

九兴控股(01836)

报告日期: 2026年04月17日

## 26Q1 收入低单增长, 全年订单稳健

### ——九兴控股点评报告

#### 投资要点

□ 公司发布 2026Q1 业务运营情况, 26Q1 实现收入 3.4 亿美元, 同比+1.9%, 实现制造业务收入 3.3 亿美元, 同比+2.2%, 26Q1 收入增长低单, 主要来自运动新客户订单增长。

#### □ 印尼孟加拉假期拉长致量减, ASP 逆势向上

26Q1 制造业务实现收入 3.3 亿美元, 同比+2.2%, 公司在 1-2 月主要生产基地春节、斋戒月等假期增加, 以及 3 月中东战争影响下, 仍保持韧性增长, 彰显高端鞋履制造产能稀缺性和客户订单稳健性。

量价拆分来看, 出货量达 1190 万双 (同比-1.7%), ASP 为 27.4 美元 (同比+3.8%), 出货量降低主要系印尼及孟加拉斋戒月假期增加, 单价逆势提升主要系单价低于集团整体的第一大运动客户出货量降低, 单价较高的运动新客户出货量占比增加。

我们预计 26 全年出货量持平, 26H2 三个新工厂投产贡献新产能, 缓解越南厂区超负荷订单; 26 年 ASP 预计持平左右, 若原材料价格上涨或使得 ASP 微涨

#### □ 26 年定调投资年, 26-28 新三年规划彰显发展信心

公司发布新三年计划, 积极扩大多元化生产基地支持未来增长, 并定调 26 年为投资年, 25 年鞋履生产分布来看, 越南、中国、亚洲其他地区 (孟加拉、印尼及菲律宾) 分别占比 52%、24%、24%, 分别同比+1pct、-3pct、+2pct, 目前印尼梭罗新工厂预计仍有 700 万双产能可逐步提升, 预计 26H2 孟加拉新工厂、印尼专属工厂、越南新工厂投产, 未来满产可分别贡献 300 万、1000 万、150 万双新产能, 品牌需求旺盛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业务增长。公司设立 26-28 年净利润复合增速目标为高单, 呈现前低后高趋势, 展现管理层对未来的发展信心。

#### □ 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、孟加拉和越南新产能有序扩张, 短期产能爬坡利润率波动不改长期向好趋势, 预计 26-28 年公司实现收入 15.7/16.5/17.7 亿美元, 同比持平/+5%/+7%, 归母净利润分别为 1.4/1.5/1.8 亿美元, 对应增速+5%/+7%/+14%, 对应 PE 为 11.4/10.6/9.4X, 预计 26 年分红率维持 70%, 且公司承诺 6 千万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: 终端需求不及预期、贸易摩擦风险、新产能拓展不及预期

#### 财务摘要

(百万美元)	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	1,570.2	1,572.4	1,652.5	1,772.9
(+/-) (%)	1.72%	0.05%	5.10%	7.29%
归母净利润	138.0	144.7	154.8	175.7
(+/-) (%)	-19.33%	4.88%	6.97%	13.52%
每股收益(美元)	0.16	0.17	0.18	0.21
P/E	11.9	11.4	10.6	9.4

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

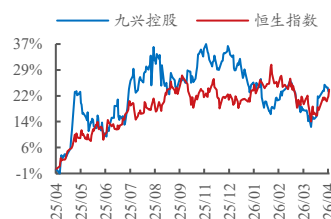
分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

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

#### 基本数据

收盘价	HK\$14.99
总市值(百万港元)	12,611.78
总股本(百万股)	841.35

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《新三年规划积极, 26 年高分红延续》2026.03.25
- 《25Q3 量增价减, 26 年订单充沛》2025.10.21
- 《新客户+新产能持续拓展, 蓄力中长期成长》2025.09.03

