

## 短期承压不改中长期行业竞争力 预计 27 年开始重新提速

### 核心观点

- **公司短期业绩承压。**公司之前公布的 26 年一季报显示收入和归母净利润同比分别下降 19%和 50%，单季度毛利率同比和环比分别下降了 5.03 个百分点和 3.82 个百分点，短期业绩和盈利能力下滑幅度超出之前市场预计。我们认为一季度业绩继续承压既有“地缘动荡+贸易环境波动+海外通胀”引发的下游采购需求谨慎，也有公司过去两年在越南和印尼等地集中扩产带来的新工厂爬坡因素。另外一季度部分订单延迟发货也是一个重要原因。26Q1 销量同比下降 13%导致产能利用率不足显著拖累了毛利率。
- **我们预计公司二季度经营环比一季度将有所改善，26 年下半年毛利率有望出现向上的拐点，27 年经营有望重新提速。**考虑到一季度部分订单受美伊战争影响延迟发货在二季度逐步交付完成，以及公司近几年投产的新工厂的逐步爬坡，我们预计 26Q2 销量将好于 26Q1，产能利用率的回升也将有利于盈利能力的改善。我们预计毛利率的拐点可能出现在 26 年下半年。我们认为运动鞋行业中期仍具备稳健增长的需求，宏观动荡和通胀之下导致的品牌采购谨慎和终端集中去库存结束后，对公司这样的龙头代工企业的需求将重新回到正常的节奏，而公司前期逆势扩张的产能将重新转换为其增长的动力。我们预计 27 年开始公司经营将重新提速。
- **我们认为短期经营调整不会改变公司在行业中的核心竞争力。**公司短期的经营承压虽然有前两年集中扩产的因素，但更多是宏观和中观波动带来的系统性压力，是行业整体面临的共同挑战，因此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。公司相对更前瞻的全球化布局和扩张也将为其中长期增长提供更充沛的动力。

### 盈利预测与投资建议

- 根据公司 26 年一季报以及下游运动鞋服行业的形势，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 26-28 年的盈利预测（主要下调了运动休闲鞋的收入和毛利率），预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 2.59、3.07、3.52 元（原预测分别为 2.95、3.38、3.85 元），参考可比公司，给予 2026 年 17 倍 PE 估值，对应目标价为 44.03 元，维持“买入”评级。

**风险提示：**地缘政治动荡、贸易环境的波动、海外通胀对运动鞋需求的进一步抑制等

### 公司主要财务信息

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	25,406	27,930	30,430
同比增长(%)	19.4%	4.1%	1.7%	9.9%	9.0%
营业利润(百万元)	4,967	4,173	3,928	4,653	5,348
同比增长(%)	22.5%	-16.0%	-5.9%	18.4%	14.9%
归属母公司净利润(百万元)	3,840	3,207	3,018	3,577	4,113
同比增长(%)	20.0%	-16.5%	-5.9%	18.5%	15.0%
每股收益(元)	3.29	2.75	2.59	3.07	3.52
毛利率(%)	26.8%	21.9%	21.0%	21.8%	22.6%
净利率(%)	16.0%	12.8%	11.9%	12.8%	13.5%
净资产收益率(%)	23.6%	19.0%	17.0%	17.0%	16.5%
市盈率	11.5	13.8	14.7	12.4	10.8
市净率	2.5	2.7	2.3	1.9	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。

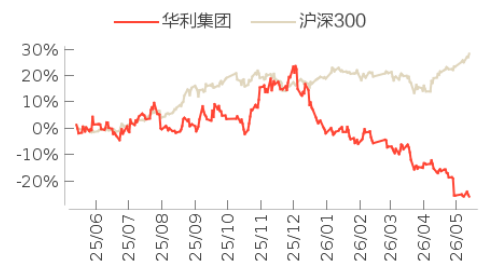
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2026年05月13日）	37.93 元
目标价格	44.03 元
52 周最高价/最低价	64.36/37.58 元
总股本/流通 A 股（万股）	116,700/116,699
A 股市值（百万元）	44,264
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2026 年 05 月 13 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.12	-11.09	-21.49	-25.94
相对表现%	-3.61	-18.67	-28.74	-54.23
沪深 300%	2.49	7.58	7.25	28.29



### 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

短期业绩承压 预计 27 年盈利能力显著改善	2026-04-13
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

根据公司 26 年一季报以及下游运动鞋服行业的形势，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 26-28 年的盈利预测（主要下调了运动休闲鞋的收入和毛利率），预计公司 2026-2028 年每股收益分别为 2.59、3.07、3.52 元（原预测分别为 2.95、3.38、3.85 元），参考可比公司，给予 2026 年 17 倍 PE 估值，对应目标价为 44.03 元，维持“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2026 年 5 月 13 日）

公司名称	公司代码	股价	每股收益				市盈率			
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E
申洲国际	02313	43.2	3.88	4.04	4.41	4.76	11	11	10	9
露露柠檬	LULU US	125.13	13.26	12.35	13.23	14.49	9	10	9	9
丰泰企业	9910 TT	73.50	5.10	5.42	6.10	6.19	14	14	12	12
耐克	NKE US	42.35	1.50	1.85	2.43	2.93	28	23	17	14
威富 VF	VFC US	17.59	0.84	1.05	1.29	1.69	21	17	14	10
昂跑	ONON	33.83	0.97	1.69	2.08	2.58	35	20	16	13
阿迪达斯	ADS GY	166.54	8.43	11.04	13.56	15.99	20	15	12	10
亚瑟士	7936 JT	31.04	0.92	1.04	1.19	1.37	34	30	26	23
<b>调整后平均</b>								<b>17</b>	<b>14</b>	<b>12</b>

