

2022年03月13日

男裤品类龙头，期待聚焦战略显效 增持（首次）

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,672	3,129	3,561	3,895
同比（%）	-6.47	17.11	13.78	9.39
归母净利润（百万元）	369	286	368	435
同比（%）	-0.32	-22.59	28.83	18.22
每股收益（元/股）	0.64	0.50	0.64	0.76
P/E（倍）	16.39	21.17	16.43	13.90

投资要点

- 男裤品类第一龙头，收入端已实现复苏。**公司成立于2004年，主营以九牧王品牌为主的服饰业务，2009、2018年先后通过收购增资方式布局潮流服饰品牌FUN、韩国时尚男装品牌ZIOZIA。2000-2020年九牧王在中国男裤市场综合占有率连续21年位列第一。2020年公司营收26.72亿元/yoy-6.47%、归母净利润3.69亿元/yoy-0.32%。2021Q1-Q3营收yoy+23.37%/较2019年同期+7.28%（2021Q1-Q3九牧王/FUN/ZIOZIA收入占比分别为84.2%/10.7%/4.5%、线上/线下收入占比分别为11.6%/88.4%），因费用增加、存货跌价和公允价值亏损，2021Q1-Q3归母净利润yoy-81.0%/较2019年同期-86.2%。截止2021Q3公司共有2691家门店（直营920家+加盟1771家）。
- 全品牌收入双位数增长，渠道优化带来店效提升。**1) **品牌端：**2021Q1-Q3九牧王/FUN/ZIOZIA收入分别同比+23.6%/13.4%/51.6%，较2019年同期分别增长5.3%/23.0%/59.1%。2) **渠道端：**2021Q1-Q3线上/线下收入同比分别-4.7%/+28.0%，较2019年同期分别+27.1%/+5.7%，线下渠道中直营/加盟业务收入分别同增29.0%/25.3%、较2019年同期分别增8.70%/0.16%，截至2021Q3直营/加盟门店分别为920/1771家、较2020年末分别减少46/19家，在净关店情况下线下收入保持增长，体现了同店收入显著改善、渠道力显著强化。3) **分季度看，**21Q1/Q2/Q3营收分别同比+40.0%/7.8%/21.5%、较2019年同期分别+1.3%/5.8%/15.6%；归母净利润分别同比+56.8%/-83.5%/-199.8%、较2019年同期分别-63.4%/-56.7%/-225.3%，Q2净利同比下滑主因销售费用提升较多、Q3净亏损主要由于投资业务产生的公允价值亏损较多。
- 多维度聚焦打造品牌竞争力，战略革新效果初步显现。**近年来男装行业同质化严重、竞争较为激烈，消费趋势年轻化、国产品牌关注度提升，在此背景下公司重新确立“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。战略实施期间营销投放、渠道费用增多导致净利率水平受影响下滑，但经营层面看，收入复苏&店效改善表明公司转型策略适用于当前的消费市场。未来随着品牌竞争力提升，相关销售费用支出下降有望带动盈利能力提升。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内男裤第一龙头，2020年开启“男裤专家”战略变革，确立了“打造全球最好的裤子”的品牌使命和“领跑中国男裤、成为全球裤王”的品牌愿景，以提升品牌力、产品力以及渠道力为着力点，其革新效果在2021年前三季度终端收入及店效的增长数据上得以体现。未来随着聚焦战略推进、公司品牌力提升，费用端有望得到有效控制，净利率水平有望逐渐回升。我们预计2021-2023年归母净利润分别同比-22.6%/+28.8%/+18.2%，对应PE为21X/16X/14X，首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示：**疫情反复影响消费，行业竞争加剧，品牌转型不及预期等。

证券分析师 李婕
执业证号：S0600521120003
lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原
zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	10.52
一年最低/最高价	10.02/19.60
市净率(倍)	1.53
流通 A 股市值(百万元)	6045.18

基础数据

每股净资产(元)	6.88
资产负债率(%)	34.40
总股本(百万股)	574.64
流通 A 股(百万股)	574.64

九牧王三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2,436	2,713	3,101	3,494	营业收入	2,672	3,129	3,561	3,895
现金	438	243	386	541	减:营业成本	1,086	1,289	1,463	1,599
应收账款	163	189	206	222	营业税金及附加	29	28	32	35
存货	760	989	1,042	1,095	营业费用	970	1,205	1,335	1,441
其他流动资产	1,074	1,292	1,466	1,635	管理费用	212	282	285	292
非流动资产	3,474	3,583	3,726	3,899	研发费用	42	56	61	62
长期股权投资	268	268	268	268	财务费用	11	-18	-17	-18
固定资产	346	497	660	843	资产减值损失	201	20	20	20
在建工程	82	41	21	10	加:投资净收益	-59	47	36	39
无形资产	139	139	139	139	其他收益	21	6	7	8
其他非流动资产	2,639	2,638	2,638	2,638	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	5,910	6,296	6,827	7,392	营业利润	435	367	472	557
流动负债	1,552	1,655	1,822	1,957	加:营业外净收支	-4	-5	-5	-5
短期借款	299	299	299	299	利润总额	430	362	467	552
应付账款	499	530	601	657	减:所得税费用	75	80	103	121
其他流动负债	754	826	921	1,001	少数股东损益	-14	-3	-4	-4
非流动负债	166	166	166	166	归属母公司净利润	369	286	368	435
长期借款	150	150	150	150	EBIT	159	269	385	466
其他非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	290	409	532	633
负债合计	1,718	1,821	1,988	2,123	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	-6	-9	-12	-17	每股收益(元)	0.64	0.50	0.64	0.76
归属母公司股东权益	4,198	4,483	4,851	5,286	每股净资产(元)	7.31	7.80	8.44	9.20
负债和股东权益	5,910	6,296	6,827	7,392	发行在外股份(百万股)	575	575	575	575
					ROIC(%)	2.8%	4.3%	5.7%	6.4%
					ROE(%)	8.8%	6.4%	7.6%	8.2%
					毛利率(%)	59.4%	58.8%	58.9%	59.0%
					销售净利率(%)	13.8%	9.1%	10.3%	11.2%
					资产负债率(%)	29.1%	28.9%	29.1%	28.7%
					收入增长率(%)	-6.5%	17.1%	13.8%	9.4%
					净利润增长率(%)	-0.3%	-22.6%	28.8%	18.2%
					P/E	16.39	21.17	16.43	13.90
					P/B	1.56	1.35	1.25	1.14
					EV/EBITDA	22.65	15.27	11.48	9.41

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

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>