

九牧王 (601566.SH)

持有 (首次评级)

老牌男装领军企业，战略转型焕新机

投资要点:

九牧王：中国男裤领军品牌

公司是中国男裤领军品牌，历经 35 年的沉淀，始终以“打造全球最好的裤子”为使命。主要从事男裤及男士商务休闲服饰的生产和销售，并实施多品牌发展战略。目前，拥有男裤领军品牌九牧王、韩国品质时尚男装 ZIOZIA 及源自潮流文化的时尚裤装品牌 FUN 等多个品牌，覆盖多个核心年龄段和产品风格。2015 年开展零售转型，精细化运营砥砺前行；2020 年至今，公司逆势谋变开启“男裤专家”战略变革，毛利率整体向上。

品质护航+渠道变革+精细化营销，男裤专家深入人心

公司始终基于“提心智、扩市场、聚品类”三大战略性增长路径，通过：1) 品质护航：公司整合优质面料资源，与国际知名设计师合作，不断推出差异化新品，进一步强化九牧王男裤的品类优势；2) 渠道变革：加速渠道调整，布局全渠道营销。截至 24 年 9 月 30 日，公司线下销售终端数量为 2356 家，其中直营终端 815 家，加盟终端 1541 家，平均单店面积持续扩大，门店空间持续优化。2023 年公司直营门店单店平均营收 152 万元，同比+45%，加盟门店单店平均营收 84.5 万元，同比+16%；24Q1-3 公司直营/加盟门店平均营收分别 122.8/62.2 万元，同比分别+24.3%/-1%；3) 精细化营销：触及核心人群，打造民族品牌等方式，聚焦专业裤装、商务休闲、时尚商务三大业务领域，持续提升公司价值。

注重股东回报，凸显长期投资价值

公司重视投资者回报，凸显长期投资价值。自 2011 年上市以来，公司坚持实施积极、稳定的利润分配政策，已连续 13 年进行现金分红。2023 年公司分红比例 90.1%，股息率 3.01%。

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 6%、9%、8%，归母净利润增速分别为 -3%、15%、23%，对应 EPS 分别为 0.32 元/0.37 元/0.45 元。采用可比公司估值法，2025 年可比公司平均 PE 倍数为 10 倍。我们认为，公司作为国内经典男装品牌，坚定“男裤专家”的发展战略，在品牌力、渠道建设、门店升级等方面进行持续变革，未来品牌盈利有望稳步提升，首次覆盖，给予“持有”评级。

风险提示

消费需求变化导致行业竞争加剧，下游销售渠道变化，过于倚重单一品牌，零售转型效率不及预期等。

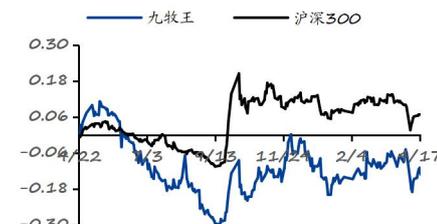
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	2,620	3,055	3,230	3,512	3,806
增长率	-14%	17%	6%	9%	8%
净利润 (百万元)	-93	191	185	212	259
增长率	-148%	305%	-3%	15%	23%
EPS (元/股)	-0.16	0.33	0.32	0.37	0.45
市盈率 (P/E)	-49.9	24.4	25.2	22.0	18.0
市净率 (P/B)	1.2	1.2	1.2	1.2	1.2

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-04-18
收盘价:	8.11 元
总股本/流通股本(百万股)	574.64/574.64
流通 A 股市值(百万元)	4,660.31
每股净资产(元)	6.76
资产负债率(%)	32.13
一年内最高/最低价(元)	10.90/6.45

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	李宏鹏(S0210524050017)
lhp30568@hfzq.com.cn	
分析师:	汪浚哲(S0210524050024)
wjz30579@hfzq.com.cn	

相关报告



正文目录

1 九牧王：中国男裤领军品牌	4
1.1 零售转型逆势成长，聚焦主业经营稳健	4
1.2 公司股权集中，管理团队稳定成熟	6
2 主品牌聚焦，男裤专家深入人心	8
2.1 品质护航：面料版型升级，持续打造爆品	8
2.2 渠道变革：加速渠道调整，布局全渠道营销	9
2.3 精细化营销：触及核心人群，打造民族品牌	12
3 注重股东回报，凸显长期投资价值	13
4 盈利预测与投资建议	14
4.1 盈利预测	14
4.2 投资建议	15
5 风险提示	16

图表目录

图表 1: 公司主要品牌	4
图表 2: 公司历年营业收入及增速	4
图表 3: 公司历年归母净利及增速	4
图表 4: 公司分产品营收（百万元）	5
图表 5: 2023 年公司分产品营收占比	5
图表 6: 公司历年销售毛利率、净利率	5
图表 7: 公司分产品毛利率	5
图表 8: 公司历年期间费用率	6
图表 9: 公司销售费用明细占比	6
图表 10: 公司股权结构图（截至 24/09/30）	7
图表 11: 公司核心管理层介绍	7
图表 12: 九牧王品牌营收及增速	8
图表 13: 九牧王品牌毛利率	8
图表 14: 公司六大核心优势	9
图表 15: 公司 23 年推出的差异化新品	9
图表 16: 九牧王十代店 2.0	10
图表 17: 公司构建起线上线下互通的销售网络	10
图表 18: 公司门店数统计	10
图表 19: 九牧王历年净新增/减少门店数（家）	10
图表 20: 九牧王单店面积（平方米）提升	10
图表 21: 公司直营店营收及占比	11
图表 22: 2023 年可比公司直营店销售占比	11
图表 23: 可比公司销售毛利率对比	11
图表 24: 可比公司销售费用率对比	11
图表 25: 公司直营门店单店营收（万元）及增速	12
图表 26: 公司加盟门店单店营收（万元）及增速	12
图表 27: 公司线上/线下营收占比	12
图表 28: 公司线下渠道营收及增速	12
图表 29: 携手五大代言人演绎男裤新篇章	13
图表 30: 四登国际时装周传递东方美学	13
图表 31: 公司为中国体育代表团礼服供应商	13
图表 32: 城市引爆活动提升品牌影响力	13
图表 33: 公司历年分红比例	13
图表 34: 公司历年股息率	13
图表 35: 公司业绩拆分预测表	14
图表 36: 可比公司估值表	15



图表 37: 财务预测摘要17

1 九牧王：中国男裤领军品牌

公司是中国男裤领军品牌，历经 35 年的沉淀，始终以“打造全球最好的裤子”为使命。公司主要从事男裤及男士商务休闲服饰的生产和销售，并实施多品牌发展战略。目前，拥有“男裤专家”九牧王、韩国品质时尚男装 ZIOZIA 及源自潮流文化的时尚裤装品牌 FUN 等多个品牌，覆盖多个核心年龄段和产品风格，持续推进“品牌拓展、品质领先、全球化、高质量发展”战略。

