

九牧王 (601566.SH)

第三季度收入下滑 6%，持续推进渠道优化升级

中性

核心观点

第三季度收入同比下降 6%，直营占比提升致毛利率和费用率提升。公司是男裤细分赛道龙头品牌。2024 第三季度公司收入同比-6.3%至 6.9 亿元。受益于毛利率更高的直营占比提升，毛利率同比+1.5 个百分点至 64.4%。整体费用率增加 15.8 个百分点，其中主要系门店结构变化直营门店占比提升、销售终端运营成本增加以及品牌推广活动增多导致销售费用率同比+13.2 个百分点；财务费用率小幅提升 0.9 个百分点。主要受费用率提升影响，扣非后归母净利润率同比-4.6 个百分点至-3.7%。由于期内市场波动影响下公司投资业务的公允价值变动净收益增多，占收入比例同比+16.4 个百分点至 13.7%，归母净利率率同比+11.8 个百分点至 12.3%，归母净利润大幅提升至 0.85 亿元。三季度末库存水平上升，库存金额同比+6.1%至 10.1 亿元，存货周转天数同比+30 天至 338 天。

持续推进渠道优化升级，改善经营质量。1) **分渠道看**，公司持续推进渠道结构的优化升级，不断突破高势能渠道，提升直营门店的占比，并全方位开展品牌力建设，促使直营店收入增加。第三季度直营店/加盟店收入分别同比+11.4%/-11.5%至 2.3/3.9 亿元，毛利率同比+1.9/1.4 个百分点至 71.4%/62.7%。门店方面，直营/加盟渠道门店数量分别同比+6/-35 家至 815/1541 家。线上收入同比-13.1%至 0.5 亿元，毛利率同比下滑 7.6 个百分点。2) **分品牌看**，第三季度九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比-3.1%/-49.2%/-29.7%至 4.2/1.0/1.1 亿元，毛利率分别同比+1.7/-9.0/+9.7 个百分点至 64.8%/59.1%/79.9%。九牧王深耕男裤，作为“男裤专家”，期内发布自由牛仔裤，采用舒弹面料，减少行动束缚，并提升产品的呼吸感和亲肤感，以与日俱进地适应消费者需求。

风险提示：组织改革不及预期、品牌形象受损、系统性风险。

投资建议：关注渠道优化调整后盈利回升弹性看好公司渠道调整优化后直营渠道拉动收入增长，同时直营毛利率更高带动公司整体毛利率提升，费用率有望在销售增长恢复、渠道调整放缓、店效不断爬升后不断优化，看好未来公司盈利恢复弹性。受宏观消费及渠道变革影响公司业绩短期承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8/2.4/2.7 亿元（前值为 2.8/3.4/4.0 亿元），同比-4.6%/+31.6%/+11.9%。由于盈利预测下调，下调目标价至 8.2-8.6 元（前值为 10.6-11.2 元），对应 2025 年 19.5-20.5x PE，下调至“中性”评级。

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	3,220	3,427	3,643
(+/-%)	-14.1%	16.6%	5.4%	6.4%	6.3%
净利润(百万元)	-93	191	182	240	269
(+/-%)	-148.0%	304.7%	-4.6%	31.6%	11.9%
每股收益(元)	-0.16	0.33	0.32	0.42	0.47
EBIT Margin	13.3%	18.7%	12.6%	14.4%	14.8%
净资产收益率 (ROE)	-2.5%	4.9%	4.5%	5.7%	6.2%
市盈率 (PE)	-50.3	24.5	25.7	19.5	17.5
EV/EBITDA	15.7	10.3	14.0	11.3	10.1
市净率 (PB)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

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

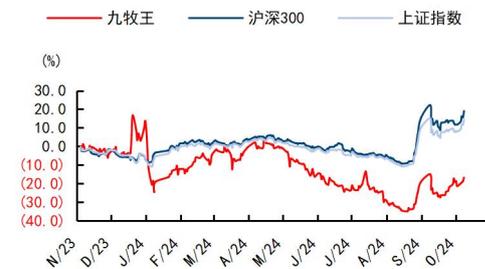
纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁 0755-81981391
证券分析师：刘佳琪 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级 中性(下调)
合理估值 8.20 - 8.60 元
收盘价 8.37 元
总市值/流通市值 4810/4810 百万元
52 周最高价/最低价 12.67/6.45 元
近 3 个月日均成交额 28.70 百万元

