

九兴控股(01836)

报告日期: 2025 年 03 月 25 日

高端鞋履制造商龙头，开发设计能力领先

——九兴控股深度报告

投资要点

- 公司深耕高端鞋履开发制造，凭借领先的开发设计能力，差异化绑定高附加值的高端运动、奢侈、时尚品牌客户。19 年管理层顺利接班后，时尚奢侈品类客户拓展加速，运动品类客户份额持续提升，公司绽放新活力。23 年公司开启第一个 23-25 三年规划，利润 CAGR 增长目标为低双位数。
- 卓越高端鞋履制造商，23 年开启的首个三年规划超预期推进**
全球领先的高端优质鞋履开发制造商，产能布局中国、越南、孟加拉、印尼、菲律宾，客户涵盖 Nike、deckers、Balenciaga、Cole Haan 等，涵盖运动、休闲、奢侈、时尚等品类，2019 年管理层顺利接班后，奢侈时尚品类客户拓展加速，运动品类客户份额持续提升，19-24 年运动、奢侈收入 CAGR 分别为 8.5%、6.7%。23 年公司启动第一个三年规划，目标在 2025 年底 OPM 达 10%，利润复合增速达低双位数，23 年 OPM 达 11%，创历史新高，提前达成规划目标。
- 竞争优势：领先开发设计能力，深度绑定高端品牌**
开发设计能力领先，ASP 领先行业。深耕高端鞋履 ODM 业务，九兴 24 年 ASP 达 28.4 美元，显著领先行业，研发费用率为 3.1%，处行业第一梯队，生产工艺媲美欧洲，同时具备优秀快反能力，时尚奢侈和限量鞋款生产能力对比同行具备稀缺性，主要客户 Nike 处品牌变革调整期加大创新产品研发，公司有望受益。
客户赛道多元化，深度绑定高附加值高端运动、奢侈时尚品牌。公司深度绑定 Nike、Balenciaga、Prada、UGG 等国际知名品牌，布局运动、奢侈、时尚、休闲全品类品牌客户，24 年收入占比分别为 45%/8%/27%/20%，有效分散流行趋势周期风险，并凭借卓越的设计开发和生产工艺，差异化绑定高附加值的奢侈时尚类客户，时尚奢侈品类收入占比提升有望推动利润率向上。
- 多元化产能布局，东南亚产能持续爬坡+拓展，人效领先。**2024 年公司中国、越南、其他亚洲地区（菲律宾、印尼和孟加拉）出货量占比分别为 27%、51%、22%，未来印尼、孟加拉产能有望进一步扩张推动公司出货量显著增长。2024 年人均出货量/人均创收分别达 1244 双/年、3.6 万美元/人，14-24 年 CAGR 分别为 7%、6%，生产效率持续大幅优化并处行业领先水平。
- 盈利预测与估值：成长性与高股息兼具的优质标的**
我们预计 25/26/27 年公司实现营收 16.2/17.4/18.6 亿美元，分别同比增长 5%/7%/7%，实现归母净利润 1.9/2.1/2.3 亿美元，分别同比增长 8%/12%/11%，对应 PE 为 10/9/8X，公司承诺未来分红率维持 70%，另外 24-26 年每年 6000 万股股票回购或特别股息，对应 25 年股息率达 10%，成长性和高股息兼具的优质标的，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示**
贸易摩擦风险，产能拓展不及预期，品牌客户订单流失风险

财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,545.1	1,622.3	1,734.8	1,854.9
(+/-) (%)	3.51%	5.00%	6.93%	6.93%
归母净利润	171.1	185.3	208.3	231.8
(+/-) (%)	21.25%	8.34%	12.40%	11.27%
每股收益(美元)	0.21	0.22	0.25	0.28
P/E	10.9	10.1	9.0	8.1

资料来源：浙商证券研究所

投资评级：买入(首次)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

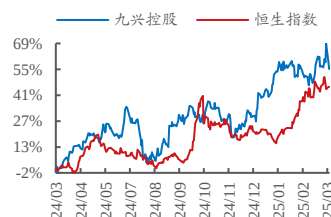
分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：周敏
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$17.56
总市值(百万港元)	14,548.65
总股本(百万股)	828.51

股票走势图



相关报告

正文目录

1 公司简介：卓越高端鞋履制造商，管理层顺利接班	5
1.1 发展历程：深耕高端鞋履制造，23 年首次三年规划踏上新征程	7
1.2 三大创始家族深耕，管理层顺利接班绽放新活力	8
2 竞争优势：领先开发设计能力，深度绑定高端品牌	10
2.1 开发优势：设计及生产工艺领先，卡位高端鞋履制造	10
2.2 客户优势：客户赛道多元化，深度绑定高附加值运动、奢侈时尚品牌	13
2.3 产能布局多元化，生产效率领先行业	15
3 财务对比分析：规模处行业二梯队，现金流充足经营质量佳	18
3.1 收入端：规模处行业第二梯队，以高端鞋履为主力产品	18
3.2 利润端：规模效应和精细化管理效果显现，费用率仍有降低空间	19
3.3 自由现金流充足，经营质量高，重视股东回报	20
4 盈利预测：利润率有望继续提升，成长性和高股息兼备	22
4.1 盈利预测：受益产品结构持续优化，利润率有望逐年提升	22
4.2 估值与投资建议	24
5 风险提示	25

图表目录

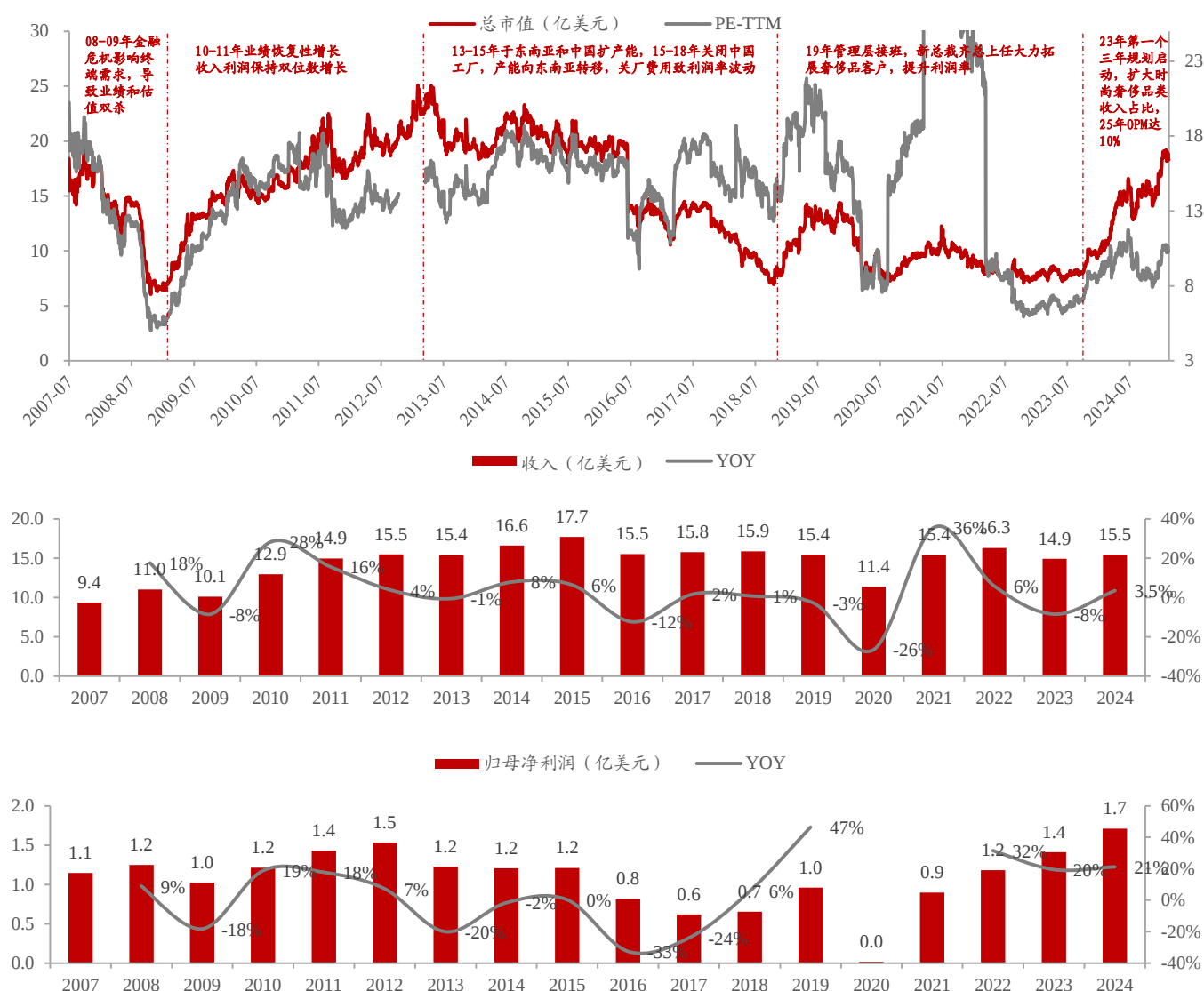
图 1: 九兴控股 2007-2024 市值、PE、收入和利润表现复盘	5
图 2: 2019-2024 年公司分品类收入情况 (单位: 百万美元)	6
图 3: 公司主要合作客户涵盖运动、奢华、时尚和休闲全品类	6
图 4: 2019-2024 年公司出货量分布情况 (单位: 百万双)	7
图 5: 公司毛利率和 OPM 情况	7
图 6: 九兴控股发展历程	8
图 7: 公司股权结构 (截至 2024 年中报)	8
图 8: 2019 年管理层接班公司执行董事变化	9
图 9: 九兴控股、裕元集团制造业务、丰泰企业、华利集团、来亿集团 ASP 对比 (单位: 美元)	10
图 10: 2014-2024 年九兴与同行业公司研发费用率对比	11
图 11: 公司主要客户 Nike、巴黎世家联名款、限量版鞋款	11
图 12: 九兴控股及可比公司 2023 年分品类收入 (百万美元)	11
图 13: Stella Luna 品牌代言人赵露思	12
图 14: 海外知名女星穿着 Stella Luna 产品出席活动	12
图 15: 九兴制造业务各品类收入占比	12
图 16: 24 年公司时尚奢侈品类客户相较 20 年更为丰富	12
图 17: Nike 分季度库存和销售额情况 (单位: 亿美元)	13
图 18: Nike ACG 户外子品牌重新发力	13
图 19: 公司运动品牌客户 23 年于全球运动市场份额与排名	14
图 20: 公司主要奢侈时尚客户 23 年于全球运动市场份额与排名	14
图 21: 九兴控股鞋履制造业务产量分布	16
图 22: 九兴控股产能布局中国、印度、印尼、孟加拉、菲律宾	16
图 23: 九兴控股、裕元集团、丰泰企业、华利集团、来亿集团人均出货量对比 (单位: 双)	16
图 24: 九兴人均创收处于历史高位, 显著领先行业	17
图 25: 九兴控股近 10 年营收规模在 15 亿美元, 规模处行业第二梯队	18
图 26: 公司制造业务收入按产品拆分 (百万美元)	18
图 27: 公司收入按地区拆分 (百万美元)	18
图 28: 九兴控股直接材料成本占比较高, 直接人工及制造费用成本具备优势	19
图 29: 九兴控股与同业管理费用对比	19
图 30: 九兴控股与同业销售费用对比	19
图 31: 九兴控股与同业毛利率对比	20
图 32: 九兴控股与同业净利率对比	20
图 33: 九兴控股和可比公司分红率情况 (包括现金分红和回购)	21
表 1: 2019 年顺利接班后, 管理层年龄大多为 40-50 岁, 正值壮年	9
表 2: 九兴控股与不同鞋履板块知名客户均有良好持久的合作关系	13
表 3: 九兴控股与裕元集团制造业务、丰泰企业、华利集团、来亿集团大客户情况对比	14
表 4: 鞋履制造商出货量对比分析 (单位: 百万双)	15
表 5: 近年来公司现金流充足、经营质量优异 (单位: 百万美元)	20
表 6: 九兴控股收入拆分	23
表 7: 九兴控股盈利预测	24
表 8: 可比公司估值 (截止 2025/3/24 收盘价)	24