图表 1：公司主要品牌

品牌	创立时间	品牌定位	主要产品	目标人群	2023年收入(亿元)	营收占比
九牧王 男裤专家	1989	精致、优雅、时尚的中高端男装品牌	男裤、茄克、T 恤和西服	25-50岁的精英白领男士	27.52	90.1%
ZIOZIA	1995	秉承舒适通勤，打造职场美学，涵盖经典商务、商务休闲、时尚休闲风格	西装、衬衫等通勤休闲服饰	25-40岁的新职场品质追求人群	1.19	3.9%
fun	1985	乐趣、创意、跨界”的品牌DNA及多元化的潮流文化	休闲卫衣、T恤、外套及裤装	时尚爱好者、崇尚时尚精神的人群	1.36	4.5%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.1 零售转型逆势成长，聚焦主业经营稳健

2015 年零售转型，精细化运营砥砺前行。2015 年，公司清晰地提出“以消费者满意、终端店铺盈利为核心的零售转型”的展战略略方向，加强精细化运营，聚焦主业打造男裤领军品牌，2015-2019 年公司营收 CAGR 为 6.1%，15-18 年，公司归母净利润 CAGR 为 9.7%，2019 年公司归母净利下滑主因 1) 因执行新金融工具准则，期初将投资股票的公允价值变动计入其他综合收益结转至未分配利润，导致股票处置收益下降；2) 公司加大渠道拓展，相关渠道费用增加；3) 计提存货跌价增加。

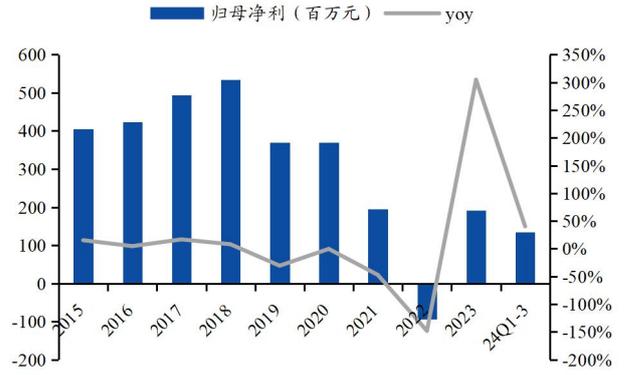
2020 年至今，逆势谋变开启“男裤专家”战略变革。随市场同质化竞争加剧以及公共卫生事件影响下，公司经营短期承压，公司 2020 年逆势开启“男裤专家”战略变革，目的旨在用差异化男裤定位赢得品牌的价值战。2023 年公司营收 30.55 亿元，同比+16.6%，归母净利润 1.91 亿元，同比+304.7%。24Q1-3 公司营收 22.7 亿元，同比+6%，归母净利润 1.35 亿元，同比+40.3%。

图表 2：公司历年营业收入及增速

图表 3：公司历年归母净利及增速



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

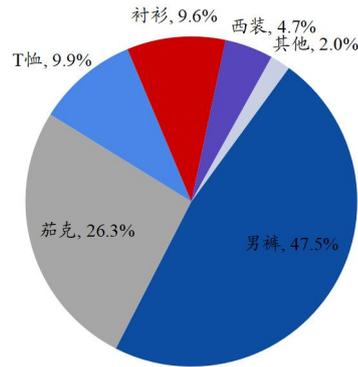
男裤为公司核心产品, 2023 年营收占比接近 50%。分产品来看, 2023 年公司男裤/茄克/T 恤/衬衫/西装营收分别为 14.52/8.04/3.02/2.93/1.44 亿元, 占比分别为 47.5%、26.3%、9.9%、9.6%和 4.7%。

图表 4: 公司分产品营收 (百万元)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 5: 2023 年公司分产品营收占比

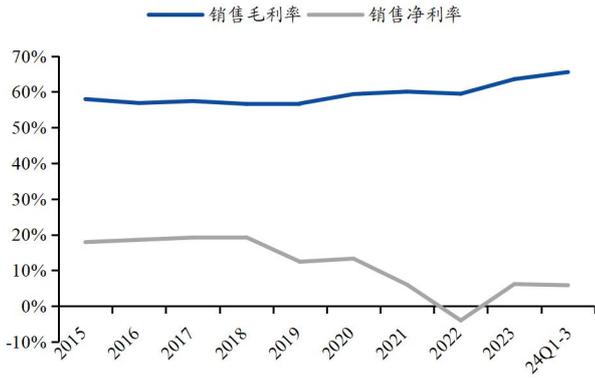


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

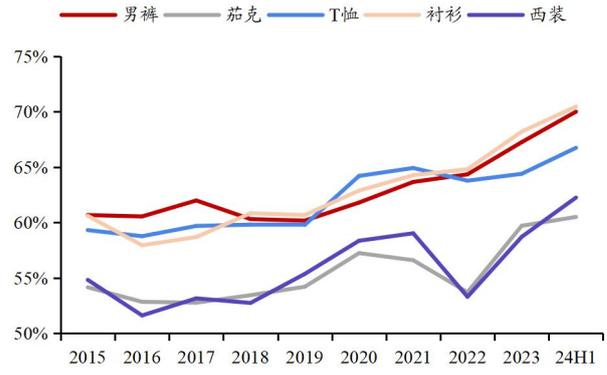
毛利率整体向上, 男裤、衬衫毛利率持续增长。公司 2023 年毛利率 63.6%, 同比+4.1pct, 净利率 6.2%, 同比扭亏。24Q1-3 公司毛利率 65.5%。净利率 5.8%。公司近年来毛利率整体向上, 分产品来看, 男裤、衬衫自 2019 年起毛利率稳健增长, 2023 年男裤/衬衫毛利率分别为 67.3%/64.4%, 其余品类 2023 年毛利率同比也有所修复。

图表 6: 公司历年销售毛利率、净利率

图表 7: 公司分产品毛利率



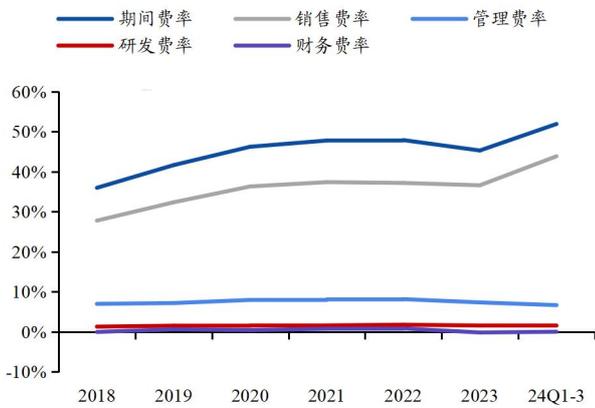
数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

