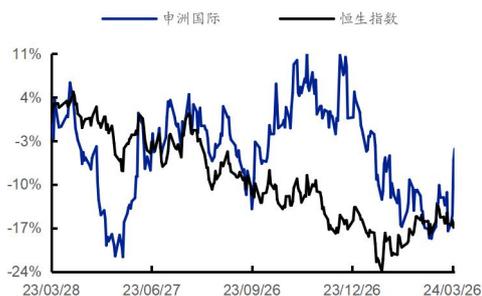


研究所:  
 证券分析师: 杨仁文 S0350521120001  
 yangrw@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
 macq@ghzq.com.cn  
 联系人: 廖小慧 S0350122080035  
 liaoxh@ghzq.com.cn

## 海外成衣产能占比提升, 看好2024年订单修复 ——申洲国际(02313)2023年业绩点评报告

### 最近一年走势



### 相对恒生指数表现 2024/03/28

表现	1M	3M	12M
申洲国际	12.0%	-8.9%	-4.3%
恒生指数	0.0%	-2.9%	-16.4%

### 市场数据 2024/03/28

当前价格(港元)	74.10
52周价格区间(港元)	60.80-87.25
总市值(百万港元)	111,388.78
流通市值(百万港元)	111,388.78
总股本(万股)	150,322.24
流通股本(万股)	150,322.24
日均成交额(百万港元)	614.90
近一月换手(%)	0.55

### 相关报告

《申洲国际(02313)2023年中报点评: 品牌客户结构优化, 看好下半年订单改善(买入)\*纺织制造\*杨仁文, 马川琪》——2023-08-31

《申洲国际(02313)2023H1业绩前瞻: 下游终端需求表现较弱, 上半年业绩承压(买入)\*纺织制造\*杨仁文, 马川琪》——2023-07-13

《申洲国际(02313)2022年报点评: 疫情下盈利能力受扰, 看好后续基本面修复(买入)\*纺织制造\*杨仁文》——2023-03-29

### 事件:

申洲国际2024年3月26日发布2023年业绩: 2023年公司实现营业收入249.70亿元, 同比-10.12%, 归母净利润为45.57亿元, 同比-0.12%, 销售净利率18.25%, 较2022年+1.82pct, 毛利率24.27%, 较2022年+2.22pct, 2023年派息每股2.03港元, 同比+6.3%。

### 投资要点:

- 欧美品牌客户去库影响收入增长, 运动类产品收入表现不佳。**2023年公司实现营业收入249.70亿元, 同比-10.12%, 归母净利润为45.57亿元, 同比+0.12%, 销售净利率18.25%, 较2022年+1.82pct, 毛利率24.27%, 较2022年+2.22pct。业务拆分看, 1) 分品类收入: 运动类180.32亿元, 同比-13.6%, 占比72.2%; 休闲类56.73亿元, 同比-1.4%, 占比22.7%; 内衣类10.67亿元, 同比+30.2%, 占比4.3%; 其他针织品1.99亿元, 同比-41.6%, 占比0.8%。2) 分地区收入: 欧洲50.27亿元, 同比-19.1%, 占比20.1%; 美国38.80亿元, 同比-20.4%, 占比15.6%; 日本36.76亿元, 同比-6.4%, 占比14.7%; 其他国家52.63亿元, 同比-7.6%, 占比21.1%; 国内市场71.24亿元, 同比+0.7%, 占比28.5%。2023年全球市场需求疲软, 尤其是欧洲和美国市场的需求降幅较大, 公司营业收入下降, 而国内市场需求有所上升, 尤其是休闲类服装。同时, 2023年公司无口罩类产品销售, 使得其他针织品的销售收入出现了大幅度下降, 若剔除口罩产品影响, 其他针织品的销售额较去年增长0.4%。
- 产能利用率和新工厂效率提高下毛利率改善, 集团现金流依然充裕。**2023年公司毛利率24.3%, 较去年+2.2pct, 净利率18.25%, 较去年+1.82pct。毛利率上升原因主要是: 1) 2023年下半年集团整体产能利用率较上年同期有所上升; 2) 海外新工厂的运行效率提高, 聘用新员工人数增加, 盈利贡献上升; 3) 疫情相关支出对期内业绩影响消除。费用方面, 2023年公司销售/管理/财务费用占比分别为0.7%/7.5%/1.4%, 较2022年-0.1/+0.5/+0.6pct。现金流量方面, 2023年, 集团经营现金净额为52.27亿元, 2022年为46.28亿元, 同比+13%, 截至2023年末, 现金及现金等价物为115.96亿元, 2022

