

相关研究

《短期越南疫情影响, Q1 业绩增长稳健》2022.4
 《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

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

需求旺盛疫情改善, H1 业绩增长稳健

2022年7月27日

事件: 公司 2022H1 实现收入 98.99 亿元, 同增 20.79%, 归母净利润 15.62 亿元, 同增 21.06%, 扣非净利 15.30 亿元, 同增 17.84%, EPS 为 1.34 元。剔除汇率变动影响后, 公司营业收入同增 20.10%, 归母净利润同增 20.36%。22H1 公司下游客户订单需求旺盛, 越南疫情对工厂生产影响有所改善, 推动 22H1 业绩稳健增长。2022Q2 实现收入、归母净利润 84.85 亿元、15.09 亿元, 同增 22.63%、25.37%。

点评:

- ◆ **下游市场需求旺盛, 运动鞋产品量价齐升。**22H1 公司凭借突出的产品开发设计能力、良好的产品品质、快速响应能力以及交货能力, 持续加强与头部客户的紧密合作, 充分享受 22H1 高景气度延续的下游市场需求。2022H1 公司下游客户订单需求旺盛, 同时越南疫情对越南工厂生产影响逐步缓解, 生产制造显著恢复, 公司作为综合成本优势凸显, 22H1 公式运动鞋销售量达 1.15 亿双, 同增 13.27%, 22Q2 毛利率较 22Q1 毛利率小幅回升。
- ◆ **多样化客户策略助力业绩稳健增长, 产能爬坡顺利有望持续放量。**公司实行优质客户多样化策略和专注慢跑运动休闲的策略, 多元化客户结构推动公司保持业绩增长相对稳健, 产品品类的聚焦助力公司持续深耕产品质量与品质把控, 并进一步实现规模化生产、降本增效。2022H1 公司越南新工厂产能爬坡顺利, 伴随越南、缅甸、印尼工厂陆续建设, 以及人均效率的逐步提升, 公司有望进一步扩大规模体量, 强化生产综合成本优势, 业绩成长性较强。
- ◆ **盈利预测与投资建议:** 我们维持公司 2022-2024 年 EPS 预测为 2.98/3.56/3.97 元, 目前股价对应 22 年 21.02 倍 PE。我们看好运动鞋服赛道长期成长性, 公司作为运动鞋代工龙头优势地位明显, 业绩成长确定性强, 长期发展空间大, 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	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205
增长率 YoY %	-8.1%	25.4%	22.7%	20.3%	13.3%
归属母公司净利润(百万元)	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
增长率 YoY%	3.2%	47.3%	25.5%	19.5%	11.7%
毛利率%	23.9%	27.2%	27.3%	27.5%	27.6%
净资产收益率 ROE%	32.7%	25.3%	24.1%	22.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97
市盈率 P/E(倍)	—	37.55	21.02	17.60	15.76
市净率 P/B(倍)	—	9.51	5.07	3.94	3.15

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 7 月 26 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	6,510	11,865	15,218	19,253	23,809	
货币资金	2,438	4,408	6,829	9,620	13,020	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,770	2,487	2,976	3,509	4,063	
预付账款	80	163	157	189	232	
存货	2,088	2,671	3,138	3,788	4,325	
其他	134	2,136	2,119	2,147	2,169	
非流动资产	3,229	4,314	5,534	6,115	6,929	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产	2,508	3,006	4,009	4,478	5,135	
无形资产	200	279	372	436	514	
其他	520	1,029	1,153	1,201	1,280	
资产总计	9,738	16,179	20,752	25,368	30,738	
流动负债	3,977	5,083	6,182	6,648	7,384	
短期借款	1,496	1,876	1,876	1,876	1,876	
应付票据	10	21	13	21	26	
应付账款	1,307	1,814	2,048	2,475	2,863	
其他	1,163	1,371	2,244	2,275	2,619	
非流动负债	20	170	170	170	170	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	20	170	170	170	170	
负债合计	3,997	5,253	6,352	6,817	7,554	
少数股东权益	0	0	0	0	0	
归属母公司	5,741	10,927	14,400	18,550	23,184	
负债和股东权益	9,738	16,179	20,752	25,368	30,738	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205	
同比 (%)	-8.1%	25.4%	22.7%	20.3%	13.3%	
归属母公司净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634	
同比	3.2%	47.3%	25.5%	19.5%	11.7%	
毛利率 (%)	23.9%	27.2%	27.3%	27.5%	27.6%	
ROE%	32.7%	25.3%	24.1%	22.4%	20.0%	
EPS (摊薄)(元)	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97	
P/E	—	37.55	22.62	18.93	16.95	
P/B	—	9.51	5.46	4.24	3.39	
EV/EBITDA	-0.32	23.39	14.58	12.45	10.52	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205	
营业成本	10,605	12,712	15,592	18,684	21,131	
营业税金及附加	3	3	4	5	5	
销售费用	65	65	107	129	146	
管理费用	592	686	857	1,096	1,314	
研发费用	209	234	429	516	584	
财务费用	61	-46	-10	-4	-2	
减值损失合	-104	-134	-130	-110	-110	
投资净收益	2	25	39	29	43	
其他	11	-5	-3	-3	-2	
营业利润	2,305	3,702	4,361	5,273	5,957	
营业外收支	-7	-17	-15	-15	-15	
利润总额	2,299	3,684	4,346	5,258	5,942	
所得税	420	917	872	1,108	1,307	
净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634	
少数股东损	0	0	0	0	0	
归属母公司	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634	
EBITDA	2,966	4,341	5,059	5,702	6,421	
EPS (当年)(元)	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	2,978	2,423	4,326	3,805	4,681	
净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634	
折旧摊销	509	571	614	350	397	
财务费用	66	27	94	94	94	
投资损失	-2	-25	-39	-29	-43	
营运资金变	410	-1,107	36	-887	-529	
其它	117	188	147	128	128	
投资活动现金流	-836	-4,350	-1,812	-920	-1,187	
资本支出	-611	-1,269	-1,851	-949	-1,230	
长期投资	-227	-3,127	0	0	0	
其他	2	47	39	29	43	
筹资活动现金流	-1,213	2,805	-94	-94	-94	
吸收投资	0	3,701	0	0	0	
借款	48	418	0	0	0	
支付利息或股息	-135	-1,197	-94	-94	-94	
现金流净增加额	829	834	2,420	2,791	3,400	

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。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四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	李若琳	13122616887	liruolin@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	孙瞳	18610826885	sun tong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	许锦川	13699765009	xujinchuan@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。

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。	

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。