

## 下游库存逐步去化，订单改善可期

### 投资要点

- **业绩摘要:** 2023年上半年公司实现营收115.6亿元，同比下降14.9%；实现归母净利润21.3亿元，同比减少10.1%。
- **海外去库、产能爬坡，盈利有所承压。** 2023年上半年公司整体的毛利率为22.4%，同比下降0.2pp。主要原因有：1) 由于下游服装消费疲软，品牌客户大多处于去库存阶段，导致集团订单减少，产能利用率未能达到正常水平；2) 新增的柬埔寨和越南的产能爬坡，对集团盈利贡献尚处于过渡期。费用率方面，公司整体的费用率为9.9%，同比上升0.8pp，管理费用率和财务费用率小幅上升。具体看，销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为0.7%/7.9%/1.3%，分别同比变动-0.2/0.5/0.5pp。综合来看，集团净利率为18.4%，较去年增1pp。扣除汇兑损益及政府补助影响，公司上半年实现归母净利润17.1亿元，同比增长8%，经营韧性较强。随着订单向好、产能利用率提升，盈利能力有望改善。
- **欧美客户去库影响运动类产品订单。** 分品类来看，运动/休闲/内衣/其他针织品分别实现营收85.6/236.1/0.9亿元，分别同比变动-19.9%/10.1%/0.4%/-57.2%，营收占比分别达74%/19.9%/5.3%/0.8%，运动类服装需求下滑对订单影响较大。分地区来看，国内市场实现营收31亿元，同比减少3.6%，营收占比达26.8%；国际市场中，欧洲/美国/日本/其他市场分别实现营收24.2/18.3/16.7/25.4亿元，分别同比变动-27.2%/-32.7%/2.1%/-5.7%，营收占比分别达20.9%/15.9%/14.4%/22%。欧美运动服饰订单需求下降，多数零售品牌处于去库存阶段，导致集团运动类和欧美地区的营收同比减少。日本受益于优衣库的良好表现整体出货较稳定。
- **核心客户占比下降，新客户增长较快。** 客户结构方面，公司四大核心客户分别贡献营收34.7/25.4/18.9/13.4亿元，同比变动-21.8%/5.4%/-25.6%/-28.3%，营收占比分别达30%/22%/16.4%/11.6%，较去年同期变动-2.7/4.3/-2.3/-2.2pp，四大核心客户总占比为80%，较去年同期占比下降3pp。第二大客户由于终端需求较好，库存水平较低，增长稳定。上半年公司与新客户合作继续推进，国内运动品牌及Lululemon等新客户营收占比持续提升。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2023-2025年EPS分别为3.1元、3.83元、4.51元，对应PE分别为24倍、19倍、16倍，维持“持有”评级。
- **风险提示:** 终端消费需求不及预期的风险，下游品牌去库存不及预期的风险，行业竞争加剧的风险。

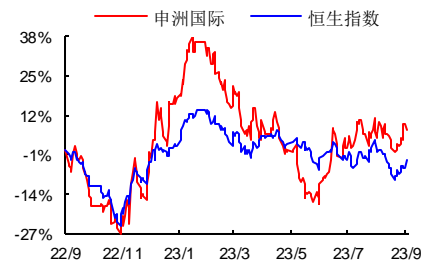
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元人民币)	27781.41	27826.99	32112.11	36662.98
增长率	16.51%	0.16%	15.40%	14.17%
归属母公司净利润(百万元人民币)	4562.78	4664.71	5757.01	6786.05
增长率	35.33%	2.23%	23.42%	17.87%
每股收益EPS	3.04	3.10	3.83	4.51
净资产收益率	14.84%	12.67%	13.52%	13.75%
PE	24.24	23.71	19.21	16.30

数据来源：公司公告，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣  
执业证号：S1250517080002  
电话：023-67511807  
邮箱：cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

52周区间(港元)	54.4-107.5
3个月平均成交量(百万)	3.94
流通股数(亿)	15.03
市值(亿)	1,189.05

### 相关研究

1. 申洲国际(2313.HK): 22业绩符合预期，新客户持续放量 (2023-04-04)

