

九牧王 (601566.SH)

第一季度收入增长 22%，扣非净利率改善明显

增持

核心观点

2023 年收入增长 16.6%，达成年初目标，盈利水平大幅改善，分红率 90%。

公司是男裤细分赛道龙头品牌。2023 年收入增长 16.6%至 30.5 亿元，达成年初制定的 30 亿元目标。分渠道看，直营/加盟收入增长 35%/10%至 12 亿元/14 亿元，线上增长 5%至 3.4 亿元。毛利率提升 4.1 百分点至 63.6%，得益于直营占比提升、零售折率收窄、加盟商层级变化。期间费用率下降 2.6 百分点至 45.3%，同时公允价值变动损失减少、投资净收益小幅增加贡献利润，2023 年实现归母净利润 1.9 亿元（去年同期亏损 0.9 亿元），实现扣非净利润 2.4 亿元，归母净利率 6.3%。2023 年经营活动现金流净额和自由现金流大幅增长至 5.8、5.5 亿元，2023 年公司现金分红占归母净利润比重为 90%。

2024 第一季度收入增长 21.7%，扣非净利率大幅改善。第一季度公司收入增长 21.7%至 9.4 亿元，直营/加盟收入分别增长 54%/9%，电商下滑，若剔除商场回款时间差异影响，同口径下公司收入增长 15%左右。毛利率增长 4.4 百分点至 65.0%。同时费用率得到较明显下降，但公允价值变动损失 1 亿元对利润造成较大拖累。第一季度归母/扣非净利润分别同比增长 11%/95%至 1.1/2.0 亿元，扣非净利率同比提升 8 百分点至 21.2%。公司存货周转天数同比提升 8 天至 246 天，而存货金额同比仅增长 9.5%，低于收入增速。

打造多场景男裤爆款，进驻高势能渠道，推动品牌形象升级。2023 年公司聚焦男裤专家定位，配合品牌升级战略，渠道和产品端有进一步优化。在产品端，公司在 2023 年 2 月和 4 月分别推出轻松裤、商务户外 1 号裤，使用功能性弹性面料，提升穿着舒适度、拓宽应用场景。渠道端，进驻高势能购物中心渠道，提升品牌形象，目前新开及整改的十代店累计超过 1200 家。

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：第一季度业绩表现良好，未来关注品牌势能提升的成长机遇。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。2023 年业绩改善明显，2024 第一季度延续较积极态势，公司计划 2024 年收入达到 34 亿元，门店净增 50-100 家，关注中长期品牌势能提升带来的成长机遇。由于第一季度公允价值变动损失 1 亿元超过预期，因此下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.8/3.4/4.0 亿元（原 2024-2025 年为 3.4/4.0 亿元），同比增长 46%/20%/18%。由于盈利预测的下调主要受非经影响，实际上公司第一季度收入增长及扣非净利率表现好于预期，且 2023 年现金分红可观，维持目标价 10.6-11.2 元，对应 2025 年 PE 18-19x，维持“增持”评级。

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

S0980523110002

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	11.20 - 11.80 元
收盘价	10.35 元
总市值/流通市值	5947/5947 百万元
52 周最高价/最低价	13.83/7.42 元
近 3 个月日均成交额	34.89 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) - 第三季度收入增长 11%，净利润扭亏为盈》——2023-10-27

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

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,620	3,055	3,432	3,803	4,186
(+/-%)	-14.1%	16.6%	12.4%	10.8%	10.1%
净利润(百万元)	-93	191	279	335	396
(+/-%)	-148.0%	304.7%	45.9%	20.2%	18.0%
每股收益(元)	-0.16	0.33	0.49	0.58	0.69
EBIT Margin	13.3%	18.7%	20.5%	21.0%	21.4%
净资产收益率 (ROE)	-2.5%	4.9%	6.8%	7.8%	8.7%
市盈率 (PE)	-63.7	31.1	21.3	17.7	15.0
EV/EBITDA	18.6	12.2	10.4	9.1	8.1
市净率 (PB)	1.6	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

图1：公司年度营业收入及增速（亿元，%）



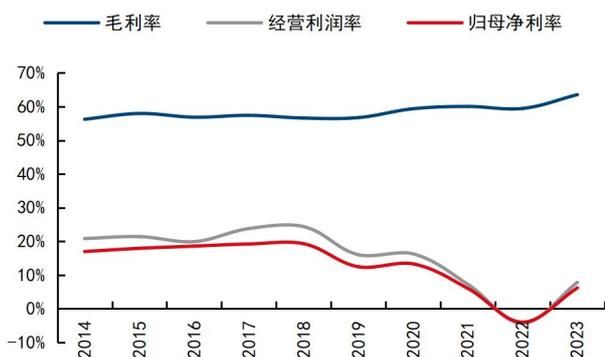
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司年度归母净利润和增长（亿元，%）



