

## 订单需求旺盛，积极扩大产能保障可持续增长

### 核心观点

- 公司发布 24H1 中报，实现营业收入 114.7 亿，同比增长 24.5%，实现归母净利润 18.8 亿，同比增长 29%，其中 24Q2 营业收入和归母净利润分别同比增长 20.8% 和 11.9%。
- 分产品来看，24H1 运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他的收入增长分别为 24%、27% 和 31%。分地区来看，24H1 美国、欧洲和其他的收入增长分别为 30.8%、-9.5% 和 25.3%。
- 产能利用率处于高位，量价同比均有提升。24H1 公司产能利用率为 97.3%，去年同期为 86%，同比大幅提升，主要系公司订单恢复以及新客户合作持续推进。24H1 公司销量为 1.08 亿双，同比增长 18.7%，ASP 同比增长 4.9% 至 106.2 元。
- 毛利率同比明显增长，盈利能力稳中有升。1) 毛利率：24H1 毛利率同比增长 3.6pct 至 28.2%，一方面由于公司产能利用率提升，另一方面越南盾的贬值也有一定贡献。2) 费用率：24H1 销售、管理和研发费用率分别同比持平、2.1pct 和 -0.3pct，其中管理费用率大幅提升主要系公司计提的薪酬绩效增加所致。3) 24H1 有效税率同比提升 3.3pct 至 23.2%，我们推测由于香港子公司增加对母公司的分红而计提的所得税费用增加所致。4) 24H1 归母净利率同比提升 0.6pct 至 16.4%。
- 积极扩大产能，未来成长空间可期。24H1，公司在越南的两家新建工厂（分别是一家成品鞋工厂和一家鞋材工厂）、印度尼西亚一家新建成品鞋工厂已开始投产。展望 2024H2，公司将继续在印度尼西亚新建工厂，在越南扩建或新建工厂，我们预计 2025 年后公司产能仍将持续扩张，以应对中期旺盛的订单景气度。另一方面，公司在老客户的合作紧密度进一步提升，新客户方面的合作进度也在持续加速，我们认为公司目前已进入产能的扩张提速阶段，未来经营也有望保持持续较快增长。

### 盈利预测与投资建议

- 根据半年报，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.33、3.86 和 4.4 元（原 3.18、3.68 和 4.21 元），参考可比公司，给予 2024 年 24 倍 PE 估值，对应目标价 79.92 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**汇率波动、疫情反复、贸易风险、劳动力成本上升、原材料涨价

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,910	27,651	31,404
同比增长(%)	17.7%	-2.2%	18.9%	15.6%	13.6%
营业利润(百万元)	4,105	4,056	5,071	5,872	6,694
同比增长(%)	10.9%	-1.2%	25.0%	15.8%	14.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,228	3,200	3,890	4,506	5,139
同比增长(%)	16.6%	-0.9%	21.5%	15.9%	14.0%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.33	3.86	4.40
毛利率(%)	25.9%	25.6%	27.8%	27.9%	27.8%
净利率(%)	15.7%	15.9%	16.3%	16.3%	16.4%
净资产收益率(%)	26.8%	22.6%	23.8%	23.7%	23.4%
市盈率	23.1	23.3	19.2	16.5	14.5
市净率	5.6	4.9	4.2	3.7	3.2

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（2024年08月23日）	63.83 元
目标价格	79.92 元
52 周最高价/最低价	72.01/44.53 元
总股本/流通 A 股（万股）	116,700/116,699
A 股市值（百万元）	74,490
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 08 月 26 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	4.37	11.01	-6.53	26.02
相对表现%	4.92	14.29	2.11	36.01
沪深 300%	-0.55	-3.28	-8.64	-9.99



### 证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

### 相关报告

销量逐季改善，期待 2024 年订单企稳回升	2024-04-14
三季度表现超越同行，订单拐点可期	2023-10-30
Q2 单季度净利率创历史新高，期待下半年订单拐点	2023-08-04

根据半年报，我们调整盈利预测（上调了收入、毛利率和管理费用率），预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.18、3.68 和 4.21 元（原 3.18、3.68 和 4.21 元），参考可比公司，给予 2024 年 24 倍 PE 估值，对应目标价 79.92 元，维持“买入”评级

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 8 月 23 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
申洲国际	02313	60.71	3.03	3.69	4.27	4.84	20	16	14	13
露露柠檬	LULUUS	268.55	12.77	14.12	15.46	17.06	21	19	17	16
丰泰企业	9910TT	144.00	5.04	6.36	7.29	7.97	29	23	20	18
耐克	NKEUS	84.05	3.95	3.13	3.60	4.04	21	27	23	21
威富 VF	VFCUS	17.08	0.74	0.59	1.06	1.31	23	29	16	13
昂跑	ONON	44.57	0.39	0.86	0.96	1.20	114	52	46	37
<b>调整后平均</b>								<b>24</b>	<b>19</b>	<b>17</b>

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：露露柠檬、耐克、VF 和昂跑为美元，丰泰企业为港币，其他为人民币