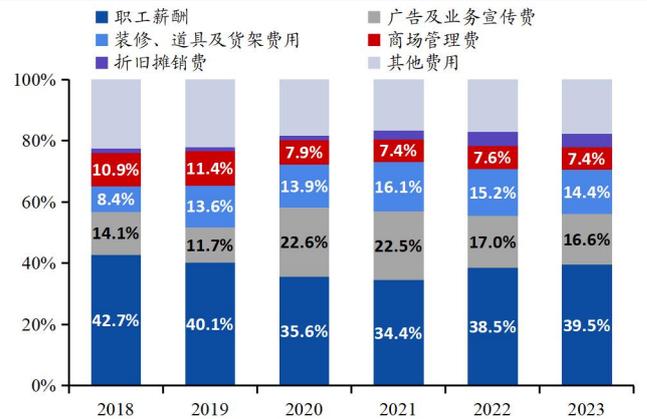
24年前三季度销售费用有所提升, 渠道及消费场景变革下公司加大品牌投入。公司期间费用中销售费用占比较大, 2023年公司销售费率为36.6%, 24Q1-3公司销售费用达43.8%。其中职工薪酬、广宣费用、装修道具及货架费用、商场管理费用为主要的销售费用细分项。24年以来, 公司加强与主流消费群体沟通, 配合“五裤”矩阵, 针对不同年龄的消费客群, 签约五位明星代言人, 并加大品牌推广投放, 24H1广告及业务宣传费同比增加4,035万元。

图表 8: 公司历年期间费用率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 9: 公司销售费用明细占比

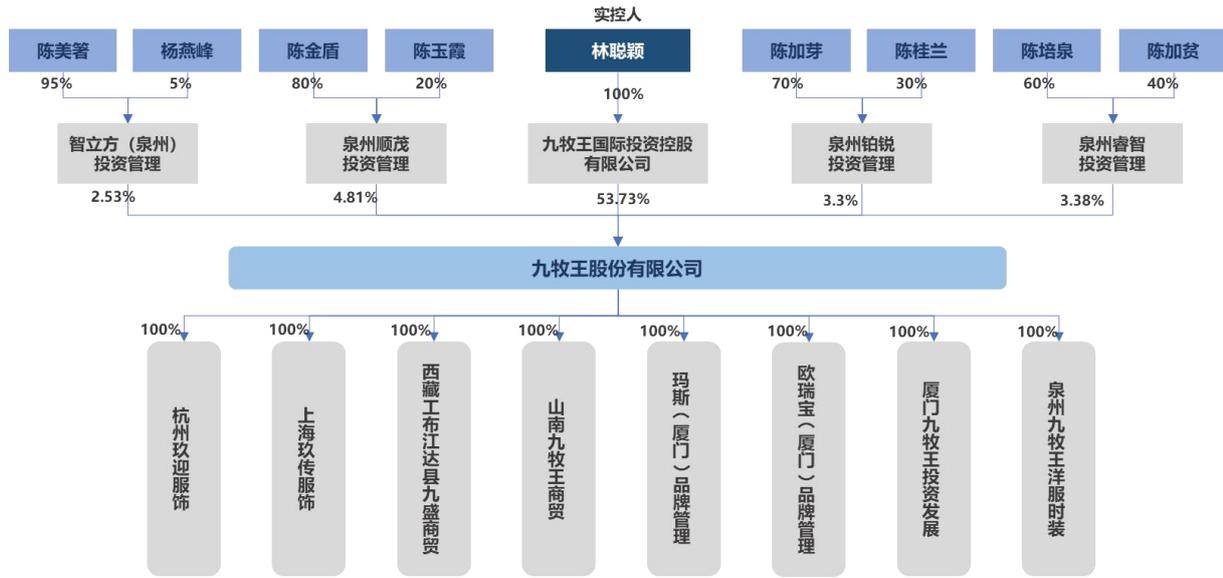


数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

1.2 公司股权集中, 管理团队稳定成熟

董事长林聪颖为公司实控人, 创始团队合计持股接近70%。董事长林聪颖通过九牧王国际投资持有公司53.73%的股份, 为公司实际控制人。公司创始团队共持有公司接近70%的股权。公司下设8家全资子公司, 涵盖品牌管理、零售、商贸、投资等领域。公司管理团队成熟稳定, 多数在公司任期长达10余年, 对公司的战略变革拥有深刻的理解。

图表 10: 公司股权结构图 (截至 24/09/30)



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

图表 11: 公司核心管理层介绍

姓名	职务	个人简历
林聪颖	董事长、董事	1960 年生, 现任九牧王股份有限公司董事长, 兼任中国服装协会副会长、九牧王国际投资控股有限公司董事、九牧王投资有限公司董事、厦门九牧王投资发展有限公司执行董事、九牧王零售投资管理有限公司董事、福建省海峡西岸投资有限公司监事、九牧王(泉州)有限公司执行董事及总经理、泉州市创未电子商务有限公司执行董事及经理、泉州泰源商业管理有限公司监事、泉州聚祥财富投资发展有限公司监事等。
陈加贫	副董事长、董事	1964 年生, 现任九牧王股份有限公司副董事长, 兼任泉州九牧王洋服时装有限公司执行董事及经理、山南九牧王商贸有限责任公司执行董事及总经理、泉州市睿智投资管理有限公司执行董事及经理、厦门九牧王投资发展有限公司监事、福建省海峡西岸投资有限公司董事、福建好易居投资发展有限公司执行董事、泉州泰源商业管理有限公司董事、泉州聚祥财富投资发展有限公司董事、杭州玖迎服饰有限公司执行董事兼总经理等。
陈加芽	董事、总经理	1970 年生, 九牧王股份有限公司董事, 现任九牧王股份有限公司总经理, 兼任欧瑞宝(厦门)品牌管理有限公司执行董事及总经理、泉州市铂锐投资管理有限公司执行董事及经理、厦门九牧王投资发展有限公司总经理、上海新星通商服装服饰有限公司董事长及总经理、福建好易居投资发展有限公司监事、九牧王投资发展有限责任公司执行董事及经理等。
张景淳	董事、副总、董秘	1973 年生, 九牧王股份有限公司董事, 现任九牧王股份有限公司副总经理、董事会秘书, 兼西藏工布江达县九盛商贸有限责任公司(原名: 西藏工布江达县九盛投资有限责任公司)执行董事兼总经理、欧瑞宝(厦门)品牌管理有限公司监事。
林沧捷	董事、副总	1969 年生, 林沧捷, 九牧王股份有限公司董事, 现任九牧王股份有限公司副总经理, 兼任玛斯(厦门)品牌管理有限责任公司执行董事及总经理、宁波市牧睿商贸有限责任公司执行董事、九牧王投资有限公司董事、九牧王(泉州)有限公司监事、九牧王投资发展有限责任公司监事。
林泽桓	董事、副总	1990 年生, 九牧王董事, 现任九牧王股份有限公司副总经理、九牧王事业部总经理, 兼任上海玖传服饰有限公司执行董事、宁波玖毓商贸有限公司执行董事及经理等。
尤铭忠	副总经理	1974 年生, 副总经理, 现任九牧王股份有限公司 FUN 事业部总经理, 曾任九牧王股份有限公司产品营销中心总监、商品研发中心总监、九牧王事业部销售中心总监、九牧王事业部商品运营中心总监、九牧王品牌事业部副总经理等。
徐芳	副总经理	1969 年生, 副总经理, 现任九牧王股份有限公司九牧王品牌事业部制造中心总经理, 曾任泉州九牧王厂长及供应中心总监等、九牧王股份有限公司制造中心总监。
陈惠鹏	财务总监	1976 年生, 财务总监, 曾任夏新电子股份有限公司分公司副总兼财务经理、九牧王股份有限公司财务副总

