

业绩符合预期，库存恢复至健康水平

核心观点

- 公司发布 2023 业绩公告，实现营业收入 276 亿，同比增长 7%，实现归母净利润 31.9 亿，同比下滑 21.6%，其中处置地块一次性收益为 1.4 亿元。全年派息率为 45%（包含中期股息），对比过去 3 年 30%左右的派息率有明显提升。
- **受批发渠道拖累，23H2 公司收入增长承压。**23H2 收入和归母净利润分别同比增长 1.4%和下降 43.1%，环比 23H1 增速放缓。拆分来看，23H2 批发收入同比下滑 11.2%为主要拖累，我们认为主要原因包括：**1）主动清理渠道库存。**根据 23H1 披露数据，批发业务收入增速为 20-30%低段，大幅高于流水增速高单位数（均不含专业渠道店铺），我们推测当时存货压力逐步增加。**2）为限制渠道串货主动控制出货量。**另一方面，23H2 线上/直营渠道收入分别增长 0.1%和 37.5%，直营渠道的高增我们推测由于下半年净开店提速所致（下半年净开店 75 家，上半年净关 7 家）。
- **库存情况恢复健康水平。**截至 2023 年底，全渠道库销比为 3.6 个月，环比 23Q3 明显改善。公司库存成本金额增加低单位数，基本可控。存货结构方面维持健康水平，截至 2023 年底，6 个月或以下（新品）占比 87%，同比仅小幅下滑了 1pct。
- **产品方面，公司更为聚焦专业品类，专业跑鞋矩阵逐步成型。**2023 年公司零售流水同比增长 12%，其中跑步、健身更偏功能性的品类同比增长 40%和 25%，占比分别为 23%和 14%。产品方面，超轻、赤兔、飞电全年销量突破 900 万双，飞电 3 全年累计销量突破 130 万双，专业跑鞋矩阵逐步成型，打造多场景专业跑步产品。
- **谨慎预期 2024 年业绩。**考虑到消费大环境的疲弱，以及公司对经营质量的重视，我们预测 2024 年收入增长为中单位数，归母净利率为低双位数。另一方面，考虑到公司短期库存、折扣等指标的改善，专业品类和产品方面的突破，叠加公司独一无二的品牌价值和底蕴，我们看好公司中长期成长性以及利润弹性。

盈利预测与投资建议

- 根据业绩公告，我们调整盈利预测，预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 1.23、1.32、和 1.52（原 1.46、1.75 和 2.06 元），参考可比公司，给予 2024 年 19 倍 PE 估值，目标价为 27.24 港币（1 人民币=1.09 港币），维持“买入”评级。

风险提示：运动服饰消费低于预期、终端去库存进度低于预期，新产品推广不及预期等

公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	22,572	25,803	27,598	29,092	32,069
同比增长(%)	56.1%	14.3%	7.0%	5.4%	10.2%
营业利润(百万元)	5,328	5,415	4,256	4,555	5,248
同比增长(%)	137.0%	1.6%	-21.4%	7.0%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	4,011	4,064	3,187	3,410	3,930
同比增长(%)	136.1%	1.3%	-21.6%	7.0%	15.2%
每股收益(元)	1.55	1.57	1.23	1.32	1.52
毛利率(%)	53.0%	48.4%	48.4%	48.0%	47.7%
净利率(%)	17.8%	15.7%	11.5%	11.7%	12.3%
净资产收益率(%)	26.9%	17.9%	13.1%	13.6%	14.5%
市盈率(倍)	12.0	11.8	15.1	14.1	12.2
市净率(倍)	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7

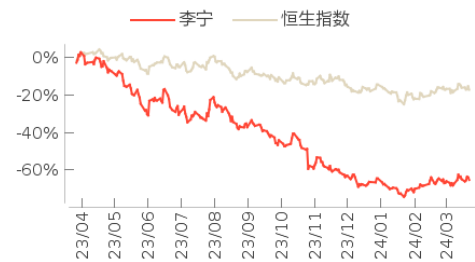
资料来源：公司数据、东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入（维持）

股价（2024年03月22日）	20.45 港元
目标价格	27.24 港元
52 周最高价/最低价	63.66/14.94 港元
总股本/流通 H 股（万股）	258,448/258,448
H 股市值（百万港币）	52,853
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 03 月 25 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-1.21	-0.24	3.28	-65.31
相对表现%	0.11	1.21	2.31	-49.53
恒生指数%	-1.32	-1.45	0.97	-15.78



证券分析师

施红梅	021-63325888*6076 shihongmei@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860511010001
朱炎	021-63325888*6107 zhuyan3@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860521070006 香港证监会牌照：BSW044

根据业绩公告，我们调整盈利预测（下调了收入，上调了2023年毛利率，下调了2024-2025年毛利率，上调了销售费用率和管理费用率），预计公司2023-2025年每股收益分别为1.23、1.32、和1.52（原1.46、1.75和2.06元），参考可比公司，给予2024年19倍PE估值，目标价为27.24港币（1人民币=1.09港币），维持“买入”评级

表 1：行业可比公司估值（截至 2024 年 3 月 22 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
安踏	2020.HK	79.50	3.04	3.77	4.48	5.23	26	21	18	15
耐克	NIKEUS	93.86	3.23	3.66	4.06	4.59	29	26	23	20
露露柠檬	LULUUS	403.19		12.77	14.29	15.92		32	28	25
牧高笛	603609	33.23	2.11	2.00	2.49	2.99	16	17	13	11
彪马	PUMGR	39.20		2.03	2.38	2.98		19	16	13
调整后平均								22	19	16