市场走势

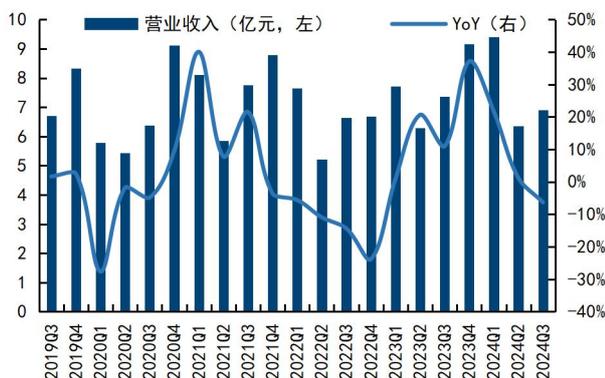


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

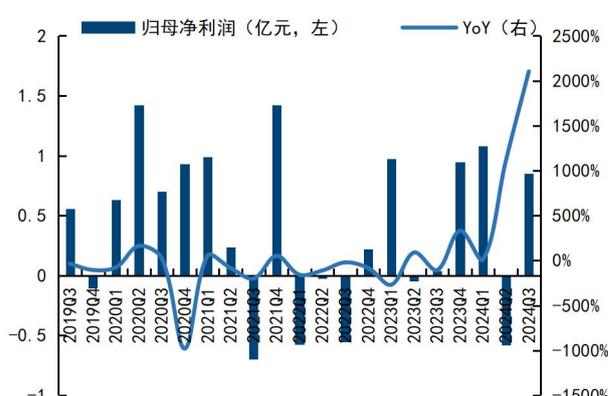
- 《九牧王 (601566.SH) - 第一季度收入增长 22%，扣非净利率改善明显》——2024-05-04
- 《九牧王 (601566.SH) - 第三季度收入增长 11%，净利润扭亏为盈》——2023-10-27
- 《九牧王 (601566.SH) - 二季度收入增长 21%，利润率改善明显》——2023-08-26

图1: 公司营业收入及增速 (亿元, %)



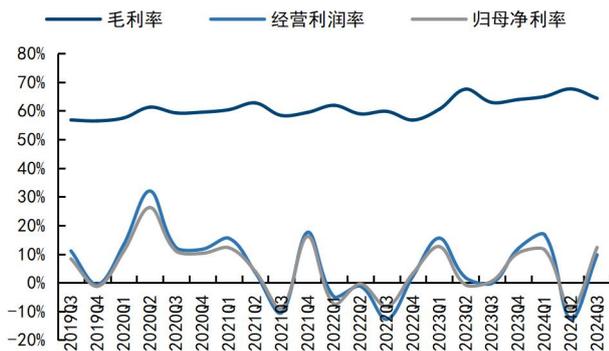
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司净利润和增长 (亿元, %)



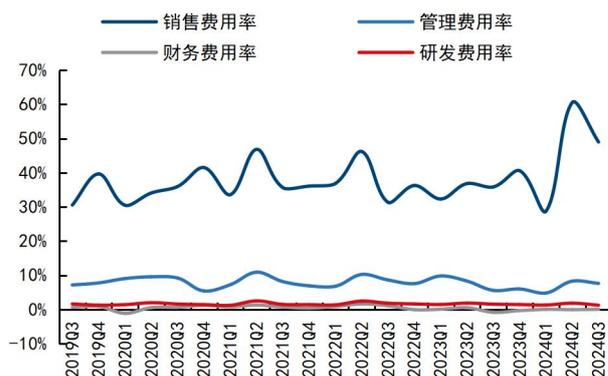
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司利润率 (%)



