

买入

2023年9月1日

2023年上半年的表现大致符合预期，预计业绩会逐步提升

- 2023年上半年业绩概况：**公司收入同比下跌14.9%至115.6亿元人民币(同下)；受全球性消费需求不足及主要客户在去库存的影响。量价拆分来看，量减少约19%，价格(人民币计)提升5%/(美元计)下跌1%。毛利率下降0.2pct至22.4%，主要受到1)产能利用率不足和2)柬埔寨和越南新工厂的员工人数尚未达到设计规模及生产效率还在提升过程的影响。经营费用率增加0.82pct到9.87%。有效税率降到9.4%；受益于海外利润贡献的增加，而海外的税率是比国内低。公司录得归母净利润21.3亿元，同比减少10.1%；受收入和外汇收益减少的影响。如扣除政府激励和外汇的收益，核心利润同比上涨8%到17.1亿元。拟派中期股息0.95港币；派息率提升到62.4%。
- 运动类和欧美地区受消费需求不足及去库存的影响：**分产品来看，运动类/休闲类/内衣类/其他分别录得-19.9%/+10.1%/+0.4%/-57.2%的变化。运动类的下跌受美国和欧洲市场对运动服装订单需求减少的影响；休闲类的增长受日本及内地市场需求增加的影响；其他产品的收入下跌主要受口罩产品停止生产的影响。从地区分布来看，欧洲/美国/日本/其他区域/国内市场分别录得-27.2%/-32.7%/+2.1%/-5.7%/-3.6%的变化。耐克/阿迪达斯/优衣库/彪马的增长分别为-21.9%/-25.6%/+5.3%/+28.6%；其占比的总和为79.8%(减少3pct)。国内品牌的占比提升到10.8%。Lululemon的销售增约2倍。
- 随着订单的改善，下半年表现将好于上半年：**上半年国内和海外的产能利用率分别为80%和95%。1Q和2Q的收入分别下跌18%和11%。随着订单的改善，预计3Q和4Q的收入能持平和有双位数的增长；国内产能利用率也能恢复到约85%。毛利率也因此预计能逐步回升到约25%；下半年的表现将好于上半年。未来3-5年，预计产能能维持10%+的增长。
- 目标价97.79港元，维持买入评级：**2023年上半年的表现大致符合预期。随着国际运动品牌去库存的情况在改善，我们预计下半年的收入有5.5%的增长和国内工厂产能利用率将能逐步恢复正常；并预计下半年毛利率能回升到约25%的水平。明年能继续提升。长远来看，我们继续看好公司作为行业龙头的发展，其优秀的管理执行和产品创新能力，垂直一体化、海内外均衡的布局具有不可替代的优势。我们维持买入评级；目标价为97.79港元，相当于2023/24年每股盈利预测27倍。
- 风险因素：**产能利用率不不达预期、宏观因素的影响、成本及汇率波动等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	80.50 港元
目标价	97.79 港元 (+21.5%)
股票代码	2313
已发行股本	15.03 亿股
市值	1210 亿港元
52周高/低	108.85/52.25 港元
每股净现值	20.46 人民币
主要股东	Jianrong Ma (42.36%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2021实际	2022实际	2023预测	2024预测	2025预测
收入(百万人民币)	23,845	27,781	26,531	30,113	33,877
变动(%)	3.5%	16.5%	-4.5%	13.5%	12.5%
净利润(百万人民币)	3,372	4,563	4,594	5,315	6,447
摊薄每股收益(人民币)	2.24	3.04	3.06	3.54	4.29
变动(%)	-34.0%	35.3%	0.7%	15.7%	21.3%
基于80.5港元的市盈率(倍)	32.7	24.1	24.0	20.7	17.1
每股派息(港元)	1.63	1.91	1.72	1.99	2.41
息率(%)	2.0%	2.4%	2.1%	2.5%	3.0%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	实际	预测	预测	预测
收入	23,845	27,781	26,531	30,113	33,877	增长					
毛利	5,790	6,126	6,447	8,281	9,824	总收入 (%)	3.5%	16.5%	-4.5%	13.5%	12.5%
其他业务收入	429	485	796	533	542	EBITDA (%)	-23.7%	32.2%	0.0%	15.2%	17.8%
销售及管理费用	-232	-204	-186	-211	-237	净利润 (%)	-34.0%	35.3%	0.7%	15.7%	21.3%
行政费用	-1,978	-1,954	-1,990	-2,213	-2,439	摊薄EPS	-34.0%	35.3%	0.7%	15.7%	21.3%
其他费用	-49	1,060	377	0	0	盈利能力					
营运收入	3,960	5,512	5,444	6,390	7,690	毛利率 (%)	24.3%	22.1%	24.3%	27.5%	29.0%
财务成本	-144	-228	-293	-293	-293	EBITDA 利率 (%)	21.1%	24.0%	25.1%	25.5%	26.7%
其他非主营盈亏	7	-21	11	12	13	净利率 (%)	14.1%	16.4%	17.3%	17.6%	19.0%
税前盈利	3,823	5,262	5,163	6,110	7,411	ROA	8.5%	10.7%	10.4%	11.5%	13.2%
所得税	-452	-699	-568	-794	-963	ROE	12.2%	15.6%	14.4%	15.5%	17.3%
净利润	3,372	4,563	4,594	5,315	6,447	营运表现					
少数股东应占利润	-0	0	0	0	0	SG & A 收入 (%)	9.3%	7.8%	8.2%	8.1%	7.9%
折旧及摊销	1,083	1,156	1,227	1,298	1,368	实际税率 (%)	11.8%	13.3%	11.0%	13.0%	13.0%
EBITDA	5,043	6,668	6,671	7,688	9,059	派息率 (%)	60.3%	56.2%	50.0%	50.0%	50.0%
