

九牧王 (601566)

2022 年三季报点评: 疫情下渠道持续调整, 投资亏损对业绩拖累较大

中性 (下调)

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,050	2,777	3,178	3,335
同比	14%	-9%	14%	5%
归属母公司净利润 (百万元)	195	-89	167	220
同比	-47%	-146%	287%	32%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.34	-0.16	0.29	0.38
P/E (现价&最新股本摊薄)	21.11	-	24.59	18.69

#业绩不及预期

投资要点

- **公司公布 2022 年三季报:** 2022 前三季度营收 19.51 亿元/yoy-10.17%、归母净利润亏损 1.15 亿元。分季度看, 22Q1/Q2/Q3 营收分别同比-5.62%/-10.93%/-14.37%、归母净利分别亏损 5746/253/5542 万元。收入端受疫情影响下滑、下滑幅度逐季加大主因关店幅度逐季加大 (22Q1/Q2/Q3 门店数分别同比-4.90%/-6.88%/-7.92%), 净亏损主要受股票基金等金融资产公允价值损失 2.1 亿元及存货跌价 1.76 亿元拖累, 前三季度扣非后归母净利 5280 万元/yoy-42.1%、主要受存货跌价拖累。
- **持续净关店, 全品牌、全渠道收入下滑。** 1) **分品牌看,** 22Q1-Q3 九牧王/FUN/ZIOZIA 收入分别同比-5.19%/-37.06%/-26.02%, 收入分别占比 88.35%/7.43%/3.68%, 受疫情影响各品牌收入均下滑, 其中 FUN 下滑较多主因关店比例较大 (22Q1-Q3 九牧王/FUN/ZIOZIA 门店数量分别为 2218/114/146 家、分别同比-3.3%/-42.1%/-20.3%)。2) **分渠道看,** 22Q1-Q3 线上/线下收入分别同比-16.65%/-8.69%, 收入占比分别为 10.71%/89.29%。其中, 线上收入下滑较多、但毛利率同比提升 6.1pct 至 65.9%; 线下收入下滑主要由关店导致, 截至 22Q3 门店 2478 家、较上年同期净关 213 家、对应同比-7.9%、估算店效同比-0.8%。3) **线下分模式看,** 22Q1-Q3 直营/加盟收入分别同比-13.29%/-8.56%, 收入分别占线下的 40%/60%, 直营收入下滑较多主因关店幅度较大, 截至 22Q3 直营/加盟门店分别为 750/1728 家、分别较上年同期净关 170/43 家、对应同比-18.5%/-2.4%。
- **毛利率及费用率持平略降, 公允价值变动及存货跌价拖累利润率。** 1) **毛利率:** 22 年前三季度毛利率同比-0.09pct 至 60.39%, 分季度看 22Q1/Q2/Q3 毛利率分别为 61.90%/58.91%/59.80%、波动幅度较小。2) **期间费用率:** 22 年前三季度期间费用率同比-0.22pct 至 48.74%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.41/-0.20/+0.15/+0.25pct 至 37.48%/8.34%/1.80%/1.12%, 费用率水平基本维持稳定。3) **归母净利率:** 结合金融资产公允价值损失及存货跌价拖累, 22 年前三季度归母净利率同比降 8.33pct 至-5.92%。4) **存货:** 截至 22Q3 末存货 8.37 亿元/yoy-11.78%, 存货周转天数同比增加 37 天至 305 天。5) **现金流:** 22 年前三季度经营活动净现金 1.21 亿元/yoy+231%, 主因支出减少。截至 22Q3 末公司账上资金 6.51 亿元。
- **盈利预测与投资评级:** 公司为国内男裤第一龙头, 20 年确立“深化男裤专家形象”战略, 通过聚焦主流媒体、做强头部单品、推动渠道优化三方面打造品牌竞争力。受疫情及投资亏损影响, 2022 前三季度业绩亏损, 存货周转放缓, 但毛利率&费用率较为稳定、现金流改善。考虑疫情影响, 我们将 22-23 年归母净利分别从 3.68/4.35 亿元下调至-0.89/1.67 亿元, 增加 24 年预测值 2.20 亿元, 22-24 年 EPS 分别为-0.16/0.29/0.38 元/股, 23-24 年对应 PE 为 25/19X。期待疫情影响减弱后公司战略变革逐步显效, 品牌力、产品力、渠道力逐步修复、盈利能力回升, 下调为“中性”评级。
- **风险提示:** 疫情反复, 金融资产公允价值波动, 品牌转型不及预期等。