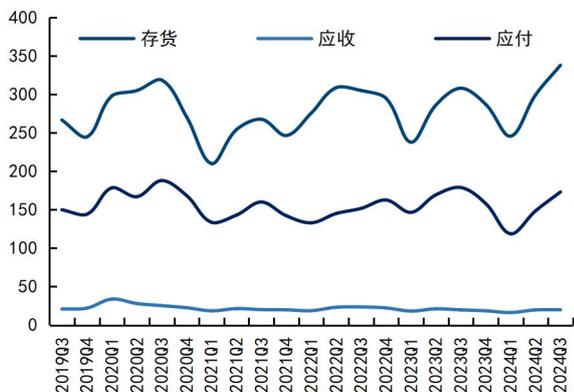
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司期末存货金额及增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测调整说明

预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8/2.4/2.7 亿元（前值为 2.8/3.4/4.0 亿元），同比-4.6%/+31.6%/+11.9%；剔除投资收益等非经项目后净利润为 1.2/1.7/2.0 亿元（前值为 3.6/4.2/4.8 亿元），同比-52.3%/+47.3%/+15.4%。盈利预测下调主要因前三季度宏观消费疲软，公司销售增速不及预期，下调收入预测；基于直营占比提升、上调毛利率和费用率预测；非经项目波动较大进行调整。具体调整细节如下：

1、收入：预计 2024-2026 年收入分别为 32.2/34.3/36.4 亿元（前值为 34.3/38.0/41.9 亿元），同比+5.4%/6.4%/6.3%。收入下调主要受加盟和线上渠道收入增速不及预期，加盟门店加速关闭影响。

2、毛利率：预计 2024-2026 年毛利率分别为 65.0%/65.2%/65.3%（前值为 64.2%/64.3%/64.4%）。上调毛利率主要由于毛利率高的直营渠道表现好于加盟和线上渠道，直营占比提升。

3、销售费用率：预计 2024-2026 年销售费用率分别为 43.0%/41.5%/41.2%（前值为 34.3%/34.0%/33.7%）。上调销售费用率主要因直营门店占比提升，以及销售下滑刚性费用占比提升。

4、其他经营收益率：预计 2024-2026 年分别为 -5.3%/-5.3%/-5.2%（前值为 -9.8%/-9.4%/-8.9%）。主要上调了公允价值变动比率和投资净收益率。

5、归母净利率：预计 2024-2026 年归母净利率分别为 5.7%/7.0%/7.4%（前值为 8.1%/8.8%/9.5%）。扣非归母净利率为 3.7%/5.1%/5.5%（前值为 10.6%/11%/11.4%）。