表附录：三大报表预测值.....	26
------------------	----

1 公司简介：卓越高端鞋履制造商，管理层顺利接班

卓越高端鞋履制造商，凭借领先开发设计能力。公司于1982年在中国台湾成立，以高端女鞋开发代工起家，2007年香港联交所上市，是全球领先的高端优质鞋履开发商及制造商，产能布局中国、越南、孟加拉、印尼、菲律宾，客户涵盖 Nike、deckers、Balenciaga、Cole Haan 等，涵盖运动、休闲、奢侈、时尚等品类，2019 年管理层顺利接班后，奢侈品类客户拓展加速，运动品类客户份额持续提升，公司绽放新活力。2024 年公司营业收入稳健增长 3.5%至 15.5 亿美元，归母净利润同比+21.2%至 1.7 亿美元，第一个三年规划首战告捷。

图1：九兴控股 2007-2024 市值、PE、收入和利润表现复盘



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

公司深耕高端鞋履制造业务，合作中高端品牌客户覆盖运动、时尚、奢华、休闲四大品类，19 年管理层接班后奢侈和运动品类成为收入增长主引擎。从收入规模上来看，2024 年运动、奢华、时尚、休闲品类分别实现收入 6.9、1.3、4.2、3.1 亿美元，分别占比 45%、8%、27%、20%；从增速上来看，2019-2024 年运动、奢华、时尚、休闲收入 CAGR 分别为 8.5%、6.7%、-8.3%、-0.7%，19 年管理层接班后，凭借管理层与奢侈品牌深厚的关系和卓越的开发设计能力，运动和奢侈品类成为收入增长主引擎。从品牌客户来看，运动板块主要客户包括 Nike、Hoka、saucony、Under Armour 等全球知名运动品牌，奢华客户主要有 Balenciaga、Chlo é、Kenzo、Lanvin、Prada 等知名奢侈品牌，时尚客户主要有 Cole Haan、TORY BURCH、Coach、Kate Spade、Michael Kors 等知名轻奢品牌，休闲客户主要包括 UGG、Timberland 等，公司凭借强大的产品开发与商品化能力、敏捷的快反速度、灵活的小批量生产模式赢得各个鞋履细分赛道国际领先品牌青睐。

图2： 2019-2024 年公司分品类收入情况（单位：百万美元）

单位：百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024	19-24 CAGR
运动（Nike等）	456	473	601	690	643	686	8.5%
YOY	-7%	4%	27%	15%	-7%	7%	
占比	30%	42%	39%	43%	43%	45%	
奢侈(巴黎世家等)	94	66	156	134	141	130	6.7%
YOY	119%	-30%	136%	-14%	5%	-10%	
占比	6%	6%	10%	8%	10%	8%	
时尚（COLE HAAN等）	645	184	274	413	388	418	-8.3%
YOY	16%	-72%	50%	51%	-6%	7%	
占比	43%	16%	18%	26%	26%	27%	
休闲(UGG等)	319	396	494	382	315	309	-0.7%
YOY	-27%	24%	25%	-23%	-17%	-2%	
占比	21%	35%	32%	24%	21%	20%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3： 公司主要合作客户涵盖运动、奢华、时尚和休闲全品类

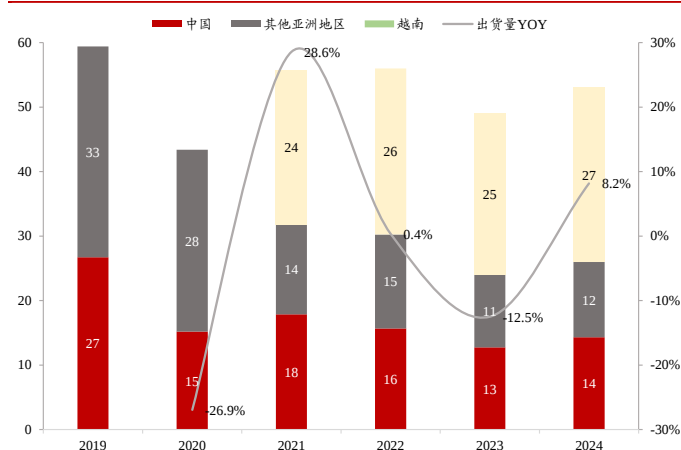
奢华及时尚	运动	休闲
BALenciAGA sergio rossi BOTTEGA VENETA AMIRI ALEXANDER WANG PRADA MIU MIU Chloé LANVIN BALMAIN PARIS MONCLER JIMMY CHOO Off-White™ KIENZO	COLE HAAN TORY BURCH MICHAEL KORS LACOSTE COACH kate spade NEW YORK MOON BOOT rag & bone NEW YORK VIVOBAREFOOT™	NIKE UGG Timberland saucony HOKA VIONIC

资料来源：公司业绩 PPT，浙商证券研究所

全球化产能布局，产能向东南亚转移。2024 年公司鞋履出货量达 5300 万双，其中越南、中国及亚洲其他国家（印尼、菲律宾、孟加拉）产能占比分别为 51%、27%、22%，2024 年东南亚出货量占比达 73%，相较 2019 年提升 18pct，东南亚产能布局充分，产能分散将更好响应品牌需求。

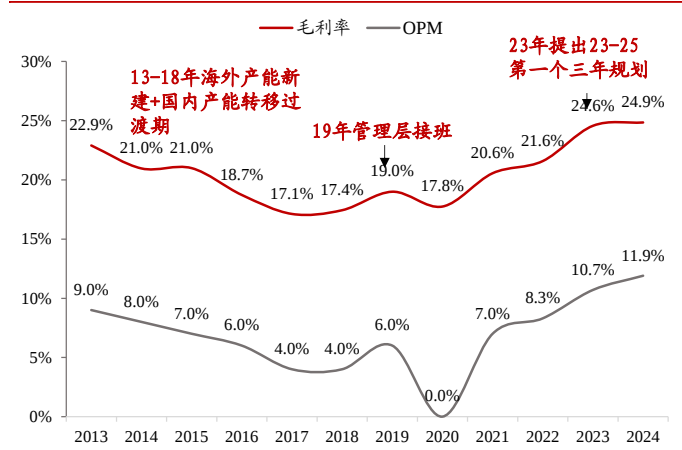
23 年公司开启第一个三年规划，利润 CAGR 达低双位数。2023 年公司启动第一个三年规划，目标在 2025 年底 OPM 达 10%，利润复合增速达低双位数。23 年在行业去库存背景下出货量和营收分别同比-12.5%、8.5%，但受益于公司继续缩减品牌业务规模，集中力量强化鞋履制造主业，并在设计研发、时尚和奢华业务拓展、成本及供应链管理等方加大力度，23 年毛利率和 OPM 分别同比+3.0pct、+2.4pct 达 24.6%、10.7%，24 年毛利率和 OPM 继续向上，分别同比+0.3pct、+1.2pct 达 24.9%、11.9%，三年规划稳步推进，效果显著。

图4：2019-2024 公司出货量分布情况（单位：百万双）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2019 年和 2020 年“其他亚洲地区”统计口径包括越南；

图5：公司毛利率和 OPM 情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.1 发展历程：深耕高端鞋履制造，23 年首次三年规划踏上新征程

公司发展过程可分为四个阶段：

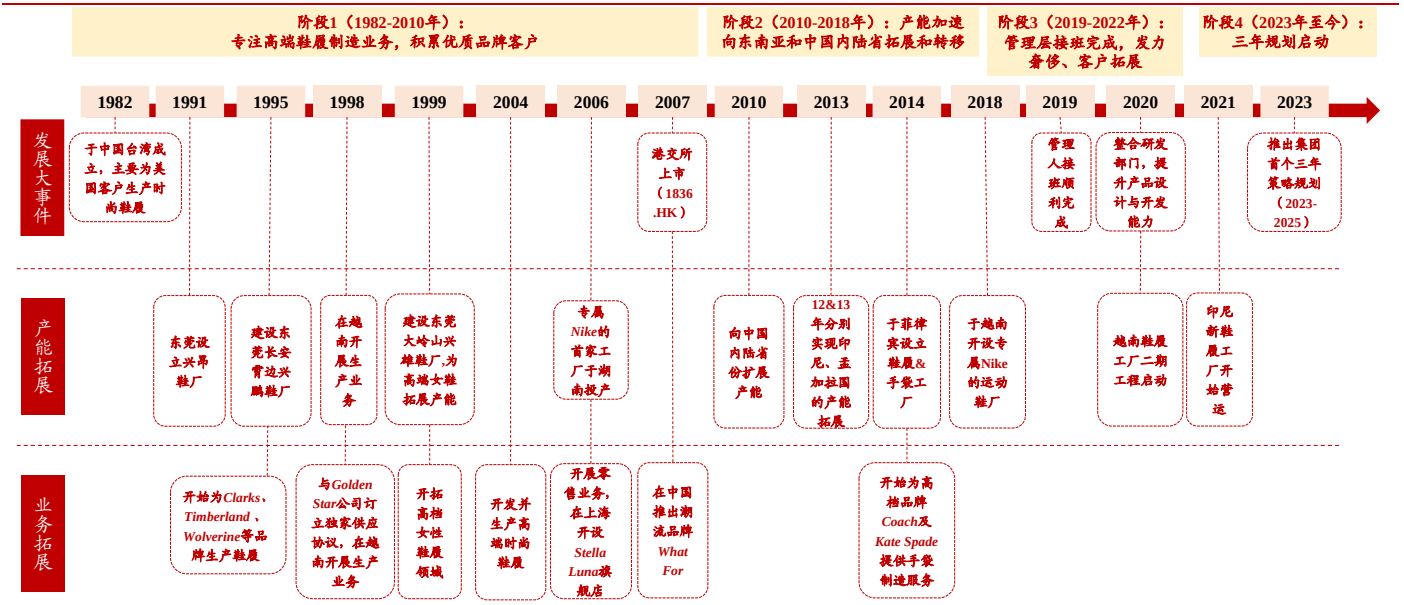
1) 阶段一（1982-2005 年）：以鞋履制造业务起家，产品品类不断完善，海内外产能布局初具雏形。公司于 1982 年由陈建民、蒋至刚及赵明静在中国台湾共同创办，最早为时尚鞋履代工服务，并陆续成为国际知名品牌供应商，产品主要涵盖时尚及休闲鞋履品类，同时先后在中国东莞、越南等地区建立生产基地。

