

### 事件：

申洲国际 22H1 公司实现营收 135.9 亿元，同比+19.6%（其中量/价分别+13%/+6.6%）；期内毛利额同比-9.1%至 30.7 亿元，毛利率同比-7.1pp 至 22.6%；实现归母净利润 23.7 亿元，同比+6.3%；剔除政府补贴及汇兑收益后净利润同比-26%至 15.87 亿元，较去年同期减少 5.4 亿元，其中宁波停产约 1 月带来了 3.5 亿利润的负面影响。

### 相关报告

### 点评观点：

(1) 申洲具备较强的产能调配能力，我们认为本轮调整仅为阶段性影响，是时间上的短期过渡，无需过于忧虑 21Q4 和长期产能利用率，出现严重产能利用不足的概率较低。国际品牌在中国市场需求短期承压，公司在大中华市场国际运动品牌的供应链采购份额较高，市场担忧需求不足和国内产能利用率不饱和。21Q3 越南停产导致低基数，21Q4 通过加班等方式满负荷开工追回部分 21Q3 订单，因此 21Q3 和 21Q4 基数相差较大。**展望：**①预计 22 年 Q3 和 Q4 逐季转好改善。公司具备能力进行产能调配——公司能在兼顾核心客户长期需求的基础上，通过补充其他品牌客户/其他市场的订单（尤其是此前由于产能紧张而未能满足需求的客户），尤其是短单快单，维持相对稳定的产能利用率；②预计 22H2 产能有单位数增长。公司进一步筛选补充 Lulu、拉夫劳伦、Polo 等优质客户，分散经营风险。

(2) **中长期产能规模展望：**公司已完成未来 2-3 年产能增长的初步布局。截至 22H1，测算的公司制衣工序员工数共约 7.8 万人（其中国内约 3.5 万人、柬埔寨约 2.2 万人、越南约 2 万人）。未来制衣工序仍有 1 万余人的员工人数提升空间，结合人效提升，预计未来 2-3 年每年有 10-15% 的产能增长预期。面料方面，截至 22H1 公司整体产能均分别达 800 吨/天（其中海外占 50%），未来将进一步提升至 1000 吨/天。

(3) **价格展望：**公司采用成本加成定价模式，美元 ASP 主要受原材料价格、人工工资、新产品开发三方面因素的影响。回顾 21Q4 棉价急剧上升，而东南亚产地 21Q3 因停产影响，订单推延到 21Q4 生产，因此这部分订单价格是 21Q3 定下的，未充分反映 21Q4 原材料价格上升。22H1 美元 ASP+6.0%反映成本部分传导，预计 22H2 成本传导将进一步畅顺。展望未来，人工等制造成本呈上升态势，公司近年高功能性面料占比提升，高功能性面料新品的应用亦会对美元 ASP 产生正面影响。

### 研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

# 免责声明

## 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司  
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼  
电话：(852) 37696888  
传真：(852) 37696999  
服务热线：400-888-1313  
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>