**风险提示：** 汇率波动、疫情反复、贸易风险、劳动力成本上升、原材料涨价

**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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,620	3,879	4,612	5,386	7,078	营业收入	20,569	20,114	23,910	27,651	31,404
应收票据、账款及款项融资	3,115	3,765	4,475	5,176	5,878	营业成本	15,250	14,967	17,273	19,942	22,665
预付账款	59	65	77	89	101	销售费用	77	70	83	96	106
存货	2,464	2,741	3,164	3,652	4,151	管理费用	772	689	1,052	1,217	1,382
其他	2,247	2,668	2,671	2,674	2,678	研发费用	291	309	367	425	483
<b>流动资产合计</b>	<b>11,504</b>	<b>13,118</b>	<b>14,999</b>	<b>16,977</b>	<b>19,886</b>	财务费用	(65)	(89)	(22)	(25)	(50)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	232	154	154	154	154
固定资产	3,655	3,814	5,080	5,983	6,641	公允价值变动收益	24	(6)	24	5	5
在建工程	566	982	1,193	1,077	1,031	投资净收益	68	52	50	30	30
无形资产	437	557	533	509	485	其他	1	(3)	(4)	(5)	(6)
其他	944	976	819	799	799	<b>营业利润</b>	<b>4,105</b>	<b>4,056</b>	<b>5,071</b>	<b>5,872</b>	<b>6,694</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,601</b>	<b>6,329</b>	<b>7,625</b>	<b>8,368</b>	<b>8,955</b>	营业外收入	3	3	3	3	3
<b>资产总计</b>	<b>17,105</b>	<b>19,447</b>	<b>22,624</b>	<b>25,345</b>	<b>28,842</b>	营业外支出	17	23	23	23	23
短期借款	683	733	1,139	733	733	<b>利润总额</b>	<b>4,090</b>	<b>4,036</b>	<b>5,052</b>	<b>5,852</b>	<b>6,674</b>
应付票据及应付账款	1,502	1,793	2,069	2,389	2,715	所得税	862	836	1,162	1,346	1,535
其他	1,558	1,643	1,648	1,653	1,658	<b>净利润</b>	<b>3,228</b>	<b>3,200</b>	<b>3,890</b>	<b>4,506</b>	<b>5,139</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>3,743</b>	<b>4,169</b>	<b>4,857</b>	<b>4,775</b>	<b>5,106</b>	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,228</b>	<b>3,200</b>	<b>3,890</b>	<b>4,506</b>	<b>5,139</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	2.77	2.74	3.33	3.86	4.40
其他	167	162	162	162	162						
<b>非流动负债合计</b>	<b>167</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>162</b>	<b>162</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,910</b>	<b>4,331</b>	<b>5,018</b>	<b>4,937</b>	<b>5,268</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	0	7	7	7	7	<b>成长能力</b>					
实收资本 (或股本)	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	营业收入	17.7%	-2.2%	18.9%	15.6%	13.6%
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704	营业利润	10.9%	-1.2%	25.0%	15.8%	14.0%
留存收益	6,778	8,578	11,067	13,870	17,035	归属于母公司净利润	16.6%	-0.9%	21.5%	15.9%	14.0%
其他	(453)	(339)	(339)	(339)	(339)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>13,195</b>	<b>15,116</b>	<b>17,605</b>	<b>20,408</b>	<b>23,574</b>	毛利率	25.9%	25.6%	27.8%	27.9%	27.8%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>17,105</b>	<b>19,447</b>	<b>22,624</b>	<b>25,345</b>	<b>28,842</b>	净利率	15.7%	15.9%	16.3%	16.3%	16.4%
						ROE	26.8%	22.6%	23.8%	23.7%	23.4%
						ROIC	23.8%	21.1%	22.4%	22.5%	22.5%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	22.9%	22.3%	22.2%	19.5%	18.3%
						净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
						流动比率	3.07	3.15	3.09	3.56	3.89
						速动比率	2.37	2.49	2.44	2.79	3.08
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	7.3	5.8	5.8	5.7	5.7
						存货周转率	5.6	5.6	5.9	5.9	5.8
						总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
						<b>每股指标 (元)</b>					
						每股收益	2.77	2.74	3.33	3.86	4.40
						每股经营现金流	3.00	3.17	3.11	3.71	4.35
						每股净资产	11.31	12.95	15.08	17.48	20.19
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	23.1	23.3	19.2	16.5	14.5
						市净率	5.6	4.9	4.2	3.7	3.2
						EV/EBITDA	14.7	14.3	12.0	10.4	9.1
						EV/EBIT	17.0	17.4	13.6	11.8	10.4

  

现金流量表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,228	3,200	3,890	4,506	5,139
折旧摊销	632	839	704	757	912
财务费用	(65)	(89)	(22)	(25)	(50)
投资损失	(68)	(52)	(50)	(30)	(30)
营运资金变动	(506)	(473)	(867)	(880)	(885)
其它	282	269	(24)	(5)	(5)
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,503</b>	<b>3,694</b>	<b>3,631</b>	<b>4,324</b>	<b>5,081</b>
资本支出	(1,542)	(1,344)	(2,000)	(1,500)	(1,500)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	(483)	(477)	74	35	35
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,025)</b>	<b>(1,821)</b>	<b>(1,926)</b>	<b>(1,465)</b>	<b>(1,465)</b>
债权融资	8	18	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(2,730)	(1,981)	(972)	(2,085)	(1,923)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2,723)</b>	<b>(1,963)</b>	<b>(972)</b>	<b>(2,085)</b>	<b>(1,923)</b>
汇率变动影响	188	26	-0	-0	-0
<b>现金净增加额</b>	<b>(1,057)</b>	<b>(63)</b>	<b>732</b>	<b>774</b>	<b>1,692</b>

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 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

### 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)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。