

九兴控股 (01836.HK)

强烈推荐 (维持)

2024 年稳健增长, 2025 年持续拓展海外产能&新客户

2024 年公司收入+3%, 净利润+21%, 盈利能力稳中有升, 2025 年运动时尚赛道景气度高, 公司稳步推进产能拓展及新客户开发。预计 2025-2027 年公司净利润为 1.90 亿美元、2.11 亿美元、2.32 亿美元, 同比增速为 11%、11%、10%, 对应 25PE10X, 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, 盈利能力稳中有升。2024 年收入增加 3.04%至 15.45 亿美元, 其中出货量增加 8.2%, ASP 减少 4.4%; 净利润增加 21.2%至 1.701 亿美元; 2024 年毛利率提升 0.3pct 至 24.6%, 净利率提升 1.6pct 至 11.0%。建议派发末期股息每股 50 港仙及特别股息每股 56 港仙。2024 年全年股息总额为 171 港仙, 派息率超过 100%。

北美地区增长良好, 运动及时尚品类占比持续提升。1) 分地区看: 2024 年北美洲收入+7.7%至 7.3 亿美元, 欧洲-2.8%至 3.6 亿美元 (主要法国承压), 中国+0.9%至 2.6 亿美元, 亚洲 (非中国) +7.4%至 1.4 亿美元。2) 分品类: 2024 年运动品类销售增长 6.7% (收入占比提升 1.3%至 44.5%), 时尚+7.3% (占比提升 1pct 至 27.1%), 奢侈品-9.5% (占比下降 1.1pct 至 8.4%), 休闲-2.1% (占比下降 1.2pct 至 20%)。奢侈品收入减少主要是因为巴黎世家和 AMIRI 订单减少

产能有序拓展: 2024 年中国区占比 27%, 越南占比 51%, 亚洲其他地区占比 22%, 预计 2025 年中国区占比 24%, 越南占比 52%, 亚洲其他地区占比 24%。持续拓展孟加拉和印尼产能, 并考虑收购一家越南的小工厂 (手包)。

盈利预测及投资建议。当前运动时尚赛道景气度高, 并且高端产能稀缺, 目前公司有序拓展产能及新客户, 2025 年公司给予收入中个位数增长, 利润低双位数增长预期, 盈利能力有望稳步提升, 预计 2025-2027 年公司收入 16.27 亿美元、17.19 亿美元、18.21 亿美元, 同比增速为 5%、6%、6%; 净利润 1.90 亿美元、2.11 亿美元、2.32 亿美元, 同比增速为 11%、11%、10%, 对应 25PE10X, 26PE9X, 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	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元,USD)	1499	1545	1627	1719	1821
同比增长	-8%	3%	5%	6%	6%
营业利润(百万元,USD)	154	163	194	215	239
同比增长	8%	6%	18%	11%	11%
归母净利润(百万元,USD)	141	171	190	211	232
同比增长	20%	21%	11%	11%	10%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.23	0.25	0.28
PE	13.2	11.3	10.2	9.2	8.3
PB	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 19.14 港元

基础数据

总股本 (百万股)	829
香港股 (百万股)	829
总市值 (十亿港元)	15.9
香港股市值 (十亿港元)	15.9
每股净资产 (港元)	10.5
ROE (TTM)	15.5
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

%	1m	6m	12m
绝对表现	12	25	80
相对表现	11	-4	40



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《九兴控股 (01836) —24Q3 订单稳健增长, 产能利用率稳步提升》2024-10-17
- 《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: 百万元,USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	828	893	880	837	849
现金及现金等价物	294	424	386	318	300
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	278	235	247	261	276
其它应收款	58	32	33	35	37
存货	197	203	213	223	235
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	532	530	559	634	698
长期投资	53	54	54	54	54
固定资产	372	387	416	491	555
无形资产	87	73	73	73	73
其他	20	16	16	16	16
资产总计	1360	1423	1439	1472	1548
流动负债	265	279	288	300	355
应付账款	83	95	99	104	110
应交税金	40	53	53	53	53
短期借款	1	1	0	0	41
其他	141	130	136	143	150
长期负债	27	27	27	27	27
长期借款	6	5	5	5	5
其他	21	22	22	22	22
负债合计	292	306	315	327	381
股本	10	11	11	11	11
储备	1041	1092	1098	1119	1140
少数股东权益	16	15	15	15	15
归属于母公司所有者权益	1051	1102	1109	1130	1151
负债及权益合计	1360	1423	1439	1472	1548

现金流量表

单位: 百万元,USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	229	264	211	232	262
净利润	141	171	190	211	232
折旧与摊销	56	55	56	61	72
营运资本变动	(6)	36	(13)	(15)	(16)
其他非现金调整	38	1	(22)	(25)	(25)
投资活动现金流	(57)	(31)	(63)	(111)	(109)
资本性支出	(68)	(67)	(100)	(150)	(150)
出售资产获得的现金	0	14	14	14	14
投资增减	1	0	0	0	0
其它	10	21	22	25	26
筹资活动现金流	(91)	(103)	(185)	(190)	(171)
债务增减	(4)	(4)	(1)	0	41
股本增减	1	33	0	0	0
股利支付	88	132	183	190	211
其它筹资	(0)	(0)	(0)	(0)	(2)
其它调整	(176)	(263)	(366)	(379)	(421)
现金净增加额	81	129	(37)	(69)	(18)

利润表

单位: 百万元,USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1499	1545	1627	1719	1821
主营业务收入	1493	1545	1627	1719	1821
营业成本	1126	1161	1214	1275	1344
毛利	367	384	413	443	477
营业支出	220	220	220	229	239
营业利润	154	163	194	215	239
利息支出	1	1	0	0	2
利息收入	10	16	3	3	2
权益性投资损益	5	3	5	8	10
其他非经营性损益	3	19	14	14	14
非经常项目损益	(10)	(1)	3	3	3
除税前利润	161	199	219	242	266
所得税	21	29	29	32	35
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
归属普通股股东净利润	141	171	190	211	232
EPS(元)	0.18	0.21	0.23	0.25	0.28

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-8%	3%	5%	6%	6%
营业利润	8%	6%	18%	11%	11%
净利润	20%	21%	11%	11%	10%
获利能力					
毛利率	24.5%	24.8%	25.4%	25.8%	26.2%
净利率	9.4%	11.1%	11.7%	12.3%	12.7%
ROE	13.4%	15.5%	17.1%	18.7%	20.1%
ROIC	13.9%	15.3%	16.5%	18.0%	18.9%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	21.5%	21.9%	22.2%	24.6%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.3%	0.3%	3.0%
流动比率	3.1	3.2	3.1	2.8	2.4
速动比率	2.4	2.5	2.3	2.0	1.7
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转率	5.8	5.8	5.8	5.9	5.9
应收帐款周转率	4.6	5.1	6.0	6.0	6.0
应付帐款周转率	15.1	13.1	12.5	12.5	12.5
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.21	0.23	0.25	0.28
每股经营现金	0.29	0.32	0.25	0.28	0.32
每股净资产	1.32	1.34	1.34	1.36	1.39
每股股利	0.13	0.22	0.23	0.25	0.28
估值比率					
PE	13.2	11.3	10.2	9.2	8.3
PB	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
EV/EBITDA	8.2	7.3	6.9	6.2	5.6

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。