

九兴控股 (01836.HK)

25Q3 订单量增价减，生产效率逐步恢复正常

25Q3 收入增长 4%，出货量+8%，出货价-4%；短期产能效率影响逐步消除，虽然短期盈利能力承压，但中长期订单确定性强，盈利能力有望逐步回升，我们小幅下调盈利预测，预计 2025-2027 年净利润 1.61 亿美元、1.79 亿美元、1.98 亿美元，同比增速为-6%、11%、11%，对应 25PE11X，26PE10X，维持强烈推荐评级。

□ 25Q3 收入稳健，量增价减。25Q3 实现收入 4.0 亿美元，同比+3.7%，实现制造业务收入 3.9 亿美元，同比+3.6%。其中出货量达 1390 万双（同比+7.8%），ASP 为 28.2 美元（同比-3.8%）。单价下跌主要是因为单价较低的运动客户订单增速较快，同时原材料价格下跌导致。

□ 产能效率逐步恢复正常：25H1 印尼和菲律宾工厂新产线产能爬坡效率不及预期，公司积极指派经验丰富的管理层进行改革，25 年 6 月以来工厂效率逐月改善取得稳健进展，效率问题基本得到解决，对后续新产能扩建提供经验，26 年产能扩展中预计将不会出现问題。

□ 客户订单饱满，产能拓展持续进行中。25Q3 运动客户增长良好，2026 年客户订单反馈良好，公司持续拓展新客户，包括运动及时尚客户，预计未来将提供不错增量。公司预计新增 2000 万双新产能支持未来 3 年计划的业务增长。

□ 盈利预测及投资建议。公司作为运动时尚鞋履制造龙头，短期产能效率问题逐步解决，核心客户订单稳定，并持续拓展新客户，生产产品壁垒较高，中长期确定性强；公司保持固定分红 70%+每年 6000 万美元回购或特别派息的方案；考虑到产能爬坡不及预期&承担部分关税影响，我们略下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司收入 15.8 亿美元、16.6 亿美元、17.5 亿美元，同比增速为 2%、5%、6%；净利润 1.61 亿美元、1.79 亿美元、1.98 亿美元，同比增速为-6%、11%、11%，对应 25PE11X，26PE10X，维持强烈推荐评级。

□ 风险提示：汇率波动影响利润风险、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、关税影响利润风险。

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	1578	1660	1753
同比增长	-8%	3%	2%	5%	6%
营业利润(百万元,USD)	154	163	160	178	202
同比增长	8%	6%	-2%	11%	13%
归母净利润(百万元,USD)	141	171	161	179	198
同比增长	20%	21%	-6%	11%	11%
每股收益(元)	0.18	0.21	0.19	0.22	0.24
PE	11.8	10.1	10.8	9.7	8.8
PB	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

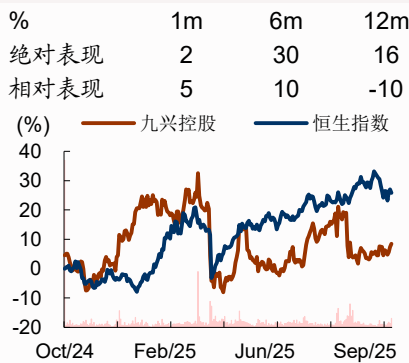
强烈推荐（维持）

消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：15.87 港元

基础数据

总股本（百万股）	839
香港股（百万股）	839
总市值（十亿港元）	13.3
香港股市值（十亿港元）	13.3
每股净资产（港元）	1.3
ROE（TTM）	15.8
资产负债率	24.6%
主要股东	Cordwalner Bonaventure Inc.
主要股东持股比例	20.7339%

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) — 25H1 盈利能力承压，下半年生产效率有望逐步修复》2025-08-31
- 《九兴控股 (01836) — 25H1 收入稳健，新员工效率不及预期盈利能力承压》2025-07-18
- 《九兴控股 (01836) — 2024 年稳健增长，2025 年持续拓展海外产能&新客户》2025-03-23

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	848	806	833
现金及现金等价物	294	424	366	300	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	240	252	266
其它应收款	58	32	32	34	36
存货	197	203	210	220	231
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	532	530	559	634	748
长期投资	53	54	54	54	54
固定资产	372	387	416	491	605
无形资产	87	73	73	73	73
其他	20	16	16	16	16
资产总计	1360	1423	1407	1441	1581
流动负债	265	279	286	300	422
应付账款	83	95	98	103	108
应交税金	40	53	53	53	53
短期借款	1	1	0	4	114
其他	141	130	135	141	147
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	312	327	449
股本	10	11	11	11	11
储备	1041	1092	1069	1088	1106
少数股东权益	16	15	15	15	15
归属于母公司所有者权益	1051	1102	1080	1098	1117
负债及权益合计	1360	1423	1407	1441	1581

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	190	202	232
净利润	141	171	161	179	198
折旧与摊销	56	55	56	61	72
营运资本变动	(6)	36	(5)	(13)	(15)
其他非现金调整	38	1	(22)	(24)	(23)
投资活动现金流	(57)	(31)	(63)	(111)	(159)
资本性支出	(68)	(67)	(100)	(150)	(200)
出售资产及现金	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)	(157)	(73)
债务增减	(4)	(4)	(1)	4	110
股本增减	1	33	0	0	0
股利支付	88	132	183	161	179
其它筹资	(0)	(0)	(0)	(0)	(4)
其它调整	(176)	(263)	(366)	(321)	(358)
现金净增加额	81	129	(58)	(66)	(0)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元,USD	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	1499	1545	1578	1660	1753
主营收入	1493	1545	1578	1660	1753
营业成本	1126	1161	1201	1256	1317
毛利	367	384	376	404	437
营业支出	220	220	216	226	235
营业利润	154	163	160	178	202
利息支出	1	1	0	0	4
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	185	206	227
所得税	21	29	24	27	29
少数股东损益	(1)	(1)	0	0	0
归属普通股股东净利润	141	171	161	179	198
EPS(元)	0.18	0.21	0.19	0.22	0.24

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-8%	3%	2%	5%	6%
营业利润	8%	6%	-2%	11%	13%
净利润	20%	21%	-6%	11%	11%
获利能力					
毛利率	24.5%	24.8%	23.8%	24.3%	24.9%
净利率	9.4%	11.1%	10.2%	10.8%	11.3%
ROE	13.4%	15.5%	14.9%	16.3%	17.7%
ROIC	13.9%	15.3%	14.3%	15.7%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	21.5%	21.5%	22.2%	22.7%	28.4%
净负债比率	0.5%	0.4%	0.3%	0.6%	7.5%
流动比率	3.1	3.2	3.0	2.7	2.0
速动比率	2.4	2.5	2.2	2.0	1.4
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1
存货周转率	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
应收帐款周转率	4.6	5.1	5.9	5.9	6.0
应付帐款周转率	15.1	13.1	12.4	12.5	12.5
每股资料(元)					
每股收益	0.18	0.21	0.19	0.22	0.24
每股经营现金	0.29	0.32	0.23	0.24	0.28
每股净资产	1.32	1.34	1.30	1.33	1.35
每股股利	0.13	0.22	0.19	0.22	0.24
估值比率					
PE	11.8	10.1	10.8	9.7	8.8
PB	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
EV/EBITDA	7.4	6.6	7.1	6.4	5.6

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。