

申洲国际 (02313.HK)

2023 年业绩点评：下半年收入降幅收窄，24 年展望积极

买入（维持）

| 盈利预测与估值 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业总收入（百万元） | 27,781 | 24,970 | 28,560 | 32,650 | 36,634 |
| 同比 | 16.51% | -10.12% | 14.38% | 14.32% | 12.20% |
| 归母净利润（百万元） | 4,563 | 4,557 | 5,574 | 6,403 | 7,274 |
| 同比 | 35.33% | -0.12% | 22.31% | 14.87% | 13.60% |
| EPS-最新摊薄（元/股） | 3.04 | 3.03 | 3.71 | 4.26 | 4.84 |
| P/E（现价&最新摊薄） | 22.22 | 22.24 | 18.19 | 15.83 | 13.94 |

投资要点

- 公司公布 2023 年业绩：**营收 249.7 亿元/yoy-10.1%，归母净利润 45.6 亿元/yoy-0.1%。收入下滑主因欧美消费偏弱以及海外客户去库影响订单，归母净利润仅持平略降主要来自毛利率同比+2.2pct、财务费用率同比-1.5pct、所得税率同比-4.5pct。分上下半年来看，23H1/H2 营收分别同比-15.0%/-5.5%、归母净利润分别同比-10.1%/+10.7%，下半年随海外客户去库进程的推进营收降幅收窄、其中 Q4 营收增速转正，下半年归母净利润同比正增长主要来自毛利率逐季改善（23Q1/Q2 毛利率分别为 20%/24%，下半年毛利率升至 26%+）。
- 国产品牌收入贡献持续提升，欧美市场运动产品贡献收入下滑明显。1）分客户看，国产品牌收入占比持续提升。**前四大客户收入分别同比-10.8%/+23.4%/-36.7%/-28.3%、收入分别占比 31%/24%/15%/10%、合计占比 80%，国内品牌安踏、特步、李宁等贡献销售额占比超过 11%、同比提升 2pct。**2）分产品看，运动/休闲/内衣/其他产品收入分别同比-13.6%/-1.4%/+30.2%/-41.6%、收入分别占比 72.2%/22.7%/4.3%/0.8%。3）分地区看，23 年欧洲/美国/日本/其他/中国大陆收入分别同比-19.1%/-20.4%/-6.4%/-7.6%/+0.7%、收入占比 20.1%/15.6%/14.7%/21.1%/28.5%，欧美市场运动产品贡献收入下滑明显。**
- 毛利率提升、费用率下降，归母净利率提升。1）毛利率：**2023 年同比+2.2pct 至 24.3%，主因：①下半年产能利用率同比提升；②海外工厂招聘员工增多、盈利贡献提升；③国内疫情封控解除后相关支出影响消除。**2）期间费用率：**2023 年同比-1pct 至 6.5%，其中销售/管理/财务费用率分别同比持平/+0.5pct/-1.5pct 至 0.7%/7.5%/-1.7%，财务费用率的下降主要来自利息收入增多。**3）所得税率：**2023 年同比-4.5pct 至 8.8%，主因税率较低的海外产能贡献提升。**4）归母净利率：**综合毛利率提升、费用率下降、所得税率下降、以及其他非经营性损益减少（汇兑收益同比减少 8.5 亿元），23 年归母净利率同比+1.8pct 至 18.3%。
- 海外工厂规模、效率持续提升。**2023 年海外/国内成衣产能占比分别为 53%/46%，海外产能占比同比提升 7pct，其中柬埔寨产能占比同比提升 4pct 至 26%。从员工人数看，2023 年公司员工数合计 9.2 万人/yoy-2.4%，其中海外/国内员工人数占比分别为 57%/43%，海外员工占比同比提升 5pct。海外工人人均效率提升明显、已达到国内人效产出的 85-90% 水平。当前公司产能利用率已恢复至 100% 水平，公司计划进一步扩大招工，2024 年春节以来国内宁波工厂已新增 3000 名员工、计划进一步新增 2000 名，越南世通工厂计划新增 2000 名。
- 盈利预测与投资评级：**公司为全球领先纵向一体化针织生产企业，23 年受欧美需求疲软、海外客户去库影响，订单承压、收入双位数下滑，其中下半年随客户去库进程推进订单恢复、降幅收窄至个位数。同时由于下半年产能利用率、毛利率、费用率等盈利指标显著改善，全年归母净利润仅持平略降。我们将 24-25 年归母净利润从 56.1/68.0 调至 55.7/64.0 亿元、增加 26 年预测值 72.7 亿元，对应 24-26 年 PE 分别为 18/16/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**国内外需求恢复不及预期；产能扩张不及预期；棉价或汇率大幅波动。

2024 年 03 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

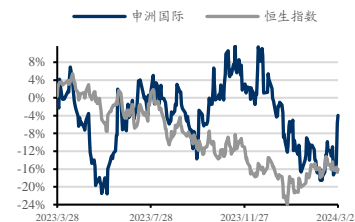
lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

| | |
|--------------|-------------|
| 收盘价(港元) | 74.10 |
| 一年最低/最高价 | 60.80/87.25 |
| 市净率(倍) | 3.39 |
| 港股流通市值(百万港元) | 111,388.78 |

基础数据

| | |
|-----------|----------|
| 每股净资产(元) | 21.86 |
| 资产负债率(%) | 32.39 |
| 总股本(百万股) | 1,503.22 |
| 流通股本(百万股) | 1,503.22 |

