	10.2%	43.7%	-2.5%	-5.7%	-8.0%	36.5%	37.3%
加盟	1.6%	-11.8%	20.2%	-14.5%	8.6%	14.1%	10.4%	23.8%	17.9%	-3.8%	-21.6%	4.3%	12.1%
平均店数	2.1%	-2.2%	-3.5%	-2.5%	-2.5%	0.3%	0.6%	-5.1%	-1.9%	-2.9%	-5.3%	-2.7%	-0.1%
单店收入	-0.5%	-9.8%	24.5%	-12.3%	11.4%	13.4%	9.7%	30.4%	20.1%	-0.9%	-17.2%	7.2%	12.3%
线上	-3.0%	28.7%	-8.5%	-9.1%	17.0%	14.0%	13.3%	-2.3%	-14.1%	-20.6%	3.0%	15.2%	18.4%
毛利率	56.7%	59.4%	60.1%	59.5%	62.1%	62.3%	62.4%	61.4%	58.9%	60.7%	58.3%	63.7%	60.6%
直营	66.2%	71.0%	71.4%	71.3%	72.0%	72.2%	72.2%	70.1%	73.0%	68.1%	75.4%	71.1%	73.1%
加盟	52.7%	53.6%	55.2%	52.8%	56.5%	56.5%	56.5%	56.7%	54.3%	56.8%	49.5%	60.1%	53.8%
线上	54.0%	59.9%	61.3%	65.7%	66.0%	66.2%	66.2%	58.8%	63.9%	64.2%	66.9%	64.7%	67.0%
费用率	42.8%	47.3%	48.7%	48.9%	45.6%	44.1%	43.4%	51.5%	46.3%	52.7%	45.2%	46.5%	44.7%
营业税金及附加	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%	1.2%	1.0%
销售费用	32.3%	36.3%	37.4%	37.2%	34.2%	33.6%	33.3%	39.1%	35.9%	40.6%	33.8%	34.3%	34.1%
其中：A&P	3.8%	8.2%	8.4%	6.3%	5.5%	5.3%	5.2%	10.7%	6.5%	8.8%	3.9%	5.9%	5.1%
管理费用	7.2%	7.9%	8.1%	8.1%	8.7%	8.5%	8.4%	8.8%	7.5%	8.2%	8.1%	9.1%	8.3%
研发费用	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%	1.7%	1.4%	1.8%	1.7%	1.6%	1.6%
其他													
其他经营收益率	2.1%	4.2%	-4.1%	-14.9%	-7.4%	-5.2%	-5.1%	0.7%	-8.2%	-11.4%	-18.3%	-7.8%	-7.0%
所得税率	22.9%	17.5%	8.9%	6.3%	25.0%	20.0%	20.0%	18.9%	-18.9%	-23.2%	29.3%	30.1%	20.2%
归母净利润	370	369	195	-93	212	358	427	122	72	-60	-33	92	119
归母净利率	13.0%	13.8%	6.4%	-3.6%	7.2%	10.7%	11.5%	8.8%	4.4%	-4.7%	-2.5%	6.6%	7.7%
YOY	-30.6%	-0.3%	-47.3%	--	--	69.2%	19.1%	-40.4%	-55.9%	--	--	--	--
剔除投资收益&公允价值变动&资产处置收益的净利润													
金额	159	76	181	75	273	358	427	72	109	50	25	154	118
占收入比率	5.6%	2.8%	5.9%	2.9%	9.2%	10.7%	11.5%	5.2%	6.6%	3.9%	1.9%	11.0%	7.6%
YOY	-46.9%	-52.3%	138.2%	-58.5%	263.3%	31.4%	19.1%	31.7%	411.8%	-31.0%	-76.7%	210.7%	366.1%

