研究早观点

2023 年 8 月 24 日　星期四

市场走势

资料来源：最闻

国内市场主要指数

指数	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,078.40	-1.34
深证成指	10,152.60	-2.14
沪深 300	3,696.63	-1.64
中小板指	6,499.64	-2.41
创业板指	2,038.98	-2.30
科创 50	879.46	-2.40

资料来源：最闻

分析师：

李召麒

执业登记编码：S0760521050001

电话：010-83496307

邮箱：lizhaoqi@sxzq.com

【今日要点】

【公司评论】361 度(01361.HK)：361 度公司深度-聚焦主品牌深耕大众运动，多一度热爱向上再出发

【公司评论】安踏体育(02020.HK)：安踏体育公司快报-2023 年上半年经营效率显著改善，户外运动品牌表现靓丽

【山证新股】龙迅股份（688486.SH）中报点评-单 Q2 业绩改善明显，高清显示等领域新品布局持续推进

【行业评论】【山证电新】20230823 光伏产业链价格跟踪

【今日要点】

【公司评论】361 度(01361.HK)：361 度公司深度-聚焦主品牌深耕大众运动，多一度热爱向上再出发

王冯　wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **品牌成立二十周年，经营企稳向好态势显现。**公司成立于 2003 年，聚焦发展 361 度品牌及 361 度儿童品牌，是一家集品牌、研发、设计、生产、经销为一体的综合性体育用品公司，2022 年，在我国运动服饰市场市占率 3.1%，位居本土运动品牌第四名。回溯公司发展历程，主要经历“高速扩张—>经营调整—>重回增长”三个阶段：2006-2011 年，在运动行业高景气、线下门店快速扩张带动下，公司营收、业绩保持高速增长。2012-2018 年，前期受到行业终端需求放缓、渠道库存高企影响，公司同店销售持续走弱，销售网络收缩，公司开展一系列经营策略调整如推出定位都市时尚的子品牌、与高端户外品牌 ONE WAY 建立合作、拓展海外市场，但整体收效甚微。2019 年至今，公司重新聚焦主品牌发展，加强国内功能性产品研发，经营企稳向好，门店恢复正增长。2022 年，公司实现营收 69.61 亿元/+17.3%，实现归母净利润 7.47 亿元/+24.2%；2023 年上半年，公司实现营收 43.12 亿元/+18.0%，实现归母净利润 7.04 亿元/+27.7%。

- **运动服饰成长性优，竞争格局重塑，大众消费崛起。**2022 年，我国运动服饰市场规模为 3627 亿元，预计 2027 年达到 5514 亿元，2022-2027 年 CAGR 为 8.7%，相较男装、女装细分品类，在我国人均运动服饰消费较低、体育运动产业持续受到国家政策支持驱动背景下，运动服饰行业成长性更优。近三年，我国运动服饰市场竞争格局松动，两大国际运动品牌耐克、阿迪达斯市占率分别下滑 1.8、7.6pct，而安踏、李宁、特步、361 度品牌市占率分别提升 1.9、3.9、1.5、0.2pct。今年以来，国际运动品牌有所复苏，耐克、阿迪达斯大中华区收入增速于 23Q2 由负转正，头部运动服饰品牌竞争有所加剧。此外，近三年我国居民可支配收入增速中枢有所下移，农村居民收入受影响程度好于城镇，当前消费者信心仍处于恢复过程，理性消费观念愈加明显，预计定位大众消费市场的品牌有望受益。

- **强化品牌专业定位，产品性价比突出，渠道效率提升。**品牌端，361 度品牌专注产品的专业运动功能性，每年保持 10%-12%的广告宣传费用用于赞助国际大型体育赛事、携手国家队及职业体育运动队征战世界赛场、创办自有赛事推动专业运动大众化，2020 年 6 月，公司正式成为第 19 届杭州亚运会官方运动服饰合作伙伴，借亚运东风，公司有望迎来品牌向上的重大机会。产品端，2015 年推出国际线产品屡次斩获世界级奖项，2019 年公司将海外技术平台向中国市场移植，赋能国内跑鞋产品发展，公司旗舰竞速跑鞋产品比肩头部运动品牌，同时产品价格带较低，产品具备性价比。篮球产品将专业与潮流相