2) 阶段二（2006-2018 年）：加速产能拓展和转移，发力运动品牌客户拓展，自有零售品牌取得较快发展。产能层面，2006 年公司位于中国湖南的专属 Nike 的首家工厂开始投产，2007 年上市后开始逐步往中国内陆省份、印尼、孟加拉、菲律宾等地区新建产能，2018 年受关税影响，公司进一步加速在东南亚地区产能投资，并永久性关闭部分中国厂房，多元化产能布局走向成熟。产品结构上，公司抓住全球运动市场高速扩张机遇，2016 年开始侧重运动鞋履品类，其中运动品类收入占制造业务收入比例由 2016 年的 24% 提升至 19.2pct 至 2023 年的 43.2%，发展成为公司第一大品类。零售业务层面，公司先后于 2006、2007 和 2011 年创立女装时尚品牌 Stella Luna、女装潮流鞋履品牌 What For 和平价奢华男鞋品牌 JKJY by Stella，自有品牌在鞋履零售市场影响力不断扩大。

3) 阶段三（2019-2022 年）：管理层接班顺利交接，发力高端奢侈品类客户拓展。公司 2020 年发起研发部门整合以提升产品设计能力，并借此进一步发力高端鞋履市场，2020-2024 年公司时尚和奢华品类收入 CAGR 分别为 18.4%、22.8%，增长迅速。

4) 阶段四（2023 年至今）：第一个三年规划启动，聚焦产品结构优化和生产多元化以提升利润率。公司目标在 2025 年底 OPM 达 10%，23-25 年利润 CAGR 达低双位数，其一，公司致力于扩大高端时尚和奢华品类占比，并寻求在设计及商业化方面深化与品牌合作；其二，公司计划进一步扩建于印尼、孟加拉等东南亚地区产能，优化供应链的同时稳定生产成本；其三，公司寻求控制费用支出，优化内部治理结构以提升运营效率。

图6: 九兴控股发展历程



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

1.2 三大创始家族深耕, 管理层顺利接班绽放新活力

创始人家族为公司实控人, 管理权和所有权相对统一, 股权结构相对稳定。截至24中报, 实控人家族中, Cordwalner Bonaventure Inc.、蒋志刚 (创始人之一)、陈立民 (董事会主席)、CEO 齐乐人 (创始人蒋志刚之侄子)、执行董事蒋以民 (创始人蒋志刚之子) 持股比例分别达 21.32%、6.28%、3.54%、0.89%、0.86%, 主要管理层执行董事 GILLMAN Christopher Charles 持股 0.25%, 公司所有权和经营权较为统一。

图7: 公司股权结构 (截至 2024 年中报)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

管理层深耕鞋履行业多年, 正处当打之年。公司管理团队深耕鞋履行业多年, 具备丰富深刻的公司治理及行业经验。公司董事会主席陈立民先生 1985 年加入九兴, 拥有 39 年鞋履行业从业经验, 执行总裁齐乐人 1995 年加入公司, 在鞋履技术发展和公司治理方面具备深厚经验。2019 年管理层换届、顺利接班后, 目前管理层年龄大多处 40-50 岁之间, 精力旺盛, 正处当打之年。

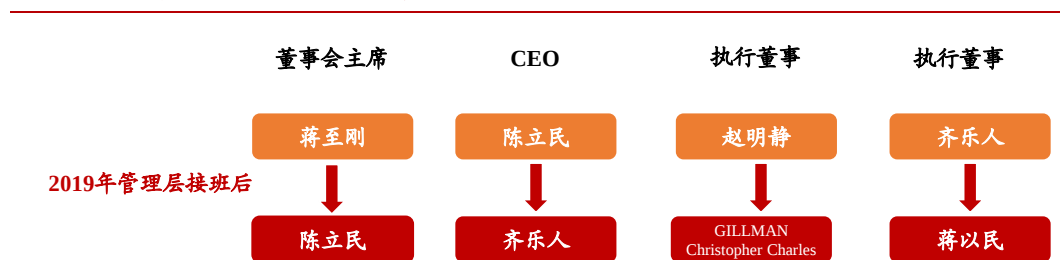
表1: 2019年顺利接班后, 管理层年龄大多为40-50岁, 正值壮年

姓名	职务	年龄	任职时间	介绍
陈立民	董事会主席	63岁	2019年	负责本集团的企业管理, 目前为本公司某些从事设计及市场活动、生产及零售业务的附属公司的董事, 亦为本公司单一最大股东 Cordwalner Bonaventure Inc.的董事, 间接持有 Cordwalner Bonaventure Inc. 已发行股本的权益。在鞋履行业的技术发展及管理上具有逾39年经验。
齐乐人	执行长	52岁	2019年	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, 担任本公司若干从事设计及市场推广活动、制造及品牌业务的附属公司的董事, 在拓展高端时尚客户基础方面起着重要作用, 亦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。在鞋履行业拥有逾29年经验, 对本集团各方面的营运(包括时尚、休闲及时尚运动业务)有全面深入的了解。
GILLMAN Christopher Charles	执行董事	62岁	2019年	负责本集团的运动鞋履业务; 加入本集团前, 担任 Caleres, Inc. 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, 在鞋履行业拥有逾40年经验。
蒋以民	执行董事	40岁	2019年	负责本集团品牌客户的业务发展及产品创造中心, 为执行董事齐乐人的表弟; 美国曼哈顿大学社会学学士。在鞋履行业拥有逾17年经验。
陈东瑞	总经理	62岁	1905年	在鞋履行业拥有逾38年经验, 亦为本公司某些从事生产业务的附属公司的董事。
杨振宁	总经理	59岁	1905年	在鞋履行业拥有逾38年经验, 担任本公司某些从事生产业务的附属公司的董事, 亦为执行董事陈立民的表弟。
赵翊棠	副总经理	39岁	2011年	负责本集团运动部的业务发展及产品创造, 为本集团创办人之一及前非执行董事赵明静的儿子; 在鞋履行业拥有逾10年经验。
陈育秋	副总经理	50岁	1998年	负责本集团运动部的全球生产工厂运营; 在鞋履行业有逾25年经验。
黄麟壹	副总经理	50岁	1998年	负责本集团的运营工作; 在鞋履行业有逾25年经验。
成春泉	副总经理	50岁	2000年	负责本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; 在鞋履行业拥有逾20年经验。
张颖觉	供应链中心副总经理	51岁	2000年	在集团中担任过开发, 业务, 厂主管及采购有关职务; 在鞋履行业拥有逾20年的经验。
谭兆明	财务长	46岁	2020年	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; 在加入本集团前, 彼于利丰有限公司担任执行副总裁, 专责于企业财务、财务规划及分析、财务及投资者关系领域。

资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

19年管理层接班顺利交接, 带领公司步入发展新阶段。公司于1982年由陈建民先生、蒋至刚先生及赵明静先生在台湾共同创办, 2019年管理层接班后, 董事会主席为创始人陈建民之弟, 1985年即加入公司, CEO为创始人蒋至刚侄子齐乐人, 1995年大学毕业即加入公司, 深耕公司多年经验丰富, 奢侈时尚品牌客户资源深厚, 执行董事 GILLMAN Christopher Charles 加入公司前是全球知名鞋类集团 Caleres 总裁, 新一代管理层均经验丰富、资源深厚, 带领公司步入发展新阶段。

图8: 2019年管理层接班公司执行董事变化



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

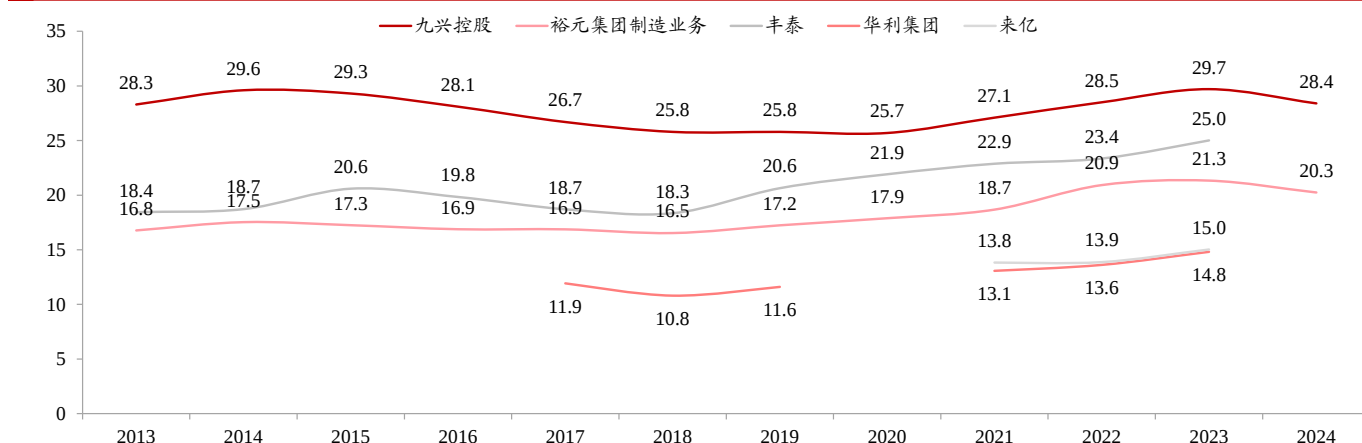
2 竞争优势：领先开发设计能力，深度绑定高端品牌

公司深耕高端鞋履制造，凭借领先的开发设计能力，与制鞋龙头形成差异化竞争优势：从产品设计开发来看，深耕高端鞋履 ODM 业务，九兴 23 年 ASP 达 30 美元，显著领先行业，研发费用率为 2.7%，处行业第一梯队，自有国际设计师品牌 Stella Luna，展现公司领先的自主设计和生产工艺，赋予公司产能独特和稀缺性，有望受益于 Nike 处品牌变革调整期中加大新品和产品设计感。从客户结构来看，深度绑定 Nike、Balenciaga、Prada、UGG 等国际知名品牌，布局运动、奢侈、时尚、休闲全品类品牌客户，有效分散流行趋势周期风险，并凭借卓越的设计开发和生产工艺，差异化绑定高附加值的奢侈时尚类客户，时尚奢侈品类收入占比提升有望推动利润率向上；从产能布局来看，公司已形成全球化产能布局，2024 年公司中国、越南、其他亚洲地区（菲律宾、印尼和孟加拉）出货量占比分别为 27%、51%、22%，未来印尼、孟加拉产能有望进一步扩张推动公司出货量显著增长。

2.1 开发优势：设计及生产工艺领先，卡位高端鞋履制造

深耕高端鞋履 ODM 业务，ASP 领先行业。横向对比来看，2024 年公司 ASP 为 28.4 美元，过去 10 年均处行业领先水平，主要系公司订单主要来自休闲、运动品牌的高端线，以及时尚奢华定位高端的品牌客户，公司领先的 ASP 水平体现较同业的开发和工艺壁垒。纵向对比来看，23 年 ASP 相较 19 年增长 15%，主要系 19 年管理层接班以来，公司凭借独树一帜的开发和生产工艺，增进与头部运动品牌在高端产线 ODM 合作，并积极寻求深入参与知名时尚奢华品牌供应链，24 年 ASP 同比-4%至 28.4 美元，主要系原材料价格下降以及 ASP 较低的运动品类收入占比提升所致，但仍显著领先行业。

