

## 专业运动板块表现亮眼，下半年专注高质量增长

### 核心观点

- 公司发布 24H1 中报，实现营业收入 72.03 亿，同比增长 10.4%，实现归母净利润 7.5 亿，同比增长 13%。中期拟现金分红 3.78 亿，分红率为 50.3%。
- **主品牌稳健，专业运动板块表现亮眼。** 1) 大众运动（主品牌）：24H1 收入同比增长 6.6%，其中电商渠道实现 20% 的收入增长，占主品牌收入超过 30%；此外，我们预计儿童品类的增速也较快。24H1 主品牌门店数量为 6,578 家，相较年初仅净开 7 家。2) 专业运动：24H1 收入同比高增长 72.2%，同时实现 3,180 万元的净利润。3) 时尚运动：24H1 收入同比增长 9.7%，低于预期，其中中国内地收入快速增长 85.7%，海外业务表现较差影响整体增速，24H1 经营利润率为-12.1%，去年同期为-8.9%，亏损同比进一步扩大。
- **毛利率同比明显提升，整体盈利能力微增。** 1) 毛利率：24H1 毛利率同比增长 3.1pct 至 46%，拆分来看，大众运动、时尚运动和专业运动分别同比增长 0.8、11.4 和 14.8pct，其中大众运动提升源于相对批发更高毛利率的电商业务占比增加，同时电商业务自身的毛利率也在提升；时尚运动毛利率提升主要来自 DTC 占比提高；专业运动毛利率提升主要源于收购合资公司全部权益，使得集团取得全额毛利润。2) 费用率：24H1 的销售和管理费用率分别同比增长 0.3 和 1.4pct，其中管理费用率增加较多主要受到业务扩充，以及收购合资公司的权益推动。3) 由于期间费用率和实际所得税率等提升，24H1 归母净利率同比增长 0.2pct 至 10.4%。
- 面临不确定的消费环境，公司预计在下半年将更加注重费用的控制和库存的管理，努力使各品牌都处于健康水平，我们预计：1) 大众运动：在电商和儿童品类的带动下，预计 24H2 实现正增长；2) 专业运动：充分受益于高端细分运动赛道的景气度，24H2 高增长势头有望延续，我们预计全年增速有望超过 50%；3) 时尚运动：公司 5 月公布战略性出售旗下的 K-SWISS 和帕拉丁品牌，消除 KP 亏损对于公司盈利和现金流的持续影响，从而集中资源发展高利润品牌和跑步主业。

### 盈利预测与投资建议

- 根据半年报，我们调整盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.47、0.55 和 0.62 元（原 0.45、0.52 和 0.61 元），参考可比公司，给予公司 2024 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 6.67 元（1 人民币=1.09 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，品牌剥离进度低于预期等

### 公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	12,930	14,346	15,022	15,614	17,109
同比增长(%)	29.1%	10.9%	4.7%	3.9%	9.6%
营业利润(百万元)	1,464	1,580	1,895	2,234	2,509
同比增长(%)	4.9%	7.9%	19.9%	17.9%	12.3%
归属母公司净利润(百万元)	922	1,030	1,256	1,452	1,637
同比增长(%)	1.5%	11.8%	21.9%	15.6%	12.8%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.47	0.55	0.62
毛利率(%)	40.9%	42.2%	43.9%	43.8%	44.1%
净利率(%)	7.1%	7.2%	8.4%	9.3%	9.6%
净资产收益率(%)	11.2%	11.6%	13.2%	14.2%	14.8%
市盈率(倍)	13.2	11.8	9.7	8.3	7.4
市净率(倍)	1.5	1.4	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08月21日）	5 港元
目标价格	6.67 港元
52 周最高价/最低价	8.06/3.55 港元
总股本/流通 H 股（万股）	264,452/264,452
H 股市值（百万港币）	13,223
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2024 年 08 月 21 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	6.38	3.09	-13.19	-34.45
相对表现%	4.76	3.24	-3.67	-33.13
恒生指数%	1.62	-0.15	-9.52	-1.32



### 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

业绩符合预期，索康尼首年盈利形成第二增长曲线	2024-03-20
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

根据半年报，我们调整盈利预测（下调了收入和费用率，上调了毛利率），预计 2024-2026 年每股收益分别为 0.47、0.55 和 0.62 元（原 0.45、0.52 和 0.61 元），参考可比公司，给予公司 2024 年 13 倍 PE 估值，对应目标价 6.67 元（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 8 月 21 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
安踏	2020.HK	61.8	3.6	4.6	4.9	5.6	17	13	13	11
申洲国际	2313.HK	57.3	3.0	3.7	4.3	4.8	19	16	13	12
牧高笛	603908.SH	19.4	1.1	1.4	1.6	1.8	17	14	12	11
361 度	1361.HK	3.3	0.5	0.5	0.6	0.7	7	6	5	5
NIKE	NKE US EQUITY	83.6	4.0	3.1	3.6	4.0	21	27	23	21
宝胜国际	3813.HK	0.6	0.1	0.1	0.1	0.1	7	6	5	4
LULULEMON	LULU US EQUITY	260.6	12.8	14.1	15.5	17.1	20	18	17	15
李宁	2331.HK	12.7	1.2	1.3	1.4	1.6	10	10	9	8
调整后平均								13	12	10

