

九牧王（601566.SH）

战略聚焦男裤主业，龙头焕新再起航

公司评级

买入

当前价格 11.08 元

合理价值 14.11 元

三十余载深耕男裤，战略聚焦再启航。公司创立于 1989 年，三十余载深耕男裤，是男裤行业的龙头企业。公司 2015 年开启零售变革，2020 年以来实施“男裤专家”战略变革，立足好产品聚焦发展男裤主业，2024 年九牧王男裤无提示第一提及率升至 25%。公司目前已拥有“男裤专家”九牧王、韩国通勤时装 ZIOZIA 及时尚裤装品牌 FUN 等构筑的高效品牌矩阵，覆盖多个核心年龄段和产品风格。公司以九牧王品牌为核心，持续推进品牌重塑、产品升级、渠道焕新和消费场景延展。

男装行业稳健发展，政策支持服装消费与品牌建设。男装市场规模整体呈稳步上升趋势，行业集中度有望持续提升。国家政策持续支持服装消费、品牌建设和国潮发展，从供给侧推动高品质服装及创新设计发展，同时通过多层次品牌培育和新消费场景激发消费需求。

深化“男裤专家”战略变革，重构九牧王品牌竞争力。九牧王品牌聚焦男裤专业优势，产品端不断升级创新，打造多个明星单品并快速迭代，产品延伸覆盖多场景需求，推出“五裤系列”产品矩阵和“四区五裤”陈列体系，持续强化“九牧王=男裤专家”的品牌认知，满足消费者对全场景裤装的一站式购物需求。同时强化 ZIOZIA、FUN 品牌定位，加速产品创新。渠道端持续优化渠道结构，提升直营占比，加速十代店升级焕新，深化核心商圈及优质购物中心布局。营销端宣布多位品牌代言人，加大品牌投放，实现品牌破圈焕新，通过各类营销活动触达更多客群，年轻客群占比有望不断上升。

盈利预测和投资建议。预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 0.56/0.67/0.80 元，公司战略聚焦男裤主业，整合产品线，集中资源推动核心品类发展，推进优化门店布局，强化高势能终端建设，直营占比有望不断提升。考虑利润增速，结合公司历史估值水平，给予 2026 年 25 倍 PE，对应合理价值 14.11 元/股，给予“买入”评级。

风险提示。经济波动风险；行业竞争加剧风险；投资及财务波动风险；战略变革效果不及预期风险。

盈利预测

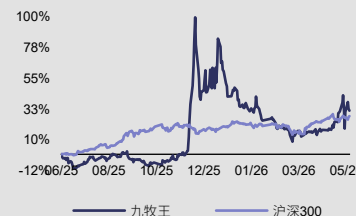
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	3,181	2,975	3,111	3,402	3,733
增长率（%）	4.1%	-6.5%	4.6%	9.3%	9.7%
EBITDA（百万元）	591	615	653	688	753
归母净利润（百万元）	176	294	324	385	457
增长率（%）	-7.9%	67.1%	10.2%	18.7%	18.8%
EPS（元/股）	0.31	0.51	0.56	0.67	0.80
市盈率（X）	27.4	25.6	19.6	16.5	13.9
ROE（%）	4.5%	7.3%	8.0%	9.4%	11.0%
EV/EBITDA（X）	7.3	11.8	9.2	8.6	7.7

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	574.64/574.64
总市值/流通市值(百万元)	6987.59/6987.59
一年内最高/最低(元)	18.41/8.28
30 日均成交量/成交额(百万)	22.92/273.59
近 3 个月/6 个月涨跌幅(%)	11.15/-9.05

相对市场表现



糜韩杰

SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
mihanjie@gf.com.cn

钟泽宇

SAC 执证号：S0260526020002
zhongzeyu@gf.com.cn

请注意，钟泽宇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究

目录索引

一、公司概况：三十余载深耕男裤，战略聚焦再启航	5
（一）公司简介：中国男裤行业龙头企业，战略变革深化男裤主业	5
（二）经营模式：自制生产为主、委托加工为辅，直营与加盟相结合	7
（三）发展历程：持续深化男裤核心地位，打造产品差异化优势	8
（四）公司财务分析：收入长期上行，利润企稳回升	10
（五）公司股权结构：实控人稳定，管理层行业经验丰富	17
（六）公司分红：重视股东回报，股息率处于较好水平	20
二、行业分析：男装行业稳健发展，公司处于同行较好水平	21
（一）男装行业：市场规模稳健增长，行业集中度有望持续提升	21
（二）相关政策：政策加码支持服装消费与品牌建设	22
（三）财务对比：九牧王整体呈现向好发展趋势	23
三、九牧王：深化“男裤专家”战略变革，重构九牧王品牌竞争力	26
（一）产品端：产品不断升级创新，延伸覆盖多场景需求	26
（二）渠道端：持续优化渠道结构，加速十代店升级焕新	32
（三）营销端：多次登陆国际时装周，借力明星代言品牌破圈	38
四、ZIOZIA、FUN 品牌：强化品牌定位，加速产品创新	40
（一）ZIOZIA 品牌：强化“韩国通勤时装”定位，创新产品研发	40
（二）FUN 品牌：升级门店形象，强化品牌营销	41
五、盈利预测和投资建议	42
（一）盈利预测	42
（二）投资建议	44
四、风险提示	45
（一）经济波动风险	45
（二）行业竞争加剧风险	45
（三）投资及财务波动风险	45
（四）战略变革效果不及预期风险	45

图表索引

图 1：九牧王品牌六大核心优势.....	5
图 2：2025 年公司各品牌收入占比（%）	6
图 3：2024 巴黎时装周九牧王 25 春夏男装系列	7
图 4：公司经营模式主要流程	8
图 5：九牧王发展历程.....	10
图 6：营收及同比增速.....	11
图 7：扣非归母净利润及同比增速	11
图 8：毛利率和扣非归母净利率（%）	13
图 9：销售、管理、研发费用率（%）	13
图 10：公司收入构成（按产品划分，亿元）	14
图 11：公司收入构成占比（按产品划分，%）	14
图 12：公司公允价值变动收益与投资收益（亿元）	15
图 13：归母净利润与扣非归母净利润对比	16
图 14：九牧王、ZIOZIA、FUN 品牌收入（亿元）	16
图 15：九牧王、ZIOZIA、FUN 品牌收入占营收比重（%）	17
图 16：公司股权结构（截至 2025 年末）	18
图 17：男装上市公司管理层平均任职年限（年）（截至 2025 年末）	20
图 18：公司历年现金分红情况（亿元）	20
图 19：公司历年股利支付率（%）	21
图 20：公司历年股息率（%）	21
图 21：中国男装行业市场规模及同比增速（百万美元）	22
图 22：各国男装市占率 CR10 集中度对比（%）	22
图 23：主要男装上市公司营业收入对比（亿元）	24
图 24：主要男装上市公司扣非归母净利润对比（亿元）	24
图 25：主要男装上市公司渠道数量对比（个）	25
图 26：主要男装上市公司毛利率对比（%）	26
图 27：主要男装上市公司扣非归母净利率对比（%）	26
图 28：九牧王重磅麻纱王面料	27
图 29：2019 年九牧王推出小黑裤	27
图 30：九牧王男裤收入及增速	27
图 31：九牧王男裤收入增速与男装行业增速对比（%）	28
图 32：九牧王小黑裤多维度持续迭代升级	29
图 33：小黑裤 5.0 多维度迭代升级	29
图 34：九牧王轻松裤子产品特点.....	29
图 35：九牧王自由牛仔褲“舒适五感”体验.....	29

图 36：九牧王商务户外 1 号裤产品特点.....	30
图 37：九牧王高定西裤产品特点.....	30
图 38：九牧王品牌“五裤系列”产品矩阵	31
图 39：九牧王“四区五裤”终端陈列体系	31
图 40：九牧王推出科技凉感“空调裤”	32
图 41：九牧王推出科技保暖“太空裤”	32
图 42：公司门店数量（家）	33
图 43：2025 年公司业务收入占比（按销售模式，%）	33
图 44：公司门店总营业面积（万平方米）	34
图 45：公司店效情况（万元）	34
图 46：主要男装上市公司直营渠道数量对比（个）	35
图 47：主要男装上市公司直营店效对比（万元）	35
图 48：公司直营店和加盟店数量占比（%）	36
图 49：公司线上销售和线下销售收入占比（%）	36
图 50：主要男装上市公司 2025 年线上销售收入占比对比（%）	37
图 51：九牧王品牌十代店形象	38
图 52：九牧王济南万象城概念店.....	38
图 53：九牧王登陆 2024 巴黎时装周	38
图 54：九牧王裤王博物馆全新高端快闪店	38
图 55：“冬日繁花”联名款小黑裤	39
图 56：九牧王“龙年胶囊”新春快闪.....	39
图 57：九牧王五位品牌形象代言人	39
图 58：“韩国通勤时装”ZIOZIA 品牌.....	40
图 59：ZIOZIA 门店形象	41
图 60：“时尚裤装”FUN 品牌	41
图 61：九牧王近十年 PE-band.....	45
表 1：公司各品牌情况介绍.....	6
表 2：公司董事会及管理层情况（截至 2025 年末）	18
表 3：历年出台的服装消费相关政策	23
表 4：九牧王重要单品主要特点.....	30
表 5：公司十代店数量和占比情况	37
表 6：公司收入关键假设	43
表 7：可比公司情况	44

一、公司概况：三十余载深耕男裤，战略聚焦再启航

（一）公司简介：中国男裤行业龙头企业，战略变革深化男裤主业

九牧王创立于 1989 年，是中国男裤行业的龙头企业。公司主要从事男裤及男士商务休闲服饰的生产和销售，主要服装产品类型包括男裤、茄克、T 恤、衬衫、西服等。公司专注男裤三十余载，积累了 1200 万人体数据，积淀了 6 大主推裤版型，拥有多项领域实用新型专利，是中国男裤标准参与制定者。目前，公司拥有“男裤专家”九牧王、韩国通勤时装 ZIOZIA 及源自潮流文化的时尚裤装品牌 FUN 等品牌，覆盖多个核心年龄段和产品风格，持续构筑多品牌时尚版图。公司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。根据公司财报引用的中华全国商业信息中心对全国重点大型零售企业、商业集团的统计，2000 年至 2025 年，九牧王品牌男裤市场综合占有率连续二十六年位列国内男裤市场第一位，是中国男裤市场的领跑者，同时也是中华人民共和国西裤、牛仔裤、水洗整理服装国家标准的参与制定者。公司持续推进“品牌拓展、品质领先、全球化、高质量发展”战略，聚焦专业裤装、商务休闲、时尚商务三大业务领域，积极引领和服务消费者“多场景”着装需求，通过全国超 2000 家线下门店以及天猫、京东、微商城等线上平台，全渠道、全场景式地为消费者提供丰富的产品及服务。为顾客打造专业高品质服饰与生活方式，致力于“成为全球领先的多品牌时尚商务服饰集团”。

图 1：九牧王品牌六大核心优势



公司以九牧王品牌为主品牌，形成“主品牌+时尚潮牌”的品牌矩阵。九牧王品牌定位于精致、优雅、时尚，目标消费者为 25-50 岁的精英白领男士，产品风格涵盖正装、商务休闲及户外等。品牌以满足消费者对“经典的款式设计、精细的质量管理、良好的品牌形象、良好的终端服务”的价值需求为目标，以男裤为核心，致力于“打造全球最好的裤子，成为全球裤王”。ZIOZIA 品牌创立于 1995 年，是韩国高级男士成衣品牌，公司于 2018 年通过合资方式取得其大中华区的经营权。近年来，根据中国市场的消费需求，公司将品牌重新定位于“韩国通勤时装”。ZIOZIA 品牌将秉承舒适通勤的品牌使命，为 25-35 岁的追求品质的职场人士提供全天候、

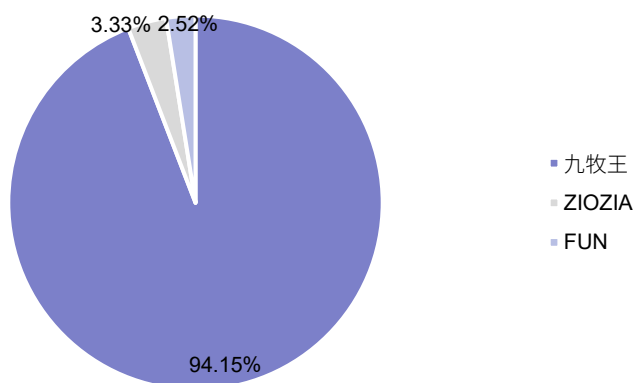
多场景的穿着需求和服务，致力于“成为当代品质人士通勤着装的首选品牌”。FUN 品牌创立于 1985 年，源自潮流文化，以打造高性价比的时尚裤装为品牌使命，用时尚与功能兼备的产品，表达当代年轻人健康、活力、酷的生活状态；用好看、好穿又好搭配的产品，重新定义裤装，满足 18-35 岁的时尚年轻消费者的需求。FUN 品牌聚焦运动、休闲、牛仔三大场景，打造街舞训练裤、香蕉裤、腰精裤等裤类爆品，并围绕核心裤品类推出系列化上装搭配，致力于“成为年轻人首选的时尚裤装品牌”。2025 年，九牧王、ZIOZIA、FUN 品牌收入分别为 27.67 亿元、0.98 亿元、0.74 亿元，收入占比分别为 94.15%、3.33%、2.52%。

表 1：公司各品牌情况介绍

品牌名称	创立时间	品牌定位	产品风格	目标人群	品牌收入 (2025 年)	门店数量 (2025 年末)
九牧王	1989年	精致、优雅、时尚	正装、商务休闲、户外	18-35 岁的时尚年轻消费者	27.67亿元	直营：800家 加盟：1336家
ZIOZIA	1995年	舒适通勤时装	全天候、多场景	25-35 岁追求品质职场人士	0.98亿元	直营：74家 加盟：0家
FUN	1985年	潮流时尚	运动、休闲、牛仔	18-35 岁的时尚年轻消费者	0.74亿元	直营：36家 加盟：11家

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图 2：2025 年公司各品牌收入占比（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司 2020 年以来坚持实施“男裤专家”的战略变革，聚焦发展男裤主业。2020 年，公司确立了“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，深耕男裤领域，在面料、版型、款式、工艺方面缔造独特优势，持续深化“男裤专家”形象。根据公司财报，2024 年以来，公司推出了“小黑裤、轻松裤、商务户外 1 号裤、自由牛仔裤、高定西裤”五裤矩阵，2025 年推出小黑裤 5.0，创新推出空调裤、太空裤，轻松裤 2.0 焕新上市，发布自由牛仔裤 2.0，致力于打造多场景消费体验，为消费者提供更丰富的选择，

持续稳老拓新。通过聚焦男裤专家、聚焦头部单品、聚焦标杆市场、聚焦优质渠道，聚焦优质客户等方面，公司旨在确立“男裤专家”的价值定位，使九牧王成为男裤品类的代名词，成为消费者购买男裤的第一选择。根据公司财报，2024 年，九牧王男裤无提示第一提及率升至 25%，进一步深化了“九牧王=男裤专家”的心智认知。2025 年，九牧王进一步聚焦科技创新，联合航天一〇一所、东华大学等前沿机构，推出科技凉感“空调裤”、航天保暖科技“太空裤”及高弹百搭“小黑裤 5.0”等具备市场竞争力的产品。公司持续进行渠道结构的调整优化，进行门店形象升级，聚焦年轻化转型与场景化产品推广，加强与国际优秀设计师和设计工作室合作，多次登陆巴黎时装周、米兰时装周，持续提升品牌影响力和时尚度。

图 3：2024 巴黎时装周九牧王 25 春夏男装系列



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（二）经营模式：自制生产为主、委托加工为辅，直营与加盟相结合

采购方面，公司主要采用自主采购的模式。在自制生产模式下，公司采购用于生产男裤及茄克等所需的面料、辅料；在完全委托加工生产模式下，公司直接采购受托合作生产厂商生产的服饰成品，如羊毛衫、皮具、领带等；在部分委托加工生产模式下，公司采购生产所需的面、辅料并委托加工厂生产为成品。公司制定了规范的采购流程，严格控制采购的每个环节，包括跟踪采购进度、生产进度，入库检验及货款结算等，确保公司采购的面辅料及成衣符合公司的要求。