监、依思有限公司财务总监、红纺文化有限公司财务总监。

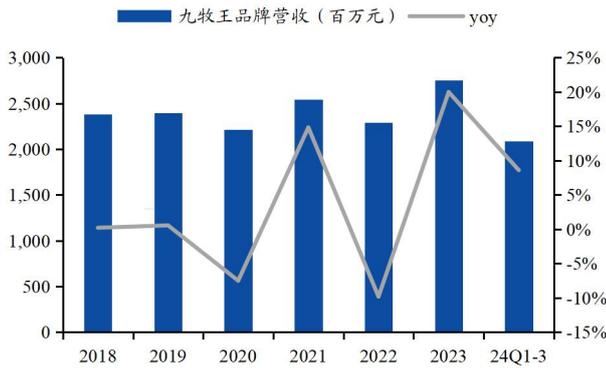
数据来源: ifind, 华福证券研究所

2 主品牌聚焦，男裤专家深入人心

公司始终基于“提心智、扩市场、聚品类”三大战略性增长路径，以九牧王品牌为立足点，持续提升“男裤专家”的心智份额和品牌核心竞争力；同时聚焦专业裤装、商务休闲、时尚商务三大业务领域，为顾客打造专业高品质服饰与生活方式，并有序布局多品牌战略，持续提升公司价值。

2023 年九牧王品牌实现营收 27.52 亿元，同比+20%，24Q1-3 实现营收 20.86 亿元，同比+8.6%；2023 年九牧王品牌毛利率达 63.5%，同比+4.4pct，24Q1-3 毛利率再度提升至 66.1%。

图表 12: 九牧王品牌营收及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 九牧王品牌毛利率



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.1 品质护航: 面料版型升级, 持续打造爆品

公司成立以来, 一直专注男裤, 秉持精工匠心。1) **在生产工艺上**, 公司精益求精, 力争极致: 如公司西裤的生产工艺细化为约 108 道工序, 23000 针缝制、30 位次熨烫、24 项人工检验等。2) **在用料上**, 公司强调从源头上保证品质, 一手严格选用行业内优质的面料辅料, 一手强化面料自主研发。3) **在产品上**, 公司推出“小黑裤”系列爆款, 商务户外 1 号裤具备“三超三防”特殊性能; 推出的自由牛仔裤、高定西裤等明星产品, 亦成为男裤专家的注脚。4) **在设计研发上**, 公司与国际知名设计师合作, 助力产品“品质”内涵丰富化。5) **在服务方面**, 公司设立了全国统一的客户投诉热线, 并在各地设有售后服务机构, 及时响应客户需求。

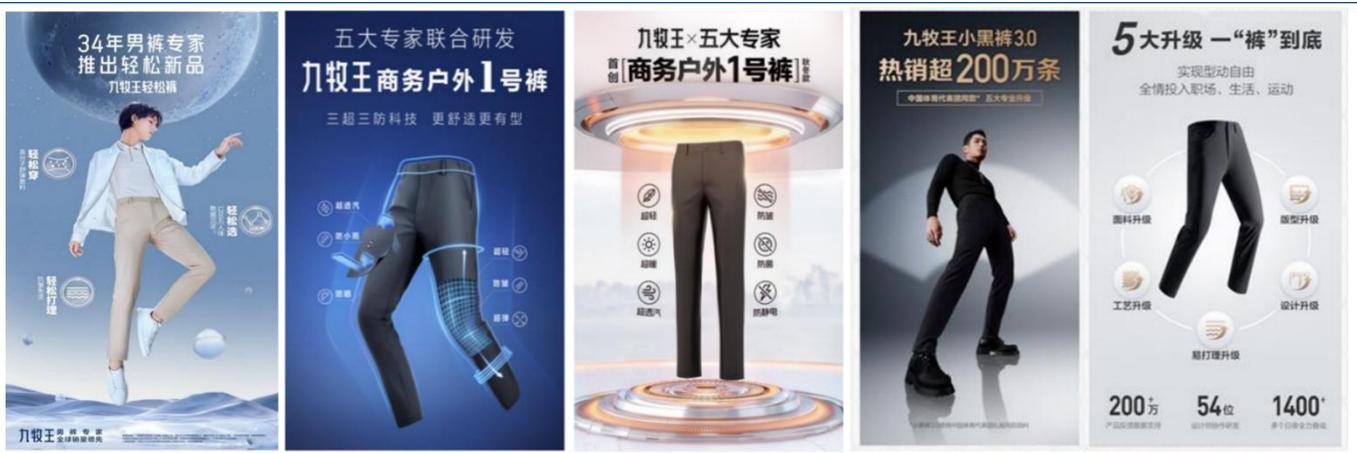
图表 14: 公司六大核心优势

 <p>男裤专家——始于1989</p> <p>1989年，九牧王从一条西裤起家，进入中国男裤市场。33年来，秉持精工匠心，用心缔造专业好品质的裤子！</p>	 <p>多项裤领域实用新型专利</p> <p>西裤国家标准：GB/T2666-2017 水洗整理服装国家标准：GB/T22700-2016 牛仔服装行业标准：FZ/T81006-2017</p>	 <p>积累1200万人体数据</p> <p>窄脚版901 / 修身版902 / 标准版903 舒适版905 / 锥形版906 / 合体版909</p>	 <p>拉伸率高达普通面料4倍</p> <p>*经认证的检测机构检验结果得出，与本品普通面料相比</p>	 <p>每7秒卖出一条</p> <p>*数据来源于九牧王公司1990年-2020年裤销量统计**数据来源于九牧王公司2020年度裤销量统计</p>	 <p>24项人工检验</p> <p>23000针、108道工序、30位次熨烫*严格把控每一道工序，以匠人之心，精雕细琢每一针，*九牧王西裤工艺</p>
---	---	--	--	---	--

