九牧王(601566)

报告日期：2025 年 05 月 20 日

聚焦主品牌核心产品与渠道，投资亏损大幅收窄

——九牧王点评报告

投资要点

- **24 年收入稳健，25Q1 归母净利超预期**

2024 年实现收入 31.81 亿元（同比+4.1%），归母净利润 1.76 亿元（同比-7.9%），扣非后归母净利润 2.01 亿元（同比-16.7%），公司持续丰富头部产品、升级门店形象、加大品牌投放，全年收入逆势增长，但销售费用增长导致利润端承压。

25Q1 实现收入 8.95 亿元（同比-4.8%），归母净利润 1.92 亿元（同比+77.3%），扣非后归母净利润 1.51 亿元（同比-24.4%），非经变动主要系投资亏损较去年 Q1 大幅减少。

- **主品牌直营持续增长，加盟及子品牌下滑**

分品牌看：24 年主品牌/ZIOZIA/FUN 分别收入 29.55/1.02/0.97 亿元，同比+6.6%/-14.8%/-28.1%；25Q1 主品牌/ZIOZIA/FUN 分别收入 8.28/0.29/0.28 亿元，同比-3.6%/-9.0%/-27.4%。公司聚焦主品牌战略持续推进，24 年主品牌收入占比提升 2.8pp 至 92.9%，子品牌尚在转型调整中。

分渠道看：24 年直营/加盟/线上分别收入 14.48/12.72/2.92 亿元，同比+24.1%/-8.5%/-13.4%；25Q1 直营/加盟/线上分别收入 5.09/2.97/0.66 亿元，同比+15.8%/-27.4%/-1.0%。直营亮眼增速来自渠道结构优化，截至 24 年底，九牧王自营店占比由 29%提升至 34%，购物中心及奥莱店占比提升至 30%，十代店占比达到 73%。

- **毛利率稳中有升，广告投入增加导致净利承压**

24 年毛利率 65.0%（同比+1.4pp），逆势提升，其中主品牌/ZIOZIA/FUN 分别为 65.3%/77.2%/66.5%，同比+1.7/+1.6/+1.0pp；直营/加盟/线上分别为 70.6%/62.1%/65.2%，同比-0.3/+2.5/+0.3pp。

24 年归母净利率 5.5%（同比-0.7pp），扣非净利率 6.3%（同比-1.6pp），下滑主要原因是 24 年签约五位明星代言“五裤”并加大推广投放，广告宣传费同比增加 4622 万元，以及直营门店数量与员工人数增加，支付的员工薪酬及门店费用增加。

24 年投资导致公允价值变动损失 5855.5 万元，随着投资规模下降及投资品种风险降低，亏损较 23 年减少 5727 万元。

- **盈利预测与投资建议：**

公司持续深化“男裤专家”战略变革，渠道质量与品牌势能持续提升，我们预计 25 年随着销售费用控制及投资亏损进一步收窄，利润弹性将显著大于收入端。我们预计 25-27 年公司实现收入 33.2/35.2/37.2 亿元，同比增长 4%/6%/6%；实现归母净利润 2.7/3.1/3.3 亿元，同比增长 55%/12%/8%，对应 PE 19/17/16 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；消费环境持续疲软；金融资产公允价值波动

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	￥9.17
总市值(百万元)	5,269.42
总股本(百万股)	574.64

股票走势图

相关报告

1 《主品牌直营逆势增长，广告费增加短暂影响净利》2024.09.17
2 《经营改革成效逐渐显现，投资损益波动较大》 2024.04.29
3 《Q3 主品牌线下增长亮眼，存货跌价产生拖累》 2023.11.08

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**3,181**	**3,315**	**3,519**	**3,720**
(+/-) (%)	4.1%	4.2%	6.1%	5.7%
归母净利润	**176**	**273**	**307**	**332**
(+/-) (%)	-7.9%	54.9%	12.4%	8.1%
每股收益(元)	0.31	0.48	0.53	0.58
P/E	**29.91**	**19.30**	**17.17**	**15.88**

