

买入

2024年04月2日

2023年净利润符合预期, 产能利用率已恢复到100%

- 2023年全年业绩概况：** 公司收入同比下跌 10.1%至 249.7 亿元人民币(同下); 受全球性消费需求不足及主要客户在去库存的影响。量价拆分来看, 量减少约 14-15%, 价格(人民币计)提升 4-5%。毛利率提升 2.2pct 至 24.3%, 主要受益于 1) 整体产能利用率有所上升, 2) 海外工厂的效率及生产能力在提升, 降低了固定成本的分摊和 2) 缺乏疫情相关支出的影响。经营费用率增加 1.0pct 到 9.6%。有效税率降到 8.8%; 受益于海外利润贡献的增加, 而海外的税率是比国内低。公司录得归母净利润 45.6 亿元, 基本持平; 符合预期。拟派末期股息 1.08 港币; 派息率为 60.3%。
- 运动类和欧美地区受消费需求不足及去库存的影响：** 分产品来看, 运动类/休闲类/内衣类/其他分别录得-13.6%/-1.4%/+30.2%/-41.6%的变化。运动类的下跌受美国和欧洲市场对运动服装订单需求减少的影响; 休闲类的下跌则受日本及其他市场采购需求减少的影响; 其他产品的收入下跌主要受口罩产品停止生产的影响。从地区分布来看, 欧洲/美国/日本/其他区域/国内市场分别录得-19.1%/-20.4%/-6.4%/-7.6%/+0.7%的变化。耐克/阿迪达斯/优衣库/彪马的增长分别为-10.8%/-24.1%/+2.9%/-28.1%; 其占比的总和为 79.6%(减少 2.4pct)。国内品牌的占比提升到 11%; 而 Lululemon 的销售占比为 2%。
- 产能利用率已恢复到 100%, 预计重拾双位数增长：** 23 年下半年, 收入下跌 5.5%; 其中 3Q 还是下跌, 但 4Q 已开始恢复正增长。下半年毛利率环比提升 3.1pct 到 25.8%, 部分受益于内地产能利用率提升到>90%。由于主要客户去库存进度理想和对于 24 年展望乐观, 我们预计申州的收入能重拾双位数增长(其中, 预计耐克持平左右; 阿迪达斯, 优衣库, 彪马和内地品牌应能有双位数增长, Lululemon 则维持较快增长(40-50%)。随着海外和内地的产能利用率已恢复到 100%, 我们也预计毛利率也会持续提升。派息比率方面也预计能维持在 60%水平。
- 目标价 98.09 港元, 维持买入评级：** 2023 年利润表现符合预期。随着国际运动品牌去库存的情况表现理想和对于 24 年展望乐观, 我们预计申州会继续受惠。长远来看, 我们继续看好公司作为行业龙头的发展, 其优秀的管理执行和产品创新能力, 垂直一体化、海内外均衡的布局具有不可替代的优势。我们维持买入评级; 目标价为 98.09 港元, 相当于 2024 年每股盈利预测 25 倍。
- 风险因素：** 宏观因素的影响、成本及汇率波动等。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk
主要数据

行业	服装纺织
股价	74.10 港元
目标价	98.09 港元 (+32.4%)
股票代码	2313
已发行股本	15.03 亿股
市值	1114 亿港元
52 周高/低	87.25/59.00 港元
每股净现值	21.87 人民币
主要股东	Jianrong Ma (42.36%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2022实际	2023实际	2024预测	2025预测	2026预测
收入 (百万人民币)	27,781	24,970	28,153	31,856	35,997
变动 (%)	16.5%	-10.1%	12.8%	13.2%	13.0%
净利润 (百万人民币)	4,563	4,557	5,367	6,394	7,534
摊薄每股收益 (人民币)	3.04	3.03	3.57	4.25	5.01
变动 (%)	35.3%	-0.1%	17.8%	19.1%	17.8%
基于74.1港元的市盈率(倍)	22.2	22.2	18.9	15.9	13.5
每股派息 (港元)	1.91	2.03	2.41	2.87	3.38
息率 (%)	2.6%	2.7%	3.2%	3.9%	4.6%