数据来源：公司官网，华福证券研究所

公司整合国际优质面料资源，与国际知名设计师合作，不断推出差异化新品，进一步强化九牧王男裤的品类优势：2023年2月，公司推出兼具实用性与功能性的“轻松裤”，面料采用高分子轻量舒弹纱线，较普通面料更轻、更弹、更抗皱；2023年4月，公司携手全球时尚趋势专家、户外运动专家、高尔夫球专家和面料专家共同研发出专属商务领域的户外男裤——商务户外1号裤，其创新三超三防科技，具有“超轻、超弹、超透汽、防皱、防晒、防小雨”六重特性；2023年9月，推出历经不断迭代升级的小黑裤3.0，新版小黑裤在面料、版型、工艺等五大方面进行全面升级，穿着更舒适、易打理。

图表 15: 公司 23 年推出的差异化新品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2.2 渠道变革：加速渠道调整，布局全渠道营销

公司持续推进渠道结构的优化升级，进一步突破万象城体系等高势能渠道；聚焦主流渠道，抢占优质购物中心，购物中心占比稳步提升；持续推动十代店的整改工作，2023年公司新开及整改的十代店已超1200家。

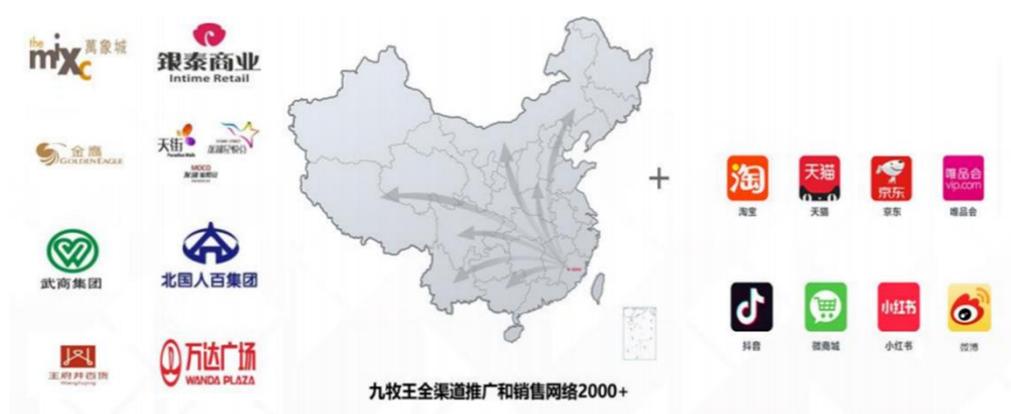
图表 16: 九牧王十代店 2.0



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

九牧王顺应趋势, 全速推进渠道转型优化, 布局全渠道。公司线下销售终端已覆盖全国主要城市的重点商圈, 渠道形态全面涵盖购物中心、商场、专卖店, 集成店、快闪店等新形态也加速落地。线上方面, 公司已全面布局主流电商平台、微商城以及其他新兴线上渠道, 构建起线上线下互通的销售网络, 全域触及前端顾客。

图表 17: 公司构建起线上线下互通的销售网络



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

截至 24 年 9 月 30 日, 公司线下销售终端数量为 2356 家, 其中直营终端 815 家, 加盟终端 1541 家, 平均单店面积持续扩大, 门店空间持续优化。其中九牧王品牌近两年持续增加直营店数量, 并且提升直营店单店面积。

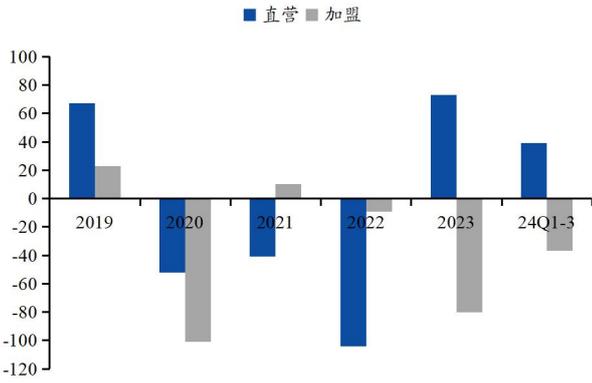
图表 18: 公司门店数统计

		2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1-3
九牧王	直营	699	766	714	673	569	642	681
	加盟	1712	1735	1634	1644	1635	1555	1518
ZIOZIA品牌	直营	82	119	140	142	105	94	84
	加盟	26	20	7	7	2	1	3
FUN品牌	直营	92	95	104	93	71	55	50
	加盟	115	151	149	136	62	39	20
合计		2726	2886	2748	2695	2444	2386	2356

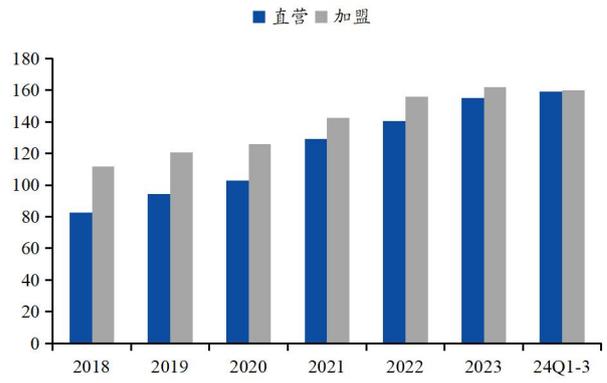
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 19: 九牧王历年净新增/减少门店数 (家)

图表 20: 九牧王单店面积 (平方米) 提升



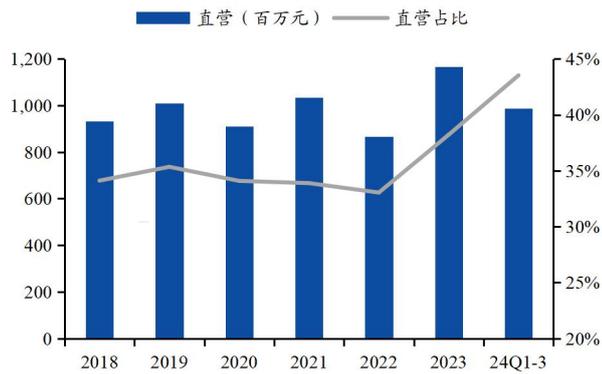
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

