

纺织服装 | 公司研究

2024年3月27日

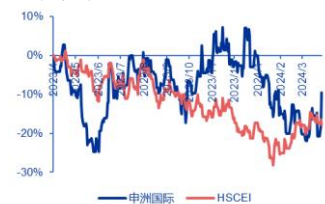
买入

维持

市场数据: 2024年3月27日

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(港币) | 72.70 |
| 恒生中国企业指数 | 5,728 |
| 52周最高/最低价(港币) | 87.25/59.30 |
| H股市值(亿港元) | 1,093 |
| 流通H股(百万股) | 1,503 |
| 汇率(港币/人民币) | 0.92 |

股价表现:



资料来源: Wind

证券分析师

王立平
A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

李璇
A0230122060008
lixuan@swsresearch.com

联系人

李璇
(8621)23297818x
lixuan@swsresearch.com

23H2 毛利率环比改善, 业绩拐点信号显现

申洲国际 (2313.HK)

公司发布 2023 年业绩公告, 业绩符合预期。23 年实现营收 250 亿元, 同比下滑 10.1%, 归母净利润 45.6 亿元, 同比下滑 0.1%, 主要受欧美运动类产品消费需求不足及客户去库存的影响。其中, 23H2 实现营收 134 亿元, 同比下滑 5.5%, 归母净利润 24.3 亿元, 同比增长 10.7%, 业绩环比上半年改善, 下半年随订单逐步回暖, 收入降幅收窄、利润改善程度更高。拟派发末期股息每股 1.08 港元, 此前已派发中期股息每股 0.95 港元, 23 年累计派息每股 2.03 港元, 派息比率达 60.3%。

欧美运动类产品需求暂下滑, 内衣品类及新客户贡献提升。1) 分品类: 内衣类产品收入增速最高。23 年, 运动类产品收入 180 亿元, 同比下滑 13.6%, 营收占比 72.2%, 主要系欧美客户处于去库存阶段, 影响了采购需求; 休闲类产品收入 56.7 亿元, 同比下滑 1.4%, 营收占比 22.7%; 内衣类产品收入 10.7 亿元, 同比增长 30.2%, 营收占比 4.3%, 内衣品类收入增长主要系日本及其他市场内衣需求增加。2) 分交付地: 欧美收入双位数下滑, 国内收入同比增长。23 年, 中国内地收入 71.2 亿元, 同比增长 0.7%, 营收占比 28.5%, 仍是第一大区域; 欧盟收入 50.3 亿元, 同比下滑 19.1%, 营收占比 20.1%; 美国收入 38.8 亿元, 同比下滑 20.4%, 营收占比 15.5%; 日本收入 36.8 亿元, 同比下滑 6.4%, 营收占比 14.7%; 其他区域收入 52.6 亿元, 同比下滑 7.6%, 营收占比 21.1%。3) 分客户: 运动类客户订单暂时偏弱, 新客户收入贡献占比提升。23 年, Nike 贡献收入 77.0 亿元, 同比下滑 10.8%, 营收占比 30.8%; Uniqlo 贡献收入 60.0 亿元, 同比增长 2.9%, 营收占比 24.0%; Adidas 贡献收入 36.9 亿元, 同比下滑 24.1%, 营收占比 14.8%; Puma 贡献收入 24.9 亿元, 同比下滑 28.1%, 营收占比 10.0%。23 年前四大客户合计收入占比 79.6%, 较 22 年下滑了 2.4pct, 反映了新客户订单逐步起量, 23 年其他客户合计贡献收入 50.9 亿元, 同比增长 2.0%。

客户主动去库拖累产能利用率, 导致上半年毛利率阶段性承压, 下半年环比改善明显。23 年毛利率 24.3%, 同比提升 2.2pct, 其中, 23H1/H2 毛利率分别为 22.4%/25.8%, 同比小幅下滑 0.1pct/提升 4.3pct, 下半年订单改善带动了毛利率环比提升。23 年销售费用率/管理费用率同比下降 0.1pct/上升 0.5pct, 低税率地区利润贡献占比提升带动所得税率同比降低 4.5pct, 最终 23 年净利率同比提升 1.8pct 至 18.3%, 23H1/H2 净利率分别为 18.4%/18.1%。

