

九兴控股 (01836.HK)

运动休闲及时尚鞋履代工龙头，深耕研发&持续高分红

九兴控股作为全球领先的运动休闲&时尚鞋履代工制造商，过去三年凭借较强的生产能力、较高的人效及优质的产品&客户结构，订单稳中向好。同时通过自动化提效推动盈利能力提升。目前公司产品及客户结构优质，产能有序拓展，赛道景气度稳健，公司有望在保持订单增长稳定性的同时不断提升盈利能力。预计 24-26 年公司净利润为 1.6 亿美元、1.8 亿美元、2.0 亿美元，当前市值对应 24PE8X，25PE7X，首次覆盖给与强烈推荐评级。

□ 深耕行业 30 余年的运动&休闲鞋代工龙头。公司具备较强的研发及生产能力，生产产品风格包括运动、奢华、休闲时尚等，与 Nike、Balenciaga、Coach 等品牌均有密切合作，前五大客户占比达 60%+。2012 年以来公司持续拓展东南亚地区产能，在越南、印尼、菲律宾等地均拥有产能，截至 2023 年公司海外产能占比 74%（越南占比 51%）。

□ 行业景气度相对稳定，竞争格局持续优化。2023H2 以来海外需求逐步趋稳（近一年美国服饰零售增速保持在中低个位数增长+东南亚地区鞋履出口增速回升），下游品牌库存压力明显减轻，从 23Q4 以来进入补库阶段。品牌方持续精简供应链结构，Nike 及阿迪的优质供应份额持续提升，具备较强生产能力&产能多区域布局的公司将获得更多份额。

□ 九兴控股核心竞争力：研发水平高、客户&产品结构优质、产能布局合理、员工生产能力&人效行业领先、持续稳定高分红。

1) 研发水平高：公司每年投入研发费用率在 2%-3%，处于行业领先水平（平均为 1%-2%）。同时公司具备较强的模具生产能力，根据品牌方的设计概念快速实现样品生产，并与品牌开展新品共创，具备更强的新品订单获取能力。

2) 客户及产品结构优质：公司合作客户为运动、时尚、奢侈品龙头，订单稳健&出货单价更高。公司前五大客户占比保持在 60%+，近五年公司最大客户 Nike 占比达 35%左右。2010 年以来公司 ASP 保持在 25 美元+，近五年公司 ASP 从 26 美元提升至近 30 美元，远高于同行业竞争对手。

3) 产能布局合理：2012 年开始将产能逐步转移至印尼、孟加拉、越南等东南亚地区。公司在海外产能从 2019 年的 55%提升至 2023 年 74%，其中越南产能占比从 2021 年 43%提升至 2023 年 51%。全球订单承接能力强。

4) 员工生产能力强&人效水平高：公司员工培养周期长，但能够制造的品类更加丰富（运动、时尚、奢侈品）。通过员工熟练度提升+自动化水平提升+产品结构优化，公司员工人均创收从 2013 年的 2.0 万美元提升至 2023 年 3.7 万美元，人均创利从 2013 年 0.16 万美元提升至 2023 年 0.35 万美元。

5) 持续稳定高分红：公司上市以来分红比例保持在 70%+，与丰泰接近，相较裕元（50%-70%）具有更好的稳定投资收益。

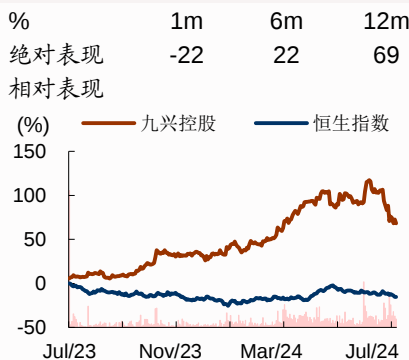
强烈推荐（首次）

消费品/轻工纺织
目标估值：NA
当前股价：12.34 港元

基础数据

总股本（百万股）	814
香港股（百万股）	814
总市值（十亿港元）	10.0
香港股市值（十亿港元）	10.0
每股净资产（港元）	10.2
ROE（TTM）	13.4
资产负债率	21.5%
主要股东	Cordwalner Bonaventure Inc.
主要股东持股比例	21.82%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
王梓旭 S1090524070009
wangzixu@cmschina.com.cn

- **盈利预测及投资建议。**公司产能有序拓展，在宏观经济波动情况下，公司产品及客户矩阵优势逐步凸显。预计 2024-2025 年公司营收为 15.9 亿美元、16.8 亿美元、17.9 亿美元，同比增速为 6%、6%、6%。考虑到公司订单持续改善及效率持续提升。净利润为 1.6 亿美元、1.8 亿美元、2.0 亿美元，同比增速为 13.5%、12%、11%。当前市值对应 24PE8X，25PE7X，首次覆盖给与强烈推荐评级。
- **风险提示：**汇率波动影响利润风险、越南及印尼新工厂拓产进度不及预期风险、海外需求不佳导致公司接单承压风险。

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	1639	1499	1590	1684	1786
同比增长	6%	-8%	6%	6%	6%
营业利润(百万元)	142	154	179	197	216
同比增长	40%	8%	17%	10%	10%
净利润(百万元)	118	141	160	180	200
同比增长	32%	20%	13.5%	12.2%	11.1%
每股收益(元)	0.15	0.18	0.20	0.22	0.25
PE	10.8	9.1	8.2	7.3	6.5
PB	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9

资料来源：公司数据、招商证券（上述数据均为美元口径）

正文目录

一、 九兴控股：全球领先的运动休闲&时尚鞋制造商	6
1、 概况：深耕行业 30 余年的运动&休闲鞋代工龙头	6
2、 股权结构相对稳定，管理团队专业性强	6
3、 历史复盘：产品结构及产能布局持续优化，全球化扩张有望重启	7
(1) 客户开发期（2004-2008 年）：持续拓展优质客户，强化盈利能力提升 ...	8
(2) 产能拓展期（2009-2015 年）：持续拓展海外产能	10
(3) 市场波动期（2016-2020 年）：宏观波动+调整产品结构	11
(4) 重启全球化扩张期（2021 至今）：效率提升+产能&产品品类拓展	12
二、 行业：海外需求稳健，竞争格局优化	13
1、 海外需求：东南亚鞋类出口增速回升	13
2、 供给侧出清：国际品牌持续优化供应链结构	14
3、 财务数据对比：九兴盈利能力仍有提升空间	15
三、 核心竞争力：研发水平高&产能布局完善&人效水平高&高分红	15
1、 研发水平高，客户及产品结构优质	15
2、 产能布局合理，东南亚扩产有序进行中	17
3、 员工成熟度高，人效水平行业领先	18
4、 分红比例处于行业领先水平	19
四、 盈利预测及投资建议	19
五、 风险提示	20

图表目录

图 1：九兴控股发展历程	6
图 2：公司股权结构	6
图 3：九兴市值、估值、收入、利润复盘	8
图 4：2004-2008 年公司营收（亿美元）及增速	9
图 5：2004-2008 年公司净利润（亿美元）及增速	9
图 6：2004-2008 年公司分业务营收占比	9
图 7：2004-2008 年公司分地区营收占比	9
图 8：2004-2008 年公司毛利率、净利率及 ROE	9

图 9: 2004-2008 年公司存货/应收账款周转天数.....	9
图 10: 2004-2008 年公司经营性现金流净额/净利润	9
图 11: 2009-2015 年公司营收 (亿美元) 及增速.....	10
图 12: 2009-2015 年公司净利润 (亿美元) 及增速.....	10
图 13: 2009-2015 年公司分业务营收占比.....	10
图 14: 2009-2015 年公司分地区营收占比.....	10
图 15: 2009-2015 年公司毛利率、净利率及 ROE	11
图 16: 2009-2015 年公司存货及应收账款周转天数.....	11
图 17: 2009-2015 年公司经营性现金流净额/净利润	11
图 18: 2009-2015 年公司出货量 (万双)	11
图 19: 2016-2020 年公司营收 (亿美元) 及增速.....	12
图 20: 2016-2020 年公司净利润 (亿美元) 及增速.....	12
图 21: 2016-2020 年分业务营收占比	12
图 22: 2016-2020 年公司出货价持续降低.....	12
图 23: 2016-2020 年公司毛利率、净利率及 ROE	12
图 24: 2016-2019 年经营性现金流净额/净利润	12
图 25: 2021-2023 年公司营收 (亿美元) 及增速.....	13
图 26: 2021-2023 年公司净利润 (亿美元) 及增速.....	13
图 27: 2021-2023 年分业务营收占比	13
图 28: 2021-2023 年公司毛利率、净利率及 ROE	13
图 29: 2021-2023 年公司存货/应收账款周转天数.....	13
图 30: 2021-2023 年经营性现金流净额/净利润	13
图 31: 东南亚鞋类出口增速 (%)	14
图 32: Nike 前十大鞋履供应商人数 (万人) 及占比	14
图 33: Adidas 前十大鞋履供应商人数 (万人) 及占比	14
图 34: Nike 前十大鞋履供应商人数占比变化	14
图 35: Adidas 前十大鞋履供应商人数占比变化	14
图 36: 行业内鞋履制造商毛利率对比	15
图 37: 行业内鞋履制造商 ROE 对比	15
图 38: 行业内鞋履制造商净利率对比	15
图 39: 行业内鞋履制造商权益乘数对比	15
图 40: 九兴研发费用率较高 (%)	16

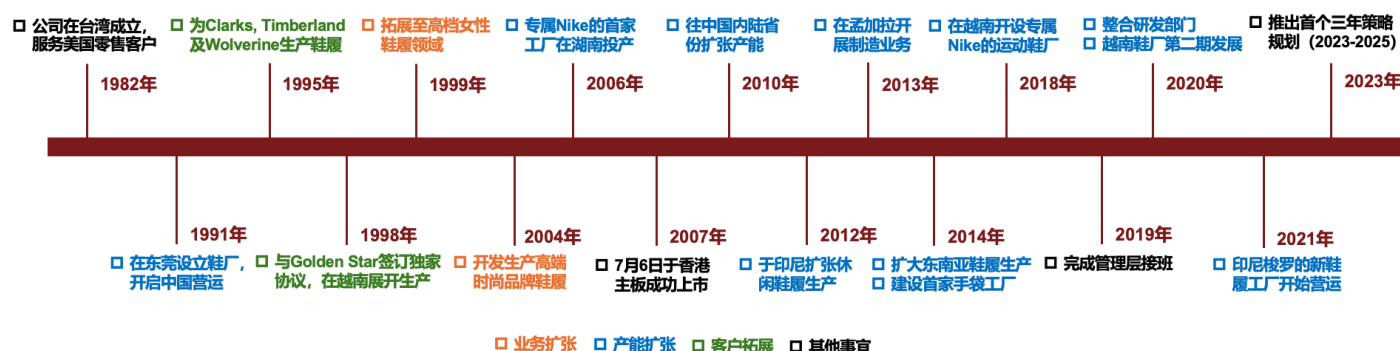
图 41: 公司的模具开发及产品设计生产能力强	16
图 42: 九兴合作客户优质	16
图 43: 九兴最大客户及前五大客户占比	16
图 44: 九兴产品结构变化	17
图 45: 近五年九兴 ASP 稳中有升	17
图 46: 九兴高端手袋合作品牌	17
图 47: 九兴国内外产能布局	17
图 48: 九兴不同地区产能占比	17
图 49: 同行竞争对手产能布局情况	18
图 50: 九兴员工平均薪酬情况 (万美元)	18
图 51: 九兴推进自动化, 员工人数持续减少	18
图 52: 九兴人均创收 (万美元)	19
图 53: 九兴人均创利 (万美元)	19
图 54: 公司分红比例行业领先	19
表 1: 公司管理层稳定且具备丰富的行业经验	6
表 2: 九兴控股收入预测	19
表 3: 九兴控股净利润预测	20
附: 财务预测表	21

