

## 业绩符合预期，索康尼首年盈利形成第二增长曲线

### 核心观点

- 公司发布 2023 年报，实现收入 143.5 亿，盈利 10.3 亿，同比分别增长 10.9% 和 11.8%，业绩基本符合市场预期。末期每股股息 8 港仙，全年派息比例 50%。
- **主品牌增长平稳，索康尼 2023 年成为首个盈利的新品牌。**分品牌来看，1) 主品牌：2023 年收入同比增长 7.4% 至 119.5 亿，毛利率同比提升 0.7pcts，经营利润率同比持平；2) 专业运动：2023 年收入同比增长 98.9% 至 7.96 亿，毛利率同比下滑 0.9pcts，主要由于 2023 年开启了相对低毛利率的批发模式。索康尼 2023 年成为首个盈利的新品牌。3) 时尚运动：收入同比增长 14.3% 至 16 亿，其中中国内地增长达 224.3%，是增长的核心驱动，毛利率同比提升 7.2pcts，主要由于高毛利率的国内 DTC 业务快速推进。
- **库存去化顺利，整体运营情况较为健康。**报表层面来看，根据 wind 数据，存货周转天数从 23H1 的 113 天，下降至 23 年底的 89 天，基本完成公司制定的保增长、清库存的目标。2023 年公司经营活动现金流净额同比增长 119.5%，表现健康。
- **立足消费和行业大环境，我们谨慎预期 2024 年业绩。**具体来看：1) 收入：预计 24 年集团层面增长不低于 10%，其中主品牌目标增长不低于 10%，专业运动目标增长 30-40%，时尚运动目标增速与集团增速持平；2) 盈利：预计净利润增长目标快于销售增长。
- **我们对公司中长期成长性保持乐观态度**，一方面，公司主品牌坚持大众运动品牌定位，国内跑步第一品牌的地位逐步稳固；另一方面，随着索康尼品牌的盈利和其他新品牌的快速成长，以及索康尼和主品牌逐渐产生的协同效应，我们认为公司多品牌运营能力持续得到验证，中长期成长性值得关注。

### 盈利预测与投资建议

- 根据年报，我们调整盈利预测并引入 2026 年盈利预测（下调了 24-25 年收入和管理费用率，上调了毛利率和销售费用率），预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.45、0.52 和 0.61 元（原 2024-2025 年为 0.47 和 0.56 元），参考可比公司，维持 2024 年 15 倍估值，对应目标价 7.33 元（1 人民币=1.0863 港币），维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧，经济恢复不及预期，去库存进度低于预期等

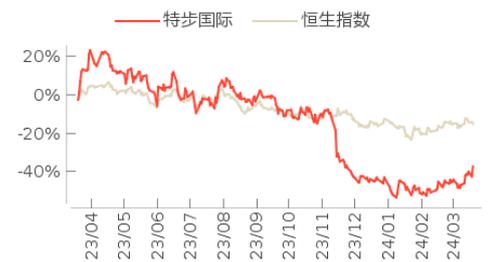
### 公司主要财务信息

	2020A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	15,919	17,730	19,645
同比增长(%)	29.1%	10.9%	11.0%	11.4%	10.8%
营业利润(百万元)	1,464	1,580	1,725	2,051	2,401
同比增长(%)	4.9%	7.9%	9.2%	18.9%	17.1%
归属母公司净利润(百万元)	922	1,030	1,190	1,381	1,617
同比增长(%)	1.5%	11.8%	15.6%	16.0%	17.0%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.45	0.52	0.61
毛利率(%)	40.9%	42.2%	42.5%	42.9%	43.3%
净利率(%)	7.1%	7.2%	7.5%	7.8%	8.2%
净资产收益率(%)	11.2%	11.6%	12.6%	13.6%	14.7%
市盈率(倍)	13.1	11.7	10.1	8.7	7.4
市净率(倍)	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1

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。

投资评级	买入 (维持)
股价 (2024年03月19日)	4.95 港元
目标价格	7.33 港元
52 周最高价/最低价	10.1/3.61 港元
总股本/流通 H 股 (万股)	264,146/264,146
H 股市值 (百万港币)	13,075
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 03 月 20 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	8.32	19.28	14.06	-37.4
相对表现%	11.62	16.97	13.91	-22.09
恒生指数%	-3.3	2.31	0.15	-15.31



### 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

### 相关报告

收购索康尼相关资产，主品牌双十一表现不及预期	2023-12-24
Q3 流水增长符合预期，关注双十一库存去化情况	2023-10-21
库存周转天数有所上升，新品牌索康尼率先盈利	2023-08-24



## 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。