

三季度毛利率环比改善 看好明年经营重拾升势

核心观点

- 三季度订单仍有挑战，但毛利率环比改善。**25Q3 公司收入同比下降 0.34%，归母净利润下降 20.73%，扣非归母净利润下降 14.83%。我们判断三季度公司营收表现平淡的主要原因是部分老客户订单可能有所下滑（贸易摩擦之下下单更谨慎或本身处于终端去库存之中），但公司加快拓展新客户的举措部分弥补了短期老客户方面的订单压力。值得注意的是，三季度公司毛利率环比二季度有所改善，显示因为新工厂爬坡叠加新老客户产能重新分配等带来的压力最大阶段正在过去。
- 三季报显示，公司整体经营质量保持稳定良好。**前三季度公司存货周转天数同比下降 5.33 天，应收账款周转天数同比小幅增加 2.5 天。前三季度经营活动净现金高达 37.63 亿元，相当于同期盈利的 1.55 倍左右。
- “产能集中爬坡+贸易摩擦”给公司短期带来挑战，但长期利于公司行业竞争力的稳固和提升。**基于长期发展战略和大客户的需求考虑，公司近年在持续扩大产能，同时丰富产业链的区域布局（从越南到印尼，包括国内）。24-25 年是公司新工厂建设投产的高峰期（去年公司有 4 家新工厂投产，今年上半年又有四川和印尼的新工厂投产），新产能的集中爬坡遇上中美贸易摩擦，对公司短期经营带来较大挑战。但我们认为长期有利于公司与老客户关系的深度绑定以及新客户的不断吸纳。
- 我们预计从明年开始公司经营将重新提速。**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和复制能力。我们预计 26 年开始公司老客户订单将逐步恢复，新工厂运营效率也将继续提升，我们看好公司从明年开始经营重拾升势。

盈利预测与投资建议

- 根据公司之前公布的中报和最近披露的三季报，考虑到新工厂爬坡和贸易摩擦的挑战等，我们调整公司的盈利预测（主要下调了未来 3 年的销量，小幅下调了 25 年毛利率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.81、3.42、3.94 元（原先分别为 3.03、3.68、4.30 元），参考可比公司，给予 2025 年 24 倍 PE 估值，对应目标价为 67.44 元，维持“买入”评级。

风险提示

贸易摩擦的反复、下游品牌去库存进度低于预期、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	25,349	28,317	31,127
同比增长(%)	-2.2%	19.4%	5.6%	11.7%	9.9%
营业利润(百万元)	4,056	4,967	4,245	5,171	5,952
同比增长(%)	-1.2%	22.5%	-14.5%	21.8%	15.1%
归属母公司净利润(百万元)	3,200	3,840	3,277	3,995	4,600
同比增长(%)	-0.9%	20.0%	-14.7%	21.9%	15.2%
每股收益(元)	2.74	3.29	2.81	3.42	3.94
毛利率(%)	25.6%	26.8%	22.7%	24.6%	25.4%
净利率(%)	15.9%	16.0%	12.9%	14.1%	14.8%
净资产收益率(%)	22.6%	23.6%	18.5%	21.2%	22.3%
市盈率	20.7	17.2	20.2	16.6	14.4
市净率	4.4	3.8	3.7	3.4	3.1

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

股价（2025 年 10 月 30 日）	56.76 元
目标价格	67.44 元
52 周最高价/最低价	75.36/44.91 元
总股本/流通 A 股（万股）	116,700/116,699
A 股市值（百万元）	66,239
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 10 月 31 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	3.48	7.05	5.39	-10.71
相对表现%	1.23	5.56	-8.07	-31.8
沪深 300%	2.25	1.49	13.46	21.09



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

贸易摩擦影响短期经营 但不改长期竞争力	2025-08-11
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

根据公司之前公布的中报和最近披露的三季报，考虑到新工厂爬坡和贸易摩擦的挑战等，我们调整公司的盈利预测（主要下调了未来 3 年的销量，小幅下调了 25 年毛利率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 2.81、3.42、3.94 元（原先分别为 3.03、3.68、4.30 元），参考可比公司，给予 2025 年 24 倍 PE 估值，对应目标价为 67.44 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 10 月 30 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
申洲国际	02313	61.97	4.15	4.38	4.88	5.41	15	14	13	11
露露柠檬	LULU US	168.02	14.64	12.89	12.85	13.63	11	13	13	12
丰泰企业	9910 TT	123.50	5.94	5.29	6.34	7.01	21	23	19	18
耐克	NKE US	64.90	2.16	1.68	2.51	3.05	30	39	26	21
威富 VF	VFC US	14.06	0.74	0.71	1.01	1.29	19	20	14	11
昂跑	ONON	37.23	1.10	0.75	1.53	2.05	34	50	24	18
调整后平均								24	18	15

