

消费

收盘价 目标价 潜在涨幅
港元 65.80 港元 116.00个 +76.3%

2024年3月27日

申洲国际 (2313 HK)

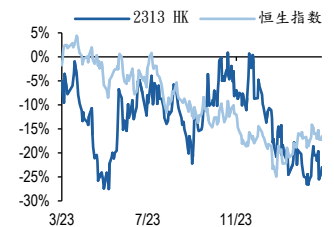
全满的产能利用率和积极的全球招工预示 2024 年订单强劲

- 2023 年净利润符合预期，但销售额不及预期。2023 年销售额同比下降 10.1%，净利润同比持平于 46 亿元人民币，符合市场一致/交银国际预期。由于 4 季度订单转好，2023 年下半年销售额同比跌幅从上半年的 -15% 收窄至 -5.5%，而产能利用率的提高也帮助毛利率从上半年的 22.4% 回升至下半年的 25.8%。派息率提升至 60.3% (原 54.9%)，股息率 3.1%。鉴于净现金同比增长 40% (每股 8.4 港元，为股价的 13%)，我们预计派息率保持 60% 的高位。
- 订单强劲，所有工厂的产能利用率均达到 100%：管理层表示 2024 年 1 季度订单强劲，预计全年销量同比增长不低于 15%，平均售价 (美元) 增长 1-2%。业务的蓬勃发展不仅反映在越南/柬埔寨工厂的招聘计划上，也反映在宁波工厂的招聘计划上 (宁波工厂 2024 年 1 季度的利用率为 100%，高于 2023 年 4 季度的 95%)。就客户订单而言，耐克的增长相对较低，订单可能持平或略有增长，但管理层预计其他核心客户 (优衣库、阿迪达斯、彪马) 和中国运动服装品牌 (李宁、安踏、特步) 的订单增长将超过 10%，而新客户 (如露露柠檬) 的订单预计将再增长 40-50%。
- 产能利用率提高有望推动毛利率大幅上升：虽然管理层没有给出毛利率指引，但我们预计 2024 年 1 季度的毛利率将达到 28-29%，因为 2023 年 4 季度尽管中国区产能利用率较低 (95%)，但毛利率已达到 26-27%。
- 市场关注点：耐克疲软；美国大选年；巨额资本支出：一些投资者担心美国大选后可能针对纺织品供应链征收新关税，不仅针对中国出口，甚至也针对越南出口。我们注意到，申洲对美国的出货量较低，仅占 16%，因此影响可控。耐克最近发布的保守销售指引也没有影响管理层的信心，因为申洲在耐克内部的份额正在不断扩大。由于申洲在印尼的扩张将分阶段进行，预计未来几年的资本支出为每年 20 亿人民币，与历史水平相比并不算高。
- 重申买入，上调目标价至 116 港元：随着订单全面恢复和产能充分利用，我们预计股价将作出积极反应。我们上调每股盈利，以反映申洲订单增长触底反弹以及乐观的订单量预期。上调目标价至 116 港元 (原 95.5 港元)，基于 21.5 倍 2024-25 年平均市盈率 (原为 21.0 倍 2024E 年市盈率) 和 0.9 倍 PEG。

个股评级

买入

1 年股价表现



资料来源: FactSet

股份资料

52周高位 (港元)	86.15
52周低位 (港元)	61.95
市值 (百万港元)	98,911.88
日均成交量 (百万)	8.50
年初至今变化 (%)	(18.16)
200天平均价 (港元)	73.96

资料来源: FactSet

吕浩江, CFA, CESGA

edward.lui@bocomgroup.com

(852) 3766 1809

谭星子, FRM

kay.tan@bocomgroup.com

(852) 3766 1856

本文翻译自“[Shenzhou International \(2313 HK\) - 100% utilization and hiring in all factories bode well for a strong 2024](#)”，原报告发布于 2024 年 3 月 27 日

财务数据一览

年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万人民币)	27,781	24,970	30,008	33,406	35,747
同比增长 (%)	16.5	-10.1	20.2	11.3	7.0
净利润 (百万人民币)	4,563	4,557	6,873	7,836	8,558
每股盈利 (人民币)	3.04	3.03	4.57	5.21	5.69
同比增长 (%)	35.3	-0.1	50.8	14.0	9.2
前EPS预测值 (人民币)			4.15	5.10	
调整幅度 (%)			10.3	2.3	
市盈率 (倍)	20.0	20.0	13.3	11.6	10.7
每股账面净值 (人民币)	20.46	21.86	24.19	26.48	28.92
市账率 (倍)	2.97	2.78	2.51	2.29	2.10
股息率 (%)	2.7	3.1	4.5	5.2	5.6