图7：公司盈利预测拆分假设

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2
总收入 (百万元)	2620	3055	3220	3427	3643	1401	1654	1576	1645
直营	866	1167	1442	1581	1714	563	605	758	684
店数	745	791	831	851	871	737	791	801	831
单店收入 (万元)	105	152	178	188	197	76	79	95	84
加盟	1268	1391	1302	1347	1406	591	800	588	714
店数	1699	1595	1530	1500	1500	1653	1595	1550	1530
单店收入 (万元)	73	84	85	90	94	35	49	37	46
线上	323	337	304	319	334	166	171	152	152
总收入YOY	-14.1%	16.6%	5.4%	6.4%	6.3%	8.8%	24.1%	12.5%	-0.6%
直营	-16.2%	34.9%	23.5%	9.7%	8.4%	14.5%	61.6%	34.7%	13.1%
平均店数	-18.0%	6.2%	5.6%	3.7%	2.4%	-16.1%	-4.7%	7.4%	6.8%
单店收入	-5.1%	45.1%	17.0%	5.7%	4.6%	36.5%	69.6%	25.4%	5.9%
加盟	-14.5%	9.7%	-6.4%	3.4%	4.4%	4.3%	14.2%	-0.5%	-10.7%
平均店数	-4.9%	-6.1%	-5.1%	-3.0%	0.0%	-2.7%	-3.2%	-6.2%	-5.2%
单店收入	-12.3%	16.1%	0.8%	5.5%	4.4%	7.2%	18.0%	6.1%	-5.9%
线上	-9.1%	4.6%	-10.0%	5.0%	4.8%	15.2%	-4.0%	-8.5%	-11.5%
毛利率	59.5%	63.6%	65.0%	65.2%	65.3%	63.7%	63.5%	66.1%	64.1%
直营	71.3%	70.9%	71.2%	71.2%	71.2%	71.1%	70.8%	71.0%	71.4%
加盟	52.8%	59.7%	62.0%	62.0%	62.0%	60.1%	59.3%	63.2%	61.0%
线上	65.7%	64.9%	62.0%	62.0%	62.0%	64.7%	65.0%	64.6%	59.4%
费用率	48.9%	46.4%	52.2%	50.6%	50.3%	46.5%	46.2%	50.5%	53.9%
营业税金及附加	1.0%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.2%	1.0%	1.2%	1.0%
销售费用	37.2%	36.6%	43.0%	41.5%	41.2%	34.3%	38.5%	41.6%	44.4%
管理费用	8.1%	7.3%	6.8%	6.7%	6.7%	9.1%	5.8%	6.2%	7.4%
研发费用	1.8%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.6%	1.5%	1.5%	1.6%
其他									
其他经营收益率	-14.9%	-9.4%	-5.3%	-5.3%	-5.2%	-7.8%	-10.8%	-10.7%	-0.1%
其中：资产减值比率	-8.8%	-8.0%	-7.3%	-7.2%	-7.1%	-4.7%	-10.8%	-5.7%	-8.9%
其中：公允价值变动比	-6.4%	-3.8%	0.0%	0.0%	0.0%	-6.0%	-2.0%	-7.1%	6.8%
其中：投资净收益率	0.0%	0.7%	1.2%	1.2%	1.1%	0.6%	0.8%	1.1%	1.4%
所得税率	6.3%	25.9%	25.9%	25.9%	25.9%	30.1%	21.4%	30.9%	23.7%
归母净利润	-93	191	182	240	269	92	99	50	132
归母净利率	-3.6%	6.3%	5.7%	7.0%	7.4%	6.6%	6.0%	3.2%	8.1%
YOY	-148.0%	304.7%	-4.6%	31.6%	11.9%	-254.0%	-395.6%	-45.9%	34.0%
剔除投资收益&公允价值变动&资产处置收益的净利润									
金额	61	249	119	175	202	143	106	129	-10
占收入比率	2.3%	8.2%	3.7%	5.1%	5.5%	10.2%	6.4%	8.2%	-0.6%
YOY	-57.7%	307.4%	-52.3%	47.3%	15.4%	248.4%	428.5%	-9.8%	-109.8%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：关注渠道优化调整后盈利回升弹性

2024 年受宏观消费疲弱、以及公司渠道变革影响，加盟店数量和单店收入下滑，拖累整体表现，但同时直营渠道持续开店、单店收入保持正向增长，看好公司渠道调整后直营渠道拉动收入增长，同时直营毛利率更高带动公司整体毛利率提升，费用率有望在销售增长恢复、渠道调整放缓、店效不断爬升后不断优化，看好未来公司盈利恢复弹性。受宏观消费及渠道变革影响公司业绩短期承压，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润分别为 1.8/2.4/2.7 亿元（前值为 2.8/3.4/4.0 亿元），同比-4.6%/+31.6%/+11.9%。由于盈利预测下调，下调目标价至 8.2-8.6 元（前值为 10.6-11.2 元），对应 2025 年 19.5-20.5x PE，下调至“中性”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	3,220	3,427	3,643
(+/-%)	-14.1%	16.6%	5.4%	6.4%	6.3%
净利润(百万元)	-93	191	182	240	269
(+/-%)	-148.0%	304.7%	-4.6%	31.6%	11.9%
每股收益(元)	-0.16	0.33	0.32	0.42	0.47
EBIT Margin	13.3%	18.7%	12.6%	14.4%	14.8%
净资产收益率 (ROE)	-2.5%	4.9%	4.5%	5.7%	6.2%
市盈率 (PE)	-50.3	24.5	25.7	19.5	17.5
EV/EBITDA	15.7	10.3	14.0	11.3	10.1
市净率 (PB)	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS			PE			g	PEG
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E		
九牧王	中性	8.2	0.33	0.32	0.42	24.8	25.5	19.5	12.8%	1.992
可比公司										
比音勒芬	优于大市	19.5	1.60	1.62	1.80	12.2	12.0	10.8	6.1%	1.983
海澜之家	优于大市	5.8	0.67	0.50	0.58	8.6	11.5	9.9	-7.0%	-1.658
太平鸟	优于大市	13.4	0.89	0.62	0.77	15.0	21.6	17.4	-7.0%	-3.083

