

## 【广发海外】申洲国际 (02313.HK)

### 越南疫情虽短期有负面影响，但不改公司长期向好

#### 核心观点：

- **越南疫情虽短期有负面影响，但不改公司长期向好。** 虽然目前越南每日新增新冠确诊病例数量未见明显好转，但是相信随着延长封锁，包括疫苗接种率的提升，预计在未来越南的疫情最终有望得到控制。根据公司之前公告，从7月19日起，公司位于越南西宁省的布料生产基地的产能将按照其正常产能的约30%营运，位于越南西宁省的制衣工厂将暂停营运，位于越南胡志明市的制衣工厂的产能将按照其正常产能的约33%营运，由于越南生产基地为公司贡献了近一半的面料产能，越南和柬埔寨生产基地为公司贡献了近4成的成衣产能，所以估计每受影响营运14天，公司的面料和成衣的年度总产能将分别下降约2%和1%，因此预计对公司今年下半年及全年的产能造成一定负面影响。
- **主要客户全年营收展望乐观，人民币汇率趋于稳定。** 2020年公司来自前四大客户NIKE、UNIQLO、ADIDAS及PUMA的收入合计194.89亿元，占总收入比重84.62%。目前四大客户对未来收入增长均展望乐观，公司下游需求稳定。其中NIKE预计FY2022（2021.6-2022.5）收入将以低两位数增长。UNIQLO预计FY2021（2020.9-2021.8）收入同比增长10%。ADIDAS预计FY2021收入将以10%-20%高段速度增长。PUMA预计FY2021收入同比中双位数增长。另外2020年下半年美元兑人民币大幅贬值导致公司产生4.83亿元的汇兑损失，今年上半年美元兑人民币贬值1.20%，预计仍有部分汇兑损失，但从下半年看目前美元兑人民币保持稳定，因此下半年有望同比大幅改善。
- **21-23年预计EPS分别为3.98元/股、4.89元/股、5.87元/股。** 参考公司过去三年平均市盈率，同时基于公司作为行业龙头，维持公司2021年PE38倍，对应合理价值182港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 越南疫情加剧的风险；产能扩张不及预期的风险等。

（本文如无特殊说明，货币单位均为人民币）

#### 盈利预测：

人民币	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	22,665.27	23,030.65	26,089.23	30,365.25	35,342.11
增长率（%）	8.2%	1.6%	13.3%	16.4%	16.4%
EBITDA（百万元）	5,758.21	5,700.06	7,922.49	9,514.67	11,246.33
归母净利润（百万元）	5,094.67	5,106.74	5,984.31	7,346.26	8,816.44
增长率（%）	12.2%	0.2%	17.2%	22.8%	20.0%
EPS（元/股）	3.39	3.40	3.98	4.89	5.87
市盈率（P/E）	21.00	27.36	35.83	29.19	24.32
ROE（%）	20.24	18.72	19.77	21.64	22.99
EV/EBITDA	18.42	24.25	26.66	21.95	18.31

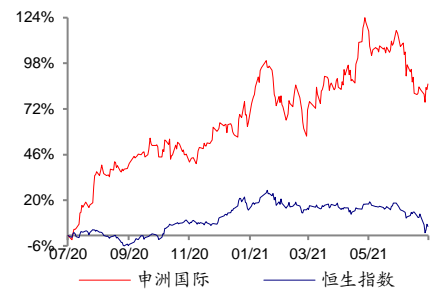
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

#### 公司评级

**买入**

当前价格	171.60 港元
合理价值	182 港元
前次评级	买入
报告日期	2021-08-01

#### 相对市场表现



#### 分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

#### 相关研究：

- 【广发纺织&海外】申洲国际 (02313.HK):2020 年业绩韧性较强，看好 2021 年业绩向上弹性 2021-04-06
- 申洲国际(02313.HK):20H1 表现超预期，看好下半年业绩增长 2020-08-26

