

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

九牧王 (601566. SH)

投资评级

上次评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

九牧王：费用优化驱动扣非利润高增，投资波动拖累表观利润

2026年8月26日

事件：2026H1 公司实现收入 15.55 亿元（+3.92%），归母净利润 3983 万元（-77.15%），扣非归母净利润 1.57 亿元（+44.01%）。2026Q2 公司实现收入 6.09 亿元（+1.20%），归母净利润-2960 万元（上年同期亏损 1742 万元），扣非归母净利润-884 万元（上年同期亏损 4155 万元），扣非利润减亏明显。

费用优化与毛利率提升是扣非利润高增主因。2026H1 公司综合毛利率 66.80%，同比提升 1.07pct；Q2 单季综合毛利率约 69.45%，同比提升 2.78pct。费用端，上半年销售费用 6.13 亿元，同比下降 6.10%，销售费用率 39.41%，同比下降 4.20pct；其中 Q2 销售费用率同比下降 6.50pct，费用管控成效在淡季体现得更为明显。

主营业务结构健康：1）分品牌看，2026H1 九牧王品牌收入 14.45 亿元，同比增长 4.72%，毛利率 68.32%，同比提升 1.35pct；ZIOZIA 收入 5,905.81 万元，同比增长 11.89%，毛利率 71.20%；FUN 收入 2,748.51 万元，同比下降 39.36%，主要因为公司继续收缩线下业务并转向线上运营，但毛利率同比提升 7.78pct 至 71.46%。分产品看，男裤收入 7.77 亿元，同比增长 1.22%；茄克收入 3.56 亿元，同比增长 26.31%，成为上半年最重要的增长品类。2）分渠道看，直营店收入 9.76 亿元，同比增长 11.31%，毛利率 71.27%，同比提升 1.19pct；加盟店收入 3.43 亿元，同比下降 18.01%；其他渠道收入 2.12 亿元，同比增长 16.36%。直营收入占主营业务收入比重约 63.73%，同比提升约 4.4pct。上半年共有 64 家加盟店转为直营，期末公司门店总数 2,140 家，较年初净减少 117 家，其中直营店 924 家、加盟店 1,216 家，渠道结构继续向 DTC 方向调整。

投资波动仍是表观利润主要拖累。2026H1 公司公允价值变动收益为-1.12 亿元，上年同期为+2,366.11 万元，同比减少约 1.36 亿元；其中 Q1 损失 1.04 亿元，Q2 损失收窄至 882 万元。公司第一大重仓证券腾讯控股上半年公允价值变动损失约 6,577 万元，是投资端主要拖累之一。公允价值变动属于未实现损益，不影响当期经营现金流；上半年公司经营现金流同比增长 154.03%，主业现金创造能力仍然较强。扣非利润方面，上半年扣非利润改善的主因是毛利增加和销售费用压降，单二季度存货跌价计提 7,518 万元，计提金额同比有所增加。

盈利预测与估值：上半年扣非归母净利润达到 1.57 亿元，同比增长 44.01%，验证主业盈利修复趋势；Q2 在传统淡季及集中计提减值背景下仍实现大幅减亏。我们预计 2026-2028 年归母净利润 1.79/2.00/2.32 亿元，对应 PE 分别为 26.93X/24.18X/20.84X。

风险提示：金融资产公允价值波动风险；男装零售终端复苏不及预期；品牌

升级投入产出比低于预期；整体经营环境偏弱致动销承压。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	3,181	2,975	3,259	3,545	3,838
增长率 YoY %	4.1%	-6.5%	9.5%	8.8%	8.3%
归属母公司净利润 (百万元)	176	294	179	200	232
增长率 YoY%	-7.9%	67.1%	-39.1%	11.4%	16.0%
毛利率%	65.0%	65.6%	66.7%	66.7%	66.7%
净资产收益率ROE%	4.5%	7.3%	4.4%	4.8%	5.4%
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.51	0.31	0.35	0.40
市盈率 P/E(倍)	27.39	16.39	26.93	24.18	20.84
市净率 P/B(倍)	1.22	1.20	1.18	1.15	1.12