生产方面，公司主要采用自制生产为主、委托加工生产为辅的生产模式。公司自制生产模式主要通过自身的研发团队设计，使用自身拥有的厂房、生产设备、技术工艺来组织员工生产。公司的主导产品男裤及茄克基本为自制生产，羊毛衫、皮具、领带等服饰类非主导产品采用委托加工生产模式。委托加工生产模式是指公司将自身设计出的产品委托给其他合作厂商生产加工，并全程监督生产加工过程，对产品质量严格把关验收，产品最终通过公司的终端销售网络进行销售。公司目前的委托加工生产模式可以细分为两类，一是完全委托加工生产模式，即委托加工生产厂商按要求完成面辅料及成品生产；二是部分委托加工生产模式，即公司提供委托加工生产所需的面辅料，而成品的生产由受托加工生产厂商完成。

销售方面，公司采用线上和线下两种销售模式。线下主要采用直营和加盟相结合的销售模式。直营模式指在国内主要一、二线城市及经济发展好市场潜力大的三线城市，由公司与百货商场、购物中心合作设立直营专柜或者设九牧王品牌专卖店，直营模式下商场专柜或专卖店人员均由公司派出，并接受公司统一管理运营，经营收益与风险均由公司承担。加盟模式指在特定地域、特定时间内，公司授予加盟商九牧王品牌服装的经营权，由加盟商在店内销售九牧王品牌的服装。线上方面，公司已全面布局天猫、京东、唯品会、抖音、小红书等主流电商平台、微商城以及其他新兴线上渠道，以全域触及前端顾客。

图 4：公司经营模式主要流程



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（三）发展历程：持续深化男裤核心地位，打造产品差异化优势

九牧王的发展历程可划分为以下四个主要阶段：

（1）创业起步期（1989–2008 年）：以男裤制造起家，逐步建立品牌知名度。九牧王于 1989 年创立于晋江市，创业初期业务重心集中于裤装制造。1993 年，公司抓住“重磅麻纱王”面料产品机会，相关系列男裤在市场上快速放量，1993 年至 1995 年累计销售超过 400 万条、销售额超过 1 亿元，成为公司早期重要的产品突破，也推动九牧王在全国市场逐步建立起品牌知名度。1997 年，公司提出“志在中国第一裤”的发展目标，经营方向由单纯生产制造进一步转向围绕男裤核心品类进行品牌化建设。在创业起步期，公司完成了从地方服装生产到裤装品牌建设的过渡，男裤成为公司最早形成竞争基础以及后续持续强化的核心品类。进入 2000 年后，公司进入较快发展阶段。根据公司官网引用的中华全国商业信息中心对大型零售企业商品销售调查统计，九牧王在 2000 年实现中国男裤市场占有率第一。

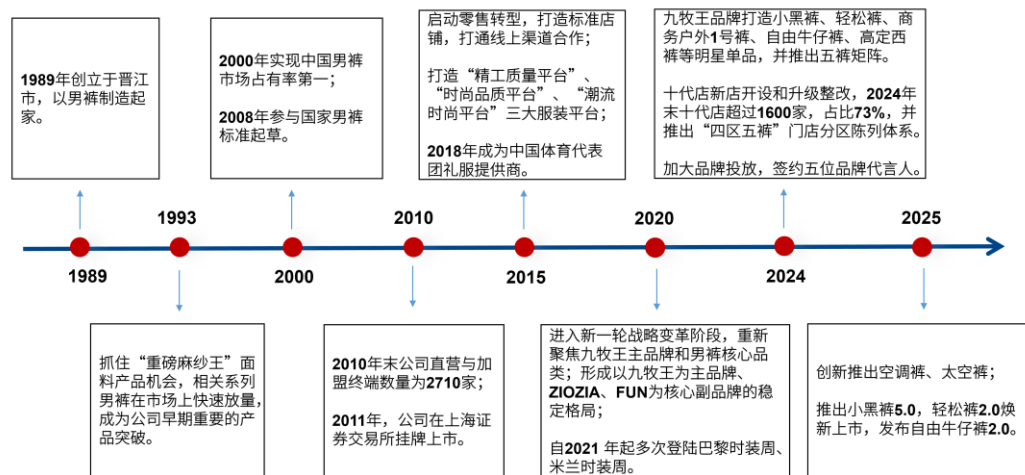
（2）快速发展期（2008–2013 年）：男裤龙头地位逐步确立，并完成上市。公司男裤核心定位不断强化，随着品牌影响力的提升，公司产品结构逐步由单一裤装向商务休闲男装延展，渠道端加快全国布局，直营网点和加盟体系同步扩张，经营规模持续放大。根据公司招股书，截至 2010 年 12 月 31 日，公司直营与加盟终端数量为 2710 家，其中直营终端 645 家，加盟终端 2065 家，公司销售终端已覆盖了全国 31 个省、自治区及直

辖市等主要城市的重点商圈。2011 年，公司在上海证券交易所挂牌上市，发展阶段由品牌扩张进一步迈入资本驱动和体系化建设阶段。收入方面，根据 Wind，2008-2013 年，公司营业收入由 12.30 亿元增至 25.02 亿元，复合年均增长率为 15.26%。

(3) 经营优化期（2013-2020 年）：推进零售转型，经营重心转向精细化。2012 年前后，国内服装行业进入调整阶段，传统男装品牌普遍面临渠道扩张放缓、库存压力加大以及消费结构变化等多重影响，以及彼时电商新渠道对服装企业线下渠道的冲击。公司经营也随之由此前的外延扩张逐步转向内部优化，公司经营重点开始从追求规模增长转向提升零售效率和终端盈利能力。2015 年，公司启动零售转型，围绕消费者需求、终端运营、供应链协同、信息系统建设和后台管理能力持续投入，经营体系逐步向精细化方向演进。终端门店方面在店铺标准、店长培养等多方面强化零售运营能力，线上渠道积极与第三方电商平台建立合作关系，并且加强商品研发，与世界知名品牌进行跨界合作。2016 年起，公司实行多品牌发展战略，通过自主经营、直接投资培育和收购兼并等方式打造三大服装平台，包括由“九牧王”和“VIGANO”品牌组成的“精工质量平台”、“NASTYPALM”和“ZIOZIA”品牌组成的“时尚品质平台”、由“FUN”、“BeenTrill”及“Garfield by FUN”等组成的“潮流时尚平台”。营销方面，通过中国体育代表团礼服供应商（2018-2024 年）项目、2018 年世界斯诺克上海大师赛指定服装赞助商项目等持续提升品牌年轻化、时尚度。但是在多品牌、多平台策略下，公司营收并未有较大突破，2013-2020 年，公司营业收入由 25.02 亿元增至 26.72 亿元，复合年均增长率仅为 0.94%，增速相对缓慢。

(4) 战略变革期（2020 年至今）：重新聚焦主品牌与男裤主业，推动品牌、产品、渠道和营销全面升级。2020 年以来，公司进入新一轮战略变革阶段，发展主线转向重新聚焦九牧王主品牌和男裤核心品类。公司持续推进品牌端、产品端、渠道端和营销端的系统性调整，品牌端进一步强化“男裤专家”定位，突出核心品类认知，缩减品牌数量，逐步形成以九牧王为主品牌、ZIOZIA、FUN 为核心副品牌的稳定格局。九牧王品牌方面，产品端围绕品质升级和场景细分推进系列化开发，打造小黑裤、轻松裤、商务户外 1 号裤、自由牛仔裤、高定西裤等重点单品，并推出五裤矩阵。2025 年推出小黑裤 5.0，创新推出空调裤、太空裤，轻松裤 2.0 焕新上市，发布自由牛仔裤 2.0。渠道端加快门店形象焕新和渠道结构优化，自 2021 年起持续推进十代店新店开设和升级整改，2024 年末九牧王十代店已超过 1600 家，占比 73%；结合五裤矩阵和门店场景化分区，将门店购物区域划分为休闲裤区、牛仔裤区、商务户外区、西裤公务区，形成“四区五裤”的门店展示体系。营销端围绕核心消费人群提升品牌曝光和传播效率，签约多位品牌形象代言人，多次登陆巴黎时装周、米兰时装周等顶级时装秀场，线上开展抖音、小红书达人种草等营销活动。当前公司发展主线已较为清晰，即围绕“男裤专家”定位，持续推进品牌重塑、产品升级、渠道焕新和消费场景延展。ZIOZIA 和 FUN 品牌方面，通过强化品牌定位、产品创新迭代、升级门店形象等方式，推进品牌战略落地，拓展细分市场影响力。

图 5：九牧王发展历程



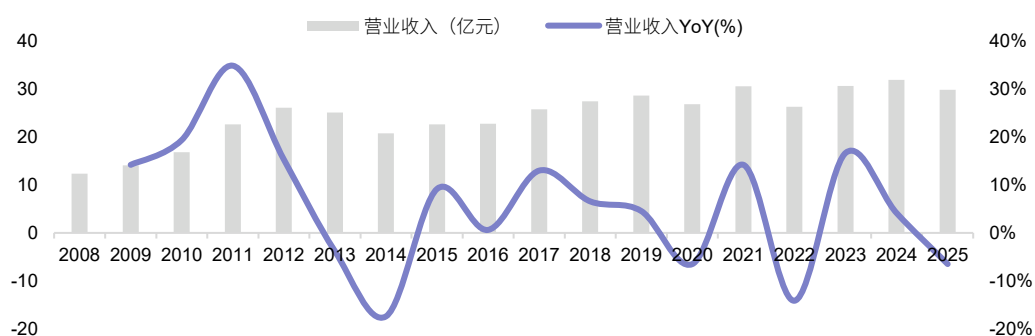
数据来源：公司官网、公司财报，广发证券发展研究中心

（四）公司财务分析：收入长期上行，利润企稳回升

公司营收整体呈长期上升趋势。根据 Wind，2008-2013 年，公司营业收入由 12.30 亿元增至 25.02 亿元，复合年均增长率为 15.26%。这一阶段公司收入实现较快增长，主要依托男裤核心品类的持续领先地位以及全国渠道网络的扩张，其中 2010-2013 年，门店数量从 2710 家增至 3124 家，增加 414 家。公司上市后募集资金主要投向营销网络建设、供应链系统优化升级、信息系统升级和设计研发中心建设，推动业务整体向好发展。2013-2020 年，公司营业收入由 25.02 亿元增至 26.72 亿元，复合年均增长率仅为 0.94%，整体进入波动调整阶段，同期门店数量从 3124 家降至 2756 家，减少 368 家。公司由此前的外延扩张转向零售转型和精细化运营，持续推进线下店铺改造升级、线上电商渠道合作、多品牌发展策略等，2015-2020 年线上销售收入占比从 7.37% 升至 14.70%，提升 7.33 个百分点，并先后推出潮流品牌 FUN、高端裤装品牌 VIGANO，韩国通勤时装 ZIOZIA、Been Trill 等打造多品牌矩阵。2020-2025 年，公司营业收入由 26.72 亿元增至 29.75 亿元，复合年均增长率为 2.17%，重回增长通道。2020 年公司确立“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，持续深化“男裤专家”战略；2022 年收入下滑主要受疫情冲击导致线下门店及客流受到明显负面影响；2023-2024 年随着战略变革持续落地，公司围绕男裤核心品类推进产品、渠道和营销升级，收入恢复增长，2023-2024 年九牧王十代店数量分别为超 1200 家、超 1600 家，占比分别为约 50%、73%。2024 年，公司已围绕小黑裤、轻松裤、自由牛仔、商务户外裤、高定西裤形成“品质五裤”矩阵，不断强化核心品类和多场景着装需求覆盖，带动营收稳步提升。2025 年，公司营业收入 29.75 亿元，同比下降 6.48%，收入短期承压，其中加盟渠道收入 9.59 亿元，同比下降 24.63%，主要系公司推进直面消费者的 DTC 业务，将 45 家加盟门店变更为直营，以及公司持续进行渠道结构的优化升级、关闭低效门店，加盟净关店 83 家。

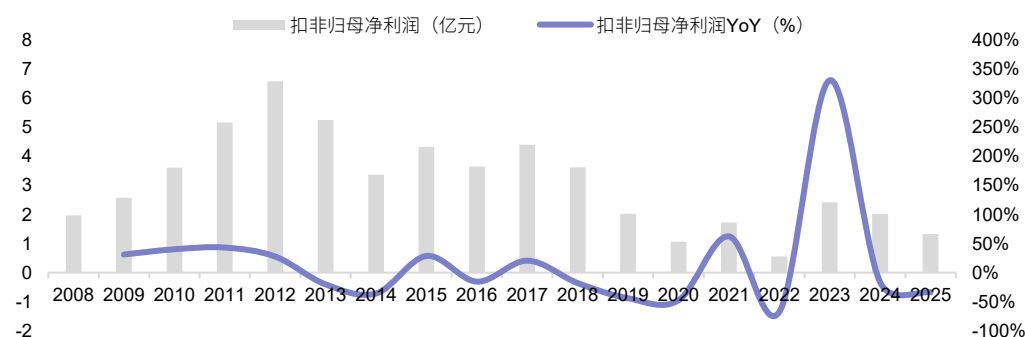
公司扣非归母净利润整体波动较大，近年来承压较为明显。根据 Wind，2008-2013 年，公司扣非归母净利润由 1.96 亿元增至 5.24 亿元，复合年均增长率为 21.70%。这一阶段公司利润实现较快增长，主要受益于男裤核心品类优势持续强化、收入规模快速扩张，以及品牌传播、商品管理和零售运营等方面的成效。2013-2020 年，公司扣非归母净利润由 5.24 亿元降至 1.06 亿元，下降 4.18 亿元，整体进入波动调整阶段，主要原因是行业调整期下收入端承压，同时公司为控制经营风险主动关闭部分效益较差终端，以及同期销售费用率持续上行等因素挤占利润空间。2020-2025 年，公司扣非归母净利润由 1.06 亿元升至 1.33 亿元，复合年均增长率为 4.64%，主要系疫情冲击导致部分线下门店暂停营业或客流大幅下降；期间对联营企业确认的投资损失以及计提商誉减值均对利润有负面影响；同期，销售费用率有所上升，从 2020 年的 36.30% 升至 2025 年的 43.83%，对利润造成一定压力。2025 年，公司扣非归母净利润 1.33 亿元，同比下降 33.83%，主要系终端零售承压下的收入下滑以及较高的销售费用率对利润有所挤压。

图 6：营收及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 7：扣非归母净利润及同比增速



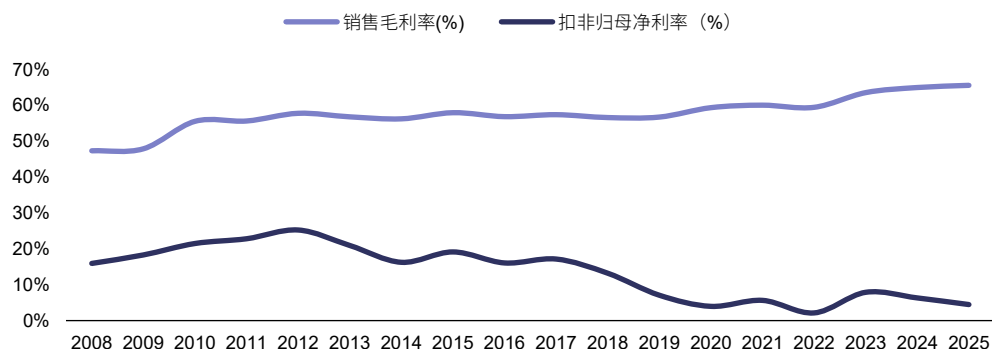
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司毛利率持续抬升，扣非归母净利率持续承压。根据 Wind，2008-2013 年，公司销售毛利率由 47.34% 提

