

## 业绩超市场预期，强化专业性效果明显

### 核心观点

- 公司上半年实现营业收入 124.09 亿元，同比增长 21.7%；净利润 21.89 亿元，同比上升 11.6%，超市场预期。
- **批发渠道引领销售增长，强化专业运动品类效果明显。**分渠道来看：1) 批发渠道：22H1 实现收入 59 亿，同比增长 28.6%，若剔除专业渠道（乒乓球、羽毛球等系列产品）收入同比增长 10-20%中段，我们认为强劲增长的原因一方面是去年批发渠道收入基数较低，**另一方面表明经销商订货意愿积极，渠道库存相比同行更为健康。**线下门店方面，同比去年净增 56 家；2) 直营渠道：22H1 实现收入 27.9 亿，同比增长 10.7%，增速放缓主要受上半年疫情影响，其中线下门店同比去年净增 177 家。3) 电商：22H1 实现收入 35.3 亿，同比增长 19.1%。分品类来看，22H1 跑步和篮球品类流水逆势增长 10%和 30%，高于健身和运动生活品类（分别下滑 9%和 1%）；鞋类收入同比增长 47%，也显著高于服装类增速（同比下滑 3%）。
- **毛利率相比去年高基数有所下降（部分为主动策略优化），非经收益提升公司盈利水平。**22H1 公司毛利率为 50%，同比下滑 5.9pct，我们认为，毛利率下滑原因主要包括：1) 原材料价格上涨；2) 受疫情影响，主动加速库存去化，零售折扣有所放开，公司整体库销比为 3.6 个月，6 月以下存货占比同比增长 5pct 至 88%，库存情况健康；3) 渠道结构变化，毛利率更高的直营渠道收入占比降低。非经常收益方面，截至 22H1 公司财务收入为 2.29 亿，同比增长超 5 倍，22H1 公司收到的政府补助为 1.61 亿，同比增长超 2 倍，考虑到公司强劲的现金储备和不断扩大的收入/税收体量，未来有望持续对公司盈利产生正面贡献。
- 我们认为，在上半年疫情反复+消费偏弱的大背景下，公司仍然实现了优于同行的表现，年初确定的业绩指引也维持不变（收入增长 10%-20%高段至 20%-30%低段，净利率保持 10%-20%高段），这在消费行业中实属难能可贵，也体现了公司的增长韧性。**考虑到公司不断提升的品牌势能+优于同行的库存状况+持续改善的供应链和商品运营能力，我们看好公司在下半年低基数下的零售和流水表现，并对公司未来中长期发展充满信心。**

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司中报和近期疫情，我们下调未来三年盈利预测（主要下调了收入、毛利率，上调了销售和管理费用率），预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.8、2.25 和 2.75 元（原 1.86、2.28 和 2.81 元），参考可比公司，维持 30%的溢价，给予公司 2022 年 39 倍 PE，对应目标价 84.85 港币（汇率：1 人民币=1.212 港币），维持“买入”评级。

**风险提示：** 疫情波动、经济持续减速和潮流变化等对行业零售的可能影响

### 公司主要财务信息

|               | 2020A  | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 14,457 | 22,572 | 26,876 | 32,313 | 38,210 |
| 同比增长(%)       | 4.2%   | 56.1%  | 19.1%  | 20.2%  | 18.2%  |
| 营业利润(百万元)     | 2,248  | 5,328  | 6,226  | 7,813  | 9,535  |
| 同比增长(%)       | 21.1%  | 137.0% | 16.9%  | 25.5%  | 22.0%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,698  | 4,011  | 4,701  | 5,899  | 7,199  |
| 同比增长(%)       | 13.3%  | 136.1% | 17.2%  | 25.5%  | 22.0%  |
| 每股收益(元)       | 0.65   | 1.53   | 1.80   | 2.25   | 2.75   |
| 毛利率(%)        | 49.1%  | 53.0%  | 50.4%  | 51.7%  | 52.5%  |
| 净利率(%)        | 11.7%  | 17.8%  | 17.5%  | 18.3%  | 18.8%  |
| 净资产收益率(%)     | 21.5%  | 26.9%  | 20.5%  | 21.9%  | 22.5%  |
| 市盈率(倍)        | 89.1   | 37.8   | 32.2   | 25.7   | 21.0   |
| 市净率(倍)        | 17.4   | 7.2    | 6.1    | 5.2    | 4.4    |