一、九兴控股：全球领先的运动休闲&时尚鞋制造商

1、概况：深耕行业 30 余年的运动&休闲鞋代工龙头

公司主要从事鞋履及皮具产品开发和制造，生产鞋履风格主要包括运动、奢华、休闲时尚，与 Nike、Saucony 等运动品牌；Balenciaga、Moncler、Prada 等奢侈品牌，Alexander Wang、Coach、Off-White 等时尚品牌客户均有密切合作。2012 年以来公司持续拓展产能并优化布局，持续拓展东南亚地区产能，持续降本增效并强化全球接单能力。目前在越南、印尼、菲律宾及孟加拉均拥有产能。

图 1：九兴控股发展历程

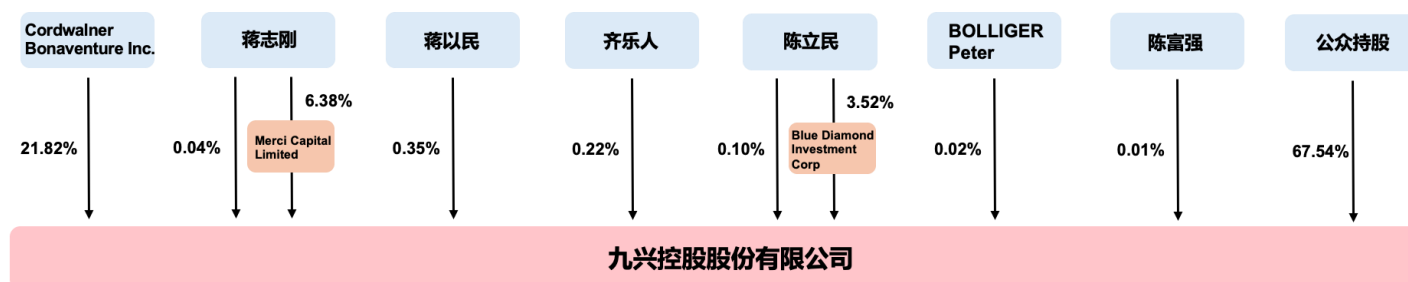


资料来源：wind、九兴控股年报、九兴控股官网、招商证券

2、股权结构相对稳定，管理团队专业性强

股权结构相对稳定。截至 2023 年底，实控主体 Cordwalner Bonaventure 持股 21.82%。其余股份由其他公司管理团队及公众持股。

图 2：公司股权结构



资料来源：九兴控股年报、九兴控股官网

公司管理团队专业性强。董事会主席陈立民在鞋履行业拥有近 40 年的技术开发及管理经验，首席执行官齐乐人在鞋履营运方面拥有近 30 年的经验，负责时尚鞋履和品牌业务的营运和发展，同时监督产品设计和商业化。保障集团稳健发展。

表 1：公司管理层稳定且具备丰富的行业经验

姓名	职位	加入时间	负责工作及履历
陈立民	董事会主席	1985	负责集团的企业管理，于鞋履行业的技术发展及管理方面具

姓名	职位	加入时间	负责工作及履历
	执行董事 执行委员会成员		有逾 39 年经验。
齐乐人	首席执行官	1995	在鞋履营运方面拥有近 30 年的经验，负责监督本集团的时尚鞋履业务及品牌业务的日常营运及业务发展，监督产品设计及商业化。带领发展本集团新的时尚运动鞋履业务。
谭兆明	首席财务官	2020	在企业财务顾问、投资银行及投资管理方面拥有逾 20 年的经验。
Dermot Smowton	首席运营官	2015	负责本集团之整体营运管理。曾为 C & J Clark International 的全球采购总监及拥有逾三十四年经验。
GILLMAN Charles Christopher	运动鞋履部总经理	2018	负责本集团的运动鞋履业务。加入集团前为 Caleres, Inc. (前称 Brown Shoe Company) 总裁 (全球采购)，于产品开发、销售及营销以及物流等各方面具有广泛的商业经营经验。
陈冬瑞	集团总经理	1985	在鞋履行业拥有逾 38 年经验。
杨振宁	集团总经理	1986	在鞋履行业拥有逾 38 年经验。
赵翊棠	副总经理	2011	在鞋履行业拥有逾 10 年经验，现负责本集团运动部的业务发展及产品创造。
陈育秋	副总经理	1998	在鞋履行业有逾 25 年经验。现负责本集团运动部的全球生产工厂运营。
黄麟壹	副总经理	1998	在鞋履行业有逾 25 年经验。现负责本集团的运营工作。
成春泉	副总经理	2000	在鞋履行业拥有逾 20 年经验。现负责集团在越南时尚精品、女鞋及休闲鞋品牌的所有工厂生产管理。
张颖觉	供应链中心副总经理	2000	在鞋履行业拥有逾 20 年的经验。在集团中历练过的职务包括开发，业务，厂主管及采购。

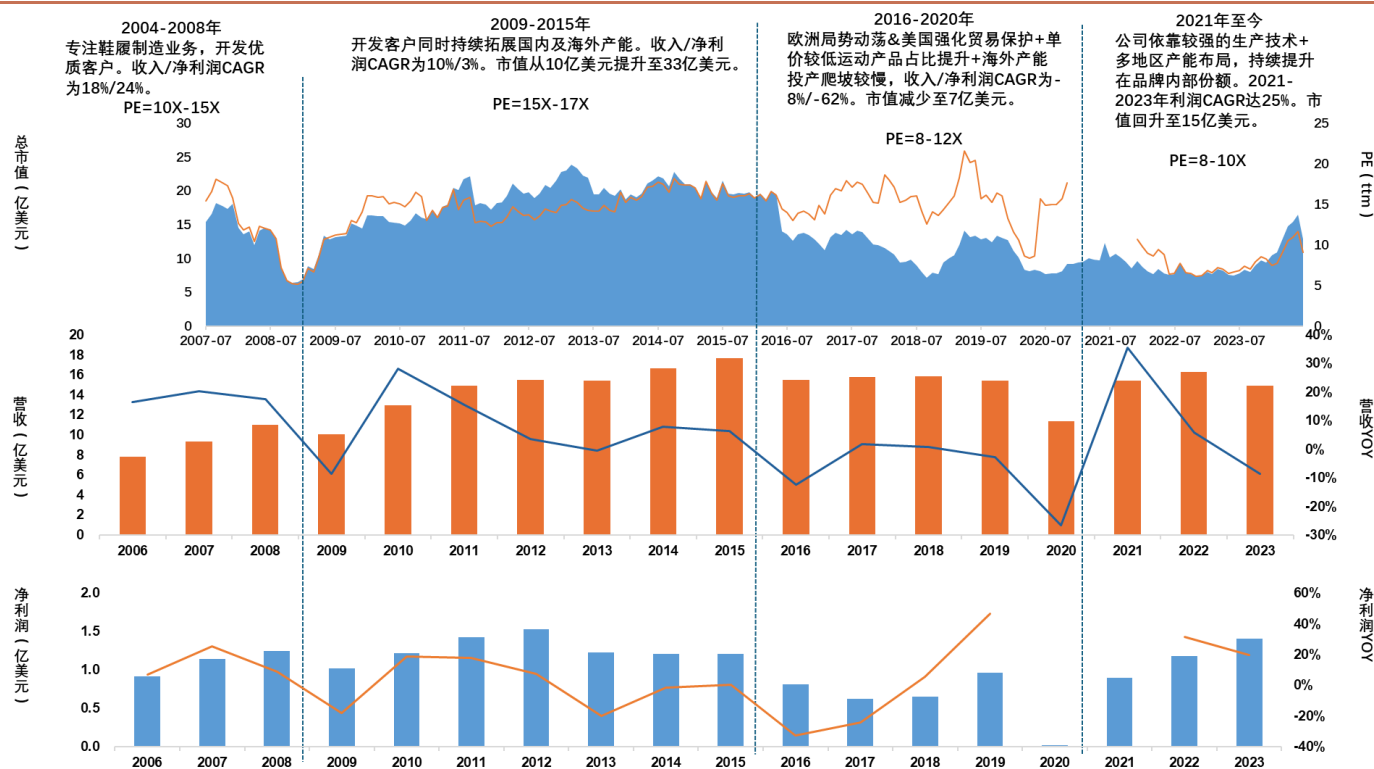
资料来源：wind、九兴控股年报、九兴控股官网、招商证券

3、历史复盘：产品结构及产能布局持续优化，全球化扩张有望重启

- **2004-2008 年（客户开发期）：**2004 年公司大力发展高档品牌鞋履制造业务，积极与 Celine、Loewe 等全球知名品牌合作，并持续拓展 Clarks、Deckers、ECCO、Rockport、Timberland 及 Wolverine（全球十大休闲鞋履公司中的六家）合作。2004-2008 年公司收入 CAGR 为 18%，净利润 CAGR 为 24%。PE 在 10-15X。
- **2009-2015 年（产能拓展期）：**2010 年开始，公司将产能从中国沿海城市拓展至中国内陆及东南亚地区，产能布局持续优化，出货量从 2009 年的 4270 万双增加至 2015 年的 5820 万双，累计增长 36%。此阶段业绩稳健增长 2009-2015 年公司收入 CAGR 为 10%，净利润 CAGR 为 3%。市值从 10 亿美元提升至 22 亿美元，PE 在 15X-17X。
- **2016-2020 年（外部环境及产品结构变动期）：**2016 年以来欧洲局势动荡&美国强化贸易保护+运动时尚风兴起，公司持续提升休闲运动产品占比（从 2015 年 17%提升 2020 年 30%+），导致公司出货价下降（从 2015 年的 29 美元/双下降至 2020 年 26 美元/双），同时在此阶段公司持续拓展东南亚产能，在产品结构变动期爬坡速度较慢，导致业绩及盈利能力明显下滑。2016-2020 年收入 CAGR 为 -8%，净利润 CAGR 为 -62%。市值降低至 7 亿美元，PE 在 8-12X。
- **2021 年至今（重启全球化扩张期）：**公司依靠较强的生产技术+多地区产能布局，持续提升在品牌内部份额，加上运动、时尚及奢侈品牌持续恢复，