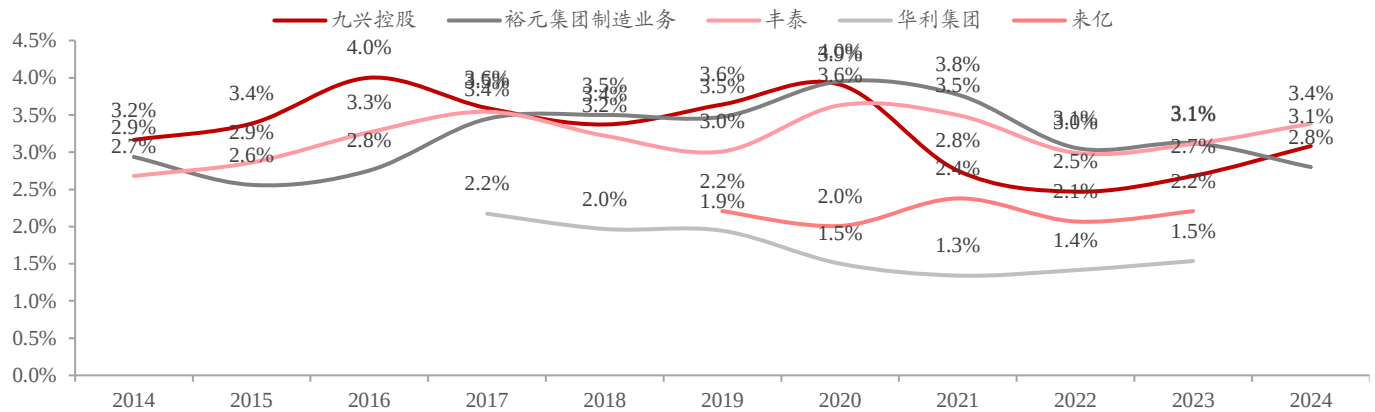
图9：九兴控股、裕元集团制造业务、丰泰企业、华利集团、来亿集团 ASP 对比（单位：美元）



资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所；注：丰泰企业、华利集团、来亿 ASP 均采用历史汇率换算；

设计开发能力领先，研发费用率处第一梯队。从研发费用率来看，公司研发投入处行业第一梯队，公司 2014-2020 年平均研发费用率为 3.6%，略高于裕元集团制造业务、丰泰，公司于 2020 年整合集团研发部门，并于 2023 年提出的三年规划中将进一步汇合研发团队会作为工作重点，将主要研发力量浓缩于公司位于广东省的两家研发中心内，2021 年以来，公司研发资金使用效率提升明显，2021-2024 年平均研发费用率为 2.7%。

图10: 2014-2024 年九兴与同业公司研发费用率对比



资料来源: 各公司公告, wind, 浙商证券研究所; 注: 裕元集团制造业务研发费用率为 (裕元集团研发费用-宝胜国际研发费用)/裕元集团制造业务收入

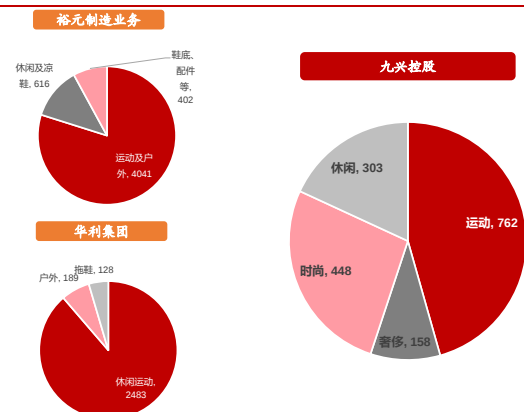
公司擅长生产高端联名款、限量款，生产工艺媲美欧洲，同时具备优秀的快反能力和客户响应能力。公司擅长生产高端设计感强的联名款和限量版，生产工艺媲美欧洲，且凭借优秀的快反能力和客户响应能力，形成差异化竞争优势。横向对比来看，同行规模虽大于九兴，但均以运动户外和休闲鞋履制造为主，同行主要客户均为运动品牌，2024 年公司时尚奢侈品类收入占比 36%，彰显公司在高端联名款、限量款等设计感十足的产能上的不可替代性。

图11: 公司主要客户 Nike、巴黎世家联名款、限量版鞋款



资料来源: 微信公众号, 浙商证券研究所

图12: 九兴控股及可比公司 2023 年分品类收入 (百万美元)



资料来源: 公司公告, wind, 浙商证券研究所

自有国际设计师品牌 Stella Luna，展现公司领先的自主设计和生产工艺。公司自 2006 年成立自有女性奢侈品牌 Stella Luna 起，已有超 18 年的自主设计并商业化高端时尚产品经验，成为行业内少数兼具独立运营自有品牌和代工经验的高端鞋履生产商。

图13: Stella Luna 品牌代言人赵露思



资料来源: 微信公众号, 浙商证券研究所

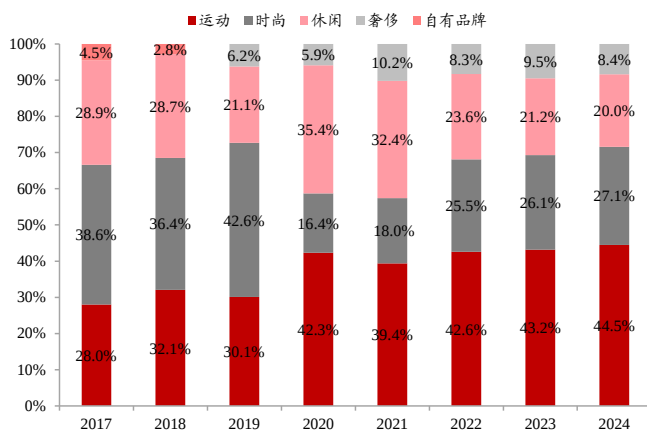
图14: 海外知名女星穿着 Stella Luna 产品出席活动



资料来源: 微信公众号, 浙商证券研究所

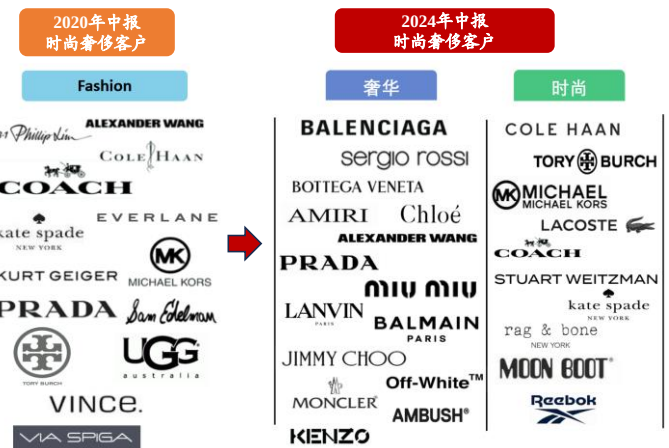
高附加值时尚奢华品类客户数量明显增加。2024 年公司时尚、奢华品类营收占比达 35.5%，相较 21 年+7.3pp；从单价来看，2020-2024 年公司 ASP CAGR 达 2.5%。未来公司有望借助其在高端鞋履制造层面的技术壁垒，深化产品结构向时尚、奢华品类的转型，并叠加规模效应来扩大其与其他较少涉足高端鞋履市场的制造同业的产品净值优势。

图15: 九兴制造业务各品类收入占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 21 年产品类别组合经重列, 以反映品牌客户的定位

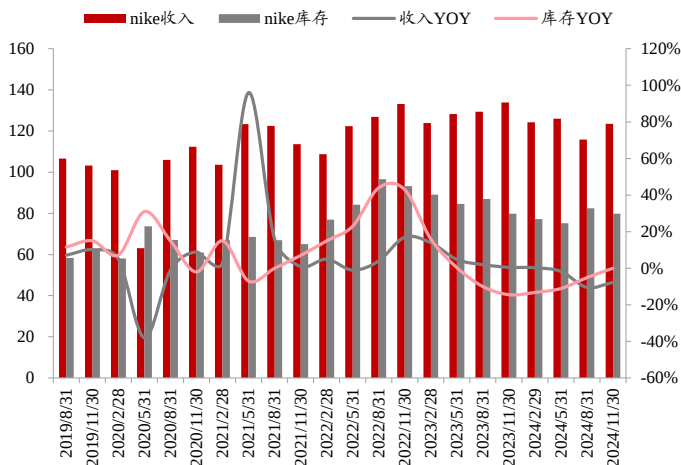
图16: 24 年公司时尚奢侈品类客户相较 20 年更为丰富



资料来源: 公司业绩 PPT, 浙商证券研究所

Nike 新 CEO 上台发力 ACG 户外子品牌，公司作为开设设计能力独树一帜的高端产品供应商有望受益。23/5-24/5 期间，Nike 公司收入增速连续 5 个季度落后于库存增速，公司面临零售疲软和库存压力，24/9 官宣 Elliott Hill 将上任 CEO，24/10 宣布任命董炜为大中华区董事长兼首席执行官，并兼任户外子品牌 ACG 全球首席执行官，Nike 子品牌 ACG 取代 adidas TERREX 成为 2025 年崇礼 168 超级越野跑赛事首席独家冠名赞助商。Nike 作为公司主要客户，新 CEO 上任后公司强调创新新品和加强户外子品牌 ACG 发展，九兴有望凭借超强开发设计能力受益 Nike 的战略调整。

图17: Nike 分季度库存和销售额情况 (单位: 亿美元)



资料来源: wind, 浙商证券研究所;

图18: Nike ACG 户外子品牌重新发力



资料来源: 微信公众号, 浙商证券研究所

2.2 客户优势: 客户赛道多元化, 深度绑定高附加值运动、奢侈时尚品牌

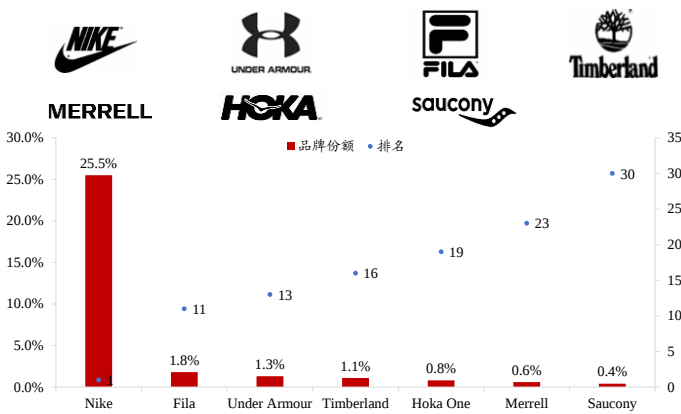
九兴于各细分鞋履板块均囊括国际知名品牌客户, 并与其形成长久而牢固的合作关系。从客户类别来看, 公司涵盖运动、时尚奢华及休闲板块知名品牌, 如 Nike、Under Armour、Prada、Kenzo、Balenciaga、Chloé、UGG 等, 为客户提供时尚性较强的高端产品线的 ODM 服务。从合作时间上来看, 公司与主要客户形成了 20 年以上合作关系, 展现公司在客户端的良好口碑。我们认为公司持续扩展运动及高端时尚品牌客户, 预计未来几年内新兴高附加值客户订单持续放量, 保障收入稳健增长、利润率稳步提升。