资料来源：wind，国信证券经济研究所

投资建议：上半年经营业绩改善明显，未来关注品牌势能提升的成长机遇

近年来公司聚焦核心品类，利用分众传媒、国际时装周拉升品牌调性和加大曝光力度，并投入改造升级渠道，品牌专业形象和影响力得到较好提升。产品方面从传统商务西裤往成长潜力更大的舒适品类转型，先后推出小黑裤、轻松裤、商务户外1号裤等爆品。随着疫后经营环境回暖，上半年销售增长和利润率表现良好，关注中长期品牌势能提升带来的成长机遇。由于上半年公允价值变动损失超出预期，下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为2.1/3.6/4.3亿元(原2.9/3.9/4.6亿元)，同比增长327%/69%/19%，因此小幅下调目标价至11.2-11.8元(原12.1-13.5元)，对应2024年PE 18-19x，维持“增持”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,050	2,620	2,961	3,354	3,727
(+/-%)	14.2%	-14.1%	13.0%	13.3%	11.1%
净利润(百万元)	195	-93	212	357	426
(+/-%)	-47.3%	—	326.8%	68.7%	19.2%
每股收益(元)	0.34	-0.16	0.37	0.62	0.74
EBIT Margin	13.9%	13.3%	16.5%	17.5%	18.0%
净资产收益率(ROE)	4.8%	-2.5%	5.5%	8.8%	10.0%
市盈率(PE)	29.8	-62.1	27.4	16.2	13.6
EV/EBITDA	16.0	18.3	13.6	11.7	10.5
市净率(PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司	投资	收盘价	EPS				PE				CAGR	PEG
名称	评级	人民币	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	2023-2025	2024
九牧王	增持	10.1	-0.16	0.37	0.62	0.74	-64.7	27.3	16.3	13.6	41.4%	0.393
可比公司												
比音勒芬	买入	34.5	1.27	1.66	2.03	2.45	27.1	20.8	17.0	14.1	21.5%	0.790
报喜鸟	买入	6.3	0.31	0.48	0.57	0.68	20.2	13.1	11.0	9.2	19.0%	0.578
海澜之家	增持	7.1	0.50	0.63	0.70	0.78	14.3	11.3	10.2	9.1	11.3%	0.904
ST 奥康	无评级	5.7	-0.96	0.11	0.18	0.25	-5.9	52.9	31.6	22.8	52.4%	0.602
平均值							13.9	24.5	17.4	13.8		0.7

资料来源：wind，国信证券经济研究所。备注：无评级公司 EPS 预测值来自 wind 一致预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	265	672	621	911	1257	营业收入	3050	2620	2961	3354	3727
应收款项	386	376	425	481	535	营业成本	1218	1062	1123	1264	1401
存货净额	909	832	888	1001	1111	营业税金及附加	29	27	33	37	40
其他流动资产	123	104	118	134	148	销售费用	1140	974	1013	1127	1241
流动资产合计	2620	2857	2925	3401	3924	管理费用	247	215	310	343	377
固定资产	452	410	319	191	45	财务费用	22	21	(1)	(21)	(36)
无形资产及其他	135	116	111	107	102	投资收益	82	(0)	15	0	0
投资性房地产	2684	2094	2094	2094	2094	资产减值及公允价值变动	90	(400)	(256)	(201)	(218)
长期股权投资	268	195	190	185	180	其他收入	(345)	(35)	28	31	34
资产总计	6159	5672	5639	5978	6345	营业利润	220	(114)	271	435	520
短期借款及交易性金融负债	426	591	400	400	400	营业外净收支	(19)	2	0	0	0
应付款项	831	772	824	929	1031	利润总额	201	(112)	271	435	520
其他流动负债	516	519	527	590	652	所得税费用	18	(7)	68	87	104
流动负债合计	1773	1882	1751	1919	2083	少数股东损益	(12)	(12)	(9)	(9)	(10)
长期借款及应付债券	294	40	40	40	40	归属于母公司净利润	195	(93)	212	357	426
其他长期负债	41	24	20	16	12						
长期负债合计	336	64	60	56	52	现金流量表（百万元）	2020	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2108	1945	1811	1975	2135	净利润	195	(93)	212	357	426
少数股东权益	(18)	(34)	(38)	(43)	(48)	资产减值准备	(40)	70	(131)	(46)	(51)
股东权益	4068	3760	3866	4045	4258	折旧摊销	70	76	71	77	83
负债和股东权益总计	6159	5672	5639	5978	6345	公允价值变动损失	(90)	400	256	201	218
						财务费用	22	21	(1)	(21)	(36)
关键财务与估值指标	2020	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(177)	692	(194)	(67)	(69)
每股收益	0.34	(0.16)	0.37	0.62	0.74	其它	47	(121)	127	41	46
每股红利	0.54	0.54	0.18	0.31	0.37	经营活动现金流	4	1023	341	564	654
每股净资产	7.08	6.54	6.73	7.04	7.41	资本开支	0	303	(100)	(100)	(100)
ROIC	11%	10%	11%	15%	18%	其它投资现金流	(145)	64	0	0	0
ROE	5%	-2%	5%	9%	10%	投资活动现金流	(145)	440	(95)	(95)	(95)
毛利率	60%	59%	62%	62%	62%	权益性融资	(2)	3	0	0	0
EBIT Margin	14%	13%	16%	18%	18%	负债净变化	144	(254)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	19%	20%	20%	支付股利、利息	(309)	(309)	(106)	(179)	(213)
收入增长	14%	-14%	13%	13%	11%	其它融资现金流	299	67	(191)	0	0
净利润增长率	-47%	—	327%	69%	19%	融资活动现金流	(32)	(1056)	(297)	(179)	(213)
资产负债率	34%	34%	31%	32%	33%	现金净变动	(173)	407	(50)	290	346
息率	5.3%	5.3%	1.8%	3.1%	3.7%	货币资金的期初余额	438	265	672	621	911
P/E	29.8	(62.1)	27.4	16.2	13.6	货币资金的期末余额	265	672	621	911	1257
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	1.4	企业自由现金流	0	1398	144	381	452
EV/EBITDA	16.0	18.3	13.6	11.7	10.5	权益自由现金流	0	1210	(47)	398	481

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032