

## 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》2022.3

《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

## 盈利能力环比改善, 关注下游客户去库存进展

2023年8月18日

**事件:** 公司公布 2023 年半年度业绩公告, 公司 2023H1 实现收入 92.12 亿元, 同降 6.94%, 归母净利润 14.56 亿元, 同降 6.80%, 扣非净利 14.36 亿元, 同降 6.09%, EPS 为 1.25 元, 部分海外品牌去库存持续, 23H1 公司业绩承压。2023Q2 公司实现收入 55.51 亿元、同降 3.87%, 归母净利润 9.75 亿元, 同增 6.66%, 实现扣非净利 9.64 亿元, 同增 8.06%。公司持续加强成本控制, 23Q2 盈利能力环比有所改善。

**点评:**

- **销量同比下降订单短期承压, 产品结构改变带动单价大幅提升。**2023H1 公司销售运动鞋 0.91 亿双, 同降 20.87%, 主要系部分运动鞋品牌客户仍处于去库存周期, 对短期内公司订单产生一定影响, 平均单价为 101.03 元/双, 同增 17.38%, 主要系人民币贬值, 叠加公司产品结构持续提升, 向高附加值方向拓展。分产品来看, 2023 年上半年运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋及拖鞋分别实现收入为 82.52 亿元/4.82 亿元/4.60 亿元, 同降 1.95%/28.34%/41.93%, 主要系下游品牌客户本身的产品结构有所调整, 执行不同的产品策略。
- **毛利率相对稳健, 成本管控加强费用率有所下滑。**1) 2023H1 公司整体毛利率同比下降 1.72PCT 至 24.6%, 基本保持平稳。分产品看, 运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉拖鞋及其他毛利率为 25.12%、18.66%、19.10%, 同降 1.93PCT、2.35PCT、3.02PCT。2) 费用方面, 公司持续加强费用管控与成本优化, 2023H1 公司销售、财务、研发费用率为 0.43%、-0.86%、1.59%, 同增 0.01PCT、-0.04PCT、0.06PCT, 基本保持稳定, 管理费用率同降 1.16PCT 至 3.03%, 主要系 23H1 公司绩效薪酬费用减少。3) 2023H1 公司经营现金流净额为 13.88 亿元, 同增 25.82%。
- **产能扩建稳步推进, 老客户订单改善、新客户拓展可期。**公司拥有较强的开发设计能力和良好的产品品质、快速响应能力, 下游绑定众多知名运动休闲品牌。老客户方面, 伴随客户去库存持续进行, 订单有望持续改善。新客户方面, 上半年公司积极应对部分品牌订单波动, 持续加强客户开拓。公司印尼、缅甸及越南新工厂建设, 产能进一步提升助力新客户拓展。
- **盈利预测与投资建议:** 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 33.17/37.52/44.99 亿元, 目前股价对应 23 年 19.20 倍 PE。我们看好运动鞋服赛道长期成长性, 公司作为供应链龙头优势地位明显, 伴随产能不断扩大, 有望持续强化核心竞争优势, 优化客户结构, 长期发展空间大, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 国际贸易风险、跨国经营风险、劳动力成本上升的风险。

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	3,317	3,752	4,499
增长率 YoY%	47.3%	16.6%	2.8%	13.1%	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%	22.0%	19.9%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	2.37	2.77	2.84	3.22	3.86
市盈率 P/E(倍)	23.01	19.73	19.20	16.97	14.16
市净率 P/B(倍)	5.83	4.83	4.21	3.38	2.73

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 8 月 17 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>流动资产</b>	11,865	11,504	12,600	15,254	18,979	
货币资金	4,408	3,620	3,685	5,073	8,264	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,487	3,115	2,827	4,373	3,978	
预付账款	163	59	126	148	164	
存货	2,671	2,464	3,661	3,379	4,272	
其他	2,136	2,247	2,302	2,281	2,302	
<b>非流动资产</b>	4,314	5,606	7,487	8,585	10,301	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合)	3,006	3,655	5,144	5,897	7,215	
无形资产	279	437	582	710	853	
其他	1,029	1,515	1,761	1,978	2,233	
<b>资产总计</b>	16,179	17,110	20,087	23,839	29,281	
<b>流动负债</b>	5,083	3,743	4,803	4,802	5,745	
短期借款	1,876	683	750	840	910	
应付票据	21	12	23	20	23	
应付账款	1,814	1,490	2,351	2,044	2,656	
其他	1,371	1,558	1,678	1,898	2,155	
<b>非流动负债</b>	170	172	172	172	172	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	170	172	172	172	172	
<b>负债合计</b>	5,253	3,915	4,975	4,974	5,917	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	10,927	13,195	15,112	18,865	23,364	
<b>负债和股东权益</b>	16,179	17,110	20,087	23,839	29,281	

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	3,317	3,752	4,499	
同比 (%)	47.3%	16.6%	2.8%	13.1%	19.9%	
毛利率 (%)	27.2%	25.9%	25.1%	26.5%	27.5%	
ROE%	25.3%	24.5%	22.0%	19.9%	19.3%	
EPS (摊薄)(元)	2.37	2.77	2.84	3.22	3.86	
P/E	23.01	19.73	19.20	16.97	14.16	
P/B	5.83	4.83	4.21	3.38	2.73	
EV/EBITDA	24.16	13.62	13.49	11.22	9.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>营业总收入</b>	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	124	207	220	
管理费用	686	772	730	1,028	1,272	
研发费用	234	291	354	465	480	
财务费用	-46	-65	-47	-34	-8	
减值损失合计	-134	-227	120	100	100	
投资净收益	25	68	21	0	0	
其他	-5	24	8	8	7	
<b>营业利润</b>	3,702	4,105	4,208	4,923	5,893	
营业外收支	-17	-15	13	-50	-50	
<b>利润总额</b>	3,684	4,090	4,221	4,873	5,843	
所得税	917	862	904	1,121	1,344	
<b>净利润</b>	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499	
少数股东损益	0	0	0	0	0	
<b>归属母公司</b>	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499	
EBITDA	4,204	4,691	4,517	5,314	5,936	
EPS (当)	2.45	2.77	2.84	3.22	3.86	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	
<b>经营活动现金流</b>	2,423	3,503	3,797	3,030	5,102	
净利润	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499	
折旧摊销	571	742	514	542	168	
财务费用	27	-173	36	40	44	
投资损失	-25	-68	-21	0	0	
营运资金变	-1,114	-417	92	-1,246	449	
其它	196	192	-141	-58	-57	
<b>投资活动现金流</b>	-4,350	-2,025	-2,363	-1,693	-1,937	
资本支出	-1,269	-1,669	-2,325	-1,623	-1,857	
长期投资	-3,127	-476	0	0	0	
其他	47	120	-38	-70	-80	
<b>筹资活动现金流</b>	2,805	-2,723	-1,369	50	26	
吸收投资	3,701	0	0	0	0	
借款	2,651	4,312	67	90	70	
支付利息或股息	-1,197	-1,345	-1,436	-40	-44	
<b>现金流净增加额</b>	834	-1,057	65	1,388	3,191	

## 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。

## 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。

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。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准20%以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准5%以下。	

## 评级说明

## 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。