表2: 九兴控股与不同鞋履板块知名客户均有良好持久的合作关系

公司	客户	合作开始年份	合作年限 (年)
时尚、奢华	Kenzo	2004	21
	Celine	2004	21
	Cole Haan	2006 之前	>19
	Prada	2012 之前	>13
	Balenciaga	2016	9
	Chloé	2021	4
运动	Nike	2006 (湖南专属工厂) 2018 (越南专属工厂)	>19
	Under Armour	2018 之前	>7
	Merrell	2018 之前	>7
休闲	Timberland	1995	20
	Deckers	1995	20

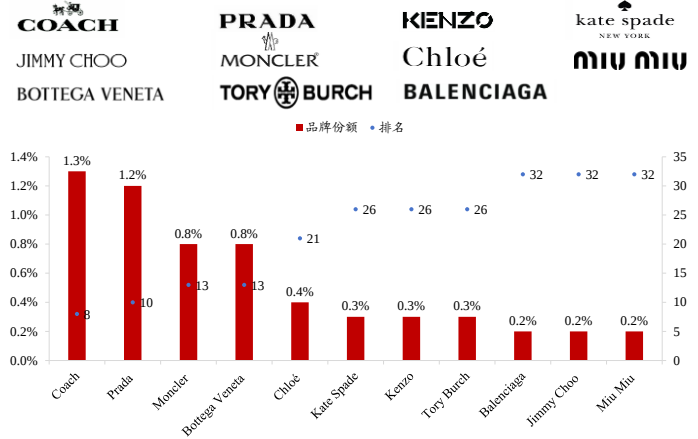
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 1) 时尚和奢华品类同属于高端定位, 故在此表中合并列示; 2) 表中“xx 年之前”参考品牌在九兴控股招股书或年报中的最早出现时间;

图19：公司运动品牌客户 23 年于全球运动市场份额与排名



资料来源：欧睿，浙商证券研究所；

图20：公司主要奢侈时尚客户 23 年于全球运动市场份额与排名



资料来源：欧睿，浙商证券研究所

多品类客户组合策略致客户集中度较低，第一大客户收入持续提升展现制鞋能力向上。从第一大客户份额来看，2024 年公司第一大客户占比为 38%，相较 2014 年提升 20pct，14-24 年第一大客户收入 CAGR 为 7%，凭借强大设计研发和交付能力，于第一大客户份额持续提升；从客户集中度来看，2023 年公司前五大客户占比为 65%，低于行业平均水平，主要系公司聚焦高附加值高端鞋履制造，在时尚及奢华定位的品牌客户布局力度高于同业，导致供应给头部运动、休闲品牌的产能被分散。

表3：九兴控股与裕元集团制造业务、丰泰企业、华利集团、来亿集团大客户情况对比

九兴控股大客户情况：第一大客户份额快速提升，多品类策略下客户集中度偏低											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
九兴控股总收入（亿美元）	16.6	17.7	15.5	15.8	15.9	15.4	11.4	15.4	16.3	14.9	15.5
YOY		6%	-12%	2%	1%	-3%	-26%	36%	6%	-8%	4%
第一大客户收入（亿美元）	3.0	3.9	3.1	3.2	3.5	3.8	4.1	5.2	5.6	5.3	5.9
占比	18%	22%	20%	20%	22%	25%	36%	34%	35%	35%	38%
第二大客户收入（亿美元）	2.3	3.0	2.9	2.7	2.3	2.5	1.6	2.2	-	1.5	
占比	14%	17%	18%	17%	14%	16%	14%	14%	-	10%	
前五大客户收入（亿美元）	10.1	11.7	9.7	9.7	9.3	9.8	7.8	10.4	10.4	9.6	
占比	61%	66%	63%	62%	59%	63%	69%	68%	64%	65%	
裕元集团制造业务：同时拥有 Nike、Adidas 两大运动巨头											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
裕元制造业务收入（亿美元）	60.4	61.4	60.4	60.9	58.8	60.0	47.4	49.1	62.0	50.6	56.2
YOY		2%	-2%	1%	-3%	2%	-21%	4%	26%	-18%	11%
第一大客户收入（亿美元）	17.0	16.8	16.7	16.7	17.8	19.3	15.8	17.6	22.0	20.4	20.6
占比	28%	27%	28%	27%	30%	32%	33%	36%	36%	40%	37%
第二大客户收入（亿美元）	12.5	13.9	16.2	16.7	16.0	17.2	14.6	13.5	13.8	10.3	13.9
占比	21%	23%	27%	27%	27%	29%	31%	27%	22%	20%	25%
前五大客户收入（亿美元）	40.1	42.2	43.3	43.7	44.3	46.5	38.0	38.4	46.6	41.0	
占比	66%	69%	72%	72%	75%	77%	80%	78%	75%	81%	
丰泰企业大客户情况：为 Nike 最资深合作伙伴											
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
丰泰企业总收入（亿美元）	14.5	16.9	18.1	19.1	21.1	25.4	24.5	25.4	31.3	28.0	
YOY		17%	7%	5%	11%	20%	-3%	3%	23%	-10%	
第一大客户收入（亿美元）	11.9	13.8	14.9	15.9	17.7	22.5	21.5	22.1	26.6	23.9	
占比	82%	81%	83%	83%	84%	89%	88%	87%	85%	85%	

华利集团大客户情况：第一大客户份额逐年提升、前五大客户集中度较高

	2017	2018	2019	2020H1	2021	2022	2023
华利集团营业收入（亿美元）	15.3	18.1	21.7	10.6	27.4	29.5	28.4
YOY		24%	22%			18%	-2%
第一大客户收入（亿美元）	4.2	5.1	5.9	3.5	9.7	11.4	10.7
占比	28%	28%	27%	33%	35%	39%	38%
第二大客户收入（亿美元）	3.6	4.6	5.6	2.2	5.9	5.7	5.7
占比	23%	25%	26%	21%	22%	19%	20%
第三大客户收入（亿美元）	3.0	3.3	3.8	1.7	5.0	4.9	3.3
占比	20%	18%	17%	16%	18%	17%	12%
第四大客户收入（亿美元）	1.0	1.3	2.3	1.4	3.0	3.2	2.0
占比	7%	7%	11%	13%	11%	11%	7%
第五大客户收入（亿美元）	0.9	1.0	1.2	0.7	1.5	1.8	1.6
占比	6%	6%	5%	6%	6%	6%	6%
前五大客户收入（亿美元）	12.7	15.3	18.7	9.5	25.1	27.0	23.4
占比	83%	85%	86%	89%	92%	91%	82%

来亿集团大客户情况：第一大客户占比过半，客户集中于头部

	2020	2021	2022	2023
来亿集团销货收入（亿美元）	9.2	7.2	10.2	9.2
YOY		-22%	42%	-10%
第一大客户收入（亿美元）	5.2	3.5	5.4	5.3
占比	57%	49%	53%	58%
第二大客户收入（亿美元）	1.6	1.6	2.4	2.0
占比	18%	23%	24%	21%
第三大客户收入（亿美元）	0.8	0.9	1.1	1.2
占比	9%	12%	10%	13%
第四大客户收入（亿美元）	0.6	0.7	1.0	0.4
占比	7%	9%	10%	4%
第五大客户收入（亿美元）	0.4	0.3	0.1	-
占比	4%	4%	1%	-
前五大客户收入（亿美元）	8.7	7.0	10.0	8.8
占比	95%	97%	98%	-

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所；注：来亿集团未披露 2023 年第五大客户收入情况

2.3 产能布局多元化，生产效率领先行业

产能优化布局下公司产能呈现量平质增趋势，深耕中高端鞋履制造致使产量低于同行。纵向对比来看，公司近 10 年出货量在 5000 万左右徘徊，产能无明显扩张，主要系 18 年中美贸易摩擦以来中国沿海产能关闭部分向内地转移，东南亚产能扩张，产能布局优化；横向对比来看，公司聚焦高端鞋履制造，出货量低于头部运动休闲鞋制造商。

表4：鞋履制造商出货量对比分析（单位：百万双）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
九兴控股	51	53	58	53	57	60	59	43	56	56	49	53
YOY	0.0%	4.5%	9.6%	-9.1%	7.0%	6.4%	-1.3%	-26.9%	28.5%	0.4%	-12.5%	8.2%
裕元集团	313	307	318	322	325	326	322	244	238	273	218	255
YOY	-20%	-2%	3%	1%	1%	0%	-1%	-24%	-2%	14%	-19.9%	17.0%
华利集团					128	167	187	164	210	217	192	
YOY						30%	12%	-12%	28%	3%	-12%	
丰泰企业	66	77	82	91	102	115	123	112	111	134	112	
YOY		16%	6%	11%	12%	13%	7%	-9%	-1%	21%	-16%	

来亿

52

74

61

YOY

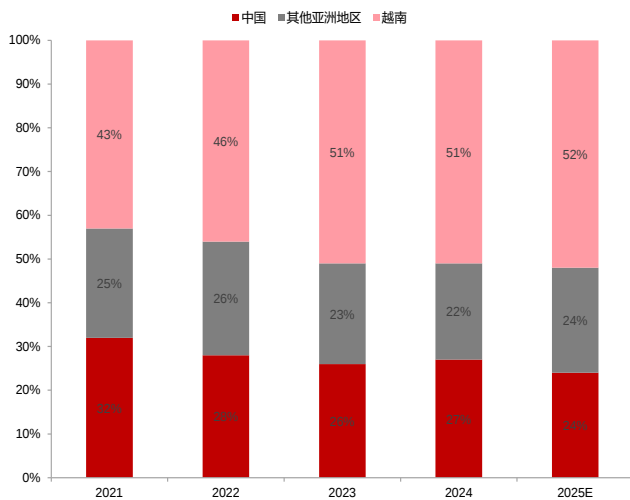
41.5%

-17.4%

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

多元化产能建设成熟，获取成本优势并降低供应链风险。公司 90 年代尝试在布局越南产能，并在 10 年代尤其是 18 年中美贸易摩擦后加快向东南亚地区的产能转移，2024 年公司中国、越南、其他亚洲地区（菲律宾、印尼和孟加拉）出货量占比分别为 27%、51%、22%，海外出货量占比达 73%，较 2019 年提升 18pct，未来公司将继续深化于印尼和孟加拉地区的产能扩张。

