

中期继续维持高分红 期待消费复苏后的增长潜能

核心观点

- **零售大环境承压之下公司 FY2026 中期业绩同比有所下降，但略好于市场之前的估计。**公司最新财报显示，FY2026 上半财年收入和净利润同比分别下降 5.79% 和 9.69%，略好于之前的市场预计。分业务模式看，零售和批发业务收入同比分别下降 3% 和 20.3%。我们判断批发业务降幅较大主要与零售承压之下批发商心态普遍更谨慎以及批发渠道以低线城市线下渠道为主有关。分渠道看，线上业务景气度高于线下（线下直营店毛销售面积同比减少 14.1%），我们预计上半财年公司线上销售收入同比增长为 10% 左右。
- **公司综合毛利率呈现较好的韧性，期间费用方面也呈现良好的管控能力。**FY2026 中期公司综合毛利率为 40.96%，同比仅下降 0.1 个百分点左右，呈现出较好的经营韧性。我们认为一方面与直营比重上升（批发业务收入下降更多）有关，另一方面预计与品牌商更友好的支持政策以及库存拨备有所下降等有关。报告期公司销售及分销开支以及一般与行政开支费用率同比仅微增 0.1 个百分点，体现了公司在线下渠道优化和内部管理强化方面的积极效果。
- **基于优质稳健的资金基础，公司中期拟派息仍维持高水平。**中报公司经营活动净现金为 13.5 亿元（同比下降，但仍达到当期净利润的 1.7 倍左右），期末现金及现金等价物合计 25.38 亿元。基于良好的资金情况，公司中期拟每股派息 0.13 元，中期派息比率高达 102%。我们认为从投资角度而言，短期公司最大的吸引力就在于预期可持续的高分红水平。
- **近年公司持续强化全域零售和加码高潜能赛道，我们认为未来消费若复苏公司具备较好的增长潜能。**公司近年不断强化“线上+线下”多种形态的全域零售，同时加快布局跑步、户外等高潜力赛道，尽管短期对业绩增长动力有限，但我们认为有利于公司中期发展以及获取未来消费复苏后更多的增长潜能。

盈利预测与投资建议

- 根据公司中期业绩预告，我们小幅调整公司盈利预测（主要下调了批发业务收入），预计 FY26-28 年每股收益分别为 0.21、0.24 和 0.28 元（原预测分别为 0.21、0.25 和 0.30 元），参考可比公司，给予 FY26 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 3.63 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)	28933	27013	26049	27324	28697
同比增长(%)	6.9%	-6.6%	-3.6%	4.9%	5.0%
营业利润(百万元)	2748	1593	1751	2011	2305
同比增长(%)	13.0%	-42.0%	10.0%	14.8%	14.6%
归属母公司净利润(百万元)	2213	1286	1289	1506	1732
同比增长(%)	20.5%	-41.9%	0.3%	16.8%	15.0%
每股收益(元)	0.36	0.21	0.21	0.24	0.28
毛利率(%)	41.8%	38.4%	38.4%	39.0%	39.7%
净利率(%)	7.6%	4.8%	4.9%	5.5%	6.0%
净资产收益率(%)	22.5%	13.6%	12.8%	13.1%	14.1%
市盈率(倍)	8.9	15.4	15.3	13.1	11.4
市净率(倍)	2.0	2.2	1.8	1.7	1.6

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10月23日）	3.48 港元
目标价格	3.63 港元
52 周最高价/最低价	3.93/2.02 港元
总股本/流通 H 股（万股）	620,122/620,122
H 股市值（百万港币）	21,580
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 10 月 24 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	7.41	12.99	12.74	37.11
相对表现%	7.1	13.72	11.06	12.02
恒生指数%	0.31	-0.73	1.68	25.09



证券分析师

施红梅	执业证书编号：S0860511010001 shihongmei@orientsec.com.cn 021-63326320
项雯倩	执业证书编号：S0860517020003 香港证监会牌照：BQP120 xiangwenqian@orientsec.com.cn 021-63326320

相关报告

FY25 业绩承压，分红超预期	2025-05-22
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

根据公司中期业绩预告，我们小幅调整公司盈利预测（主要下调了批发业务收入），预计 FY26-28 年每股收益分别为 0.21、0.24 和 0.28 元（原预测分别为 0.21、0.25 和 0.30 元），参考可比公司，给予 FY26 年 16 倍 PE 估值，对应目标价 3.63 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 10 月 23 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	0.44	0.09	0.07	0.09	0.10	5	6	5	4
Nike	NIKE US EQUITY	69.08	2.16	1.68	2.51	3.05	32	41	28	23
露露柠檬	LULU US EQUITY	178.29	14.64	12.84	12.85	13.63	12	14	14	13
JDSports	JD/ LN Equity	1.34	0.16	0.16	0.17	0.20	8	8	8	7
迪克体育用品	DKS US EQUITY	228.20	14.06	14.50	15.27	16.47	16	16	15	14
阿迪达斯	ADS	219.85	4.59	8.83	12.55	15.05	48	26	18	15
李宁	2331.HK	17.00	1.17	0.97	1.09	1.20	15	18	16	14
调整后平均								16	14	12