年为 73.69 亿元，同比增加 42.27 亿元，现金流充裕。

- **加强向绿色低碳生产模式转型，海外工厂运行绩效进一步提升。**2023 年，公司通过自有屋顶的光伏发电、外购绿电交易及电力绿证交易等措施，约 50% 的电力实现了绿色化。截至 2023 年底，集团光伏发电累计总装机容量已达 75MW，同比+65%；全年生物质消耗量同比+167%；经处理的污水循环利用量同比+47%。海外工厂运行绩效方面，2023 年海外工厂成衣产出占集团成衣总产出 53%，较 2022 年+7pct；其中，柬埔寨基地为 26%，较 2022 年+4pct。我们看好未来申洲国际的绿色低碳发展模式以及海外工厂在效率、规模、质量等方面运行绩效的持续提升。
- **盈利预测和投资评级：**考虑到外部环境的不确定性，我们调整盈利预测，预计公司 2024-2026 年实现收入 288.3/327.2/367.8 亿元人民币，同比+15%/13%/12%；归母净利润 53.4/62.1/70.9 亿元人民币，同比+17%/+16%/+14%；2024 年 3 月 28 日收盘价 74.1 港元，对应 2024-2026 年 PE 估值为 19/16/14X。看好公司后续品牌客户扩张与海内外产能一体化布局，以及公司面料创新与议价能力增强下的成衣单价提升。维持“买入”评级。
- **风险提示：**供应链风险；核心客户订单波动风险；汇率波动风险；估值风险：市场风格变化，估值中枢下滑风险；原材料成本上涨风险；其他风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	24970	28834	32715	36779
增长率(%)	-10%	15%	13%	12%
归母净利润（百万元）	4,557	5,337	6,205	7,088
增长率(%)	0%	17%	16%	14%
摊薄每股收益（元）	3.03	3.55	4.13	4.72
ROE(%)	13.9%	14.2%	14.3%	14.3%
P/E	22	19	16	14
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0
P/S	3.5	3.1	3.1	2.7
EV/EBITDA	16.8	14.7	12.5	9.7

注：财务单位为人民币，2024 年 3 月 28 日 1 港元=0.90685 元人民币

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中洲国际盈利预测表（财务单位为人民币，股价单位为港元，2024年3月28日1港元=0.90685元人民币）

证券代码:	02313		股价:	74.10	投资评级:	买入	日期:	2024/03/28	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	13.9%	14.2%	14.3%	14.3%	EPS	3.03	3.55	4.13	4.72
毛利率	24.3%	26.8%	27.5%	28.3%	BVPS	21.86	25.06	28.78	33.02
期间费率	10%	9%	8%	8%	<b>估值</b>				
销售净利率	18.2%	18.5%	19.0%	19.3%	P/E	22.17	18.93	16.28	14.25
<b>成长能力</b>					P/B	3.07	2.68	2.34	2.04
收入增长率	-10%	15%	13%	12%	P/S	3.50	3.09	3.09	2.75
利润增长率	0%	17%	16%	14%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	<b>营业收入</b>	24970	28834	32715	36779
应收账款周转率	5.0	6.1	7.0	6.9	营业成本	18,910	21,116	23,719	26,370
存货周转率	4.1	3.4	3.4	3.4	营业税金及附加	0	0	0	0
<b>偿债能力</b>					销售费用	164	176	194	229
资产负债率	32.4%	27.8%	25.4%	23.1%	管理费用	1,881	1,975	2,074	2,402
流动比	2.13	2.58	2.94	3.33	财务费用	346	370	397	417
速动比	1.67	1.88	2.15	2.46	其他费用/(-收入)	13	13	13	13
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>营业利润</b>	5,328	6,208	7,187	8,109
现金及现金等价物	11,596	12,620	15,779	19,483	营业外净收支	-333	-358	-384	-404
应收款项	5,027	4,405	4,998	5,619	<b>利润总额</b>	4996	5851	6802	7705
存货净额	6,125	8,570	9,724	10,931	所得税费用	438	513	597	616
其他流动资产	5,731	5,731	5,731	5,731	<b>净利润</b>	4557	5338	6206	7088
<b>流动资产合计</b>	28,479	31,326	36,232	41,765	少数股东损益	-0.38	-0.45	-0.52	0.00
固定资产	10,931	11,630	12,517	13,581	<b>归属于母公司净利润</b>	4,557	5,337	6,205	7,088
在建工程	0	0	0	0	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
无形资产及其他	129	129	129	129	<b>经营活动现金流</b>	6,192	3,575	6,070	6,988
长期股权投资	9,072	9,072	9,072	9,072	EBIT	5,328	6,208	7,187	8,109
<b>资产总计</b>	48,611	52,157	57,950	64,547	D&A	1,319	1,319	1,403	1,510
短期借款	10,204	10,204	10,204	10,204	财务费用	-346	-370	-397	-417
应付款项	2,801	1,543	1,751	1,969	营运资金变动	316	-3,081	-1,539	-1,611
预收帐款	0	0	0	0	其他	-425	-500	-584	-604
其他流动负债	380	380	380	380	<b>投资活动现金流</b>	-2,417	-2,018	-2,290	-2,575
<b>流动负债合计</b>	13,384	12,127	12,335	12,552	资本支出	-2,417	-2,018	-2,290	-2,575
长期借款及应付债券	1,900	1,900	1,900	1,900	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	459	459	459	459	其他	0	0	0	0
<b>长期负债合计</b>	2,359	2,359	2,359	2,359	<b>筹资活动现金流</b>	-456	-534	-621	-709
<b>负债合计</b>	15,744	14,486	14,694	14,911	债务融资	0	0	0	0
少数股东权益	0	1	1	1	权益融资	0	0	0	0
股东权益	32,867	37,670	43,255	49,634	其它	0	0	0	0
<b>负债和股东权益总计</b>	48,611	52,157	57,950	64,547	<b>现金净增加额</b>	3,319	1,023	3,160	3,704

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【海外消费&纺织服装小组介绍】

杨仁文：国海证券研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

## 【分析师承诺】

杨仁文，马川琪，本报告中的分析师均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，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（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。客户及/或投资者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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，

本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### **【郑重声明】**

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。