公司业绩及盈利能力企稳回升。2021-2023 公司收入 CAGR 为-2%，净利润 CAGR 为 25%。随着印尼和孟加拉新工厂逐步投产，未来在全球鞋履制造市场份额将逐步提升。市值回升至 15 亿美元，PE 依旧在 10X 左右。

图 3：九兴市值、估值、收入、利润复盘



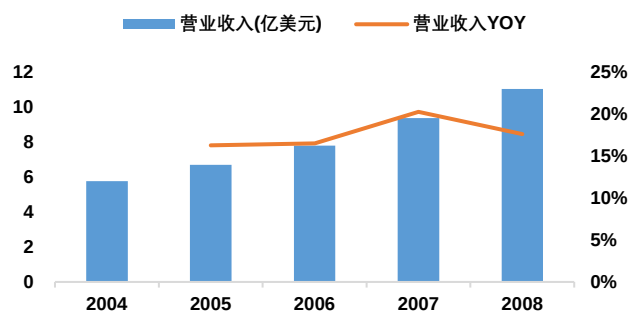
资料来源：wind、招商证券

（1）客户开发期（2004-2008 年）：持续拓展优质客户，强化盈利能力提升

公司积极开发优质客户，与 Celine、Loewe、Clarks、Deckers 等知名品牌合作。2008 年公司前五大客户占比达 62%，最大客户占比达 20%（2007 年前五大客户占比仅为 20%）。2004-2008 年公司收入 CAGR 为 18%，净利润 CAGR 为 24%。

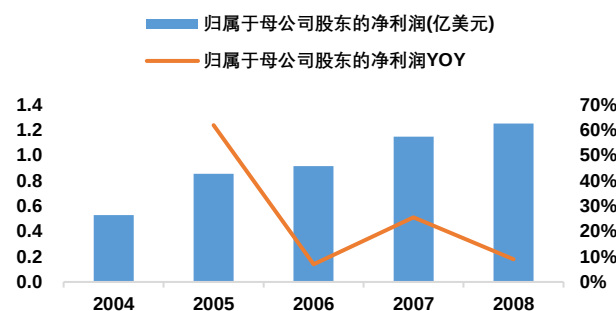
- **分业务及地区看：**1) 分业务：2004-2008 年女鞋营收从 3.0 亿美元增加至 7.3 亿美元，CAGR 达 25%，营收占比从 52%提升至 66%。男鞋营收 CAGR 仅为 6%。2) 分地区：2004-2008 年持续拓展中国及欧洲市场，中国地区营收从 0.11 亿美元增加至 0.57 亿美元，CAGR 达 52%，欧洲地区 CAGR 达 22%，亚洲（除中国）地区 CAGR 达 36%，北美洲地区 CAGR 为 14%。
- **盈利能力：**大客户占比提升&客户结构优化推动盈利能力提升，2004-2008 年毛利率从 19.7%提升至 23.8%，净利率从 9.2%提升至 11.3%。ROE 保持在 16%-17%。
- **营运能力：**2004-2008 年存货周转天数从 53 天减少至 43 天，应收账款周转天数保持在 50 天左右，经营性现金流净额/净利润从 0.4 提升至 0.7。

图 4: 2004-2008 年公司营收(亿美元)及增速



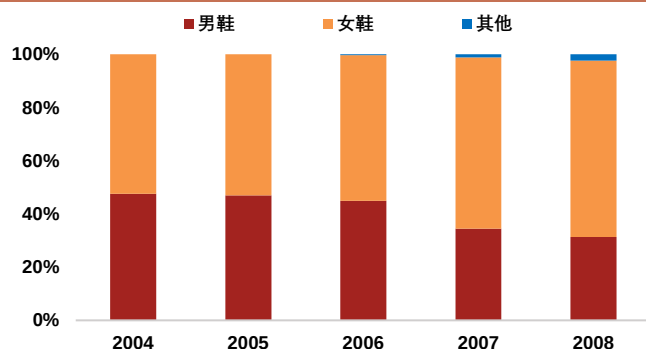
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 5: 2004-2008 年公司净利润(亿美元)及增速



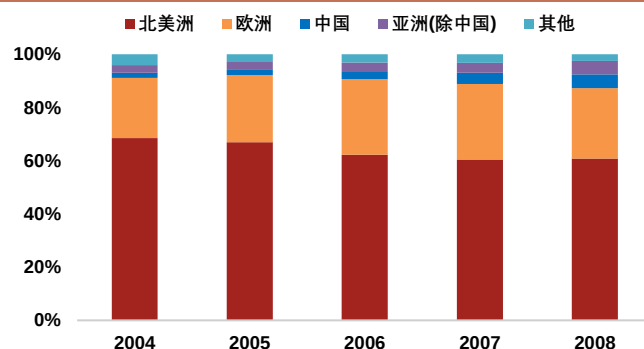
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 6: 2004-2008 年公司分业务营收占比



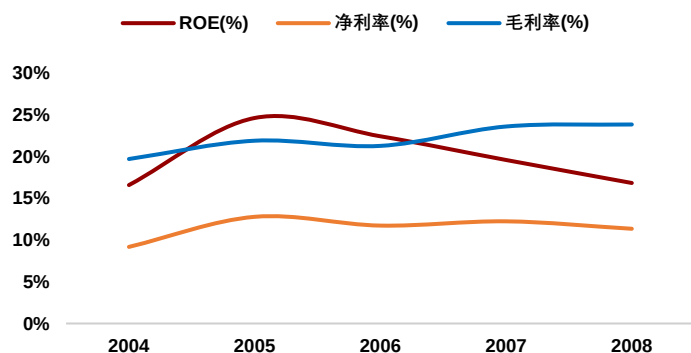
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 7: 2004-2008 年公司分地区营收占比



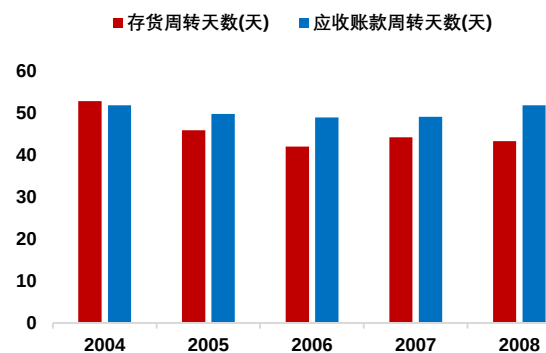
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 8: 2004-2008 年公司毛利率、净利率及 ROE



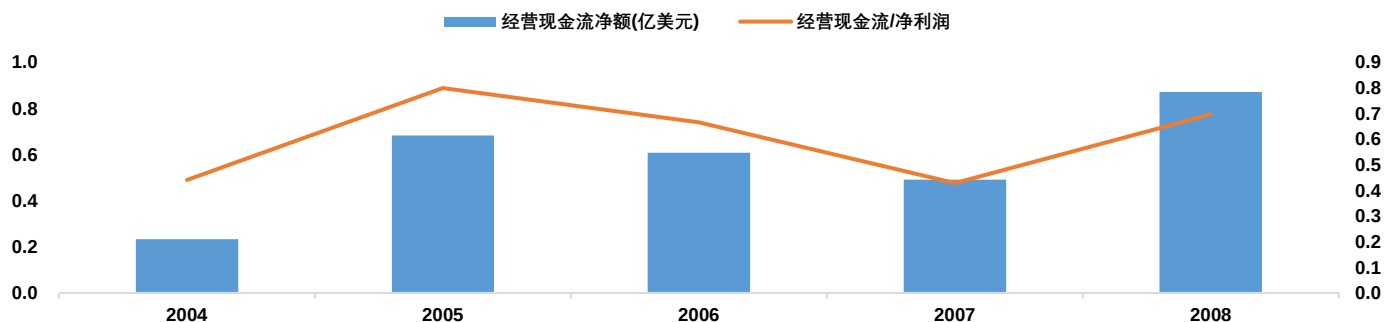
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 9: 2004-2008 年公司存货/应收账款周转天数



资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 10: 2004-2008 年公司经营性现金流净额/净利润



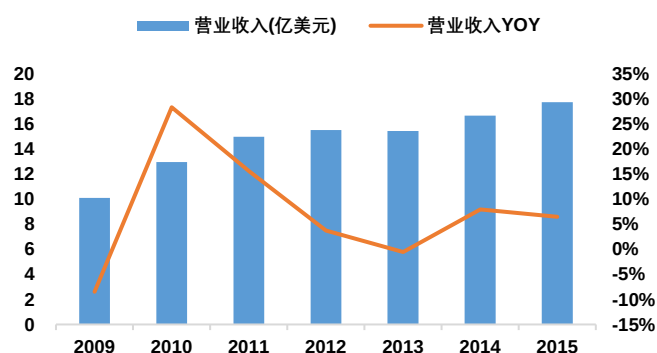
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

(2) 产能拓展期 (2009-2015 年): 持续拓展海外产能

公司持续迁移产能 (从中国沿海转移至中国内地) 拓展海外产能 (拓展印尼、孟加拉、越南等东南亚地区), 出货量从 2009 年的 4270 万双增加至 2015 年的 5820 万双, 累计增长 36%。此阶段业绩稳健增长, 2009-2015 年公司收入 CAGR 为 10%, 净利润 CAGR 为 3%。

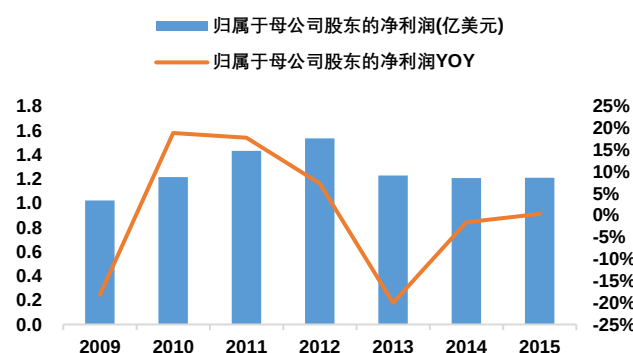
- **分业务及地区看:** 1) 分业务: 2009-2015 年女鞋营收 CAGR 达 10%, 男鞋营收 CAGR 为 11%。2) 分地区: 2004-2008 年持续拓展中国本土市场, 中国地区营收 CAGR 达 21%, 营收占比从 7% 提升至 13%, 欧洲地区 CAGR 为 7%, 北美洲营收 CAGR 为 8%, 亚洲 (除中国) 地区 CAGR 为 3%。
- **盈利能力:** 新建产能陆续投产, 产能爬坡需要时间, 部分厂区产能利用率及产品利润率较低不足导致净利率下滑, 2009-2015 年毛利率保持在 21%-24%, 净利率从 10.1% 下降至 6.8%。ROE 从 17% 下降至 13%。
- **营运能力:** 2009-2015 年存货周转天数从 50 天增加至 55 天, 应收账款周转天数保持在 50 天左右, 经营性现金流净额/净利润从 0.7 提升至 1.4 (由于迁移产能, 2010、2011 和 2014 年资本开支较大导致现金流减少)。
- **产能:** 2010 年开始公司将制造业务开始迁移至中国内陆地区, 在广西扩大产能; 2012 年-2015 年公司陆续在印尼、缅甸、孟加拉、越南拓展产能, 在拓展产能规模的同时优化产能布局。

