

短期业绩承压 预计 27 年盈利能力显著改善

核心观点

- **25 年业绩承压，毛利率同比下降是主因。**25 年公司收入同比增长 4%，归母净利润同比下降 16.5%；其中四季度收入同比下降 3%，归母净利润同比下降 22.7%。25 年公司业绩承压除了部分老客户订单下滑带来的收入减速之外，毛利率同比下降近 5 个百分点是核心因素。报告期毛利率的下降主要是多家新工厂处于集中爬坡期以及新老工厂产能调配所导致。
- **年报显示，公司推进客户适度多元化和降本增效工作取得良好进展。**25 年在部分老客户订单下降的背景下，公司通过积极拓展新客户来降低经营风险，其中 New balance 品牌因为大幅增长成功跻身公司前五大客户行列。25 年前 5 大客户占收入比重同比下降 6.58 个百分点。这也从一个侧面反映了公司在运动鞋代工领域强大的新客户拓展能力。另外在外部环境动荡的情况下，公司通过费用控制积极应对，25 年期间费用率同比下降 1.5 个百分点左右，从而保障了公司整体的稳健运营。
- **目前市场对公司最大的关注点是毛利率何时出现向上的拐点，我们判断在 26 年中期左右，但预计 27 年向上的斜率会更高。**综合考虑公司近几年新工厂的投产爬坡节奏以及后续可能的再扩产预期，结合新老客户订单分化带来的产能调配和磨合，我们预计 26 年中期左右将成为公司毛利率向上的拐点，但 27 年开始预计毛利率向上的斜率将更高。需要指出的是，由于 26 年春节放假时间相对较长以及中东冲突对国际航运等影响，我们判断 26 年一季度公司经营仍存在一定压力。
- **我们认为短期压力不改公司中长期行业竞争力。**近年公司集中的产能扩张正好遇上贸易摩擦、地缘动荡和海外通胀导致需求收缩等负面因素才导致短期经营的承压，但我们认为这不会改变公司在行业中的核心竞争力。公司作为全球最领先的运动鞋制造龙头之一，其优势在于强大的优质客户获取能力、规模领先、研发创新强以及前瞻的全球化生产管理和复制能力。

盈利预测与投资建议

- 根据公司年报及下游运动鞋行业的消费形势，我们调整公司 26-27 年的盈利预测同时引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 2.95、3.38、3.85 元（原预测 26-27 年分别为 3.42、3.94 元），参考可比公司，给予 2026 年 16 倍 PE 估值，对应目标价为 47.92 元，维持“买入”评级。

风险提示：地缘政治动荡、贸易摩擦的反复、海外可能的通胀对运动鞋需求的抑制等。

公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	26,304	28,441	30,988
同比增长(%)	19.4%	4.1%	5.3%	8.1%	9.0%
营业利润(百万元)	4,967	4,173	4,476	5,125	5,838
同比增长(%)	22.5%	-16.0%	7.3%	14.5%	13.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,840	3,207	3,440	3,941	4,491
同比增长(%)	20.0%	-16.5%	7.3%	14.6%	14.0%
每股收益(元)	3.29	2.75	2.95	3.38	3.85
毛利率(%)	26.8%	21.9%	22.2%	22.8%	23.5%
净利率(%)	16.0%	12.8%	13.1%	13.9%	14.5%
净资产收益率(%)	23.6%	19.0%	19.2%	18.2%	17.4%
市盈率	13.5	16.1	15.0	13.1	11.5
市净率	3.0	3.2	2.6	2.2	1.8

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（2026年04月10日）	43.39 元
目标价格	47.92 元
52 周最高价/最低价	64.36/42.83 元
总股本/流通 A 股（万股）	116,700/116,699
A 股市值（百万元）	50,636
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 04 月 13 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.79	-7.42	-14.08	-14.59
相对表现%	-6.2	-6.6	-11.51	-38.72
沪深 300%	4.41	-0.82	-2.57	24.13



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
香港证监会牌照：BXO424
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

三季度毛利率环比改善 看好明年经营重拾升势	2025-10-31
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

根据公司年报及下游海外运动鞋行业的消费预期（多数大公司客户如耐克、VF、Deckers 和 Puma 等对新财年营收指引谨慎），同时考虑到新工厂爬坡、新老客户产能调配等影响，我们调整公司 26-27 年的盈利预测（主要下调了运动休闲鞋的销量和毛利率，下调了公司的管理费用率），同时引入 28 年盈利预测，预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 2.95、3.38、3.85 元（原预测 26-27 年分别为 3.42、3.94 元），参考可比公司，给予 2026 年 16 倍 PE 估值，对应目标价为 47.92 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 4 月 10 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	42.95	4.15	3.88	4.18	4.57	10	11	10	9
露露柠檬	LULU US	163.86	14.64	13.26	12.37	13.30	11	12	13	12
丰泰企业	9910 TT	76.90	5.94	5.10	5.77	6.32	13	15	13	12
耐克	NKE US	42.62	2.16	1.52	1.93	2.48	20	28	22	17
威富 VF	VFC US	18.23	0.74	0.84	1.04	1.31	25	22	17	14
昂跑	ONON	33.55	1.10	0.97	1.61	2.00	30	35	21	17
调整后平均								19	16	14

