

# 申洲国际（02313）：23年下半年已好转，24年展望乐观

2024年4月25日

强烈推荐/维持

申洲国际

公司报告

**事件：**申洲集团 2023 年实现营业收入 249.70 亿元，同比-10.12%，归属母公司净利润 45.57 亿元，同比-0.12%。其中 23H2 营业收入 134.08 亿元，同比-5.50%，归母净利润 24.30 亿元，同比+10.67%；下半年收入降幅缩窄，利润率有所提升，经营改善明显。全年毛利率 24.3%，去年同期 22.1%。期末派息比例为 60.3%。

**23 年下半年公司订单有明显好转，客户结构所变化支撑部分收入。**公司全年收入减少 10.12%，系主要客户在去库存的阶段，订单量减少导致的。从变化来看，下半年国际品牌去库存进入尾声，订单下滑幅度有所收窄。全年看，在行业去库存压力之下，公司收入端已经充分体现了作为头部供应商的韧性。**分地区来看**，占比最大的大陆地区收入微增 0.71%，主要是 2023 年处在疫情后复苏的阶段，欧盟、美国收入分别下滑-19.11%、-20.38%，主要是国际品牌去库存以及高通胀条件下消费疲软造成的。**分客户看**，对 Nike/优衣库/Adidas/Puma 销售收入分别同比-10.82%、2.89%、-24.09%、-28.13%，优衣库增长较好，其他客户有不同程度下滑。前四大客户占比 2023 年为 79.62%，比去年同期下滑 2.42 个百分点，主要是与公司加大与国产运动品牌合作有关。公司新客户订单增加一定程度上弥补了前四大客户收入的下降，未来新客户订单也将是公司增量业务的主要来源。

**23 年毛利率进一步修复，费用率略有提升。**2023 年度毛利率为 24.3%，比去年上升了 2.2 个百分点，主要是产能利用率的优化。费用方面，销售与管理费用率合计提升 0.42 个百分点；其他收益方面，2023 年汇兑收益 1.51 亿元（去年同期 11.06 亿元），利息收入 7.79 亿元（去年同期 2.78 亿元），正负抵消之下财务费用方面的收益减少了 4.54 亿元。综合毛利和费用之下，公司 2023 年净利率为 18.23%，净利率略微提升 1.83 个百分点，主要是经营相关的盈利提升。

**产能利用率高，产品多元化持续，公司 24 年展望乐观。**在主要鞋服品牌库存正常化的大背景下，我们预计公司的产能利用率将较为饱满。在未来的发展中，公司推进产品多元化，目前积极拓展化纤类产品、梭织类产品，公司也积极进行客户的拓展和培养，扩大与优质国产品牌，以及 Lululemon 等新兴品牌的合作，通过客户拓展谋求增长。利润率方面，在产能利用率提升的情况下，公司业绩也将有不错增长。

**盈利预测与投资评级：**长期看，我们持续看好公司在运动产业链制造龙头地位。业绩方面，基于客户订单及公司产能规划，我们认为 2024 年偏乐观，25/26 年将有稳健增长。预计公司 2023-2025 年净利润分别为 53.60、59.78、66.09 亿元人民币，增速分别为 17.61%、11.54%、10.55%，目前股价对应 PE 分别为 21.5、19.3、17.4 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**海外通胀持续影响消费，人民币汇率大幅波动，原材料价格剧烈波动。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
----	-------	-------	-------	-------	-------

## 公司简介：

申洲国际为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制四个完整的工序于一身，产品涵盖了所有的针织服装，包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等。集团与国内外知名客户建立了稳固的合作伙伴关系，包括运动品牌的 NIKE、UNIQLO、ADIDAS、PUMA 等客户。