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万美元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	<b>861</b>	<b>833</b>	<b>901</b>	<b>931</b>
现金	373	362	380	399
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	234	235	258	271
其他应收款	36	34	39	39
预付账款	0	0	0	0
存货	217	202	223	222
其他	0	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>579</b>	<b>580</b>	<b>606</b>	<b>629</b>
金额资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	52	54	57	60
固定资产	361	361	383	413
商誉及有使用权资产	73	66	59	53
在建工程	0	0	0	0
其他	94	99	108	103
<b>资产总计</b>	<b>1,440</b>	<b>1,413</b>	<b>1,507</b>	<b>1,561</b>
<b>流动负债</b>	<b>299</b>	<b>227</b>	<b>278</b>	<b>277</b>
短期借款	2	2	2	3
应付款项	97	67	97	79
其他	200	157	178	195
<b>非流动负债</b>	<b>31</b>	<b>32</b>	<b>32</b>	<b>33</b>
长期借款	4	4	4	4
其他	27	28	29	30
<b>负债合计</b>	<b>330</b>	<b>258</b>	<b>310</b>	<b>310</b>
少数股东权益	14	13	13	12
归属母公司股东权益	1,096	1,142	1,184	1,239
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,440</b>	<b>1,413</b>	<b>1,507</b>	<b>1,561</b>

### 现金流量表

(百万美元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>195</b>	<b>220</b>	<b>225</b>	<b>251</b>
净利润	138	145	155	176
折旧摊销	57	61	63	66
财务费用	0	0	0	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	(5)	(14)	(19)	(30)
其它	5	29	26	39
<b>投资活动现金流</b>	<b>(81)</b>	<b>(69)</b>	<b>(116)</b>	<b>(134)</b>
资本支出	91	100	68	70
长期投资	0	0	0	0
其他	10	31	(48)	(64)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(157)</b>	<b>(163)</b>	<b>(91)</b>	<b>(98)</b>
债务的增加	135	123	129	126
股息及利息支付	169	161	108	123
其他	(123)	(124)	(112)	(101)
<b>现金净增加额</b>	<b>(50)</b>	<b>(11)</b>	<b>18</b>	<b>19</b>

### 利润表

(百万美元)	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>1570</b>	<b>1572</b>	<b>1653</b>	<b>1773</b>
营业成本	(1228)	(1216)	(1275)	(1356)
毛利润	342	356	378	417
销售费用	(43)	(44)	(45)	(47)
管理费用	(156)	(157)	(165)	(177)
其他收入及收益	5	11	8	10
<b>营业利润</b>	<b>149</b>	<b>160</b>	<b>172</b>	<b>197</b>
财务费用	12	9	9	8
以权益法核算投资收益	0	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>161</b>	<b>169</b>	<b>181</b>	<b>206</b>
所得税	(24)	(25)	(27)	(31)
<b>净利润</b>	<b>137</b>	<b>144</b>	<b>154</b>	<b>175</b>
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
<b>归属母公司净利润</b>	<b>138</b>	<b>145</b>	<b>155</b>	<b>176</b>
EBITDA	201	216	230	258
EPS (最新摊薄)	0.16	0.17	0.18	0.21

### 主要财务比率

	2025	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>				
营业收入	1.72%	0.05%	5.10%	7.29%
营业利润	-18.63%	7.25%	7.48%	14.60%
归属母公司净利润	-19.33%	4.88%	6.97%	13.52%
<b>获利能力</b>				
毛利率	21.80%	22.65%	22.85%	23.50%
净利率	8.73%	9.16%	9.31%	9.86%
ROE	14.47%	14.96%	15.39%	16.80%
ROIC	3.61%	3.83%	3.89%	4.36%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.89%	18.26%	20.58%	19.86%
净负债比率	-33.09%	-30.83%	-31.26%	-31.40%
流动比率	2.88	3.68	3.24	3.37
速动比率	2.15	2.79	2.44	2.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.10	1.10	1.13	1.16
应收账款周转率	5.86	5.83	5.83	5.83
应付账款周转率	16.35	19.20	20.20	20.20
<b>每股指标(美元)</b>				
每股收益	0.16	0.17	0.18	0.21
每股经营现金	0.23	0.26	0.27	0.30
每股净资产	1.31	1.36	1.41	1.47
<b>估值比率</b>				
P/E	11.94	11.38	10.64	9.37
P/B	1.50	1.44	1.39	1.33
EV/EBITDA	0.51	0.34	0.45	0.33

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>