升至 56.81%，提升 9.47 个百分点；扣非归母净利率由 15.93% 提升至 20.94%，提升 5.01 个百分点。这一阶段公司毛利率和扣非归母净利率同步上行，主要受益于男裤核心品类竞争力提升、收入规模扩张以及品牌传播、商品管理和零售运营持续优化。2013-2020 年，公司销售毛利率由 56.81% 基本稳定至 56.74%，略降 0.07 个百分点，整体保持在较高水平；扣非归母净利率由 20.94% 降至 3.97%，下降 16.97 个百分点，主要受终端消费低迷、低效门店关闭、疫情冲击以及销售费用率持续上行影响。2020-2025 年，公司销售毛利率由 59.37% 提升至 65.59%，提升 6.22 个百分点；扣非归母净利率由 3.97% 升至 4.47%，上升 0.50 个百分点。公司自 2020 年起坚定推行“男裤专家”战略变革，同期男裤收入占比从 41% 升至 49%，高毛利率产品男裤权重增加拉高了综合毛利率；公司近年来严格控制销售折扣，精简加盟商队伍，关闭低效门店，同期加盟终端从 1790 家降至 1374 家，下降 23.24%，并推动加盟商十代店与商圈升级。但另一方面，战略变革阶段品牌推广、广告投放、门店升级和渠道建设投入增加，叠加终端消费低迷等因素，导致扣非归母净利率依然承压。

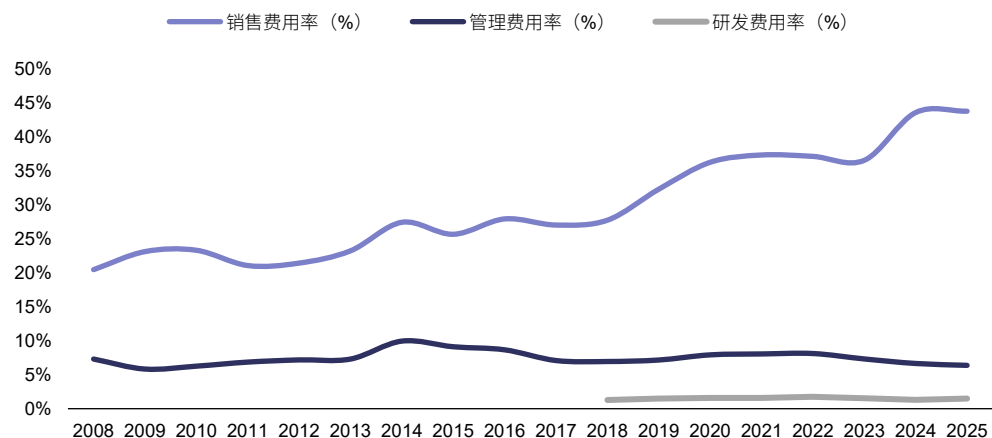
公司销售费用率持续上升，管理费用率已进入下降通道，研发费用率稳中略降。根据 Wind，2008-2013 年，公司销售费用率由 20.49% 升至 23.26%，提升 2.77 个百分点；管理费用率由 7.32% 基本持平至 7.31%，略降 0.01 个百分点，此阶段费用率较为平稳，整体略有上升，主要与公司持续进行品牌传播、渠道建设和终端运营投入有关。2013-2020 年，公司销售费用率由 23.26% 升至 36.30%，提升 13.04 个百分点，幅度较为明显；管理费用率由 7.31% 升至 7.93%，提升 0.62 个百分点；2018 年以来研发费用率由 1.28% 升至 1.57%，提升 0.29 个百分点。公司销售费用率上行的主要原因一是公司营收增长滞后于费用扩张，同期公司营业收入由 25.02 亿元增至 26.72 亿元，复合年均增长率仅为 0.94%，但销售费用由 5.82 亿元增至 9.70 亿元，复合年均增长率达 7.57%，营收增速明显低于销售费用增速，使得销售费用率持续提升；二是来源于公司渠道结构变化，同期公司直营终端占比从 25% 提升至 35%，而加盟终端占比同步收缩，直营占比提升拉高了公司整体销售费用率。管理费用率在 2014 年略有抬升后逐步回落，主要与行业调整期总营收回落以及后续内部管理逐步优化有关；研发费用率主要对应产品开发和面料、版型等研发投入，随着公司对产品创新和研发的重视程度加强，期间有所上升。2020-2025 年，公司销售费用率由 36.30% 升至 43.83%，提升 7.53 个百分点；管理费用率由 7.93% 降至 6.39%，下降 1.54 个百分点；研发费用率由 1.57% 降至 1.48%，下降 0.09 个百分点。2020 年以来公司持续推进“男裤专家”战略变革，围绕品牌端、产品端、渠道端和营销端全面升级，广告投放、品牌推广、门店形象焕新和直营网点建设投入增加，同期直营终端占比从 35% 提升至 40%，2025 年广告及业务宣传费为 1.33 亿元。公司管理费用率和研发费用率有所下降，主要系期间费用保持平稳的同时总营收整体上升所致结果。

图 8：毛利率和扣非归母净利润率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 9：销售、管理、研发费用率（%）

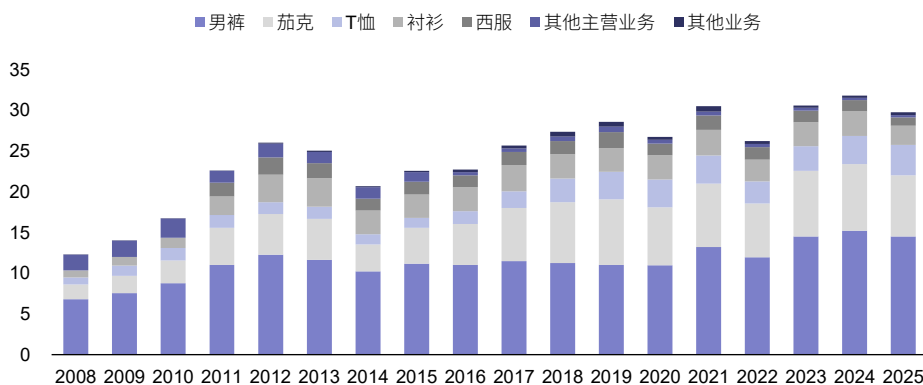


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

收入结构方面，从产品收入划分来看，公司收入结构整体呈现男裤占比过半、其他品类多点开花的收入结构。2008-2013 年，男裤收入由 6.81 亿元增至 11.63 亿元，复合年均增长率为 11.30%，男裤收入占比由 55% 降至 46%，下降 9 个百分点，但仍稳居第一大品类；茄克、T 恤、衬衫、西服合计收入由 3.51 亿元增至 11.86 亿元，复合年均增长率为 27.57%，其中茄克占比由 15% 升至 20%，T 恤由 7% 降至 6%，衬衫由 7% 升至 14%，西服由 0% 升至 7%；其他主营业务和其他业务合计收入由 1.97 亿元降至 1.52 亿元，占比由 16% 降至 7%。此阶段公司收入结构由早期更偏重男裤，逐步向男裤与上装并重的方向演变，但男裤仍是最核心的收入来源。2013-2020 年，男裤收入由 11.63 亿元降至 10.97 亿元，复合年均增长率为-0.83%，男裤收入占比由 46% 进一步降至 41%；茄克、T 恤、衬衫、西服合计收入由 11.86 亿元增至 14.92 亿元，复合年均增长率为 3.33%，其中茄克占比由 20% 升至 27%，成为占比提升最明显的品类，T 恤由 6% 升至 13%，衬衫由 14% 降至 11%，西服由 7% 降至 5%；其他主营业务和其他业务合计收入由 1.52 亿元降至 0.83 亿元，复合年均增长率为-8.28%，占比由 7% 降至 3%。这一阶段公司在行业调整背景下主动放缓开店节奏、关闭部分低效终端，随后又逐步推

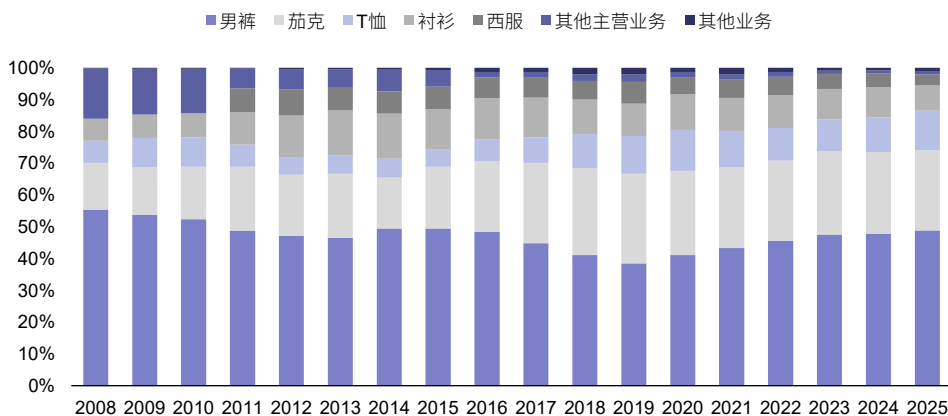
进零售转型和多品牌策略，收入结构向多品类服装有所演进。然而，多品类发展的格局下男裤以外品类的收入增长并未弥补男裤品类收入的放缓，公司营收并未有较大提升，同期公司营收由 25.02 亿元增至 26.72 亿元，复合年均增长率仅为 0.94%，增速相对缓慢。公司产品覆盖广泛导致资源分散，稀释了品牌资产，并且缺乏聚焦效应。2020 年起，公司实施“男裤专家”的战略变革，集中资源重新聚焦男裤发展，发展头部单品，推动九牧王成为男裤品类的代名词和消费者购买男裤的第一选择。2020-2025 年，男裤收入由 10.97 亿元增至 14.52 亿元，复合年均增长率为 5.77%，男裤收入占比由 41%回升至 49%，成为结构变动的核心拉动项；茄克、T 恤、衬衫、西服合计收入由 14.92 亿元降至 14.60 亿元，复合年均增长率为-0.43%，合计收入占比由 56%降至 49%；其他主营业务和其他业务合计收入由 0.83 亿元降至 0.63 亿元，复合年均增长率为-5.37%，合计收入占比由 3%降至 2%。这一阶段男裤收入及其占比明显上升，而其他品类略有下滑，公司收入结构重新向核心品类男裤聚焦。

图 10：公司收入构成（按产品划分，亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

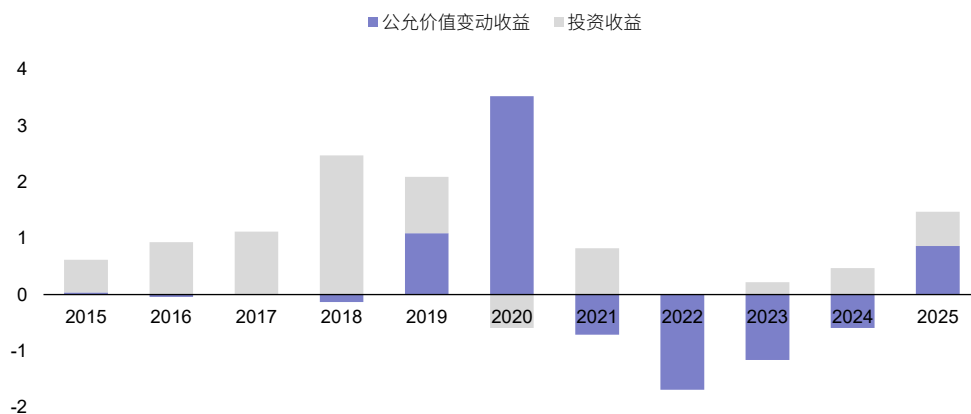
图 11：公司收入构成占比（按产品划分，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

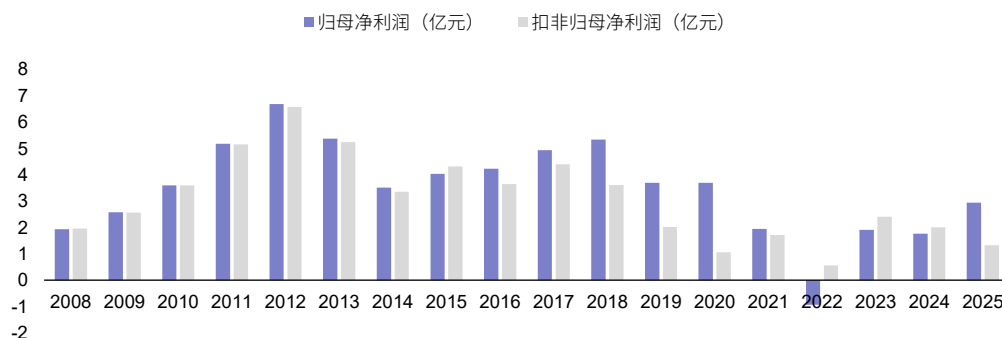
公司公允价值变动收益与投资收益受资本市场影响较大，近年来表现有所波动，对净利润形成较显著影响。2015-2020 年，公司公允价值变动收益由 0.04 亿元增至 3.52 亿元，投资收益则由 0.58 亿元波动降至-0.59 亿元。整体看，这一阶段投资相关损益对利润表的影响由相对平稳转向明显放大，2018 年起归母净利润与扣非归母净利润已有较大差异，尤其 2020 年公允价值变动收益大幅增加，对当期利润形成显著支撑，当年归母净利润为 3.69 亿元，而扣非归母净利润仅为 1.06 亿元。2020-2025 年，公司公允价值变动收益由 3.52 亿元降至-0.86 亿元，投资收益由-0.59 亿元回升至 0.61 亿元，其间利润波动的原因主要来自二级市场股票及基金的公允价值变动损益，以及对联营企业按权益法确认的投资损失，但整体对利润的支撑作用明显弱化。根据公司财报，2022 年公司决定逐步择机收回与主业无关的投资，集中精力做强做大主业，2022 年末公司交易性资产 5.99 亿元，同比下降 35.38%，此后一直保持相近水平。2025 年末公司交易性资产 16.25 亿元，同比增长 126.01%，同期归母净利润为 2.94 亿元，扣非归母净利润为 1.33 亿元，主要系权益资本市场整体上行，同期公司已有持仓浮盈贡献以及公司阶段性增加金融资产端配置影响，但并未改变公司聚焦服装业务和坚定实施“男裤专家”战略变革的核心发展方向，资源重心依然明确在主业。

图 12：公司公允价值变动收益与投资收益（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

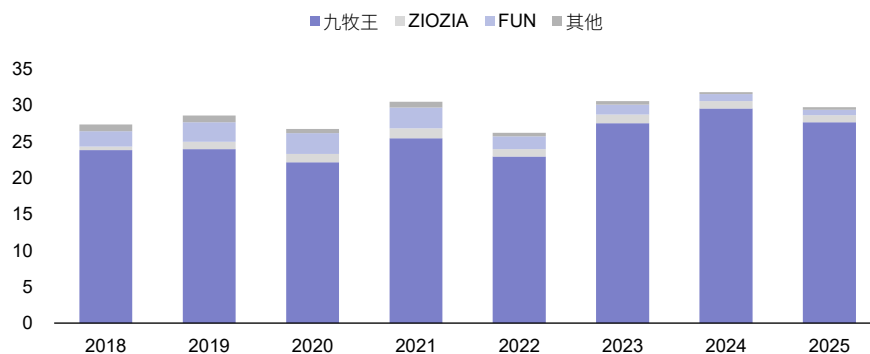
图 13：归母净利润与扣非归母净利润对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

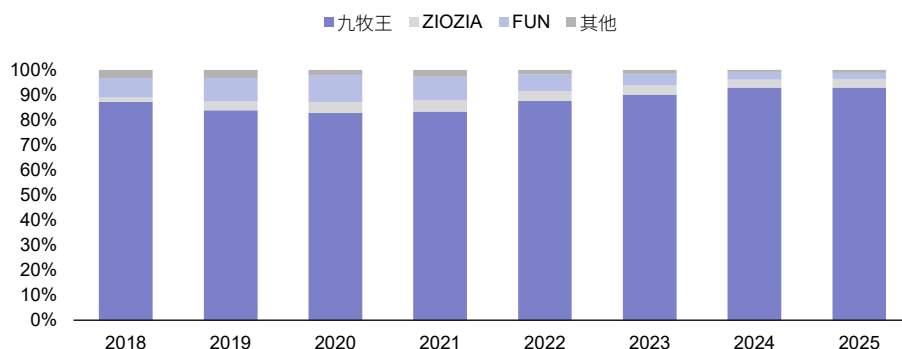
从品牌收入结构看，公司收入长期由九牧王品牌主导，且近几年收入占比进一步提升。根据公司财报，2018-2020年，九牧王品牌收入占比从 87%降至 83%，下降 4 个百分点，主要系公司曾推进多品牌布局，围绕主品牌九牧王、ZIOZIA、FUN 等品牌形成多层次品牌矩阵，2020 年前后 FUN 占比一度提升至 11%。2020-2025 年，九牧王品牌收入占比从 83%升至 93%，提升 10 个百分点，主要系公司坚持实施“男裤专家”战略变革，重新聚焦九牧王主品牌和男裤主业，品牌、产品、渠道和营销资源进一步向主品牌集中，带动九牧王品牌收入占比持续提升。

