

九牧王 20260825

九牧王 2026H1 分析：控费增效显著，线上高增与低基数效应支撑全年目标

摘要

- 2026H1 毛利率提升 1.5pct, 主因成本控制(+1pct)及折扣管控(+0.5pct), 线上毛利提升 2.8pct。
- 销售费用率同比下降 4.2pct, 通过组织优化减员增效省 1,700 万, 商场降租减扣省 1,000 多万。
- 线上渠道超预期增长, 抖音 (+26%)、天猫/京东 (+15%), 抖音利润率较传统电商低 3-5pct。
- 加盟渠道收入下降 18%, 主因合肥等市场转直营; 49 家重点加盟商实现低单位数同店增长, 增幅最高达 40%。
- 投资业务亏损严重, 仅腾讯单只个股亏损超 6,000 万, 下半年策略将转向宽基 ETF 及债权类产品。
- 2026 年收入目标 33 亿元, 扣非净利润目标 2 亿元, 下半年增长动力源于 2025 年同期的低基数效应。
- 存货减值受 2024 年高库存基数及旧费用率计提法影响, 下半年将加大 2024 年库存消化以减轻减值压力。

Q&A

2026 年上半年公司各渠道毛利率均有提升，线上渠道的毛利率提升尤为显著，请问主要的驱动因素是什么？

2026 年上半年毛利率的整体上升主要源于两方面因素。首先，公司直营业务的占比相较 2025 年同期有所增加，这一结构性变化对整体毛利率的提升贡献了约 0.5 个百分点。其次，公司在成本控制方面取得了成效，对毛利率的提升贡献了约 1 个百分点。此外，公司对销售折扣的管控也起到了积极作用，尽管当前宏观经济形势存在挑战，但公司认为控制折扣对于维护品牌价值至关重要。

线上渠道在有效控制折扣的同时实现了较快增长，毛利率提升了 2.8 个百分点，请问公司是如何平衡折扣与增速的？下半年电商大促期间的折扣策略和毛利率展望是怎样的？

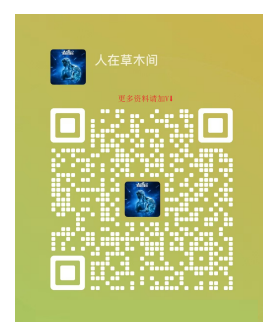
公司线上业务能够平衡折扣与增长，主要因为九牧王的消费群体定位在中高价位，对价格的敏感度相对较低，因此折扣控制对整体销售影响不大。同时，上半年电商渠道的明星品类销售表现良好，推动了整体增长。分平台看，抖音渠道销售额增长约 26%，天猫和京东系的销售额增长约 15%，整体电商销售增长超出了预期。尽管如此，与一些竞品相比，例如比音勒芬 2025 年电商增长 71%，公司认为自身电商业务仍有持续加强的空间。展望下半年，公司计划大概率延续上半年的折扣控制策略，并会根据市场实际情况进行动态调整，目前正在为下半年的明星品类进行规划。

2026 年上半年公司的销售费用率同比下降了 4.2 个百分点，请问具体是哪些方面的费用得到了有效节省？这一费用率下降的趋势在下半年及明年是否可持续？

上半年销售费用率的下降主要得益于以下几项措施：首先，公司通过在终端到后台进行全面盘点和组织优化，实现了减员增效，使得职工薪酬方面节省了约 1,700 万元。其次，公司在商场渠道的降租减扣谈判中取得了良好成果，上半年共节省了约 1,000 多万元。最后，公司强化了品牌费用的精准投放，虽然品牌费用总额略有减少，但重点项目的投入仍在持续，例如与普陀山文旅合作的“越来越好”系列、与中国奥委会合作的 COC 新奥系列以及与中国航天合作的项目，这些精准投入对销售增长起到了积极的推动作用。下半年，公司将继续推出来自航天合作的明星品类太空裤。鉴于当前整体经济形势，公司计划在下半年持续加强费用控制，以保障年度利润目标的实现。

加盟商门店转为直营后，在收入、毛利和费用率方面有何具体变化？公司后续的 DTC 转型计划是怎样的？

公司进行加盟转直营主要有两类情况：一是部分加盟商经营年限较长，年龄偏大且子女接班意愿弱，主动与公司协商由公司接手市场；二是一些加盟商经营思维固化，导致业绩下滑，公司会选择性收回部分市场。公司的总体思路仍是重点支持和扶持优质加盟商，例如 2026 年筛选了 49 个重点加盟客户进行扶持，从目前情况看效果不错，2026 年上半年这些客户普遍实现了同店增长，部分增幅达到 30%-40%。因此，公司不会刻意大规模推动加盟转直营，但若出现市场异常，公司会及时介入以防市场空白。