**资产负债表**

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>20,494</b>	<b>23,554</b>	<b>24,908</b>	<b>28,756</b>	<b>33,557</b>
货币资金	9,772	11,189	11,340	13,537	16,420
应收及预付	4,187	5,128	5,382	6,107	6,951
存货	5,282	4,811	5,761	6,686	7,759
其他流动资产	1,053	2,426	2,426	2,426	2,426
<b>非流动资产</b>	<b>11,361</b>	<b>13,298</b>	<b>13,603</b>	<b>13,746</b>	<b>13,814</b>
长期股权投资	18	14	17	20	23
固定资产	9,592	10,167	10,414	10,589	10,691
在建工程	0	0	0	0	0
无形资产	101	105	74	40	3
其他长期资产	1,649	3,012	3,098	3,098	3,098
<b>资产总计</b>	<b>31,855</b>	<b>36,852</b>	<b>38,511</b>	<b>42,503</b>	<b>47,371</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,796</b>	<b>4,690</b>	<b>5,413</b>	<b>6,117</b>	<b>6,931</b>
短期借款	3,192	6,210	4,654	4,540	4,500
应付及预收	881	1,060	1,110	1,288	1,494
其他流动负债	298	185	183	213	247
<b>非流动负债</b>	<b>1,079</b>	<b>728</b>	<b>721</b>	<b>721</b>	<b>721</b>
长期借款	776	398	398	398	398
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	302	330	323	323	323
<b>负债合计</b>	<b>6,664</b>	<b>9,581</b>	<b>8,276</b>	<b>8,629</b>	<b>9,130</b>
股本	25,172	27,276	30,268	33,941	38,350
资本公积	0	0	0	0	0
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	25,172	27,276	30,268	33,941	38,350
少数股东权益	19	(5)	(33)	(68)	(109)
<b>负债和股东权益</b>	<b>31,855</b>	<b>36,852</b>	<b>38,511</b>	<b>42,503</b>	<b>47,371</b>

**现金流量表**

单位: 人民币百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,604</b>	<b>5,755</b>	<b>6,007</b>	<b>7,273</b>	<b>8,593</b>
净利润	4,762	4,918	5,956	7,312	8,775
折旧摊销	1,031	1,054	1,049	1,124	1,200
营运资金变动	15	23	-1,043	-1,184	-1,376
其它	-204	-241	44	21	-6
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,152</b>	<b>-2,557</b>	<b>-1,186</b>	<b>-1,183</b>	<b>-1,158</b>
资本支出	-2,513	-2,210	-1,265	-1,265	-1,265
投资变动	-941	-669	1	0	0
其他	302	322	78	82	107
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-920</b>	<b>-31</b>	<b>-3,113</b>	<b>-3,779</b>	<b>-4,512</b>
银行借款	1,452	2,616	4	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
其他	31	-65	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>1,532</b>	<b>3,166</b>	<b>1,707</b>	<b>2,312</b>	<b>2,923</b>
期初现金余额	3,566	5,061	8,227	8,378	10,576
期末现金余额	5,061	8,227	8,378	10,576	13,459

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	8.19%	1.61%	13.28%	16.39%	16.39%
营业利润增长	10.49%	9.12%	12.77%	20.85%	20.56%
归母净利润增长	12.21%	0.24%	17.18%	22.76%	20.01%
<b>获利能力</b>					
毛利率	30.34%	31.24%	30.70%	30.90%	31.10%
净利率	22.48%	22.17%	22.94%	24.19%	24.95%
ROE	20.24%	18.72%	19.77%	21.64%	22.99%
ROIC	34.00%	29.73%	35.49%	40.82%	45.99%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	20.92%	26.00%	21.49%	20.30%	19.27%
净负债比率	-23.04%	-16.80%	-20.80%	-25.39%	-30.13%
流动比率	3.67	2.66	3.30	3.64	3.99
速动比率	2.72	2.12	2.53	2.79	3.07
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.75	0.66	0.68	0.74	0.78
应收账款周转率	6.20	5.81	5.82	5.82	5.82
存货周转率	2.96	3.09	3.10	3.10	3.10
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	3.39	3.40	3.98	4.89	5.87
每股经营现金流	3.73	3.83	4.00	4.84	5.72
每股净资产	16.75	18.16	20.14	22.58	25.51
<b>估值比率</b>					
P/E	21.00	27.36	35.83	29.19	24.32
P/B	4.25	5.12	7.08	6.32	5.59
EV/EBITDA	18.42	24.25	26.66	21.95	18.31

**利润表**

单位: 人民币 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>22,665</b>	<b>23,031</b>	<b>26,089</b>	<b>30,365</b>	<b>35,342</b>
营业成本	-15,789	-15,836	-18,080	-20,982	-24,351
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	-380	-149	-170	-197	-230
管理费用	-1,551	-1,639	-1,735	-1,852	-1,944
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-90	-108	-125	-106	-104
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	6	3	3	3
<b>营业利润</b>	<b>4,862</b>	<b>5,305</b>	<b>5,983</b>	<b>7,230</b>	<b>8,717</b>
营业外收支	731	747	845	975	1,146
<b>利润总额</b>	<b>5,592</b>	<b>6,052</b>	<b>6,828</b>	<b>8,205</b>	<b>9,863</b>
所得税	-613	-430	-792	-973	-1,167
<b>净利润</b>	<b>4,958</b>	<b>5,083</b>	<b>5,956</b>	<b>7,312</b>	<b>8,775</b>
少数股东损益	-137	-24	-28	-34	-41
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,095</b>	<b>5,107</b>	<b>5,984</b>	<b>7,346</b>	<b>8,816</b>
EBITDA	5,758	5,700	7,922	9,515	11,246
EPS (元)	3.39	3.40	3.98	4.89	5.87

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。