资料来源：公司公告、同花顺

## 未来 3-6 个月重大事项提示：

无

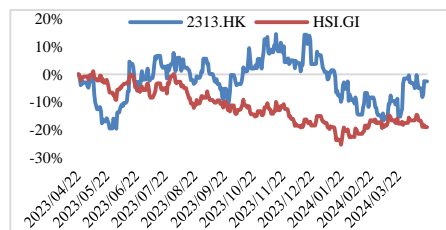
## 发债及交叉持股介绍：

无

## 交易数据

52 周股价区间（港元）	111.8-54.4
总市值（亿港元）	1,006.06
流通市值（亿港元）	1,006.06
总股本/流通股数（万股）	150,322/150,322
A 股/B 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.343

## 52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 分析师：常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521080005

## 分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

---

营业收入 (百万元)	27,781	24,970	28,692	32,563	36,380
增长率 (%)	16.51%	-10.12%	14.91%	13.49%	11.72%
归母净利润 (百万元)	4562.78	4557.26	5359.64	5978.35	6609.06
增长率 (%)	35.33%	-0.12%	17.61%	11.54%	10.55%
每股收益(元)	3.04	3.03	3.57	3.98	4.40
PE	25.3	25.3	21.5	19.3	17.4

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	8095.43	11611.1	14468.8	16536.8	18813.5	营业额	27781.4	24969.7	28692.0	32562.9	36379.6
应收账款	5005.17	5023.64	5051.69	5733.23	6405.21	销售成本	21655.5	18909.9	21303.8	24178.0	27011.8
预付款项、按金及其	300.88	444.41	444.21	504.14	563.23	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	204.25	164.16	219.33	248.92	262.73
存货	6260.80	6124.74	6962.90	7902.29	8828.50	管理费用	1954.48	1881.27	2121.37	2407.57	2679.40
其他流动资产	6502.25	5275.54	4996.74	5562.41	6120.15	财务费用	228.36	345.81	457.78	443.01	429.97
<b>流动资产总计</b>	<b>26164.5</b>	<b>28479.4</b>	<b>31924.3</b>	<b>36238.9</b>	<b>40730.6</b>	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	573.96	13.47	13.47	13.47	13.47	投资收益	-21.40	12.84	0.00	0.00	0.00
固定资产	11593.7	10930.7	9639.96	8692.47	7588.32	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	0.00	0.00	500.00	500.00	500.00	<b>营业利润</b>	<b>3717.36</b>	<b>3681.47</b>	<b>4589.73</b>	<b>5285.48</b>	<b>5995.66</b>
无形资产	1860.37	2089.34	1741.11	1392.89	1044.67	其他非经营损益	1544.71	1314.03	1429.37	1429.37	1429.37
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	税前利润	5262.07	4995.50	6019.10	6714.85	7425.03
其他非流动资产	3300.29	7098.06	7098.06	7098.06	7098.06	所得税	698.91	438.24	659.12	735.31	813.07
<b>非流动资产合计</b>	<b>17328.3</b>	<b>20131.6</b>	<b>18992.6</b>	<b>17696.8</b>	<b>16244.5</b>	税后利润	4563.17	4557.26	5359.98	5979.55	6611.96
<b>资产总计</b>	<b>43492.8</b>	<b>48611.1</b>	<b>50916.9</b>	<b>53935.8</b>	<b>56975.1</b>	<b>归属于非控制股东</b>	<b>0.38</b>	<b>0.00</b>	<b>0.14</b>	<b>0.15</b>	<b>0.17</b>
短期借款	7197.68	10203.9	10203.9	10203.9	10203.9	<b>归属于母公司股东</b>	<b>4562.78</b>	<b>4557.26</b>	<b>5359.85</b>	<b>5979.39</b>	<b>6611.79</b>
应付账款	931.59	1198.21	1300.78	1476.27	1649.30	EBITDA	6889.33	5341.31	8615.93	9453.57	10307.3
其他流动负债	2130.16	1982.30	2250.54	2554.16	2853.51	NOPLAT	3421.65	3673.98	4494.79	5101.19	5722.00
