

**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](mailto: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<br>(+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<br>(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  | 2023年  | 2024年  | 2025年  | 2026年  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 实际     | 实际     | 预测     | 预测     | 预测     |
| <b>收入</b>    | 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      |
| <b>营运收入</b>  | 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     |
| <b>税前盈利</b>  | 5,262  | 4,996  | 6,085  | 7,249  | 8,542  |
| 所得税          | -699   | -438   | -718   | -855   | -1,008 |
| <b>净利润</b>   | 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 | 2023年  | 2024年 | 2025年 | 2026年 |
|---------------|-------|--------|-------|-------|-------|
|               | 实际    | 实际     | 预测    | 预测    | 预测    |
| <b>增长</b>     |       |        |       |       |       |
| 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% |
| <b>盈利能力</b>   |       |        |       |       |       |
| 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% |
| <b>营运表现</b>   |       |        |       |       |       |
| 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    |
| <b>财务状况</b>   |       |        |       |       |       |
| 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  | 2023年  | 2024年  | 2025年  | 2026年  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|              | 实际     | 实际     | 预测     | 预测     | 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  |
| <b>总流动资产</b> | 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 |
| <b>总资产</b>   | 43,493 | 48,608 | 50,130 | 52,224 | 54,918 |
| 短期贷款         | 7,198  | 10,204 | 9,184  | 8,265  | 7,439  |
| 应付帐款、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  |
| <b>总短期负债</b> | 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  |
| <b>总负债</b>   | 12,727 | 15,744 | 15,116 | 14,652 | 14,332 |
| 少数股东权益       | 13     | 0      | 0      | 0      | 0      |
| <b>总权益</b>   | 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  | 2023年  | 2024年  | 2025年  | 2026年  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 实际     | 实际     | 预测     | 预测     | 预测     |
| <b>净利润</b>     | 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 |
| <b>营运现金流</b>   | 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   |
| <b>投资活动现金流</b> | 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      |
| <b>融资活动现金流</b> | -4,827 | -745   | -5,175 | -5,688 | -6,349 |
| <b>现金变化</b>    | 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。