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

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	1195	1210	1266	营业收入	2620	3055	3220	3427	3643
应收款项	376	271	285	304	323	营业成本	1062	1113	1125	1192	1263
存货净额	832	943	945	974	1007	营业税金及附加	27	33	34	36	38
其他流动资产	104	183	193	206	219	销售费用	974	1118	1385	1422	1501
流动资产合计	2857	3083	3238	3313	3434	管理费用	215	224	273	287	304
固定资产	410	364	597	722	832	财务费用	21	(6)	(6)	(7)	(7)
无形资产及其他	116	113	108	104	99	投资收益	(0)	22	40	40	40
投资性房地产	2094	2000	2000	2000	2000	资产减值及公允价值变动	62	(360)	(235)	(247)	(257)
长期股权投资	195	226	226	226	226	其他收入	(496)	3	28	30	31
资产总计	5672	5786	6170	6365	6591	营业利润	(114)	238	242	320	358
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	866	893	923	利润总额	(112)	254	242	320	358
其他流动负债	519	558	609	628	657	所得税费用	(7)	66	63	83	93
流动负债合计	1882	1604	1874	1920	1980	少数股东损益	(12)	(3)	(3)	(3)	(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	182	240	269
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	2172	2218	2278	净利润	(93)	191	182	240	269
少数股东权益	(34)	(37)	(39)	(41)	(43)	资产减值准备	70	14	(45)	42	37
股东权益	3760	3921	4036	4188	4357	折旧摊销	76	70	82	116	152
负债和股东权益总计	5672	5786	6170	6365	6591	公允价值变动损失	(62)	360	235	247	257
						财务费用	21	(6)	(6)	(7)	(7)
关键财务与估值指标						营运资本变动	692	174	(19)	27	32
每股收益	(0.16)	0.33	0.32	0.42	0.47	其它	(121)	(16)	43	(44)	(39)
每股红利	0.54	0.12	0.12	0.15	0.17	经营活动现金流	562	794	478	628	707
每股净资产	6.54	6.82	7.02	7.29	7.58	资本开支	0	327	(500)	(525)	(551)
ROIC	10%	13%	9%	11%	12%	其它投资现金流	64	253	0	0	0
ROE	-2%	5%	5%	6%	6%	投资活动现金流	137	549	(500)	(525)	(551)
毛利率	59%	64%	65%	65%	65%	权益性融资	3	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	19%	13%	14%	15%	负债净变化	(254)	214	0	0	0
EBITDA Margin	16%	21%	15%	18%	19%	支付股利、利息	(309)	(71)	(68)	(89)	(99)
收入增长	-14%	17%	5%	6%	6%	其它融资现金流	831	(1235)	218	0	0
净利润增长率	-148%	305%	-5%	32%	12%	融资活动现金流	(292)	(948)	151	(89)	(99)
资产负债率	34%	32%	35%	34%	34%	现金净变动	407	394	129	14	56
息率	6.6%	1.5%	1.4%	1.9%	2.1%	货币资金的期初余额	265	672	1066	1195	1210
P/E	(50.3)	24.5	25.7	19.5	17.5	货币资金的期末余额	672	1066	1195	1210	1266
P/B	1.2	1.2	1.2	1.1	1.1	企业自由现金流	0	995	(136)	(15)	33
EV/EBITDA	15.7	10.3	14.0	11.3	10.1	权益自由现金流	0	(26)	86	(14)	34

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	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	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 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	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