

九兴控股 (01836.HK)

24Q3 订单稳健增长，产能利用率稳步提升

24Q3 公司订单稳中向好，公司拥有较强的生产能力、较高的人效及优质的客户结构，并稳步推进产能拓展，提升产能利用率，盈利能力有望持续提升。预计 2024-2026 年公司净利润为 1.62 亿美元、1.80 亿美元、2.01 亿美元，同比增速为 15%、12%、12%。当前市值对应 24PE10X，25PE9X，公司增长确定性强，且保持高分红战略，维持强烈推荐评级。

□ 收入稳健增长，运动品类占比提升。1)24Q1-Q3: 公司收入增加 5.1%至 11.60 亿美元，制造业务增加 4.9%至 11.27 亿美元，制造业务中销量增加 10.1%至 39.4 百万双，平均售价减少 4.7%至 28.6 美元。2)24Q3: 公司收入增加 0.6%至 3.90 亿美元，制造业务增加 0.2%至 3.78 亿美元，制造业务中销量增加 5.7%至 12.9 百万双，平均售价减少 4.9%至 29.3 美元。平均售价下降主要是平均售价较低的运动品类占比提升+原材料价格下降所致。

□ 产能稳健拓展，产能利用率稳步提升。孟加拉工厂将于年底投产，印尼新工厂产能持续释放，为 25-26 年承接增量订单奠定基础，目前 Nike 专用工厂产能利用率稳步提升，非 Nike 工厂产能利用率达到满负荷，推动盈利能力提升。

□ 常规分红+额外回购/特别派息，稳健收益可观。公司承诺除维持在通常水平 70%的派息率外，未来三年（2024-2026）将通过结合股份回购及特别股息的方式向股东返还每年最多 6000 万美元的额外现金。

□ 盈利预测及投资建议。公司凭借较强的生产能力、较高的人效及优质的产品 & 客户结构，同时推进产能有序拓展，并稳步提升产能利用率，目前赛道景气度稳健，公司有望在保持订单增长稳定性的同时提升盈利能力，考虑到公司持续优化客户及订单结构，我们略上调利润增长预期。预计 2024-2026 年公司营收为 15.4 亿美元、16.0 亿美元、16.7 亿美元，同比增速为 3%、4%、4%。净利润为 1.62 亿美元、1.80 亿美元、2.01 亿美元，同比增速为 15%、12%、12%。当前市值对应 24PE10X，25PE9X，维持强烈推荐评级。

□ 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(百万美元)	1639	1499	1539	1601	1666
同比增长	6%	-8%	3%	4%	4%
营业利润(百万美元)	142	154	179	198	217
同比增长	40%	8%	17%	10%	10%
归母净利润(百万美元)	118	141	162	180	201
同比增长	32%	20%	15%	12%	12%
每股收益(美元)	0.15	0.18	0.20	0.22	0.25
PE	13.4	11.2	10.0	9.0	8.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服

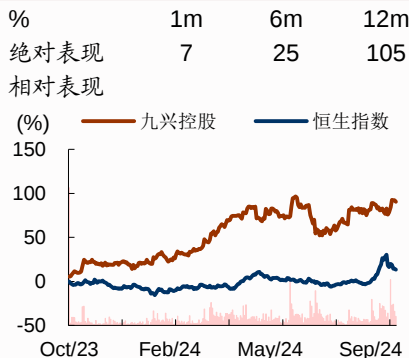
目标估值：NA

当前股价：15.4 港元

基础数据

总股本（百万股）	819
香港股（百万股）	819
总市值（十亿港元）	12.6
香港股市值（十亿港元）	12.6
每股净资产（港元）	10.5
ROE（TTM）	16.3
资产负债率	21.5%
主要股东	Cordwalner Bonaventure Inc.
主要股东持股比例	21.32%

股价表现



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《九兴控股 (01836) —24H1 业绩亮眼，盈利能力稳步回升》2024-08-23
- 《九兴控股 (01836) —运动休闲及时尚鞋履代工龙头，深耕研发&持续高分红》2024-07-28

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

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	865	880	911
现金及现金等价物	213	294	319	314	322
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	285	296	309
其它应收款	54	58	60	62	65
存货	189	197	201	208	216
其他流动资产	5	0	0	0	0
非流动资产	532	532	556	565	564
长期投资	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	1420	1446	1475
流动负债	220	265	268	276	285
应付账款	66	83	84	87	91
应交税金	36	40	40	40	40
短期借款	5	1	0	0	0
其他	112	141	144	149	155
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	295	303	312
股本	10	10	10	10	10
储备	988	989	1041	1099	1118
少数股东权益	17	16	15	14	13
归属于母公司所有者权益	999	1051	1109	1128	1149
负债及权益合计	1258	1360	1420	1446	1475

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	197	213	233
净利润	118	141	162	180	201
折旧与摊销	56	56	56	60	61
营运资本变动	31	(6)	(8)	(13)	(14)
其他非现金调整	35	38	(12)	(14)	(16)
投资活动现金流	(54)	(57)	(68)	(57)	(45)
资本性支出	(58)	(68)	(80)	(70)	(60)
出售资产及现金	6	0	0	0	0
投资增减	3	1	0	0	0
其它	2	10	12	13	15
筹资活动现金流	(106)	(91)	(105)	(162)	(181)
债务增减	(7)	(4)	(1)	0	0
股本增减	0	1	0	0	0
股利支付	99	88	103	162	180
其它筹资	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
其它调整	(198)	(176)	(207)	(323)	(361)
现金净增加额	78	81	24	(5)	8

利润表

单位：百万美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	1639	1499	1539	1601	1666
主营收入	1631	1493	1531	1593	1658
营业成本	1279	1126	1149	1188	1233
毛利	352	367	383	405	424
营业支出	218	220	211	215	216
营业利润	142	154	179	198	217
利息支出	1	1	0	0	0
利息收入	2	10	2	3	3
权益性投资损益	4	5	6	7	9
其他非经营性损益	2	3	3	3	3
非经常项目损益	(16)	(10)	(6)	(4)	(2)
除税前利润	133	161	185	206	230
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	162	180	201
EPS(美元)	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%	3%	4%	4%
营业利润	40%	8%	17%	10%	10%
净利润	32%	20%	15%	12%	12%
获利能力					
毛利率	21.5%	24.5%	24.9%	25.3%	25.5%
净利率	7.2%	9.4%	10.5%	11.3%	12.1%
ROE	11.8%	13.4%	14.6%	16.0%	17.5%
ROIC	12.8%	13.9%	14.6%	15.9%	17.2%
偿债能力					
资产负债率	19.2%	21.5%	20.8%	21.0%	21.2%
净负债比率	0.6%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
流动比率	3.3	3.1	3.2	3.2	3.2
速动比率	2.4	2.4	2.5	2.4	2.4
营运能力					
资产周转率	1.3	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	6.2	5.8	5.8	5.8	5.8
应收帐款周转率	4.7	4.6	4.5	4.6	4.6
应付帐款周转率	16.5	15.1	13.7	13.8	13.9
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	0.24	0.26	0.29
每股净资产	1.26	1.32	1.36	1.39	1.41
每股股利	0.11	0.13	0.20	0.22	0.25
估值比率					
PE	13.4	11.2	10.0	9.0	8.0
PB	1.6	1.5	1.5	1.4	1.4
EV/EBITDA	7.7	7.0	6.5	5.9	5.4

资料来源：公司数据、招商证券

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。