

**业绩点评**
**24Q1 出货优秀，盈利能力有望持续受益品类组合提升**

九兴控股 (1836.HK)

2024-04-29 星期一

**主要财务指标**

百万美元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023
销售收入	1,545	1,136	1,541	1,631	1,493
同比增长(%)	-2.8%	-26.5%	35.6%	5.9%	-8.5%
毛利率	19.0%	17.8%	20.6%	21.6%	24.6%
归母净利润	95.9	1.7	89.7	118.0	141.1
同比增长(%)	46.6%	-98.2%	8329.9%	29.9%	20.4%
归母净利润率	6.2%	0.1%	5.8%	7.2%	9.5%
每股盈利(USD)	0.12	0.00	0.11	0.15	0.18

数据来源: Wind、公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**相关报告**
**业绩点评:**
**➤ 24Q1 制造业务收入同比+17.6%，增幅好于预期及行业整体:**

根据公告，24Q1 公司制造业务收入同比+17.6%至 3.26 亿美元。拆分制造业务量价，出货量同比+21.9%至 11.7 百万双，ASP 同比-3.5%至 27.8 美金/双。

**量价分析:** 据业绩会，所有品类出货量均有增长，以运动品类引领；ASP 变动主要是结构原因，同产品单价稳定，而运动品类单价低于集团综合，Q1 运动及休闲订单需求恢复后占比提升，整体 ASP 同比略下滑。

**➤ 展望积极，运动品类恢复叠加高价值奢侈/时尚客户组合提升:**

**需求展望积极:** 据业绩会，24 年前三季能见度清晰，非运动品类供不应求，非运动产能利用已较饱和，其中休闲品类由于库存现状较好，较以往能见度提升；对于时尚和奢侈品类，秋冬是订单传统旺季，公司 R&D 能力为该客户创造价值，过往新接入客户逐步放量。**展望全年**，量增基础上 ASP 因结构原因承压，预计全年收入有望单位数增长，利润率具备扩张潜力。

**产能拓展计划凸显信心:** (1) 印尼 Solo 厂爬坡中，目标产能约 1,000 万双，仍有 700-800 万双产能可在未来数年逐步释放，24 年为过渡期，需时间提升员工对时尚类制造熟练度；(2) 孟加拉厂计划于 24 年底建成，产能 400+ 万双；(3) 印尼运动客户专用厂预计于 26 年建成，设计产能 1,000 万双。

**➤ 高端鞋履 ODM 能力是公司竞争壁垒，受益景气向好及具备自身 Alpha:**

**我们的观点:** (1) 行业客户库存改善下，鞋服 OEM 行业景气度提升，尤其是运动和休闲客户，23 年底以来运动品类的产能利用率提升（例如运动主要客户从 23 年初约 60%至 23Q4 期末提升约 80%）；

(2) 公司具备充足内生增长动力，客户结构持续改善，盈利能力的提升具备可持续性。公司竞争优势在于其 ODM 模式和研发实力，ASP 为业内最高。公司为运动/休闲/奢侈/时尚客户研发及制造适销的高价值鞋款，具备出色交付质量及高交付稳定性，工厂运营管理模式亦与大众运动鞋履制造商同行有所区别。除已有的 Balenciaga 等，近年公司陆续接入 Lacoste 等奢侈/时尚新客户，奢侈/高端时尚客户鞋类订单通常 ASP/利润率好于集团整体。

(3) 公司为高股息标的，估值合理。根据 Wind 一致预期，24E PE 约 9 倍。

**研究部**

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyqz.com.hk

## 报告正文

### ➤ 24Q1 制造业务收入同比+17.6%，增幅好于预期及行业整体：

根据公告，24Q1 公司制造业务收入同比+17.6%至 3.26 亿美元。拆分制造业务量价，出货量同比+21.9%至 11.7 百万双，ASP 同比-3.5%至 27.8 美金/双。量价分析：据业绩会，所有品类出货量均有增长，以运动品类引领；ASP 变动主要是结构原因，同产品单价稳定，而运动品类单价低于集团综合，Q1 运动及休闲订单需求恢复后占比提升，整体 ASP 同比略下滑。