<b>流动负债合计</b>	<b>10259.4</b>	<b>13384.4</b>	<b>13755.2</b>	<b>14234.4</b>	<b>14706.7</b>	EPS (元)	3.04	3.03	3.57	3.98	4.40
长期借款	2000.00	1900.00	1900.00	1900.00	1900.00	<b>主要财务比率</b>					
其他非流动负债	467.64	459.34	459.34	459.34	459.34		<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
<b>非流动负债合计</b>	<b>2467.64</b>	<b>2359.34</b>	<b>2359.34</b>	<b>2359.34</b>	<b>2359.34</b>	<b>成长能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>12727.0</b>	<b>15743.8</b>	<b>16114.6</b>	<b>16593.7</b>	<b>17066.1</b>	营收额增长率	16.51%	-10.12%	14.91%	13.49%	11.72%
股本	151.20	151.20	1151.20	2151.20	3151.20	EBIT 增长率	38.39%	-2.72%	21.26%	10.51%	9.74%
储备	30601.7	32716.1	31716.1	30716.1	29716.1	EBITDA 增长率	34.47%	-22.47%	61.31%	9.72%	9.03%
留存收益	0.00	0.00	1934.91	4474.47	7041.23	税后利润增长率	35.34%	-0.13%	17.61%	11.56%	10.58%
归属于母公司股东	30752.9	32867.3	34802.2	37341.7	39908.5	<b>盈利能力</b>					
归属于非控制股东	12.87	0.00	0.14	0.29	0.46	毛利率	22.05%	24.27%	25.75%	25.75%	25.75%
<b>权益合计</b>	<b>30765.7</b>	<b>32867.3</b>	<b>34802.3</b>	<b>37342.0</b>	<b>39909.0</b>	净利率	16.43%	18.25%	18.68%	18.36%	18.17%
<b>负债和权益合计</b>	<b>43492.8</b>	<b>48611.1</b>	<b>50916.9</b>	<b>53935.8</b>	<b>56975.1</b>	ROE	14.84%	13.87%	15.40%	16.01%	16.57%
<b>现金流量表 (百万)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	ROA	10.49%	9.37%	10.53%	11.09%	11.60%
税后经营利润	3242.18	3346.79	4087.13	4706.69	5339.10	ROIC	12.15%	11.68%	12.82%	14.78%	16.18%
折旧与摊销	1398.90	0	2139.04	2295.71	2452.37	<b>估值倍数</b>					
财务费用	228.359	345.805	457.782	443.005	429.971	P/E	25.27	25.30	21.51	19.28	17.44
其他经营资金	-241.32	1533.92	-216.42	-1767.4	-1742.6	P/S	4.15	4.62	4.02	3.54	3.17
<b>经营性现金净流量</b>	<b>4628.12</b>	<b>5226.52</b>	<b>6467.53</b>	<b>5678.01</b>	<b>6478.81</b>	P/B	3.75	3.51	3.31	3.09	2.89
<b>投资性现金净流量</b>	<b>-371.32</b>	<b>0</b>	<b>272.84</b>	<b>272.84</b>	<b>272.84</b>	股息率	0.02	0.00	0.03	0.03	0.04
<b>筹资性现金净流量</b>	<b>-3914.7</b>	<b>0</b>	<b>-3883</b>	<b>-3883</b>	<b>-4475</b>	EV/EBIT	2.24	2.58	13.59	22.77	30.28
<b>现金流量净额</b>	<b>342.002</b>	<b>5226.52</b>	<b>2857.66</b>	<b>2068.02</b>	<b>2276.66</b>	EV/EBITDA	1.78	2.58	10.21	17.24	23.07
						EV/NOPLAT	3.59	3.75	19.58	31.96	41.56

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士, 2019 年加入东兴证券研究所, 现任轻工制造行业分析师, 研究方向为造纸、包装、电子烟。

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021 年加入东兴证券研究所, 轻工制造行业分析师, 主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033  
电话: 010-66554070  
传真: 010-66554008

邮编: 200082  
电话: 021-25102800  
传真: 021-25102881

邮编: 518038  
电话: 0755-83239601  
传真: 0755-23824526