数据来源：wind, bloomberg, 东方证券研究所，注：耐克和露露柠檬为美元，其他为人民币

**风险提示：**行业竞争加剧，经济恢复不及预期，品牌剥离进度低于预期等

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	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,467	4,163	7,448	7,744	8,491	营业收入	12,930	14,346	15,022	15,614	17,109
存货	2,287	1,794	976	1,189	1,433	营业成本	(7,639)	(8,296)	(8,425)	(8,780)	(9,570)
应收账款	3,809	4,518	4,202	4,862	5,070	毛利	5,292	6,050	6,596	6,834	7,539
预付款项	1,371	1,112	1,772	1,917	2,126	销售费用	(2,690)	(3,369)	(3,455)	(3,404)	(3,696)
其他	404	457	444	493	533	管理费用	(1,454)	(1,540)	(1,652)	(1,639)	(1,805)
流动资产合计	12,338	12,044	14,842	16,204	17,654	其他收入	317	439	405	443	470
固定资产	1,368	1,592	1,862	2,124	2,401	营业利润	1,464	1,580	1,895	2,234	2,509
有使用权资产	686	818	818	818	818	财务成本净额	(91)	(145)	(143)	(208)	(222)
无形资产	723	723	714	704	694	应占联营公司损益	(12)	15	15	15	15
商誉	830	842	842	842	842	除税前溢利	1,361	1,449	1,766	2,041	2,301
其他	549	1,306	1,352	1,351	1,353	所得税	(449)	(416)	(507)	(586)	(661)
非流动资产合计	4,155	5,281	5,587	5,838	6,108	净利润(含少数股东权益)	912	1,033	1,259	1,455	1,640
资产总计	16,494	17,325	20,429	22,042	23,761	净利润(不含少数股东权益)	922	1,030	1,256	1,452	1,637
短期借款	2,231	954	3,409	3,971	4,354	少数股东损益	(9)	3	3	3	3
应付账款	2,772	2,531	2,969	2,747	3,517	其他综合收益	(111)	8	71	0	0
租赁负债	108	144	130	130	130	综合收益总额	802	1,041	1,330	1,455	1,640
应付税项	108	557	557	557	557	综合收益总额(母公司)	811	1,038	1,327	1,452	1,637
其他	1,426	1,666	1,236	1,780	1,525	综合收益总额(少数股东)	(9)	3	3	3	3
流动负债合计	6,645	5,851	8,301	9,185	10,083	每股收益	0.35	0.39	0.47	0.55	0.62
递延所得税负债	310	243	243	243	243						
长期借款	193	1,691	1,691	1,691	1,691						
其他	1,039	617	631	631	631						
非流动负债合计	1,542	2,552	2,566	2,566	2,566						
负债合计	8,187	8,402	10,867	11,751	12,648						
股本	23	23	23	23	23						
储备	8,221	8,839	9,476	10,202	11,020						
少数股东权益	63	61	64	67	70						
股东权益合计	8,307	8,923	9,563	10,292	11,113						
负债和股东权益总计	16,494	17,325	20,429	22,042	23,761						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
归母净利润	921.7	1,030.0	1,255.7	1,451.9	1,637.3	成长能力					
折旧摊销	241.2	311.6	179.3	203.8	230.6	营业收入	29.1%	10.9%	4.7%	3.9%	9.6%
营运资金变动	-652.7	283.8	641.0	-751.9	-198.6	营业利润	4.9%	7.9%	19.9%	17.9%	12.3%
财务费用	91.2	145.5	143.5	208.0	222.3	归属于母公司净利润	1.5%	11.8%	21.9%	15.6%	12.8%
其它	-29.6	-516.0	-	-	-	获利能力					
经营活动现金流	572	1,255	2,220	1,112	1,892	毛利率	40.9%	42.2%	43.9%	43.8%	44.1%
资本支出	152	(776)	(630)	(447)	(489)	净利率	7.1%	7.2%	8.4%	9.3%	9.6%
于联营公司之权益	(47)	(304)	0	0	0	ROE	11.2%	11.6%	13.2%	14.2%	14.8%
其他	(978)	165	0	0	0	偿债能力					
投资活动现金流	(873)	(915)	(630)	(447)	(489)	资产负债率	49.6%	48.5%	53.2%	53.3%	53.2%
股本	0.1	0.0	-	-	-	流动比率	1.86	2.06	1.79	1.76	1.75
借款	644	221	2,455	562	383	速动比率	1.51	1.75	1.67	1.63	1.61
其他	(880)	(683)	(697)	(931)	(1,038)	营运能力					
筹资活动现金流	(236)	(461)	1,758	(369)	(655)	应收账款周转率	3.7	3.4	3.4	3.4	3.4
现金净增加额	(537)	(122)	3,347	296	748	存货周转率	4.0	4.1	6.1	8.1	7.3
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	0.35	0.39	0.47	0.55	0.62
						每股经营现金流	0.22	0.47	0.84	0.42	0.72
						每股净资产	3.14	3.37	3.62	3.89	4.20
						估值比率					
						市盈率	13.2	11.8	9.7	8.3	7.4
						市净率	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1

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。