### ➤ 展望积极，运动品类恢复叠加高价值奢侈/时尚客户组合提升：

**需求展望积极：**据业绩会，24 年前三季能见度清晰，非运动品类供不应求，非运动产能利用已较饱和，其中休闲品类由于库存现状较好，较以往能见度提升；对于时尚和奢侈品类，秋冬是订单传统旺季，公司 R&D 能力为该客户创造价值，过往新接入客户逐步放量。**展望全年**，量增基础上 ASP 因结构原因承压，预计全年收入有望单位数增长，利润率具备扩张潜力。

**产能拓展计划凸显信心：**(1) 印尼 Solo 厂爬坡中，目标产能约 1,000 万双，仍有 700-800 万双产能可在未来数年逐步释放，24 年为过渡期，需时间提升员工对时尚类制造熟练度；(2) 孟加拉厂计划于 24 年底建成，产能 400+ 万双；(3) 印尼运动客户专用厂预计于 26 年建成，设计产能 1,000 万双。

### ➤ 高端鞋履 ODM 能力是公司竞争壁垒，受益景气向好及具备自身 Alpha：

**我们的观点：**(1) 行业客户库存改善下，鞋服 OEM 行业景气度提升，尤其是运动和休闲客户，23 年底以来运动品类的产能利用率提升（例如运动主要客户从 23 年初约 60%至 23Q4 期末提升约 80%）；

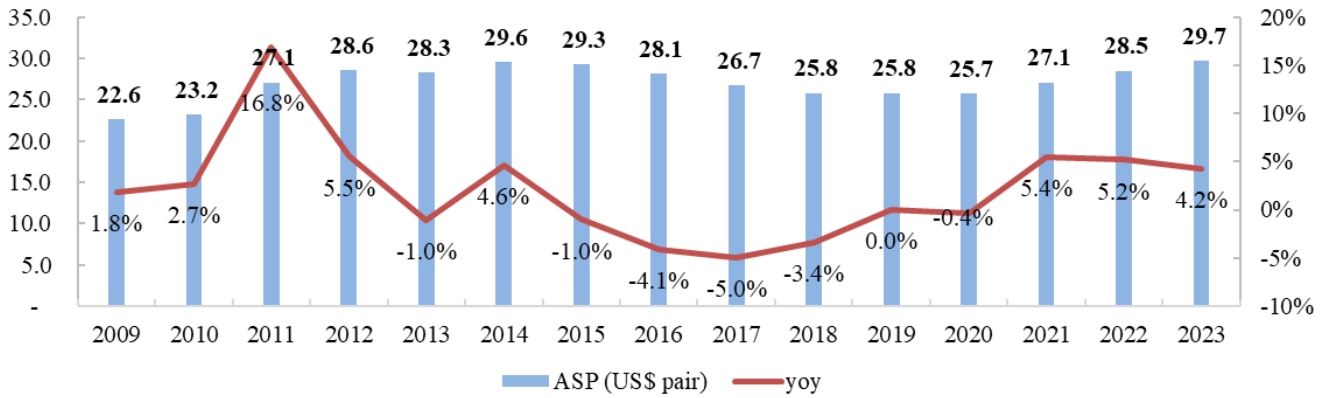
(2) 公司具备充足内生增长动力，客户结构持续改善，盈利能力的提升具备可持续性。公司竞争优势在于其 ODM 模式和研发实力，ASP 为业内最高。公司为运动/休闲/奢侈/时尚客户研发及制造适销的高价值鞋款，具备出色交付质量及高交付稳定性，工厂运营管理模式亦与大众运动鞋履制造商同行有所区别。除已有的 Balenciaga 等，近几年公司陆续接入 Lacoste 等奢侈/时尚新客户，奢侈/高端时尚客户鞋类订单通常 ASP/利润率好于集团整体。

