

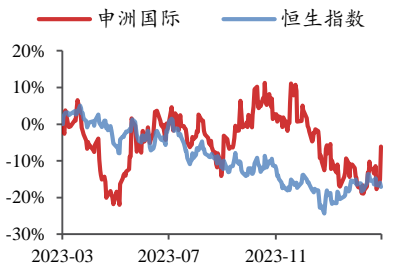
## 申洲国际 (02313.HK)

2024年03月29日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/3/28
当前股价(港元)	74.100
一年最高最低(港元)	87.250/60.800
总市值(亿港元)	1,113.89
流通市值(亿港元)	1,113.89
总股本(亿股)	15.03
流通港股(亿股)	15.03
近3个月换手率(%)	16.2

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《2023Q2 业绩环比改善, 预计开启盈利能力上行周期 — 港股公司信息更新报告》-2023.9.2

《2022 年新客户表现亮眼, 期待业绩稳步修复 — 港股公司信息更新报告》-2023.3.29

## 全年毛利率逐季改善, 期待 2024 年盈利能力再向上 —— 港股公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (联系人)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790122070037

### ● 2023Q2 收入降幅收窄, 毛利率环比改善, 维持“买入”评级

2023 年公司营收 249.7 亿元 (同比-10%, 下同), 预计销量-15%、美元单价+1%/人民币单价+5%。2023 年归母净利润 45.6 亿元 (-0.1%), 收入下降而业绩基本持平主要系毛利率恢复&控费&利息收入增加 3.9 亿元&有效税率下降贡献 2.6 亿元, 剔除政府补助、利息收入、汇兑损益影响, 核心利润为 37.1 亿元 (+11%)。考虑下游客户指引保守, 我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 56.3/64.5/73.2 亿元 (原为 58.1/68.3 亿元), 对应 EPS 为 3.74/4.3/4.9 元, 当前股价对应 PE 为 17.9/15.7/13.8 倍, 公司核心竞争力不变, 产品多元化下提升老客户份额、新客户加速放量, 预计 2024 年美金 ASP+1%, 销量双位数增长, 毛利率逐季修复至疫情前水平, 继续维持“买入”评级。

### ● 2023 年核心客户占比下降, 新品牌增长势头良好, 内销保持增长

分客户: 2023 年新品牌高成长下 CR4 收入占比有所下降至 79.6% (-2.4pct), 合计收入同比-13%, 耐克/优衣库/阿迪/puma 收入-11%/+3%/-24%/-28%, 新品牌中 lululemon 收入约 8 千万美金, 占比约 2%。按品类: 运动/休闲/内衣/其他收入同比-14%/-1%/+30%/-42%, 运动服饰下降主要系需求疲弱及下游客户去库。按地区: 2023 年欧洲/中国/美国/日本/其他收入同比-19%/+1%/-20%/-6%/-8%, 欧美下降主要系运动类产品下降影响。展望: 预计在产品多元化策略牵引下, 2024 年耐克持平-单位数增长、阿迪/puma 收入增长 20%+、优衣库收入增长双位、国内品牌收入增长 30%+、lululemon 收入预计增长 40%+。

### ● 2023H2 毛利率环比改善明显, 剔除汇兑&政府补助&利息收入净利润+11%

毛利率: 2023 年毛利率为 24.3% (+2.2pct), 2023Q1-Q2 预计 20%/24%+, 受益于 Q4 收入转正&海外效率提升&疫情相关支出取消, 2023H2 提至 25.8%且逐季提升。2023 年销售/管理/财务费用率-0.1/+0.5/-0.6pct, 汇兑收益同减 8.5 亿元至 1.5 亿元, 海外工厂利润贡献增加致有效税率-4.5pct 至 8.8%。归母净利率 18.3% (+1.8pct)。截至 2023 年, 存货 61.2 亿元 (-2.2%), 存货/应收周转天数+11/+17 天, 主要系 2023Q4 需求恢复后备货&账期所致, 净现金 114.4 亿元 (+40%)。

### ● 展望: 预计 2024 年招工&提效&扩产驱动量增, 2025 年迎来产能释放

产能利用率: 2023H1 海外 95%/国内 80%, 2023 年底国内 90%+, 目前海外/国内均为 100%, 预计 2024 年维持较高水平。招工&提效&扩产提升产能: 截至 2023 年末海外工人人数占比提升至 57% (+5PCT), 同时海外人效已达国内的 85~90%, 宁波及越南世通工厂预计各自新招工 2 千名, 其中宁波工厂年初已招工 3 千名, 越南面料厂扩产&印尼工厂推进中, 预计 2025 年迎来新一轮产能释放。