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	**3,165**	**2,962**	**3,140**	**3,345**
现金	766	767	672	799
交易性金融资产	719	719	719	719
应收账项	251	235	264	274
其它应收款	48	39	40	42
预付账款	37	40	47	48
存货	1,015	899	1,122	1,196
其他	329	264	277	265
非流动资产	**2,554**	**2,478**	**2,426**	**2,404**
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	149	190	188	176
固定资产	333	368	355	352
无形资产	108	112	111	110
在建工程	0	1	1	1
其他	1,963	1,807	1,771	1,766
资产总计	**5,719**	**5,440**	**5,566**	**5,749**
流动负债	**1,619**	**1,341**	**1,418**	**1,584**
短期借款	95	65	87	82
应付款项	509	480	506	681
预收账款	4	5	4	6
其他	1,011	791	821	816
非流动负债	**193**	**185**	**225**	**201**
长期借款	127	140	174	147
其他	67	45	52	54
负债合计	**1,813**	**1,526**	**1,643**	**1,786**
少数股东权益	(39)	(32)	(35)	(36)
归属母公司股东权	3,945	3,946	3,958	3,999
负债和股东权益	**5,719**	**5,440**	**5,566**	**5,749**

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**266**	**662**	**289**	**469**
净利润	174	267	303	328
折旧摊销	59	67	65	64
财务费用	7	(5)	(2)	(3)
投资损失	(47)	(23)	(31)	(34)
营运资金变动	(289)	143	(254)	(95)
其它	362	212	208	208
投资活动现金流	**(177)**	**(186)**	**(155)**	**(54)**
资本支出	67	(859)	(0)	0
长期投资	0	0	0	0
其他	(244)	673	(154)	(54)
筹资活动现金流	**(448)**	**(169)**	**(230)**	**(287)**
短期借款	95	65	87	82
长期借款	127	140	174	147
其他	(670)	(374)	(490)	(516)
现金净增加额	**(360)**	**308**	**(95)**	**128**

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	**3,181**	**3,315**	**3,519**	**3,720**
营业成本	1,114	1,148	1,213	1,275
营业税金及附加	36	36	39	41
营业费用	1,388	1,293	1,379	1,466
管理费用	212	225	239	253
研发费用	41	46	49	52
财务费用	5	(5)	(2)	(3)
资产减值损失	(210)	(220)	(220)	(220)
公允价值变动损益	(59)	(100)	(100)	(100)
投资净收益	47	23	31	34
其他经营收益	33	23	26	28
营业利润	**185**	**297**	**339**	**376**
营业外收支	(3)	5	6	2
利润总额	**182**	**302**	**344**	**379**
所得税	8	34	41	51
净利润	**174**	**267**	**303**	**328**
少数股东损益	(2)	(6)	(4)	(4)
归属母公司净利润	**176**	**273**	**307**	**332**
EBITDA	289	370	411	444
EPS（最新摊薄）	0.31	0.48	0.53	0.58

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	4.13%	4.20%	6.15%	5.72%
营业利润	-22.17%	60.15%	14.10%	11.11%
归属母公司净利润	-7.86%	54.93%	12.40%	8.13%
获利能力				
毛利率	64.98%	65.36%	65.53%	65.71%
净利率	5.54%	8.24%	8.72%	8.92%
ROE	4.47%	6.84%	7.74%	8.32%
ROIC	4.33%	6.46%	7.22%	7.78%
偿债能力				
资产负债率	31.70%	28.05%	29.52%	31.06%
净负债比率	46.40%	38.99%	41.89%	45.05%
流动比率	195.48%	220.84%	221.48%	211.11%
速动比率	130.51%	150.87%	139.02%	132.54%
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.64	0.66
应收帐款周转率	17.62	18.00	19.00	18.00
应付帐款周转率	1.24	1.30	1.40	1.30
每股指标(元)				
每股收益	0.31	0.48	0.53	0.58
每股经营现金	0.07	0.17	0.07	0.12
每股净资产	6.87	6.87	6.89	6.96
估值比率				
P/E	29.91	19.30	17.17	15.88
P/B	1.34	1.34	1.33	1.32
EV/EBITDA	16.36	12.72	11.82	10.59

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