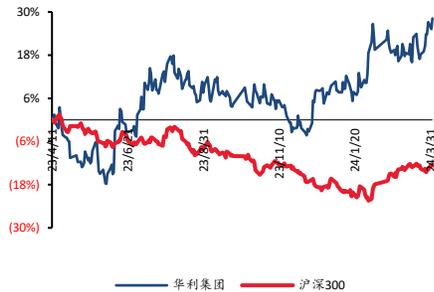


23 年年报点评: 23Q4 重回增长区间, 看好 24 年拐点向上确定性

走势比较



股票数据

总股本/流通股(亿股)	11.67/11.67
总市值/流通(亿元)	719.11/719.11
12 个月内最高/最低价(元)	62.65/39.35

相关研究报告

<<23 年业绩快报点评: Q4 拐点如期至, 24 年基本面向上趋势明确>>—2024-03-17

<<华利集团: Q3 符合预期, 盈利能力持续修复凸显强韧性>>—2023-10-27

<<Q2 表现优于同业, 去库存拐点已在路上>>—2023-08-18

证券分析师: 郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

研究助理: 龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122070007

事件:公司近日发布 2023 年年报, 23 年营收 201.1 亿元/同比-2.2%, 归母净利润 32 亿元/同比-0.85%, 扣非净利润 31.8 亿元/+0.52%。23Q4 营收 58 亿元/同比+11.7%, 归母净利润 9.13 亿元/同比+16.7%, 扣非净利润 9.29 亿元/同比+21.9%。Q4 经营拐点向上趋势明确。

Q4 恢复正增长, 客户&订单结构变化带动 ASP 提升。单 Q4 收入增长 11.7% (Q1/2/3 收入增速分别为-11%/-4%/-7%)。量价拆分来看, 23 年运动鞋销量为 1.9 亿双/同-13.9%, 根据我们计算, ASP 同比+13.6%左右(美元口径同比+9%)。ASP 增长主因客户结构变化; 23Q4 销量为 5.4 亿双/+约 4%, 我们测算人民币 ASP 在 106 元/+约 6%, 品牌客户的订单恢复+新客拓展顺利+供应链向头部工厂转移的订单落地, Q4 订单趋势向好。23Q4 毛利率 26.37%/同+0.62pct, 净利率 15.73%/同+0.67pct。

费用端持续优化, 盈利能力表现韧性。23 年毛利率为 25.6% (同-0.27pct), 其中 23Q4 毛利率 26.4% (同+0.62pct); 费用端, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.35%/3.43%/1.54%/-0.44%, 分别同比变动-0.03%/-0.32%/+0.13%/-0.13pct, 其中薪酬费用率下降主因与业绩相关的奖金计提减少。归母净利率+0.21pct 至 15.9%, 其中 23Q4 净利率 15.7% (同+0.67pct)。

前五大客户占比略有下降, 新客开拓进展顺利。23 年公司前五大客户的销售占比为 82.37% (22 年为 91.27%), 我们认为占比下降主因 23 年品牌客户去库存周期下订单波动, 公司稳固老客粘性和积极拓展新客户以确保订单稳健, 其中顺应新客的拓展计划和进度, 公司的研发人员数量增长近 33%。结合老客户的财报数据, 看好去库周期结束后的老客户订单恢复, 以及公司顺应新客户的快速发展而带来的收入增长。

展望: 年末在手订单增加看好 Q1 表现, 24 年基本面向上趋势明确, 制造龙头长期增长路径不变。公司 23 年底存货同增 7.55%, 主因在手订单、库存商品和发出商品有所增加, 看好 24Q1 的表现。在去库周期+需求端变化下, 公司在 24 年基本面向上的趋势明确, 新客户放量+老客去库进展顺利后的订单恢复+老客份额提升下, 带动公司产能利用率提升, 费用管控有效, 盈利能力有保证; 同时公司储备员工、稳步扩产和拓展产能地区布局 (24 年预计越南两家新工厂和印尼一家新共产逐步投产) 应对未来品牌客户的订单增长, 在海外消费环境改善和品牌客户去库存周期结束后有望能够实现领先于行业的增速。

盈利预测与投资建议:公司在行业去库过程中的展现出强韧性, 需求端新品牌客户量产出货、老客订单恢复、供应链订单向头部转移下, 公司的份额有望持续提升, 同时公司新工厂爬坡与新产能建设稳步推进。我们预计 2024-26 年归母净利润为 37.48/43.53/49.89 亿元, 对应 PE 分别为 20/17/15X。考虑到公司作为鞋履制造龙头企业, 凭借不断强化在规模/客户/管理的优势, 未来将持续兑现稳健的成长, 我们给予公司 25 倍 PE, 对应 24 年目标价在 80.3 元, 给予“买入”评级。

风险提示:产能扩张、海外消费不及预期, 外汇波动风险等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,114	23,901	27,612	31,279
营业收入增长率(%)	-2.2%	18.8%	15.5%	13.3%
归母净利（百万元）	3,200	3,748	4,353	4,989
净利润增长率(%)	-0.9%	17.1%	16.1%	14.6%
摊薄每股收益（元）	2.74	3.21	3.73	4.27
市盈率（PE）	19.2	19.6	16.9	14.8

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。