图 14：九牧王、ZIOZIA、FUN 品牌收入（亿元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 15：九牧王、ZIOZIA、FUN 品牌收入占营收比重（%）



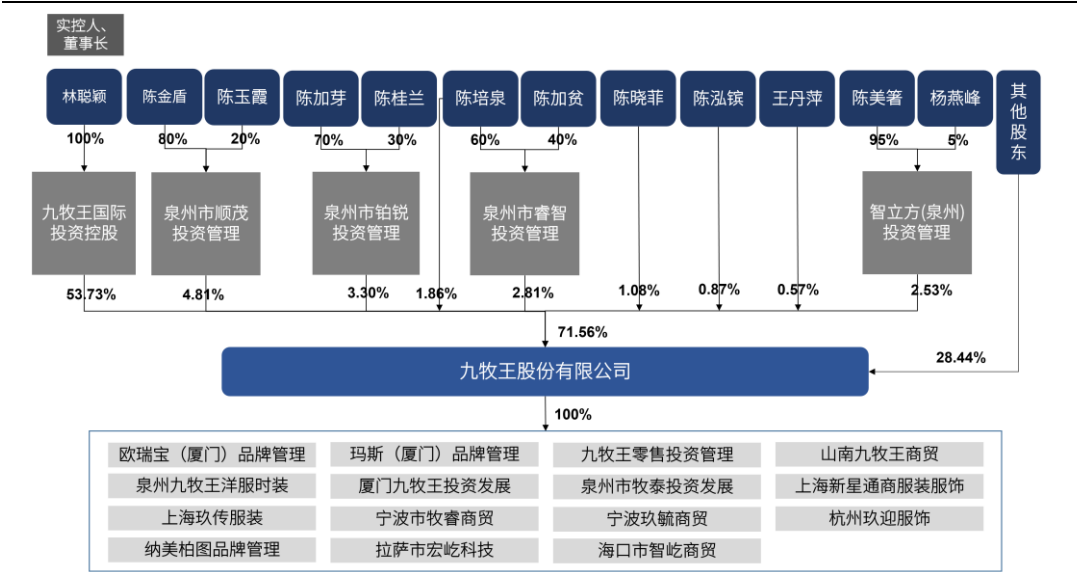
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（五）公司股权结构：实控人稳定，管理层行业经验丰富

公司股权结构整体较为集中且稳定。根据 Wind，截至 2025 年末，公司创始人林聪颖先生为公司控股股东及实际控制人，通过九牧王国际投资控股持有九牧王股份有限公司 53.73% 的股权。其他主要股东通过各投资管理平台分别持有个位数的股权比例。整体来看，公司股权结构较为稳定，实控人持股比例较为集中，有利于形成稳定的控制权和清晰的决策机制，有助于实现更加长期的价值创造。

公司管理层整体经验丰富且任职稳定。公司通过内部培养和外部引进，已形成一支经验丰富、积极进取、对事业专注执著的管理团队，核心管理人员对男装行业拥有较为深入的理解和丰富从业经验。公司长期以来致力于管理团队的培养和引进，并不断拓宽国际化视野，努力提高管理水平，不断打造一支职业化、专业化、国际化、年轻化的管理团队。根据 Wind，截至 2025 年末，对比男装上市公司管理层平均任职年限，九牧王、海澜之家、七匹狼、报喜鸟、比音勒芬、雅戈尔分别为 8.38 年、2.40 年、8.58 年、5.78 年、5.89 年、6.31 年，九牧王管理层平均任职年限相对较长，管理层任职较为稳定，提供了公司战略定力与执行连贯性的长期支撑。

图 16：公司股权结构（截至 2025 年末）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

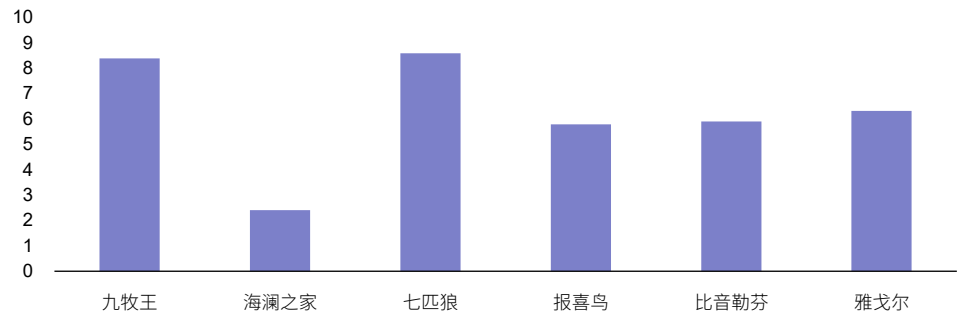
表 2：公司董事会及管理层情况（截至 2025 年末）

成员	职务	背景及主要工作经历
林聪颖	董事长，董事	男，1960 年出生，中国香港居民，高级经济师。现任公司董事长，兼任中国服装协会特邀副会长、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	男，1964 年出生，经济师。现任公司副董事长，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及总经理等。
陈加芽	董事、总经理	男，1970 年出生，经济师。现任公司董事、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。
林沧捷	董事、副总经理	男，1969 年出生，中国香港居民。现任公司董事、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等。

林泽桓	董事、副总经理	男，1990 年出生，本科学历，中国香港居民。现任公司董事、副总经理，兼任九牧王品牌事业部总经理，上海玖传服装有限公司执行董事、宁波玖毓商贸有限公司执行董事及经理等。
颜春华	职工董事	中国国籍，无境外永久居留权，1981 年出生，工商管理硕士。2019 年至 2023 年 8 月任公司人力资源中心执行总监，2023 年 8 月至今任公司非生产性采购中心执行总监。
木志荣	独立董事	男，1972 年出生，工商管理博士。现任厦门大学管理学院教授，厦门大学中科创业学院副院长，厦门大学管理学院互联网创业和评估研究中心主任，福建漳州发展股份有限公司独立董事，三安光电股份有限公司独立董事，瑞科际再生能源股份有限公司（非上市公司）独立董事，弘信创业工场投资集团股份有限公司（非上市公司）董事，耕保土壤固化股份有限公司（非上市公司）董事，云创智谷（北京）科技有限公司（非上市公司）董事，美甘齐动（厦门）物料输送工程股份有限公司（非上市公司）监事，厦门形象联合咨询有限公司（非上市公司）监事等。
童锦治	独立董事	女，1963 年出生，财政学博士。现任厦门大学经济学院财政系主任，教授，博士生导师，福建万辰生物科技股份有限公司独立董事，厦门农村商业银行股份有限公司（非上市公司）董事，上特展示（厦门）股份有限公司（非上市公司）董事等。
薛祖云	独立董事	男，1963 年出生，会计学博士。现任厦门大学管理学院会计系教授，宁德时代新能源科技股份有限公司独立董事，奥佳华智能健康科技集团股份有限公司独立董事，上海创米数联智能科技发展股份有限公司（非上市公司）独立董事，厦门农村商业银行股份有限公司（非上市公司）董事，中乔体育股份有限公司（非上市公司）董事等。
徐芳	副总经理	女，1969 年出生，经济师。现任公司副总经理，兼任九牧王品牌事业部制造中心总经理，曾任泉州九牧王洋服时装有限公司厂长及供应中心总监等、公司制造中心总监。
张景淳	副总经理，董事会秘书	男，1973 年出生，会计师，经济师。现任公司副总经理、董事会秘书，兼泉州市牧泰投资发展有限公司董事、经理、任欧瑞宝（厦门）品牌管理有限公司监事等。
尤铭忠	副总经理	男，1974 年出生，本科学历。现任公司 JOEONE 事业部副总经理。曾任公司产品营销中心总监，商品研发中心总监，JOEONE 事业部销售中心总监，JOEONE 事业部商品运营中心总监等。
陈惠鹏	财务总监	男，1976 年出生，毕业于厦门大学，硕士学历，正高级会计师。现任公司财务总监，曾任夏新电子股份有限公司分公司副总兼财务经理、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：Wind，广发证券发展研究中心

图 17：男装上市公司管理层平均任职年限（年）（截至 2025 年末）

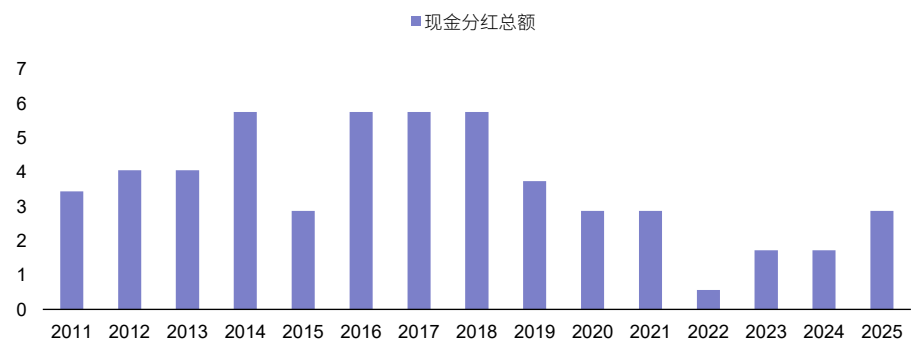


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

（六）公司分红：重视股东回报，股息率处于较好水平

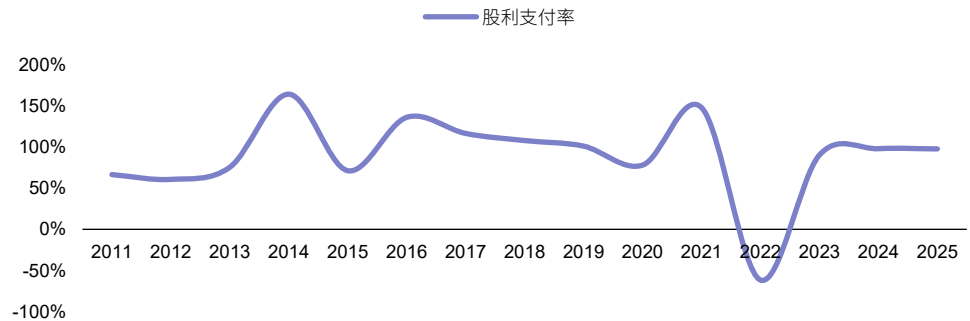
公司重视股东回报，整体分红风格稳健，股利支付率保持较高水平。公司自上市以来持续实施积极、稳定的利润分配政策，重视投资者回报，股利支付率处于较高水平，具有较强的分红意愿。根据 Wind，2023-2025 年，公司现金分红分别为 1.72 亿元、1.72 亿元、2.87 亿元，股利支付率分别为 90.14%、97.84%、97.58%，对应股息率分别为 3.01%、3.57%、3.81%。

图 18：公司历年现金分红情况（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

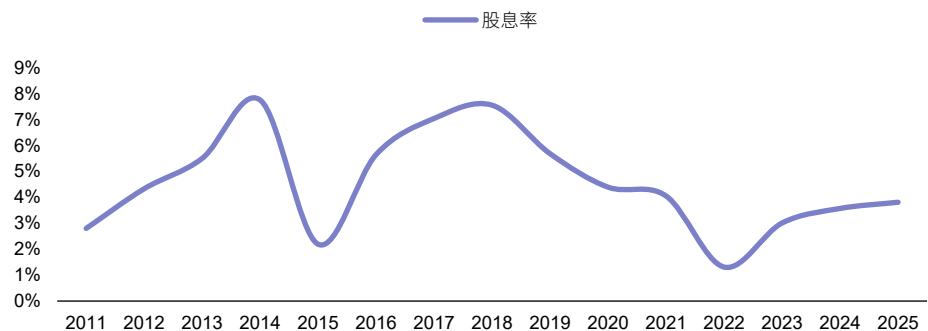
图 19：公司历年股利支付率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：2022 年股利支付率为负数，原因是当年公司归母净利润为负但仍坚持分红，所以股利支付率数值为负。

图 20：公司历年股息率（%）



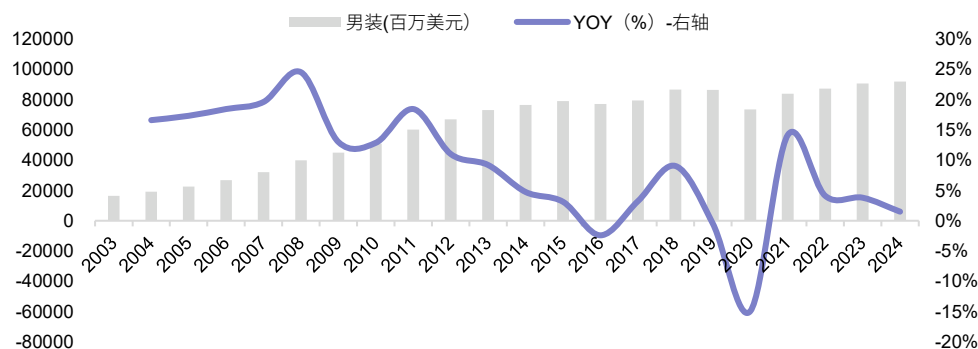
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

二、行业分析：男装行业稳健发展，公司处于同行较好水平

（一）男装行业：市场规模稳健增长，行业集中度有望持续提升

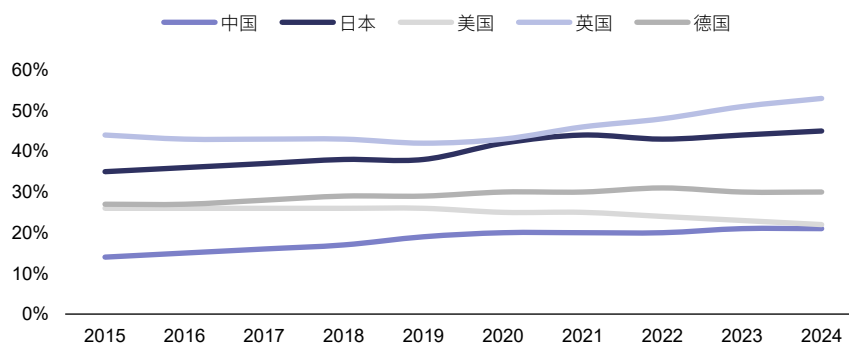
国内男装市场集中度呈现持续提升趋势，相比发达国家仍有提升空间。根据 Statista 数据，2024 年中国男装行业市场规模为 919.73 亿美元，同比增长 1.5%；中国男装市场 CR10 品牌市占率由 2015 年的 16.9% 提升至 2024 年的 21.2%，但与发达国家相比，中国男装市场的 CR10 占比仍较低，未来存在提升空间。其中，日本和英国男装市场的集中度最高，2024 年日本和英国的男装市场 CR10 分别为 44.6%、53.3%，远高于中国。中国头部男装品牌发展势头良好，未来市场份额有望进一步提升。

图 21：中国男装行业市场规模及同比增速（百万美元）



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

图 22：各国男装市占率 CR10 集中度对比（%）



数据来源：Statista，广发证券发展研究中心

（二）相关政策：政策加码支持服装消费与品牌建设

近年来政策对服装类消费的支持力度持续增强，政策导向已从单一的产业扶持，逐步延伸至绿色消费、品质消费、品牌消费和时尚消费等多个层面。2022 年以来，政策鼓励绿色衣着消费，推动绿色纤维、节能印染和循环利用技术应用；持续推进质量提升和品牌建设，在服装等消费品领域培育高端品牌，提升产品品质和品牌影响力。此后，相关政策进一步聚焦纺织服装行业“优供给、促升级”，通过创意设计、品牌建设、时尚活动和非遗融合创新，引导行业更好满足并创造消费需求。2024 年和 2025 年，政策支持进一步延伸至新消费品牌孵化、国潮产品开发、首店首秀和潮牌打造等方向，体现出国家对服装消费扩容提质的支持，对服装行业向品牌化、时尚化、潮流化升级的指引，以及新场景、新品牌和国潮消费等新兴发展方向的培育。

