

申洲国际(2313.HK)

下半年收入降幅收窄，利润环比逐季改善

推荐（维持）

股价：72.70 港元

主要数据

行业	纺织服装
公司网址	www.shenzhouintl.com
大股东/持股	协荣有限公司/42.36%
实际控制人	马建荣
总股本(百万股)	1503.22
流通 A 股(百万股)	
流通 B/H 股(百万股)	
总市值(亿港元)	1092.84
流通 A 股市值(亿元)	
每股净资产(元)	21.86
资产负债率(%)	32.39

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】申洲国际(2313.HK)*首次覆盖报告*垂直一体化制造优势显现*推荐20240308

证券分析师

王源
投资咨询资格编号
S1060524010001
WANGYUAN468@pingan.com.cn



事项：

公司发布 2023 年度业绩公告：全年营收 249.7 亿元，同比-10.1%；毛利润 60.6 亿元，同比-1.1%，毛利率为 24.3%；经营利润为 53.3 亿元，同比-3.3%，经营利润率为 21.3%；归母净利润 45.6 亿元，同比-0.1%，归母净利润率为 18.3%。全年每股合计派息 2.03 港元，派息比率为 60.3%（2022 年为 54.9%）。单看 23H2，下半年营收 134.1 亿元，同比-5.5%；毛利润 34.6 亿元，同比+13.2%，毛利率为 25.8%；归母净利润 24.3 亿元，同比+10.7%，归母净利润率为 18.1%。

平安观点：

- 下半年收入降幅收窄，收入环比转正。2023 全年公司营收为 249.7 亿元，同比-10.1%；其中，23H2 营收 134.1 亿元，同比-5.5%，环比+16%。下半年核心客户订单量略有回升，促使营收端有所改善。
- 下半年利润改善，海外工厂产能释放。1) 2023 全年公司毛利润 60.6 亿元，同比-1.1%；其中 23H2 毛利润 34.6 亿元，同比+13.2%，环比+33.5%。由于下半年公司产能利用率提升，特别是海外工厂生产能力的进一步释放，以及新招工人数增加，海外生产效率的提高促使下半年毛利率实现改善。2) 2023 年公司归母净利润 45.6 亿元，同比-0.1%。其中，23H2 归母净利润为 24.3 亿元，同比+10.7%，环比+14.3%。由于海外工厂收入占比提升，且海外享有优惠税率，促使公司整体税率大幅下降，利好公司净利润率表现。
- 进一步提升核心竞争力，部分客户订单具备一定弹性，业绩增长信心较足，维持“推荐”评级。申洲国际是我国最大的垂直一体化的针织制造企业，核心客户为 Nike、Adidas 等国际知名运动鞋服品牌。公司国内外产能利用率恢复，且部分客户订单具备弹性。加之，公司持续引入新客户并丰富产品实现品类多元化，我们认为公司当前估值具有一定性价比。由于品牌客户动销仍具一定不确定性，我们将公司 2024-2025 年归母净利润下调至 53.5 亿元及 61.7 亿元（原预测为 55.1 亿元及 62.3 亿元），预计 2026 年公司归母净利润为 71.0 亿元。当前股价对应 2024 年 PE 为 18.5 倍，维持“推荐”评级。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	30,568	34,978	39,176
YOY(%)	16.5	-10.1	22.4	14.4	12.0
归母净利润(百万元)	4,563	4,557	5,347	6,172	7,103
YOY(%)	35.3	-0.1	17.3	15.4	15.1
毛利率(%)	22.1	24.3	25.5	25.9	26.3
归母净利率(%)	16.4	18.3	17.5	17.6	18.1
ROE(%)	14.8	13.9	18.3	18.5	19.2
EPS(摊薄/元)	3.04	3.03	3.56	4.11	4.73
P/E(倍)	21.7	21.7	18.5	16.1	14.0
P/B(倍)	3.2	3.0	3.4	3.0	2.7