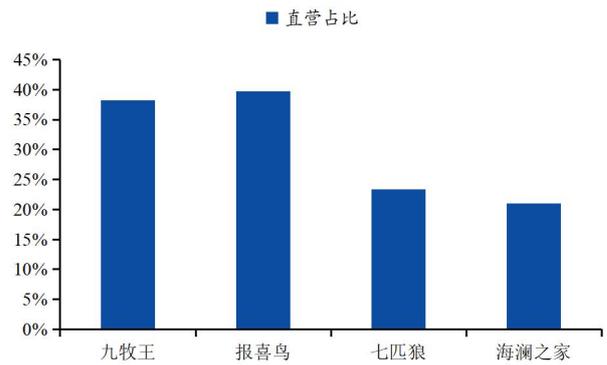
较高的直营占比使得公司毛利率、销售费率均处于行业上游水平。公司毛利率长期维持在 56%-60%之间, 处于行业领先水平, 此外九牧王销售费用率也相对较高, 主要系九牧王直营渠道占比相对较高, 开启战略改革后公司在渠道建设、营销宣传等方面需投入较多资金。

图 21: 公司直营店营收及占比



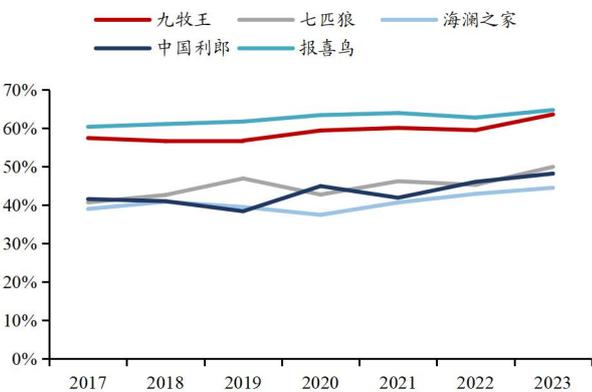
数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

图 22: 2023 年可比公司直营店销售占比



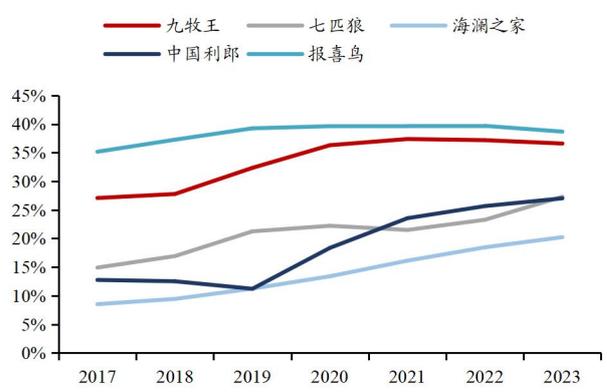
数据来源: 各公司公告, 华福证券研究所

图 23: 可比公司销售毛利率对比



数据来源: ifind, 各公司公告, 华福证券研究所

图 24: 可比公司销售费用率对比

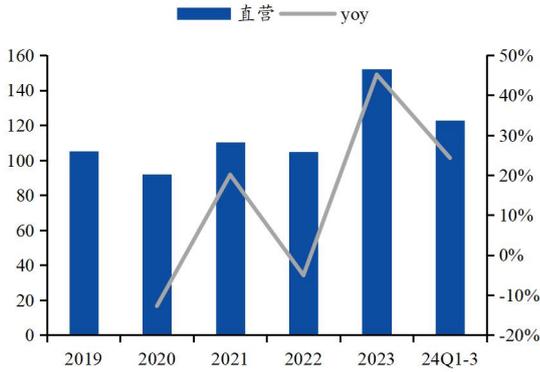


数据来源: ifind, 各公司公告, 华福证券研究所

2023 年公司直营单店营收稳步提升, 根据公司公告, 2023 年公司直营门店单店平均营收 152 万元, 同比+45%, 加盟门店单店平均营收 84.5 万元, 同比+16%; 24Q1-3

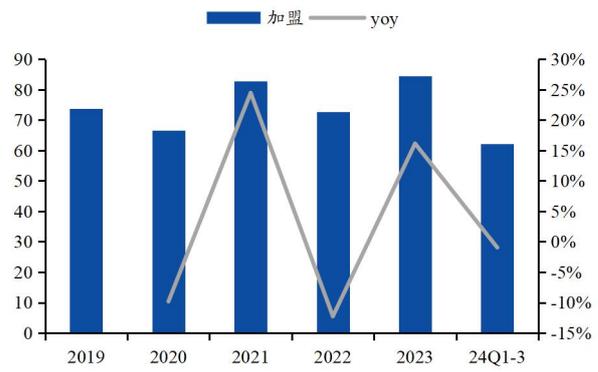
公司直营/加盟门店平均营收分别 122.8/62.2 万元，同比分别+24.3%/-1%。

图表 25: 公司直营门店单店营收 (万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所; 注: 此处计算店效采用期末期初平均门店数

图表 26: 公司加盟门店单店营收 (万元) 及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所; 注: 此处计算店效采用期末期初平均门店数

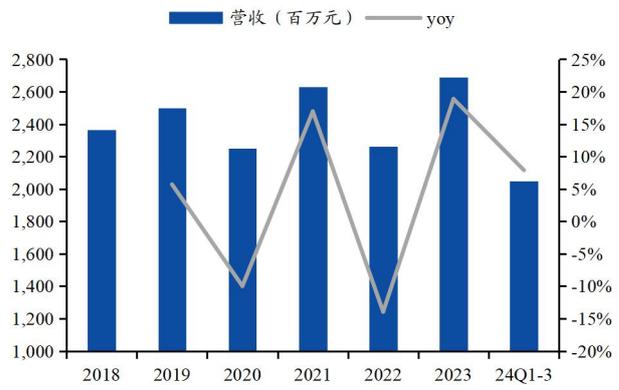
公司以线下销售为核心, 持续加强线下渠道建设, 提升门店布局、购物体验、店货匹配等方面的精细化运营能力。2023 年线下营收 26.9 亿元, 同比+18.9%, 线下营收占比达 88.9%。24Q1-3 公司进一步提升线下销售占比至 91.2%, 营收 20.5 亿元, 同比+7.9%。