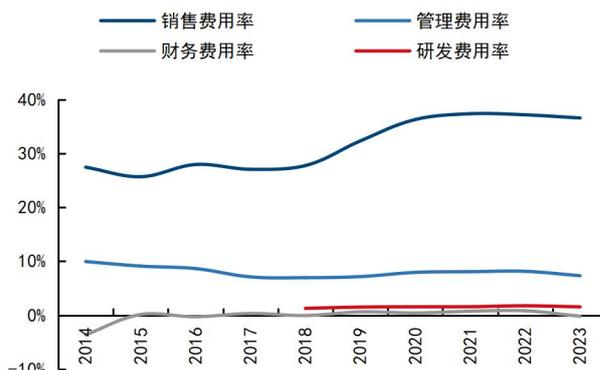
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司年度利润率（%）



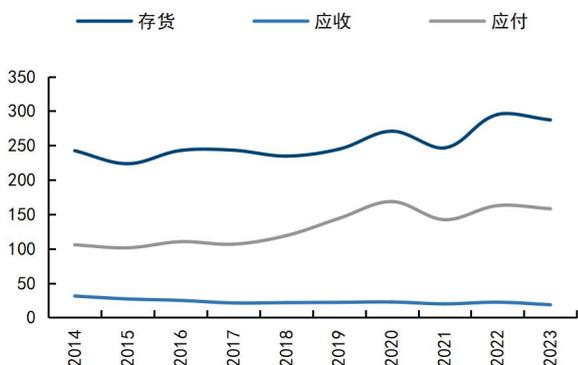
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司年度费用率变动（%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司年度营运资金周转（天）



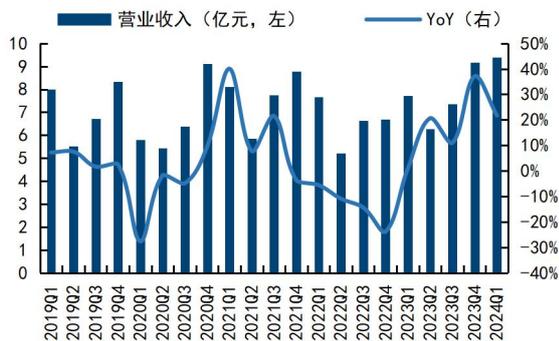
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司经营活动现金流净额和自由现金流（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度营业收入及增长



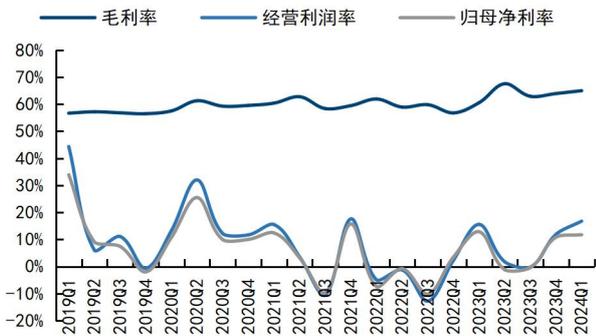
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司季度归母净利润及增长



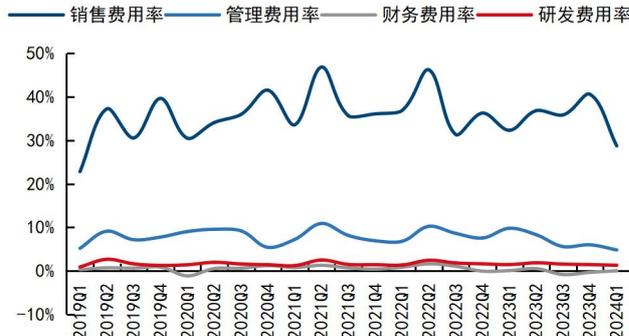
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司季度利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司季度费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：第一季度业绩表现良好，未来关注品牌势能提升的成长机遇

