

贸易摩擦影响短期经营 但不改长期竞争力

核心观点

- **公司发布半年度业绩快报，收入保持稳健增长，盈利低于市场预期。**根据业绩快报，公司上半年收入同比增长 10.36%，归母净利润同比下降 11.42%。结合之前的一季报可测算得出公司 Q2 收入和归母净利润同比分别下降 9%和 17%，Q2 净利率为 12.4%，同比下降 4.1 个百分点，环比一季度也下降了近 1.9 个百分点。本次业绩快报收入基本符合市场的预期，但盈利与市场之前的期待存在一定差距。
- **全球贸易摩擦之下，部分老产能重新调配叠加新工厂集中处于爬坡期导致公司短期盈利能力承压。**公告显示在全球宏观经济压力加剧和贸易摩擦之下，部分老客户订单下滑，再叠加从去年到今年有多家新工厂陆续投产处于产能爬坡阶段，短期给公司毛利率带来较大压力。我们判断 Q2 净利率环比 Q1 进一步下滑的主要原因之一是部分老客户订单下滑的缺口转由一些新客户去填补引发的产能重新调配和磨合（可能还存在部分老产能利用率不足）过程中毛利率的下降。
- **我们判断部分老客户订单的下滑是 25 年短期的扰动，明年起有望逐步修复，看好公司后续利润弹性。**今年以来美国关税的多变已经成为影响出口企业订单的核心因素，我们认为公司上半年特别是二季度部分老客户订单的下滑正是因为关税的不确定性导致大客户下单谨慎所致。考虑到运动鞋行业整体属于相对稳健、易耗的消费品，长期受益于全球经济的可持续发展和消费者对健康、优质舒适的生活方式的不懈追求。随着关税政策的逐步明朗（7 月 31 日美国宣布对公司最主要的生产基地越南征收 20%的关税、对公司新生产基地印尼征收 19%的关税），以及相关品牌客户应对策略的逐步清晰，我们预计明年开始老客户对于运动鞋的需求将逐步恢复正常，再叠加新工厂逐步渡过爬坡期，明年起公司有望呈现较好的利润弹性。
- **短期经营扰动不影响公司中长期行业竞争力。**公司作为全球最领先的运动鞋制造龙头之一，其优势在于深度绑定大客户、规模领先、研发创新强以及优秀的全球化生产管理能力和，短期扰动不会改变其行业竞争力，我们看好其中长期的发展前景。

盈利预测与投资建议

- 根据业绩快报，我们下调公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 3.03、3.68、4.30 元（原先分别为 3.71、4.22、4.83 元），参考可比公司，给予 2025 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 68.77 元，维持“买入”评级。

风险提示：美国关税政策反复、海外需求下降、汇率波动等

公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,680	30,516	34,093
同比增长(%)	-2.2%	19.4%	11.1%	14.4%	11.7%
营业利润(百万元)	4,056	4,967	4,577	5,556	6,495
同比增长(%)	-1.2%	22.5%	-7.8%	21.4%	16.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,200	3,840	3,534	4,293	5,021
同比增长(%)	-0.9%	20.0%	-8.0%	21.5%	17.0%
每股收益（元）	2.74	3.29	3.03	3.68	4.30
毛利率(%)	25.6%	26.8%	23.1%	24.5%	25.4%
净利率(%)	15.9%	16.0%	13.2%	14.1%	14.7%
净资产收益率(%)	22.6%	23.6%	19.8%	22.4%	23.8%
市盈率	18.8	15.7	17.0	14.0	12.0
市净率	4.0	3.5	3.3	3.0	2.7

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（2025年08月11日）	51.63 元
目标价格	68.77 元
52 周最高价/最低价	81.42/45.76 元
总股本/流通 A 股（万股）	116,700/116,699
A 股市值（百万元）	60,252
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 08 月 11 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.56	-5.34	-0.19	-9.32
相对表现%	-2.83	-8.02	-7.38	-33.06
沪深 300%	1.27	2.68	7.19	23.74



证券分析师

施红梅 021-63325888*6076
shihongmei@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511010001

相关报告

分红超预期，未来可持续增长可期	2025-04-13
业绩保持较快成长，期待新客户持续放量	2024-11-01
订单需求旺盛，积极扩大产能保障可持续增长	2024-08-26

根据业绩快报公告显示，由于部分老客户订单下滑、较多的新工厂处于爬坡阶段以及产能调配的安排，短期内给毛利率带来压力，我们调整了公司未来 3 年的销量（小幅下调了 25 年的销量增速，26 年销量预计有补偿性增长，27 年销量恢复正常增长），同时下调公司未来 3 年的毛利率和管理费用比率，预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 3.03、3.68、4.30 元（原先分别为 3.71、4.22、4.83 元），参考可比公司，给予 2025 年 23 倍 PE 估值，对应目标价为 68.77 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 8 月 8 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E
申洲国际	02313	51.38	3.03	4.15	4.40	4.93	17	12	12	10
露露柠檬	LULU US	189.43	12.77	14.64	14.53	15.48	15	13	13	12
丰泰企业	9910 TT	121.50	5.04	5.94	5.28	5.99	24	20	23	20
耐克	NKE US	74.19	3.95	2.16	1.68	2.45	19	34	44	30
威富 VF	VFC US	11.83	0.74	0.74	0.77	1.06	16	16	15	11
昂跑	ONON	45.66	0.39	1.10	1.16	1.51	117	41	39	30
调整后平均								21	23	18