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：贸易摩擦的反复、下游品牌去库存进度低于预期、汇率波动等

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,879	5,588	5,901	6,592	7,246
应收票据、账款及款项融资	3,765	4,378	4,623	5,164	5,677
预付账款	65	89	94	105	115
存货	2,741	3,121	3,481	3,794	4,125
其他	2,668	2,213	2,217	2,225	2,233
流动资产合计	13,118	15,389	16,316	17,880	19,396
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,814	4,738	5,835	6,680	7,333
在建工程	982	757	1,103	1,041	1,016
无形资产	557	671	642	613	583
其他	976	1,210	1,034	999	999
非流动资产合计	6,329	7,375	8,614	9,332	9,932
资产总计	19,447	22,765	24,929	27,212	29,328
短期借款	733	288	1,740	2,073	2,120
应付票据及应付账款	1,793	2,410	2,688	2,930	3,185
其他	1,643	2,238	2,240	2,244	2,249
流动负债合计	4,169	4,935	6,668	7,247	7,555
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他	162	386	226	226	226
非流动负债合计	162	386	226	226	226
负债合计	4,331	5,321	6,893	7,473	7,780
少数股东权益	7	11	11	11	11
实收资本（或股本）	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704
留存收益	8,578	11,018	11,610	13,314	15,122
其他	(339)	(456)	(456)	(456)	(456)
股东权益合计	15,116	17,443	18,036	19,740	21,547
负债和股东权益总计	19,447	22,765	24,929	27,212	29,328

现金流量表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	3,200	3,836	3,277	3,995	4,600
折旧摊销	839	482	762	781	901
财务费用	(89)	(84)	(45)	26	31
投资损失	(52)	(78)	(50)	(30)	(30)
营运资金变动	(561)	183	(334)	(627)	(602)
其它	357	278	(184)	(5)	(5)
经营活动现金流	3,694	4,617	3,425	4,140	4,896
资本支出	(1,344)	(1,123)	(2,000)	(1,500)	(1,500)
长期投资	0	4	0	0	0
其他	(477)	(1,046)	74	35	35
投资活动现金流	(1,821)	(2,165)	(1,926)	(1,465)	(1,465)
债权融资	18	(14)	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	(1,981)	(1,923)	(1,187)	(1,984)	(2,776)
筹资活动现金流	(1,963)	(1,937)	(1,187)	(1,984)	(2,776)
汇率变动影响	26	35	-0	-0	-0
现金净增加额	(63)	549	313	691	654

利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,114	24,006	25,349	28,317	31,127
营业成本	14,967	17,572	19,600	21,363	23,227
销售费用	70	76	80	86	92
管理费用	689	1,074	989	1,104	1,214
研发费用	309	375	396	442	486
财务费用	(89)	(84)	(45)	26	31
资产、信用减值损失	154	119	162	162	162
公允价值变动收益	(6)	10	24	5	5
投资净收益	52	78	50	30	30
其他	(3)	3	3	3	2
营业利润	4,056	4,967	4,245	5,171	5,952
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	21	21	21
利润总额	4,036	4,948	4,227	5,152	5,933
所得税	836	1,112	950	1,158	1,333
净利润	3,200	3,836	3,277	3,995	4,600
少数股东损益	0	(4)	0	0	0
归属于母公司净利润	3,200	3,840	3,277	3,995	4,600
每股收益（元）	2.74	3.29	2.81	3.42	3.94

主要财务比率					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.2%	19.4%	5.6%	11.7%	9.9%
营业利润	-1.2%	22.5%	-14.5%	21.8%	15.1%
归属于母公司净利润	-0.9%	20.0%	-14.7%	21.9%	15.2%
获利能力					
毛利率	25.6%	26.8%	22.7%	24.6%	25.4%
净利率	15.9%	16.0%	12.9%	14.1%	14.8%
ROE	22.6%	23.6%	18.5%	21.2%	22.3%
ROIC	21.1%	22.5%	17.3%	19.3%	20.4%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	23.4%	27.7%	27.5%	26.5%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.15	3.12	2.45	2.47	2.57
速动比率	2.47	2.49	1.92	1.94	2.02
营运能力					
应收账款周转率	5.8	5.9	5.6	5.8	5.7
存货周转率	5.5	5.9	5.9	5.9	5.9
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
每股指标（元）					
每股收益	2.74	3.29	2.81	3.42	3.94
每股经营现金流	3.17	3.96	2.94	3.55	4.20
每股净资产	12.95	14.94	15.45	16.91	18.45
估值比率					
市盈率	20.7	17.2	20.2	16.6	14.4
市净率	4.4	3.8	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	12.2	10.9	11.8	9.8	8.5
EV/EBIT	14.8	12.0	14.0	11.3	9.8

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。