

FY25 业绩承压，分红超预期

核心观点

- 公司 FY25 财年实现收入 270.1 亿，同比下滑 6.6%，实现归母净利润 12.9 亿，同比下降 41.9%，其中 FY25H2 的收入和归母净利润分别同比下降 5.4% 和 53%。FY25 全年分红率预计 134%，超市场预期。
- 分渠道来看，FY25 公司零售、批发渠道收入分别同比下降 6.8% 和 5.8%；分品牌来看，公司主力品牌和其他品牌收入分别同比下降 6.1% 和 9.9%。截至年底，公司直营门店数量为 5,020 家，净关店 1,124 家，其中新开 258 家，关闭 1,382 家；总销售面积同比下降 12.4%，单店销售面积同比增长 7.2%，体现了公司“一品一策”的门店调整思路。
- 去库存背景下的折扣加深拖累毛利率表现。公司 FY25 毛利率同比下降 3.4pct 至 38.4%，核心因素为零售折扣加深，其中 FY25H2 折扣力度大于 FY25H1，其余影响因素包括库存拨备及其他影响、渠道占比变化等。费用率方面，公司 FY25 销售和管理费用率分别同比增长 0.5pct 和 -0.3pct。公司 FY25 归母净利率同比下降 2.9pct 至 4.8%。
- 经营质量保持相对稳健。截至 FY25，公司存货周转天数为 133 天，同比下降 1 天，实现经营活动现金流净额为 37.6 亿，同比增长 20%。公司期末现金为 25.9 亿，去年同期为 19.6 亿。
- 新品牌合作稳步推进。具体来看：1) 近期，公司将 SOAR running 品牌引入中国市场，SOAR running 定位高端，以先锋设计和创新科技材料为核心亮点，为全球跑者提供兼具机能设计与时尚美学的专业运动装备。2) 公司也与顶级专业户外品牌 Norrøna 达成合作，负责品牌在中国市场的品牌宣传、市场推广、渠道销售、消费者运营等全链路运营工作。3) 去年公司深化与加拿大高端越野跑品牌 nordaTM 的合作，线上已入驻天猫旗舰店、小红书；线下也已入驻上海、北京等多个城市的运动时尚买手店，捕捉越野跑这一户外细分赛道的发展机遇。

盈利预测与投资建议

- 根据公司年报，我们调整 FY26-27 的盈利预测，并引入 FY28 年的盈利预测，预测 FY26-28 年每股收益分别为 0.21、0.25 和 0.30 元（原 FY26-27 为 0.26 和 0.30 元），参考可比公司，给予 FY26 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 3.45 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“增持”评级。
- **风险提示：**主力品牌终端需求的波动，去库存进度低于预期等

公司主要财务信息

	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入(百万元)	28,933	27,013	26,428	27,892	29,361
同比增长(%)	6.9%	-6.6%	-2.2%	5.5%	5.3%
营业利润(百万元)	2,748	1,593	1,775	2,049	2,443
同比增长(%)	13.0%	-42.0%	11.4%	15.5%	19.2%
归属母公司净利润(百万元)	2,213	1,286	1,308	1,537	1,842
同比增长(%)	20.5%	-41.9%	1.7%	17.5%	19.8%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.21	0.25	0.30
毛利率(%)	41.8%	38.4%	38.4%	39.0%	40.0%
净利率(%)	7.6%	4.8%	4.9%	5.5%	6.3%
净资产收益率(%)	22.5%	13.6%	12.9%	13.3%	14.9%
市盈率(倍)	8.2	14.2	13.9	11.8	9.9
市净率(倍)	1.8	2.0	1.6	1.5	1.4

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

增持 (维持)

股价 (2025 年 05 月 21 日)	3.2 港元
目标价格	3.45 港元
52 周最高价/最低价	5.13/1.98 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	620,122/620,122
H 股市值 (百万港币)	19,844
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 05 月 22 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.32	9.59	-4.48	-35.7
相对表现%	-4.11	-1.78	-5.97	-59.67
恒生指数%	0.79	11.37	1.49	23.97



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

业绩承压，高分红政策延续	2024-10-30
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

根据公司年报，我们调整 FY26-27 的盈利预测（下调了收入和毛利率），并引入 FY28 年的盈利预测，预测 FY26-28 年每股收益分别为 0.21、0.25 和 0.30 元（原 FY26-27 为 0.26 和 0.30 元），参考可比公司，给予 FY26 年 15 倍 PE 估值，对应目标价 3.45 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 2025 年 5 月 21 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			FY25A	FY26E	FY27E	FY28E	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
宝胜国际	3813.HK	0.50	0.10	0.11	0.12	0.13	5	5	4	4
Nike	NIKE US EQUITY	59.98	2.15	1.99	2.56	3.33	28	30	23	18
露露柠檬	LULU US EQUITY	317.56	14.64	14.86	16.05	17.49	22	21	20	18
JDSports	JDDSF US EQUITY	1.02	0.17	0.16	0.18	0.21	6	6	6	5
FOOTLOCKER	FL US EQUITY	23.94	1.37	1.27	1.54	1.74	17	19	16	14
李宁	2331.HK	15.16	1.26	1.12	1.23	1.34	12	14	12	11
调整后平均								15	13	12

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：主力品牌终端需求的波动，去库存进度低于预期等

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。