表 3：历年出台的服装消费相关政策

时间	政策	部门	主要内容
2022.1	《促进绿色消费实施方案》	国家发展改革委等七部门	要全面促进重点领域消费绿色转型，提出鼓励推行绿色衣着消费。推广应用绿色纤维制备、高效节能印染、废旧纤维循环利用等装备和技术，提高循环再利用化学纤维等绿色纤维使用比例，提供更多符合绿色低碳要求的服装。推动各类机关、企事业单位、学校等更多采购具有绿色低碳相关认证标识的制品、校服。
2022.1	《“十四五”市场监管现代化规划》	国务院办公厅	深入实施质量提升行动，率先在化妆品、服装、家纺、电子产品等消费品领域培育一批高端品牌。
2022.8	《关于新时代推进品牌建设的指导意见》	国家发展改革委等七部门	适应新时代新要求，进一步引导企业加强品牌建设，进一步拓展重点领域品牌，持续扩大品牌消费，营造品牌发展良好环境，促进质量变革和质量提升，推动中国制造向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、中国产品向中国品牌转变。
2023.4	《工业和信息化部办公厅 商务部办公厅 关于开展 2023 纺织服装优供给促升级活动的通知》	工业和信息化部、商务部	强化创意设计与品牌建设，引领时尚消费新趋势。深入实施增品种提品质创品牌“三品”行动，提升纺织服装创意设计园区发展水平，培育纺织服装消费品牌、制造品牌、区域品牌，传承发扬优秀中华服装服饰文化，推动“纺织非遗”与现代时尚融合创新，推动可持续时尚理念传播普及。组织开展时装周、设计大赛、品牌建设、流行趋势发布、“纺织非遗”推广等活动，引领时尚趋势，满足和创造消费需求。
2024.6	《关于打造消费新场景培育消费新增长点的措施》	国家发展改革委等六部门	建设新消费品牌创新城市，构建新消费品牌孵化生态体系，培育推广一批引领性消费品牌。深入实施消费品“三品”行动，分级打造中国消费名品方阵，重点品牌带头建设国际品牌。办好中国品牌日活动，鼓励各地开展特色品牌创建。挖掘中华老字号和非物质文化遗产消费潜能。
2025.1	《关于进一步培育新增长点繁荣文化和旅游消费的若干措施》	国务院办公厅	开发时尚国潮产品。推出彰显中国审美、中国风格的时尚穿戴、家居、潮玩、运动、电子设备等产品，推动在服装、箱包、珠宝、美妆、玩具等领域开发联名款文创产品，打造国货“潮牌”、“潮品”。支持文化文物单位与社会机构合作，开发高品质文创产品。积极发展首发经济，支持开设首店、旗舰店，举办首秀、首演、首展活动。发展多渠道艺术品交易市场。

数据来源：国家发改委、国务院办公厅、工信部、商务部、中央人民政府网等政府官网，广发证券发展研究中心

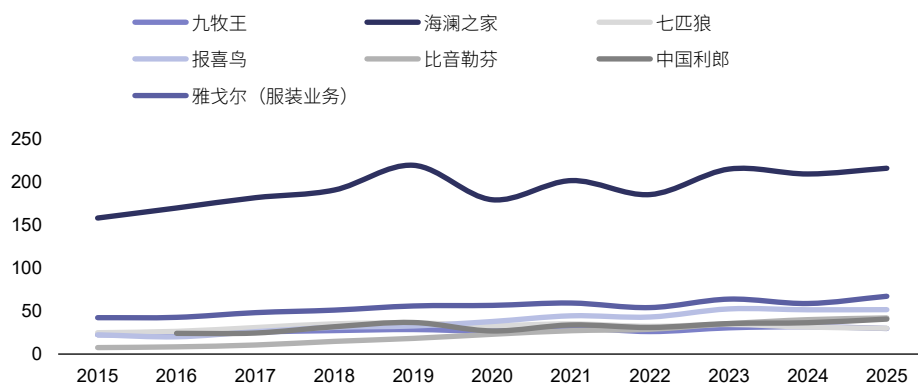
（三）财务对比：九牧王整体呈现向好发展趋势

与主要男装上市公司对比来看，九牧王营业收入整体处于行业中游水平。根据 Wind，2015-2025 年公司营业收入由 22.57 亿元增至 29.75 亿元，复合年均增长率为 2.80%。长期来看，公司整体规模低于海澜之家、雅戈尔服装业务、报喜鸟，与比音勒芬、七匹狼、中国利郎处于相近区间。九牧王收入规模主要与其经营定位和发展路径有关，公司长期聚焦男裤及商务休闲服饰主业，品类集中度较高，没有综合覆盖更广泛的品类和客群；公司近几年主动推进渠道结构优化，持续关闭低效终端，提升直营占比，更强调单店质量和经营效率，而非单纯追求门店数量和收入规模扩张。2020 年以来，公司持续推进“男裤专家”战略变革，重新聚焦男裤主业，

收入基础逐步夯实。

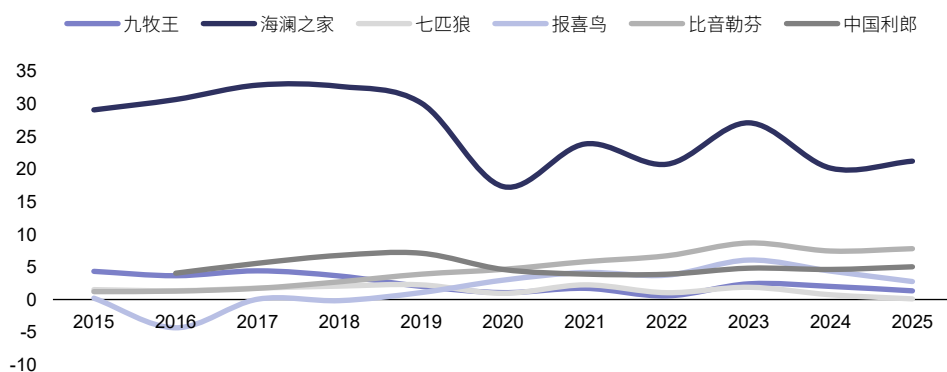
扣非归母净利润方面，九牧王扣非归母净利润整体处于行业中游偏上水平。根据 Wind，2024 年公司扣非归母净利润 2.01 亿元，2025 年扣非归母净利润 1.33 亿元，明显低于海澜之家、比音勒芬，与中国利郎、报喜鸟、七匹狼处于同一梯队。公司近年来扣非归母净利润相对低迷，主要原因是行业环境和线下消费承压导致收入放缓，公司线下渠道占比较高对利润弹性释放影响更大，以及销售费用端投入持续增加。公司销售费用率自 2019 年以来呈现明显上行趋势，到 2024 年和 2025 年，公司销售费用率进一步升至 43.63% 和 43.83%，已处于可比男装公司中的较高区间，主要原因在于公司近几年持续推进“男裤专家”战略变革，在品牌推广、广告投放、门店形象升级和直营网点建设等方面投入较大。

图 23：主要男装上市公司营业收入对比（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 24：主要男装上市公司扣非归母净利润对比（亿元）

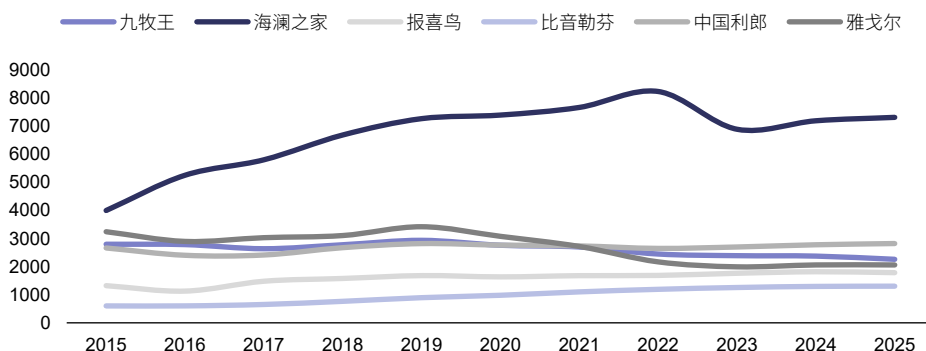


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

渠道数量方面，九牧王渠道数量整体处于行业中上水平。根据 Wind，2025 年公司渠道数量为 2257 个，明显

低于海澜之家，与中国利郎、雅戈尔相近，高于报喜鸟和比音勒芬。整体来看，九牧王渠道规模主要是其服装品类相对聚焦，不需要依靠更大规模的渠道网络覆盖更广泛的综合服装客群；并且，公司近几年并未一味追求门店数量扩张，而是更重视门店质量、终端形象和单店效率，通过关闭低效终端、提升直营占比、加快购物中心及奥莱布局、十代店升级等措施推动渠道体系由规模导向迈向效率导向。

图 25：主要男装上市公司渠道数量对比（个）

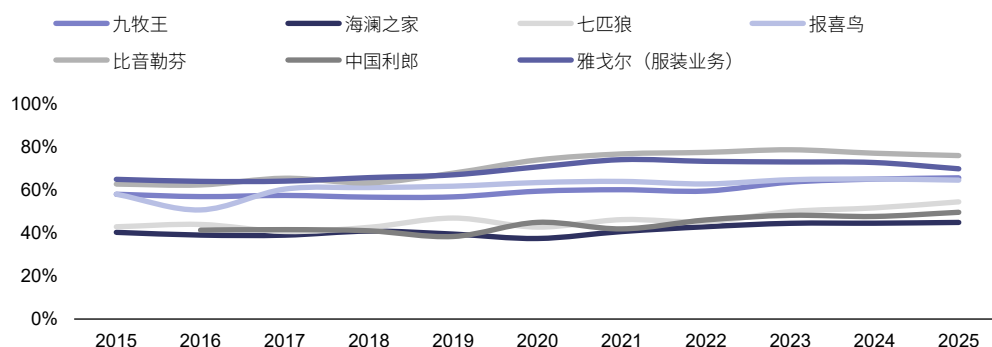


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

毛利率方面，九牧王毛利率整体处于中上水平。根据 Wind，2015-2025 年，公司毛利率从 57.96% 升至 65.59%，提升 7.63 个百分点。长期来看，公司毛利率明显高于海澜之家、七匹狼和中国利郎，并自 2023 年起与报喜鸟已基本处于同一梯队，但低于比音勒芬和雅戈尔服装业务。整体看，九牧王毛利率较高，一方面与其长期聚焦男裤主业、品牌定位偏中高端商务休闲有关，另一方面也与近几年持续推进渠道优化、重视直营销售有关。公司毛利率在 2021 年以来呈现较明显的上升趋势，主要系公司战略变革重新聚焦男裤主业，举措包括推动产品结构优化，进行重点单品的打造，优化购物中心、奥莱和直营门店渠道并推进十代店升级等方面。目前，公司仍在持续推进各项策略落地与核心品类经营，毛利率有望进一步抬升。

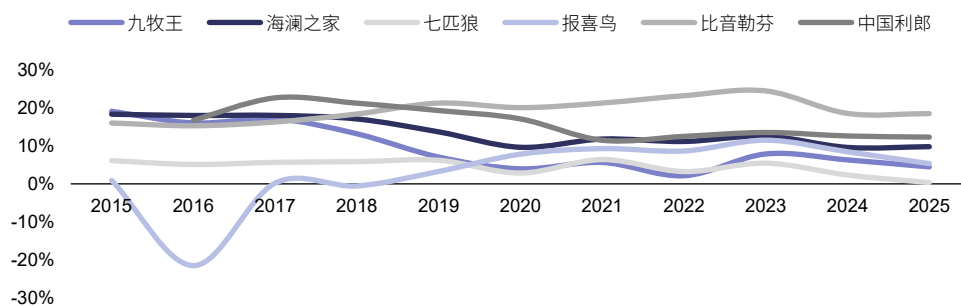
扣非归母净利率方面，九牧王扣非归母净利率整体处于中游偏下水平。根据 Wind，2015-2025 年，公司扣非归母净利率由 19.14% 降至 4.47%，下降 14.67 个百分点。目前，公司净利率明显低于海澜之家、比音勒芬和中国利郎，与报喜鸟接近，高于七匹狼。公司扣非归母净利率前期较高，主要得益于公司男裤主业长期具备较强的品牌力和较高的毛利率。近几年虽然公司毛利率持续改善，但扣非归母净利率却没有同步走强，主要原因在于公司自 2020 年以来持续推进“男裤专家”战略变革，在品牌推广、明星代言、门店升级、渠道优化等方面投入较大，较高水平的销售费用率压制了主业利润率释放。

图 26：主要男装上市公司毛利率对比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 27：主要男装上市公司扣非归母净利润率对比（%）



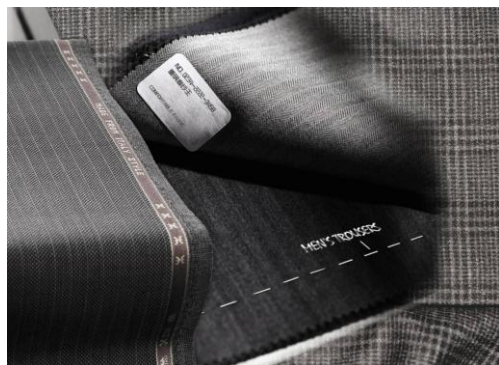
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

三、九牧王：深化“男裤专家”战略变革，重构九牧王品牌竞争力

（一）产品端：产品不断升级创新，延伸覆盖多场景需求

公司长期以来将好产品视为九牧王品牌发展的核心。根据公司官网，1995 年，九牧王通过独家代理超轻超薄、手感细腻的重磅麻纱王面料，麻纱王系列男裤并创下当时男裤单品销量奇迹，1993-1995 年累计销售 400 多万条，销售额超过 1 亿元；2002 年，品牌广告片登陆央视，自此“西裤专家”形象家喻户晓；2019 年九牧王研创 360 度弹力面料，推出重点单品“小黑裤”；2020 年，正式启动“全球销量领先的男裤专家”战略变革，重新聚焦男裤主业，从品牌、产品到渠道全面升级；2024 年整合多个裤装明星单品，推出五裤系列产品矩阵；2025 年推出小黑裤 5.0，创新推出空调裤、太空裤，轻松裤 2.0 焕新上市，发布自由牛仔裤 2.0。品牌产品覆盖当代品质男士在商务、休闲、户外等全场景下的裤装需求，为消费者打造多场景消费体验。

图 28：九牧王重磅麻纱王面料



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

图 29：2019 年九牧王推出小黑裤



数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

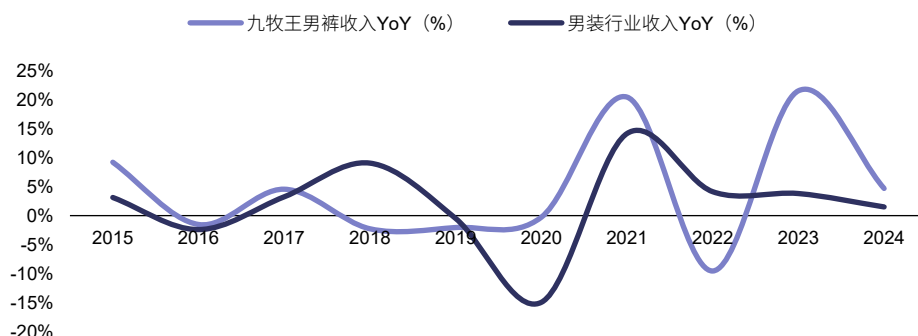
聚焦男裤专业优势，持续深化“男裤专家”战略变革。2020 年以来公司围绕“男裤专家”持续推进战略变革，男裤业务已重新成为收入增长的核心抓手，2021 年起男裤收入明显抬升至 13.21 亿元，2022 年受外部消费环境扰动回落至 11.95 亿元，2023-2024 年又进一步增长至 14.52 亿元和 15.20 亿元，连续创出近年新高。从增速与男装行业对比看，九牧王男裤收入增长弹性自 2020 年以来整体强于行业，其中 2023-2024 年公司男裤收入增速分别为 21.51%和 4.68%，而同期男装行业收入增速分别为 3.81%和 1.50%，体现公司近几年男裤收入较好增速不仅受益于行业有所回暖，更是“男裤专家”战略逐步落地后的业绩释放。随着公司坚定推进战略，聚焦优势品类，更加集中地围绕男裤品类深化品牌、产品和渠道重构，长期来看公司有望使男裤业务持续具备较强的增长动能。