摊薄EPS (人民币元)	2.2	3.0	3.1	3.5	4.3	库存周转	116	109	128	127	127
DPS (港元)	1.6	1.9	1.7	2.0	2.4	应付账款天数	25	20	17	16	16
						应收账款天数	59	56	56	56	56
						财务状况					
						计息负债/股东权益	37%	23%	20%	16%	13%
						盈利对利息倍数	34.9	29.9	22.2	25.4	29.9
资产负债表						现金流量表					
<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年		2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
	实际	实际	预测	预测	预测		实际	预测	预测	预测	预测
现金	6,688	7,369	8,472	8,415	8,908	净利润	3,372	4,563	4,595	5,315	6,447
应收账款	3,505	5,008	4,783	5,428	6,107	非现金项调整	1,074	1,308	1,050	1,050	1,050
存货	6,636	6,261	5,979	6,786	7,635	营运资本变化	-335	-1,282	410	-1,174	-1,233
其他流动资产	9,681	7,526	7,700	7,962	8,236	营运现金流	4,672	6,390	6,388	7,404	8,776
总流动资产	26,509	26,165	26,934	28,591	30,885	固定资产投资	-2,188	-1,567	-1,500	-1,500	-1,500
固定资产	11,130	11,594	12,044	12,494	12,944	其他投资活动	-110	-110	-110	-110	-110
其他资产	4,492	5,735	6,003	6,286	6,582	投资活动现金流	-6,410	806	-1,609	-1,630	-1,653
总资产	42,132	43,493	44,982	47,370	50,411	负债变化	4,002	-3,014	-720	-648	-583
短期贷款	10,212	7,198	6,478	5,830	5,247	股本变化	0	0	0	0	0
应付帐款、应付票据	1,387	940	898	1,019	1,147	股息	-2,450	-2,564	-2,297	-2,657	-3,224
其他短期负债	1,934	2,121	2,036	2,252	2,478	其他融资活动	0	0	0	0	0
总短期负债	13,532	10,259	9,412	9,101	8,872	融资活动现金流	1,320	-4,827	-4,017	-4,305	-4,807
计息长期负债	0	0	0	0	0	现金变化	-1,539	682	1,103	-58	493
其他负债	816	2,468	2,506	2,548	2,594	汇率损失	-44	483	0	0	0
总负债	14,349	12,727	11,918	11,649	11,466	期初持有现金	8,227	6,688	7,369	8,472	8,415
少数股东权益	12	13	13	14	14	期末持有现金	6,688	7,370	8,472	8,415	8,908
总权益	27,783	30,766	33,063	35,721	38,945						

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安公司大廈 19 樓
電話: (852) 2522-2101
傳真: (852) 2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制,僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可,就本報告之任何材料、內容或印本,不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用,並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據,或就其作出要約或要約邀請,也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素,自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生,但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性,並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、僱員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載信息的準確性、公平性、完整性或正確性,不可作出依賴。第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經,就本報告所載信息、評論或投資策略,發布不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。信息、意見和估計均按“現況”提供,不提供任何形式的保證,並可隨時更改,恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外,第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」,「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下,任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務,包括(但不限於)在此檔內陳述的內容,皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區,分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。