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。2023年业绩改善明显，2024年第一季度延续较积极态势，公司计划2024年收入达到34亿元，门店净增50-100家，关注中长期品牌势能提升带来的成长机遇。由于第一季度公允价值变动损失1亿元超过预期，因此下调盈利预测，预计2024-2026年归母净利润分别为2.8/3.4/4.0亿元（原2024-2025年为3.4/4.0亿元），同比增长46%/20%/18%。由于盈利预测的下调主要受非经影响，实际上公司第一季度收入增长及扣非净利率表现好于预期，且2023年现金分红可观，维持目标价10.6-11.2元，对应2025年PE 18-19x，维持“增持”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,620	3,055	3,432	3,803	4,186
(+/-%)	-14.1%	16.6%	12.4%	10.8%	10.1%
净利润(百万元)	-93	191	279	335	396
(+/-%)	-148.0%	304.7%	45.9%	20.2%	18.0%
每股收益(元)	-0.16	0.33	0.49	0.58	0.69
EBIT Margin	13.3%	18.7%	20.5%	21.0%	21.4%
净资产收益率(ROE)	-2.5%	4.9%	6.8%	7.8%	8.7%
市盈率(PE)	-63.7	31.1	21.3	17.7	15.0
EV/EBITDA	18.6	12.2	10.4	9.1	8.1
市净率(PB)	1.6	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

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE			
				2022A	2023A	2024E	2025E	2022A	2023A	2024E	2025E
601566.SH	九牧王	增持	10.4	-0.16	0.33	0.49	0.58	-66.3	31.4	21.1	17.8
可比公司											
002832.SZ	比音勒芬	买入	29.9	1.27	1.60	1.97	2.35	23.5	18.7	15.2	12.7
600398.SH	海澜之家	买入	9.1	0.50	0.67	0.69	0.77	18.2	13.6	13.2	11.8
603877.SH	太平鸟	增持	15.2	0.39	0.89	1.07	1.21	38.9	17.0	14.2	12.5
平均值								26.9	16.4	14.2	12.4

