

中國：多元化零售

2021年1月14日

**買進 (維持評等)**

 目標價隱含漲/跌幅 **19.9%**

 日期 **2021/01/14**

 收盤價 **HK\$9.17**  
 十二個月目標價 **HK\$11.0**  
 香港恆生指數 **28,496.9**

股價相對香港恆生指數表現



市值	US\$940.0 百萬元
六個月平均日成交量	US\$0.4 百萬元
流通在外股數(百萬股)	794.8
自由流通股數比例	69.0%
大股東：持股比例	蔣氏家族; 31.0%
淨負債比率(2021F)	(5.5%)
每股淨值(2021F)	US\$1.20 元
股價淨值比(2021F)	0.99 倍
本益比(2021F)	11.3 倍

簡明損益表 (HK\$百萬元)

年初至12月	2019A	2020F	2021F	2022F
營業收入	1,545	1,060	1,268	1,384
每股盈餘(元)	0.12	(0.01)	0.10	0.13
股東權益報酬率(%)	10.1	(0.4)	8.9	10.4
殖利率(%)	9.3	0.0	7.1	8.6

 朱家傑 CFA  
 peter.kk.chu@yuanta.com

Bloomberg code: YUTA

**九興控股 (1836 HK)**
**2020 年第 4 季銷售額優於預期**
**事件**

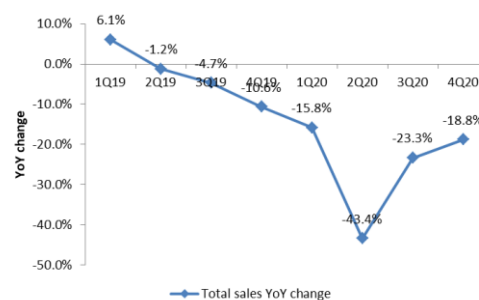
九興於 2021 年 1 月 14 日公佈 2020 年第 4 季銷售額數據。2020 年第 4 季銷售總額同比下降 18.9% 至 2.801 億美元，核心製造業務銷售額同比下降 18.8%。相比 2020 年前 9 個月銷售額同比下降 29%，2020 年第 4 季降幅有所收窄。2020 年全年銷售總額比本中心預期高出 7%，係由於 2020 年第 4 季出貨量優於預期。

**研究中心觀點**

**相比 2020 年前 9 個月銷售額同比下降 29%，2020 年第 4 季降幅 (同比下降 18.9%) 有所收窄：**雖然九興 2020 年第 4 季出貨量同比下降 21.7%，但其 2020 年全年出貨量達 4340 萬雙，優於先前預期的 3900-4100 萬雙。鑒於產品需求可觀，一些原定於 2021 年第 1 季交付的產品改為 2020 年第 4 季交付。這使得 2020 年第 4 季和 2020 年全年銷售額優於預期。

**2021 年前景向好：**由於不確定的業務發展前景，九興管理層預計 2021 年上半年出貨量將同比上漲 10% 左右 (約 2200 萬雙)，但未給出 2021 年下半年預測。這相當於九興 2021 年下半年出貨量需同比增長 21%，才能實現本中心目前預測的 2021 年全年出貨量達 5000 萬雙。由於新型冠狀病毒疫苗的推出，以及有利的基數效應 (2020 年下半年同比下降 23%)，我們認為這一預測有望實現。

**重申買進評等：**本中心預計九興 2021 年盈利將出現強勁反彈。此外，我們的 2020 年盈利預期未發生改變，係因本中心 2020 年淨利潤預測 (虧損 400 萬美元) 和最新預測 (利潤達 0-500 萬美元) 差異較小。我們的目標價係依據 2021 年盈利預估值。九興目前股價相當於 11.3 倍 2021 年預估市盈率，過去 5 年市盈率區間為 6.7 倍-15.3 倍。

**圖 1：九興 2020 年第 4 季銷售額降幅繼續收窄**


資料來源：公司資料、元大證券 (香港)

