

九牧王 (601566. SH)

第三季度收入增长 11%，净利润扭亏为盈

增持

核心观点

2023 第三季度收入增长 11%，毛利率提升明显。公司是男裤细分赛道龙头品牌。2023 第三季度收入增长 11%至 7.4 亿元，其中直营和加盟分别增长 29%和 12%，但电商下降双位数。毛利率提升 3 个百分点至 62.9%，主要由于一二级经销商结构变化带动平均发货折扣的提升，以及直营收入占比增加。大店占比提升、广告营销支出同比增加，销售费用率同比提升 4.4 个百分点，其他费用管控良好叠加利息收入增加，期间费用率实际小幅下降。另外，审慎起见，公司对渠道调整过程中，从经销商回收的库存进行跌价准备，因此 Q3 产生资产减值损失 1.55 亿元。综合以上主要影响因素，Q3 实现归母净利润 386 万元（去年同期为-5542 万元），同比扭亏为盈。截止 9 月 30 日，公司存货金额同比增长 14%，与收入增速基本匹配，存货周转天数 308 天。

聚焦男裤专家定位，提升品牌势能，同时优化渠道质量。公司继续聚焦男裤专家定位，配合品牌升级战略，产品端在原来“小黑裤”积累良好口碑的基础上，今年 2 月推出更具性价比的“轻松裤”，销售表现亮眼。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，占比约 40%。第三季度，公司直营门店平均面积环比提升 10 平米至 148 平米，加盟店平均面积小幅提升至 159 平米。目前加盟渠道调整基本完成，未来 5 年预计门店恢复净开势头。

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：业绩符合预期，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，前三季度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。由于下半年电商销售表现低于预期，小幅下调盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润分别为 1.9/3.4/4.0 亿元（原 2.1/3.6/4.3 亿元），同比增长 300%/81%/18%，因此小幅下调目标价至 10.6-11.2 元（原 11.2-11.8 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	2,995	3,418	3,830
(+/-%)	14.2%	-14.1%	14.3%	14.1%	12.1%
净利润(百万元)	195	-93	187	338	399
(+/-%)	-47.3%	—	299.9%	81.1%	18.0%
每股收益(元)	0.34	-0.16	0.32	0.59	0.69
EBIT Margin	13.9%	13.3%	17.8%	18.8%	19.4%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	-2.5%	4.8%	8.4%	9.5%
市盈率 (PE)	28.9	-60.1	30.1	16.6	14.1
EV/EBITDA	15.7	17.8	12.2	10.4	9.2
市净率 (PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3

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 guanjunyin@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	10.60 - 11.20 元
收盘价	9.77 元
总市值/流通市值	5614/5614 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	25.41 百万元

市场走势

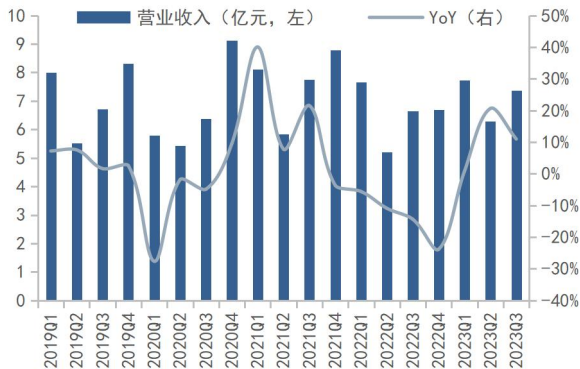


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

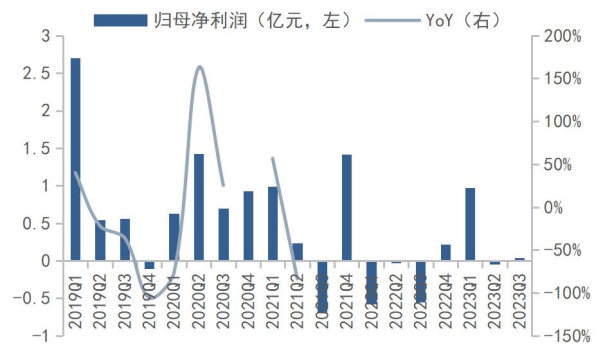
《九牧王 (601566. SH) - 二季度收入增长 21%，利润率改善明显》
——2023-08-26