图 11: 2009-2015 年公司营收 (亿美元) 及增速



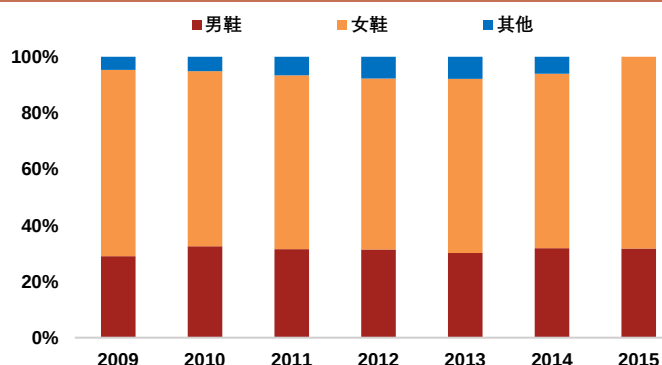
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 12: 2009-2015 年公司净利润 (亿美元) 及增速



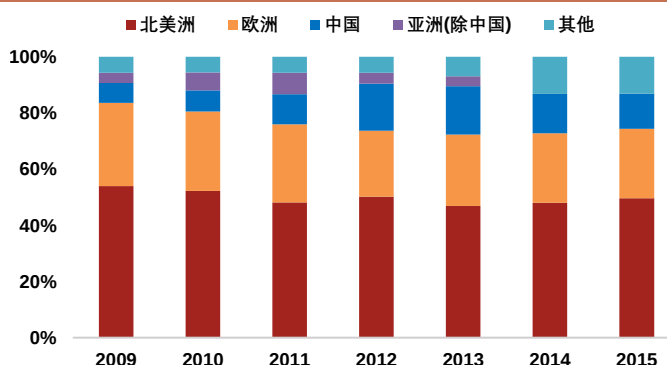
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 13: 2009-2015 年公司分业务营收占比



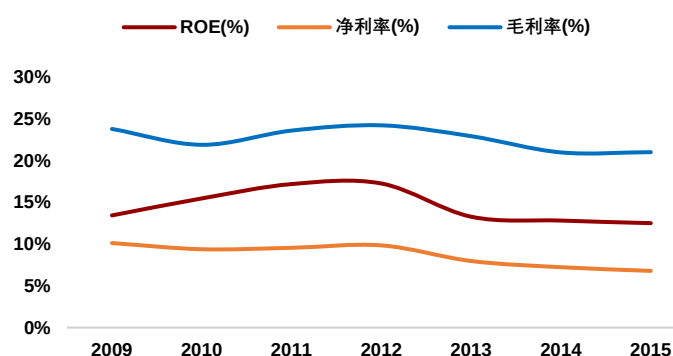
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 14: 2009-2015 年公司分地区营收占比



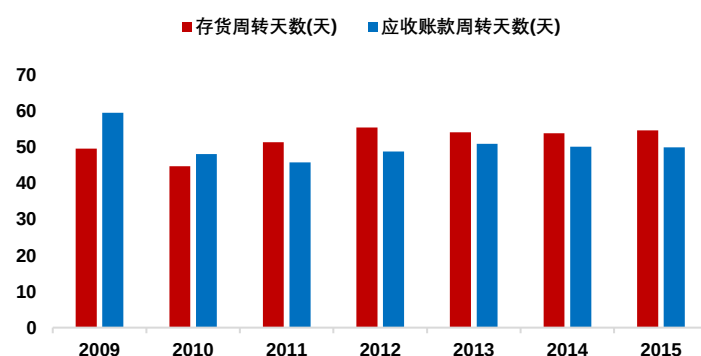
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 15: 2009-2015 年公司毛利率、净利率及 ROE



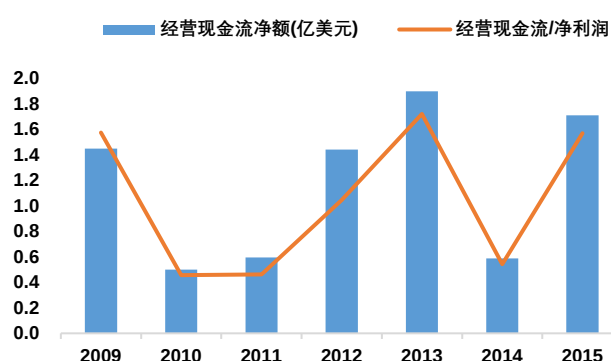
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 16: 2009-2015 年公司存货及应收账款周转天数



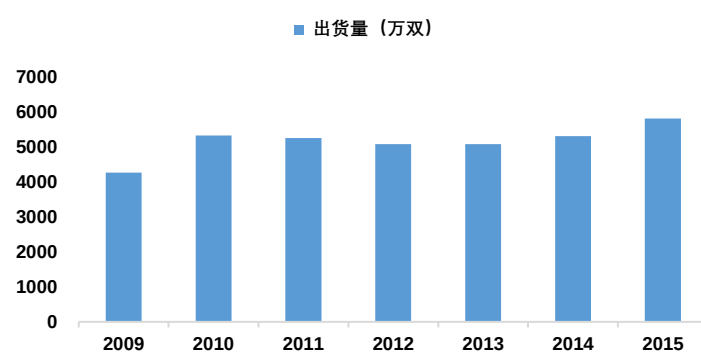
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 17: 2009-2015 年公司经营性现金流净额/净利润



资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 18: 2009-2015 年公司出货量 (万双)



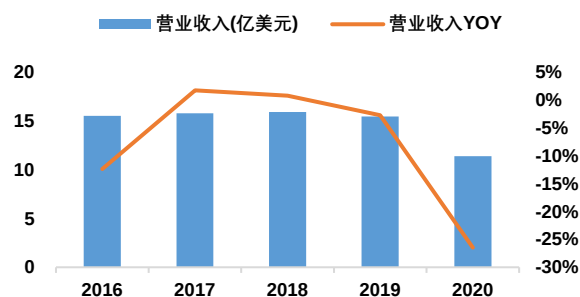
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

(3) 市场波动期 (2016-2020 年): 宏观波动+调整产品结构

2016 年英国公投脱欧导致欧洲动荡，2018 年美国加增关税及 2020 年新冠疫情均影响公司订单。同时在此阶段全球范围内兴起运动时尚潮流，公司积极调整产品结构，提升运动产品占比，但由于休闲运动产品出货价低（出货均价从 2016 年 28.1 美元减少至 25.7 美元），进一步导致公司收入承压，同时在此阶段为了更好地承接全球订单+降低成本，公司持续拓展东南亚产能，拖累业绩表现。2016-2020 年收入 CAGR 为-8%，净利润 CAGR 为-62%。

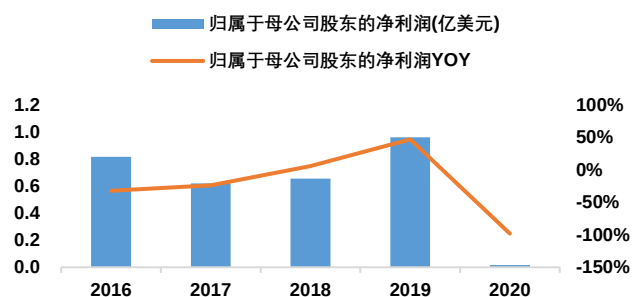
- **分业务看:** 2016-2019 年期间运动休闲产品销售占比从 17% 提升至 35.1%，2020 年在新业务划分口径下，运动产品销售占比达 42%。
- **盈利能力:** 产能利用率不足+产品结构变化，2016-2020 年毛利率从上阶段的 20%+ 下降至 17%，净利率从中个位数降至低个位数。ROE 从双位数降至个位数。
- **营运能力:** 2016-2020 年存货周转天数从 60 天增加至 69 天，应收账款周转天数从 55 天增加至 91 天，经营性现金流净额/净利润保持在 1 以上。

图 19: 2016-2020 年公司营收 (亿美元) 及增速



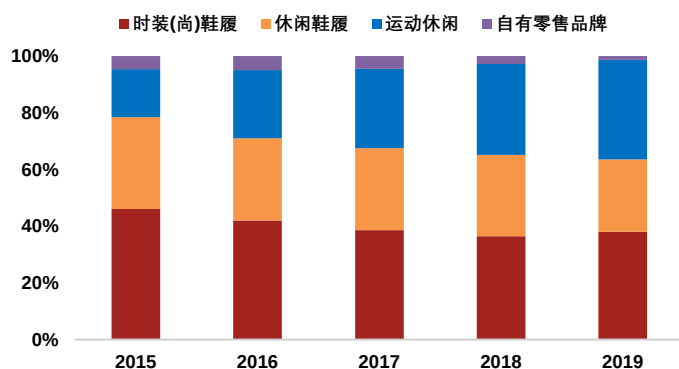
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 20: 2016-2020 年公司净利润 (亿美元) 及增速



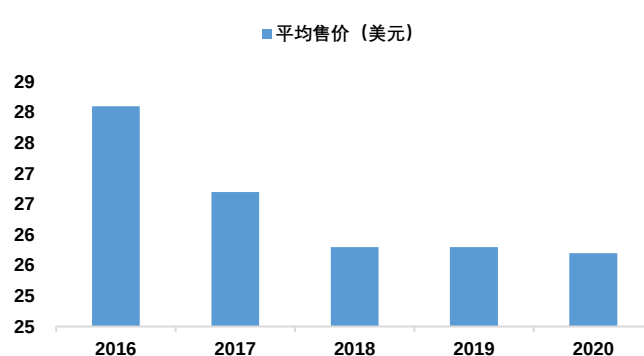
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 21: 2016-2020 年分业务营收占比



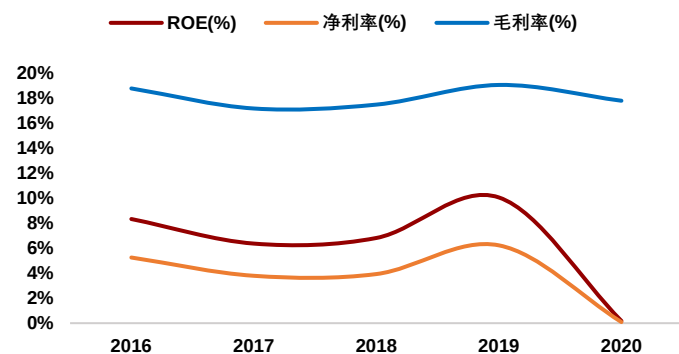
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 22: 2016-2020 年公司出货价持续降低



