

相关研究

《业绩符合预期, 运动鞋龙头成长稳健》2022.1

《疫情管控得力, 业绩增长稳健》2022.4

《头部客户订单拓展, 运动龙头业绩亮眼》2022.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

短期品牌商去库存, 静待下游需求改善

2023年4月30日

事件: 公司2023年一季度实现收入36.61亿元、同降11.23%, 实现归母净利润4.81亿元、同降25.77%, 扣非净利4.73亿元、同降25.88%, EPS为0.41元。受海外经济高通胀、品牌商去库存影响, 公司下游订单同比下滑, 毛利率下降导致公司净利降幅较大。

点评:

- **海外品牌去库存销量同比下降。**2023Q1 公司销售运动鞋0.39亿双, 同降24.65%。2022年下半年后运动品牌开始去库存, 订单持续同比减少, 公司继续巩固优质头部客户, 并积极拓展新品牌应对订单波动, 2023Q1Reebok、Lululemon、Allbirds等品牌运动鞋均实现量产出货。
- **毛利率同比下降, 经营现金流净额同比增长。**1) 2023Q1 公司毛利率同降2.31PCT至23.34%, 主要由于产能利用率下降, 人工等成本较为刚性。2) 2023Q1 公司销售、管理、研发、财务费用率为0.50%、3.38%、1.97%、0.81%, 同增0.03PCT、-0.35PCT、0.49PCT、1.07PCT, 公司汇兑损失、银行借款利息支出增加。3) 2023Q1 公司经营现金流净额为7.39亿元、同增96.18%, 显著高于利润水平, 主要由于销售规模增加、收到税费返还及支付的税费减少。
- **短期高通胀影响海外消费, 公司积极扩张产能推动产品需求长期增长。**欧美国家受高通胀影响, 居民消费能力下降, 头部运动品牌持续去库存。公司提升设计研发、成本控制、品质管控、产品交期等能力, 越南三工厂产能开始释放, 并在越南、印尼进一步扩张产能。未来海外消费预计将有所修复, 品牌商需求有望恢复增长, 去库存趋于尾声, 公司有望逐步迎来业绩拐点。
- **盈利预测与投资建议:** 全球整体消费低迷背景下公司业绩同比下滑, 我们下调公司2023-2025年EPS预测为2.67/3.21/3.85元(原值为3.09/3.85/4.60元), 目前股价对应23年16.53倍PE。我们看好运动鞋服赛道长期成长性, 短期受全球经济波动影响股价处于低位, 未来品牌去库存后公司业绩有望快速修复, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 生产区域较为集中、劳动力成本上升、越南新冠肺炎疫情扩散等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	17,470	20,569	20,850	24,467	28,242
增长率YoY%	25.4%	17.7%	1.4%	17.3%	15.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,768	3,228	3,117	3,752	4,499
增长率YoY%	47.3%	16.6%	-3.4%	20.4%	19.9%
毛利率%	27.2%	25.9%	25.1%	26.5%	27.5%
净资产收益率ROE%	25.3%	24.5%	19.1%	18.7%	18.3%
EPS(摊薄)(元)	2.37	2.77	2.67	3.21	3.85
市盈率P/E(倍)	37.55	20.65	16.53	13.73	11.45
市净率P/B(倍)	9.51	5.05	3.16	2.57	2.10

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为2023年4月28日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	11,865	11,504	13,608	16,814	20,507	
货币资金	4,408	3,620	5,323	7,472	10,271	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,487	3,115	2,925	3,540	4,108	
预付账款	163	59	126	148	164	
存货	2,671	2,464	2,961	3,363	3,674	
其他	2,136	2,247	2,273	2,290	2,290	
非流动资产	4,314	5,606	7,216	8,349	9,632	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	3,006	3,655	4,873	5,661	6,546	
无形资产	279	437	582	710	853	
其他	1,029	1,515	1,761	1,978	2,233	
资产总计	16,179	17,110	20,824	25,163	30,140	
流动负债	5,083	3,743	4,340	4,927	5,405	
短期借款	1,876	683	750	840	910	
应付票据	21	12	18	22	21	
应付账款	1,814	1,490	1,894	2,168	2,318	
其他	1,371	1,558	1,678	1,898	2,155	
非流动负债	170	172	172	172	172	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	170	172	172	172	172	
负债合计	5,253	3,915	4,512	5,099	5,577	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	10,927	13,195	16,312	20,064	24,563	
负债和股东权益	16,179	17,110	20,824	25,163	30,140	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	17,470	20,569	20,850	24,467	28,242	
同比 (%)	25.4%	17.7%	1.4%	17.3%	15.4%	
归属母公司净利润	2,768	3,228	3,117	3,752	4,499	
同比 (%)	47.3%	16.6%	-3.4%	20.4%	19.9%	
毛利率 (%)	27.2%	25.9%	25.1%	26.5%	27.5%	
ROE%	25.3%	24.5%	19.1%	18.7%	18.3%	
EPS (摊薄) (元)	2.37	2.77	2.67	3.21	3.85	
P/E	37.55	20.65	16.53	13.73	11.45	
P/B	9.51	5.05	3.16	2.57	2.10	
EV/EBITDA	23.39	12.99	9.82	8.34	6.64	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业总收入	17,470	20,569	20,850	24,467	28,242	
营业成本	12,712	15,250	15,625	17,982	20,486	
营业税金及附加	3	3	4	4	5	
销售费用	65	77	125	171	226	
管理费用	686	772	730	979	1,271	
研发费用	234	291	354	440	480	
财务费用	-46	-65	-59	-81	-84	
减值损失合计	-134	-227	-130	-110	-110	
投资净收益	25	68	21	24	28	
其他	-5	24	-8	-8	-9	
营业利润	3,702	4,105	3,953	4,878	5,767	
营业外收支	-17	-15	13	-40	-25	
利润总额	3,684	4,090	3,966	4,838	5,742	
所得税	917	862	849	1,086	1,243	
净利润	2,768	3,228	3,117	3,752	4,499	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
归属母公司	2,768	3,228	3,117	3,752	4,499	
EBITDA	4,341	4,917	4,796	5,398	6,375	
EPS (当)	2.37	2.77	2.67	3.21	3.85	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	2,423	3,503	4,034	3,757	4,656	
净利润	2,768	3,228	3,117	3,752	4,499	
折旧摊销	571	742	784	507	601	
财务费用	27	-173	36	40	44	
投资损失	-25	-68	-21	-24	-28	
营运资金变	-1,114	-417	-2	-669	-597	
其它	196	192	119	152	138	
投资活动现金流	-4,350	-2,025	-2,363	-1,658	-1,884	
资本支出	-1,269	-1,669	-2,325	-1,613	-1,832	
长期投资	-3,127	-476	0	0	0	
其他	47	120	-38	-46	-52	
筹资活动现金流	2,805	-2,723	31	50	26	
吸收投资	3,701	0	0	0	0	
借款	418	-1,326	67	90	70	
支付利息或股息	-1,197	-1,345	-36	-40	-44	
现金流净增加额	834	-1,057	1,702	2,149	2,799	

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张澜夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。