

业绩承压，高分红政策延续

核心观点

- 公司披露 FY25H1 财报，实现营业收入 130.55 亿，同比下降 7.9%，实现归母净利润 8.7 亿，同比下降 34.6%，低于市场预期。中期拟现金分红金额为 8.6 亿，分红率为 97.85%。分品牌看，FY25H1 主力品牌和其他品牌收入分别同比下滑 8.1% 和 6.5%，分业务来看，FY25H1 零售和批发业务收入分别同比下滑 8.9% 和 2.2%。
- 单店销售面积增加，深耕门店直播业务。**截至 FY25H1，公司门店数量为 5,813 家，相比财年初净减少 331 家，总销售面积同比减少 1.9%，单店销售面积同比增加 4.8%。公司持续深耕门店直播业务，加强线下门店的线上镜像店布局，截至 FY25H1，公司小程序店铺数超 2,500 家，同比大幅增长，店铺直播账号超 300 个，同比约翻倍。
- FY25H1 毛利率承压，费用率保持稳定。**FY25H1 毛利率下滑 3.7pct 至 41.1%，原因包括：1）销售不振带来的短期存货上升，公司相应加大促销力度；2）线上零售折扣率比线下更深，而公司的线上销售占比同比上升；3）存货减值增加、批发和零售业务占比的变化；4）批发业务比重上升。费用率方面，FY25H1 的销售和管理费用率同比增长 0.3pct 和下降 0.1pct，保持稳健。
- 存货周转天数有所增加，但经营活动现金流保持健康。**截至 FY25H1，公司存货周转天数为 145 天，同比增长 7 天，经营活动现金流 26.1 亿，去年同期为 25.5 亿。
- 创新布局更多品类，为未来发展蓄能。**公司已成为加拿大高端越野跑品牌 norda 在中国市场的独家运营合作伙伴，助力 norda 入驻天猫旗舰店和小红书等社交媒体帐号，norda 线下快闪店、单品店也在计划当中。此外，公司与授权体育用品数字化平台 Fanatics 开启合作后，持续扩展 Fanatics 旗下特许体育 IP 在大中华区的商业化运营，包括已在大中华地区全面开展“始于 1904，传承永续”的复古运动品牌 Mitchell & Ness，在线上及线下门店的开设，以及社交媒体的矩阵式运营。

盈利预测与投资建议

- 根据公司公告，我们调整 FY25-26 的盈利预测（下调了收入和毛利率），并加入 FY27 年的盈利预测，预测 FY25-27 年每股收益分别为 0.22、0.26 和 0.30 元（原 FY25-26 为 0.39 和 0.42 元），参考可比公司，给予 FY25 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 3.52 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“增持”评级

风险提示：主力品牌终端增长的波动，运动服饰清库进度低于预期等

公司主要财务信息

	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入(百万元)	27,073	28,933	26,747	28,323	30,096
同比增长(%)	-15.1%	6.9%	-7.6%	5.9%	6.3%
营业利润(百万元)	2,431	2,748	1,839	2,169	2,512
同比增长(%)	-29.1%	13.0%	-33.1%	17.9%	15.8%
归属母公司净利润(百万元)	1,837	2,213	1,334	1,584	1,858
同比增长(%)	-24.9%	20.5%	-39.7%	18.7%	17.3%
每股收益(元)	0.30	0.36	0.22	0.26	0.30
毛利率(%)	41.7%	41.8%	38.0%	39.0%	40.0%
净利率(%)	6.8%	7.6%	5.0%	5.6%	6.2%
净资产收益率(%)	18.0%	22.5%	13.1%	14.5%	15.8%
市盈率(倍)	8.5	7.0	11.7	9.8	8.4
市净率(倍)	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

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

增持（维持）

股价（2024 年 10 月 29 日）	2.74 港元
目标价格	3.52 港元
52 周最高价/最低价	6.36/2.11 港元
总股本/流通 H 股（万股）	620,122/620,122
H 股市值（百万港币）	16,991
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 10 月 30 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-0.72	-22.6	-16.39	-53.66
相对表现%	-1.71	-22.93	-36.48	-72.64
恒生指数%	0.99	0.33	20.09	18.98



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

业绩基本符合预期，维持高分红比例	2024-06-14
三季度稳步复苏，各项经营指标持续改善	2023-12-18
经营效率持续提升，高分红回报股东	2023-10-22

根据公司公告，我们调整 FY25-26 的盈利预测（下调了收入和毛利率），并加入 FY27 年的盈利预测，预测 FY25-27 年每股收益分别为 0.22、0.26 和 0.30 元（原 FY25-26 为 0.39 和 0.42 元），参考可比公司，给予 FY25 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 3.52 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“增持”评级

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 10 月 29 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			FY24A	FY25E	FY26E	FY27E	FY24A	FY25E	FY26E	FY27E
宝胜国际	3813.HK	0.57	0.10	0.11	0.13	0.15	6	5	4	4
Nike	NIKE US EQUITY	78.91	3.95	2.82	3.29	3.67	20	28	24	22
露露柠檬	LULU US EQUITY	307.54	12.77	13.98	14.98	16.36	24	22	21	19
JDSports	JDDSF US EQUITY	1.78	0.13	0.17	0.20	0.23	14	10	9	8
FOOTLOCKER	FL US EQUITY	23.24	1.42	1.52	2.04	2.54	16	15	11	9
李宁	2331.HK	16.10	1.34	1.33	1.48	1.64	12	12	11	10
调整后平均								15	13	11

