

九牧王(601566)

报告日期: 2024 年 09 月 17 日

主品牌直营逆势增长，广告费增加短暂影响净利

——九牧王点评报告

投资要点

24Q2 收入逆势保持稳健，净利润如期承压

24H1 实现收入 15.76 亿元（同比+12.5%），归母净利润 0.50 亿元（同比-45.9%），扣非后归母净利润 1.28 亿元（同比-7.3%）；单 Q2 实现收入 6.36 亿元（同比+1.2%），归母净利润-0.58 亿元（去年同期-0.05 亿元），扣非后归母净利润-0.71 亿元（去年同期 0.37 亿元）。公司上半年推出“五裤”矩阵，丰富头部产品，并持续升级门店形象、加大品牌投放，收入逆势增长，但销售费用增长导致利润承压。

收入拆分：主品牌直营亮眼，加盟及子品牌均承压

分品牌看：24H1 主品牌收入 14.3 亿元（同比+15.0%），其中 Q2 收入 5.8 亿元（同比+3.2%）；24H1 子品牌 ZIOZIA 收入 0.56 亿元（同比-2.5%），FUN 收入 0.63 亿元（同比-10.2%）。

分渠道看：24H1 直营/加盟/线上收入 7.6/5.9/1.5 亿元，同比+35%/-1%/-9%；单 Q2 直营/加盟/线上收入 3.2/1.8/0.9 亿元，同比+15%/-17%/-5%；直营亮眼增速来自十代店改造及新开，直营/加盟店较年初净增 10/-45 家至 801/1550 家，单店面积极持续扩大，购物中心占比显著提高。

毛利率稳中有升，广告费短暂大增影响净利

24H1 毛利率 66.1%（同比+2.4pp），Q2 毛利率 67.6%（同比+0.1pp）。24H1 分品牌看，主品牌/FUN/ZIOZIA 毛利率 66.7%/60.5%/75.7%，同比+2.9/-2.1/-1.1pp；分渠道看，直营/加盟/线上毛利率 71.0%/63.2%/64.4%，同比持平/+3.1pp/-0.1pp。Q2 净利润为亏损，主要原因：1）签约 5 位明星代言“五裤”，并加大广告投放，叠加直营占比提升，Q2 销售费用同比增加 1.53 亿元，费用率同比+23.7pp；2）24Q2 资产减值损失 7284 万元（较 23Q2 增加 889 万元），历年 Q2、Q3 涉及产品过季，存货减值一般均较多，我们预计 Q3 该影响仍存在。

24H1 投资导致公允价值变动损失 1.11 亿元（较 23H1 增加 0.28 亿元），主要来自阳光保险股票亏损（24H1 亏损 1.26 亿元，较 23H1 增加 0.73 亿元）。公司已将部分股票、基金置换为存款证、理财产品，我们预计未来投资损益风险将降低。

盈利预测与投资建议：

公司持续深化“男裤专家”战略变革，渠道质量持续优化、品牌声量持续放大，我们预计下半年公司将加大费用控制，销售费用率有望修复到正常水平，同时金融投资波动将逐步减小。

由于消费不及预期以及加大销售费用投放，我们下调全年预期，预计 24-26 年实现收入 31.5/33.2/34.8 亿元，同比增长 3%/5%/5%；实现归母净利润 2.1/3.0/3.6 亿元，同比增长 9%/46%/17%，对应 PE 18/12/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：品牌营销或门店升级效果不及预期；金融资产公允价值波动

财务摘要

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,055	3,146	3,315	3,479
(+/-) (%)	16.6%	3.0%	5.4%	5.0%
归母净利润	191	208	303	355
(+/-) (%)	/	8.7%	45.7%	17.1%
每股收益(元)	0.33	0.36	0.53	0.62
P/E	19.77	18.19	12.48	10.66

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

 执业证书号：S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

 执业证书号：S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

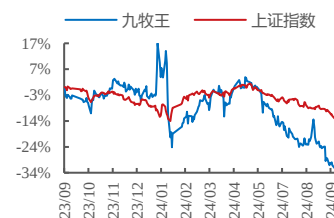
分析师：邹国强

 执业证书号：S1230523080010
 zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 6.58
总市值(百万元)	3,781.11
总股本(百万股)	574.64