图表 27: 公司线上/线下营收占比



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 28: 公司线下渠道营收及增速



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2.3 精细化营销: 触及核心人群, 打造民族品牌

1) 携手五大代言人演绎男裤新篇章。2024 年 4 月, 九牧王携手五位明星, 深化主流人群对“品质先生有九牧王”、“品质先生有五条裤子”的心智认知, 传递九牧王专研男裤 35 年的品牌价值, 高效布局品牌年轻化、时尚化升级, 品牌声量得到显著提高, 创下 17.8 亿的总曝光量。

2) 四登国际时装周。2024 年 6 月九牧王登陆巴黎时装周, 带来“鲲鹏击浪”为主题的春夏新作, 以东方文化中的经典意象为灵感来源, 聚焦鲲鹏与海水江崖纹, 呈现气韵磅礴的东方美学。

图表 29: 携手五大代言人演绎男裤新篇章



品质先生 有九牧王 | 男裤专家

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 四登国际时装周传递东方美学

九牧王 × 巴黎时装周 | 鲲鹏击浪大秀

巴黎货币博物馆 2024.06.19

九牧王研发总监GEMMA LIU携手法国设计师LGN联合打造2025春夏系列, 取灵感于《庄子·逍遥游》, 将上古神兽「鲲鹏」及中华传统纹样「海水江崖纹」融进现代设计语言, 向世界呈现中国文化的深厚底蕴和无限潜力。



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3) 中国体育代表团礼服供应商。作为中国体育代表团的礼服供应商, 九牧王已多次陪伴中国体育健儿闪耀国际赛场。2024年九牧王为中国体育代表团全新打造巴黎奥运会“逐梦”礼服。

4) 城市引爆活动, 提升品牌影响力。2024年公司结合五裤代言人宣传、新品发布会等, 在全国开展城市引爆营销活动, 邀请媒体、KOL 博主等参与活动, 进行线上线下全方位宣传, 提升品牌影响力。

图表 31: 公司为中国体育代表团礼服供应商



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 32: 城市引爆活动提升品牌影响力



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3 注重股东回报, 凸显长期投资价值

公司重视投资者回报, 凸显长期投资价值。自 2011 年上市以来, 公司坚持实施积极、稳定的利润分配政策, 已连续 13 年进行现金分红。2023 年度公司营业收入、净利润、经营现金流等较上年度都有增长。2023 年公司分红比例 90.1%, 股息率 3.01%。

图表 33: 公司历年分红比例

图表 34: 公司历年股息率



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所
 注: 2022年由于归母净利润为负数, 分红比例暂不显示



数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们对 2024-2026 年业绩做出以下假设:

(1) 九牧王品牌: 公司近两年加强直营店占比, 增开十代店 2.0, 并关闭效益较差的加盟店, 预期 24-25 年持续调整下净开店量下滑, 26 年恢复正常净开店量。店效方面, 通过品牌推广与新店开立, 店效有望持续提升, 带动品牌毛利率稳步增长。

(2) ZIOZIA 及 FUN 品牌: FUN 及 ZIOZIO 定位不同客群, 店态需要不断迎合目标客群的需求而迭代, 近年来通过关小店、开大店调整整体店态。店效方面, 通过品牌推广与店态升级, 店效有望持续提升, 带动品牌毛利率得到改善。

综上, 我们预计公司 2024-2026 年收入增速分别为 6%、9%、8%, 归母净利润增速分别为 -3%、15%、23%, 对应 EPS 分别为 0.32 元/0.37 元/0.45 元。

图表 35: 公司业绩拆分预测表

单位: 百万元	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2733.22	2857.04	2672.21	3050.42	2620.09	3055	3229.67	3512.40	3805.55
yoy		4.5%	-6.5%	14.2%	-14.1%	16.6%	5.7%	8.8%	8.3%
营业成本	1186	1235.91	1085.61	1218.47	1062.15	1113.11	1103.03	1190.37	1272.72
yoy		4.2%	-12.2%	12.2%	-12.8%	4.8%	-0.9%	7.9%	6.9%
毛利率	56.6%	56.7%	59.4%	60.1%	59.5%	63.6%	65.8%	66.1%	66.6%
九牧王品牌									
营业收入	2381.73	2395.01	2215.31	2543.74	2293.98	2752.40	2969.22	3256.48	3533.05
yoy		0.6%	-7.5%	14.8%	-9.8%	20.0%	7.9%	9.7%	8.5%
截至期末门店数 (家)	2411	2501	2348	2317	2204	2197	2192	2179	2199
净增加		90	-153	-31	-113	-7	-5	-13	20
店效 (万元/家)		97.52	91.37	109.06	101.48	125.08	135.09	148.60	160.48
yoy			-6.3%	19.4%	-6.9%	23.3%	8.0%	10.0%	8.0%
毛利率	57.1%	56.9%	59.4%	59.5%	59.1%	63.5%	66.3%	66.5%	66.9%
营业成本	1022.80	1033.04	900.49	1029.32	938.72	1005.02	1000.63	1090.92	1169.44



	yoy	1.0%	-12.8%	14.3%	-8.8%	7.1%	-0.4%	9.0%	7.2%
ZIOZIA 品牌									
营业收入	48.63	104.45	113.10	139.20	99.58	119.19	121.08	126.18	140.06
	yoy	114.8%	8.3%	23.1%	-28.5%	19.7%	1.6%	4.2%	11.0%
截至期末门店数 (家)	108	139	147	149	107	95	83	73	78
	净增加	31	8	2	-42	-12	-12	-10	5
店效 (万元/家)		84.58	79.09	94.05	77.80	118.01	127.45	140.20	151.42
	yoy		-6.5%	18.9%	-17.3%	51.7%	8.0%	10.0%	8.0%
毛利率	64.8%	71.7%	79.2%	80.3%	78.7%	75.6%	75.7%	75.7%	75.8%
营业成本	17.12	29.58	23.57	27.39	21.17	29.10	29.42	30.66	33.89
	yoy	72.8%	-20.3%	16.2%	-22.7%	37.5%	1.1%	4.2%	10.5%
FUN 品牌									
营业收入	212.68	265.92	289.79	285.68	177.76	135.58	96.33	86.69	89.40
	yoy	25.0%	9.0%	-1.4%	-37.8%	-23.7%	-29.0%	-10.0%	3.1%
截至期末门店数 (家)	207	246	253	229	133	94	64	48	45
	净增加	39	7	-24	-96	-39	-30	-16	-3
店效 (万元/家)		117.41	116.15	118.54	98.21	119.45	150.51	180.61	198.67
	yoy		-1.1%	2.1%	-17.2%	21.6%	26.0%	20.0%	10.0%
毛利率	62.2%	60.3%	65.2%	67.0%	64.8%	65.5%	61.0%	61.5%	62.0%
营业成本	80.49	105.46	100.93	94.27	62.57	46.81	37.57	33.38	33.97
	yoy	31.0%	-4.3%	-6.6%	-33.6%	-25.2%	-19.7%	-11.2%	1.8%
其他									
营业收入	90.18	91.65	54.01	81.81	48.77	47.82	43.04	43.04	43.04
	yoy	1.6%	-41.1%	51.5%	-40.4%	-1.9%	-10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	27.3%	26.0%	-12.2%	17.5%	18.6%	32.7%	17.7%	17.7%	17.7%
营业成本	65.59	67.83	60.62	67.49	39.69	32.19	35.41	35.41	35.41
	yoy	3.4%	-10.6%	11.3%	-41.2%	-18.9%	10.0%	0.0%	0.0%

