

申洲国际 (02313.HK)

2023 年业绩符合预期，2024 年订单趋势良好

2023 年公司收入同比-10%/业绩同比基本持平。1) 公司发布 2023 年业绩公告：2023 年主营收入同比-10.1%至 249.7 亿元，归母净利润同比-0.1%至 45.6 亿元。其中政府补助 2.5 亿元（2022 年为 1.7 亿元）、汇兑收益 1.5 亿元（2022 年为 11.1 亿元），利息收入 7.8 亿元（2022 年为 2.8 亿元），剔除以上三项因素影响后我们判断净利润同比稳健增长。2) 量价拆分：我们根据公司产品及汇率趋势变化估计 2023 年公司销售量下降低双位数/人民币销售平均单价提升中个位数/美元单价略有提升。3) 盈利质量：2023 年毛利率同比+2.2pct 至 24.3%（其中 H1、H2 毛利率分别 22.4%、25.8%，伴随着产能利用率改善，公司毛利率已有环比提升）；销售/管理费用率同比分别-0.1/+0.5pct 至 0.7%/7.5%，净利率同比+1.8pct 至 18.3%。4) 单 H2 来看，2023H2 公司主营收入同比-5.5%至 134.1 亿元，归母净利润同比+10.7%至 24.3 亿元。

核心客户 2024 年订单预计均稳健增长，改善趋势清晰。2023 年内伴随着下游品牌商库存去化推进，公司订单逐步环比改善，我们判断 2024 年趋势预计持续。

1) 分拆客户来看：2023 年公司向前四大客户销售分别为 77.0/60.0/36.9/24.9 亿元，同比分别-11%/+3%/-24%/-28%，占比分别为 31%/24%/15%/10%；其他客户实现销售 50.9 亿元，同比+2%。我们判断公司核心客户品牌 2024 年订单同比均稳健增长。2) 分拆品类来看：2023 年运动/休闲/内衣/其他品类销售分别为 180.3/56.7/10.7/2.0 亿元，同比分别-14%/-1%/+30%/-42%，占比分别 72%/23%/4%/1%。2) 分拆地区来看：2023 年公司销往国内/欧洲/美国/日本/其他地区销售分别为 71.2/50.3/38.8/36.8/52.6 亿元，同比分别+1%/-19%/-20%/-6%/-8%，占比分别 29%/20%/16%/15%/21%。

目前产能利用率表现良好，长期持续强化产业链优势。1) 根据同业公司近况及行业情况，我们判断当前公司国内及海外工厂产能利用率均基本饱和，预计 2024 年内毛利率有望逐步环比提升。2) 中长期公司继续推进独立一体化、国际化产业链建设，强化核心竞争力。目前公司员工逾 9 万人，年产自用针织面料逾 20 万吨、针织成衣约 5 亿件，当前补充梭织面料产品，进一步完善品类布局。①国内：强化数字化建设，以研发、效率、速度为核心竞争优势。②海外新增产能后续有望顺利释放，同时伴随着配套的完善、快反能力有望提升，2023 年海外贡献成衣产出占比约 53%（同比+7pct）、未来有望持续提升。

2023 年内逐步修复，2024 年预计健康增长。我们估计 2024Q1 以来公司订单及出货稳步增长。展望 2024 全年，我们判断全年公司收入有望稳健增长中双位数、年内毛利率预计逐步修复、主营业务利润（剔除汇率等因素影响）有望快速增长。

投资建议。公司是全球最大纵向一体化成衣制造商，目前订单改善趋势清晰，长期产能扩张、效率提升、竞争力增强。我们综合预计 2024~2026 年公司归母净利润分别为 56.05/64.31/72.56 亿元，同比分别增长 23%/15%/13%，现价对应 2024 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动风险；产能扩张不及预期风险；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	27,781	24,970	28,922	32,842	36,676
增长率 yoy (%)	16.5	-10.1	15.8	13.6	11.7
归母净利润（百万元）	4,563	4,557	5,605	6,431	7,256
增长率 yoy (%)	35.3	-0.1	23.0	14.7	12.8
EPS 最新摊薄（元/股）	3.04	3.03	3.73	4.28	4.83
净资产收益率 (%)	14.8	13.9	16.8	17.7	18.2
P/E（倍）	19.7	19.7	16.0	14.0	12.4
P/B（倍）	2.9	2.7	2.7	2.5	2.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价，汇率系 2024/3/26

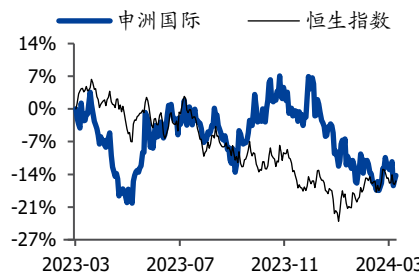
港元兑人民币中间价 1 港元=0.90706 人民币

买入（维持）

股票信息

行业	服装
前次评级	买入
3 月 26 日收盘价(港元)	65.80
总市值(百万港元)	98,912.03
总股本(百万股)	1,503.22
其中自由流通股(%)	100.00
30 日日均成交量(百万股)	4.03