### ● 风险提示: 原材料价格维持高位、汇率波动、产能释放不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	28,965	32,730	36,658
YOY(%)	16.5	-10.1	16.0	13.0	12.0
净利润(百万元)	4,563	4,557	5,628	6,449	7,318
YOY(%)	35.3	-0.1	23.5	14.6	13.5
毛利率(%)	22.1	24.3	28.0	30.0	30.0
净利率(%)	16.4	18.3	19.4	19.7	20.0
ROE(%)	14.8	13.9	15.6	16.4	17.2
EPS(摊薄/元)	3.0	3.0	3.7	4.3	4.9
P/E(倍)	22.1	22.2	17.9	15.7	13.8
P/B(倍)	3.3	3.1	2.8	2.6	2.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所, 2024 年 3 月 29 日 汇率港币: 人民币=1: 0.92

## 目 录

1、 全年毛利率逐季改善，期待 2024 年盈利能力再向上.....	3
1.1、 按品类拆分：休闲和内衣拉动增长，运动收入下滑，口罩退出.....	3
1.2、 按地区拆分：国内市场表现平稳，欧美市场下滑明显.....	4
1.3、 按核心客户拆分：核心客户占比下降，新品牌增长势头良好.....	4
2、 盈利能力：毛利率逐季改善，核心净利润同比增长.....	5
3、 营运能力：存货周转合理，现金大幅增加.....	6
4、 产能：预计 2024 年招工&提效&扩产驱动量增，期待 2025 年新一轮产能释放.....	6
5、 盈利预测与投资建议.....	6
6、 风险提示.....	6

## 图表目录

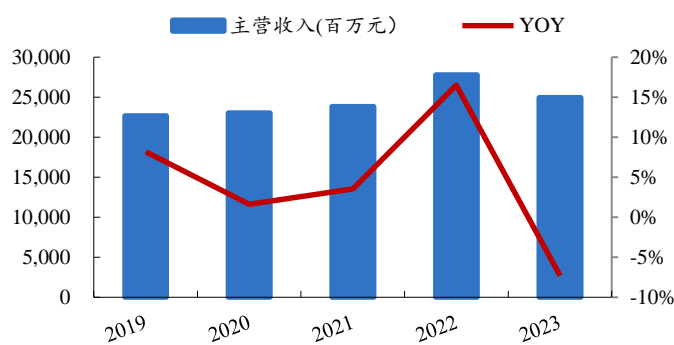
图 1： 2023 归母净利润 45.57 亿元（-0.1%）.....	3
图 2： 2023 归母净利润 45.57 亿元（-0.1%）.....	3
表 1： 2023 年运动/休闲/内衣/其他针织品收入分别同比-13.6%/-1.4%/+30.2%/-41.6%.....	3
表 2： 2023 年国内市场表现平稳，欧美市场下滑明显.....	4
表 3： 核心客户占比下降，新品牌增长势头良好.....	5

## 1、全年毛利率逐季改善，期待 2024 年盈利能力再向上

2023 年公司营收 249.70 亿元 (-10.1%)，主要系欧洲和美国运动市场需求下降以及品牌去库存。量价拆分：其中销量下降 15%左右，美元单价+1%/人民币单价+5%。分半年度看，2023H1-2023H2 分别实现营收 115.62、141.89 亿元，分别同比-15%、基本持平。

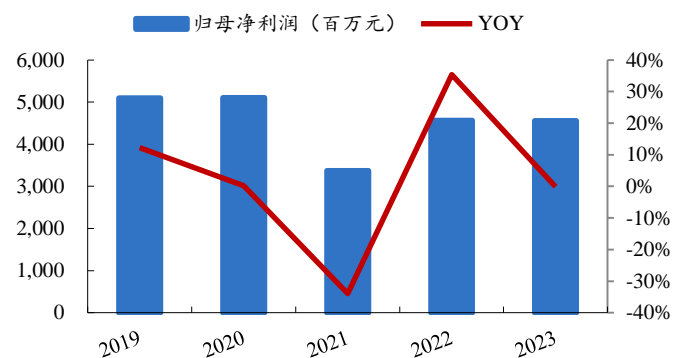
2023 年公司实现归母净利润 45.57 亿元，同比-0.1%，主因汇率与利率影响导致汇兑收益减少及利息收入增加，若剔除若剔除汇兑收益、政府补贴、利息收入影响净利润为 37.14 亿元 (+11.3%)。

图1：2023 年收入 249.7 亿元 (-10.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2023 归母净利润 45.57 亿元 (-0.1%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、按品类拆分：休闲和内衣拉动增长，运动收入下滑，口罩退出