公司通过产品多元化、提升精益生产强化竞争力, 下游客户库存压力缓解, 24 年业绩改善的信号增强。跟踪下游运动客户的库存情况, Nike/Adidas/Puma 最近一个财季库存金额同比、环比均下降, 库存压力缓解。面对需求波动, 公司丰富产品供给多元化, 同时强化精益生产、提升交付能力, 综合提升核心竞争力。24 年随客户库存回归健康水平, 订单有望逐步修复, 带动业绩持续改善。

申洲国际是全球一体化服装制造商, 已形成国内外双一体化的大规模产能布局, 深度绑定全球顶尖品牌, 24 年业绩有望持续改善, 维持“买入”评级。申洲国际长期服务于 Nike、Adidas、Uniqlo 等全球顶尖服装品牌, 产能规模及一体化优势明显, 需求扰动因素减弱, 看好公司竞争力释放之下的中长期业绩增长。基于 23 年业绩, 调整 24 年收入增速至增长 17% (原为增长 22%), 由于 23H2 毛利率环比修复, 上调 24 年毛利率至 28% (原为 27%), 故略下调 24-25 年盈利预测、新增 26 年盈利预测, 预计 24-26 年归母净利润 55.5/64.9/75.8 亿元 (原 24-25 年为 56.8/67.2 亿元), 对应 PE 为 18/16/13 倍, 给予 24 年 23 倍 PE 估值 (可比公司 23 年平均 PE), 维持“买入”评级。

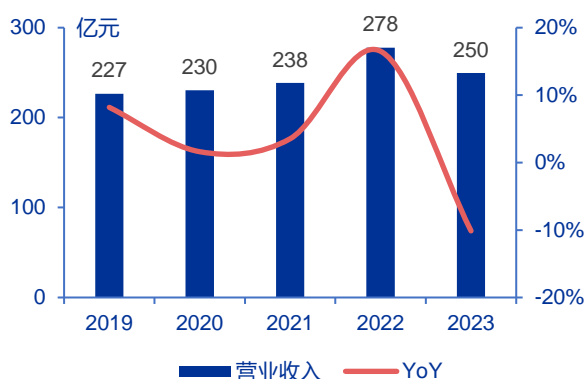
风险提示: 海外经济下行导致外需疲软; 成本上涨传导不及预期; 产能扩张不及预期。

财务数据及盈利预测

| 货币单位: 人民币 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 27,781 | 24,970 | 29,304 | 33,828 | 38,774 |
| 同比增长率(%) | 17% | -10% | 17% | 15% | 15% |
| 归母净利润(百万元) | 4,563 | 4,557 | 5,552 | 6,486 | 7,581 |
| 同比增长率(%) | 35% | -0.1% | 22% | 17% | 17% |
| 每股收益(元) | 3.04 | 3.03 | 3.69 | 4.31 | 5.04 |
| 毛利率(%) | 22% | 24% | 28% | 28% | 29% |
| 市盈率(倍) | 22 | 22 | 18 | 16 | 13 |
| ROE(%) | 16% | 14% | 16% | 17% | 19% |

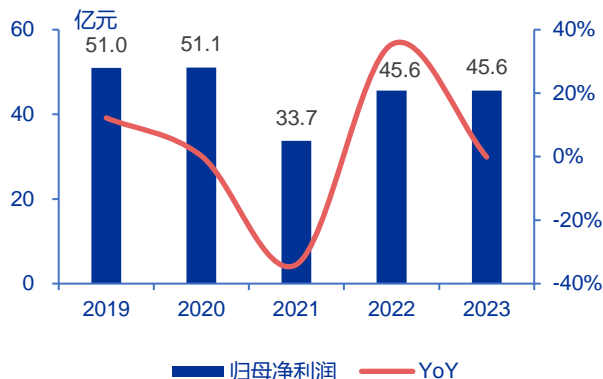
注: “每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1: 2023 年营收同比下滑 10.1%