(3) 公司为高股息标的，估值合理。根据 Wind 一致预期，24E PE 约 9 倍，23 年派息率为 70%。

风险提示：需求波动、贸易政策风险、大客户订单/原材料/汇率大幅波动等。

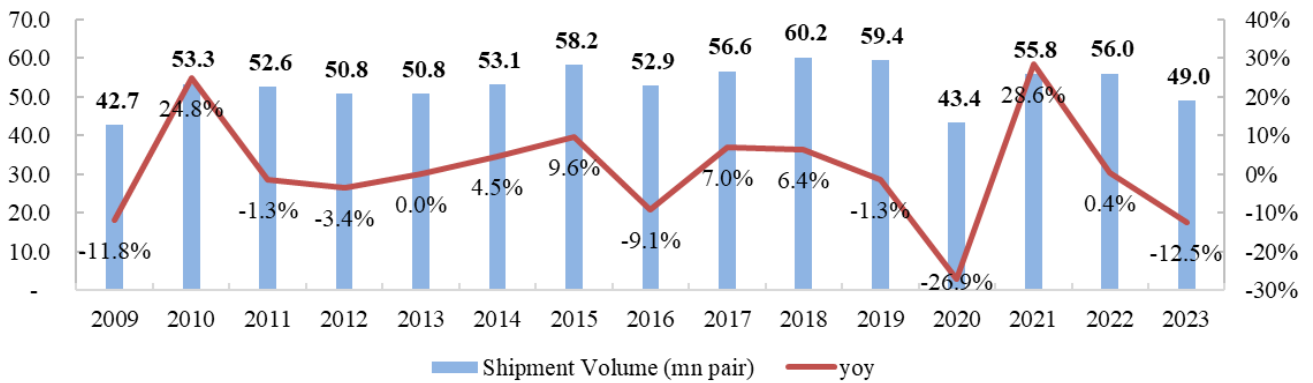
附录：公司鞋履出货量、出货 ASP、24Q1 鞋履制造销售额摘要

图 1：2023 年九兴控股 (Stella) 制造业务鞋履出货 ASP 达新高



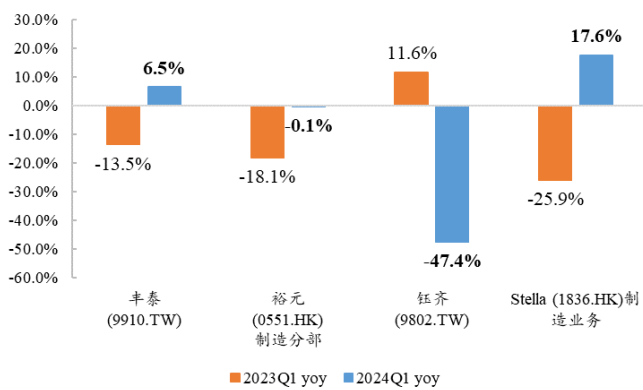
资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

图 2：2023 年九兴控股 (Stella) 鞋履出货量



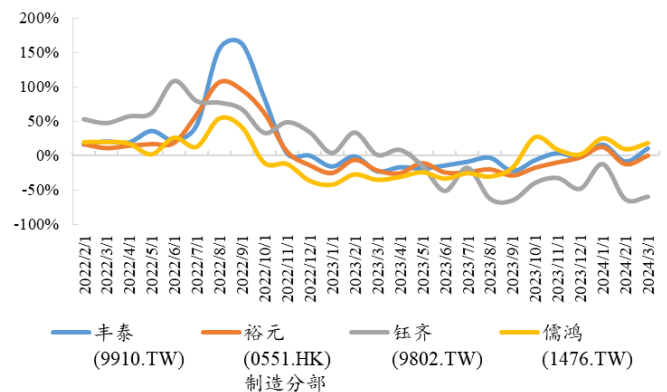
资料来源：公司公告，业绩会、国元证券经纪（香港）整理

图 3：24Q1 九兴控股及可比公司销售额同比变动



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

图 4：台湾鞋履制造企业月度销售额同比变动



资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）整理

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。