结合，签约国际篮球巨星阿隆·戈登、斯宾瑟·丁威迪为产品加持，破圈年轻消费群体。渠道端，线下渠道实行两级分销制，一级分销商稳定性好且盈利水平高，截至 2023H1 末，国内成人装门店 5642 家，超过一半为九代形象门店，2022 年单店提货额约 74 万元，成人装门店在三线及以下城市占比 76.3%，贴合公司极致性价比产品策略及大众市场品牌定位。公司于线上渠道实行差异化产品策略，尖货爆款、IP 产品多在线上渠道率先推出，2022 年，线上渠道收入占比 24.2%，较友商相比，提升空间大。童装品牌，公司童装布局较早，近五年通过门店形象升级、全面拓展产品线，实现单店提货额持续增长，2023 年上半年，童装业务实现营收 9.11 亿元，同比增长 33.4%，占集团收入比重为 21.1%。

- **盈利预测和投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年营业收入为 83.48/100.03/118.05 亿元，同比增长 19.9%/19.8%/18.0%，归母净利润为 9.52/11.27/13.29 亿元，同比增长 27.5%/18.3%/18.0%，EPS 为 0.46/0.55/0.64 元，8 月 22 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 7.8/6.6/5.6 倍，公司聚焦主品牌以来，重视专业运动产品研发，线下销售网络提质增效，电商渠道增速靓丽，2023 年至今，公司零售流水表现领先行业，我们看好公司持续深耕大众运动市场，丰富产品矩阵，提升品牌势能，获取市场份额，上调至“买入-B”评级。

- **风险提示：**国内消费市场复苏不及预期的风险，行业竞争加剧的风险，线下渠道扩张不及预期的风险，电商渠道增长不及预期的风险。

【公司评论】安踏体育(02020.HK)：安踏体育公司快报-2023 年上半年经营效率显著改善，户外运动品牌表现靓丽

王冯　wangfeng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**

- **公司发布 2023 年半年报，2023 年上半年，公司实现营收 296.45 亿元，同比增长 14.2%，实现归母净利润 47.48 亿元，同比增长 32.3%。**公司派中期股息 82 港分/股，派息率 45.2%。

- **事件点评**

- **2023 年上半年营收实现双位数增长，运营效率提升使得业绩增速更优。**2023H1，公司实现营收 296.45 亿元，同比增长 14.2%，其中公司电商渠道收入同比增长 21.7%，占集团收入比重上升 1.9pct 至 30.8%。从流水角度看，2023H1，安踏品牌、FILA 品牌、所有其它品牌零售流水同比分别增长中单位数、增长中双位数、增长 70%-75%。2023H1，公司实现归母净利润 47.48 亿元，同比增长 32.3%。

- **安踏品牌：**DTC 转型推动营收规模扩张，剔除政府补助后核心经营利润率同比提升。2023H1，安踏品牌收入同比增长 6.1%至 141.70 亿元，占集团收入比重 47.8%，收入增长主要受益于：1）国内零售市场恢复常态，店效同比增长高单位数；2）中国大陆持续进行 DTC 模式转型。分渠道看，DTC 模式、电子商务、传统批发及其他渠道收入分别为 80.85、46.35、14.50 亿元，同比增长 21.8%、1.4%、-32.6%，收入占比分别为 57.1%、32.7%、10.2%。盈利能力方面，安踏品牌由于持续 DTC 转型，毛利率同比提升 0.7pct 至 55.8%，经营利润率由于政府补助减少而同比下滑 1.0pct 至 21.0%。截至 2023H1 末，安踏、安踏儿童门店分别为 6941、2692 家，较上年末净增 17、13 家。目前，公司已在全国 24 个地区对安踏品牌（含安踏儿童）约 7700 家门店，采用混合运营模式，其中约 50%的门店由公司直营，50%的门店由加盟商按照公司运营标准经验。

- **FILA 品牌：**电商渠道增长强劲，经营利润率表现优异。2023H1，受益于国内消费市场恢复常态，及电商业务强劲增长，FILA 品牌于 2023 年上半年实现收入 122.29 亿元，同比增长 13.5%，收入占比为 41.3%，预计鞋履产品收入占比接近 40%，增长快于 FILA 品牌整体。2023 年上半年，预计 FILA 品牌月店效 100 万元，同比增长高双位数，销售毛利率同比提升 0.6pct 至 69.2%，经营利润率同比提升 7.2pct 至 29.7%，达到历史高位水平。截至 2023H1 末，FILA 品牌门店共 1942 家，较上年末净减少 42 家。