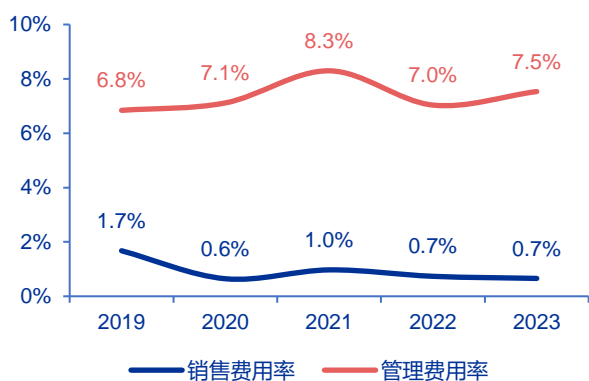
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 2023 年归母净利润同比下滑 0.1%



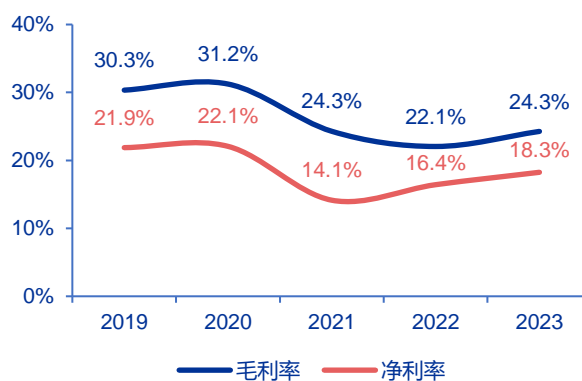
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 2023 年销售费用率 0.7%, 管理费用率 7.5%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 2023 年毛利率 24.3%, 净利率 18.3%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

| 证券代码 | 证券简称 | 股价 (元) | 总市值 (亿元) | 归母净利润 (亿元) | | | PE | | |
|---------|------|--------|----------|------------|------|------|-----|-----|-----|
| | | | | 24E | 25E | 26E | 24E | 25E | 26E |
| 1476.TW | 儒鸿 | 551.00 | 1,512 | 63.9 | 74.1 | 87.8 | 24 | 20 | 17 |
| 9910.TW | 丰泰企业 | 162.50 | 1,605 | 70.3 | 82.4 | - | 23 | 19 | - |
| 平均值 | | | | | | | 23 | 20 | 17 |
| 2313.HK | 申洲国际 | 72.70 | 1,093 | 55.5 | 64.9 | 75.8 | 18 | 16 | 13 |

资料来源: Wind、彭博终端, 申万宏源研究; 注: 所列台股股价、市值、归母净利润单位均为本位币, 申洲国际股价、市值单位为港币、归母净利润单位为人民币, 故计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 换算; 可比公司盈利预测均为彭博一致预测

财务摘要

合并利润表

| 百万元 (人民币) | 2021 | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 23,845 | 27,781 | 24,970 | 29,304 | 33,828 | 38,774 |
| 销售成本 | 18,055 | 21,656 | 18,910 | 21,187 | 24,289 | 27,568 |
| 毛利 | 5,790 | 6,126 | 6,060 | 8,117 | 9,540 | 11,206 |
| 销售费用 | 232 | 204 | 164 | 234 | 271 | 310 |
| 管理费用 | 1,978 | 1,954 | 1,881 | 2,227 | 2,571 | 2,947 |
| 其他收入及收益 | 570 | 1,667 | 1,279 | 733 | 693 | 683 |
| 其他开支 | 190 | 123 | -16 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 3,960 | 5,512 | 5,310 | 6,389 | 7,391 | 8,632 |
| 融资成本 | 144 | 228 | 346 | 293 | 271 | 310 |
| 应占联营公司利润 | 7 | -21 | 13 | 5 | 7 | 9 |
| 除税前利润 | 3,823 | 5,262 | 4,996 | 6,101 | 7,127 | 8,330 |
| 所得税 | 452 | 699 | 438 | 549 | 641 | 750 |
| 净利润 | 3,372 | 4,563 | 4,557 | 5,552 | 6,486 | 7,581 |
| 归母净利润 | 3,372 | 4,563 | 4,557 | 5,552 | 6,486 | 7,581 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联机构的持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券与市场基准指数的涨跌幅差别为标准，定义如下：

买入 (BUY)：股价预计将上涨 20%以上；

增持 (Outperform)：股价预计将上涨 10-20%；

持有 (Hold)：股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；

减持 (Underperform)：股价预计将下跌 10-20%；

卖出 (SELL)：股价预计将下跌 20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。本公司使用自己的行业分类体系。如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：恒生中国企业指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人无权在任何情况下使用他们。