

九兴控股(01836)

报告日期: 2025 年 09 月 03 日

新客户+新产能持续拓展，蓄力中长期成长

——九兴控股点评报告

投资要点

- 公司发布 2025 年中报，25H1 实现收入 7.8 亿美元，同比+0.7%，归母净利润 7863 万美元，同比-14.5%，一方面高基数，由于巴黎奥运会 100 万双订单由 24H2 提前至 24H1 出货，另一方面受工厂产能爬坡效率不及预期影响。剔除 24H1 100 万双鞋提前出货影响，25H1 收入同比+4.5%，净利润同比-6.3%。
- 运动品牌收入占比提升，新客户持续拓展
25H1 制造业务收入分品类来看，运动收入同比+8.2%，占比 48.5%；时尚收入同比-2.6%，占比 25.4%；奢华收入同比-6.2%，占比 7.8%；休闲收入同比-9.2%，占比 18.3%。运动品类主力客户持续成长，新客户放量，推动运动品类高增，奢华和时尚品类主要系基数效应，100 万双鞋子由 24H2 提前至 24H1 出货；休闲品类收入降低系公司主动调整，将产能分配给更优质的订单。预计 25H2 开始向时尚及运动 2 个新客户交付，新客户逐渐放量，主力客户持续增长，保障公司稳健增长。
量价拆分来看，25H1 出货量同比+3.8%至 2750 万双，ASP 同比-3.2%至 27.4 美元，主要系单价较低的运动产品占比提升，以及单价较高的奢侈时尚 24 年 100 万双提前出货造成的基数效应。
- 高端鞋履产能具备稀缺性，订单充沛产能持续拓展
25H1 鞋履生产分布来看，越南、中国、亚洲其他地区（孟加拉、印尼及菲律宾）分别占比 52%、25%、23%，分别同比+1pct、-3pct、+2pct，印尼梭罗新工厂预计仍有 700 万双产能逐步提升，孟加拉新工厂预计仍可扩充 300 万双，印尼最大客户专属工厂新产能预计 26H2 投产，贡献 1000-1500 万双新产能，订单充沛之下东南亚产能拓展节奏加快，预计新增 2000 万双新产能支持未来 3 年计划的业务增长。
- 产效和关税压力致短期利润波动，不改长期向好趋势
25H1 毛利率同比-3.2pct 至 22.6%，主要受新工厂新产线产能爬坡效率和新员工培训影响，产效不及预期致短期毛利率波动，销售费用率、管理费用率分别同比+0.3pct、-0.5pct 至 2.6%、10.0%，归母净利率同比-1.8pct 至 10.1%，新工厂新产线产能爬坡效率和新员工培训影响，短期利润率小幅波动，不改中长期向好趋势
- 盈利预测及估值
产能稀缺订单充沛，新客户持续拓展，主力客户稳健增长，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 1.65/1.85/2.04 亿美元，对应增速-3%/+12%/+10%，对应 PE 为 11/10/9X，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 10%，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	185.4	204.0
(+/-) (%)	21.25%	-3.47%	12.29%	10.03%
每股收益(美元)	0.21	0.20	0.22	0.25
P/E	10.6	11.0	9.8	8.9

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

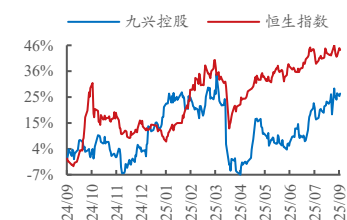
分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：周敏
执业证书号：S1230525080004
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$16.83
总市值(百万港元)	14,118.44
总股本(百万股)	838.89

股票走势图



相关报告

- 1 《产能稀缺订单充沛，加快产能拓展蓄力长期成长》 2025.07.02
- 2 《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	1,193
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	244	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	0
其他	94	103	100	108
资产总计	1,423	1,770	1,674	1,784
流动负债	279	559	411	463
短期借款	1	1	1	1
应付款项	95	73	109	76
其他	183	485	301	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	439	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	1,674	1,784

现金流量表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	264	247	265	281
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	(64)
其它	1	330	(170)	80
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)	(134)
债务的增加	111	86	99	93
股息及利息支付	132	116	130	143
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	1621	1743	1867
营业成本	(1161)	(1229)	(1312)	(1400)
毛利润	384	392	430	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	202	224
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	216	237
所得税	(29)	(28)	(31)	(34)
净利润	170	164	185	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	262	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%	12.76%	10.72%
归属母公司净利润	21.25%	-3.47%	12.29%	10.03%
获利能力				
毛利率	24.85%	24.20%	24.70%	25.00%
净利率	11.01%	10.12%	10.60%	10.87%
ROE	18.20%	16.68%	17.86%	18.79%
ROIC	4.48%	4.35%	4.56%	4.96%
偿债能力				
资产负债率	21.49%	33.13%	26.24%	27.58%
净负债比率	-37.37%	-38.85%	-41.00%	-43.13%
流动比率	3.20	2.18	2.70	2.58
速动比率	2.47	1.71	2.11	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	10.59	10.97	9.77	8.88
P/B	1.64	1.55	1.48	1.42
EV/EBITDA	0.43	0.33	0.44	0.29

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>