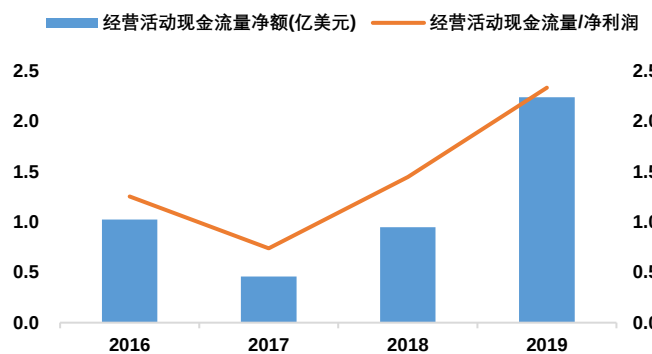
资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 23: 2016-2020 年公司毛利率、净利率及 ROE



资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

图 24: 2016-2019 年经营性现金流净额/净利润



资料来源: wind、九兴控股年报、招商证券

(4) 重启全球化扩张期 (2021 至今): 效率提升+产能&产品品类拓展

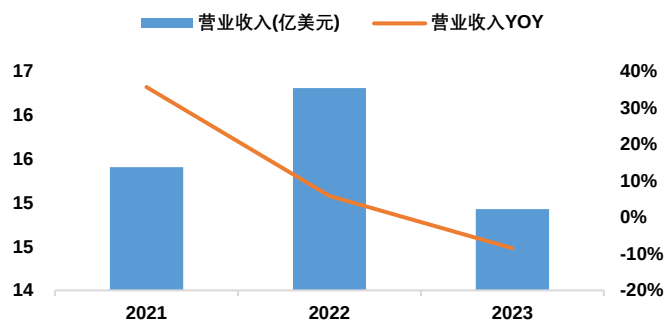
下游需求逐步好转, 公司持续推进降本增效 (人均创收从 2020 年 3.1 万美元增加至 2023 年的 3.7 万美元), 同时通过较强的生产和设计能力获得更多市场份额。产品结构方面提升高端时尚类占比, 优化现有产品结构, 同时持续拓展印尼并开展箱包制造业务, 为未来 3-5 年奠定增长基础。2021-2023 公司收入 CAGR 为 -2%, 净利润 CAGR 为 25%。

- **分业务看:** 2021 年-2023 年期间运动产品销售占比保持在 40%-42%, 时尚类产品销售占比从 16% 提升至 26%, 高端奢华产品占比保持在 8%-10%。
- **盈利能力:** 产能利用回升+产品结构优化, 盈利能力持续回升, 2021-2023

年毛利率回升至 20%-24%，净利率回升至 7%-9%。ROE 从个位数回升至双位数。

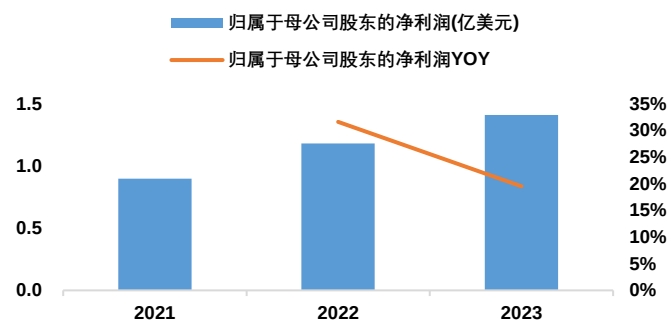
- **营运能力：**2021-2023 年存货周转天数保持在 60 天左右，应收账款周转天数保持在 65 天左右，经营性现金流净额/净利润保持在 1.5 以上。

图 25：2021-2023 年公司营收（亿美元）及增速



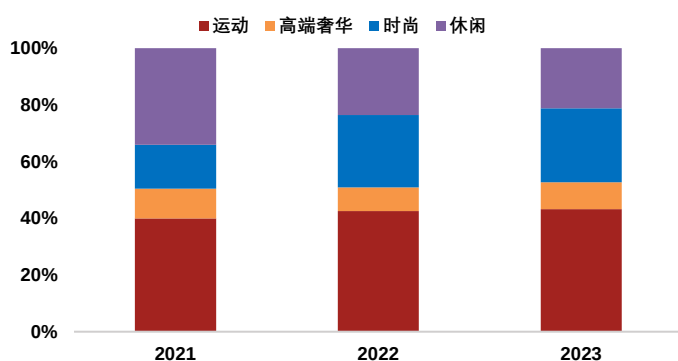
资料来源：wind、九兴控股年报、招商证券

图 26：2021-2023 年公司净利润（亿美元）及增速



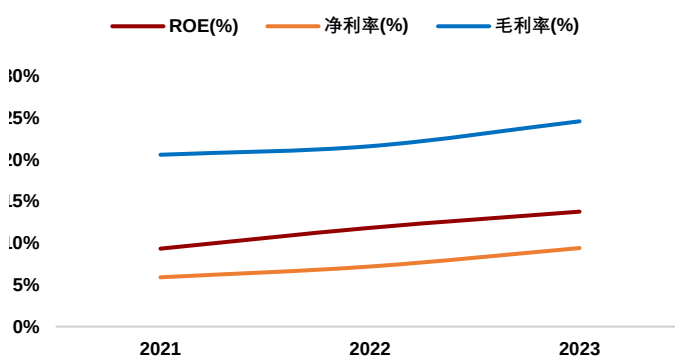
资料来源：wind、九兴控股年报、招商证券

图 27：2021-2023 年分业务营收占比



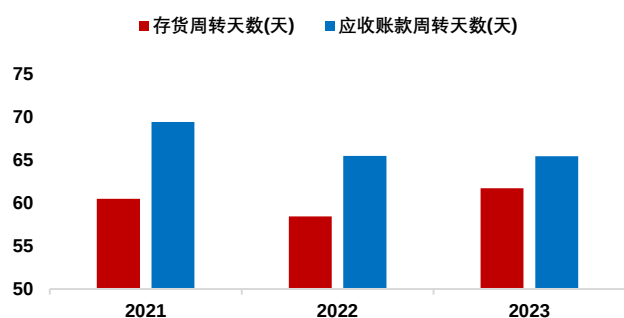
资料来源：wind、九兴控股年报、招商证券

图 28：2021-2023 年公司毛利率、净利率及 ROE



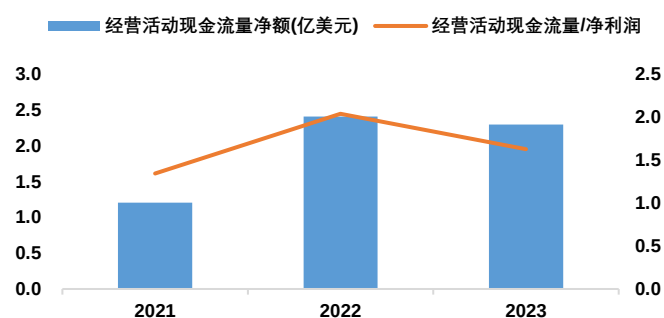
资料来源：wind、九兴控股年报、招商证券

图 29：2021-2023 年公司存货/应收账款周转天数



资料来源：wind、九兴控股年报、招商证券

图 30：2021-2023 年经营性现金流净额/净利润



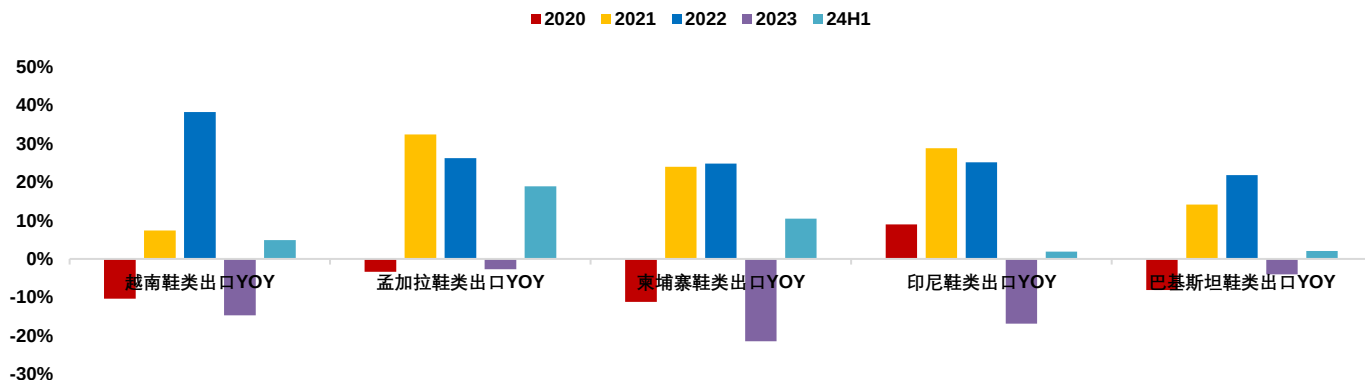
资料来源：wind、九兴控股年报、招商证券

二、行业：海外需求稳健，竞争格局优化

1、海外需求：东南亚鞋类出口增速回升

东南亚鞋类出口逐步企稳。除 20 年疫情及 23 年去下游品牌库存外，鞋类产品需求均稳步增长，23Q4 以来下游逐步进入补库阶段，东南亚鞋类出口逐步加速。

图 31: 东南亚鞋类出口增速 (%)

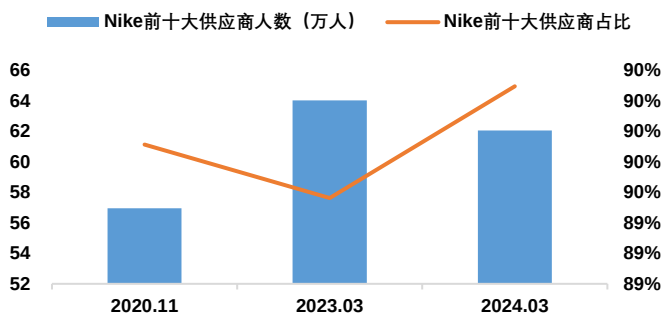


资料来源: wind、越南统计局、柬埔寨统计局、印尼统计局 (注: 24H1 孟加拉、印尼、巴基斯坦为累计至 5 月数据)、招商证券

2、供给侧出清: 国际品牌持续优化供应链结构

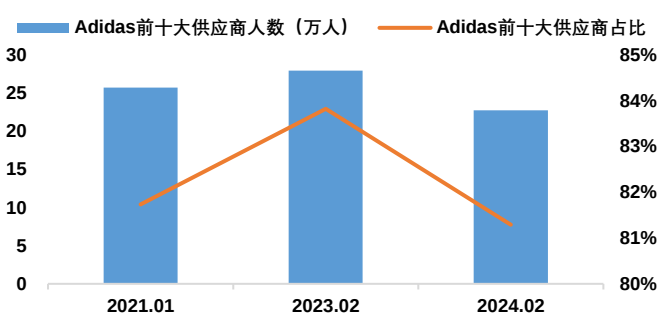
核心供应商集中度提升: 2020.11 月末-2024.3 月末, Nike 鞋履前十大供应商员工数从 57 万人增加至 62 万人, 累计+9%, 员工数占比保持在 90%。2021.1 月末-2024.2 月末, Adidas 鞋履前十大供应商员工数占比保持在 80%左右。