2023 运动类收入 180.32 亿元，占比 72.2%，yoy-13.6%，主要系欧洲和美国的订单需求下降。

2023 休闲服收入 56.73 亿元，占比 22.7%，yoy-1.4%，主要系日本和其他市场的需求下降。

2023 内衣收入 10.67 亿元，占比 4.3%，yoy+30.2%，主要系日本内衣需求增加的影响。

2023 其他收入 1.99 亿元，占比 0.8%，yoy-41.6%，主要系停止生产和销售口罩产品。

表1：2023 年运动/休闲/内衣/其他针织品收入分别同比-13.6%/-1.4%/+30.2%/-41.6%

	2020	2021	2022	2023	2023H2
运动服饰	159.41	176.12	208.7	180.32	94.7
占比	69.22%	73.86%	75.12%	72.2%	71%
YOY	-2.33%	10.48%	18.50%	-13.60%	-7%
休闲服饰	44.81	47.21	57.52	56.73	33.7
占比	19.45%	19.80%	20.70%	22.7%	25%
YOY	-16.84%	5.36%	21.84%	-1.38%	-8%
内衣服装	10.33	10.40	8.19	10.67	4.5
占比	4.48%	4.36%	2.95%	4.3%	3%

	2020	2021	2022	2023	2023H2
YOY	28.66%	0.71%	-21.26%	30.22%	117%
其他针织品	15.76	4.72	3.41	1.99	1.1
占比	6.84%	1.98%	1.23%	0.8%	1%
YOY	931.86%	-70.06%	-27.76%	-41.63%	-18%
合计收入(亿元)	230.31	238.45	277.81	249.70	134.1
YOY	1.61%	3.54%	16.51%	-10.12%	-6%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、按地区拆分：国内市场表现平稳，欧美市场下滑明显

**欧洲市场：**2023 欧洲市场收入 50.3 亿元 (-19.1%)，占比 20.1%，主要系欧洲市场的运动类服装订单需求下降。

**美国市场：**2023 美国市场收入 38.8 亿元 (-20.4%)，占比 15.6%，主要系美国市场的运动类服装订单需求下降。

**日本市场：**2023 日本市场收入 36.8 亿元 (-6.4%)，占比 14.7%，主要系日本市场的休闲服装订单需求下降及停止向日本日常销售口罩所致。

**其他市场：**2023 中国市场收入 52.6 亿元 (-7.6%)，占比 21.1%，主要系澳大利亚、印度及墨西哥等国家的订单需求减少。

**中国市场：**2023 其他市场收入为 71.2 亿元 (+0.7%)，占比 28.5%，主要系中国市场休闲服装需求上升所致。

表2：2023 年国内市场表现平稳，欧美市场下滑明显

	2020	2021	2022	2023	2023H2
欧洲	36.79	47.33	62.15	50.27	26.06
占比	15.97%	19.85%	22.37%	20.1%	19.4%
YOY	-5.43%	28.63%	31.32%	-19.11%	-9.78%
中国	73.23	75.68	70.74	71.24	40.21
占比	31.80%	31.74%	25.46%	28.5%	30%
YOY	2.52%	3.36%	-6.53%	0.71%	4.35%
美国	31.15	38.05	48.73	38.80	20.49
占比	13.53%	15.96%	17.54%	15.6%	15.3%
YOY	-10.36%	22.15%	28.07%	-20.38%	-4.84%
日本	47.96	33.47	39.26	36.76	20.09
占比	20.82%	14.04%	14.13%	14.7%	15.0%
YOY	35.38%	-30.21%	17.30%	-6.38%	-12.39%
其他	41.18	43.92	56.93	52.63	35.04
占比	17.88%	18.42%	20.49%	21.1%	20.3%
YOY	-10.76%	6.66%	29.62%	-7.55%	16.77%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.3、按核心客户拆分：核心客户占比下降，新品牌增长势头良好

**前四大客户占比下降。**2023 年公司前四大客户收入占比为 79.6% (-2.4pct)，同比-12.8%。2023 CR4 客户分别为耐克/优衣库/阿迪/puma，收入分别为 76.97 亿元、

60.02 亿元、36.92 亿元、24.91 亿元，收入分别-10.8%、+2.9%、-24.1%、-28.1%，占比分别为 30.8%、14.8%、24%、10%。

**新品牌增长势头较好。**新品牌中 Lululemon 收入占比超 2%，增长势头较好，预计 2023 年收入 8 千万美金（2022 年约为 4300 万美金）。

**表3：核心客户占比下降，新品牌增长势头良好**

	2020	2021	2022	2023	2023H2
Nike	61.68	70.77	86.30	76.97	42.3
销售占比	26.78%	29.68%	31.07%	30.8%	32%
YOY	-9.03%	14.73%	21.95%	-10.8%	1%
Adidas	50.31	49.31	48.63	36.92	18.1
销售占比	19.65%	23.99%	17.50%	14.8%	13%
YOY	13.90%	21.55%	-1.38%	-24.1%	-22%
Uniqlo	57.17	47.00	58.34	60.02	34.6
销售占比	24.83%	19.71%	21.00%	24.0%	26%
YOY	27.01%	-17.79%	24.11%	2.9%	1%
Puma	25.72	33.37	34.66	24.91	11.5
销售占比	11.17%	13.99%	12.47%	10.0%	9%
YOY	4.74%	29.72%	3.86%	-28.1%	-28%
CR4	194.89	200.45	227.92	198.81	106.5
销售占比	84.62%	84.07%	82.04%	79.6%	79%
YOY	3.81%	2.85%	13.71%	-12.8%	-8%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：毛利率逐季改善，核心净利润同比增长