图21：九兴控股鞋履制造业务产量分布



资料来源：公司业绩 PPT，浙商证券研究所

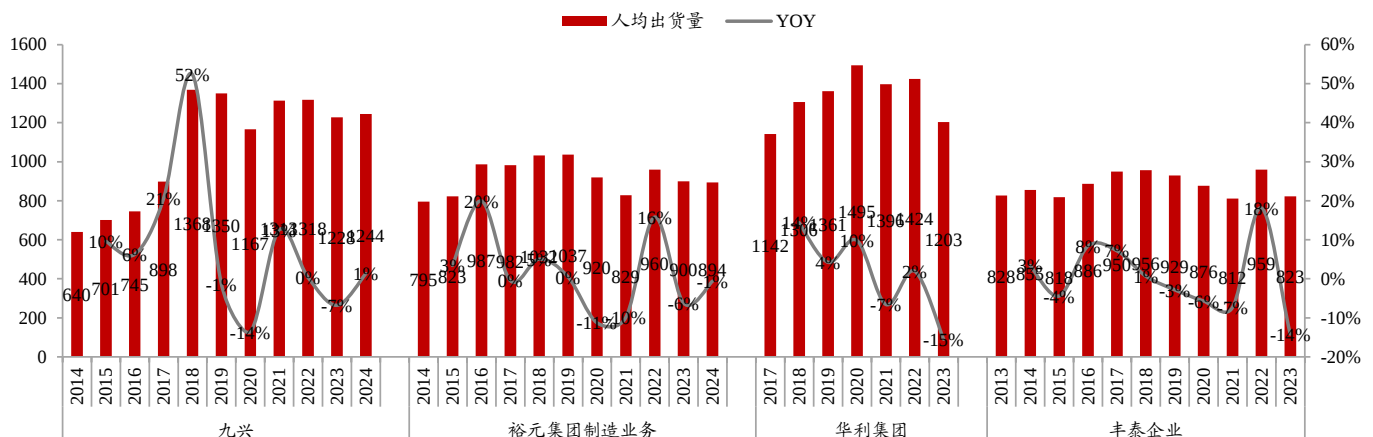
图22：九兴控股产能布局中国、印度、印尼、孟加拉、菲律宾



资料来源：公司业绩 PPT，浙商证券研究所

人均产量处于行业前列，生产效率领先。九兴近 5 年人均产量高企，公司高效地推进东南亚新建厂区的产能爬坡工作。横向对比来看，九兴近 5 年人均出货量维持在 1150~1350 双/人的水平，处行业领先水平，展现公司较强的员工技术水平、流水线工艺和管理效率。

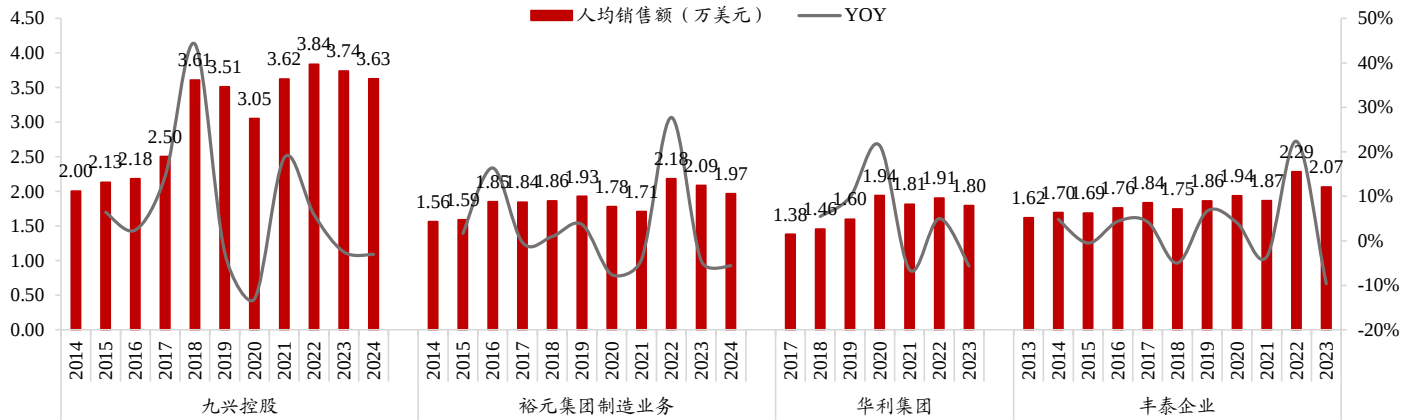
图23：九兴控股、裕元集团、丰泰企业、华利集团、来亿集团人均出货量对比（单位：双）



资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所

受 ASP 提升和生产效率提高公司人均创收稳步向上，并显著领先行业。纵向对比来看，伴随近年生产效率和 ASP 的提升，九兴人均创收水平整体保持上升趋势，2024 年达 3.6 万美元/人，处行业领先水平，体现公司的聚焦高端品类战略和内部效率优化工作卓有成效。

图24： 九兴人均创收处于历史高位，显著领先行业



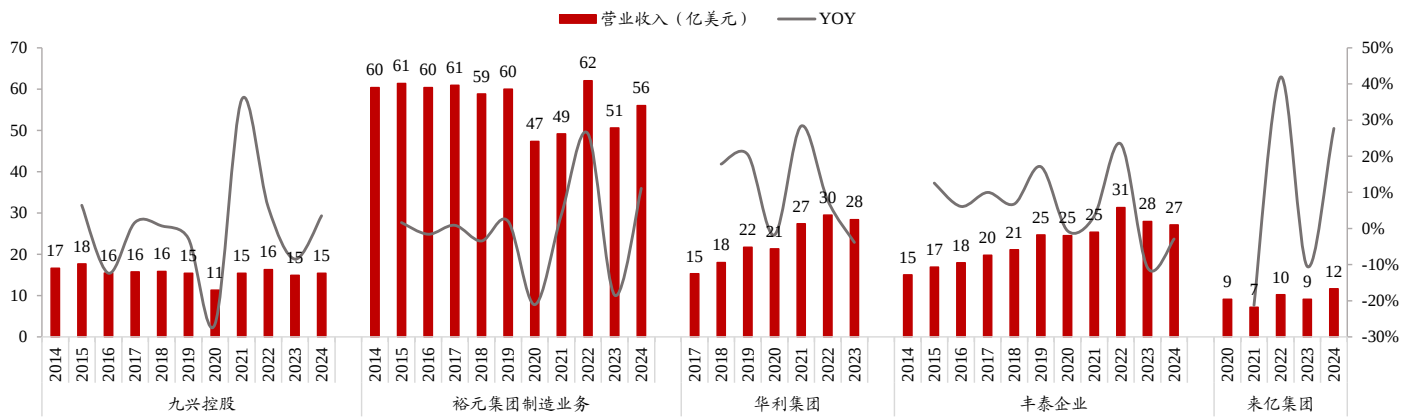
资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所

3 财务对比分析：规模处行业二梯队，现金流充足经营质量佳

3.1 收入端：规模处行业第二梯队，以高端鞋履为主力产品

公司收入规模处行业第二梯队。纵向对比来看，九兴 24 年在下游运动品牌客户结束去库存周期下，营收规模复苏，2024 年营业收入同比+3.5%至 15.5 亿美元。横向对比来看，公司聚焦高附加值的高端鞋履代工领域，并占据领先地位，整体规模处行业第二梯队。

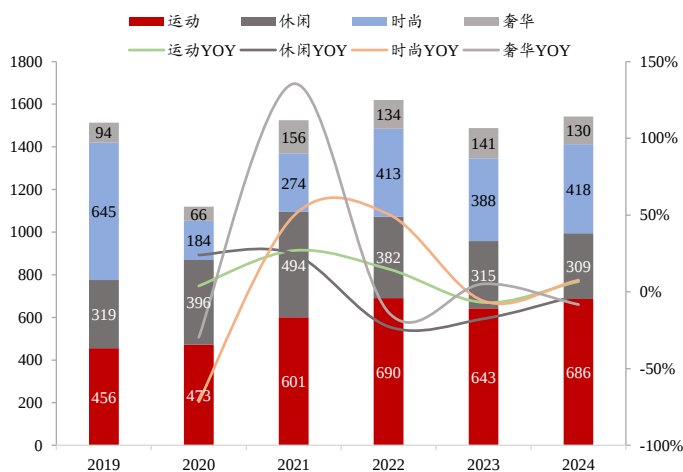
图25：九兴控股近 10 年营收规模在 15 亿美元，规模处行业第二梯队



资料来源：wind，公司公告，浙商证券研究所

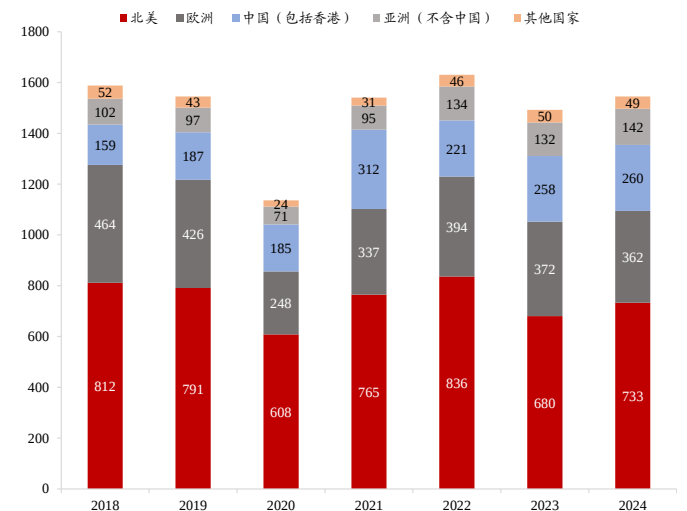
运动和时尚鞋履占比逐年提升，产品主要出口北美及欧洲。收入按产品拆分来看，2024 年公司运动、休闲、时尚、奢华鞋履板块分别实现收入 6.9、3.1、4.2、1.3 亿美元，同比分别+7%、-2%、+8%、-8%，占比分别为 44.5%、20.0%、27.1%、8.4%。**收入按地区拆分来看**，公司产品主要出口欧美地区，2024 年公司北美、欧洲、中国（含香港）、亚洲（不含中国）、其他国家收入分别为 7.3、3.6、2.6、1.4、0.5 亿美元，同比分别+8%、-3%、+1%、+7%、-4%，占比分别为 47.4%、23.4%、16.8%、9.2%、3.1%。

图26：公司制造业收入按产品拆分（百万美元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：2021 年起公司重列产品类别组合，以反映品牌现时定位

图27：公司收入按地区拆分（百万美元）



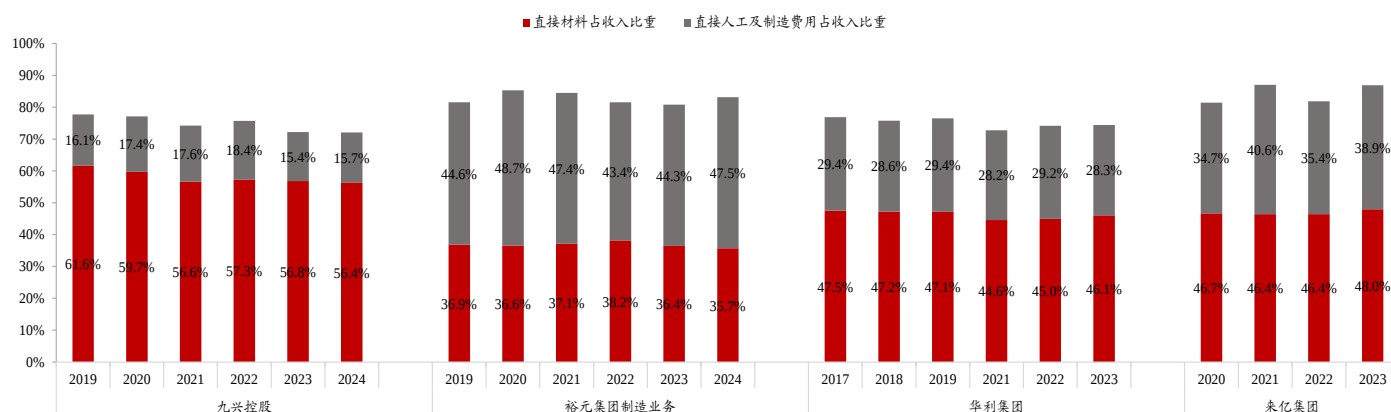
资料来源：公司公告，浙商证券研究所；

3.2 利润端：规模效应和精细化管理效果显现，费用率仍有降低空间

公司生产高端产品直接材料成本占比较高，直接人工及制造费用成本具备显著优势。

纵向对比来看，近年来公司直接材料成本占比和直接人工及制造费用占比稳中有降，主要系生产工艺优化和订单量增加的规模效应等因素共同推动。横向对比来看，公司直接材料占比高于同业，主要系高端鞋履产品原材料价格更贵，公司直接人工及制造费用比重显著低于同业，体现公司生产效率和工厂成本控制层面能力领先。