数据来源：wind, Bloomberg, 东方证券研究所，注：丰泰企业是台币，申洲国际是人民币，其他都是美元

**风险提示：**地缘政治动荡、贸易环境的波动、海外通胀对运动鞋需求的进一步抑制等。

**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	7,429	9,804	12,862	营业收入	24,006	24,980	25,406	27,930	30,430
应收票据、账款及款项融资	4,378	4,043	4,112	4,521	4,925	营业成本	17,572	19,513	20,077	21,852	23,541
预付账款	89	60	61	68	74	销售费用	76	66	76	75	82
存货	3,121	2,878	2,961	3,223	3,472	管理费用	1,074	704	737	768	837
其他	2,213	1,072	1,074	1,090	1,105	研发费用	375	414	457	475	517
<b>流动资产合计</b>	<b>15,389</b>	<b>13,871</b>	<b>15,638</b>	<b>18,705</b>	<b>22,439</b>	财务费用	(84)	(58)	40	20	(7)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	119	122	104	124	149
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	<b>营业利润</b>	<b>4,967</b>	<b>4,173</b>	<b>3,928</b>	<b>4,653</b>	<b>5,348</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,375</b>	<b>8,565</b>	<b>9,683</b>	<b>10,396</b>	<b>10,969</b>	营业外收入	2	12	12	12	12
<b>资产总计</b>	<b>22,765</b>	<b>22,437</b>	<b>25,320</b>	<b>29,101</b>	<b>33,408</b>	营业外支出	21	28	28	28	28
短期借款	288	2,044	2,044	2,044	2,044	<b>利润总额</b>	<b>4,948</b>	<b>4,157</b>	<b>3,912</b>	<b>4,637</b>	<b>5,332</b>
应付票据及应付账款	2,410	2,191	2,254	2,453	2,643	所得税	1,112	950	894	1,060	1,219
其他	2,238	1,686	1,622	1,626	1,630	<b>净利润</b>	<b>3,836</b>	<b>3,207</b>	<b>3,018</b>	<b>3,577</b>	<b>4,113</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4,935</b>	<b>5,920</b>	<b>5,920</b>	<b>6,123</b>	<b>6,317</b>	少数股东损益	(4)	(0)	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,840</b>	<b>3,207</b>	<b>3,018</b>	<b>3,577</b>	<b>4,113</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	3.29	2.75	2.59	3.07	3.52
其他	386	266	133	133	133						
<b>非流动负债合计</b>	<b>386</b>	<b>266</b>	<b>133</b>	<b>133</b>	<b>133</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>5,321</b>	<b>6,186</b>	<b>6,052</b>	<b>6,256</b>	<b>6,450</b>		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%	1.7%	9.9%	9.0%
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704	营业利润	22.5%	-16.0%	-5.9%	18.4%	14.9%
留存收益	11,018	10,373	13,391	16,968	21,082	归属于母公司净利润	20.0%	-16.5%	-5.9%	18.5%	15.0%
其他	(456)	(1,005)	(1,005)	(1,005)	(1,005)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>17,443</b>	<b>16,250</b>	<b>19,268</b>	<b>22,845</b>	<b>26,959</b>	毛利率	26.8%	21.9%	21.0%	21.8%	22.6%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22,765</b>	<b>22,437</b>	<b>25,320</b>	<b>29,101</b>	<b>33,408</b>	净利率	16.0%	12.8%	11.9%	12.8%	13.5%
						ROE	23.6%	19.0%	17.0%	17.0%	16.5%
						ROIC	22.5%	17.6%	15.4%	15.6%	15.3%
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%	23.9%	21.5%	19.3%
净利润	3,836	3,207	3,018	3,577	4,113	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	2.64	3.05	3.55
财务费用	(84)	(58)	40	20	(7)	速动比率	2.47	1.85	2.12	2.48	2.93
投资损失	(78)	(33)	(40)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	113	(463)	(195)	(613)	(630)	应收账款周转率	5.9	5.9	6.2	6.5	6.4
其它	348	442	1	119	144	存货周转率	5.8	6.4	6.6	6.6	6.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>4,617</b>	<b>3,743</b>	<b>3,705</b>	<b>3,860</b>	<b>4,516</b>	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	2.59	3.07	3.52
其他	(1,046)	(231)	(55)	35	35	每股经营现金流	3.96	3.21	3.18	3.31	3.87
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,165)</b>	<b>(1,875)</b>	<b>(2,055)</b>	<b>(1,465)</b>	<b>(1,465)</b>	每股净资产	14.94	13.92	16.50	19.57	23.09
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	11.5	13.8	14.7	12.4	10.8
其他	(1,923)	(2,200)	(40)	(20)	7	市净率	2.5	2.7	2.3	1.9	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,937)</b>	<b>(2,189)</b>	<b>(40)</b>	<b>(20)</b>	<b>7</b>	EV/EBITDA	7.4	8.4	8.2	7.3	6.4
汇率变动影响	35	(38)	-0	-0	-0	EV/EBIT	8.2	9.7	10.1	8.5	7.5
<b>现金净增加额</b>	<b>549</b>	<b>(358)</b>	<b>1,611</b>	<b>2,375</b>	<b>3,058</b>						

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](http://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。