图 32: Nike 前十大鞋履供应商人数 (万人) 及占比



资料来源: Nike 官网、招商证券

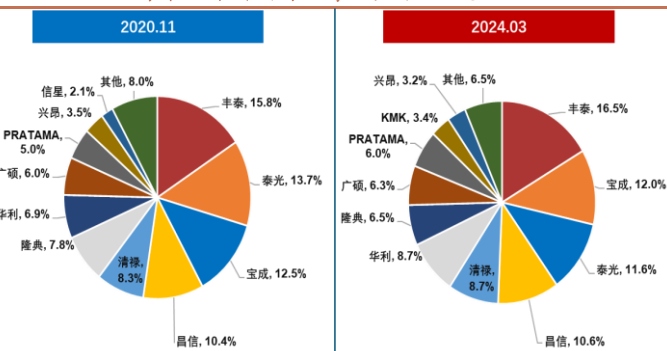
图 33: Adidas 前十大鞋履供应商人数 (万人) 及占比



资料来源: Adidas 官网、招商证券

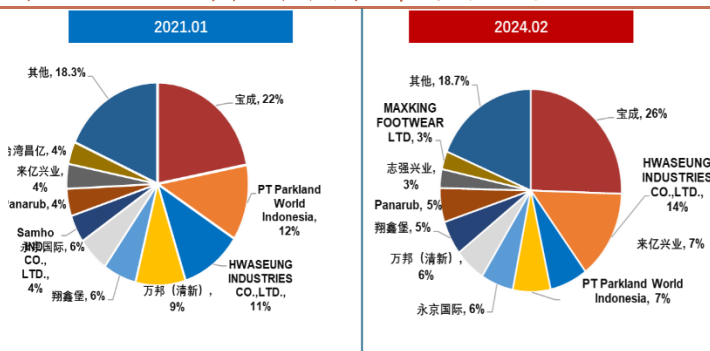
优质供应商份额占比持续提升。具备较强生产能力和精细化管理能力的公司发份额提升。2020.11 月末-2024.3 月末, Nike 前十大鞋履供应商中, 丰泰份额提升 0.7pct、昌信提升 0.2pct、华利提升 1.8pct、广硕提升 0.3pct。2021.1 月末-2024.2 月末, Adidas 前十大鞋履供应商中, 宝成提升 4pct, 来亿提升 3pct。

图 34: Nike 前十大鞋履供应商人数占比变化



资料来源: Nike 官网、招商证券

图 35: Adidas 前十大鞋履供应商人数占比变化

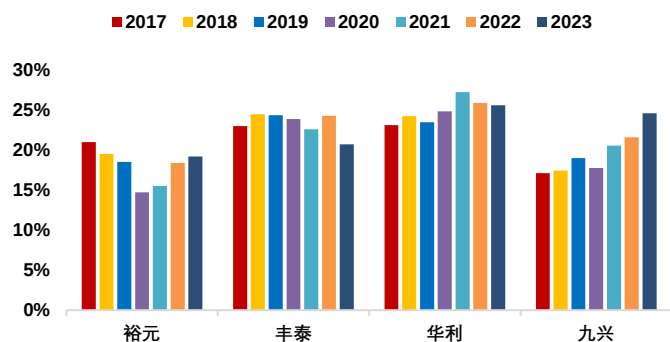


资料来源: Adidas 官网、招商证券

3、财务数据对比：九兴盈利能力仍有提升空间

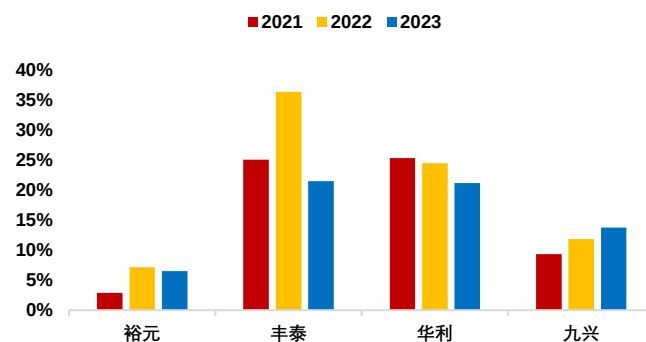
从行业内鞋履代工企业盈利能力角度看，九兴毛利率处于行业领先水平，但 ROE 水平仍相对较低。1) 毛利率：2017-2023 年九兴毛利率水平从 17% 提升至 25%，略低于华利集团，但高于丰泰及裕元。2) ROE：2020-2023 年九兴 ROE 水平从 0.2% 提升至 14%，高于裕元，但明显低于华利及丰泰（20%+）。

图 36：行业内鞋履制造商毛利率对比



资料来源：wind、招商证券

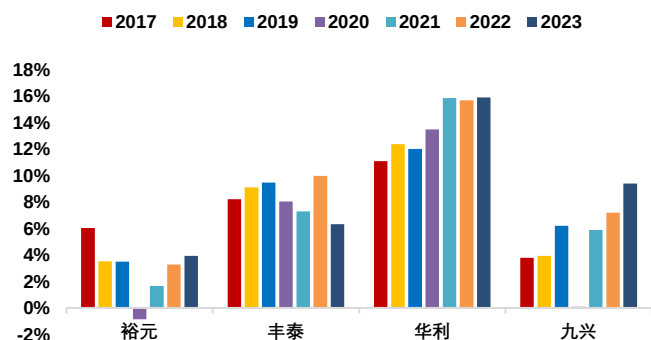
图 37：行业内鞋履制造商 ROE 对比



资料来源：wind、招商证券

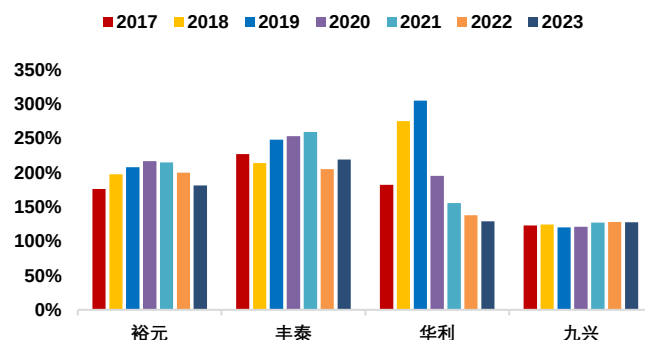
拆分 ROE 来看，九兴净利润率及权益乘数均低于行业内其他公司。1) 净利润率：2017-2023 年九兴净利润率从 4% 提升至 9%，与丰泰相近，但仍低于华利集团的 13%-16%。2) 权益乘数：2017-2023 年九兴权益乘数在 1.2-1.3 之间，低于华利（1.4 左右）及丰泰（2.0+）。3) 资产周转率：九兴资产周转率和行业其他竞争对手相近在 1.0-1.3 之间。公司通过优化产品结构+提效有望将利润率水平提升至双位数，同时资产结构调整有望提升权益乘数，ROE 水平仍有较大提升空间。

图 38：行业内鞋履制造商净利润率对比



资料来源：wind、招商证券

图 39：行业内鞋履制造商权益乘数对比



资料来源：wind、招商证券

三、核心竞争力：研发水平高&产能布局完善&人效水平高&高分红

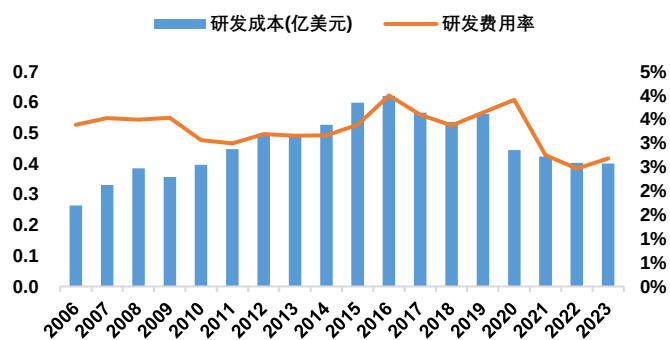
1、研发水平高，客户及产品结构优质

研发投入水平高。公司重视研发投入，整合研发团队，提高设计和产品商业化能

力。公司每年投入研发费用率在 2%-3%，处于行业领先水平（鞋履制造行业研发费用率平均在 1%-2%）。公司在东莞设置奢侈品及 Nike 研发中心，持续提升自身设计开发水平。

生产技术水平高。公司利用自身多年的生产经验及较强的样品模具生产能力，可以根据品牌方的设计概念快速实现样品生产，并提供改进意见。同时品牌方积极和公司开展新品共创，强化公司新品订单获取能力。

图 40：九兴研发费用率较高（%）



资料来源：wind、招商证券

图 41：公司的模具开发及产品设计生产能力强



资料来源：wind、公司公告、招商证券

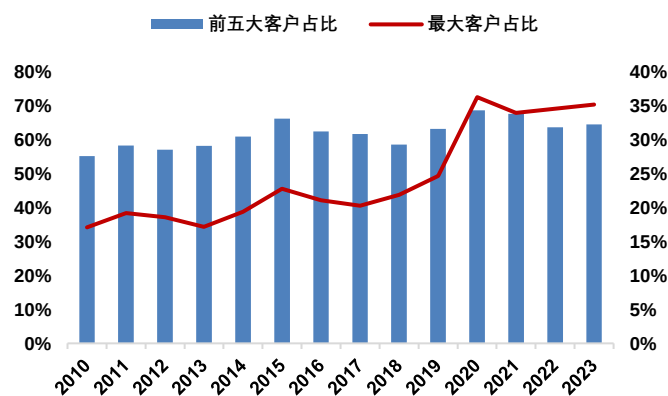
公司客户结构优质。公司与 Nike、Saucony 等运动品牌；Balenciaga、Moncler、Prada 等奢侈品牌，Alexander Wang、Coach、Off-White 等时尚品牌客户均有密切合作。公司前五大客户占比保持在 60%+，近五年公司最大客户 Nike 占比达 35%左右。下游客户 ASP 高+稳健增长+积极开展产品共创，保障公司的竞争业绩增长稳定性。