2026 年上半年直营收入的快速增长主要来源于哪些方面？其中同店增长、新增门店以及加盟转直营各自的贡献是怎样的？

2026 年上半年，直营业务实现了低单位数的同店增长，这是近年来表现较好的年份。除了同店增长的贡献外，部分加盟店转为直营也带来了一定的增长。未来，公司将持续开拓直营市场，目前已筛选出约四十几个有潜力的地级市作为重点拓展方向。九牧王品牌在省会城市的表现已基本超越竞品，但在地级市市场仍相对薄弱，因此将通过直营模式持续深耕这些有机会的地级市市场。

2026 年上半年加盟渠道收入下降约 18%，在剔除加盟转直营的影响后，原有加盟体系的收入和零售流水的实际表现如何？加盟渠道的同店增长情况是怎样的？

2026 年上半年加盟回款下降 18%，部分原因是由于 2025 年合肥等市场转为直营所致。在重点跟踪的 49 家加盟客户（约占加盟销售额的 40%）中，上半年普遍实现了同店增长，增幅约为低单位数。从 2026 年春夏订货会的情况看，这些重点加盟商的订单也呈现增长态势。综合来看，剔除少数存在经营困难的客户，大部分加盟商的整体情况基本与往年持平。

2026 年上半年线上业务实现了双位数增长，能否具体拆分天猫、抖音等主要平台的销售结构、增速及各自的利润率情况？

目前线上销售结构中，天猫占比最大，约为 30%，2026 年上半年实现了约 15% 的增长。抖音是增长最快的平台，增速约为百分之二十几，销售占比约为 25%。京东的销售占比约为 20%，上半年增速同样在 15% 左右。唯品会的销售占比约为 15%，上半年实现了低双位数的增长。在利润率方面，抖音平台由于尚处在发展初期，其利润率可能会略低一些，其他几个平台的利润率则差异不大。

对于 2026 年下半年，线上业务能否继续维持双位数以上的增速？

对下半年线上业务的增长保持信心。基于 2025 年电商业务实现 71% 增长的经验，团队受到了较大鼓舞，认识到过往策略可能偏于保守。下半年将对标竞品，争取实现较好的增长。

公司如何看待商务男装、男裤与户外功能性需求的结合趋势？未来是否有扩充品类或进行外延并购的计划？

公司持续专注于男裤细分市场，并根据不同生活场景和需求进行品类细分。例如，门店通过“五区五裤”的形式，划分出商务正装、商务休闲、户外等不同场景，以满足不同年龄段和风格偏好的客户需求。近年来，商务正装需求有所下降，而户外及轻户外、商务户外品类的增长相对较快。针对这一趋势，公司在做强原有品类的基础上，会进行品类延伸，并积极探索多品牌经营。目前，除了九牧王主

品牌，公司也在通过韩国品牌 ZIOZIA 和时尚潮流品牌 FUN 构建多品牌矩阵，以满足不同消费年龄、层级及场景的需求。市场风格大约每七八年会出现一次切换，十年前流行潮牌，近几年户外风格盛行，预计接下来休闲风格将逐步兴起，而这正是公司所擅长的领域。目前团队正在对商品进行重新校准，认为未来几年公司将迎来较好的发展机会。

公司在 2026 年上半年设定了全年 33 亿元的收入目标，当前时点看，完成此目标的可能性有多大？

2026 年全年的收入目标目前不会调整，下半年将力争完成全年的业绩目标。下半年在产品 and 营销方面均有布局。产品层面，将继续聚焦功能性科技面料，与权威机构合作开发创新产品。除了巩固小黑裤、轻松裤等头部产品外，还与天津包钢稀土研究院合作开发了科技控温面料，并应用于亚运会中国体育代表团礼服同款面料的星耀系列产品。此外，2025 年推出的航天科技保暖太空裤，将在 2026 年深化与航天 101 所的合作，将特种保温材料拓展至其他系列产品。营销层面，下半年将结合亚运会营销、明星代言和会员活动等进行品牌推广，借助国家级 IP 撬动更多年轻主流客群。

关于 2026 年全年的利润指引，主营业务利润和投资收益的展望分别是怎样的？

对于扣非后的主营业务利润，完成年度目标是比较有信心的。投资方面，上半年表现不佳，亏损较多，其中仅腾讯一只个股就亏损了 6,000 多万元，影响较大。因此，下半年投资策略将进行重大调整，未来将聚焦于宽基 ETF 或债权类产品，以求降低波动，获取基本稳定的收益。不过，下半年金融市场的最终走向尚不明确。

