

Q2 业绩环比改善，大客户引领增长

核心观点

- 公司 22H1 实现营业收入 99 亿，同比增长 20.8%，实现归母净利润 15.6 亿，同比增长 21%，若剔除汇率影响分别增长 20.1 和 20.3%。单 Q2 来看，收入和归母净利润分别同比增长 29% 和 28%。
- **耐克订单引领增长，ASP 明显提升。**1) 前五大客户分别实现收入 36.5、20.7、18.9、10.2 和 4.9 亿，其中 Nike 增速较高，匡威持平微增。前五大客户销售占比分别为 36.9%、20.9%、19.1%、10.3% 和 4.9%，合计占比为 92.2%，同比提升 1.0 pct，客户集中度进一步上升。2) 量价拆分来看，22H1 实现销量 1.15 亿双，同比增长 13.3%，ASP 约为 86.1 元，同比增长 6.7%，ASP 高增主要系原材料成本上升，产品/客户结构变化等因素导致。
- **Q2 毛利率环比改善，上半年盈利能力保持平稳。**1) 毛利率：22H1 实现毛利率 26.3%，同比下滑 2.3 pct，主要系新工厂产能爬坡所致，其中 Q1 和 Q2 毛利率为 25.6% 和 26.8%，Q2 毛利率环比改善，预计主要系越南 Q2 开工率逐步恢复。2) 费用率：销售/管理/研发费用率分别为 0.4%/4.2% 和 1.5%，分别同比增长 -0.5/0.3/0.1 pct。财务费用同比大幅减少，一方面由于定期存款增加导致利息收入上升，另一方面人民币兑美元贬值导致汇兑收益增加；3) 有效税率：22H1 实现有效税率 22.2%，同比下滑 3.8 pct，主要系今年分红节奏恢复常态。4) 净利率：22H1 实现归母净利率 15.8%，同比持平。
- 我们认为，随着 Q1 员工出勤率、原材料供应等外部因素的逐步缓解，公司 Q2 业绩环比改善明显。展望下半年和未来，尽管欧美地区受通胀影响消费走弱，但公司有望凭借多元的客户结构、稳定的质量和交期、较强的新品开放能力等赢得更多订单，实现超越同行的表现，当前无需过度悲观。产能扩张方面，越南 2021 年投产的新工厂爬坡顺利，明年起陆续在越南和印尼等地有新工厂投产，将支撑公司远期可持续增长。

盈利预测与投资建议

- 根据中报，我们微调盈利预测，预测 2022-2024 年每股收益分别为 2.89、3.52、4.30 元（原 2022-2024 为 2.92、3.58 和 4.35 元），参考可比公司，给予公司 2022 年 26 倍 PE 估值，对应目标价 75.14 元，维持公司“买入”评级。

风险提示：海外通胀、汇率波动、贸易风险、劳动力成本上升

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931	17,470	20,984	25,382	30,491
同比增长(%)	-8.1%	25.4%	20.1%	21.0%	20.1%
营业利润(百万元)	2,305	3,702	4,342	5,279	6,449
同比增长(%)	5.0%	60.6%	17.3%	21.6%	22.2%
归属母公司净利润(百万元)	1,879	2,768	3,373	4,104	5,017
同比增长(%)	3.2%	47.3%	21.9%	21.7%	22.2%
每股收益(元)	1.61	2.37	2.89	3.52	4.30
毛利率(%)	23.9%	27.2%	26.4%	26.7%	27.0%
净利率(%)	13.5%	15.8%	16.1%	16.2%	16.5%
净资产收益率(%)	37.9%	33.2%	26.7%	26.5%	27.6%
市盈率	36.9	25.1	20.6	16.9	13.8
市净率	12.1	6.3	4.9	4.1	3.5

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。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入 (维持)

股价 (2022 年 08 月 18 日)	59.43 元
目标价格	75.14 元
52 周最高价/最低价	95.2/55.23 元
总股本/流通 A 股 (万股)	116,700/14,609
A 股市值 (百万元)	69,355
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2022 年 08 月 19 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-1.17	-10.02	-22.21	-30
相对表现	0.42	-4.83	-17.95	-6.41
沪深 300	-1.59	-5.19	-4.26	-23.59



证券分析师

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

联系人

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

相关报告

年报业绩亮眼，未来有望继续保持高质量成长	2022-04-08
对头部客户销售持续高增，盈利能力维持优良水平	2021-10-28
业绩高速增长，积极扩张产能巩固中长期竞争力	2021-08-22

根据中报，我们微调盈利预测（下调了收入、毛利率，上调了汇兑收益），预测 2022-2024 年每股收益分别为 2.89、3.52、4.30 元（原 2022-2024 为 2.92、3.58 和 4.35 元），参考可比公司，给予公司 2022 年 26 倍 PE 估值，对应目标价 75.14 元，维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至北京时间 2022 年 8 月 18 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
申洲国际	2313 HK	71.7	2.24	3.25	4.21	4.97	32	22	17	14
丰泰企业	9910 TT	174.0	5.15	9.37	9.90	10.75	34	19	18	16
耐克	NKE US	117.0	3.8	3.8	4.6	5.5	30	31	26	21
李宁	2331 HK	60.4	1.58	1.82	2.28	2.80	38	33	26	22
威富 VF	VFC US	47.1	3.5	3.1	3.4	3.7	13	15	14	13
露露柠檬	LULU US	329.8	7.8	9.7	11.1	12.1	42	34	30	27
调整后平均							26	22	22	18