图 42：九兴合作客户优质



资料来源：wind、九兴官网、招商证券

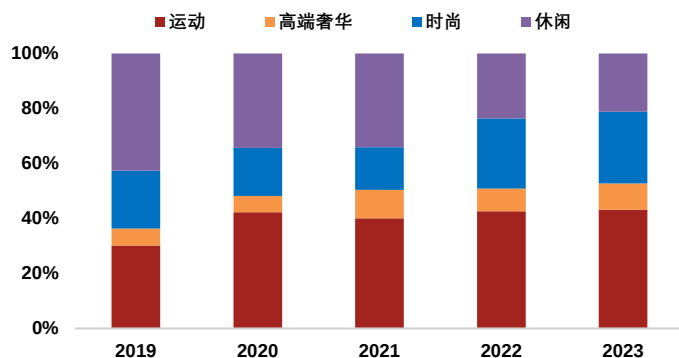
图 43：九兴最大客户及前五大客户占比



资料来源：wind、九兴官网、招商证券

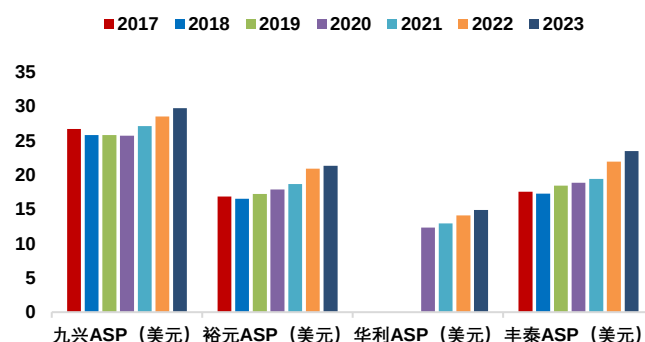
产品结构持续优化，强化增长稳定性。公司与奢侈品及高端时尚品牌合作，保障公司把握潮流变化趋势。2016 年以来公司核心产品品类从休闲时尚逐步转为运动休闲，使公司在全球鞋服产品风格转变过程中仍能保持较强的订单稳定性。2010 年以来公司 ASP 保持在 25 美元+，近五年公司 ASP 从 26 美元提升至近 30 美元，远高于同行业竞争对手，产品矩阵优势凸显。

图 44：九兴产品结构变化



资料来源：wind、公司公告、招商证券

图 45：近五年九兴 ASP 稳中有升



资料来源：wind、公司公告、招商证券

持续拓展手袋制造业务。公司在专注鞋履制造的同时，逐步拓展高档手袋制造业务。目前公司已经和 Balenciaga、Alexander Wang、Coach 及 Rimowa 等奢华及高端时尚品牌合作，未来有望提供新的业绩增量。

图 46：九兴高端手袋合作品牌



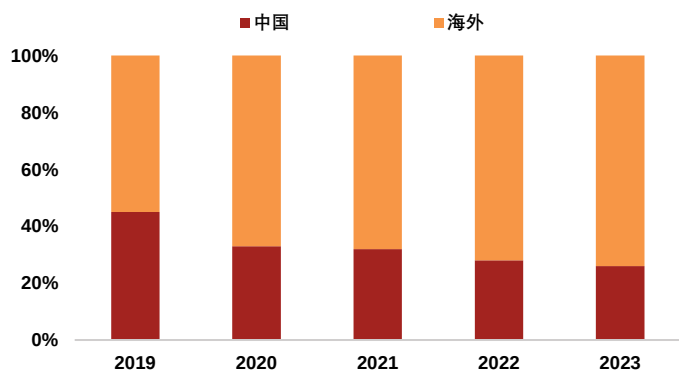
资料来源：wind、九兴官网、招商证券

2、产能布局合理，东南亚扩产有序进行中

东南亚产能持续拓展。2010 年开始，公司将产能从中国沿海城市拓展至中国内陆，2012 年开始将产能逐步转移至印尼、孟加拉、越南等东南亚地区。

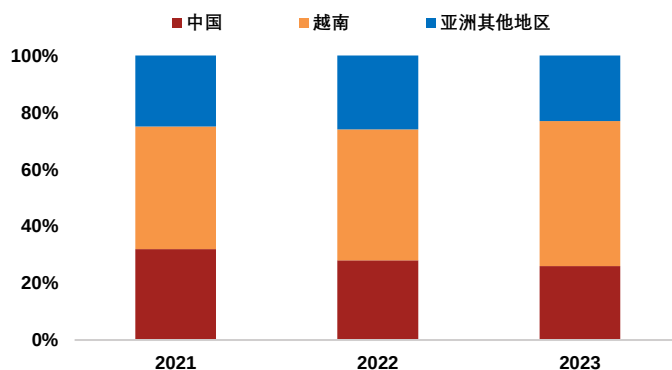
产能布局合理。公司在海外产能从 2019 年的 55%提升至 2023 年 74%，其中越南产能占比从 2021 年 43%提升至 2023 年 51%，印尼&孟加拉&柬埔寨&其他地区产能占比保持在 23%-25%。公司将持续拓展印尼、越南等地产能，优化产能布局，强化全球订单承接能力。

图 47：九兴国内外产能布局



资料来源：wind、九兴官网、招商证券

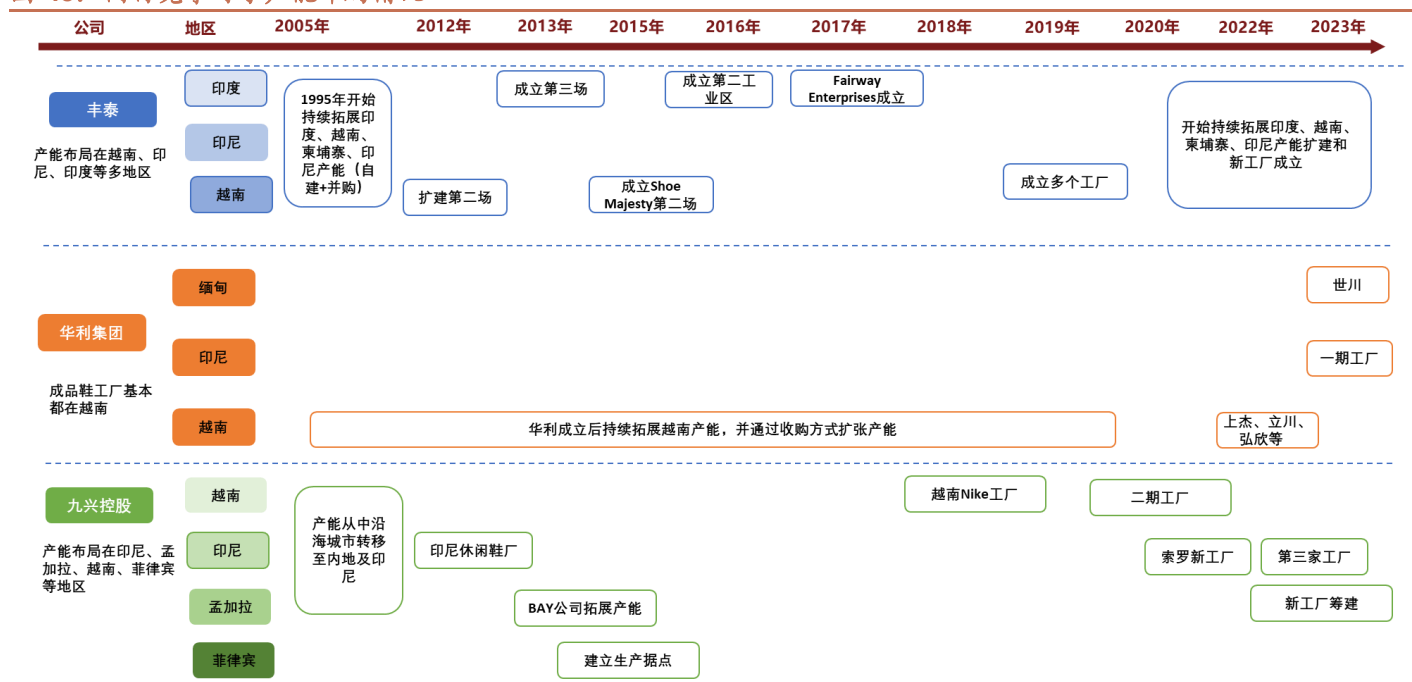
图 48：九兴不同地区产能占比



资料来源：wind、九兴官网、招商证券

对比同行业竞争对手来看，公司在东南亚产能布局更加完善。公司拥有多个地区的产能，可以承接多个市场及品牌的订单，抗宏观风险能力强。

图 49：同行竞争对手产能布局情况



资料来源：wind、九兴官网、招商证券

3、员工成熟度高，人效水平行业领先

持续推进自动化水平提升效率。2016年公司持续推动内部生产提效，2021年引进自动化生产线及自动化装配技术，提升生产效率及产品质量。公司员工数量从2016年71000人减少至2023年的39900人。2024年公司启用CCH Tagetik企业绩效管理(CPM)平台，加速业务及财务流转，持续降低人力成本。

员工成熟度高，薪酬水平行业领先。公司员工培养周期长，但能够制造的品类更加丰富（运动、时尚、奢侈品）。公司给与员工较行业更高的薪酬水平，保障员工稳定性。

图 50：九兴员工平均薪酬情况（万美元）

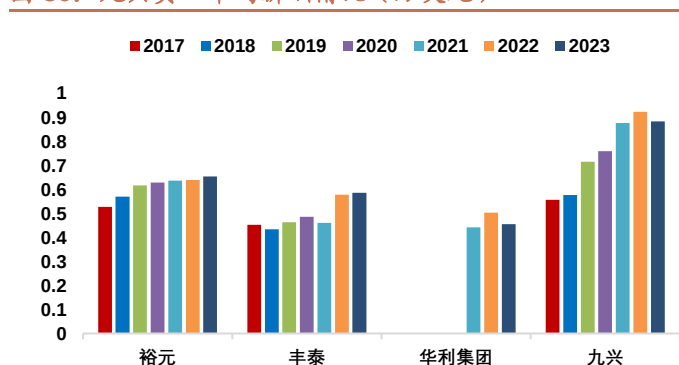
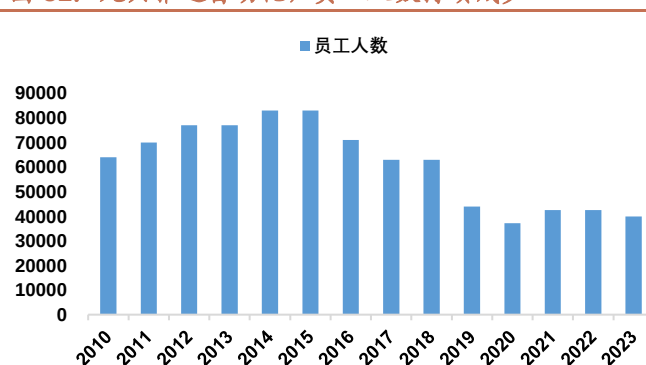