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

风险提示：美国关税政策反复、海外需求下降、汇率波动等

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	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,879	5,588	6,211	7,104	7,936	营业收入	20,114	24,006	26,680	30,516	34,093
应收票据、账款及款项融资	3,765	4,378	4,866	5,565	6,218	营业成本	14,967	17,572	20,514	23,024	25,443
预付账款	65	89	99	113	126	销售费用	70	76	84	93	101
存货	2,741	3,121	3,643	4,089	4,519	管理费用	689	1,074	1,041	1,190	1,330
其他	2,668	2,213	2,221	2,231	2,241	研发费用	309	375	416	476	532
流动资产合计	13,118	15,389	17,039	19,102	21,040	财务费用	(89)	(84)	(36)	52	68
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	154	119	162	162	162
固定资产	3,814	4,738	5,835	6,680	7,333	公允价值变动收益	(6)	10	24	5	5
在建工程	982	757	1,103	1,041	1,016	投资净收益	52	78	50	30	30
无形资产	557	671	642	613	583	其他	(3)	3	3	2	2
其他	976	1,210	1,034	999	999	营业利润	4,056	4,967	4,577	5,556	6,495
非流动资产合计	6,329	7,375	8,614	9,332	9,932	营业外收入	3	2	2	2	2
资产总计	19,447	22,765	25,653	28,435	30,972	营业外支出	23	21	21	21	21
短期借款	733	288	2,079	2,688	2,868	利润总额	4,036	4,948	4,558	5,537	6,476
应付票据及应付账款	1,793	2,410	2,813	3,157	3,489	所得税	836	1,112	1,024	1,244	1,455
其他	1,643	2,238	2,242	2,248	2,254	净利润	3,200	3,836	3,534	4,293	5,021
流动负债合计	4,169	4,935	7,134	8,094	8,611	少数股东损益	0	(4)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3,200	3,840	3,534	4,293	5,021
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	2.74	3.29	3.03	3.68	4.30
其他	162	386	226	226	226	主要财务比率					
非流动负债合计	162	386	226	226	226		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	4,331	5,321	7,360	8,319	8,837	成长能力					
少数股东权益	7	11	11	11	11	营业收入	-2.2%	19.4%	11.1%	14.4%	11.7%
实收资本（或股本）	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	营业利润	-1.2%	22.5%	-7.8%	21.4%	16.9%
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704	归属于母公司净利润	-0.9%	20.0%	-8.0%	21.5%	17.0%
留存收益	8,578	11,018	11,867	13,690	15,710	获利能力					
其他	(339)	(456)	(456)	(456)	(456)	毛利率	25.6%	26.8%	23.1%	24.5%	25.4%
股东权益合计	15,116	17,443	18,293	20,115	22,135	净利率	15.9%	16.0%	13.2%	14.1%	14.7%
负债和股东权益总计	19,447	22,765	25,653	28,435	30,972	ROE	22.6%	23.6%	19.8%	22.4%	23.8%
现金流量表						ROIC	21.1%	22.5%	18.4%	20.1%	21.2%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	3,200	3,836	3,534	4,293	5,021	资产负债率	22.3%	23.4%	28.7%	29.3%	28.5%
折旧摊销	839	482	762	781	901	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	(89)	(84)	(36)	52	68	流动比率	3.15	3.12	2.39	2.36	2.44
投资损失	(52)	(78)	(50)	(30)	(30)	速动比率	2.47	2.49	1.88	1.85	1.92
营运资金变动	(561)	183	(620)	(820)	(768)	营运能力					
其它	357	278	(184)	(5)	(5)	应收账款周转率	5.8	5.9	5.8	5.9	5.8
经营活动现金流	3,694	4,617	3,405	4,271	5,187	存货周转率	5.5	5.9	6.1	6.0	5.9
资本支出	(1,344)	(1,123)	(2,000)	(1,500)	(1,500)	总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
长期投资	0	4	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(477)	(1,046)	74	35	35	每股收益	2.74	3.29	3.03	3.68	4.30
投资活动现金流	(1,821)	(2,165)	(1,926)	(1,465)	(1,465)	每股经营现金流	3.17	3.96	2.92	3.66	4.44
债权融资	18	(14)	0	0	0	每股净资产	12.95	14.94	15.67	17.23	18.96
股权融资	0	0	0	0	0	估值比率					
其他	(1,981)	(1,923)	(857)	(1,914)	(2,889)	市盈率	18.8	15.7	17.0	14.0	12.0
筹资活动现金流	(1,963)	(1,937)	(857)	(1,914)	(2,889)	市净率	4.0	3.5	3.3	3.0	2.7
汇率变动影响	26	35	-0	-0	-0	EV/EBITDA	11.0	9.8	9.9	8.2	7.1
现金净增加额	(63)	549	622	893	833	EV/EBIT	13.3	10.8	11.6	9.4	8.0

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

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。