图1：公司营业收入及增速（亿元，%）



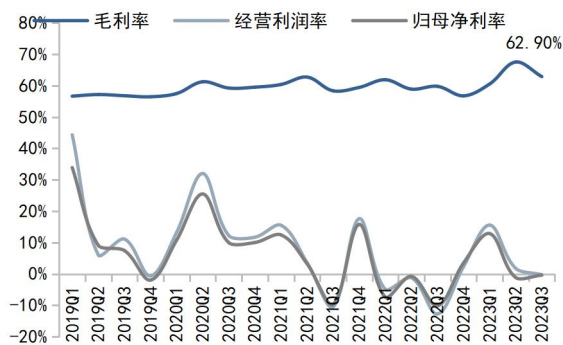
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润和增长（亿元，%）



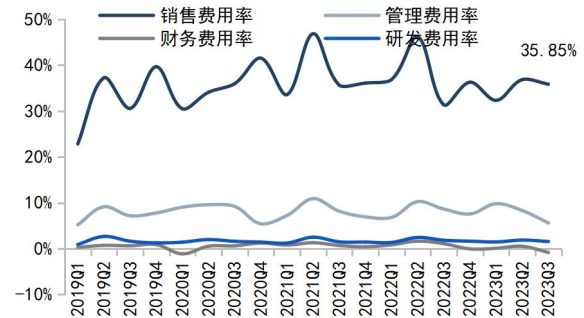
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司利润率（%）



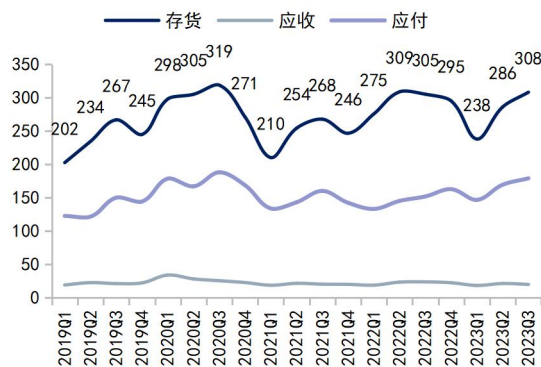
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率变动（%）



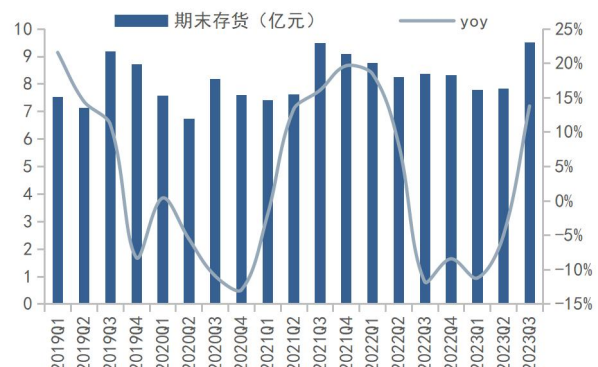
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

投资建议：业绩符合预期，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，前三季度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。由于下半年电商销售表现低于预期，小幅下调盈利预测，预计2023-2025年归母净利润分别为1.9/3.4/4.0亿元（原2.1/3.6/4.3亿元），同比增长300%/81%/18%，因此小幅下调目标价至10.6-11.2元（原11.2-11.8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	2,995	3,418	3,830
(+/-%)	14.2%	-14.1%	14.3%	14.1%	12.1%
净利润(百万元)	195	-93	187	338	399
(+/-%)	-47.3%	—	299.9%	81.1%	18.0%
每股收益(元)	0.34	-0.16	0.32	0.59	0.69
EBIT Margin	13.9%	13.3%	17.8%	18.8%	19.4%
净资产收益率(ROE)	4.8%	-2.5%	4.8%	8.4%	9.5%
市盈率(PE)	28.9	-60.1	30.1	16.6	14.1
EV/EBITDA	15.7	17.8	12.2	10.4	9.2
市净率(PB)	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3

