

纺织制造

申洲国际 (02313.HK)

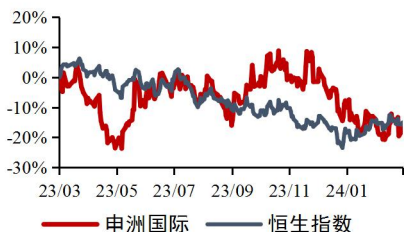
买入-A(维持)

海外成衣产能占比过半，2023H2 销售毛利率环比改善

2024年3月27日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024年3月26日

收盘价 (港元):	65.800
年内最高/最低 (港元):	87.250/60.800
流通A股/总股本 (亿):	15.03/15.03
流通A股市值 (亿港元):	989.12
总市值 (亿港元):	989.12

来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

3月26日，公司披露2023年年度业绩，2023年，公司实现收入249.70亿元，同比下降10.1%，实现归母净利润45.57亿元，同比下降0.1%，基本每股收益3.03元/股，同比下降0.3%。公司董事会建议派发末期股息每股1.08港元，连同中期股息每股0.95港元，2023年合计派息2.03港元/股，2023全年派息率60.3%。

事件点评

2023H2 营收降幅环比改善，2023年归母净利润同比基本持平。营收端，2023年，公司实现收入249.70亿元，其中2023H1、2023H2实现收入115.62、134.08亿元，同比下降14.9%、5.5%。量价拆分看，2023H1美元计产品单价同比下降1%，人民币计产品单价增长5%，销售数量同比下降19.0%。2023年，美元计产品单价同比增长1%，人民币计产品单价增长5%，销售数量同比下降14%-15%。业绩端，2023年，公司实现归母净利润45.57亿元，同比下降0.1%，其中2023H1、2023H2实现归母净利润21.27、24.30亿元，同比下降10.1%、增长10.7%，2023年，公司业绩端表现好于收入端，主因销售毛利率同比提升，政府补助和利息收入增加，有效税率下降。2023年，海外工厂成衣产能占比由46%提升至53%，其中柬埔寨工厂成衣产能占比由22%提升至26%。

2023年运动服饰仍为公司基本盘，内衣产品收入高增。分产品看，2023年，运动服饰、休闲服饰、内衣服饰、其他针织品分别实现收入180.32、56.73、10.67、1.99亿元，同比下降13.6%、1.4%、增长30.2%、下降41.6%，收入占比分别为72.2%、22.7%、4.3%、0.8%。运动服饰收入下降主因来自欧洲和美国市场运动服饰订单需求下降，休闲服饰收入下降主要系日本市场和其它市场休闲服饰需求减少，内衣服饰收入增长主因日本市场和其它市场内衣服装需求增加，其它针织品收入下降主因公司已停止生产和销售口罩产品。

2023年国内市场收入微增，欧美市场需求降幅较大。分市场看，2023年，中国大陆、欧盟、美国、日本、其它区域分别实现收入71.24、50.27、38.80、36.76、52.63亿元，同比增长0.7%、-19.1%、-20.4%、-6.4%、-7.6%，收入占比分别为28.5%、20.1%、15.5%、14.7%、21.1%。

2023年核心客户优衣库营收同比正增长，国内运动品牌客户收入占比同比提升。分客户看，2023年，公司四大核心客户收入占比下滑2.4pct至79.6%，耐克、优衣库、阿



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



迪达斯、彪马分别实现收入 76.97、60.02、36.92、24.91 亿元，同比下降 10.8%、增长 2.9%、下降 24.1%、下降 28.1%，收入占比分别为 30.8%、24.0%、14.8%、10.0%。国内运动品牌客户收入合计占比超过 11.0%，同比提升 2pct。

➤ **2023H2 毛利率环比继续改善，存货周转天数维持正常水平。**盈利能力方面，2023 年，公司毛利率同比提升 2.2pct 至 24.3%，主因：1) 2023H2 产能利用率同比提升；2) 海外新工厂运行效率逐步提高，新员工聘用人数进一步增加，海外工厂的盈利贡献上升。其中，2023H1 毛利率同比下滑 0.2pct 至 22.4%，2023H2 毛利率同比提升 4.3pct 至 25.8%。期间费用率方面，公司费用率同比提升 1.0pct 至 9.6%，其中销售、管理、财务费用率分别为 0.7%、7.5%、1.4%，同比变化分别为-0.1pct、+0.5pct、+0.6pct。叠加其它收入及收益占收入比重同比提升 2.5pct（主要为利息收入、政府补助增加）、有效税率同比下滑 4.5pct 至 8.8%、汇兑收益下降，综合影响下，2023 年，公司归母净利润率同比提升 1.9pct 至 18.3%，其中 2023H1 归母净利润率同比提升 1.0pct 至 18.4%，2023H2 归母净利润率同比提升 2.6pct 至 18.1%。存货方面，截至 2023 年末，公司存货为 61.25 亿元，同比下降 2.2%，存货周转天数 120 天，同比增加 11 天，处于历史正常区间。