**分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。**

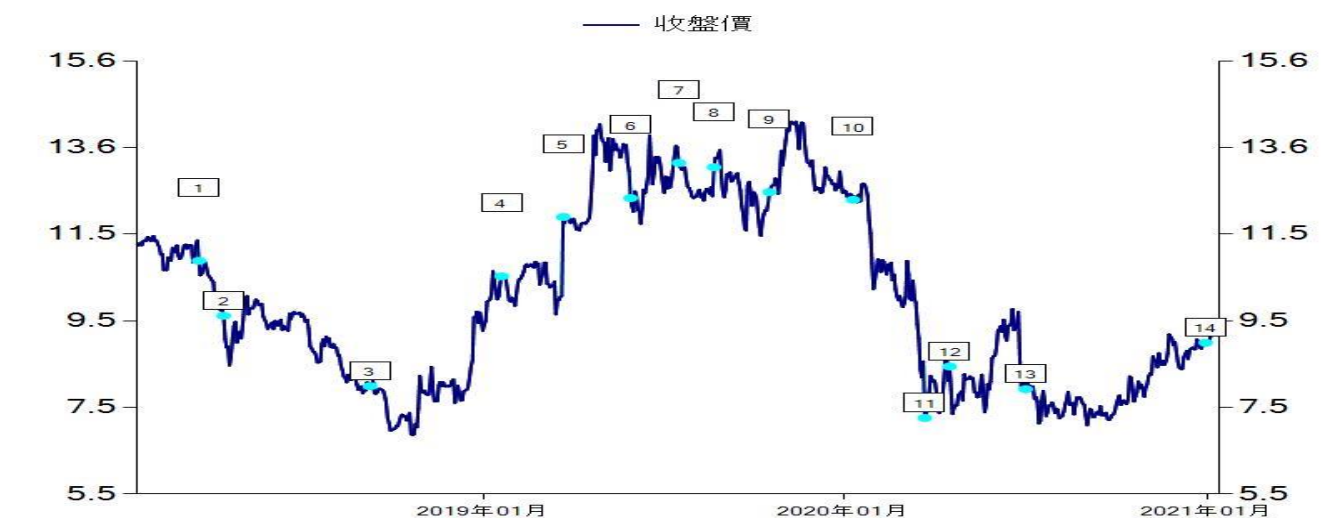
元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。本報告原係以英文做成，並翻譯為中文。若投資人對於中文譯文之內容正確性有任何疑問，請參考原始英文版。

## 附錄 A：重要披露事項

### 分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

### 九興控股 (1836 HK) – 投資建議與目標價三年歷史趨勢



#	日期	收盤價 (A)	目標價 (B)	調整後目標價 (C)	評等	分析師
1	2018/03/16	10.92	11.90	11.90	持有-超越大盤	朱家傑
2	2018/04/13	9.80	10.70	10.70	持有-超越大盤	朱家傑
3	2018/09/06	8.00	9.10	9.10	持有-超越大盤	朱家傑
4	2019/01/18	10.42	11.80	11.80	持有-超越大盤	朱家傑
5	2019/03/22	10.10	12.70	12.70	買進	朱家傑
6	2019/06/03	12.38	14.80	14.80	買進	朱家傑
7	2019/07/22	13.56	15.50	15.50	買進	朱家傑
8	2019/08/23	12.42	16.00	16.00	買進	朱家傑
9	2019/10/18	12.26	15.30	15.30	買進	朱家傑
10	2020/01/10	12.46	14.80	14.80	買進	朱家傑
11	2020/03/23	8.58	10.90	10.90	買進	朱家傑
12	2020/04/17	8.46	10.20	10.20	買進	朱家傑
13	2020/07/06	7.93	10.10	10.10	買進	朱家傑
14	2020/12/31	9.01	11.00	11.00	買進	朱家傑

資料來源：Bloomberg，元大證券(香港)

註：A = 依據股票股利與現金股利調整後之股價；B = 未調整之目標價；C = 依據股票股利與現金股利調整後之目標價。員工分紅稀釋影響未反映於 A、B 或 C。

### 投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於同業。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價信息以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

### 總聲明

© 2021 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來

源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部  
元大證券(香港)有限公司  
香港夏慤道 18 號  
海富中心 1 座 23 樓