2026 年第二季度计提了较大额的存货减值准备，其具体原因是什么？考虑到上半年已进行集中减值，下半年的减值情况预计如何，这对扣非净利润将产生何种影响？

2026 年上半年的存货减值计提主要有两个原因。第一，减值计提比例的计算方法。公司在中期报告中使用的是过往两年的费用率，具体到 2026 年中期，采用的是 2025 年的费用率。由于 2024 年的费用率较高，导致 2025 年和 2026 年上半年的计提比例相应偏高。预计到 2026 年年底，随着全年费用率的下降，届时将重新测算计提比例，该比例有望降低。第二，库存结构的影响。减值计提比例最高的货品是库龄两年的产品，而公司 2024 年的库存基数较大，这直接导致了在 2026 年计提的减值金额也相应较多。目前公司正与销售团队沟通，力求在未来几个月内加大对 2024 年库存的消化力度，以减轻全年的库存减值压力。

公司对于全年实现两亿元扣非净利润目标的可能性如何评估？

公司将努力达成这一目标，从目前情况来看，实现的可能性较大。

与第一季度相比，第二季度的收入增速有所放缓，其背后的原因是什么？同时，公司展望下半年实现双位数收入增长的信心来源是什么？

第二季度收入增速放缓的现象在行业内较为普遍，根据已披露半年报的上市公司情况，如森马、报喜鸟等，其第二季度的增长率普遍低于第一季度。展望下半年，预计增长的主要驱动力来自于 2025 年同期的低基数效应。2025 年的第三和第四季度是公司近年来销售表现相对较差的半年，与 2023 年和 2024 年同期相比，增长并不高，这为 2026 年下半年的增长提供了有利的基数条件。

在产品品类与场景拓展方面，户外系列与商务系列的客群是否存在差异？除了核心的裤装品类，公司在夹克及其他上装品类上有何发展规划与目标？

公司始终坚持以“裤带上装”为核心策略，裤子作为连续 26 年中国市场第一的核心品类地位不变。户外裤型与商务裤型的客群确实存在一些差异。户外系列是近年来增长较快的一个品类，它有效地吸引了新客群。公司会员数据显示，新会员占比约为 30% 多，老会员占比为 60% 多，新品类对于吸引新会员消费起到了重要作用。从市场趋势来看，户外风格已流行七八年，市场风格正发生变化，例如拉夫劳伦业绩显示休闲风格增长良好，而休闲风格正是公司所擅长的领域，未来将在此方向上进行更大力度的拓展。为实现整体销售增长，上装品类的提升至关重要。除了上半年增长较好的夹克，公司还将重点拓展 T 恤、Polo 衫、羽绒服和羊毛衣等品类，力求在这些重点上装品类上取得突破，而其他上装品类则会附带销售。

公司在提升裤装与上装的连带率方面有何具体目标和策略？目前的连带率水平如何？

公司期望通过经营会员、围绕会员需求进行搭配推荐以及整套出售的方式，来持续提高连带率。目前连带率水平相对稳定，为 2.45，相较于去年同期的 2.31，提升了约 6%。

公司在购物中心和奥特莱斯渠道的开店策略，特别是“开二店、三店”的策略，目前的推进情况和效果如何？

在奥特莱斯渠道，“开二店”策略推进得较为成功。在许多奥莱，如杉杉奥莱和砂之船奥莱，公司已经开设了多家二店，部分奥莱甚至通过玻璃房或多经点位的形式开设了三店、四店，总数可达四到五家店。购物中心渠道的“开二店、三店”策略目前尚在尝试阶段，数量不多。当前在购物中心的重点策略是在一楼开设快闪店，以补充主要位于二楼的常规门店，起到引流和促进销售的作用，这项工作

将是下半年的推进重点。

旗下两个子品牌 JOEONE 和 AUN 在 2026 年的经营表现是否符合年初实现盈亏平衡或盈利的预期？

JOEONE 品牌目前发展态势良好，已基本实现扭亏为盈，并且 2026 年的门店数量也实现了增长。AUN 品牌则在线下渠道进行收缩，业务重心转向线上，主要尝试电商和授权模式，但目前该业务方向尚不明朗。

抖音电商与传统电商平台（淘宝、京东）的利润率差异有多大？如果将电商作为一个整体渠道，其经营利润率与直营、加盟渠道相比情况如何？

抖音平台的利润率比传统电商平台大约低 3 到 5 个百分点，主要是因为抖音平台的主播等费用相对较高，且目前销售额虽然增长良好但体量尚不足以摊薄费用率。若单独核算电商业务自身的利润率，其水平确实高于线下渠道。但需要指出的是，公司内部在核算时并未将品牌宣传等后台费用分摊至电商部门，如果将这些费用考虑在内，则需要另行测算。在不分摊后台费用的口径下，电商的利润率表现不错。