图 30：九牧王男裤收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 31：九牧王男裤收入增速与男装行业增速对比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司具有服装产品研发底蕴，推动产品持续创新。根据公司财报，九牧王不仅依托品牌多年来沉淀的 1200 万人体数据，研发出 6 大主推版型，拥有多项裤领域实用新型专利，是中国男裤标准参与制定者。近年来，公司加强与国际优秀设计工作室合作，吸收融合国际先进的设计理念 and 时尚元素，为九牧王品牌注入更多国际化和时尚化元素，推动品牌在设计、面料、工艺等方面的创新，研发出更具市场竞争力的产品。在生产工艺上，公司精益求精，西裤的生产工艺细化为约 108 道工序，23000 针缝制、30 位熨烫、24 项人工检验等。在用料上，公司强调从源头上保证品质，加大与一流面料商的合作，严格选用行业内优质的面料辅料，同时强化面料自主研发。

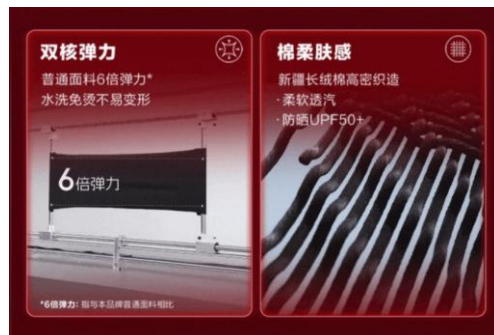
2019 年九牧王推出重点单品“小黑裤”，随后成为裤装明星单品，并持续对其进行迭代升级。根据公司官网，九牧王小黑裤采用国际先进的后整理工艺，商旅携带方便，具备高弹、透汽、冰爽、百搭、易打理等优越性能。同时，九牧王小黑裤系商务休闲的版型设计，通勤、商务、休闲等不同场合均可匹配，适应多种场合穿着需求。自小黑裤推出以来，公司在多维度持续对其进行迭代升级，2026 年已升级至小黑裤 5.0。根据九牧王公众号，2026 年 2 月，公司与东华大学成功联合研发迭代包芯纱科技棉弹面料，弹力达普通面料 6 倍以上，该面料应用于小黑裤 5.0 系列产品中，小黑裤 5.0 具有高端水洗免烫工艺，同时拥有专利 U 型裆设计，大幅提升胯部活动舒适性，并具有 3D 立体弧形腰设计，更好地贴合各类身型场合。小黑裤 5.0 从面料、版型、工艺等多方面入手，聚焦破解裤子紧绷束缚、久坐起皱、水洗变形等消费者痛点。我们认为，随着小黑裤不断升级迭代，裤装明星单品的差异化优势有望不断夯实，有助于推动九牧王品牌认知度持续加深。

图 32：九牧王小黑裤多维度持续迭代升级



数据来源：九牧王公众号、广发证券发展研究中心

图 33：小黑裤 5.0 多维度迭代升级



数据来源：九牧王公众号、广发证券发展研究中心

九牧王创新面料科技，推出采用舒弹面料的“轻松裤”和“自由牛仔裤”。根据公司财报，九牧王“轻松裤”采用高分子轻量舒弹面料，比普通面料更轻、透湿性更强，8 小时防皱，50 次水洗免烫，让消费者实现“轻松选、轻松穿、轻松打理”。针对牛仔裤存在的卡裆、面料硬、弹性不足、束缚感强等问题，九牧王“自由牛仔裤”应用独特的 7 倍舒弹面料和核心版型工艺，打造了自由牛仔裤，为消费者带来“舒适五感”牛仔新体验。此外，自由牛仔还取用天丝与莫代尔材料，带来优越吸湿、透气、柔滑质感。

图 34：九牧王轻松裤子产品特点



数据来源：九牧王公众号、广发证券发展研究中心

图 35：九牧王自由牛仔裤“舒适五感”体验



数据来源：九牧王公众号、广发证券发展研究中心

九牧王深耕商务裤装赛道，打造品质与舒适兼得的“商务户外 1 号裤”和“高定西裤”。根据九牧王公众号，九牧王联合流行趋势、面料、户外探险等方面的五位专家联合研发推出商务户外 1 号裤，并有春夏和秋冬两个系列，其中秋冬系列采用全新三超三防科技（防皱、防菌、防静电，超轻、超暖、超透气），并应用独特版型

工艺。九牧王高定西裤采用意大利定制面料，致力于打造品味、时尚与舒适度兼得的新一代西裤。

图 36：九牧王商务户外 1 号裤产品特点



数据来源：九牧王公众号、广发证券发展研究中心

图 37：九牧王高定西裤产品特点



数据来源：九牧王公众号、广发证券发展研究中心

表 4：九牧王重要单品主要特点

产品名称	使用场景	产品特点	产品体验	产品技术
小黑裤	通勤、商务、休闲	普通面料6倍弹力，棉柔肤感、柔软透汽、防晒UPF50+	高弹、透汽、冰爽、百搭、易打理	包芯纱科技棉弹面料，弹力达普通面料6倍以上；高端水洗免烫工艺；专利U型裆设计，大幅提升胯部活动舒适性；3D立体弧形腰设计
轻松裤	通勤、商务、休闲	轻松选、轻松穿、轻松打理	多场景适用，轻松舒适体感	高分子轻量舒弹面料，比普通面料更轻、透湿性更强；8小时防皱，50次水洗免烫
自由牛仔裤	休闲、户外	自在感、自由感、呼吸感、品质感、亲肤感	吸湿、透汽、柔滑质感	应用独特的7倍舒弹面料；运用核心版型工艺；表袋绣花、撞色锁边等质感细节
商务户外1号裤	商务、休闲	防皱、防菌、防静电，超轻、超暖、超透汽	品质与舒适兼得	结合流行趋势、面料、户外探险等多方面设计，应用独特版型工艺
高定西裤	商务	细腻轻薄，触感丝滑，品质高级	时尚与舒适兼得	采用意大利定制面料，独特裤腰支力衬工艺

数据来源：公司财报、九牧王公众号，广发证券发展研究中心

公司持续完善以男裤为核心的商品矩阵，集合成“五裤系列”强化消费者品牌认知。根据公司财报，2024 年，九牧王将近年来推出的核心单品加以整合，形成矩阵化产品体系“五裤系列”——由核心单品商务户外 1 号、轻松裤、小黑裤、自由牛仔、高定西裤组成。这五类裤装的选择基本覆盖了男裤消费中最具普适性、规模性和延展性的几类核心需求，涵盖了消费者商务、休闲、户外等不同生活场景，推动九牧王品牌认知从传统商务男装品牌进一步转变为多功能、多场景的专业裤装品牌。产品端，通过系列矩阵使消费者能够将品牌与多场景裤装的便利解决方案直接联系起来，强化“九牧王=男裤专家”的品牌认知，满足消费者对全场景裤装一站

式购物的需求。

图 38：九牧王品牌“五裤系列”产品矩阵



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

九牧王推进“四区五裤”策略在门店的实施。根据公司财报，结合五裤矩阵，九牧王进一步通过场景化分区陈列，九牧王将门店购物区域划分为休闲裤区、牛仔褲区、商务户外区、西裤公務区，形成“四区五裤”的门店展示体系，从单一产品销售升级为基于场景需求的成套解决方案，便于门店在终端陈列方面提升顾客在门店的购物体验 and 选品效率，同时有助于导购推荐和场景化销售上形成更清晰的表达。此外，继续强化重点上装品类的产品优化，及上装与裤子的场景化搭配方案，通过头部单品带动终端陈列、渠道效率和连带销售，助推“裤带衣”的销售策略，从而实现品牌升级与经营效率改善的共同发力。

图 39：九牧王“四区五裤”终端陈列体系

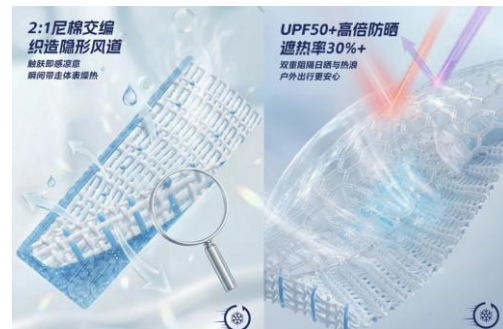


数据来源：九牧王天猫旗舰店，广发证券发展研究中心

2025 年，九牧王新推出科技凉感“空调裤”和科技保暖“太空裤”创新裤装产品。根据公司财报，公司借鉴赛车服降温技术，设计推出“空调裤”，创新面料设计，采用 2:1 尼棉交织编织造隐形风道，面料纤维细度精至

头发丝的 1/8，面料纤维回潮率高于普通化纤 17 倍，并且具有腰臀处 3D 立体导流孔和 UPF50+ 高倍防晒的效果，实现吸湿透汽、持续干爽的作用。公司与中国航天 101 深度合作，双方联合研发“首创科技保暖太空裤”，采用航天级复合面料，具有 40 针经编高密针织面料以及 Aerostech 航天细腻绒面料，有效解决了冬季着装轻便难以兼得的痛点。

图 40：九牧王推出科技凉感“空调裤”



数据来源：九牧王公众号，广发证券发展研究中心

图 41：九牧王推出科技保暖“太空裤”

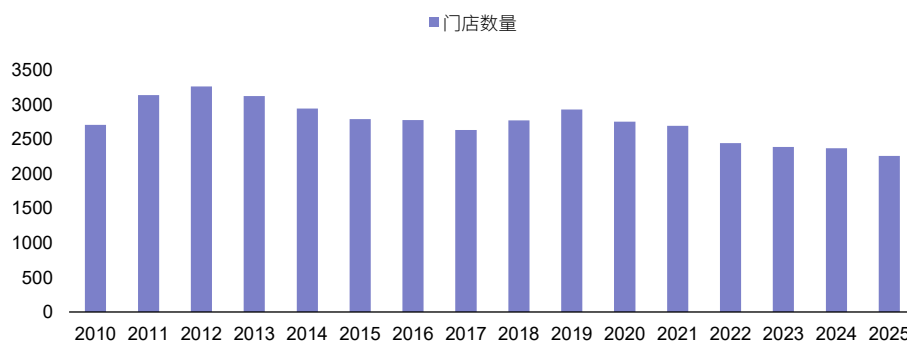


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）渠道端：持续优化渠道结构，加速十代店升级焕新

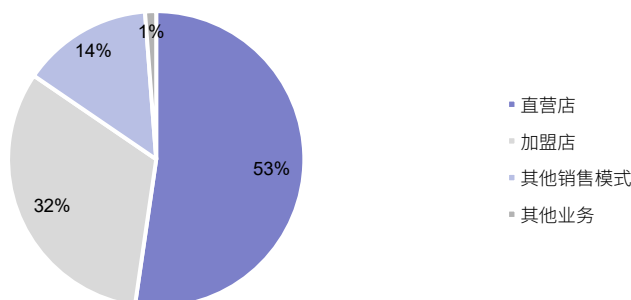
公司持续围绕渠道进行调整，优化渠道结构，压缩低效终端。根据 Wind，公司门店数量近年来整体呈下降趋势，2010-2013 年，门店数量从 2710 家增至 3124 家，主要系公司处于渠道扩张阶段，通过增加门店数量带动销售增长；2013-2020 年，门店数量从 3124 家降至 2756 家，主要受外部经济形势及消费者购物习惯变化影响，线下门店数量有所下降；2020-2025 年，门店数量从 2756 家降至 2257 家，数量进一步下降，主要原因是疫情期间对线下门店的冲击，以及公司提升直营和优质门店占比的战略需要，同期直营门店占比从 35% 升至 40%，提升 5 个百分点。从销售模式来看，2025 年公司直营收入占比达 52%，直营收入占比较高。公司重视直营渠道，主要原因在于直营模式更有利于品牌形象统一、终端陈列和服务标准落地，即推动十代店升级以及核心品类陈列，进而有利于九牧王“男裤专家”战略变革的执行。在近几年持续优化渠道结构和提升门店形象的战略背景下，直营渠道已经成为公司提升品牌势能和改善盈利质量的重要抓手。

图 42：公司门店数量（家）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

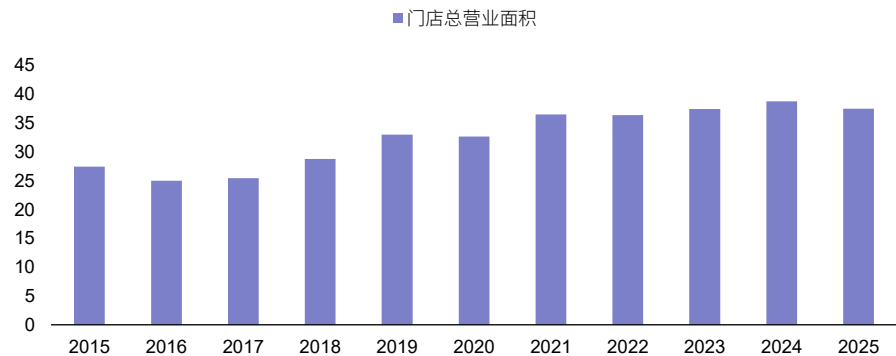
图 43：2025 年公司业务收入占比（按销售模式，%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

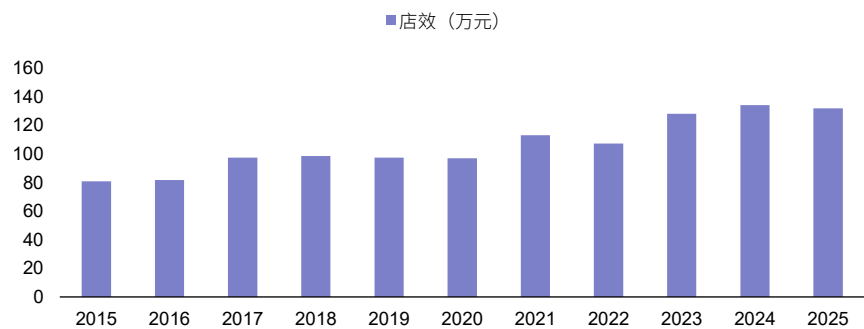
门店总营业面积整体呈现稳步扩张趋势，店效近年改善明显。根据公司财报，2015-2025 年公司门店总营业面积由 27.42 万平方米提升至 37.48 万平方米，增加 10.06 万平方米，主要系平均单店面积持续扩大，门店空间持续优化，同期平均单店面积由 98.21 平方米提升至 166.06 平方米，增加 67.85 平方米；店效方面，同期公司店效从 80.84 万元升至 131.81 万元，增加 50.97 万元。公司门店面积上升并不代表无序扩张，其与店效同步上升更多反映了渠道结构优化举措持续推动落地。2020 年以来，公司持续推进“男裤专家”战略变革，门店面积稳步上行，店效整体上升，主要原因在于公司围绕渠道端开展较大力度优化调整，持续压缩低效终端，同时新开及整改面积更大的十代店，并加大购物中心店和奥莱店布局。2024 年，十代店已超过 1600 家，占比达 73%，购物中心及奥莱门店数量占比已提升至 30%。从渠道发展角度看，公司门店总营业面积扩张路径是以更优质、更大面积、更高势能的门店替代低效终端，并最终推动渠道体系由数量为王迈向质量为主的转变。十代店具备场景化陈列和购物中心较高客流，有利于推动店效提升，当前十代店占比仍在持续上升，存量门店的升级改造将进一步释放公司店效空间。