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：地缘政治动荡、贸易摩擦的反复、海外可能的通胀对运动鞋需求的抑制等。

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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,588	5,818	7,686	10,500	13,926	营业收入	24,006	24,980	26,304	28,441	30,988
应收票据、账款及款项融资	4,378	4,043	4,257	4,603	5,016	营业成本	17,572	19,513	20,465	21,948	23,693
预付账款	89	60	64	69	75	销售费用	76	66	71	77	84
存货	3,121	2,878	3,019	3,237	3,495	管理费用	1,074	704	737	782	837
其他	2,213	1,072	1,080	1,093	1,109	研发费用	375	414	436	471	513
流动资产合计	15,389	13,871	16,105	19,503	23,621	财务费用	(84)	(58)	26	(10)	(41)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	119	122	107	85	102
固定资产	4,738	5,812	6,896	7,718	8,353	公允价值变动收益	10	(83)	(30)	5	5
在建工程	757	814	1,126	1,050	1,020	投资净收益	78	33	40	30	30
无形资产	671	765	734	702	670	其他	3	3	3	3	2
其他	1,210	1,173	927	926	926	营业利润	4,967	4,173	4,476	5,125	5,838
非流动资产合计	7,375	8,565	9,683	10,396	10,969	营业外收入	2	12	12	12	12
资产总计	22,765	22,437	25,788	29,899	34,590	营业外支出	21	28	28	28	28
短期借款	288	2,044	2,044	2,044	2,044	利润总额	4,948	4,157	4,460	5,109	5,822
应付票据及应付账款	2,410	2,191	2,297	2,464	2,660	所得税	1,112	950	1,019	1,168	1,331
其他	2,238	1,686	1,623	1,627	1,631	净利润	3,836	3,207	3,440	3,941	4,491
流动负债合计	4,935	5,920	5,965	6,135	6,335	少数股东损益	(4)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3,840	3,207	3,440	3,941	4,491
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.29	2.75	2.95	3.38	3.85
其他	386	266	133	133	133						
非流动负债合计	386	266	133	133	133	主要财务比率					
负债合计	5,321	6,186	6,097	6,268	6,468		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
少数股东权益	11	11	11	11	11	成长能力					
实收资本(或股本)	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	营业收入	19.4%	4.1%	5.3%	8.1%	9.0%
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704	营业利润	22.5%	-16.0%	7.3%	14.5%	13.9%
留存收益	11,018	10,373	13,813	17,754	22,245	归属于母公司净利润	20.0%	-16.5%	7.3%	14.6%	14.0%
其他	(456)	(1,005)	(1,005)	(1,005)	(1,005)	获利能力					
股东权益合计	17,443	16,250	19,690	23,631	28,122	毛利率	26.8%	21.9%	22.2%	22.8%	23.5%
负债和股东权益总计	22,765	22,437	25,788	29,899	34,590	净利率	16.0%	12.8%	13.1%	13.9%	14.5%
						ROE	23.6%	19.0%	19.2%	18.2%	17.4%
						ROIC	22.5%	17.6%	17.3%	16.6%	16.0%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	资产负债率	23.4%	27.6%	23.6%	21.0%	18.7%
净利润	3,836	3,207	3,440	3,941	4,491	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	482	649	883	787	927	流动比率	3.12	2.34	2.70	3.18	3.73
财务费用	(84)	(58)	26	(10)	(41)	速动比率	2.47	1.85	2.17	2.61	3.12
投资损失	(78)	(33)	(40)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	113	(463)	(364)	(498)	(593)	应收账款周转率	5.9	5.9	6.3	6.4	6.4
其它	348	442	4	80	97	存货周转率	5.8	6.4	6.7	6.6	6.5
经营活动现金流	4,617	3,743	3,949	4,270	4,850	总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
资本支出	(1,123)	(1,637)	(2,000)	(1,500)	(1,500)	每股指标(元)					
长期投资	4	(7)	0	0	0	每股收益	3.29	2.75	2.95	3.38	3.85
其他	(1,046)	(231)	(55)	35	35	每股经营现金流	3.96	3.21	3.38	3.66	4.16
投资活动现金流	(2,165)	(1,875)	(2,055)	(1,465)	(1,465)	每股净资产	14.94	13.92	16.86	20.24	24.09
债权融资	(14)	11	0	0	0	估值比率					
股权融资	0	0	0	0	0	市盈率	13.5	16.1	15.0	13.1	11.5
其他	(1,923)	(2,200)	(26)	10	41	市净率	3.0	3.2	2.6	2.2	1.8
筹资活动现金流	(1,937)	(2,189)	(26)	10	41	EV/EBITDA	8.8	9.9	8.8	8.0	7.0
汇率变动影响	35	(38)	-0	-0	-0	EV/EBIT	9.7	11.5	10.5	9.3	8.2
现金净增加额	549	(358)	1,868	2,815	3,426						

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。