

汲肖飞 纺服&教育行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

相关研究

《铸就运动鞋制造龙头, 拥抱持续性华丽成长》2021.4

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

运动赛道景气度高, 制造龙头业绩亮眼

2021年7月29日

事件: 公司发布2021年上半年业绩快报, 报告期实现收入81.97亿元、同增18.27%, 归母净利12.91亿元、同增66.59%, EPS为0.92元。分拆来看, 2021Q1-Q2公司收入同增7.77%、28.59%, 净利同增42.29%、93.24%, 公司行业优势地位明显、客户结构优化, 业绩保持快速增长, 21Q2在低基数、下游订单旺盛影响下增速环比提升。

点评:

- **供需格局变化利好头部供应商, 公司业绩表现优异。**2021年全球疫情管控效果有所显现, 海外经济体陆续恢复, 终端运动消费快速恢复增长, 主要头部品牌收入表现亮眼。耐克2021财年四季度(3月1日-5月31日)收入同增96%至123亿美元、较2019财年四季度增长21%。而供给端2020年受疫情影响, 运动鞋供应商收缩产能甚至出现倒闭, 短期内下游需求快速恢复、行业产能扩张难以跟进, 头部供应商订单饱满。公司作为全球运动鞋代工龙头, 产能持续扩张, 下游客户销售景气度高, 运动鞋订单快速增长, 剔除汇率波动影响2021H1公司收入同增28.75%, 净利同增81.35%, 业绩表现优异。
- **客户、产品结构优化叠加自动化, 推动毛利率大幅提升。**公司持续推进优质大客户经营策略, 不断优化客户和产品结构, 2021H1产品均价保持较快增长; 且公司积极布局精益生产、自动化生产, 提高生产效率, 控制生产成本, 因此毛利率同比大幅提升, 推动公司净利增速高于收入。人民币汇率升值导致公司报表收入、净利增速低于实际水平。
- **量价齐升逻辑持续, 未来成长性长期看好。**运动鞋服行业景气度持续较高, 头部品牌需要上游供应链扩产配合, 公司客户订单多数将保持快速增长, 新拓展On Running、Ascis等客户订单。公司行业优势地位明显, 在头部企业中扩产意愿、能力最强, 2021Q1公司越南永山、越南威霖、越南弘欣已投产, 印尼制鞋工厂开始建设, 产能将进一步释放满足订单需求。价格方面, 公司优化客户、产品结构, 订单价格有望保持增长, 推动盈利能力显著提升。
- **盈利预测与投资建议:**2021H1公司业绩增长亮眼, 印度疫情影响下制鞋订单预计向东南亚、中国大陆转移, 公司越南工厂加强员工管理、防范疫情风险, 目前未受到越南疫情扩散影响。我们维持公司2021-2023年EPS预测为2.19/2.80/3.30元, 目前股价对应21年41.53倍PE, 考虑到公司所处运动鞋服赛道景气度高、成长持续性较强, 公司作为行业龙头竞争优势明显, 未来成长空间较大, 建议重点关注。
- **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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入(百万元)	15,166	13,931	16,838	20,548	24,180
增长率 YoY %	22.4%	-8.1%	20.9%	22.0%	17.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,821	1,879	2,558	3,268	3,854
增长率 YoY%	18.9%	3.2%	36.2%	27.8%	17.9%
毛利率%	23.5%	24.8%	26.8%	27.2%	27.6%
净资产收益率ROE%	43.7%	32.7%	21.1%	21.2%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.61	2.19	2.80	3.30
市盈率 P/E(倍)	-	-	41.53	32.50	27.56
市净率 P/B(倍)	-	-	8.75	6.90	5.52

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2021年7月28日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产	6,266	6,510	12,294	15,274	19,294	
货币资金	1,299	2,438	7,455	9,407	12,424	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	2,231	1,770	2,076	2,533	2,981	
预付账款	114	80	94	114	133	
存货	2,283	2,088	2,533	3,074	3,599	
其他	339	134	136	146	156	
非流动资产	3,347	3,229	4,465	5,344	5,789	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,600	2,508	2,908	3,208	3,308	
无形资产	182	200	237	317	361	
其他	565	520	1,320	1,820	2,119	
资产总计	9,613	9,738	16,759	20,618	25,083	
流动负债	5,435	3,977	4,602	5,193	5,804	
短期借款	1,552	1,496	1,496	1,496	1,496	
应付票据	0	10	12	14	17	
应付账款	1,486	1,307	1,640	1,924	2,257	
其他	2,397	1,163	1,454	1,758	2,034	
非流动负债	10	20	20	20	20	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	10	20	20	20	20	
负债合计	5,445	3,997	4,622	5,213	5,824	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	4,168	5,741	12,137	15,405	19,259	
负债和股东权益	9,613	9,738	16,759	20,618	25,083	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	15,166	13,931	16,838	20,548	24,180	
同比	22.4%	-8.1%	20.9%	22.0%	17.7%	
归属母公司净利润	1,821	1,879	2,558	3,268	3,854	
同比	18.9%	3.2%	36.2%	27.8%	17.9%	
毛利率(%)	23.5%	24.8%	26.8%	27.2%	27.6%	
ROE%	43.7%	32.7%	21.1%	21.2%	20.0%	
EPS(摊薄)(元)	1.56	1.61	2.19	2.80	3.30	
P/E	-	-	41.53	32.50	27.56	
P/B	-	-	8.75	6.90	5.52	
EV/EBITDA	-	-	27.67	22.76	18.82	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业总收入	15,16	13,931	16,838	20,548	24,180	
营业成本	11,605	10,474	12,328	14,960	17,517	
营业税金及	3	3	3	4	5	
销售费用	229	196	236	288	339	
管理费用	686	592	758	925	1,088	
研发费用	295	209	303	370	484	
财务费用	117	61	53	5	16	
减值损失合	-103	-104	-70	-70	-70	
投资净收益	75	2	29	47	34	
其他	-7	11	2	4	5	
营业利润	2,197	2,305	3,117	3,977	4,701	
营业外收支	-2	-7	-5	-5	-5	
利润总额	2,195	2,299	3,112	3,972	4,696	
所得税	374	420	555	703	842	
净利润	1,821	1,879	2,558	3,268	3,854	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,821	1,879	2,558	3,268	3,854	
EBITDA	2,810	2,966	3,623	4,319	5,064	
EPS(当	1.56	1.61	2.19	2.80	3.30	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	2,288	2,978	2,882	3,183	3,826	
净利润	1,821	1,879	2,558	3,268	3,854	
折旧摊销	463	509	413	318	315	
财务费用	119	66	75	75	75	
投资损失	-75	-2	-29	-47	-34	
营运资金变	-165	414	-211	-508	-462	
其它	126	113	77	77	77	
投资活动现	-1,368	-836	-1,628	-1,156	-734	
资本支出	-1,308	-611	-1,657	-1,203	-767	
长期投资	-49	-227	0	0	0	
其他	-11	2	29	47	34	
筹资活动现	-340	-1,213	3,763	-75	-75	
吸收投资	1,085	0	117	0	0	
借款	1,340	48	0	0	0	
支付利息或	-43	-135	-75	-75	-75	
现金流净增	608	829	5,017	1,952	3,018	
加额						

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，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。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

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	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchexu@cindasc.com
华北	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南	焦扬	13032111629	jiaoyang@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。