#### 投资建议

➤ 2023 年下半年，公司营收端降幅收窄，虽恢复力度不及市场预期，但伴随海外工厂效率提升、产能利用率回升，销售毛利率环比继续改善。2023 年，公司在绿色生产、产品多元化、订单快速响应及交付方面均有进一步提升，中长期看，公司面料成衣纵向一体化核心竞争优势不改，产品多元化布局有望持续提升客户份额且丰富客户矩阵，海外成衣产能比重增加有望带动盈利水平持续提升。我们预计公司 2024-2026 年每股收益分别为 3.59、4.13 和 4.68 元，3 月 26 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 分别为 16.6、14.5、12.8 倍，维持“买入-A”评级。

#### 风险提示

➤ 国内市场订单不及预期；汇率大幅波动；海外棉花价格大幅波动。

#### 财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	28,341	31,742	35,233
YoY(%)	16.5	-10.1	13.5	12.0	11.0
净利润(百万元)	4,563	4,557	5,396	6,206	7,029
YoY(%)	35.3	-0.1	18.4	15.0	13.3
毛利率(%)	22.1	24.3	27.0	28.0	29.0
EPS(摊薄/元)	3.04	3.03	3.59	4.13	4.68
ROE(%)	14.8	13.9	14.7	15.1	15.2
P/E(倍)	19.7	19.7	16.6	14.5	12.8
P/B(倍)	2.9	2.7	2.4	2.2	1.9

净利率(%)	16.4	18.3	19.0	19.6	20.0
--------	------	------	------	------	------

数据来源：最闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	26165	28479	35419	37986	45638
现金	11255	16083	28269	31959	32760
应收票据及应收账款	5008	5027	2058	1116	7692
预付账款	445	441	804	445	940
存货	6261	6125	2151	2420	2583
其他流动资产	3195	804	2138	2046	1662
<b>非流动资产</b>	17328	20132	17837	18924	19769
长期投资	574	13	26	39	52
固定资产	13329	12892	13412	13781	14073
无形资产	125	129	114	100	82
其他非流动资产	3300	7098	4285	5004	5563
<b>资产总计</b>	43493	48611	53257	56910	65407
<b>流动负债</b>	10259	13384	14667	14388	18000
短期借款	7198	10204	9205	8869	9426
应付票据及应付账款	940	1198	2940	2774	5565
其他流动负债	2121	1982	2523	2746	3010
<b>非流动负债</b>	<b>2468</b>	<b>2359</b>	<b>1754</b>	<b>1464</b>	<b>1123</b>
长期借款	2000	1900	1298	1003	665
其他非流动负债	468	459	456	461	459
<b>负债合计</b>	12727	15744	16421	15852	19123
少数股东权益	13	0	0	0	1
股本	151	151	151	151	151
资本公积	30602	32716	32716	32716	32716
留存收益	0	0	2697	6314	10460
归属母公司股东权益	30753	32867	36836	41058	46283
<b>负债和股东权益</b>	43493	48611	53257	56910	65407

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	4628	0	15161	8455	4081
净利润	4563	4557	5397	6206	7029
折旧摊销	1399	1474	1240	1396	1554
财务费用	228	346	61	-223	-283
投资损失	21	-13	-13	-13	-13
营运资金变动	0	0	8481	1068	-4195
其他经营现金流	-1584	-6364	-5	21	-12
<b>投资活动现金流</b>	-6410	0	-256	-2391	-1998
<b>筹资活动现金流</b>	1320	0	-2719	-2373	-1282
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.04	3.03	3.59	4.13	4.68
每股经营现金流(最新摊薄)	3.08	0.00	10.09	5.62	2.71
每股净资产(最新摊薄)	20.46	21.86	24.50	27.31	30.79

## 利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	27781	24970	28341	31742	35233
营业成本	21656	18910	20689	22854	25016
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	204	164	198	222	247
管理费用	1954	1881	2126	2381	2642
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	228	346	61	-223	-283
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	-21	13	13	13	13
<b>营业利润</b>	5262	4996	5930	6820	7725
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	5262	4996	5930	6820	7725
所得税	699	438	534	614	695
<b>税后利润</b>	4563	4557	5397	6206	7029
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	4563	4557	5396	6206	7029
EBITDA	6891	6731	7146	7898	8890

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	16.5	-10.1	13.5	12.0	11.0
营业利润(%)	61.8	-5.1	18.7	15.0	13.3
归属于母公司净利润(%)	35.3	-0.1	18.4	15.0	13.3
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.1	24.3	27.0	28.0	29.0
净利率(%)	16.4	18.3	19.0	19.6	20.0
ROE(%)	14.8	13.9	14.7	15.1	15.2
ROIC(%)	11.9	10.6	11.2	11.5	11.7
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	29.3	32.4	30.8	27.9	29.2
流动比率	2.6	2.1	2.4	2.6	2.5
速动比率	1.9	1.6	2.2	2.4	2.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	5.0	8.0	20.0	8.0
应付账款周转率	18.6	17.7	10.0	8.0	6.0
<b>估值比率</b>					
P/E	19.7	19.7	16.6	14.5	12.8
P/B	2.9	2.7	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	12.3	12.6	9.8	8.4	7.4

数据来源: 最闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

#### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

#### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

#### 深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

#### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