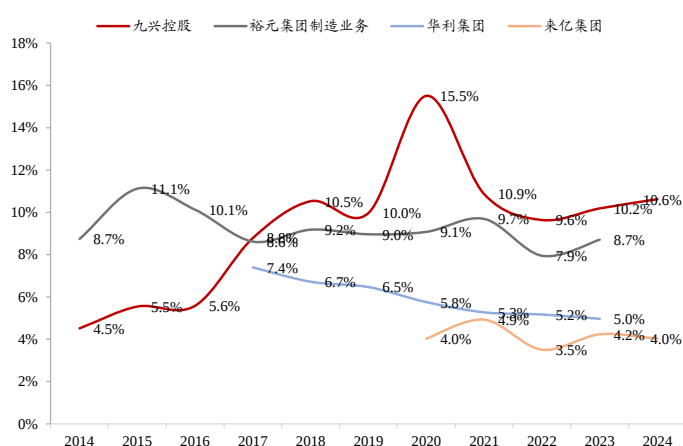
图28：九兴控股直接材料成本占比较高，直接人工及制造费用成本具备优势



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所；注：九兴控股2019~2024年直接人工占比分别为9.6%、11.4%、11.5%、10.3%、9.8%、9.9%，制造费用占比分别为6.5%、6.0%、6.1%、7.6%、5.6%、5.8%；来亿集团2023年数据仅包含当年前三季度；

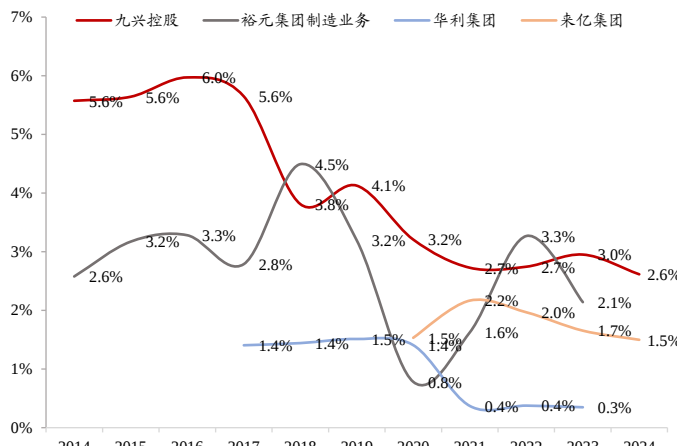
近年来公司管理和销售费用率稳中有降，处于同业较高水平。纵向对比来看，管理费用率方面，公司自2017年起管理费用率大幅提升，2024年管理费用率为10.6%，相较16年提升5.0pct，一方面，公司海外产能布局逐步完善，致使管理半径扩大，叠加新工厂的产能爬坡，期待规模效应进一步释放；另一方面，公司于2017年新推出股份奖励计划和购股权计划，促使近年股权激励产生费用上升。销售费用率层面，公司于2017年7月出售了其于中国零售业务的60%股权，并在20年后进一步缩减公司于全球的零售业务规模，使公司较大程度降低自有品牌市场运营、宣传的相关支出，故销售费用率近年下降明显，2024年公司销售费用率为2.6%，同比-0.4pp。

图29：九兴控股与同业管理费用对比



资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所；注：九兴控股2017年管理费用采用2018年报披露的调整数

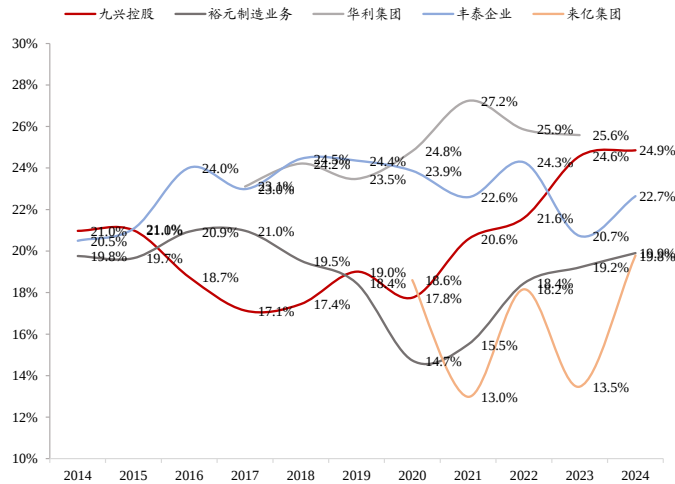
图30：九兴控股与同业销售费用对比



资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所；

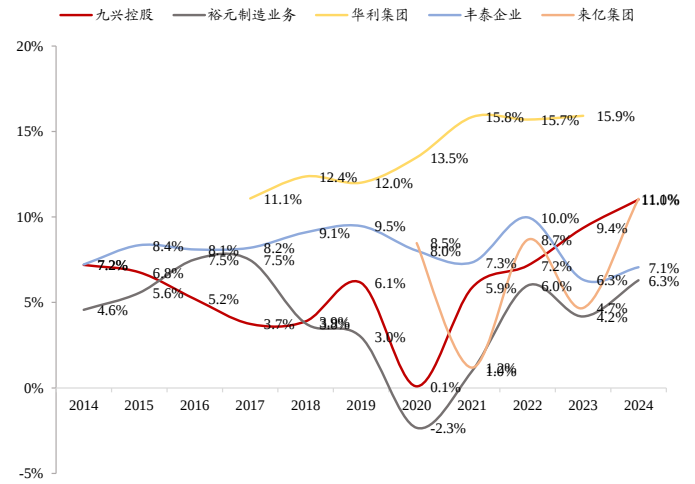
24 年毛利率、净利率均逆势创历史新高。纵向对比来看，公司 20-24 年利润率触底反弹逐年提升，2024 年毛利率为 24.9%，同比+0.3pct，净利率为 11.0%，同比+1.7pct，预计主要系公司增加利润率更高的运动、奢华、时尚品类收入占比。横向对比来看，目前公司利润率处行业第一梯队，考虑到公司目前仍在积极扩展产能和推动产品结构优化，期待公司未来在“规模效应+高附加值品类收入占比提升”的促进下，进一步提升盈利能力。

图31：九兴控股与同业毛利率对比



资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所；

图32：九兴控股与同业净利率对比



资料来源：各公司公告，wind，浙商证券研究所；

3.3 自由现金流充足，经营质量高，重视股东回报

公司自由现金流充足，展现优异的经营质量。公司经营活动现金流量净额在绝大多数年份超过净利润，经营质量优异，24 年公司实现经营活动现金流量净额 2.6 亿美元，占净利润比例为 154%。公司 2014~2024 年资本支出呈现先下降后上升趋势，13-16 年公司加大中国内陆和东南亚产能拓展，目前中国沿海产能转移至内陆已完成，24 年东南亚产能占比达 73%，但公司仍会配合品牌订单增加进一步扩张东南亚订单，我们预计未来资本化支出将维持稳定。

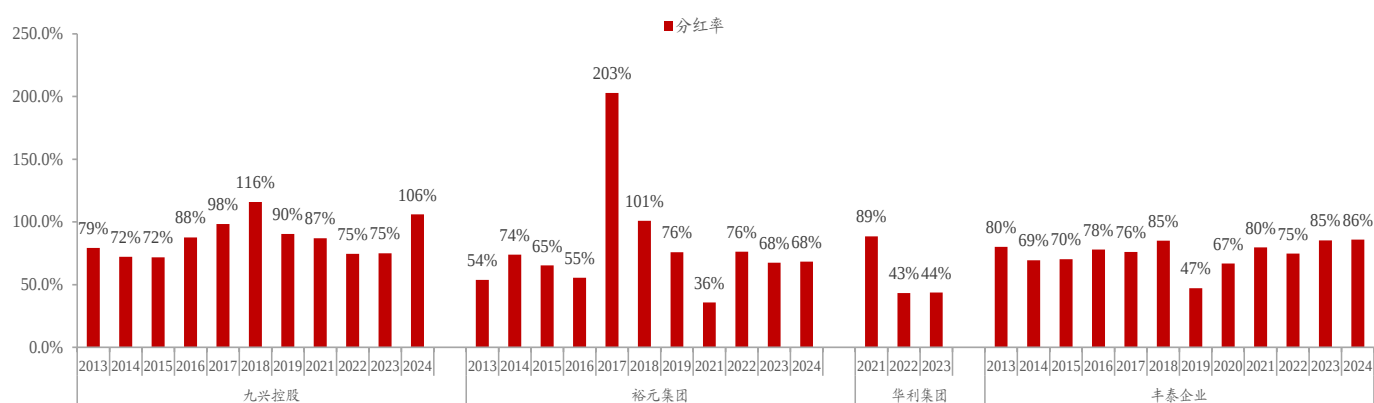
表5：近年来公司现金流充足、经营质量优异(单位：百万美元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流量净额	59	171	102	46	95	223	170	120	240	229	264
/净利润	49%	141%	125%	74%	144%	233%	10086%	134%	203%	162%	154%
资本性支出	82	85	77	44	56	73	51	56	58	68	67
YOY	-16%	3%	-9%	-43%	27%	31%	-30%	9%	4%	17%	-1%
自由现金流	(23)	86	25	2	39	150	119	65	182	162	197
YOY			-71%	-92%	1922%	288%	-21%	-46%	182%	-11%	22%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司近年来分红率超过 70%，股息率处历史较高水平。公司在 2014~2024 年间派息率稳定在 70%以上，21-23 年平均派息率（包括现金分红和回购）达到 85.6%，24 年现金分红率 71%，叠加特别股息 6000 万美元，整体分红率达 106%。过去 10 年公司分红率持续处于行业第一梯队，展望未来，公司承诺未来分红率维持 70%，另外 24-26 年每年 6000 万股票回购或特别股息，整体股东回报率领先行业。

图33: 九兴控股和可比公司分红率情况 (包括现金分红和回购)