- **所有其它品牌：**线下门店经营质量提升，经营利润率超过 30%。2023H1，迪桑特、可隆体育等其他品牌收入同比增长 77.6%至 32.46 亿元，收入占比为 10.9%，其它品牌由于库存减值影响，毛利率同比下滑 0.8pct 至 73.4%，经营利润率同比提升 8.7pct 至 30.3%。分品牌看，预计迪桑特收入增长 70%以上，可隆收入翻倍以上增长。Amer Sports 方面，集团收益同比增长 21.8%至 132.67 亿元，公司分占合营公司亏损为 5.16 亿元（亏损主因 Peak Performance 业务确认商誉及商誉减值 11.31 亿元），剔除一次性亏损影响，合营公司基本实现盈亏平衡。截至 2023H1 末，迪桑特、可隆品牌门店分别为 183、160 家，较上年末净减少 8、1 家。

- **2023H1 销售毛利率同比提升，期末库销比回归正常。**盈利能力方面，2023H1，公司毛利率同比提升 1.3pct 至 63.3%。费用率方面，2023H1，公司销售费用率为 34.0%，同比下滑 2.4pct，其中广告及市场推广费用率同比下滑 3.2pct 至 7.1%，公司管理费用率为 5.7%，同比下滑 0.8pct，其中研发费用率同比持平，保持 2.3%。叠加政府补助增加、利息收入增加、实际税率下降、分占合营公司亏损增加影响，2023H1 公司归母净利润率同比提升 2.2pct 至 16.0%。存货方面，截至 2023H1 末，公司存货为 64.87 亿元，同比下降 20.8%，环比下降 23.6%，公司平均存货周转天数 124 天，同比下降 21 天。截至 2023H1 末，安踏品牌、FILA 品牌库销比均小于 5 个月。经营现金流方面，2023H1，公司经营活动现金流净额

为 101.64 亿元，同比增长 104.1%，得益于公司今年很好控制应收账款及存货，安踏品牌 DTC 转型后良好的收现能力。

- **投资建议**
- **2023 年上半年，公司在 FILA 品牌电商渠道增长迅速、户外运动品牌高速增长、安踏品牌 DTC 转型继续推进带动下，营收端实现双位数增长；剔除政府补助影响，各品牌经营利润率同比均有所改善，并达到理想区间，库销比回到 5 个月以内，公司经营效率显著改善。**根据公司公开业绩交流会，公司维持全年安踏品牌流水双位数增长、FILA 品牌收入双位数增长的指引，上调所有其它品牌收入增长指引，由 30%上调至 40%增长。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 3.46、4.29 和 5.06 元，8 月 22 日收盘价对应公司 2023-2025 年 PE 为 20.6/16.6/14.1 倍，维持“买入-A”建议。

- **风险提示**
- 国内消费市场恢复不及预期；电商渠道增长放缓；行业竞争加剧。

【山证新股】龙迅股份（688486.SH）中报点评-单 Q2 业绩改善明显，高清显示等领域新品布局持续推进

叶中正　yezhongzheng@sxzq.com

【投资要点】

- **事件描述**
- **公司于近日披露 2023 年半年度报告。**23H1 公司实现营业收入 1.34 亿元/+9.60%,归母净利润 0.42 亿元/+3.79%，扣非后归母净利润 0.28 亿元/-11.30%；其中单 Q2 实现营业收入 0.82 亿元/+47.34%，归母净利润 0.35 亿元/+111.52%。
- **事件点评**
- **单 Q2 收入业绩增幅较高，同比、环比明显改善。**2023 年上半年，相较于高性能计算和汽车等领域仍保持的较强需求，手机、PC、视频会议等消费电子需求依然疲软。公司克服了半导体下行周期、行业景气度结构化明显和行业竞争加剧的不利影响，实现收入稳健增长。其中单 Q2 实现营收 8,227.94 万元，同比增长 47.34%，环比增长 59.31%，单季度营业收入创历史新高；实现归母净利润 3,465.07 万元，同比增长 111.52%，环比增长 374.73%，二季度经营成果明显改善。
- **桥接及处理芯片收入占比提升，高清显示等领域新品布局持续推进。**2023 年上半年，公司围绕自身技术优势和市场能力积极进行产品布局和业务拓展。分产品看，23H1 公司高清视频桥接及处理芯片收入 1.23 亿元/+14.07%，高速信号传输芯片收入 0.10 亿元/-24.97%，其中高清视频桥接及处理芯片的收入占

比达到 91.70%/+3.6pcts。新产品方面，公司研发的支持 HDMI2.1、DP1.4 协议规范的 4K/8K 超高清视频信号桥接芯片开始批量出货，成为市场上少数可支持 8K 显示的单芯片解决方案产品，满足了新一轮 4K/8K 显示器的升级换代需求以及 AR/VR、超高清商业显示的市场需求；同时进一步升级的超高清桥接芯片已进入推广阶段。在新兴领域方面，汽车电子作为公司重要的业务拓展方，业务规模持续上升，截至目前，公司部分高清视频桥接芯片已导入车载抬头显示系统和信息娱乐系统等领域，其中已有 6 颗芯片通过 AEC-Q100 认证，公司开发的车载 SerDes 芯片组已成功流片。