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 8 月 25 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	3,165	3,360	3,349	3,596	3,847	
货币资金	766	328	364	596	843	
应收票据	53	41	54	59	64	
应收账款	198	175	223	254	288	
预付账款	37	43	43	47	51	
存货	1,015	889	844	814	791	
其他	1,096	1,884	1,820	1,825	1,810	
非流动资产	2,554	2,263	2,253	2,210	2,179	
长期股权投资	149	148	148	148	148	
固定资产(合计)	333	305	271	237	203	
无形资产	108	104	103	101	100	
其他	1,963	1,706	1,732	1,724	1,728	
资产总计	5,719	5,623	5,603	5,806	6,026	
流动负债	1,619	1,529	1,507	1,609	1,713	
短期借款	95	20	20	20	20	
应付票据	419	379	390	417	445	
应付账款	509	360	362	393	426	
其他	597	770	735	778	823	
非流动负债	193	86	38	38	38	
长期借款	127	50	0	0	0	
其他	67	36	38	38	38	
负债合计	1,813	1,614	1,545	1,647	1,751	
少数股东权益	-39	-31	-31	-29	-27	
归属母公司股东权益	3,945	4,039	4,088	4,188	4,302	
负债和股东权益	5,719	5,623	5,603	5,806	6,026	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,181	2,975	3,259	3,545	3,838	
同比(%)	4.1%	-6.5%	9.5%	8.8%	8.3%	
归属母公司净利润	176	294	179	200	232	
同比(%)	-7.9%	67.1%	-39.1%	11.4%	16.0%	
毛利率(%)	65.0%	65.6%	66.7%	66.7%	66.7%	
ROE%	4.5%	7.3%	4.4%	4.8%	5.4%	
EPS(摊薄)(元)	0.31	0.51	0.31	0.35	0.40	
P/E	27.39	16.39	26.93	24.18	20.84	
P/B	1.22	1.20	1.18	1.15	1.12	
EV/EBITDA	11.92	19.26	12.53	12.70	11.27	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	3,181	2,975	3,259	3,545	3,838	
营业成本	1,114	1,024	1,085	1,179	1,277	
营业税金及附加	36	37	36	40	43	
销售费用	1,388	1,304	1,418	1,542	1,669	
管理费用	212	196	228	248	269	
研发费用	41	44	49	52	56	
财务费用	5	11	-12	-13	-23	
减值损失合计	-221	-242	-220	-230	-240	
投资净收益	47	61	15	-10	-10	
其他	-26	158	-6	11	16	
营业利润	185	338	244	268	312	
营业外收支	-3	-6	-5	-4	-4	
利润总额	182	331	239	264	308	
所得税	8	41	60	63	74	
净利润	174	290	179	201	234	
少数股东损益	-2	-5	0	1	3	
归属母公司净利润	176	294	179	200	232	
EBITDA	372	387	371	347	370	
EPS(当年)(元)	0.31	0.51	0.31	0.35	0.40	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	266	426	368	482	525	
净利润	174	290	179	201	234	
折旧摊销	168	196	143	96	85	
财务费用	7	4	3	3	3	
投资损失	-47	-61	-15	10	10	
营运资金变动	-287	-127	-204	-82	-71	
其它	251	125	262	254	264	
投资活动现金流	-177	-305	-69	-67	-67	
资本支出	-66	-26	-138	-57	-57	
长期投资	-167	-429	0	0	0	
其他	55	150	69	-10	-10	
筹资活动现金流	-448	-322	-262	-182	-211	
吸收投资	0	0	-3	0	0	
借款	-132	-152	-50	0	0	
支付利息或股息	-182	-176	-164	-182	-211	
现金流净增加额	-360	-199	36	232	247	

研究团队简介

姜文镹，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。