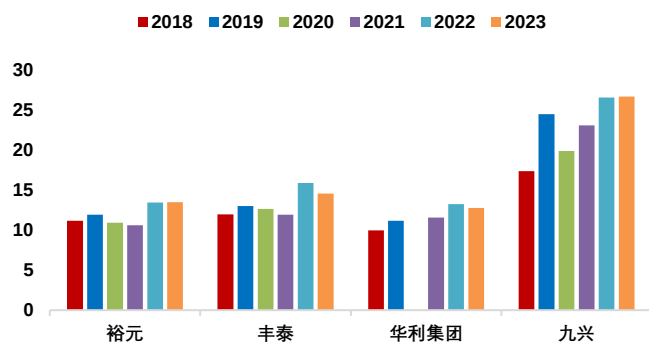
图 51：九兴推进自动化，员工人数持续减少



资料来源：wind、九兴官网、招商证券（此数据包含管理层工资，数据偏高）

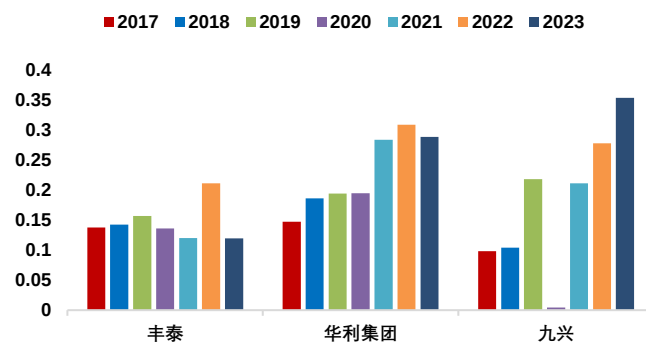
员工人均创收持续提升。通过员工熟练度提升+自动化水平提升+产品结构优化，公司员工人均创收从2013年的2.0万美元提升至2023年3.7万美元，人均创利从2013年0.16万美元提升至2023年0.35万美元。持续提升公司盈利能力。

图 52: 九兴人均创收 (万美元)



资料来源: wind、九兴官网、招商证券

图 53: 九兴人均创利 (万美元)

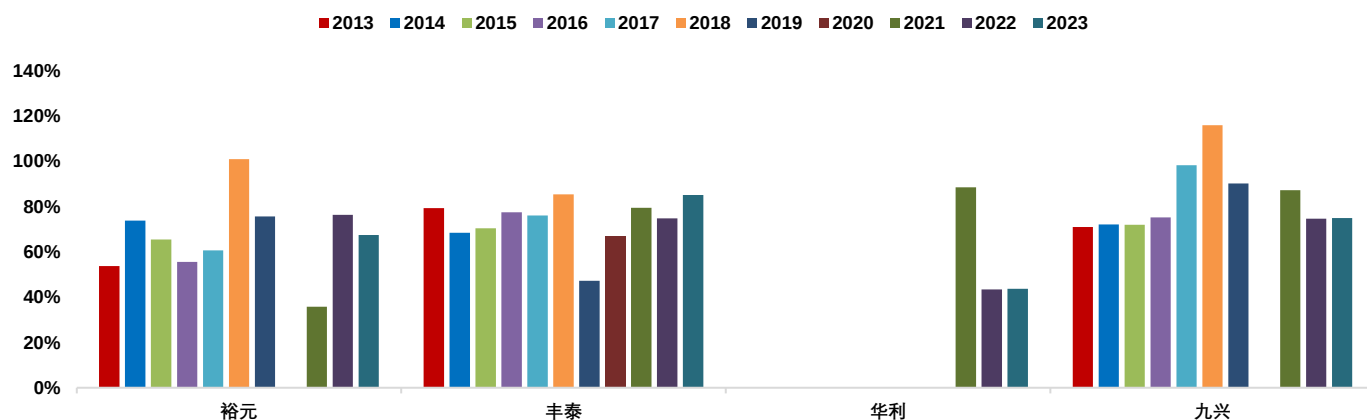


资料来源: wind、九兴官网、招商证券

4、分红比例处于行业领先水平

公司分红比例行业领先。公司分红比例保持在 70%+, 与丰泰接近, 相较裕元集团 (50%-70%) 具有更好的稳定投资收益。

图 54: 公司分红比例行业领先



资料来源: wind、公司公告、招商证券

四、盈利预测及投资建议

考虑到海外品牌库存压力较小, 海外市场需求相对稳定, 九兴持续强化设计及生产能力, 增加与品牌公司产品共创, 且印尼及越南产能持续拓展, 未来三年仍将保持稳健增长。预计 2024-2025 年公司营收为 15.9 亿美元、16.8 亿美元、17.9 亿美元, 同比增速为 6%、6%、6%。

表 2: 九兴控股收入预测

	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
1、制造业务(亿美元)	16.20	14.88	15.70	16.64	17.63
YOY	6.2%	-8.1%	5.5%	5.9%	6.0%
运动(亿美元)	6.95	6.45	6.93	7.49	8.09
YOY	12.7%	-7.2%	7.5%	8.0%	8.0%
高端奢华(亿美元)	1.35	1.42	1.46	1.56	1.67
YOY	-15.5%	4.8%	3.0%	7.0%	7.0%
时尚(亿美元)	4.16	3.90	4.05	4.29	4.55
YOY	74.1%	-6.3%	4.0%	6.0%	6.0%

	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
休闲（亿美元）	3.85	3.16	3.26	3.29	3.32
YOY	-26.7%	-17.8%	3.0%	1.0%	1.0%
2、零售业务（亿美元）	0.11	0.05	0.05	0.05	0.05
YOY	-31.7%	-57.0%	2.0%	2.0%	2.0%
3 其他收入（亿美元）	0.11	0.05	0.05	0.05	0.05
营业总收入（亿美元）	16.39	14.99	15.90	16.84	17.86
YOY	5.7%	-8.5%	6.0%	5.9%	6.0%

资料来源：wind、招商证券

利润方面，考虑到公司订单持续改善及效率持续提升。预计 2024-2026 年，净利润率将持续提升，预计公司净利润为 1.6 亿美元、1.8 亿美元、2.0 亿美元，同比增速为 13.5%、12%、11%。当前市值对应 24PE8X，25PE7X，公司业绩稳健增长及高分红，首次覆盖给与强烈推荐评级。

表 3：九兴控股净利润预测

	2022 年	2023 年	2024E	2025E	2026E
营业总收入（亿美元）	16.39	14.99	15.90	16.84	17.86
YOY	5.7%	-8.5%	6.0%	5.9%	6.0%
毛利率	21.5%	24.5%	24.6%	24.8%	24.9%
净利率	7.2%	9.4%	10.1%	10.7%	11.2%
净利润（亿美元）	1.18	1.41	1.60	1.80	2.00
YOY	31.6%	19.5%	13.5%	12.2%	11.1%
PE	10.8	9.1	8.2	7.3	6.5

资料来源：wind、招商证券

五、风险提示

- 1、汇率波动影响利润风险；
- 2、越南及印尼新工厂拓产进度不及预期风险；
- 3、海外需求不佳导致公司接单承压风险。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	726	828	959	1093	1254
现金及现金等价物	213	294	394	496	621
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	0	0	0	0	0
应收账款及票据	265	278	295	312	331
其它应收款	54	58	62	65	69
存货	189	197	209	220	233
其他流动资产	5	0	0	0	0
非流动资产	532	532	556	565	564
长期股权投资	57	53	53	53	53
固定资产	372	372	395	405	403
无形资产	87	87	87	87	87
其他	16	20	20	20	20
资产总计	1258	1360	1515	1659	1818
流动负债	220	265	277	290	305
应付账款	66	83	88	93	98
应交税金	36	40	40	40	40
短期借款	5	1	0	0	0
其他	112	141	149	158	167
长期负债	22	27	27	27	27
长期借款	2	6	6	6	6
其他	20	21	21	21	21
负债合计	242	292	304	317	332
股本	10	10	10	10	10
储备	988	989	1041	1185	1317
少数股东权益	17	16	15	14	13
归属于母公司所有	999	1051	1195	1327	1473
负债及权益合计	1258	1360	1515	1659	1818

现金流量表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	240	229	185	205	223
净利润	118	141	160	180	200
折旧与摊销	56	56	56	60	61
营运资本变动	31	(6)	(19)	(20)	(21)
其他非现金调整	35	38	(13)	(15)	(17)
投资活动现金流	(54)	(57)	(67)	(56)	(44)
资本性支出	(58)	(68)	(80)	(70)	(60)
出售固定资产收到的	6	0	0	0	0
投资增减	3	1	0	0	0
其它	2	10	12	14	16
筹资活动现金流	(106)	(91)	(18)	(48)	(54)
债务增减	(7)	(4)	(1)	0	0
股本增减	0	1	0	0	0
股利支付	99	88	16	48	54
其它筹资	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其它调整	(198)	(176)	(32)	(96)	(108)
现金净增加额	78	81	100	101	125

利润表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	1639	1499	1590	1684	1786
主营收入	1631	1493	1582	1676	1777
营业成本	1279	1126	1192	1259	1333
毛利	352	367	391	417	444
营业支出	218	220	219	229	237
营业利润	142	154	179	197	216
利息支出	1	1	0	0	0
利息收入	2	10	3	4	4
权益性投资损益	4	5	6	7	8
其他非经营性损益	2	3	3	3	3
非经常项目损益	(16)	(10)	(8)	(5)	(3)
除税前利润	133	161	183	205	228
所得税	16	21	24	27	30
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
归属普通股股东净利润	118	141	160	180	200
EPS (元)	0.15	0.18	0.20	0.22	0.25

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	6%	-8%	6%	6%	6%
营业利润	40%	8%	17%	10%	10%
净利润	32%	20%	13%	12%	11%
获利能力					
毛利率	21.5%	24.5%	24.6%	24.8%	24.9%
净利率	7.2%	9.4%	10.1%	10.7%	11.2%
ROE	11.8%	13.4%	13.4%	13.5%	13.6%
ROIC	12.8%	13.9%	13.6%	13.5%	13.4%
偿债能力					
资产负债率	19.2%	21.5%	20.1%	19.1%	18.3%
净负债比率	0.6%	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%
流动比率	3.3	3.1	3.5	3.8	4.1
速动比率	2.4	2.4	2.7	3.0	3.3
营运能力					
资产周转率	1.3	1.1	1.0	1.0	1.0
存货周转率	6.2	5.8	5.9	5.9	5.9
应收账款周转率	4.7	4.6	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	16.5	15.1	14.0	14.0	14.0
每股资料 (元)					
每股收益	0.15	0.18	0.20	0.22	0.25
每股经营现金	0.30	0.29	0.23	0.25	0.27
每股净资产	1.26	1.32	1.47	1.63	1.81
每股股利	0.02	0.02	0.06	0.07	0.07
估值比率					
PE	10.8	9.1	8.2	7.3	6.5
PB	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.3	5.7	5.2	4.8	4.4

资料来源：公司数据、招商证券（注：上表数据为美元口径）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。