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	9.8	-0.16	0.32	0.59	0.69	-63.1	30.8	16.7	14.3	46.8%	0.356
可比公司												
比音勒芬	买入	32.7	1.27	1.67	2.05	2.46	25.7	19.6	15.9	13.3	21.4%	0.745
报喜鸟	买入	6.1	0.31	0.48	0.58	0.69	19.5	12.8	10.6	8.9	20.0%	0.528
海澜之家	买入	7.4	0.50	0.66	0.74	0.83	14.8	11.2	10.0	8.9	12.1%	0.821
ST奥康	无评级	5.7	-0.96	0.11	0.18	0.25	-6.0	53.4	31.8	23.0	52.4%	0.607
平均值							13.5	24.2	17.1	13.5		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）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	265	672	598	851	1166	营业收入	3050	2620	2995	3418	3830
应收款项	386	376	430	491	550	营业成本	1218	1062	1123	1269	1416
存货净额	909	832	885	997	1109	营业税金及附加	29	27	33	37	41
其他流动资产	123	104	119	136	153	销售费用	1140	974	1024	1152	1279
流动资产合计	2620	2857	2904	3347	3850	管理费用	247	215	286	322	357
固定资产	452	410	320	217	85	财务费用	22	21	(0)	(0)	0
无形资产及其他	135	116	111	107	102	投资收益	82	(0)	24	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)	(343)	(253)	(280)
长期股权投资	268	195	190	185	180	其他收入	(345)	(35)	29	32	35
资产总计	6159	5672	5620	5951	6311	营业利润	220	(114)	239	417	492
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	821	925	1029	利润总额	201	(112)	239	417	492
其他流动负债	516	519	523	589	655	所得税费用	18	(7)	61	88	103
流动负债合计	1773	1882	1744	1914	2084	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)	187	338	399
其他长期负债	41	24	20	16	12	现金流量表（百万元）					
长期负债合计	336	64	60	56	52		2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	2108	1945	1804	1971	2136	净利润	195	(93)	187	338	399
少数股东权益	(18)	(34)	(38)	(43)	(48)	资产减值准备	(40)	70	(124)	(34)	(44)
股东权益	4068	3760	3854	4023	4222	折旧摊销	70	76	75	89	102
负债和股东权益总计	6159	5672	5620	5951	6311	公允价值变动损失	(90)	400	343	253	280
关键财务与估值指标						财务费用	22	21	(0)	(0)	0
	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(177)	692	(196)	(58)	(66)
每股收益	0.34	(0.16)	0.32	0.59	0.69	其它	47	(121)	119	30	39
每股红利	0.54	0.54	0.16	0.29	0.35	经营活动现金流	4	1023	405	618	709
每股净资产	7.08	6.54	6.71	7.00	7.35	资本开支	0	303	(200)	(200)	(200)
ROIC	11%	10%	12%	16%	19%	其它投资现金流	(145)	64	0	0	0
ROE	5%	-2%	5%	8%	9%	投资活动现金流	(145)	440	(195)	(195)	(195)
毛利率	60%	59%	63%	63%	63%	权益性融资	(2)	3	0	0	0
EBIT Margin	14%	13%	18%	19%	19%	负债净变化	144	(254)	0	0	0
EBITDA Margin	16%	16%	20%	21%	22%	支付股利、利息	(309)	(309)	(93)	(169)	(200)
收入增长	14%	-14%	14%	14%	12%	其它融资现金流	299	67	(191)	0	0
净利润增长率	-47%	—	300%	81%	18%	融资活动现金流	(32)	(1056)	(284)	(169)	(200)
资产负债率	34%	34%	31%	32%	33%	现金净变动	(173)	407	(74)	254	315
息率	5.5%	5.5%	1.7%	3.0%	3.6%	货币资金的期初余额	438	265	672	598	851
P/E	28.9	(60.1)	30.1	16.6	14.1	货币资金的期末余额	265	672	598	851	1166
P/B	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	1398	77	338	422
EV/EBITDA	15.7	17.8	12.2	10.4	9.2	权益自由现金流	0	1210	(113)	338	421

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