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：安踏为港币，牧高笛为人民币，耐克、露露柠檬是美元，彪马是欧元

风险提示： 运动服饰消费低于预期、终端去库存进度低于预期，新产品推广不及预期等

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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及等价物	15,147	8,027	8,938	9,913	11,596	营业收入	22,572	25,803	27,598	29,092	32,069
存货	1,773	2,428	2,493	2,737	3,056	营业成本	(10,603)	(13,319)	(14,246)	(15,142)	(16,771)
应收账款及应收票据	903	1,020	1,206	1,122	1,345	毛利	11,969	12,485	13,352	13,950	15,298
其他非流动资产(即期部分)	771	832	838	838	838	销售费用	(6,138)	(7,314)	(9,080)	(9,164)	(9,781)
其他	79	88	178	178	178	管理费用	(1,111)	(1,113)	(1,256)	(1,295)	(1,395)
流动资产合计	18,672	12,395	13,653	14,788	17,013	财务费用	33	327	319	142	206
固定资产	1,626	3,235	4,124	4,948	5,950	其他收净额	400	805	524	524	524
有使用权资产	1,333	2,022	2,184	2,184	2,184	以权益法核算的投资收益	159	201	378	378	378
土地使用权	163	159	155	153	151	金融资产减值损失转回	16	24	20	20	20
无形资产	188	217	221	307	395	除税前溢利	5,328	5,415	4,256	4,555	5,248
其他应收款	189	268	203	203	203	所得税	(1,317)	(1,351)	(1,069)	(1,144)	(1,318)
权益法核算的投资	1,267	1,369	1,607	1,607	1,607	净利润(含少数股东权益)	4,011	4,064	3,187	3,410	3,930
其他	6,838	13,981	12,062	11,995	12,003	归母净利润	4,011	4,064	3,187	3,410	3,930
非流动资产合计	11,603	21,252	20,555	21,397	22,493	少数股东权益	0.01	-0.06	0.05	-	-
资产总计	30,275	33,647	34,208	36,185	39,506	综合收益总额	4,008	4,055	3,185	3,385	3,905
应付账款	1,599	1,584	1,790	1,767	2,154	综合收益总额(归母)	4,008	4,055	3,185	3,385	3,905
应付负债及其他应付款项	4,025	3,649	3,256	4,022	4,000	综合收益总额(少数)	-	-	-	-	-
其他	2,080	2,008	2,223	2,231	2,230	每股收益(元)	1.55	1.57	1.23	1.32	1.52
流动负债合计	7,704	7,241	7,268	8,020	8,384						
租赁	956	1,474	1,825	1,825	1,825						
递延收入	63	66	72	67	68						
其他	448	534	636	642	640						
非流动负债合计	1,467	2,074	2,533	2,534	2,533						
负债合计	9,171	9,315	9,801	10,554	10,917						
股本	239	240	240	240	240	成长能力					
储备	12,637	11,581	10,173	13,173	13,441	营业收入	56.1%	14.3%	7.0%	5.4%	10.2%
其他	8,228	12,511	13,994	12,217	14,908	除税前溢利	137.0%	1.6%	-21.4%	7.0%	15.2%
股东权益合计	21,104	24,332	24,407	25,630	28,589	归属于母公司净利润	136.1%	1.3%	-21.6%	7.0%	15.2%
负债和股东权益总计	30,275	33,647	34,208	36,185	39,506	获利能力					
						毛利率	53.0%	48.4%	48.4%	48.0%	47.7%
						归母净利率	17.8%	15.7%	11.5%	11.7%	12.3%
						ROE	26.9%	17.9%	13.1%	13.6%	14.5%
						偿债能力					
						资产负债率	30.3%	27.7%	28.7%	29.2%	27.6%
						净负债率	-71.7%	-33.0%	-36.6%	-38.7%	-40.6%
						流动比率	2.42	1.71	1.88	1.84	2.03
						速动比率	2.19	1.38	1.54	1.50	1.66
						营运能力					
						应收账款周转率	28.9	26.8	24.8	25.0	26.0
						存货周转率	6.8	6.3	5.8	5.8	5.8
						总资产周转率	1.0	0.8	0.8	0.8	0.8
						每股指标(元)					
						每股收益	1.55	1.57	1.23	1.32	1.52
						每股经营现金流	2.21	1.69	1.41	1.71	1.60
						每股净资产	8.17	9.41	9.44	9.92	11.06
						估值比率					
						市盈率	12.0	11.8	15.1	14.1	12.2
						市净率	2.3	2.0	2.0	1.9	1.7

现金流量表					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	4,011	4,064	3,187	3,410	3,930
折旧摊销	297	449	377	575	575
财务费用	33	327	319	142	206
营运资金变动	1,201	(359)	42	660	(188)
其它	165	(109)	(269)	(378)	(378)
经营活动现金流	5,706	4,371	3,656	4,410	4,146
资本支出	(850)	(2,079)	(1,268)	(1,484)	(1,663)
以权益法核算的投资收益	159	201	378	378	378
其他	(2,440)	(832)	(409)	0	0
投资活动现金流	(3,130)	(2,711)	(1,299)	(1,106)	(1,285)
股本	10	2	(1)	0	0
其他	8,536	(2,189)	(3,577)	1,692	(1,177)
筹资活动现金流	8,547	(2,187)	(3,578)	1,692	(1,177)
汇率变动影响					
现金净增加额	11,122	(527)	(1,221)	4,996	1,684

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。