

纺织制造

申洲国际 (02313.HK)

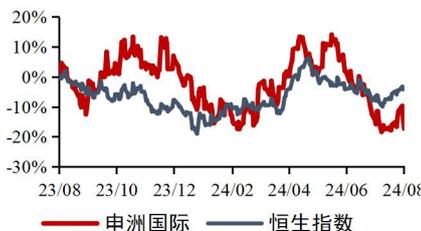
买入-A(维持)

核心客户份额稳中有升, 2024H1销售毛利率快速修复

2024年8月29日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源: 最闻, 山西证券研究所

市场数据: 2024年8月29日

收盘价(港元):	62.050
年内最高/最低(港元):	87.250/55.900
流通A股/总股本(亿股):	15.03/15.03
流通A股市值(亿港元):	932.75
总市值(亿港元):	932.75

来源: 最闻, 山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码: S0760523050001

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

8月28日, 公司披露2024年半年报, 2024H1, 公司实现收入129.76亿元, 同比增长12.2%, 实现归母净利润29.31亿元, 同比增长37.8%, 基本每股收益1.95元/股, 同比增长38.3%。公司董事会建议派发中期股息每股1.25港元, 派息率58.3%。

事件点评

2024年上半年公司营收稳健增长, 利润弹性充分展现。营收端, 2024H1, 公司实现收入129.76亿元, 同比增长12.2%。量价拆分看, 2024H1, 预计公司销量同比增长超过20%, 销售均价下跌主要由于产品结构变化, 即均价相对更低的休闲服装及内衣产品收入占比提升。业绩端, 2024H1, 公司实现归母净利润29.31亿元, 同比增长37.8%。2024H1, 公司业绩端表现显著好于收入端, 主因产能利用率回升带动销售毛利率同比提升、期间费用率同比下降、利息收入增加及汇兑收益下降。剔除政府补助及汇兑损益影响, 2024年上半年, 公司归母净利润同比增长61.1%。

2024年上半年基本盘运动服饰增长稳健, 内衣产品收入继续高增。分产品看, 2024H1, 运动服饰、休闲服饰、内衣服饰、其他针织品分别实现收入92.13、27.61、9.03、1.00亿元, 同比增长7.6%、20.0%、47.4%、12.2%, 收入占比分别为71.0%、21.3%、7.0%、0.7%。内衣服饰快速增长, 主因日本市场内衣服装需求上升。

国内品牌客户合作持续强化, 欧美市场收入平稳增长。分市场看, 2024H1, 中国大陆、欧盟、美国、日本、其它区域分别实现收入37.24、25.27、18.81、25.16、27.28亿元, 同比增长20.0%、4.4%、2.7%、27.0%、7.4%, 收入占比分别为28.7%、19.5%、14.5%、16.3%、21.0%。

2024年上半年四大核心客户收入占比保持稳定, 其中优衣库及阿迪达斯表现靓丽。分客户看, 2024H1, 公司四大核心客户收入占比下滑0.3pct至79.5%, 耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马分别实现收入32.42、34.01、23.34、13.36亿元, 同比增长-6.48%、33.85%、23.75%、0.02%, 收入占比分别为25.0%、26.8%、18.0%、10.3%。国内品牌客户收入占比11.2%, 同比提升0.4pct。今年上半年, 公司在四大核心客户及国内运动品牌客户中, 保持采购份额稳中有升, 在新客户拓展方面, Lululemon收入同比增长超过60%, 并与LACOSTE品牌建立合作关系。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





➤ **2024H1 毛利率恢复到历史较优水平，存货周转天数维持正常水平。**盈利能力方面，2024H1，公司毛利率同比提升 6.6pct 至 29.0%，主因：1) 2024H1 产能利用率同比明显提升；2) 海外新工厂员工人数达到了设定规模且生产效率持续提升。期间费用率方面，2024H1，公司销售费用率为 0.7%，同比持平；管理费用率为 7.3%，同比下滑 0.6pct；财务费用率为 1.5%，同比提升 0.2pct。期间费用率合计下滑 0.47pct 至 9.40%。叠加利息收入增加、汇兑收益下降、有效税率同比提升 0.3pct 至 9.8%，综合影响下，2024H1，公司归母净利润率同比提升 4.2pct 至 22.6%。存货方面，截至 2024H1 末，公司存货为 66.94 亿元，同比增长 9.3%，存货周转天数 127 天，同比持平。经营活动现金流净额方面，2024H1，经营活动现金流净额为 23.10 亿元，同比下降 14.6%，截至 2024H1 末，公司净现金余额 126.94 亿元。