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

此报告最后部分的分析师披露、商业关系披露和免责声明为报告的一部分，必须阅读。

下载本公司之研究报告，可从彭博信息：BOCM 或 <https://research.bocomgroup.com>

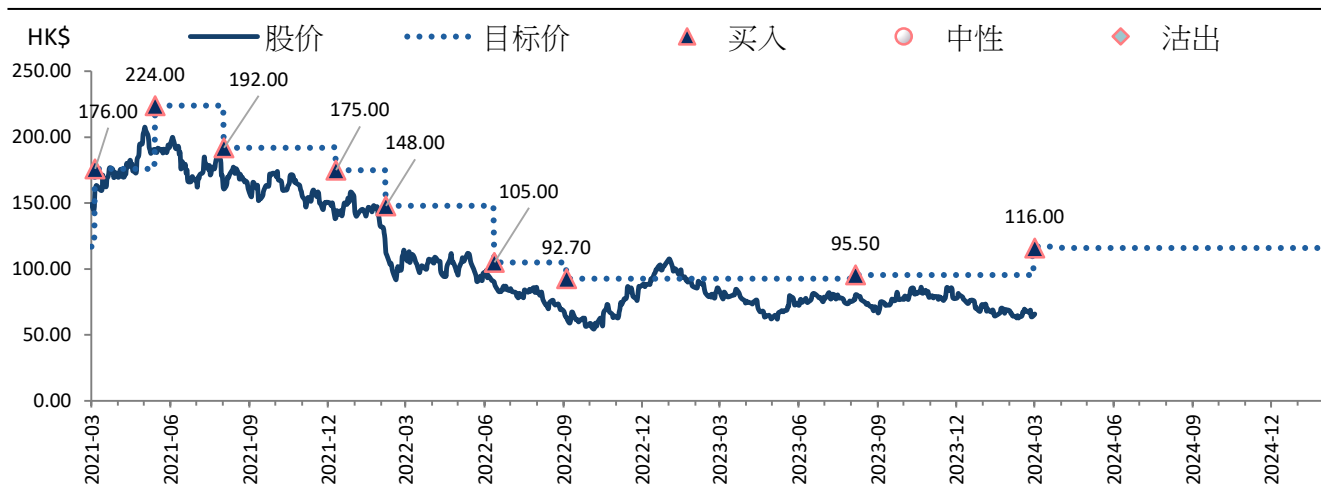
2023 业绩概览

图表 1: 申洲 2023 年业绩对比我们预期

(百万人民币)	2022	2023		—2023E—		—2023E—		1H23	2H23	1H23	2H23
截至 12 月 31 日	实际	实际	% 同比	交银国 际预测	% 差别	一致 预测	% 差别	实际	实际	% 同比	% 同比
销售	27,781	24,970	-10.1%	26,914	-7.2%	26,801	-6.8%	11,562	13,408	-14.9%	-5.5%
毛利	6,126	6,060	-1.1%	6,659	-9.0%	6,413	-5.5%	2,595	3,465	-15.4%	13.2%
经营费用	2,159	2,045	-5.2%	1,993	2.6%	1,549	32.0%	995	1,051	-11.7%	1.8%
经营利润	3,967	4,014	1.2%	4,663	-13.9%	4,864	-17.5%	1,600	2,414	-17.5%	19.0%
除税前利润	5,262	4,996	8.1%	5,050	-1.1%	5,086	-1.8%	2,348	2,647	-15.2%	6.2%
股东应占溢利	4,563	4,557	15.0%	4,545	0.3%	4,551	0.1%	2,127	2,430	-10.1%	10.7%
(%)										YoY chg	YoY chg
毛利率	22.1%	24.3%	2.2%	24.7%	-0.5%	23.9%	0.3%	22.4%	25.8%	-0.1%	4.3%
营业费用率	7.8%	8.2%	0.4%	7.4%	0.8%	5.8%	2.4%	8.6%	7.8%	0.3%	0.6%
经营利润率	14.3%	16.1%	1.8%	17.3%	-1.2%	18.1%	-2.1%	13.8%	18.0%	-0.4%	3.7%
税前利润率	18.9%	20.0%	1.1%	18.8%	1.2%	19.0%	1.0%	20.3%	19.7%	-0.1%	2.2%
净利润率	16.4%	18.3%	1.8%	16.9%	1.4%	17.0%	1.3%	18.4%	18.1%	1.0%	2.6%

