

相关研究

《业绩符合预期, 运动鞋龙头成长稳健》2022.1

《疫情管控得力, 业绩增长稳健》2022.4

《头部客户订单拓展, 运动龙头业绩亮眼》2022.4

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

23Q3 经营稳健, 订单拐点可期

2023年10月29日

事件: 公司 2023 年前三季度实现收入 143.08 亿元、同降 6.93%, 实现归母净利润 22.87 亿元、同降 6.48%, 扣非净利 22.52 亿元、同降 6.26%, EPS 为 0.76 元。2023Q3 公司实现收入 50.97 亿元、同降 6.92%, 实现归母净利润 8.31 亿元、同降 5.93%, 扣非净利 8.16 亿元、同降 6.56%。

点评:

- **收入端,** 拆分量价来看, 2023 年前三季度公司销售运动鞋 1.36 亿双、同降 19.64%, 主要系部分下游运动品牌客户仍处于去库存阶段。价格方面, 2023 年前三季度公司运动鞋销售单价约为 105.21 元/双, 同比提升 15.65%, 主要系品牌客户、产品结构变动所致。
- **利润端,** 1) 2023 年前三季度公司毛利率同降 0.62PCT 至 25.27%, 基本保持稳定。2) 2023 年前三季度公司销售、管理、研发、财务费用率为 0.41%、3.50%、1.60%、-0.57%, 同增 0.03PCT、-0.75PCT、0.15PCT、0.39PCT, 财务费用率下降主要系期末外币余额较去年期末减少, 以及汇率波动导致汇兑收益减少所致, 销售、研发、管理费用率基本稳定。3) 2023 年前三季度公司经营现金流净额为 32.32 亿元, 同降 1.80%。
- **短期订单承压, 大客户去库存持续, 订单拐点可期。** 公司拥有较强的开发设计能力和良好的产品品质、快速响应能力, 下游绑定众多知名运动休闲品牌。公司积极应对部分品牌订单波动, 持续加强客户开拓。同时公司与众多海外头部客户绑定, 伴随客户去库存持续进行, 订单有望持续改善, 公司业绩有望恢复增长。
- **盈利预测与投资建议:** 我们维持公司 2023-2025 年归母净利润预测为 33.17/37.52/44.99 亿元, 目前股价对应 23 年 18.58 倍 PE。我们看好运动鞋服赛道长期成长性, 公司作为供应链龙头优势地位明显, 伴随产能不断扩大, 有望持续强化核心竞争优势, 优化客户结构, 我们认为长期发展空间大, 维持“买入”评级。
- **风险因素:** 生产区域较为集中、劳动力成本上升等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	17,470	20,569	20,850	24,467	28,242
增长率 YoY %	25.4%	17.7%	1.4%	17.3%	15.4%
归属母公司净利润(百万元)	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499
增长率 YoY%	47.3%	16.6%	2.8%	13.1%	19.9%
毛利率%	27.2%	25.9%	25.1%	26.5%	27.5%
净资产收益率ROE%	25.3%	24.5%	22.0%	19.9%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	2.37	2.77	2.84	3.22	3.85
市盈率 P/E(倍)	22.27	19.09	18.58	16.42	13.70
市净率 P/B(倍)	5.64	4.67	4.08	3.27	2.64

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 10 月 27 日收盘价

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,865	11,504	14,192	17,936	23,541	营业总收入	17,470	20,569	20,850	24,467	28,242
货币资金	4,408	3,620	5,277	7,755	12,826	营业成本	12,712	15,250	15,625	17,982	20,486
应收票据	0	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	4	4	5
应收账款	2,487	3,115	2,827	4,373	3,978	销售费用	65	77	124	207	220
预付账款	163	59	126	148	164	管理费用	686	772	730	1,028	1,272
存货	2,671	2,464	3,661	3,379	4,272	研发费用	234	291	354	465	480
其他	2,136	2,247	2,302	2,281	2,302	财务费用	-46	-65	-47	-66	-61
非流动资产	4,314	5,606	5,895	5,903	5,740	减值损失	-134	-227	120	100	100
长期股权投资	0	0	0	0	0	合计					
固定资产	3,006	3,655	3,596	3,299	2,785	投资净收	25	68	21	0	0
无形资产	279	437	562	675	797	其他	-5	24	8	8	7
其他	1,029	1,515	1,737	1,929	2,158	营业利润	3,702	4,105	4,208	4,955	5,946
资产总计	16,179	17,110	20,087	23,839	29,280	营业外收	-17	-15	13	-82	-104
流动负债	5,083	3,743	4,803	4,802	5,745	利润总额	3,684	4,090	4,221	4,873	5,842
短期借款	1,876	683	750	840	910	所得税	917	862	904	1,121	1,344
应付票据	21	12	23	20	23	净利润	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499
应付账款	1,814	1,490	2,351	2,044	2,656	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他	1,371	1,558	1,678	1,898	2,155	归属母公司净利润	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499
非流动负债	170	172	172	172	172	EBITDA	4,204	4,691	4,737	5,535	6,559
长期借款	0	0	0	0	0	EPS(当年)(元)	2.45	2.77	2.84	3.22	3.85
其他	170	172	172	172	172						
负债合计	5,253	3,915	4,975	4,974	5,917	现金流量					
少数股东权益	0	0	0	0	0	单位:百万元					
归属母公司股东权益	10,927	13,195	15,112	18,865	23,363	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
负债和股东权益	16,179	17,110	20,087	23,839	29,280	经营活动现金流	2,423	3,503	4,017	3,284	5,779
						净利润	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499
						折旧摊销	571	742	734	764	791
						财务费用	27	-173	36	40	44
						投资损失	-25	-68	-21	0	0
						营运资金	-1,114	-417	92	-1,246	449
						其它	196	192	-141	-26	-3
						投资活动现金流	-4,350	-2,025	-991	-856	-734
						资本支出	-1,269	-1,669	-953	-786	-654
						长期投资	-3,127	-476	0	0	0
						其他	47	120	-38	-70	-80
						筹资活动现金流	2,805	-2,723	-1,369	50	26
						吸收投资	3,701	0	0	0	0
						借款	2,651	4,312	67	90	70
						支付利息或股息	-1,197	-1,345	-1,436	-40	-44
						现金流净增加额	834	-1,057	1,657	2,478	5,071

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,470	20,569	20,850	24,467	28,242
同比(%)	25.4%	17.7%	1.4%	17.3%	15.4%
归属母公司净利润	2,768	3,228	3,317	3,752	4,499
同比	47.3%	16.6%	2.8%	13.1%	19.9%
毛利率(%)	27.2%	25.9%	25.1%	26.5%	27.5%
ROE%	25.3%	24.5%	22.0%	19.9%	19.3%
EPS(摊薄)(元)	2.37	2.77	2.84	3.22	3.85
P/E	22.27	19.09	18.58	16.42	13.70
P/B	5.64	4.67	4.08	3.27	2.64
EV/EBITDA	24.16	13.62	12.09	9.91	7.60

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准20%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。