投资建议

➤ 2024 年上半年，公司营收端呈现量增价跌态势，国内市场及日本市场订单需求快速回升，欧美市场订单表现平稳。业绩端受益于产能利用率回升、海外新工厂生产效率提升，业绩增速显著优于营收。展望下半年，预计公司产品均价降幅较上半年有所收窄、销量预计实现双位数以上增长。中长期看，公司面料成衣纵向一体化核心竞争优势不改，产品多元化布局有望继续提升客户份额且丰富客户矩阵，海外成衣产能比重增加有望带动盈利水平持续提升。考虑公司产品均价变化，及公司毛利率恢复快于预期，我们调整公司盈利预测，预计 2024-2026 年每股收益分别为 3.86、4.29 和 4.79 元，8 月 29 日收盘价对应公司 2024-2026 年 PE 分别为 14.7、13.2、11.9 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 欧美市场订单不及预期；汇率大幅波动；海外棉花价格大幅波动。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	27,592	30,627	33,996
YoY (%)	16.5	-10.1	10.5	11.0	11.0
净利润(百万元)	4,563	4,557	5,802	6,453	7,195
YoY (%)	35.3	-0.1	27.3	11.2	11.5
毛利率 (%)	22.1	24.3	29.0	29.0	29.0
EPS(摊薄/元)	3.04	3.03	3.86	4.29	4.79
ROE (%)	14.8	13.9	15.6	15.5	15.3
P/E(倍)	18.7	18.7	14.7	13.2	11.9
P/B(倍)	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8
净利率 (%)	16.4	18.3	21.0	21.1	21.2

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26165	28479	35767	39054	46564
现金	11255	16083	24825	27955	28783
应收票据及应收账款	5008	5027	1871	1192	7307
预付账款	445	441	771	434	902
存货	6261	6125	6162	7428	7909
其他流动资产	3195	804	2138	2046	1662
非流动资产	17328	20132	17461	18399	19232
长期投资	574	13	26	39	52
固定资产	13329	12892	13045	13269	13549
无形资产	125	129	114	100	82
其他非流动资产	3300	7098	4275	4991	5549
资产总计	43493	48611	53227	57453	65796
流动负债	10259	13384	14269	14327	17617
短期借款	7198	10204	9205	8869	9426
应付票据及应付账款	940	1198	2720	2716	5329
其他流动负债	2121	1982	2345	2742	2862
非流动负债	2468	2359	1717	1416	1077
长期借款	2000	1900	1262	955	619
其他非流动负债	468	459	456	461	459
负债合计	12727	15744	15986	15743	18694
少数股东权益	13	0	0	0	1
股本	151	151	151	151	151
资本公积	30602	32716	32716	32716	32716
留存收益	0	0	2900	6661	10904
归属母公司股东权益	30753	32867	37241	41710	47101
负债和股东权益	43493	48611	53227	57453	65796

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4628	5227	11409	7825	4155
净利润	4563	4557	5802	6453	7195
折旧摊销	1399	1474	1223	1353	1501
财务费用	228	346	109	-116	-169
投资损失	21	-13	-13	-13	-13
营运资金变动	0	0	4292	127	-4348
其他经营现金流	-1584	-1138	-5	21	-12
投资活动现金流	-371	-1380	138	-2200	-1932
筹资活动现金流	-3915	333	-2804	-2495	-1395
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.04	3.03	3.86	4.29	4.79
每股经营现金流(最新摊薄)	3.08	3.48	7.59	5.21	2.76
每股净资产(最新摊薄)	20.46	21.86	24.77	27.75	31.33

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27781	24970	27592	30627	33996
营业成本	21656	18910	19590	21745	24137
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	204	164	160	178	197
管理费用	1954	1881	2069	2291	2536
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	228	346	109	-116	-169
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-21	13	13	13	13
营业利润	5262	4996	6376	7092	7907
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	5262	4996	6376	7092	7907
所得税	699	438	574	638	712
税后利润	4563	4557	5802	6453	7195
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4563	4557	5802	6453	7195
EBITDA	6891	6731	7625	8237	9137

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	16.5	-10.1	10.5	11.0	11.0
营业利润(%)	61.8	-5.1	27.6	11.2	11.5
归属于母公司净利润(%)	35.3	-0.1	27.3	11.2	11.5
获利能力					
毛利率(%)	22.1	24.3	29.0	29.0	29.0
净利率(%)	16.4	18.3	21.0	21.1	21.2
ROE(%)	14.8	13.9	15.6	15.5	15.3
ROIC(%)	11.9	10.6	12.1	12.0	12.1
偿债能力					
资产负债率(%)	29.3	32.4	30.0	27.4	28.4
流动比率	2.6	2.1	2.5	2.7	2.6
速动比率	1.9	1.6	2.0	2.2	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	6.5	5.0	8.0	20.0	8.0
应付账款周转率	18.6	17.7	10.0	8.0	6.0
估值比率					
P/E	18.7	18.7	14.7	13.2	11.9
P/B	2.8	2.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.6	12.0	9.1	8.0	7.2

数据来源: 最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