数据来源: ifind, 公司公告, 华福证券研究所

4.2 投资建议

我们选取同属于男装品牌的报喜鸟、中国利郎、海澜之家作为可比公司，2025年可比公司一致预期对应 PE 的平均值为 10X，低于公司的 22X，我们认为，公司作为国内经典男装品牌，坚定“男裤专家”的发展战略，在品牌力、渠道建设、门店升级等方面进行持续变革，未来品牌盈利有望稳步提升，首次覆盖，给予“持有”评级。

图表 36: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2025/4/21	2023A	2024A/E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600398.SH	海澜之家	7.97	0.61	0.48	0.56	0.64	12.97	16.69	14.15	12.49
1234.HK	中国利郎	3.68	0.44	0.39	0.45	0.50	8.31	9.44	8.24	7.41
002154.SZ	报喜鸟	3.81	0.48	0.34	0.44	0.51	7.97	11.21	8.66	7.47
	平均值						9.75	12.44	10.35	9.12
601566.SH	九牧王	8.11	0.33	0.32	0.37	0.45	24.37	25.25	22.02	17.97

数据来源: ifind 一致预期, 华福证券研究所; 注: 九牧王为华福证券研究所测算

5 风险提示

(1) 消费需求变化导致行业竞争加剧。消费者更趋个性化和理性化，对产品的要求更高，市场将进一步细分。因长期推行“订货制”，国内服装市场的反应相对滞后，未能完全做到以终端消费者的需求为导向；此外，服装行业创新能力和机制不足，导致产品同质化程度较高，国内服装企业之间竞争加剧，并将面临来自国际品牌和新兴品牌的竞争。

(2) 下游销售渠道变化的风险。近年来，购物中心和电商渠道整体仍处于上升期，且业态不断“翻新”，集成店、快闪店等新兴渠道亦加速兴起，给百货商场、街铺等传统渠道造成了较大的冲击。

(3) 过于倚重单一品牌风险。目前公司营业收入及其增长主要依赖九牧王品牌，若品牌推广效果不及预期，或影响公司未来经营业绩。

(4) 零售转型效率不及预期。公司将以“消费者满意，终端店铺盈利为核心的零售转型”作为主要战略举措。然而精细化零售运营转型，需要时间与经验的积累，或无法在短期内迅速见效。



图表 37: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,066	738	833	896	营业收入	3,055	3,230	3,512	3,806
应收票据及账款	238	309	314	368	营业成本	1,113	1,103	1,190	1,273
预付账款	40	42	43	45	税金及附加	33	34	36	40
存货	943	794	857	916	销售费用	1,118	1,389	1,493	1,606
合同资产	0	0	0	0	管理费用	224	203	218	232
其他流动资产	796	813	767	779	研发费用	47	45	49	53
流动资产合计	3,083	2,696	2,813	3,003	财务费用	-6	-5	-4	5
长期股权投资	226	226	226	226	信用减值损失	15	-13	-12	-15
固定资产	363	362	350	341	资产减值损失	-244	-185	-195	-195
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动收益	-116	-90	-95	-95
无形资产	113	99	84	74	投资收益	22	40	20	22
商誉	11	11	11	11	其他收益	22	18	18	18
其他非流动资产	1,989	2,004	2,027	2,043	营业利润	238	246	282	345
非流动资产合计	2,703	2,702	2,699	2,695	营业外收入	26	13	13	13
资产合计	5,786	5,398	5,513	5,698	营业外支出	10	14	14	14
短期借款	100	0	0	0	利润总额	254	245	281	344
应付票据及账款	864	772	825	922	所得税	66	64	73	89
预收款项	4	6	6	7	净利润	188	182	208	255
合同负债	186	129	140	152	少数股东损益	-3	-3	-3	-4
其他应付款	95	95	95	95	归属母公司净利润	191	185	212	259
其他流动负债	354	300	309	319	EPS (按最新股本摊薄)	0.33	0.32	0.37	0.45
流动负债合计	1,604	1,302	1,376	1,495					
长期借款	254	244	244	244					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	44	44	44	44					
非流动负债合计	298	288	288	288					
负债合计	1,901	1,590	1,663	1,783					
归属母公司所有者权益	3,921	3,848	3,893	3,962					
少数股东权益	-37	-40	-43	-47					
所有者权益合计	3,885	3,808	3,850	3,915					
负债和股东权益	5,786	5,398	5,513	5,698					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	583	176	364	427
现金收益	294	267	298	355
存货影响	-112	149	-63	-59
经营性应收影响	355	113	189	140
经营性应付影响	64	-90	53	97
其他影响	-19	-262	-112	-106
投资活动现金流	191	-226	-107	-169
资本支出	-62	-74	-68	-75
股权投资	-31	0	0	0
其他长期资产变化	285	-152	-39	-94
融资活动现金流	-334	-278	-162	-195
借款增加	-195	-110	0	0
股利及利息支付	-71	-181	-201	-246
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-68	13	39	52

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	16.6%	5.7%	8.8%	8.3%
EBIT 增长率	373.2%	-3.2%	15.2%	26.2%
归母公司净利润增长率	304.7%	-3.5%	14.7%	22.5%
获利能力				
毛利率	63.6%	65.8%	66.1%	66.6%
净利率	6.2%	5.6%	5.9%	6.7%
ROE	4.9%	4.8%	5.5%	6.6%
ROIC	14.5%	18.0%	19.2%	23.3%
偿债能力				
资产负债率	32.9%	29.5%	30.2%	31.3%
流动比率	1.9	2.1	2.0	2.0
速动比率	1.3	1.5	1.4	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7
应收账款周转天数	19	17	15	13
存货周转天数	287	284	250	251
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.32	0.37	0.45
每股经营现金流	1.01	0.31	0.63	0.74
每股净资产	6.82	6.70	6.77	6.90
估值比率				
P/E	24	25	22	18
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	26	28	25	21

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfjys@hfzq.com.cn