资料来源: 公司公告、交银国际预测

图表 2: 申洲国际 (2313 HK) 目标价及评级



资料来源: FactSet, 交银国际预测

图表 3: 交银国际消费行业覆盖公司

股票代码	公司名称	评级	收盘价 (交易货币)	目标价 (交易货币)	潜在涨幅	最新目标价/评级 发表日期	子行业
291 HK	华润啤酒	买入	35.75	43.90	22.8%	2024年03月19日	啤酒
1876 HK	百威亚太	买入	11.76	15.60	32.7%	2024年02月29日	啤酒
600597 CH	光明乳业	买入	9.10	12.30	35.2%	2023年09月05日	乳业
2319 HK	蒙牛乳业	买入	18.96	34.70	83.0%	2023年09月04日	乳业
600887 CH	伊利股份	买入	28.31	33.20	17.3%	2023年08月30日	乳业
6186 HK	中国飞鹤	中性	3.60	3.40	-5.6%	2024年03月11日	乳业
600882 CH	妙可蓝多	中性	13.74	17.60	28.1%	2023年08月30日	乳业
1112 HK	健合国际	中性	11.14	10.40	-6.6%	2023年08月24日	乳业
9633 HK	农夫山泉	买入	41.70	51.80	24.2%	2023年08月30日	食品饮料
2313 HK	申洲国际	买入	65.80	116.00	76.3%	2024年03月27日	纺织服装
6690 HK	海尔智家	买入	22.75	31.05	36.5%	2024年02月21日	家电
000333 CH	美的集团	买入	62.72	85.50	36.3%	2024年01月11日	家电
000651 CH	格力电器	中性	38.10	37.63	-1.2%	2024年01月11日	家电
1044 HK	恒安国际	买入	25.00	33.85	35.4%	2024年03月22日	个护家清
3331 HK	维达国际	中性	23.35	19.20	-17.8%	2023年07月21日	个护家清
9922 HK	九毛九	买入	5.54	9.90	78.7%	2024年02月19日	餐厅
2020 HK	安踏	买入	83.55	135.00	61.6%	2024年03月27日	运动品牌
2331 HK	李宁	中性	20.10	21.00	4.5%	2024年03月20日	运动品牌
6110 HK	滔搏国际	买入	5.22	7.20	37.9%	2023年10月24日	体育用品经销商
3813 HK	宝胜国际	买入	0.69	1.46	111.6%	2023年08月15日	体育用品经销商

资料来源: FactSet, 交银国际预测, 截至 2024 年 3 月 26 日

财务数据

损益表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	27,781	24,970	30,008	33,406	35,747
主营业务成本	(21,656)	(18,910)	(21,389)	(23,414)	(24,735)
毛利	6,126	6,060	8,620	9,992	11,012
销售及管理费用	(2,159)	(2,045)	(2,283)	(2,481)	(2,590)
经营利润	3,967	4,014	6,336	7,511	8,422
财务成本净额	(228)	(346)	(338)	(338)	(338)
应占联营公司利润及亏损	(21)	13	13	13	13
其他非经营净收入/费用	1,545	1,314	1,729	1,618	1,497
税前利润	5,262	4,996	7,740	8,804	9,594
税费	(699)	(438)	(867)	(968)	(1,036)
非控股权益	(0)	0	0	0	0
净利润	4,563	4,557	6,873	7,836	8,558
作每股收益计算的净利润	4,563	4,557	6,873	7,836	8,558

资产负债表 (百万元人民币)					
截至12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	7,369	11,596	10,130	8,532	7,433
有价证券	3,160	4,472	4,472	4,472	4,472
应收账款及票据	5,005	5,024	6,134	7,531	8,810
存货	6,261	6,125	7,672	9,212	10,592
开发中物业及土地预付款	448	444	534	595	636
其他流动资产	3,921	819	850	878	906
总流动资产	26,165	28,479	29,791	31,219	32,850
物业、厂房及设备	11,594	10,931	12,898	14,705	16,451
无形资产	125	129	149	170	191
合资企业/联营公司投资	575	14	14	14	14
其他长期资产	5,035	9,058	9,058	9,058	9,058
总长期资产	17,328	20,132	22,119	23,947	25,714
总资产	43,493	48,611	51,910	55,167	58,564
短期贷款	7,198	10,204	9,147	8,089	7,032
应付账款	2,602	2,801	3,717	4,581	5,372
其他短期负债	460	380	332	332	332
总流动负债	10,259	13,384	13,196	13,002	12,736
长期贷款	2,000	1,900	1,900	1,900	1,900
其他长期负债	468	459	459	459	459
总长期负债	2,468	2,359	2,359	2,359	2,359
总负债	12,727	15,744	15,555	15,362	15,095
股本	151	151	217	232	247
储备及其他资本项目	30,602	32,716	36,139	39,573	43,222
股东权益	30,753	32,867	36,356	39,805	43,469
非控股权益	13	0	(0)	(0)	(0)
总权益	30,766	32,867	36,356	39,805	43,469