相关研究

《申洲国际(02313.HK): 23H1 业绩点评：订单疲软致业绩短期承压，下半年有望逐季改善》

2023-09-01

《申洲国际(02313.HK): 2022 年业绩点评：业绩符合预期，23 年预计前低后高》

2023-03-30

申洲国际三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 28,479.49 | 31,035.33 | 34,742.23 | 39,077.74 | 营业总收入 | 24,969.79 | 28,559.60 | 32,649.84 | 36,633.57 |
| 现金及现金等价物 | 11,596.45 | 14,026.16 | 15,939.13 | 18,566.84 | 营业成本 | 18,909.92 | 20,641.65 | 23,502.72 | 26,163.14 |
| 应收账款及票据 | 5,023.64 | 5,711.92 | 6,529.97 | 7,326.71 | 销售费用 | 164.16 | 199.92 | 228.55 | 256.44 |
| 存货 | 6,124.74 | 6,450.52 | 7,344.60 | 8,175.98 | 管理费用 | 1,881.27 | 2,141.97 | 2,448.74 | 2,747.52 |
| 其他流动资产 | 5,734.67 | 4,846.73 | 4,928.54 | 5,008.21 | 研发费用 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 非流动资产 | 20,131.65 | 22,006.65 | 23,919.15 | 25,757.40 | 其他费用 | 15.58 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 10,930.78 | 12,355.78 | 13,638.28 | 14,792.53 | 经营利润 | 4,024.75 | 5,609.71 | 6,500.08 | 7,504.55 |
| 商誉及无形资产 | 2,089.34 | 2,539.34 | 3,169.34 | 3,853.34 | 利息收入 | 778.90 | 347.89 | 420.78 | 478.17 |
| 长期投资 | 13.47 | 13.47 | 13.47 | 13.47 | 利息支出 | 345.81 | 290.16 | 352.16 | 464.16 |
| 其他长期投资 | 6,656.17 | 6,656.17 | 6,656.17 | 6,656.17 | 其他收益 | 537.65 | 666.57 | 707.47 | 747.31 |
| 其他非流动资产 | 441.88 | 441.88 | 441.88 | 441.88 | 利润总额 | 4,995.50 | 6,334.01 | 7,276.18 | 8,265.87 |
| 资产总计 | 48,611.14 | 53,041.98 | 58,661.38 | 64,835.14 | 所得税 | 438.24 | 760.08 | 873.14 | 991.90 |
| 流动负债 | 13,384.48 | 13,641.40 | 14,557.76 | 15,457.55 | 净利润 | 4,557.26 | 5,573.93 | 6,403.04 | 7,273.97 |
| 短期借款 | 10,203.97 | 10,703.97 | 11,203.97 | 11,703.97 | 少数股东损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 应付账款及票据 | 1,198.21 | 938.26 | 1,068.31 | 1,189.23 | 归属母公司净利润 | 4,557.26 | 5,573.93 | 6,403.04 | 7,273.97 |
| 其他 | 1,982.30 | 1,999.17 | 2,285.49 | 2,564.35 | EBIT | 4,562.40 | 6,276.28 | 7,207.55 | 8,251.86 |
| 非流动负债 | 2,359.34 | 2,159.34 | 1,959.34 | 1,759.34 | EBITDA | 4,562.40 | 6,401.28 | 7,595.05 | 8,913.61 |
| 长期借款 | 1,900.00 | 1,700.00 | 1,500.00 | 1,300.00 | | | | | |
| 其他 | 459.34 | 459.34 | 459.34 | 459.34 | | | | | |
| 负债合计 | 15,743.82 | 15,800.73 | 16,517.10 | 17,216.89 | | | | | |
| 股本 | 151.20 | 151.20 | 151.20 | 151.20 | 主要财务比率 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 少数股东权益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 每股收益(元) | 3.03 | 3.71 | 4.26 | 4.84 |
| 归属母公司股东权益 | 32,867.32 | 37,241.25 | 42,144.28 | 47,618.25 | 每股净资产(元) | 21.86 | 24.77 | 28.04 | 31.68 |
| 负债和股东权益 | 48,611.14 | 53,041.98 | 58,661.38 | 64,835.14 | 发行在外股份(百万股) | 1,503.22 | 1,503.22 | 1,503.22 | 1,503.22 |
| | | | | | ROIC(%) | 9.80 | 11.67 | 12.14 | 12.58 |
| | | | | | ROE(%) | 13.87 | 14.97 | 15.19 | 15.28 |
| | | | | | 毛利率(%) | 24.27 | 27.72 | 28.02 | 28.58 |
| | | | | | 销售净利率(%) | 18.25 | 19.52 | 19.61 | 19.86 |
| | | | | | 资产负债率(%) | 32.39 | 29.79 | 28.16 | 26.55 |
| | | | | | 收入增长率(%) | (10.12) | 14.38 | 14.32 | 12.20 |
| | | | | | 净利润增长率(%) | (0.12) | 22.31 | 14.87 | 13.60 |
| | | | | | P/E | 22.24 | 18.19 | 15.83 | 13.94 |
| | | | | | P/B | 3.08 | 2.72 | 2.41 | 2.13 |
| | | | | | EV/EBITDA | 24.22 | 15.58 | 12.92 | 10.75 |

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2024年3月28日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>