图 44：公司门店总营业面积（万平方米）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

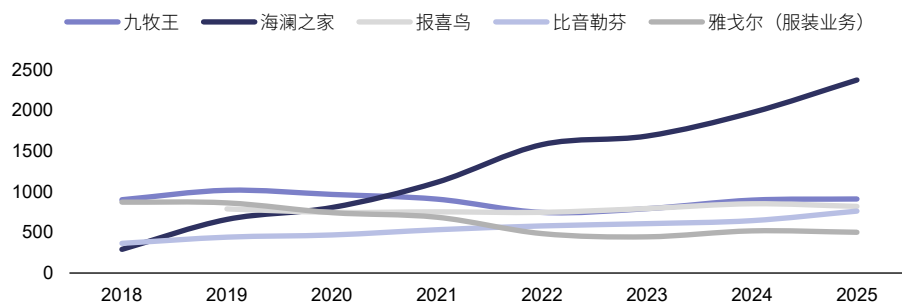
图 45：公司店效情况（万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

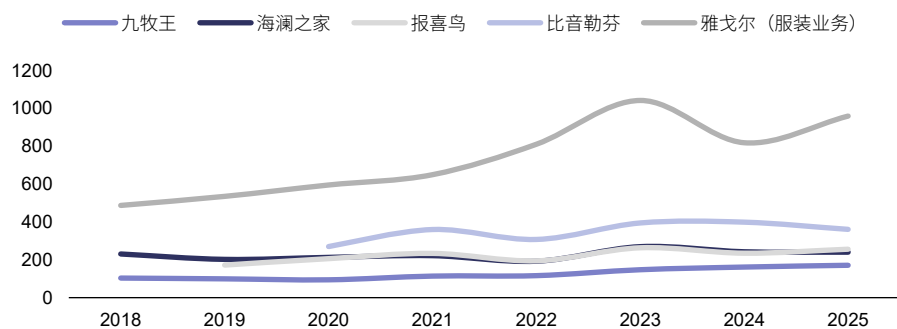
与主要男装上市公司对比来看，九牧王直营渠道数量整体处于行业中上水平，直营店效整体处于低位水平。根据公司财报，2025 年公司渠道数量为 910 个，低于海澜之家，与报喜鸟、比音勒芬相近，高于雅戈尔，体现公司重视直营渠道，保持直营门店数量在较高水平。九牧王直营渠道主要位于省会城市及部分经济发达的地级市，未来通过加大进驻优质购物中心、奥莱、进驻高势能渠道、优质渠道加大密度（一场多店）等方式，仍有一定的增长空间。2025 年，九牧王直营店效为 170.99 万元，低于海澜之家、报喜鸟、比音勒芬、雅戈尔，处于低位水平，随着公司坚定推进渠道整改，逐步出清低效终端，持续推进十代店升级，同时推动“四区五裤”在门店落地，通过场景化陈列提升顾客在门店的购物体验感，加强门店连带销售能力，公司店效有望进入上升通道，对标同业店效仍有较大上升空间。

图 46：主要男装上市公司直营渠道数量对比（个）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

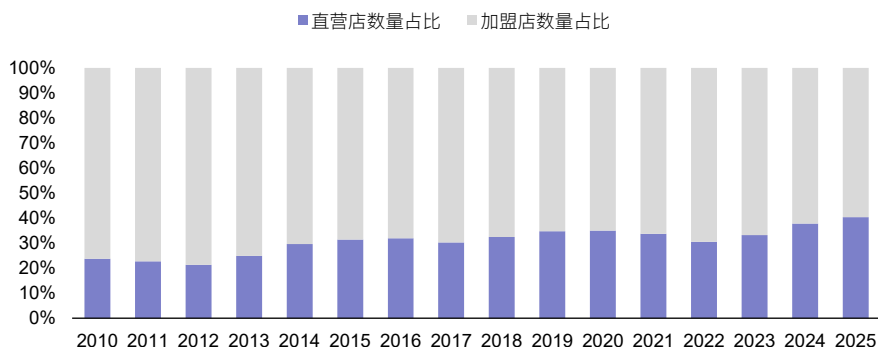
图 47：主要男装上市公司直营店效对比（万元）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

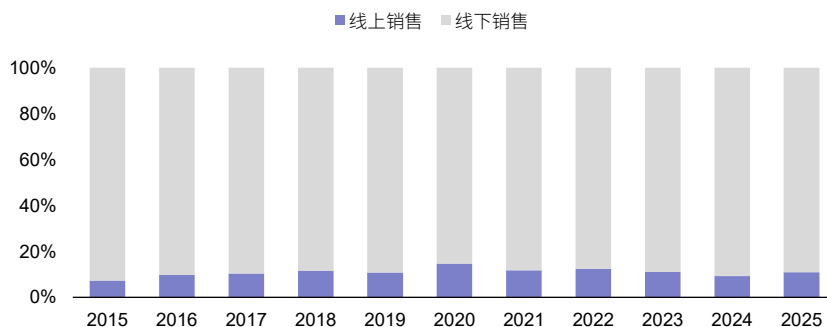
公司近年来直营店数量占比呈现上升趋势，收入主要来源于线下销售渠道。根据公司财报，2015-2025 年，直营店数量占比由 31% 提升至 40%；同期加盟店数量占比由 69% 降至 60%，反映出公司近年来持续推进渠道结构优化，逐步压缩低效终端、提升直营店数量占比。从销售渠道收入结构看，公司线上销售占比始终较小，线下仍是绝对主体。2025 年公司线上销售收入占比为 10.97%，线下销售收入为 89.03%，主要原因在于对九牧王此类以男裤和商务休闲服饰为主的品牌而言，由于裤装型号数量更多，消费者倾向于在线下进行试穿体验和版型感知，因此线下渠道主导销售，而线上渠道更多起到补充作用。线上销售渠道方面，公司已全面布局天猫、京东、唯品会、抖音、小红书等主流电商平台、微商城以及其他新兴线上渠道，以全域触及前端顾客。未来公司将通过加速线上线下融合，为消费者带来更加便捷、舒适的购物体验。

图 48：公司直营店和加盟店数量占比（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

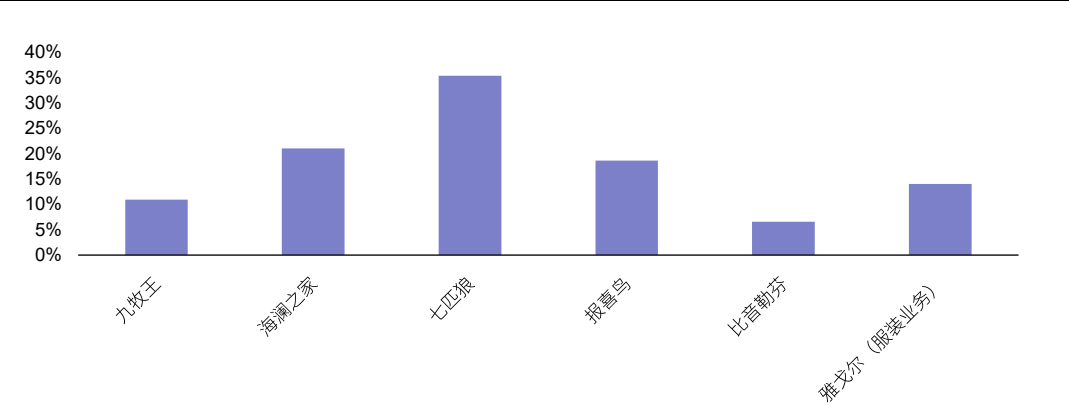
图 49：公司线上销售和线下销售收入占比（%）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

与主要男装上市公司对比来看，九牧王 2025 年线上销售收入占比整体处于偏低水平。根据公司财报，九牧王 2025 年线上销售收入占比为 10.97%，明显低于海澜之家、七匹狼、报喜鸟和雅戈尔服装业务，仅高于比音勒芬。九牧王线上占比偏低，反映了公司当前仍以线下渠道和门店体验为主导的经营特征，主要与其经营定位和裤装品类的体验属性有关，这一点与比音勒芬有相似之处。比音勒芬定位高端，强调高品质、高品位、高科技的生活高尔夫风格，更依赖试穿体验、面料触感、版型感知和门店服务，并且以高端商场、球场、交通枢纽为核心的渠道布局，具有强线下体验属性，因此线上销售收入占比同样相对较低。未来，随着电商销售持续深化，公司将优化多元化线上渠道，推动线上线下一体化，对比其他主要男装上市公司，公司线上销售占比仍有较大提升空间。

图 50：主要男装上市公司 2025 年线上销售收入占比对比（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

公司打造全新门店空间形象十代店，并自 2021 年起全面推广。根据公司财报，公司携手意大利知名空间设计师打造全新空间形象，自 2021 年起陆续完成十代店升级工作，十代店数量由 2021 年的超 470 家增至 2024 年的超 1600 家，十代店数量占比由 2021 年的 17%升至 2024 年的 73%，十代店升级落地速度较快，持续推动渠道优化。公司与万达集团展开深度合作，加速进驻购物中心、奥莱等主流人群青睐的新兴渠道，2024 年末，购物中心店和奥莱门店数量占比已提升至 30%；突破万象城、万象汇、佛罗伦萨等高端渠道；同时，探索三、四线城市营销策略，强化品牌市场地位。

表 5：公司十代店数量和占比情况

	2021	2022	2023	2024
十代店数量（家）	超470家	超850家	超1200家	超1600家
十代店数量占比（%）	17%	40%	50%	73%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

九牧王持续推进十代店新店开设和升级整改, 打造差异化渠道形象。九牧王十代店为消费者提供了一个国际化、时尚化的沉浸式体验空间，更以差异化的渠道形象进一步加深消费者对于九牧王“男裤专家”形象的认知。同时，推动“四区五裤”在门店落地，通过场景化陈列，提升顾客在门店的购物体验感，加强门店连带销售能力，有效吸引年轻消费客群。

图 51：九牧王品牌十代店形象



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 52：九牧王济南万象城概念店



数据来源：九牧王公众号，广发证券发展研究中心

（三）营销端：多次登陆国际时装周，借力明星代言品牌破圈

九牧王品牌多次登陆巴黎时装周、米兰时装周，持续扩大品牌影响力。根据公司官网，2021 年，公司九牧王品牌携手前杰尼亚设计师 Louis-Gabriel Nouchi 登陆巴黎时装周，上演首场裤秀，成为当时登陆时装周的唯一男裤品牌。2022 年，九牧王陆续登陆巴黎时装周和米兰时装周，并在 2024 年再登巴黎时装周。九牧王积极通过创新线下门店形象提升品牌认知度，2023 年举办裤王博物馆全新高端快闪店，由意大利知名空间设计师 LUCA 打造，构筑年轻、时尚、专业的全新购物空间。

图 53：九牧王登陆 2024 巴黎时装周



数据来源：九牧王公众号，广发证券发展研究中心

图 54：九牧王裤王博物馆全新高端快闪店



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

公司重视与国际知名设计师和艺术家合作，携手丰富产品内涵。根据公司官网，2020 年，公司引进优秀创意与研发人才，签约前杰尼亚设计师 Louis-Gabriel Nouchi 为创意总监；与意大利设计师 Guido 合作，以裤为主体，以钛白、赭石、鱼肚白等中国瓷器的古典色彩为灵感，推出《禧》系列产品；2021 年，公司携手前杰尼亚设计师 Louis - Gabriel Nouchi 发布以“中国长城”为灵感、以裤装为核心的 2021 秋冬系列；携手前 GUCCI 设计师 Davide Marelllo 打造“冬日繁花”联名款小黑裤。2023 年，公司携手先锋涂鸦艺术家 SATR，打造“龙

年胶囊”系列。

图 55：“冬日繁花”联名款小黑裤



数据来源：九牧王公众号，广发证券发展研究中心

图 56：九牧王“龙年胶囊”新春快闪



数据来源：九牧王公众号，广发证券发展研究中心

公司宣布多位品牌代言人，加大品牌投放，通过各类营销活动触达更多客群。根据公司财报，2024 年 4 月，公司正式宣布范丞丞、李昀锐、魏大勋、张云龙、朱亚文为品牌代言人，推动品牌破圈焕新，加强与年轻主流客群的沟通互动，持续提升品牌影响力和时尚度，并加大品牌推广投放，2024 年公司广告及业务宣传费同比增加 4622.16 万元。同时，结合代言人宣传、新品发布会等，公司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宣传。另外，公司通过联动销售终端形象、广告宣传以及男裤文化节等，以及“男裤节”、高端会员“品鉴日”等活动提升品牌形象；助力体育营销、事件营销、明星代言及主流社交媒介等形式，全方位推广“男裤专家”新形象，精准客群营销，带动销售提升。

图 57：九牧王五位品牌形象代言人



数据来源：九牧王公众号，广发证券发展研究中心

公司持续推进品牌破圈焕新，夯实“男裤专家”心智认知。公司自 2020 年推进“男裤专家”战略变革之初就曾强调，公司通过品牌公关活动，让九牧王品牌在消费者“心中可见”，“九牧王等于男裤，男裤等于九牧王”，让九牧王成为消费者心目中首要提及的男裤品牌。根据公司财报引用的尼尔森的市场调研数据显示，2021 年，

九牧王男裤的品牌第一提及率前一年的从 6%跨越式提升到 22%，品牌知名度和忠诚度持续提升；2024 年，品牌成功触达了更多年轻主流客群，40 岁以下客群占比近 50%，品牌破圈焕新；2024 年男裤无提示第一提及率提升至 25%，进一步深化了“九牧王=男裤专家”的心智认知。

四、ZIOZIA、FUN 品牌：强化品牌定位，加速产品创新

（一）ZIOZIA 品牌：强化“韩国通勤时装”定位，创新产品研发

ZIOZIA 品牌以“韩国通勤时装”为品牌定位，以韩系办公美学为核心，致力于打造当代品质人士通勤着装的首选品牌。在品牌视觉塑造方面，ZIOZIA 兼顾质感与年轻化，拓宽差异化，提升品牌力；在产品迭代上，ZIOZIA 创新产品研发，尝试系列化主题研发，探索时尚新风格；渠道方面，调整优化渠道结构，布局购物中心、奥莱等重点渠道，同时关闭低效门店，加强零售运营，提升门店效益；在营销层面，通过全年通勤主题造节活动与明星街拍、时尚博主穿搭等，强化通勤属性。

图 58：“韩国通勤时装”ZIOZIA 品牌



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

通过多个战略举措提升产品竞争力。根据公司财报，公司规划 ZIOZIA 将围绕品牌、产品、渠道、零售、组织五大战略举措，加速品牌战略落地。通过提升面料、工艺等打造具有差异化的产品优势，提升产品竞争力；聚焦核心资源，强化品牌定位，提升品牌力；聚焦核心市场，升级空间形象，持续优化渠道结构。

图 59：ZIOZIA 门店形象



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

（二）FUN 品牌：升级门店形象，强化品牌营销

FUN 品牌加速“时尚裤装”品牌战略的落地。 FUN 品牌围绕品牌焕新、爆品打造、标杆领先进行发展探索。品牌建立起包括小红书、抖音、视频号及达人等的新媒体综合营销矩阵模型，赞助“what a fun”武林萌主全国舞蹈大赛，提升品牌势能的同时，沉淀众多街舞爱好者为品牌原点人群。空间形象持续升级，打造以“FUNUNION/FUN 联盟”为概念的西安万象城第七代店概念店形象，集结新街潮时尚文化与 IP 艺术的融合，提升品牌形象。

升级品牌定位，深化潮流运动。 根据公司财报，FUN 品牌将持续坚定地落地新品牌、新产品、新运营、新组织四大战略方向，推进 FUN 战略转型。品牌方面，将升级品牌定位，聚焦时尚潮流人群，强化 IP 情感联结，拓展细分市场影响力；产品方面，将加速产品的创新迭代，强化产品的差异化，深化潮流运动、时尚科技的特性；运营方面，持续进行全域渠道的优化，提升数字化运营，强化会员体系与私域流量。