资料来源: 公司资料, 交银国际预测

现金流量表 (百万元人民币)					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
税前利润	5,262	4,996	7,740	8,804	9,594
合资企业/联营公司收入调整	21	(13)	(13)	(13)	(13)
折旧及摊销	1,241	1,335	113	177	306
营运资本变动	(1,291)	320	(1,831)	(2,134)	(1,910)
税费	(699)	(438)	(867)	(968)	(1,036)
其他经营活动现金流	93	(208)	0	0	0
经营活动现金流	4,628	5,992	5,142	5,865	6,941
资本开支	(1,528)	(1,998)	(2,101)	(2,004)	(2,073)
其他投资活动现金流	1,157	2,433	0	0	0
投资活动现金流	(371)	435	(2,101)	(2,004)	(2,073)
负债净变动	(1,823)	(1,057)	(1,057)	(1,057)	(1,057)
权益净变动	0	0	0	0	0
股息	(2,063)	(2,458)	(3,451)	(4,401)	(4,909)
其他融资活动现金流	(29)	(201)	0	0	0
融资活动现金流	(3,915)	(3,716)	(4,508)	(5,458)	(5,967)
汇率收益/损失	340	0	0	0	0
年初现金	6,688	7,369	11,596	10,130	8,532
年末现金	7,369	11,596	10,130	8,532	7,433

财务比率					
年结12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (人民币)					
核心每股收益	3.035	3.032	4.572	5.213	5.693
全面摊薄每股收益	3.035	3.032	4.572	5.213	5.693
每股股息	1.666	1.855	2.743	3.128	3.416
每股账面值	20.458	21.865	24.185	26.480	28.917
利润率分析 (%)					
毛利率	22.1	24.3	28.7	29.9	30.8
EBITDA利润率	18.7	21.4	21.5	23.0	24.4
EBIT利润率	14.3	16.1	21.1	22.5	23.6
净利率	16.4	18.3	22.9	23.5	23.9
盈利能力 (%)					
ROA	10.5	9.4	13.2	14.2	14.6
ROE	14.8	13.9	18.9	19.7	19.7
其他					
净负债权益比 (%)	5.9	1.5	2.5	3.7	3.4
流动比率	2.6	2.1	2.3	2.4	2.6
存货周转天数	105.5	118.2	130.9	143.6	156.3
应收账款周转天数	65.8	73.4	81.1	88.8	96.5
应付账款周转天数	15.7	23.1	30.6	38.0	45.4

交銀國際

香港中环德辅道中68号万宜大厦10楼
总机: (852) 3766 1899 传真: (852) 2107 4662

评级定义

分析员个股评级定义：

- 买入：**预期个股未来12个月的总回报**高于**相关行业。
- 中性：**预期个股未来12个月的总回报与相关行业**一致**。
- 沽出：**预期个股未来12个月的总回报**低于**相关行业
- 无评级：**对于个股未来12个月的总回报与相关行业的比较，分析员**并无确信观点**。

分析员行业评级定义：

- 领先：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**具吸引力**。
 - 同步：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现与大盘标杆指数**一致**。
 - 落后：**分析员预期所覆盖行业未来12个月的表现相对于大盘标杆指数**不具吸引力**。
- 香港市场的标杆指数为**恒生综合指数**，A股市场的标杆指数为**MSCI中国A股指数**，美国上市中概股的标杆指数为**标普美国中概股50（美元）指数**

分析员披露

本研究报告之作者，兹作以下声明：i)发表于本报告之观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券或其发行之观点；及ii)他们之薪酬与发表于报告上之建议/观点并无直接或间接关系；iii)对于提及的证券或其发行者，他们并无接收到可影响他们的建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。