**附表：财务预测与估值**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	8095.43	13913.50	16056.05	18649.02	营业额	27781.41	27826.99	32112.11	36662.98
应收账款	5005.17	4711.74	5437.30	6207.87	销售成本	21655.56	21705.05	24886.88	28010.51
预付款项、按金及其他应收款项	300.88	398.60	403.88	493.14	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	204.25	214.27	244.05	271.31
存货	6260.80	6948.88	8102.95	8728.54	管理费用	1954.48	2142.68	2408.41	2713.06
其他流动资产	6502.25	6869.95	7435.82	8036.79	财务费用	228.36	157.70	116.68	61.16
<b>流动资产总计</b>	<b>26164.53</b>	<b>32842.66</b>	<b>37436.00</b>	<b>42115.36</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	573.96	573.96	573.96	573.96	投资收益	-21.40	0.00	0.00	0.00
固定资产	11593.70	10651.17	9813.42	9067.62	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	221.77	363.09	375.08	<b>营业利润</b>	<b>3717.36</b>	<b>3607.29</b>	<b>4456.08</b>	<b>5606.94</b>
无形资产	1860.37	1490.00	1120.78	750.61	其他非经营损益	1544.71	1057.60	1301.16	1179.38
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>税前利润</b>	<b>5262.07</b>	<b>4664.89</b>	<b>5757.24</b>	<b>6786.31</b>
其他非流动资产	3300.29	3302.42	3302.26	3302.26	所得税	698.91	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>17328.33</b>	<b>16239.33</b>	<b>15173.52</b>	<b>14069.52</b>	税后利润	4563.17	4664.89	5757.24	6786.31
<b>资产总计</b>	<b>43492.87</b>	<b>49081.99</b>	<b>52609.52</b>	<b>56184.88</b>	归属于非控股股东利润	0.38	0.18	0.22	0.26
短期借款	7197.68	6298.24	3585.82	0.00	归属于母公司股东利润	4562.78	4664.71	5757.01	6786.05
应付账款	931.59	1351.04	1510.27	1549.45	EBITDA	6889.33	6248.50	7321.98	8328.85
其他流动负债	2130.16	2133.01	2456.50	2792.20	NOPLAT	3246.81	3764.99	4572.76	5668.10
<b>流动负债合计</b>	<b>10259.44</b>	<b>9782.29</b>	<b>7552.59</b>	<b>4341.64</b>	EPS(元)	3.04	3.10	3.83	4.51
长期借款	2000.00	2000.00	2000.00	2000.00					
其他非流动负债	467.64	467.64	467.64	467.64	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>2467.64</b>	<b>2467.64</b>	<b>2467.64</b>	<b>2467.64</b>	<b>成长能力</b>				
负债合计	12727.08	12249.94	10020.24	6809.29	营收额增长率	17%	0%	15%	14%
股本	151.20	151.20	151.20	151.20	EBIT 增长率	38%	-12%	22%	17%
储备	30601.72	32003.10	32003.10	32003.10	EBITDA 增长率	34%	-9%	17%	14%
留存收益	0.00	4664.71	10421.72	17207.77	税后利润增长率	35%	2%	23%	18%
归属于母公司股东权益	30752.92	36819.00	42576.02	49362.07	<b>盈利能力</b>				
归属于非控股股东权益	12.87	13.05	13.27	13.53	毛利率	22%	22%	23%	24%
<b>权益合计</b>	<b>30765.78</b>	<b>36832.05</b>	<b>42589.29</b>	<b>49375.60</b>	净利率	16%	17%	18%	19%
<b>负债和权益合计</b>	<b>43492.87</b>	<b>49081.99</b>	<b>52609.52</b>	<b>56184.88</b>	ROE	15%	13%	14%	14%
					ROA	10%	10%	11%	12%
					ROIC	12%	13%	16%	19%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>估值倍数</b>				
税后经营利润	3242.18	3607.29	4456.08	5606.94	P/E	24.24	23.71	19.21	16.30
折旧与摊销	1398.90	1425.91	1448.06	1481.38	P/S	3.98	3.97	3.44	3.02
财务费用	228.36	157.70	116.68	61.16	P/B	3.60	3.00	2.60	2.24
其他经营资金	-241.32	-437.76	-1968.07	-1711.52	股息率	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>经营性现金净流量</b>	<b>4628.12</b>	<b>4753.14</b>	<b>4052.76</b>	<b>5437.96</b>	EV/EBIT	1.90	0.77	-0.16	-1.00
投资性现金净流量	-371.33	2122.07	918.91	801.99	EV/EBITDA	1.51	0.59	-0.13	-0.83
筹资性现金净流量	-3914.79	-1057.15	-2829.10	-3646.98	EV/NOPLAT	3.21	0.99	-0.20	-1.21
<b>现金流量净额</b>	<b>342.00</b>	<b>5818.06</b>	<b>2142.56</b>	<b>2592.97</b>					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	刘中一	销售经理	19821158911	19821158911	lzhongy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyif@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

---

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
广深	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn

---