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

研究助理 王佳伟

执业证书编号：S0680122060018

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《申洲国际 (02313.HK)：短期改善趋势清晰，长期核心竞争力持续增强》2023-12-22
- 《申洲国际 (02313.HK)：龙头修炼内功，后续逐步改善趋势清晰》2023-08-31
- 《申洲国际 (02313.HK)：2022 年符合预期，2023 期待复苏》2023-03-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26165	28479	27382	33699	37447
现金	7369	11596	10440	15046	17891
应收账款及票据	5008	5027	6010	7212	8654
其他应收款	445	441	445	445	445
衍生金融工具及短投	3160	4472	3078	3117	3118
存货	6261	6125	5196	5196	5196
其他流动资产	3921	819	2213	2683	2142
非流动资产	17328	20132	17097	16260	16793
权益性投资	3516	6670	3529	3541	3554
固定资产	11594	10931	11500	10526	11063
无形资产	230	129	244	261	254
其他非流动资产	1989	2403	1825	1932	1922
资产总计	43493	48611	44479	49958	54240
流动负债	10259	13384	10311	12797	13556
短期借款	7198	10204	8030	10047	10204
应付账款及票据	940	1202	1128	1354	1625
其他流动负债	2121	1979	1153	1396	1727
非流动负债	2468	2359	792	790	716
长期借款	2000	1900	380	350	276
其他非流动负债	468	459	413	440	440
负债合计	12727	15744	11103	13588	14272
股本	151	151	151	151	151
股本溢价	297	318	297	297	297
留存收益	30305	32398	32914	35909	39506
归属母公司股东权益	30753	32867	33363	36358	39954
少数股东权益	13	0	13	13	13
负债和股东权益	43493	48611	44479	49958	54240

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4628	3988	5469	6506	7179
净利润	4563	4557	5605	6431	7256
折旧摊销	1399	1080	1177	1242	1345
财务费用	0	0	-138	-278	-412
投资损失	0	0	-13	-13	-13
营运资金变动	-1395	-1499	-1112	-826	-947
其他经营现金流	62	-151	-50	-50	-50
投资活动现金流	-371	566	907	-851	-1275
资本支出	-1550	-139	-907	-330	-1915
长期投资	-1878	-3167	-13	-13	-13
其他投资现金流	3056	3871	1827	-508	652
筹资活动现金流	20934	15771	-3463	-892	-3058
短期借款	0	0	964	2296	570
长期借款	22997	17717	-1620	-29	-74
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2063	-2310	-2995	-3436	-3659
其他筹资现金流	0	364	188	277	105
现金净增加额	25190	20325	2913	4763	2845

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27781	24970	28922	32842	36676
营业成本	21656	18910	21055	23810	26590
研发及其他费用	16	16	18	20	23
销售费用	204	164	176	199	223
管理费用	1954	1881	1977	2244	2470
财务费用	-50	-433	-138	-278	-412
利息收入	278	779	401	573	741
汇兑收益等其他	1106	151	50	50	50
投资净收益	-21	13	13	13	13
营业利润	5119	4595	5897	6908	7845
非经常项目损益	143	400	400	400	400
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	5262	4996	6297	7308	8245
所得税	699	438	693	877	989
净利润	4563	4557	5605	6431	7256
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4563	4557	5605	6431	7256

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	-10.1	15.8	13.6	11.7
营业利润(%)	45.9	-10.2	15.2	17.1	13.6
归属于母公司净利润(%)	35.3	-0.1	23.0	14.7	12.8
获利能力					
毛利率(%)	22.1	24.3	27.2	27.5	27.5
净利率(%)	16.4	18.3	19.4	19.6	19.8
ROE(%)	14.8	13.9	16.8	17.7	18.2
ROIC(%)	11.2	9.2	12.9	13.0	13.4
偿债能力					
资产负债率(%)	0.0	0.0	25.0	27.2	26.3
净负债比率(%)	-24.0	-35.3	2.0	-4.0	-9.1
流动比率	2.6	2.1	2.7	2.6	2.8
速动比率	1.9	1.7	2.2	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	6.5	5.0	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	18.6	17.7	0.1	0.1	0.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.04	3.03	3.73	4.28	4.83
每股经营现金流(最新摊薄)	3.08	2.65	3.64	4.33	4.78
每股净资产(最新摊薄)	20.47	21.86	22.20	24.20	26.59
估值比率					
P/E	19.7	19.7	16.0	14.0	12.4
P/B	2.9	2.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	13.4	15.9	12.0	10.3	9.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 3 月 26 日收盘价, 汇率系 2024/3/26 港元兑人民币中间价 1 港元=0.90706 人民币

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com