资料来源: wind, 浙商证券研究所

4 盈利预测：利润率有望继续提升，成长性和高股息兼备

4.1 盈利预测：受益产品结构持续优化，利润率有望逐年提升

我们预计 25/26/27 年公司实现营收 16.2/17.3/18.5 亿美元，同比增长 5%/7%/7%，分业务来看：

制造业务方面，我们预计 25/26/27 年公司制造业务收入为 16.2/17.3/18.5 亿美元，同比 +5%/7%/7%。

品类拆分来看，受益于奢侈时尚客户已有客户逐渐放量和新客户持续拓展，增速会显著快于其他品类，运动品类未来受益于大客户订单份额增长将稳健增长，时尚品类受产能优先级略低影响增速略慢，我们预计 25/26/27 年运动品类收入同比 +7%/9%/9% 至 7.3/8.0/8.7 亿美元，时尚品类收入同比 +6%/8%/8% 至 4.4/4.8/5.2 亿美元，奢侈品类收入同比 +2%/7%/7% 至 1.3/1.4/1.5 亿美元，休闲品类收入同比 +1%/+1%/0% 至 3.1/3.1/3.1 亿美元。

客户收入拆分来看，公司与头部客户长期保持良好合作关系，在客户供应商序列中占据稳定份额，并且公司主要客户在市场中亦保有强大竞争实力，我们预计公司在头部客户的收入实现稳中有进，25/26/27 年公司来自第一大客户收入为 6.0/6.4/6.9 亿美元，同比增长 2%/7%/7%。

收入量价拆分来看，出货量方面，我们预计公司 25/26/27 年出货量为 5565/5843/6135 万双，同比增长 5%/5%/5%，需求端，预计受主力客户订单份额提升以及近年来新拓展的时尚奢侈品牌客户放量，订单需求较为充足；供给端，公司印尼和孟加拉新建产能将逐步落地，并且预计公司将继续在东南亚地区新建厂房，因此公司总体产能水平预计呈上升趋势。ASP 方面，我们预计公司 25/26/27 年 ASP 为 28.4/29.0/29.5 美元，同比持平/+2%/+2%，25 年单价持平预计主要系为公司来自高端运动品牌订单增速较快，且原材料价格有所下降，部分抵消公司在时尚、奢华品类收入占比提升带来的单价提升，预计后续公司持续拓展时尚奢侈高单价品牌客户，叠加休闲收入占比降低，中长期 asp 稳中有升。

营业利润：受高毛利率的时尚品类订单增速较快拉动，以及运动品牌新客户订单充裕保障产能利用率高企，预计 25/26/27 年公司制造业务营业利润分别为 2.2/2.4/2.7 亿美元，同比增长 14%/14%/15%，对应制造业务营业利润率分别为 13.5%/14.0%/14.6%。

零售及其他业务方面，公司将继续缩减零售业务，我们预计 25/26/27 年公司零售及批发业务收入均为 100 万美元，同比增长 -58%/0%/0%；24/25/26 年实现营业利润 -600/-500/0 万美元。

表6：九兴控股收入拆分

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
制造业务	1488	1543	1621	1734	1854
YOY	-8.1%	3.7%	5.1%	6.9%	6.9%
营业利润	176	200	219	243	271
营业利润率	11.8%	13.0%	13.5%	14.0%	14.6%
分品类收入拆分					
运动（Nike 等）	643	686	734	801	873
YOY	-6.9%	6.8%	7.0%	9.0%	9.0%
占比	43.2%	44.5%	45.3%	46.2%	47.1%
奢侈(巴黎世家等)	141	130	132	141	151
YOY	5.1%	-8.3%	2.0%	7.0%	7.0%
占比	9.5%	8.4%	8.2%	8.2%	8.2%
时尚（COLE HAAN 等）	388	418	443	479	517
YOY	-6.0%	7.6%	6.0%	8.0%	8.0%
占比	26.1%	27.1%	27.3%	27.6%	27.9%
休闲(ugg 等)	315	309	312	313	313
YOY	-17.5%	-2.2%	1.0%	0.5%	0.0%
占比	21.2%	20.0%	19.2%	18.1%	16.9%
分客户收入拆分					
第一大客户	525	588	599	641	686
YOY	-6.8%	11.9%	2.0%	7.0%	7.0%
占比	35.3%	38.1%	37.0%	37.0%	37.0%
第二大客户	150		155	162	171
YOY	0.0%			5.0%	5.0%
占比	10.1%		9.5%	9.4%	9.2%
前五大客户	964		1070	1144	1224
YOY	-7.2%			6.9%	6.9%
占比	64.6%		66.0%	66.0%	66.0%
收入量价拆分					
出货量（万双）	4900	5300	5565	5843	6135
YOY	-13%	8%	5%	5%	5%
ASP(美元/双)	29.7	28.4	28.4	29.0	29.5
YOY	4.2%	-4.4%	0.0%	2.0%	2.0%
零售及其他业务	5	2	1	1	1
YOY	-57.0%	-48.1%	-58.2%	0.0%	0.0%
占比	0%	0%	0%	0%	0%
营业利润	(12)	(9.5)	(6.0)	(5.0)	0.0
营业利润率	-253.0%	-398.2%	-600.0%	-500.0%	0.0%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

费用端方面，受益于公司的管理架构优化及降本增效措施，结合公司营收增长带来的正向经营杠杆，公司未来费用率有望呈下降趋势；我们预计公司 25/26/27 年销售费用率为 2.7%/2.7%/2.7%，管理费用率为 9.9%/9.9%/9.8%，研发费用率为 2.6%/2.6%/2.5%。综上，我们预计 25/26/27 年公司实现归母净利润 1.9/2.1/2.3 亿美元，同比增长 8%/13%/11%，净利率为 11.4%/12.0%/12.5%。

表7：九兴控股盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.6%	24.8%	25.2%	25.7%	26.3%
销售费用率	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用率	10.2%	10.6%	9.9%	9.9%	9.8%
研发费用率	2.7%	2.5%	2.6%	2.6%	2.5%
归母净利润	141.1	171.1	185.4	208.6	232.3
YOY	19.5%	21.3%	8.4%	12.5%	11.4%
归母净利率	9.5%	11.1%	11.4%	12.0%	12.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值与投资建议

公司估值低于可比公司平均水平，具备较高估值性价比。九兴控股 2025-2026 年预计 PE 分别为 10、9 倍，低于制造业务可比公司华利集团、申洲国际、伟星股份、裕元集团、丰泰企业、来亿平均 PE 14、13 倍，公司估值具备性价比。同时，公司承诺未来分红率维持 70%，另外 24-26 年每年 6000 万股票回购或特别股息，对应 25 年股息率达 10%，成长性和高股息兼具的优质标的，首次覆盖，给予“买入”评级。

表8：可比公司估值（截止 2025/3/24 收盘价）

	市值 (亿元)	归母净利润(亿元)			PE		
		2024/E	2025E	2026E	2024/E	2025E	2026E
华利集团	754	38.4	44.5	51.1	19.6	16.9	14.8
申洲国际	768	59.0	66.8	75.1	13.0	11.5	10.2
伟星股份	152	7.1	8.2	9.4	21.6	18.6	16.2
裕元集团	26	3.9	4.7	5.2	6.5	5.4	4.9
丰泰企业	1,264	58.5	67.6	77.9	21.6	18.7	16.2
来亿-KY	29	1.2	1.6	1.8	24.3	18.2	15.5
平均					16.5	14.2	12.5
九兴控股	18.7	1.7	1.9	2.1	10.9	10.1	9.0

资料来源：wind，浙商证券研究所；注：除九兴控股外，其他公司盈利预测均采用 wind 一致预期，其中九兴、华利、裕元 24 年为实际利润

5 风险提示

- 1、贸易摩擦风险：公司产能主要分布于越南、中国、印尼、孟加拉等，若短期与出口国出现贸易摩擦，可能公司业务造成负面影响
- 2、产能拓展不及预期：公司高端鞋履制造产能具备稀缺性，尤其东南亚产能拓展速度影响出货量增长
- 3、品牌客户订单流失风险：公司终端客户均为运动、时尚、奢侈及休闲品牌龙头，销售遍布全球，若主要经济体终端需求不足，会直接影响公司品牌客户下单

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	893	1,213	1,102	1,185
现金	424	466	512	564
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	235	389	304	314
其它应收款	32	103	44	107
预付账款	0	0	0	0
存货	203	255	241	200
其他	0	0	0	0
非流动资产	530	628	641	667
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	50	52	55	58
固定资产	387	407	427	448
无形资产	73	66	59	53
在建工程	0	0	0	1
其他	20	103	100	107
资产总计	1,423	1,841	1,743	1,852
流动负债	279	654	492	527
短期借款	1	1	1	1
应付款项	95	73	108	76
其他	183	579	382	450
非流动负债	27	27	28	29
长期借款	5	5	5	5
其他	22	23	23	24
负债合计	306	681	520	557
少数股东权益	15	15	14	13
归属母公司股东权益	1,102	1,146	1,209	1,282
负债和股东权益	1,423	1,841	1,743	1,852

现金流量表

(百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	264	210	230	248
净利润	171	185	208	232
折旧摊销	55	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
投资损失	2	1	0	(1)
营运资金变动	36	(300)	192	(63)
其它	(1)	323	(171)	79
投资活动现金流	(31)	(43)	(40)	(39)
资本支出	67	60	62	63
长期投资	0	1	0	0
其他	(36)	(18)	(22)	(25)
筹资活动现金流	(103)	(147)	(141)	(154)
短期借款	111	86	99	93
长期借款	132	130	146	162
其他	(140)	(69)	(104)	(101)
现金净增加额	129	42	47	51

利润表

(百万美元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1545	1622	1735	1855
营业成本	(1161)	(1214)	(1289)	(1367)
毛利润	384	409	446	488
销售费用	(40)	(44)	(46)	(49)
管理费用	(164)	(161)	(171)	(182)
其他收入及收益	19	14	16	15
营业利润	183	203	229	257
财务费用	0	0	0	0
以权益法核算的投资收益	(2)	(1)	0	1
除税前溢利	199	216	242	270
所得税	(29)	(31)	(35)	(39)
净利润	170	184	207	231
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	171	185	208	232
EBITDA	235	204	229	257
EPS (最新摊薄)	0.21	0.22	0.25	0.28

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.51%	5.00%	6.93%	6.93%
营业利润	15.80%	10.63%	12.34%	12.21%
归属母公司净利润	21.25%	8.34%	12.40%	11.27%
获利能力				
毛利率	24.85%	25.20%	25.70%	26.30%
净利率	11.01%	11.36%	11.95%	12.44%
ROE	18.20%	18.93%	20.35%	21.43%
ROIC	4.48%	5.01%	5.19%	5.65%
偿债能力				
资产负债率	21.49%	36.99%	29.83%	30.06%
净负债比率	-37.37%	-39.64%	-41.39%	-43.03%
流动比率	3.20	1.86	2.24	2.25
速动比率	2.47	1.47	1.75	1.87
营运能力				
总资产周转率	1.11	0.99	0.97	1.03
应收账款周转率	5.13	4.27	4.12	4.82
应付账款周转率	17.37	19.30	19.20	20.20
每股指标(美元)				
每股收益	0.21	0.22	0.25	0.28
每股经营现金	0.32	0.25	0.28	0.30
每股净资产	1.34	1.38	1.46	1.55
估值比率				
P/E	10.94	10.10	8.98	8.07
P/B	1.70	1.63	1.55	1.46
EV/EBITDA	0.43	0.39	0.50	0.32

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>