本研究报告之作者进一步确认：i)他们及他们之相关有联系者【按香港证券及期货监察委员会之操守准则的相关定义】并没有于发表研究报告之30个日历日前处置/买卖该等证券；ii)他们及他们之相关有联系者并没有于任何上述研究报告覆盖之香港上市公司任职高级职员；iii)他们及他们之相关有联系者并没有持有有关上述研究报告覆盖之证券之任何财务利益，除了一位覆盖分析师持有世茂房地产控股有限公司之股份，一位分析师持有英伟达之股份。

有关商务关系及财务权益之披露

交银国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与交通银行股份有限公司、国联证券股份有限公司、交银国际控股有限公司、四川能投发展股份有限公司、光年控股有限公司、青岛控股国际有限公司、Edding Group Company Limited、七牛智能科技有限公司、致富金融集团有限公司、湖州燃气股份有限公司、Leading Star (Asia) Holdings Limited、兴源动力控股有限公司、佳捷康创新集团有限公司、武汉有机控股有限公司、乐透互娱有限公司、洲际船务集团控股有限公司、巨星传奇集团有限公司、北京绿竹生物技术股份有限公司、中天建设(湖南)集团有限公司、安徽皖通高速公路股份有限公司、怡俊集团控股有限公司、宏信建设发展有限公司、上海小南国控股有限公司、Sincere Watch (Hong Kong) Limited、四川科伦博泰生物医药股份有限公司、新传企划有限公司、乐舱物流股份有限公司、途虎养车股份有限公司、北京第四范式智慧技术股份有限公司、深圳市天图投资管理股份有限公司、迈越科技股份有限公司、极兔速递环球有限公司、山西省安泰集团股份有限公司、富景中国控股有限公司、中军集团股份有限公司、佳民集团有限公司、集海资源集团有限公司、君圣泰医药、天津建设发展集团股份有限公司、长久股份有限公司及乐思集团有限公司有投资银行业务关系。

交银国际证券有限公司及/或其集团公司现持有东方证券股份有限公司、光大证券股份有限公司及Interra Acquisition Corp的已发行股本逾1%。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件)，表示并保证其根据下述的条件下有权获得本报告，并且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告为高度机密，并且只以非公开形式供交银国际证券的客户阅览。本报告只在基于能被保密的情况下提供给阁下。未经交银国际证券事先以书面同意，本报告及其中所载的资料不得以任何形式(i)复制、复印或储存，或者(ii)直接或者间接分发或者转交予任何其它人作任何用途。

交银国际证券、其附属公司、关联公司、董事、关联方及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖、或对其有兴趣。此外，交银国际证券、其附属公司及关联公司可能与本报告内所述或有关的公司不时进行业务往来，或为其担任市场庄家，或被委任替其证券进行承销，或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券，或可能为其担当或争取担当并提供投资银行、顾问、包销、融资或其它服务，或替其从其它实体寻求同类型之服务。投资者在阅读本报告时，应该留意任何或所有上述的情况，均可能导致真正或潜在的利益冲突。

本报告内的资料来自交银国际证券在报告发行时相信为正确及可靠的来源，惟本报告并非旨在包含投资者所需要的所有信息，并可能受送递延误、阻碍或拦截等因子所影响。交银国际证券不明示或暗示地保证或表示任何该等数据或意见的足够性、准确性、完整性、可靠性或公平性。因此，交银国际证券及其集团或有关的成员均不会就由于任何第三方在依赖本报告的内容时所作的行为而导致的任何类型的损失(包括但不限于任何直接的、间接的、随之而发生的损失)而负上任何责任。

本报告只为一般性提供数据之性质，旨在供交银国际证券之客户作一般阅览之用，而非考虑任何某特定收取者的特定投资目标、财务状况或任何特别需要。本报告内的任何资料或意见均不构成或被视为集团的任何成员作出提议、建议或征求购入或出售任何证券、有关投资或其它金融证券。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映交银国际证券或其集团的立场，亦可在没有提供通知的情况下随时更改，交银国际证券亦无责任提供任何有关资料或意见之更新。

交银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。本报告的发送对象不包括身处中国内地的投资人。如知悉收取或发送本报告有可能构成当地法律、法则或其他规定之违反，本报告的收取者承诺尽快通知交银国际证券。

本免责声明以中英文书写，两种文本具同等效力。若两种文本有矛盾之处，则应以英文版本为准。

交银国际证券有限公司是交通银行股份有限公司的附属公司。