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

### 投资评级 买入（维持）

|                 |                 |
|-----------------|-----------------|
| 股价（2022年08月15日） | 71.3 港元         |
| 目标价格            | 84.85 港元        |
| 52周最高价/最低价      | 107.28/48.19 港元 |
| 总股本/流通H股（万股）    | 261,787/261,787 |
| H股市值（百万港币）      | 186,654         |
| 国家/地区           | 中国              |
| 行业              | 纺织服装            |
| 报告发布日期          | 2022年08月16日     |

### 股价表现

|      | 1周    | 1月    | 3月    | 12月    |
|------|-------|-------|-------|--------|
| 绝对表现 | 12.28 | 7.22  | 26.05 | -17.72 |
| 相对表现 | 12.3  | 8.49  | 25.34 | 6.34   |
| 恒生指数 | -0.02 | -1.27 | 0.71  | -24.06 |



### 证券分析师

|     |  |
|-----|--|
| 施红梅 | 021-63325888*6076<br>shihongmei@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860511010001                    |
| 赵越峰 | 021-63325888*7507<br>zhaoyuefeng@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860513060001<br>香港证监会牌照：BPU173 |
| 朱炎  | 021-63325888*6107<br>zhuyan3@orientsec.com.cn<br>执业证书编号：S0860521070006                       |

### 联系人

|    |                           |
|----|---------------------------|
| 杨妍 | yangyan3@orientsec.com.cn |
|----|---------------------------|

### 相关报告

|                             |            |
|-----------------------------|------------|
| 2021 年业绩大超预期，2022 年有望延续高成长性 | 2022-03-19 |
| 高质量增长引领国潮，中报再超市场预期！         | 2021-08-13 |
| 业绩大超预期，净利率创历史新高             | 2021-06-28 |

根据公司中报和近期疫情，我们下调未来三年盈利预测（主要下调了收入、毛利率，上调了销售和管理费用率），预计公司 2022-2024 年每股收益分别为 1.8、2.25 和 2.75 元（原 1.86、2.28 和 2.81 元），参考可比公司，维持 30% 的溢价，给予公司 2022 年 39 倍 PE，对应目标价 84.85 港币（汇率：1 人民币=1.212 港币），维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2022 年 8 月 15 日）

| 公司名称         | 公司代码         | 股价     | 每股收益  |       |       |       | 市盈率   |           |           |           |
|--------------|--------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|
|              |              |        | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 2021A | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
| 安踏           | 2020.HK      | 75.1   | 2.8   | 3.0   | 3.8   | 4.6   | 27    | 25        | 20        | 16        |
| 耐克           | NIKEUSEQUITY | 116.07 | 3.8   | 3.8   | 4.6   | 5.5   | 30    | 31        | 25        | 21        |
| 露露柠檬         | LULUUSEQUITY | 321.69 | 7.8   | 9.7   | 11.1  | 12.1  | 41    | 33        | 29        | 27        |
| 牧高笛          | 603609       | 99.71  | 1.2   | 2.7   | 3.7   | 4.9   | 85    | 37        | 27        | 20        |
| 彪马           | PUMGREQUITY  | 68.58  | 2.1   | 2.6   | 3.3   | 4.0   | 33    | 26        | 21        | 17        |
| <b>调整后平均</b> |              |        |       |       |       |       |       | <b>30</b> | <b>24</b> | <b>20</b> |

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所，注：彪马是欧元，耐克、露露柠檬是美元，牧高笛、安踏是人民币



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)