股票走势图



相关报告

- 《经营改革成效逐渐显现，投资损益波动较大》 2024.04.29
- 《Q3 主品牌线下增长亮眼，存货跌价产生拖累》 2023.11.08
- 《主业经营呈向上趋势，投资损益短期波动》 2023.07.17

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	3,083	2,633	3,219	3,316
现金	1,066	888	1,503	1,562
交易性金融资产	578	400	350	300
应收账款	238	301	318	288
其它应收款	32	32	33	33
预付账款	40	37	51	57
存货	943	846	828	927
其他	186	128	135	149
非流动资产	2,703	2,795	2,648	2,657
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	226	230	217	224
固定资产	363	407	393	388
无形资产	113	121	117	117
在建工程	1	1	1	1
其他	2,000	2,036	1,921	1,927
资产总计	5,786	5,427	5,868	5,973
流动负债	1,604	1,211	1,486	1,296
短期借款	100	100	100	100
应付款项	482	327	611	395
预收账款	4	7	4	8
其他	1,018	777	771	794
非流动负债	298	232	198	243
长期借款	254	196	163	204
其他	44	36	35	38
负债合计	1,901	1,443	1,684	1,539
少数股东权益	(37)	(23)	(28)	(30)
归属母公司股东权益	3,921	4,008	4,211	4,465
负债和股东权益	5,786	5,427	5,868	5,973

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	583	439	523	509
净利润	188	199	295	348
折旧摊销	70	71	72	71
财务费用	1	(18)	(23)	(34)
投资损失	(22)	(35)	(19)	(25)
营运资金变动	(75)	8	(13)	(62)
其它	420	214	211	211
投资活动现金流	191	(313)	150	(392)
资本支出	33	(880)	(0)	0
长期投资	0	0	0	0
其他	158	567	150	(392)
筹资活动现金流	(334)	(57)	(57)	(57)
短期借款	100	100	100	100
长期借款	254	196	163	204
其他	(688)	(353)	(321)	(362)
现金净增加额	442	69	615	59

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3,055	3,146	3,315	3,479
营业成本	1,113	1,073	1,130	1,185
营业税金及附加	33	32	35	36
营业费用	1,118	1,227	1,233	1,287
管理费用	224	214	232	244
研发费用	47	47	50	52
财务费用	(6)	(18)	(23)	(34)
资产减值损失	(244)	(220)	(220)	(220)
公允价值变动损益	(116)	(160)	(135)	(125)
投资净收益	22	35	19	25
其他经营收益	22	24	20	22
营业利润	238	249	343	412
营业外收支	16	(1)	6	7
利润总额	254	249	348	419
所得税	66	50	53	71
净利润	188	199	295	348
少数股东损益	(3)	(9)	(8)	(7)
归属母公司净利润	191	208	303	355
EBITDA	363	310	405	462
EPS (最新摊薄)	0.33	0.36	0.53	0.62

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	16.60%	2.98%	5.37%	4.96%
营业利润	/	4.69%	37.39%	20.21%
归属母公司净利润	/	8.72%	45.71%	17.10%
获利能力				
毛利率	63.56%	65.88%	65.91%	65.95%
净利率	6.26%	6.61%	9.14%	10.20%
ROE	4.94%	5.06%	7.22%	8.08%
ROIC	4.36%	4.46%	6.31%	6.82%
偿债能力				
资产负债率	32.86%	26.59%	28.70%	25.77%
净负债比率	48.95%	36.22%	40.26%	34.71%
流动比率	192.25%	217.44%	216.60%	255.80%
速动比率	130.95%	144.49%	157.46%	179.90%
营运能力				
总资产周转率	0.53	0.56	0.59	0.59
应收账款周转率	19.42	20.00	20.00	20.00
应付账款周转率	1.36	1.40	1.40	1.40
每股指标(元)				
每股收益	0.33	0.36	0.53	0.62
每股经营现金	0.15	0.11	0.12	0.11
每股净资产	6.82	6.97	7.33	7.77
估值比率				
P/E	19.77	18.19	12.48	10.66
P/B	0.96	0.94	0.90	0.85
EV/EBITDA	8.46	10.27	6.27	5.46

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>