2022 年 10 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	7.15
一年最低/最高价	6.84/14.38
市净率(倍)	1.10
流通 A 股市值(百万元)	4,108.66
总市值(百万元)	4,108.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.51
资产负债率(% ,LF)	34.17
总股本(百万股)	574.64
流通 A 股(百万股)	574.64

相关研究

《九牧王(601566): 男裤品类龙头, 期待聚焦战略显效》

2022-03-13

《九牧王(601566): 线上增长稳定, 二季度受零售环境及开店进度影响线下增速有所放缓, 总体符合预期》

2018-08-29

九牧王三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,620	2,587	2,883	3,138	营业总收入	3,050	2,777	3,178	3,335
货币资金及交易性金融资产	1,192	1,153	1,360	1,544	营业成本(含金融类)	1,218	1,135	1,282	1,359
经营性应收款项	415	396	431	442	税金及附加	29	25	29	30
存货	909	933	983	1,042	销售费用	1,140	1,069	1,192	1,234
合同资产	0	0	0	0	管理费用	246	250	254	250
其他流动资产	104	105	108	110	研发费用	48	50	54	53
非流动资产	3,539	3,484	3,483	3,533	财务费用	22	25	19	13
长期股权投资	268	268	268	268	加:其他收益	37	6	6	7
固定资产及使用权资产	497	445	445	494	投资净收益	82	42	32	33
在建工程	3	2	1	0	公允价值变动	-71	-200	0	0
无形资产	135	135	135	135	减值损失	-176	-183	-163	-143
商誉	39	39	39	39	资产处置收益	3	0	0	0
长期待摊费用	96	96	96	96	营业利润	220	-112	224	293
其他非流动资产	2,501	2,500	2,500	2,500	营业外净收支	-19	-5	-5	-5
资产总计	6,159	6,071	6,366	6,671	利润总额	201	-117	219	288
流动负债	1,773	1,739	1,864	1,944	减:所得税	18	-26	48	63
短期借款及一年内到期的非流动负债	426	426	426	426	净利润	183	-91	170	224
经营性应付款项	837	844	918	973	减:少数股东损益	-12	-2	3	4
合同负债	144	136	154	163	归属母公司净利润	195	-89	167	220
其他流动负债	366	333	366	381	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.34	-0.16	0.29	0.38
非流动负债	336	336	336	336	EBIT	229	249	367	409
长期借款	294	294	294	294	EBITDA	368	323	458	519
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	60.06	59.15	59.67	59.26
租赁负债	24	24	24	24	归母净利率(%)	6.38	-3.22	5.26	6.59
其他非流动负债	17	17	17	17	收入增长率(%)	14.15	-8.95	14.41	4.94
负债合计	2,108	2,075	2,200	2,280	归母净利润增长率(%)	-47.25	-145.89	287.08	31.59
归属母公司股东权益	4,068	4,016	4,183	4,403					
少数股东权益	-18	-20	-16	-12					
所有者权益合计	4,051	3,996	4,167	4,391					
负债和股东权益	6,159	6,071	6,366	6,671					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	201	323	466	491	每股净资产(元)	7.08	6.99	7.28	7.66
投资活动现金流	-289	-163	-224	-273	最新发行在外股份(百万股)	575	575	575	575
筹资活动现金流	-97	2	-35	-35	ROIC(%)	4.42	4.07	5.94	6.35
现金净增加额	-187	161	207	184	ROE-摊薄(%)	4.78	-2.22	3.99	4.99
折旧和摊销	139	74	91	111	资产负债率(%)	34.23	34.18	34.55	34.17
资本开支	-92	-205	-255	-305	P/E (现价&最新股本摊薄)	21.11	-	24.59	18.69
营运资本变动	-288	-8	5	-7	P/B (现价)	1.01	1.02	0.98	0.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