- **风险提示：**1)订单增长不及预期：若公司下游品牌客户销售不佳且库存高企，将会导致公司订单将增长滞缓及业绩承压等风险。2)产能投产进度不及预期：产能扩张或投产进度不及预期将对公司生产能力和交期造成负面影响。3) 汇率波动风险：公司产品部分去向为欧美地区，人民币波动或将存在一定汇率波动风险。4) 国际政治摩擦风险：公司业务开展立足全球化的国际贸易，政治局势、经济贸易等均会影响公司业绩表现。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	28,479	30,466	34,083	37,460
银行存款	16,083	15,371	17,698	20,080
应收票据及应收账款	5,024	5,095	5,642	6,218
其他应收款	441	513	466	474
存货	6,125	7,346	8,228	9,023
按公允价值计量的金融资	804	2,138	2,046	1,662
其他流动资产	3	3	3	3
非流动资产	20,131	13,150	13,805	14,849
物业、厂房和设备	10,931	6,675	6,669	7,245
使用权资产	1,961	1,757	1,818	1,845
长期定期存款	6,655	3,769	4,455	4,960
无形资产	129	121	125	125
长期预付款项	328	308	300	312
于联营公司之投资	13	396	328	246
递延税项资产	114	125	111	117
资产总计	48,611	43,616	47,888	52,309
流动负债	13,384	12,532	12,338	13,059
计息银行及其他借贷	10,204	9,205	8,869	9,426
应付票据及应付账款	1,198	1,334	1,453	1,645
其他应付款项及应计款	1,603	1,620	1,631	1,618
租赁负债	47	34	37	40
应付税款	305	339	348	331
合约负债	23	-	-	-
应付关连人士款项	4	-	-	-
非流动负债	2,359	1,881	2,236	2,159
计息银行借款	1,900	1,426	1,775	1,700
租赁负债	111	102	100	104
递延税项负债	349	354	361	355
负债合计	15,744	14,414	14,574	15,218
公司权益持有人应占权	32,867	29,194	33,307	37,086
非控制性权益	-	8	7	5
股东权益合计	32,867	29,203	33,314	37,091
负债和股东权益	48,611	43,616	47,888	52,309

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
除所得税前利润	4,996	6,008	6,896	7,892
折旧摊销	1,250	1,349	1,443	1,639
财务费用	346	298	298	312
投资损益	-13	0	3	-3
营运资金变动	384	-1,156	-1,310	-1,179
其他经营现金流	-438	-661	-724	-789
经营活动产生现金流	6,524	5,838	6,607	7,871
投资活动产生现金流	-1,200	-1,320	-1,350	-2,130
融资活动产生现金流	-2,748	-2,674	-3,086	-3,552

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,970	30,568	34,978	39,176
营业成本	-18,910	-22,773	-25,919	-28,872
毛利润	6,060	7,795	9,059	10,303
其他收入及收益	1,055	819	936	1,051
销售及分销开支	-164	-260	-315	-372
行政开支	-1,881	-2,293	-2,448	-2,742
其他开支	259	245	-35	-39
营业利润	5,328	6,306	7,197	8,201
应占联营公司损益	13	-0	-3	3
融资成本	-346	-298	-298	-312
除税前利润	4,996	6,008	6,896	7,892
所得税	-438	-661	-724	-789
期内利润	4,557	5,347	6,172	7,103
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,557	5,347	6,172	7,103
EPS(元)	3.03	3.56	4.11	4.73

主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增速(%)	-10.1	22.4	14.4	12.0
毛利润增速(%)	-1.1	28.6	16.2	13.7
归属母公司净利润增速(%)	-0.1	17.3	15.4	15.1
获利能力				
毛利率(%)	24.3	25.5	25.9	26.3
归母净利率(%)	18.3	17.5	17.6	18.1
ROE	13.9	18.3	18.5	19.2
ROIC	10.2	13.8	15.1	16.4
偿债能力				
资产负债率(%)	32.3	33.0	30.4	29.1
净资产负债率(%)	47.8	49.4	43.7	41.0
流动比率	2.1	2.4	2.8	2.9
速动比率	1.7	1.8	2.1	2.2
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	5.0	6.0	6.5	6.6
应付账款周转率	17.8	18.0	18.6	18.6
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	3.03	3.56	4.11	4.73
每股经营现金流(最新摊薄)	4.34	3.88	4.39	5.24
每股净资产(最新摊薄)	21.86	19.43	22.16	24.67
估值比率(倍)				
PE	21.7	18.5	16.1	14.0
PB	3.0	3.4	3.0	2.7

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层