图 60：“时尚裤装” FUN 品牌



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

五、盈利预测和投资建议

（一）盈利预测

我们对公司的盈利预测给予以下关键性假设：

九牧王是中国男裤行业的龙头企业，拥有“男裤专家”九牧王品牌、韩国通勤时装 ZIOZIA 和时尚裤装品牌 FUN 等品牌。公司持续推进“品牌拓展、品质领先、全球化、高质量发展”战略，聚焦专业裤装、商务休闲、时尚商务三大业务领域，积极引领和服务消费者“多场景”着装需求。公司自 2020 年以来启动“男裤专家”战略变革，全面聚焦男裤主业和核心产品线，通过品牌、产品、门店和渠道的系统优化，稳步提升主品牌的市场影响力和盈利能力，同时对副品牌进行结构调整和优化，形成以核心品牌为主、辅以副品牌的稳健收入体系，为整体收入增长提供坚实支撑。公司持续进行渠道结构的调整优化，进行门店形象升级，聚焦年轻化转型与场景化产品推广，加强与国际优秀设计师和设计工作室合作，多次登陆巴黎时装周、米兰时装周，持续提升品牌影响力和时尚度，持续深化“男裤专家”形象。

1. 直营渠道：预计 2026-2028 年，九牧王直营渠道收入分别为 18.49 亿元、20.96 亿元和 23.77 亿元，同比增长 18.8%、13.4%、13.4%。预计直营收入在 2026 年保持稳定增长，公司持续深化“男裤专家”战略变革，产品端将资源和运营重点聚焦于男裤主业，推动产品结构升级与单品优化，强化核心品类的市场竞争力，渠道端主要受益于门店升级、购物中心及奥莱核心商圈布局优化、十代店占比提升、“四区五裤”陈列体系等一系列措施落地带来的单店产出提升。同时，公司持续强化会员体系、数字化管理及精准营销，多次登陆巴黎时装周、米兰时装周等顶级时装秀，与国际知名设计师合作推出系列产品，不断提升品牌认知度和市场覆盖度，并通过明星代言、品牌活动及跨界合作提升品牌认知度，进一步推动直营店收入增长，并计划在 2026-2027 年持续扩容优质核心门店，实现高效增量。

2. 加盟渠道：预计 2026-2028 年，九牧王加盟渠道收入分别为 7.74 亿元、7.59 亿元和 7.44 亿元，同比增长 -19.2%、-2.0%和-2.0%。2026 年加盟收入回落主要受历史低效加盟终端关闭及部分城市终端优化影响，形成短期下降情况。近年来，公司在加盟体系中推动门店升级和结构优化，加强运营标准化、品牌陈列统一及营销支持，有望推动加盟终端逐步恢复增长。未来，九牧王将持续优化加盟网络，集中剔除低效门店、推进十代店改造，并与直营渠道协同发展。

3. 其他渠道：预计 2026-2028 年，九牧王其他渠道收入分别为 4.88 亿元、5.47 亿元和 6.12 亿元，同比 15.0%、12.0%和 12.0%。该渠道主要包括电商、团购等业务。其中，电商收入增长受益于公司线上平台布局的持续完善及数字化营销能力提升，公司已建立涵盖天猫、京东、唯品会、抖音、快手、视频号及微信商城等全渠道电商运营网络终端。同时，公司通过线上新品首发、促销活动和会员精准运营，提高用户转化、复购和忠诚度。未来，公司计划在保证线下核心渠道优势的同时，进一步提升线上运营精细化水平，实现线上线下联动，提升客户整体购物体验，为整体收入增长提供补充性支撑。团购业务规模相对较小，收入变化主要受中标情况影响，与行业内其他男装品牌的定制业务模式类似。公司未来将保持该渠道的运作，重点通过优化定制流程、提升交付效率及客户服务体验，确保渠道贡献稳健，预计整体收入增速相对平稳。

期间费用率：预计 2026-2028 年公司销售费用率为 41.0%、40.5%、40.0%，保持在较高水平但逐年略有回

落，主要原因为公司在战略变革阶段需要在品牌推广、广告投放、门店升级、渠道建设和活动营销等方面有较多投入，为品牌长期发展提供保障支持；预计 2026-2028 年管理费用率为 6.3%、6.3%、6.3%，处于较为稳健水平，用于直营店、重点门店的管理支撑及运营优化，同时由于规模效应呈现稳步下降趋势；预计 2026-2028 年研发费用率为 1.5%、1.5%、1.5%，公司持续投入产品研发、版型设计和技术创新，保持男裤及核心产品的差异化竞争优势。

表 6：公司收入关键假设

单位：百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
总营业收入	3181.25	2975.11	3110.97	3401.75	3733.06
YoY	4.1%	-6.5%	4.6%	9.3%	9.7%
直营渠道					
收入	1448.38	1556.20	1848.54	2096.24	2377.14
YoY	24.1%	7.4%	18.8%	13.4%	13.4%
直营店数量	896	910	983	1061	1146
YoY	13.27%	1.56%	8.00%	8.00%	8.00%
直营店效	161.61	170.99	188.09	197.49	207.37
YoY	9.54%	5.80%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率	70.6%	71.4%	71.5%	72.0%	72.0%
加盟渠道					
收入	1272.24	958.89	774.39	758.90	743.73
YoY	-8.5%	-24.6%	-19.2%	-2.0%	-2.0%
加盟店数量	1475	1347	1280	1254	1229
YoY	-7.52%	-8.68%	-5.00%	-2.00%	-2.00%
加盟店效	86.24	71.20	60.52	60.52	60.52
YoY	-1.12%	-17.44%	-15.00%	0.00%	0.00%
毛利率	62.1%	61.7%	64.0%	64.5%	65.0%
其他					
收入	433.79	424.38	488.04	546.60	612.19
YoY	-7.6%	-2.2%	15.0%	12.0%	12.0%
电商收入	292.15	322.44	370.81	415.30	465.14
YoY	-13.4%	10.4%	15.0%	12.0%	12.0%
团购收入	141.64	101.94	117.23	131.30	147.05
YoY	7.3%	-28.0%	15.0%	12.0%	12.0%
毛利率	60.1%	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

（二）投资建议

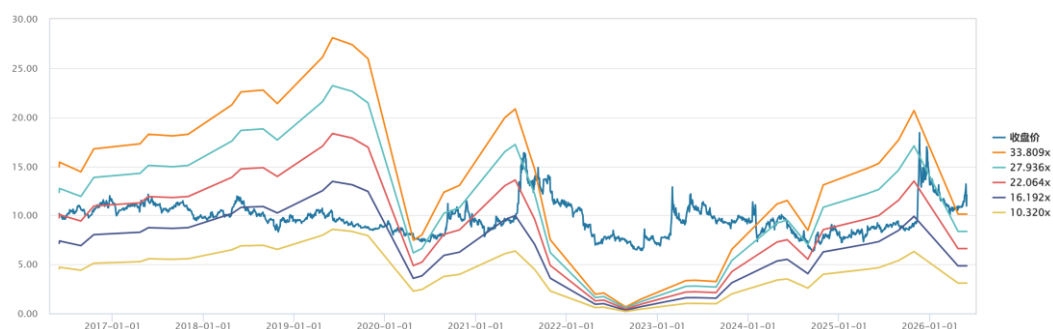
我们预计公司 2026-2028 年 EPS 分别为 0.56/0.67/0.80 元/股。此处可比公司选择方面，海澜之家、报喜鸟和比音勒芬作为九牧王的可比公司，在业务模式、渠道布局、消费客群及服装赛道属性上具备一定可比性。海澜之家覆盖全国重点城市，以男装为核心业务，产品结构偏中端，渠道以直营和加盟结合；报喜鸟专注商务休闲服饰，门店覆盖高端购物中心和核心商圈，品牌溢价能力明显，渠道偏直营，注重品质和服务；比音勒芬定位高端休闲男装，产品单价高，毛利率和品牌溢价能力较好，直营比例较高，目标消费群体与九牧王核心客户部分重叠。相较可比公司，九牧王在品牌聚焦、渠道优化、产品升级、投资利润弹性、财务分红等方面具有一定优势。品牌聚焦方面，自 2020 年起，九牧王实施“男裤专家”战略变革，重新聚焦男裤主业，整合产品线、优化门店布局，集中资源推动核心品类发展，通过聚焦主品牌及核心品类实现了资源高度集中投入，从而提升单店收入和整体毛利水平。渠道优化方面，公司持续推进九牧王品牌直营店扩张及十代店升级，同时关闭低效加盟门店，强化高势能终端建设，直营店占比不断提升，精细化布局核心商圈，门店平均面积和单店收入稳步增长。产品升级方面，九牧王持续研创男裤核心品类，更新迭代版型和面料，不断推出新品，同时结合明星代言、线上线下联动营销及会员运营，实现核心客户粘性增强。投资利润弹性方面，目前公司利润受投资收益和公允价值变动影响较大，资本市场波动对利润影响较为明显，在市场向好发展时投资利润有望赋予业绩弹性增厚利润。财务分红方面，九牧王长期保持较高分红比例和稳健股息率。综上，同时参考公司近十年 PE-band，公司历史估值区间长期处于较高水平，我们给予公司 2026 年 25 倍的 PE 估值，对应合理价值 14.11 元/股，给予“买入”评级。

表 7：可比公司情况

公司	代码	最新价格(元)	每股收益（元）					市盈率		
		2026/6/3	2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
海澜之家	600398.SH	5.81	0.45	0.48	0.52	0.57	13.44	12.07	11.12	10.20
报喜鸟	002154.SZ	4.01	0.23	0.30	0.34	0.39	16.74	13.49	11.82	10.28
比音勒芬	002832.SZ	19.92	0.96	1.23	1.42	1.59	15.58	16.24	14.06	12.53
	最大值						16.74	16.24	14.06	12.53
	最小值						13.44	12.07	11.12	10.20
	平均数						15.26	13.93	12.33	11.00

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心；注：每股收益为 Wind 一致预期

图 61：九牧王近十年 PE-band



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

四、风险提示

（一）经济波动风险

公司主要产品为男裤及商务休闲服饰，其收入依赖线下门店及核心消费群体的购买力和消费意愿。若宏观经济增速放缓、居民可支配收入下降或消费信心减弱，可能导致门店销售下滑和单店收入承压，对公司整体营收和利润增长产生不利影响。

（二）行业竞争加剧风险

随着男装及休闲服饰市场的不断成熟，行业竞争日益加剧，新品牌和现有品牌在产品设计、渠道拓展、营销推广等方面持续发力，市场同质化现象明显。若公司在品牌创新、产品差异化、渠道管理或营销策略方面未能持续保持优势，可能导致市场份额下降以及价格压力增加，从而对收入增长和盈利能力产生不利影响。

（三）投资及财务波动风险

公司利润受投资收益和公允价值变动影响较大，二级市场或一级股权投资的波动可能对利润造成一定影响。此外，战略变革期间营销投入、销售费用率提升及研发投入增加，可能在短期内挤压利润空间。若相关投资或费用投入效果不及预期，可能对盈利水平有所影响。

（四）战略变革效果不及预期风险

公司持续推进“男裤专家”战略变革，在产品端、渠道端、营销端多个方面发力，若出现品牌重塑不及预期、产品迭代进程放缓、渠道结构优化未达目标、十代店升级速度不达预期、营销端投入回报不及预期等变化，可能对公司收入增长和盈利情况产生影响。

资产负债表						单位：百万元
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产总额	3,165	3,360	3,380	3,474	3,559	
货币资金	766	328	487	592	703	
应收及预付	288	259	282	308	338	
存货	1,015	889	881	964	1,058	
其他	1,096	1,884	1,730	1,610	1,460	
非流动资产总额	2,554	2,263	2,283	2,295	2,315	
长期股权投资	149	148	150	150	150	
固定资产	333	305	328	349	369	
在建工程	0	1	1	1	1	
使用权资产	142	101	81	91	101	
无形资产	108	104	114	124	134	
其他	1,821	1,605	1,610	1,580	1,560	
资产总额	5,719	5,623	5,664	5,769	5,874	
流动负债总额	1,619	1,529	1,485	1,557	1,612	
短期借款	95	20	50	50	50	
应付及预收	1,100	963	985	1,077	1,182	
其他	424	546	450	430	380	
非流动负债总额	193	86	140	130	130	
长期借款	127	50	100	100	100	
应付债券	0	0	0	0	0	
其他	67	36	40	30	30	
负债总额	1,813	1,614	1,625	1,687	1,742	
股本	575	575	575	575	575	
其他	3,370	3,464	3,491	3,531	3,577	
归母权益合计	3,945	4,039	4,066	4,106	4,151	
少数股东权益	-39	-31	-27	-23	-19	
负债和股东权益	5,719	5,623	5,664	5,769	5,874	

利润表						单位：百万元
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业收入	3,181	2,975	3,111	3,402	3,733	
营业成本	1,114	1,024	1,058	1,157	1,269	
营业税金及附加	36	37	39	43	47	
销售费用	1,388	1,304	1,275	1,378	1,493	
管理费用	212	196	196	214	235	
研发费用	41	44	47	51	56	
财务费用	5	11	7	6	12	
资产信用减值损失	-221	-242	-190	-190	-180	
公允价值变动收益	-59	86	10	10	10	
投资收益	47	61	20	20	20	
营业利润	185	338	359	424	501	
营业外收支	-3	-6	-3	-1	1	
利润总额	182	331	356	423	502	
所得税费用	8	41	28	34	40	
合并净利润	174	290	328	389	462	
少数股东损益	-2	-5	3	4	5	
归母净利润	176	294	324	385	457	
EPS（元/股）	0.31	0.51	0.56	0.67	0.80	

现金流量表						单位：百万元
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流净额	266	426	425	447	484	
合并净利润	174	290	328	389	462	
折旧摊销	168	196	127	98	90	
营运资金变动	-289	-132	-248	-207	-219	
其他	0	0	-42	0	0	
投资活动现金流净额	-177	-305	56	40	40	
资本性开支	-66	-26	-110	-110	-110	
投资	-167	-429	35	100	100	
其他	55	150	131	50	50	
融资活动现金流净额	-448	-322	-256	-383	-413	
股本融资	0	0	0	0	0	
债权融资	-183	-86	47	-30	0	
股利分配与偿付利息	-182	-176	-297	-353	-413	
现金净增加额	-360	-199	226	105	111	
期初现金余额	820	460	261	487	592	
期末现金余额	460	261	487	592	703	

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	4.13%	-6.48%	4.57%	9.35%	9.74%
营业利润增长率	-22.2%	82.1%	6.4%	18.0%	18.3%
归母净利增长率	-7.9%	67.1%	10.2%	18.7%	18.8%
获利能力					
毛利率	65.0%	65.6%	66.0%	66.0%	66.0%
净利率	5.5%	9.7%	10.5%	11.4%	12.4%
ROE	4.5%	7.3%	8.0%	9.4%	11.0%
偿债能力					
资产负债率	31.7%	28.7%	28.7%	29.2%	29.7%
有息负债率	3.9%	1.2%	2.6%	2.6%	2.6%
流动比率	2.0	2.2	2.3	2.2	2.2
利息保障倍数	28.6	42.3	101.7	90.0	441.8
营运能力					
应收账款周转率	17.6	16.0	16.0	16.0	16.0
存货周转率	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2
应付账款周转率	2.2	2.8	2.4	2.4	2.4
每股指标					
每股收益	0.31	0.51	0.56	0.67	0.80
每股净资产	6.87	7.03	7.08	7.14	7.22
每股经营现金流	0.46	0.74	0.74	0.78	0.84
估值比率					
PE	27.4	25.6	19.6	16.5	13.9
PB	1.2	1.9	1.6	1.6	1.5
EV/EBITDA	7.3	11.8	9.2	8.6	7.7

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。

钟泽宇：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

分析师及联系人



糜韩杰

SAC 执证号：S0260516020001
SFC CE No. BPH764
mihanjie@gf.com.cn



钟泽宇

SAC 执证号：S0260526020002
zhongzeyu@gf.com.cn

请注意，钟泽宇并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

广发证券

行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券

公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

地址

邮政编码

客服邮箱

广州市： 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼

510627

gfzqyf@gf.com.cn

深圳市： 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层

518026

北京市： 北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层

100045

上海市： 上海市浦东新区南泉北路 429 号泰康保险大厦 37 楼

200120

香港： 香港湾仔骆克道 81 号广发大厦 27 楼

-

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。