股价表现


来源: 公司资料, 第一上海预测

来源: 彭博

附录 1: 主要财务报表

损益表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
收入	27,781	24,970	28,153	31,856	35,997
毛利	6,126	6,060	7,545	8,792	10,205
其他业务收入	485	1,055	1,126	1,274	1,440
销售及管理费用	-204	-164	-185	-209	-237
行政费用	-1,954	-1,881	-2,069	-2,278	-2,538
其他费用	1,060	259	0	0	0
营运收入	5,512	5,328	6,417	7,579	8,871
财务成本	-228	-346	-346	-346	-346
其他非主营盈亏	-21	13	14	16	17
税前盈利	5,262	4,996	6,085	7,249	8,542
所得税	-699	-438	-718	-855	-1,008
净利润	4,563	4,557	5,367	6,394	7,534
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
折旧及摊销	1,156	1,227	1,298	1,368	1,439
EBITDA	6,668	6,555	7,714	8,948	10,310
摊薄EPS (人民币元)	3.0	3.0	3.6	4.3	5.0
DPS (港元)	1.9	2.0	2.4	2.9	3.4

财务分析

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
增长					
总收入 (%)	16.5%	-10.1%	12.8%	13.2%	13.0%
EBITDA (%)	32.2%	-1.7%	17.7%	16.0%	15.2%
净利润 (%)	35.3%	-0.1%	17.8%	19.1%	17.8%
摊薄EPS	35.3%	-0.1%	17.8%	19.1%	17.8%
盈利能力					
毛利率 (%)	22.1%	24.3%	26.8%	27.6%	28.4%
EBITDA 利率 (%)	24.0%	26.3%	27.4%	28.1%	28.6%
净利率 (%)	16.4%	18.3%	19.1%	20.1%	20.9%
ROA	10.7%	9.9%	10.9%	12.5%	14.1%
ROE	15.6%	14.3%	15.8%	17.6%	19.3%
营运表现					
SG & A 收入 (%)	7.8%	8.2%	8.0%	7.8%	7.7%
实际税率 (%)	13.3%	8.8%	11.8%	11.8%	11.8%
派息率 (%)	56.2%	60.3%	60.0%	60.0%	60.0%
库存周转	109	120	143	140	140
应付账款天数	20	21	23	23	23
应收账天数	56	73	56	56	56
财务状况					
计息负债/股东权益	23%	31%	26%	22%	18%
盈利对利息倍数	29.9	19.3	21.6	25.0	28.7

资产负债表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 实际	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
现金	7,369	11,596	10,529	9,759	9,351
应收账款	5,008	5,024	5,664	6,409	7,242
存货	6,261	6,125	6,906	7,814	8,830
其他流动资产	7,526	5,731	6,012	6,313	6,633
总流动资产	26,165	28,476	29,110	30,294	32,056
固定资产	11,594	10,931	11,381	11,831	12,281
其他资产	5,735	9,201	9,639	10,099	10,581
总资产	43,493	48,608	50,130	52,224	54,918
短期贷款	7,198	10,204	9,184	8,265	7,439
应付账款、应付票据	940	1,202	1,355	1,533	1,732
其他短期负债	2,121	1,979	2,183	2,421	2,687
总短期负债	10,259	13,384	12,722	12,219	11,858
计息长期负债	0	0	0	0	0
其他负债	2,468	2,359	2,394	2,433	2,475
总负债	12,727	15,744	15,116	14,652	14,332
少数股东权益	13	0	0	0	0
总权益	30,766	32,867	35,014	37,572	40,585

现金流量表

<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2022年 预测	2023年 预测	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测
净利润	4,563	4,557	5,367	6,394	7,534
非现金项调整	1,308	1,343	1,050	1,050	1,050
营运资本变化	-1,282	318	-1,120	-1,303	-1,457
营运现金流	6,390	6,272	7,431	8,665	10,027
固定资产投资	-1,567	-1,060	-1,500	-1,500	-1,500
其他投资活动	2,373	-4,813	-367	-402	-438
投资活动现金流	806	-5,872	-1,867	-1,902	-1,938
负债变化	-3,014	3,006	-1,020	-918	-827
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-2,564	-2,748	-3,220	-3,836	-4,520
其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-4,827	-745	-5,175	-5,688	-6,349
现金变化	682	-201	-1,068	-770	-408
汇率损失	483	0	0	0	0
期初持有现金	6,688	7,369	11,596	10,529	9,759
期末持有现金	7,370	7,168	10,529	9,759	9,351

数据来源: 公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中71号
永安集团大厦19楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供予阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」，「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。