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

图11: 公司盈利预测假设条件拆分

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
总收入(百万元)	2857	2672	3050	2620	3055	3432	3803	4186
直营	1010	911	1034	866	1167	1376	1553	1733
店数	1017	966	908	745	791	831	851	871
单店收入(万元)	105	92	110	105	152	170	185	199
加盟	1399	1234	1482	1268	1391	1519	1670	1825
店数	1915	1790	1787	1699	1595	1625	1645	1665
单店收入(万元)	74	67	83	73	84	93	101	110
线上	301	388	355	323	337	364	394	423
总收入YOY	4.5%	-6.5%	14.2%	-14.1%	16.6%	12.4%	10.8%	10.1%
直营	8.3%	-9.8%	13.5%	-16.2%	34.9%	17.9%	12.8%	11.6%
平均店数	12.9%	-5.0%	-6.0%	-18.0%	6.2%	5.6%	3.7%	2.4%
单店收入	-4.1%	-12.8%	20.1%	-5.1%	45.1%	11.7%	8.8%	7.7%
加盟	1.6%	-11.8%	20.2%	-14.5%	9.7%	9.2%	9.9%	9.3%
平均店数	2.2%	-6.5%	-0.2%	-4.9%	-6.1%	-2.2%	1.6%	1.2%
单店收入	-0.5%	-9.8%	24.5%	-12.3%	16.1%	10.7%	8.6%	8.0%
线上	-3.0%	28.7%	-8.5%	-9.1%	4.6%	8.0%	8.0%	7.6%
毛利率	56.7%	59.4%	60.1%	59.5%	63.6%	64.2%	64.3%	64.4%
直营	66.2%	71.0%	71.4%	71.3%	70.9%	70.9%	70.9%	70.9%
加盟	52.7%	53.6%	55.2%	52.8%	59.7%	60.4%	60.4%	60.4%
线上	54.0%	59.9%	61.3%	65.7%	64.9%	65.1%	65.1%	65.1%
费用率	42.8%	47.3%	48.7%	48.9%	46.4%	43.6%	43.2%	42.8%
营业税金及附加	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%
销售费用	32.3%	36.3%	37.4%	37.2%	36.6%	34.3%	34.0%	33.7%
其中: A&P	3.8%	8.2%	8.4%	6.3%	6.1%	5.5%	5.4%	5.3%
管理费用	7.2%	7.9%	8.1%	8.1%	7.3%	6.8%	6.7%	6.7%
研发费用	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%
其他								
其他经营收益率	2.1%	4.2%	-4.1%	-14.9%	-9.4%	-9.8%	-9.4%	-8.9%
其中: 资产减值比率	-5.5%	-7.5%	-5.3%	-8.8%	-8.0%	-7.3%	-7.2%	-7.1%
其中: 公允价值变动比	3.8%	13.2%	-2.3%	-6.4%	-3.8%	-3.2%	-2.9%	-2.6%
其中: 投资净收益率	3.5%	-2.2%	2.7%	0.0%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
所得税率	22.9%	17.5%	8.9%	6.3%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%
归母净利润	370	369	195	-93	191	279	336	396
归母净利率	13.0%	13.8%	6.4%	-3.6%	6.3%	8.1%	8.8%	9.5%
YOY	-30.6%	-0.3%	-47.3%	--	--	45.7%	20.4%	17.9%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	672	1066	1292	1475	1718	营业收入	2620	3055	3432	3803	4186
应收款项	376	271	304	337	371	营业成本	1062	1113	1230	1358	1492
存货净额	832	943	1038	1123	1212	营业税金及附加	27	33	37	40	44
其他流动资产	104	183	206	228	251	销售费用	974	1118	1177	1293	1411
流动资产合计	2857	3083	3460	3783	4172	管理费用	215	224	291	318	349
固定资产	410	364	503	525	524	财务费用	21	(6)	(5)	(5)	(8)
无形资产及其他	116	113	108	104	99	投资收益	(0)	22	0	0	0
投资性房地产	2094	2000	2000	2000	2000	资产减值及公允价值变动	62	(360)	(361)	(384)	(405)
长期股权投资	195	226	226	226	226	其他收入	(496)	3	30	33	35
资产总计	5672	5786	6297	6637	7021	营业利润	(114)	238	372	448	529
短期借款及交易性金融负债	591	182	400	400	400	营业外净收支	2	16	0	0	0
应付款项	772	864	951	1029	1110	利润总额	(112)	254	372	448	529
其他流动负债	519	558	590	644	699	所得税费用	(7)	66	96	116	137
流动负债合计	1882	1604	1941	2073	2209	少数股东损益	(12)	(3)	(3)	(4)	(4)
长期借款及应付债券	40	254	254	254	254	归属于母公司净利润	(93)	191	279	335	396
其他长期负债	24	44	44	44	44						
长期负债合计	64	298	298	298	298	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1945	1901	2239	2370	2507	净利润	(93)	191	279	335	396
少数股东权益	(34)	(37)	(39)	(41)	(44)	资产减值准备	70	14	(77)	7	(0)
股东权益	3760	3921	4097	4308	4558	折旧摊销	76	70	82	116	152
负债和股东权益总计	5672	5786	6297	6637	7021	公允价值变动损失	(62)	360	361	384	405
						财务费用	21	(6)	(5)	(5)	(8)
关键财务与估值指标						营运资本变动	692	174	(109)	(1)	(9)
每股收益	(0.16)	0.33	0.49	0.58	0.69	其它	(121)	(16)	75	(10)	(2)
每股红利	0.54	0.12	0.18	0.22	0.25	经营活动现金流	562	794	611	832	942
每股净资产	6.54	6.82	7.13	7.50	7.93	资本开支	0	327	(500)	(525)	(551)
ROIC	10%	13%	16%	19%	21%	其它投资现金流	64	253	0	0	0
ROE	-2%	5%	7%	8%	9%	投资活动现金流	137	549	(500)	(525)	(551)
毛利率	59%	64%	64%	64%	64%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	19%	20%	21%	21%	负债净变化	(254)	214	0	0	0
EBITDA Margin	16%	21%	23%	24%	25%	支付股利、利息	(309)	(71)	(103)	(124)	(147)
收入增长	-14%	17%	12%	11%	10%	其它融资现金流	831	(1235)	218	0	0
净利润增长率	-148%	305%	46%	20%	18%	融资活动现金流	(292)	(948)	115	(124)	(147)
资产负债率	34%	32%	35%	35%	35%	现金净变动	407	394	226	183	244
息率	5.2%	1.2%	1.7%	2.1%	2.5%	货币资金的期初余额	265	672	1066	1292	1475
P/E	(63.7)	31.1	21.3	17.7	15.0	货币资金的期末余额	672	1066	1292	1475	1718
P/B	1.6	1.5	1.5	1.4	1.3	企业自由现金流	0	995	(6)	181	255
EV/EBITDA	18.6	12.2	10.4	9.1	8.1	权益自由现金流	0	(26)	216	185	261

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提及的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