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：宝胜国际和李宁为港币，其他是美元

风险提示：主力品牌终端增长的波动，运动服饰清库进度低于预期等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
货币资金	2,357	1,956	3,186	4,536	5,865
存货	6,247	6,284	7,535	4,942	6,093
应收账款	1,055	1,330	1,642	1,505	1,839
预付款项	1,136	864	864	864	864
其他	1,306	126	126	126	126
流动资产合计	12,101	10,559	13,353	11,973	14,787
固定资产	733	639	581	535	499
有使用权资产	2,425	1,821	2,650	3,244	3,735
无形资产	1,073	1,059	1,033	1,017	1,000
递延所得税资产	239	205	205	205	205
其他	249	261	261	261	261
非流动资产合计	4,719	3,985	4,729	5,261	5,700
资产总计	16,821	14,544	18,083	17,234	20,486
短期借款	1,545	720	1,000	1,000	1,000
应付账款	991	387	887	462	971
租赁	1,181	890	1,082	1,126	1,184
应交所得税	360	262	262	262	262
其他	1,192	1,088	2,462	1,136	2,805
流动负债合计	5,268	3,347	5,693	3,986	6,222
递延所得税负债	237	249	249	249	249
租赁	1,481	1,098	1,624	1,689	1,776
非流动负债合计	1,719	1,347	1,873	1,938	2,025
负债合计	6,987	4,694	7,565	5,924	8,248
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	0	0	0	0	0
其他储备	1,742	1,805	1,952	1,975	1,861
留存收益	8,092	8,044	8,564	9,333	10,376
股东权益合计	9,834	9,850	10,518	11,310	12,239
负债和股东权益总计	16,821	14,544	18,083	17,234	20,486

现金流量表					
单位:百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
归母净利润	1,837	2,211	1,334	1,584	1,858
折旧摊销	1,311	1,062	(334)	(113)	(18)
营运资金变动	56	(765)	310	980	694
其他	(674)	718	110	145	0
经营活动现金流	4,351	3,129	2,027	2,561	2,678
新增固定资产	(348)	(403)	(419)	(419)	(420)
新增无形资产	(1)	(2)	9	0	0
持作出售的资产	0	0	0	0	0
投资活动现金流	(306)	(198)	(410)	(419)	(420)
应付股利	0	0	0	0	0
其他储备	(1,666)	354	0	0	0
留存收益（股息）	(918)	(1,106)	(667)	(792)	(929)
短期借款	1,027	(825)	280	0	0
筹资活动现金流	(3,440)	(3,332)	(387)	(792)	(929)
现金净增加额	605	(401)	1,230	1,350	1,329

利润表					
单位:百万元	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
营业收入	27,073	28,933	26,747	28,323	30,096
营业成本	(15,789)	(16,852)	(16,583)	(17,277)	(18,058)
毛利	11,284	12,081	10,164	11,046	12,038
销售费用	(8,052)	(8,356)	(7,449)	(7,939)	(8,517)
管理费用	(1,101)	(1,154)	(1,067)	(1,130)	(1,201)
应收账款减值损失	2	1	1	1	1
其他收入	299	176	190	190	190
营业利润	2,431	2,748	1,839	2,169	2,512
财务收入	104	120	26	39	52
财务费用	(213)	(147)	(154)	(176)	(182)
财务收入/(费用)净额	(109)	(27)	(129)	(137)	(130)
除税前溢利	2,322	2,759	1,711	2,031	2,382
所得税	(486)	(548)	(376)	(447)	(524)
净利润	1,837	2,211	1,334	1,584	1,858
归母净利润	1,837	2,213	1,334	1,584	1,858
其他综合收益	0	0	0	0	0
综合收益总额(母公司)	1,919	2,246	1,334	1,584	1,858
每股收益（元）	0.30	0.36	0.22	0.26	0.30

主要财务比率					
	FY23	FY24	FY25E	FY26E	FY27E
成长能力					
营业收入	-15.1%	6.9%	-7.6%	5.9%	6.3%
除税前溢利	-29.1%	13.0%	-33.1%	17.9%	15.8%
归属于母公司净利润	-24.9%	20.5%	-39.7%	18.7%	17.3%
获利能力					
毛利率	41.7%	41.8%	38.0%	39.0%	40.0%
归母净利率	6.8%	7.6%	5.0%	5.6%	6.2%
ROE	18.0%	22.5%	13.1%	14.5%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	41.5%	32.3%	41.8%	34.4%	40.3%
流动比率	2.30	3.16	2.35	3.00	2.38
速动比率	1.11	1.28	1.02	1.76	1.40
营运能力					
应收账款周转率	25.0	24.3	18.0	18.0	18.0
存货周转率	2.4	2.7	2.4	2.8	3.3
总资产周转率	1.6	1.8	1.6	1.6	1.6
每股指标（元）					
每股收益	0.30	0.36	0.22	0.26	0.30
每股经营现金流	0.45	0.30	0.33	0.41	0.43
每股净资产	1.59	1.59	1.70	1.82	1.97
估值比率					
市盈率	8.5	7.0	11.7	9.8	8.4
市净率	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3

资料来源：东方证券研究所

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。

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

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。