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所，注：露露柠檬、耐克是美元，丰泰企业是台币，申洲国际、李宁是人民币

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,438	4,408	7,538	8,118	9,224	营业收入	13,931	17,470	20,984	25,382	30,491
应收票据、账款及款项融资	1,770	2,487	2,988	3,614	4,342	营业成本	10,605	12,712	15,446	18,606	22,261
预付账款	80	163	195	236	284	营业税金及附加	3	3	3	4	5
存货	2,088	2,671	3,245	3,909	4,677	营业费用	65	65	84	127	152
其他	134	2,136	284	308	335	管理费用及研发费用	802	920	1,154	1,371	1,616
流动资产合计	6,510	11,865	14,250	16,185	18,861	财务费用	61	(46)	(159)	(118)	(106)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	100	141	141	141	141
固定资产	2,508	3,006	4,060	5,014	5,837	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	310	376	950	980	992	投资净收益	2	25	25	25	25
无形资产	200	279	269	258	247	其他	7	2	2	2	2
其他	210	652	424	398	398	营业利润	2,305	3,702	4,342	5,279	6,449
非流动资产合计	3,229	4,314	5,703	6,650	7,474	营业外收入	7	8	8	8	8
资产总计	9,738	16,179	19,953	22,834	26,335	营业外支出	14	26	26	26	26
短期借款	1,496	1,876	1,876	1,876	1,876	利润总额	2,299	3,684	4,324	5,261	6,432
应付票据及应付账款	1,317	1,835	2,230	2,686	3,214	所得税	420	917	951	1,157	1,415
其他	1,163	1,371	1,377	1,385	1,394	净利润	1,879	2,768	3,373	4,104	5,017
流动负债合计	3,977	5,083	5,483	5,947	6,484	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	1,879	2,768	3,373	4,104	5,017
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.61	2.37	2.89	3.52	4.30
其他	20	170	170	170	170						
非流动负债合计	20	170	170	170	170	主要财务比率					
负债合计	3,997	5,253	5,653	6,117	6,653		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	1,050	1,167	1,167	1,167	1,167	营业收入	-8.1%	25.4%	20.1%	21.0%	20.1%
资本公积	2,158	5,704	5,704	5,704	5,704	营业利润	5.0%	60.6%	17.3%	21.6%	22.2%
留存收益	3,233	4,834	8,207	10,624	13,589	归属于母公司净利润	3.2%	47.3%	21.9%	21.7%	22.2%
其他	(699)	(777)	(777)	(777)	(777)	获利能力					
股东权益合计	5,741	10,927	14,300	16,717	19,682	毛利率	23.9%	27.2%	26.4%	26.7%	27.0%
负债和股东权益总计	9,738	16,179	19,953	22,834	26,335	净利率	13.5%	15.8%	16.1%	16.2%	16.5%
						ROE	37.9%	33.2%	26.7%	26.5%	27.6%
						ROIC	29.8%	27.4%	22.5%	23.1%	24.6%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	41.0%	32.5%	28.3%	26.8%	25.3%
净利润	1,879	2,768	3,373	4,104	5,017	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	303	313	469	553	675	流动比率	1.64	2.33	2.60	2.72	2.91
财务费用	61	(46)	(159)	(118)	(106)	速动比率	1.11	1.81	2.01	2.06	2.19
投资损失	(2)	(25)	(25)	(25)	(25)	营运能力					
营运资金变动	(607)	(831)	(725)	(891)	(1,034)	应收账款周转率	7.0	8.2	7.7	7.7	7.7
其它	1,345	244	143	(0)	(0)	存货周转率	4.9	5.3	5.2	5.2	5.2
经营活动现金流	2,978	2,423	3,075	3,623	4,527	总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.2	1.2
资本支出	(81)	(869)	(2,000)	(1,500)	(1,500)	每股指标(元)					
长期投资	1	0	0	0	0	每股收益	1.61	2.37	2.89	3.52	4.30
其他	(756)	(3,481)	1,896	25	25	每股经营现金流	2.84	2.08	2.63	3.10	3.88
投资活动现金流	(836)	(4,350)	(104)	(1,475)	(1,475)	每股净资产	4.92	9.36	12.25	14.32	16.87
债权融资	(0)	42	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	3,663	0	0	0	市盈率	36.9	25.1	20.6	16.9	13.8
其他	(1,212)	(900)	159	(1,569)	(1,946)	市净率	12.1	6.3	4.9	4.1	3.5
筹资活动现金流	(1,213)	2,805	159	(1,569)	(1,946)	EV/EBITDA	24.3	16.3	13.9	11.4	9.2
汇率变动影响	(100)	(45)	-0	-0	-0	EV/EBIT	27.4	17.7	15.5	12.6	10.2
现金净增加额	829	834	3,130	580	1,107						

资料来源：东方证券研究所

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