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：除宝胜和李宁是人民币外，其他都是美元

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

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
货币资金	1,956	2,587	3,391	5,291	6,502
存货	6,284	6,004	5,578	4,608	4,044
应收账款	1,330	752	2,142	894	2,295
预付款项	864	646	646	646	646
其他	126	997	997	997	997
流动资产合计	10,559	10,986	12,754	12,435	14,484
固定资产	639	541	220	42	-139
有使用权资产	1,821	1,819	2,843	3,129	3,375
无形资产	1,059	1,046	1,029	1,012	996
递延所得税资产	205	257	257	257	257
其他	261	253	253	253	253
非流动资产合计	3,985	3,916	4,603	4,695	4,742
资产总计	14,544	14,903	17,356	17,130	19,226
短期借款	720	2,130	1,000	1,000	1,000
应付账款	387	343	361	378	398
租赁	890	814	942	942	969
应交所得税	262	268	268	268	268
其他	1,088	941	2,010	1,014	2,156
流动负债合计	3,347	4,496	4,581	3,602	4,791
递延所得税负债	249	226	226	226	226
租赁	1,098	1,121	1,413	1,413	1,453
非流动负债合计	1,347	1,347	1,639	1,639	1,679
负债合计	4,694	5,844	6,220	5,241	6,470
股本	0	0	0	0	0
股本溢价	0	0	0	0	0
其他储备	1,805	1,887	2,147	2,209	2,157
留存收益	8,044	7,172	8,989	9,680	10,598
股东权益合计	9,850	9,059	11,136	11,889	12,755
负债和股东权益总计	14,544	14,903	17,356	17,130	19,226

现金流量表					
单位:百万元	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
归母净利润	2,211	1,285	1,289	1,506	1,732
折旧摊销	1,062	473	-593	113	122
营运资金变动	-765	823	123	1,239	325
其他	-53	420	-0	0	0
经营活动现金流	3,129	2,528	1,239	2,858	2,247
新增固定资产	-403	-246	-204	-205	-169
新增无形资产	-2	-4	0	0	0
持作出售的资产	0	0	0	0	0
投资活动现金流	-198	-249	-204	-205	-169
应付股利	0	0	0	0	0
其他储备	354	0	0	0	0
留存收益（股息）	-1,106	-642	-645	-753	-866
短期借款	-825	1,410	-1,130	0	0
筹资活动现金流	-3,332	-104	-1,775	-753	-866
现金净增加额	-401	2,174	-740	1,900	1,212

利润表					
单位:百万元	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	28,933	27,013	26,049	27,324	28,697
营业成本	-16,852	-16,630	-16,036	-16,668	-17,304
毛利	12,081	10,383	10,013	10,656	11,393
销售费用	-8,356	-7,944	-7,450	-7,787	-8,179
管理费用	-1,154	-996	-960	-1,007	-1,058
应收账款减值损失	1	-2	-2	-2	-2
其他收入	176	150	150	150	150
营业利润	2,748	1,593	1,751	2,011	2,305
财务收入	120	85	22	28	44
财务费用	-147	-118	-182	-156	-156
财务收入/(费用)净额	-27	-33	-160	-128	-112
除税前溢利	2,759	1,560	1,592	1,883	2,193
所得税	-548	-275	-302	-377	-460
净利润	2,211	1,285	1,289	1,506	1,732
归母净利润	2,213	1,286	1,289	1,506	1,732
其他综合收益	0	0	0	0	0
综合收益总额(母公司)	2,246	1,285	1,289	1,506	1,732
每股收益（元）	0.36	0.21	0.21	0.24	0.28

主要财务比率					
	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
成长能力					
营业收入	6.9%	-6.6%	-3.6%	4.9%	5.0%
除税前溢利	13.0%	-42.0%	10.0%	14.8%	14.6%
归属于母公司净利润	20.5%	-41.9%	0.3%	16.8%	15.0%
获利能力					
毛利率	41.8%	38.4%	38.4%	39.0%	39.7%
归母净利率	7.6%	4.8%	4.9%	5.5%	6.0%
ROE	22.5%	13.6%	12.8%	13.1%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	32.3%	39.2%	35.8%	30.6%	33.7%
流动比率	3.16	2.44	2.78	3.45	3.02
速动比率	1.28	1.11	1.57	2.17	2.18
营运能力					
应收账款周转率	24.3	26.0	18.0	18.0	18.0
存货周转率	2.7	2.7	2.8	3.3	4.0
总资产周转率	1.8	1.8	1.6	1.6	1.6
每股指标（元）					
每股收益	0.36	0.21	0.21	0.24	0.28
每股经营现金流	0.30	0.41	0.20	0.46	0.36
每股净资产	1.59	1.46	1.80	1.92	2.06
估值比率					
市盈率	8.5	14.5	14.5	12.4	10.8
市净率	1.9	2.1	1.7	1.6	1.5

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。