- **行业需求不景气影响毛利率下降，研发投入持续增长。**23H1 公司整体毛利率为 53.24%/-11.14pcts，上半年集成电路行业周期性波动，需求不景气，行业竞争加剧，产品售价与成本双向承压，毛利率呈现下降。23H1 公司研发费用率 22.37%/+0.44pcts，主要系知识产权申请及软件费用的增长。23H1 公司存货账面价值为 6,775.63 万元，占公司总资产的 4.77%，相较于上年末，存货规模与占比均有所下降。

- **投资建议**

- **公司深耕高清视频桥接及处理芯片、高速信号传输芯片领域，拥有高效的产品竞争力和客户服务能力，构筑了较强的竞争壁垒。**公司产品结构丰富，目前已拥有超过 140 款不同型号的芯片产品，可全面支持多种信号协议，产品性能稳定、可靠，并已成功进入鸿海科技、视源股份、亿联网络、Meta、宝利通、思科、佳明等国内外知名企业供应链。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 1.48/2.16/3.22 元，以 8 月 21 日收盘价 83.12 元计算，23-25 年 PE 分别为 56.2X/38.4X/25.8X，维持“增持-A”评级。

- **风险提示**

- 半导体行业周期性及政策变化波动风险、市场竞争加剧风险、技术迭代风险。

【行业评论】【山证电新】20230823 光伏产业链价格跟踪

肖索　xiaosuo@sxzq.com

- 据 InfoLink 最新数据，本周硅料、硅片涨价，电池片价格持平，组件略有下行。

- **多晶硅：**致密料均价为 75 元/kg，较上周提高 2.7%，连续六周微涨。本周有新订单的企业数量为 5 家，多为急单和散单，成交量相对较小。本周硅料价格持续上涨，一方面因为新增供应不及预期；另一方面，下游硅片环节价格上调，对硅料涨价的接受程度较高。N-P 型硅料来看，本周价差达到 14 元/kg，预计随着 N 型电池集中投产出量，N-P 型价差会进一步拉大。

- **硅片：**150um 的 182mm 单晶硅片均价 3.35 元/片，较上周提高 6.3%。8 月 21 日 TCL 中环再次更新硅片报价，无论 P 型还是 N 型硅片，182 尺寸的电池片涨幅都远超 210 尺寸。硅料价格上涨，叠加限电与四季度坩埚紧缺预期推动电池厂家增加对硅片的采购，两者共同驱动硅片价格上行，预计短期硅片价格仍然稳中有升。

- **电池片：**M10 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.75 元/W，较上周持平；210mm 电池片（转换效率 23.1%）均价为 0.73 元/W，较上周持平；182mm TOPCon 电池片均价为 0.80 元/W，较上周持平，比同尺寸 PERC 电池片溢价 6.7%。上游持续涨价但电池片价格连续两周持稳，对电池环节的利润产生一定影响。但下游组件降价至盈利临界点以下，电池价格能够稳住是对其供需格局相对偏紧的最好体现。我们认为长期来看，电池片仍是盈利能力最强的环节，N 型占比较高及较早布局电池新技术的企业将持续受益。

- **组件：**182mm 单面 PERC 组件均价 1.24 元/W，较上周下降 0.8%；182mm 双面 PERC 组件均价 1.26 元/W，较上周下降 0.8%；182TOPCon 双玻组件价格 1.35 元/W，较上周持平，N 型组件价格率先止跌。龙头企业目前维持高排产，牺牲短期利润以换取更高的市占率，并为需求旺季低成本备货；而部分二、三线企业在当前价格下已开始降低排产。预计随着欧洲夏休结束需求起量，龙头组件厂竞争优势将更为显著。

- **从本周产业链各环节价格来看，上游价格稳中有升，组件价格已经看到企稳迹象，行业需求将快速启动。**光伏基本面强劲，即将迎来供需两旺，主流公司估值基本低至 10-15 倍左右，建议积极布局。重点推荐：爱旭股份、隆基绿能、帝科股份、福斯特、天洋新材、鼎际得、海优新材、通威股份、阳光电源、协鑫能科，积极关注：聆达股份、锦富技术、永和智控、博菲电气、石英股份、大全能源。
- **风险提示：光伏装机不及预期**

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海
上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

深圳
广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层