

九兴控股(01836)

报告日期: 2025年07月02日

产能稀缺订单充沛, 加快产能拓展蓄力长期成长

——九兴控股点评报告

投资要点

- 卓越高端鞋履制造商, 开发设计能力领先, 东南亚产能具备稀缺性。**公司作为全球领先的高端优质鞋履开发制造商, 凭借强大的开发设计能力, 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 ASP 达 28.4 美元, 显著领先行业, 多元化产能布局具备稀缺性, 24 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%。
- 预计品牌下单积极, 关税等外部扰动下订单仍饱满**
 4 月 2 日美国决定征收“对等关税”, 对品牌下单意愿和美国终端需求均产生不利影响, 但受益于公司高端鞋履制造产能稀缺性, Q1-3 订单已锁定不受关税等外部因素影响, 5 月 12 日中美日内瓦经贸会谈上美国修改 4/2 对等关税安排中针对中国商品的 34% 税率, 在未来 90 天内暂停 24% 关税的征收, 仅保留 10% 加征, 中美贸易谈判取得突破进展, 我们预计品牌方下单积极性有所改善, Q4 订单可见度提升, 预计全年出货量维持中单增长、ASP 持平。
 25Q1 实现收入 3.3 亿美元, 同比-2.2%, 25Q1 制造业务收入同比-1.8%至 3.2 亿美元, 量价拆分来看, 出货量达 1210 万双(同比+3.4%), ASP 为 26.4 美元(同比-5.0%), 一方面单价相对较低的运动品牌出货占比提升, 另一方面基数影响, 24 年巴黎奥运会影响下 24H2 部分秋冬产品提前 24H1 出货。我们预计 25H1 收入增速慢于 H2, 全年收入增长中单位数。
- 产能拓展节奏加快, 短期产效波动影响利润**
 25 年印尼梭罗新工厂和孟加拉新工厂产能加速爬坡, 24 年东南亚产能占比-1pp 至 73%, 公司预计 25 年中国、越南、其他亚洲地区(印尼、孟加拉、菲律宾)产能占比分别-3pp、+1pp、+2pp 至 24%、52%、24%, 25 年东南亚产能占比提升幅度扩大, 订单充沛之下东南亚产能拓展节奏加快, 我们预计受新工厂新产线产能爬坡效率和新员工培训影响, 短期利润率或将小幅波动, 不改中长期向好趋势。
- 盈利预测及估值**
 产能稀缺客户订单充沛保障收入稳健成长, 印尼和孟加拉新产能有序扩张, 短期产能爬坡利润率波动不改长期向好趋势, 预计 25-27 年公司实现收入 16/17/19 亿美元, 同比+5%/7%/7%, 归母净利润分别为 1.7/1.8/2.0 亿美元, 对应增速-3%/+12%/+11%, 对应 PE 为 9/8/8X, 预计 25 年分红率维持 70%, 且公司承诺 6000 万美元的回购或特别股息, 对应股息率 11%, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 美国需求不及预期、贸易摩擦风险**

财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	1,545.1	1,621.4	1,742.7	1,866.7
(+/-) (%)	3.51%	4.94%	7.48%	7.12%
归母净利润	171.1	165.1	184.9	204.4
(+/-) (%)	21.25%	-3.47%	11.98%	10.56%
每股收益(美元)	0.21	0.20	0.22	0.25
P/E	9.0	9.4	8.4	7.6

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

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

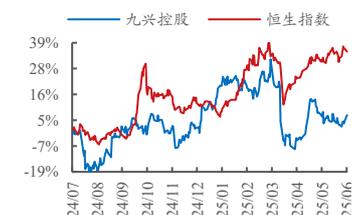
分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 周敏
 zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$14.50
总市值(百万港元)	12,134.12
总股本(百万股)	836.84

股票走势图



相关报告

1 《高端鞋履制造商龙头, 开发设计能力领先》2025.03.25

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	1,219	1,110	1,192
现金	424	466	512	564
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	235	389	308	314
其他应收款	32	103	45	107
预付账款	0	0	0	0
存货	203	260	245	207
其他	0	0	0	0
非流动资产	530	551	564	592
金融资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	50	52	55	58
固定资产	320	336	356	377
商誉及无形资产	66	60	54	48
在建工程	0	0	0	1
其他	94	103	100	107
资产总计	1,423	1,770	1,675	1,784
流动负债	279	559	412	462
短期借款	1	1	1	1
应付款项	95	73	109	76
其他	183	485	302	385
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	586	440	492
少数股东权益	15	15	14	13
归属母公司股东权益	1,102	1,169	1,221	1,279
负债和股东权益	1,423	1,770	1,675	1,784

利润表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	1545	1621	1743	1867
营业成本	(1161)	(1229)	(1314)	(1400)
毛利润	384	392	429	467
销售费用	(40)	(45)	(48)	(49)
管理费用	(164)	(167)	(179)	(192)
其他收入及收益	19	14	16	15
营业利润	183	180	201	225
财务费用	15	12	14	13
以权益法核算的投资收益	0	0	0	0
除税前溢利	199	192	215	238
所得税	(29)	(28)	(31)	(34)
净利润	170	164	184	203
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
归属母公司净利润	171	165	185	204
EBITDA	235	238	260	286
EPS (最新摊薄)	0.21	0.20	0.22	0.25

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	3.51%	4.94%	7.48%	7.12%
营业利润	15.80%	-2.17%	11.89%	11.58%
归属母公司净利润	21.25%	-3.47%	11.98%	10.56%
获利能力				
毛利率	24.85%	24.20%	24.60%	25.00%
净利率	11.01%	10.12%	10.55%	10.90%
ROE	18.20%	16.68%	17.79%	18.83%
ROIC	4.48%	4.35%	4.53%	4.96%
偿债能力				
资产负债率	21.49%	33.13%	26.28%	27.56%
净负债比率	-37.37%	-38.85%	-41.00%	-43.14%
流动比率	3.20	2.18	2.70	2.58
速动比率	2.47	1.71	2.10	2.13
营运能力				
总资产周转率	1.11	1.02	1.01	1.08
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	0.20	0.22	0.25
每股经营现金	0.32	0.30	0.32	0.34
每股净资产	1.34	1.41	1.47	1.54
估值比率				
P/E	9.04	9.36	8.36	7.56
P/B	1.40	1.32	1.27	1.21
EV/EBITDA	0.43	0.33	0.44	0.29

现金流量表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	264	247	265	282
净利润	171	165	185	204
折旧摊销	55	57	59	61
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	36	(305)	191	(63)
其它	1	330	(169)	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)	(133)	(124)	(135)
债务的增加	111	86	99	93
股息及利息支付	132	116	129	143
其他	(140)	(69)	(104)	(101)
现金净增加额	129	42	47	51

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>