**毛利率：**2023 年公司毛利率为 24.3% (+2.2pct)，毛利率逐季改善，2023H2 毛利率为 25.8%，主要系：

- 随着去库存完成，下半年集团整体产能利用率同比上升。
- 海外新工厂的运行效率逐步提升及新聘员工人数增加，海外工厂的盈利贡献上升。
- 由于新冠疫情防控措施的解除，疫情相关支出对业绩的影响已消除。

**费用率：**2023 年公司销售费用率、行政费用率、财务费用率分别为 0.74% (-0.1pct)、7.04% (+0.5pct)、1.4% (+0.6pct)，主要系销售收入下跌背景下成本控制理想。其中销售费用减少 4009 万元，系运输费用下降；行政费用下降 7320 万元，主要系疫情一次性费用取消、员工结构性改变导致工资下降；利率上升导致财务费用增加 1.17 亿元。

**核心利润：**剔除汇兑收益&利息收入&政府补助后，核心业务净利润+11%至 37.1 亿元。2023 汇兑收益 1.51 亿（同比减少 8.47 亿元），利息收入 4.4 亿元（同比增加 3.86 亿元），2023 年有效税率 8.8% 左右（-4.5pct），主要系海外工厂利润贡献占比提升。

**净利润及净利率：**2023 年公司归母净利润为 45.57 亿元（-0.12%），净利率为

18.3% (+1.8pct)，持平主要系 2023 年汇兑收益下降 8.5 亿、利息收入增加 3.86 亿，主营业务回填所致。

派息：2023 年全年每股派息每股 2.03 港币 (+6.3%)，派息比率为 60.3%。

### 3、营运能力：存货周转合理，现金大幅增加

(1) 存货：截至 2023 年末，存货金额为 61.25 亿元 (-2.2%)，存货周转天数为 120 天，较 2023H1 下降 7 天，同比+11 天，主要系原材料和在产品有上升，但长期看仍在合理范围。从存货结构看，原材料金额为 13.0 亿元，同比+6.4%；在产品金额为 31.1 亿元，同比+6.4%；产成品金额为 19.7 亿元，同比-12.3%。

(2) 应收账款：截至 2023 年末，应收账款余额 50.2 亿 (+0.37%)，周转天数为 73 天，较 2023H1 下降 2 天，同比+17 天，主要系 2023Q4 需求复苏。

(3) 现金：截至 2023 年末，净现金 114.4 亿元 (+40%)。

### 4、产能：预计 2024 年招工&提效&扩产驱动量增，期待 2025 年新一轮产能释放

(1) 产能：2023 年海外工厂成衣产出占本集团成衣总产出 53% (+7pct)，海外员工人数占比上升至 57% (+5pct)。

- 国内产能：预计目前国内工人约 4 万人（包含宁波春节后已招工 3 千人左右），预计再招 2 千人。
- 海外产能：

越南：预计越南世通、德利成衣 2.3 万名工人，加面料后共计 3.3 万名工人。面料产能预计 2024 年扩产 50%（相当于集团面料扩产 20%），2025 年有望释放产能。

柬埔寨：2023 年成衣产出占比上升至 26% (+4pct)，柬埔寨越群、大千共计 2.2 万制衣工人。

印尼：印尼工厂正选址磋商中，2025 年有望分期投产。

(2) 产能利用率：2023 年国内产能利用率逐步转好，2023H1 国内产能利用率 80%、2023 年底提升至 90%+，目前国内/海外产能利用率均达 100%，预计 2024 年国内、海外产能利用率维持高位运转。

### 5、盈利预测与投资建议

考虑下游客户指引保守，我们下调 2024-2025 并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 56.3/64.5/73.2 亿元（原为 58.1/68.3 亿元），对应 EPS 为 3.74/4.3/4.9 元，当前股价对应 PE 为 17.9/15.7/13.8 倍，公司核心竞争力不变，产品多元化下提升老客户份额、新客户加速放量，预计 2024 年美金 ASP+1%，销量双位数增长，毛利率逐季修复至疫情前水平，继续维持“买入”评级。

### 6、风险提示



原材料价格维持高位、汇率波动、产能释放不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn