

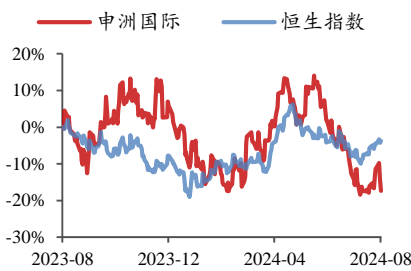
## 申洲国际 (02313.HK)

2024年08月30日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/29
当前股价(港元)	62.050
一年最高最低(港元)	87.250/55.900
总市值(亿港元)	932.75
流通市值(亿港元)	932.75
总股本(亿股)	15.03
流通港股(亿股)	15.03
近3个月换手率(%)	20.64

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《全年毛利率逐季改善, 期待2024年盈利能力再向上一—港股公司信息更新报告》-2024.3.29

《2023Q2业绩环比改善, 预计开启盈利能力上行周期 —港股公司信息更新报告》-2023.9.2

## 2024H1 量增亮眼单价承压, 毛利率修复超预期

——港股公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

● 2024H1 量增亮眼单价承压, 毛利率修复超预期, 维持“买入”评级

2024H1 公司营收 129.76 亿元 (同比+12.2%, 下同), 预计销量+21%、美元/人民币单价-6%/-7.8%, 单价回落主要受内衣、休闲服饰销售增加导致产品结构变化及原材料价格下降影响。2024H1 归母净利润 29.3 亿元 (+37.8%), 剔除汇兑收益及政府补贴影响后核心利润为 27.6 亿元 (+61%)。2024H1 派息比率为 58.5%。考虑 Q2 毛利率修复超预期, 我们上调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 58.5/65.5/73.3 亿元 (原为 56.3/64.5/73.2 亿元), 当前股价对应 PE 为 14.6/13.0/11.6 倍, 公司毛利率修复超预期, 产品多元化下提升老客户份额、新客户加速放量, 预计柬埔寨新厂及越南面料产能扩张驱动量增, 维持“买入”评级。

● 2024H1 核心客户份额提升, 新品牌增长势头良好带动 CR4 收入占比下降

分客户: 2024H1 公司 CR4 收入占比 79.5% (-0.3pct), 优衣库/耐克/阿迪/puma 收入同比+33.8%/-6.5%/+23.8%/持平, 耐克服装略有下降但鞋面稳定增长。国内客户李宁、安踏、特步收入占比 11.2%, 同比+0.4pct。新客户方面, 2024H1 新增客户 LACOSTE, Lululemon 预计收入同比增速超 60%。按品类: 运动/休闲/内衣/其他收入同比+7.6%/+20%/+47.4%/+12.2%, 休闲及内衣的收入增长快于运动, 预计 2024H2 运动增长提速。按地区: 2024H1 欧洲/中国/美国/日本/其他收入同比+4.4%/+20%/+2.7%/+27%/+7.4%, 中国及日本快速增长, 欧美平稳增长。

● 2024H1 毛利率逐季改善且超预期修复, 营运能力保持健康水平

盈利能力: 2024H1 毛利率为 29% (+6.6pct), 预计 2024Q2 毛利率接近 30% 主要系产能利用率提升, 尤其海外新厂员工达到设定规模且效率提升。2024H1 期间费用占比 9.4% (-0.47pct), 销售/管理/财务费用率分别为 0.65% (-0.05pct) / 7.3% (-0.6pct) / 1.47% (+0.2pct), 管理费用率提升主要系工资提升。2024H1 归母净利润 22.6% (+4.2pct), 主要系政府补助及汇兑收益 9543.6/7516.5 万元 (同比减少 0.7/1.7 亿元), 利息收入同比增加 2.1 亿元带来正面贡献, 有效税率基本稳定。营运能力: 截至 2024H1 存货 66.9 亿元 (较 2023 年末+9.3%), 存货/应收周转天数较 2023 年末+7/-1 天, 现金及现金等价物 100.8 亿元 (-13.1%)。

● 产能: 招工、新拓及提效驱动量增, 预计 2025 年将迎来产能释放

员工人数: 截至 2024H1, 预计总员工数由 9.2 万人增至 10.2 万人, 海外员工人数增加, 越南胡志明成衣工厂增加员工 2200 人; 柬埔寨新成衣工厂员工达到预期规模 1.8 万人。通过新拓及提效提升海外产能: (1) 越南: 公司收购越南西宁市新工厂进行面料产能提升, 预计可将原有面料产能由 400 吨/天提升至 600 吨/天。(2) 柬埔寨: 柬埔寨 1.2 万人新工厂正在建设, 预计 2025 年局部投产。(3) 效率提升: 越南德利及世通工厂效率仍有提升空间。此外印尼项目处于考察阶段。

● 风险提示: 原材料价格维持高位、汇率波动、产能释放不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	27,781	24,970	27,591	30,901	34,301
YOY(%)	16.5	-10.1	10.5	12.0	11.0
净利润(百万元)	4,563	4,557	5,848	6,551	7,333
YOY(%)	35.3	-0.1	28.3	12.0	11.9
毛利率(%)	22.1	24.3	29.5	30.0	30.0
净利率(%)	16.4	18.3	21.2	21.2	21.4
ROE(%)	14.8	13.9	16.2	16.6	17.2
EPS(摊薄/元)	3.0	3.0	3.9	4.4	4.9
P/E(倍)	18.7	18.7	14.6	13.0	11.6
P/B(倍)	2.8	2.6	2.4	2.2	2.0

数据来源: 聚源、开源证券研究所, 2024年8月29日汇率港币: 人民币=1: 0.91

## 目 录

1、 2024H1 量增亮眼单价承压，毛利率修复超预期.....	3
1.1、 按品类拆分：休闲、内衣增长显著，运动恢复.....	3
1.2、 按地区拆分：中国、日本表现突出，欧美市场复苏.....	4
1.3、 按核心客户拆分：核心客户份额提升，新品牌增长势头良好.....	4
2、 盈利能力：毛利率逐季改善，核心利润同比增长显著.....	5
3、 营运能力：存货周转合理，营运能力保持健康.....	6
4、 产能：招工&新拓产能&提效驱动量增，期待 2025 年新一轮产能释放.....	6
5、 盈利预测与投资建议.....	6
6、 风险提示.....	6

## 图表目录

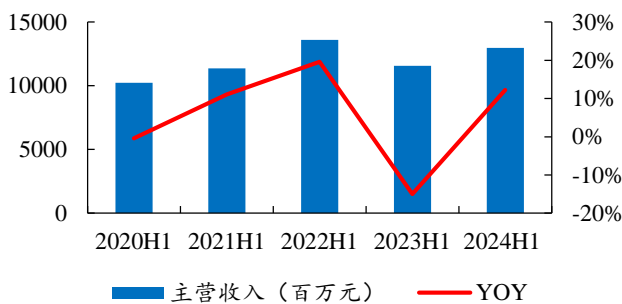
图 1： 2024H1 收入 129.76 亿元（+12.2%）.....	3
图 2： 2024H1 归母净利润 29.31 亿元（+37.8%）.....	3
表 1： 2024H1 运动/休闲/内衣/其他针织品收入分别同比+7.6%/+20%/+47.4%/+12.2%.....	3
表 2： 2024H1 国内市场表现平稳，欧美市场复苏.....	4
表 3： 2024H1 核心客户份额提升，新品牌增长势头良好.....	5

## 1、2024H1 量增亮眼单价承压，毛利率修复超预期

2024H1 公司营收 129.76 亿元（同比+12.2%，下同），量价拆分：预计销量+21%左右，美元单价-6%/人民币单价-7.8%，单价回落主要系休闲与内衣品类增长导致的产品结构变化及原材料价格下降。

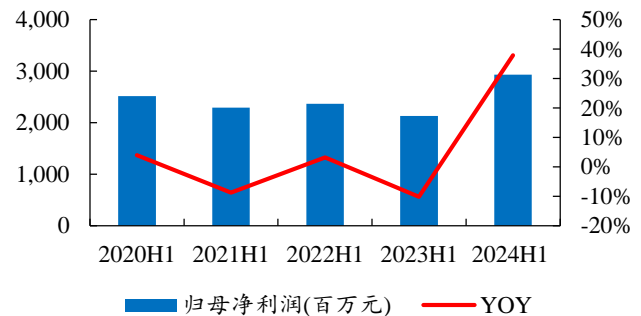
2024H1 公司实现归母净利润 29.31 亿元，同比+37.8%，其他收入同比增加 1.3 亿元（占比同比+0.5pct），其他收益净额同比减少 3.1 亿元（占比同比-2.7pct）。

图1：2024H1 收入 129.76 亿元（+12.2%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2024H1 归母净利润 29.31 亿元（+37.8%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 1.1、按品类拆分：休闲、内衣增长显著，运动恢复

2024H1 运动类收入 92.13 亿元，占比 71%，yoy+7.6%，主要系中国大陆需求上升所致。

2024H1 休闲服收入 27.61 亿元，占比 21.3%，yoy+20%，主要系日本市场、欧洲市场及其他市场需求上升所致。

2024H1 内衣收入 9.03 亿元，占比 7.0%，yoy+47.4%，主要系日本内衣需求增加的影响。

2024H1 其他收入 1 亿元，占比 0.8%，yoy+12.2%。

展望：2024H1 由于优衣库收入增速较高带动休闲增速，2024H2 预计运动服饰增速提速，或将高于休闲服饰。

表1：2024H1 运动/休闲/内衣/其他针织品收入分别同比+7.6%/+20%/+47.4%/+12.2%

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
运动服饰 (亿元)	75.13	80.70	106.87	85.61	92.13
占比	73.42%	70.98%	78.62%	74.04%	71%
YOY	+1.96%	+7.41%	+32.43%	-19.90%	+7.6%
休闲服饰 (亿元)	19.18	22.06	20.88	23.00	27.61
占比	18.74%	19.41%	15.36%	19.89%	21.3%
YOY	-19.19%	+15.04%	-5.37%	+10.15%	+20%
内衣服装 (亿元)	6.23	7.82	6.10	6.13	9.03
占比	6.09%	6.88%	4.49%	5.30%	7.0%
YOY	+35.74%	+25.61%	-21.98%	+0.38%	+47.4%

其他针织品 (亿元)	1.80	3.10	2.07	0.89	1.0
占比	1.76%	2.72%	1.52%	0.77%	0.8%
YOY	+29.82%	+72.43%	-33.11%	-57.19%	+12.2%
合计收入 (亿元)	102.34	113.69	135.93	115.62	129.76
YOY	-0.45%	+11.09%	+19.56%	-14.94%	+12.2%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.2、按地区拆分：中国、日本表现突出，欧美市场复苏

**欧洲市场：**2024H1 欧洲市场收入 25.27 亿元 (+4.4%)，占比 19.5%，主要系欧洲市场的休闲服装订单需求上升。

**中国市场：**2024H1 其他市场收入为 37.2 亿元 (+20.0%)，占比 28.7%，主要系中国市场运动服饰需求上升所致。

**美国市场：**2024H1 美国市场收入 18.8 亿元 (+2.7%)，占比 14.5%，主要系美国市场的运动服饰订单需求上升。

**日本市场：**2024H1 日本市场收入 21.2 亿元 (+27.0%)，占比 16.3%，主要系日本市场的休闲服装以及内衣服装需求上升，优衣库增速明显。

**其他市场：**2024H1 中国市场收入 27.3 亿元 (+7.4%)，占比 21.0%，主要系澳大利亚、韩国、东南亚休闲服装需求上升。

中国市场主要受益于公司核心客户在中国区收入增速较快，日本市场主要系优衣库带动总体销售增长。但欧美市场上升幅度较小，主要系全球消费需求疲软。

表2：2024H1 国内市场表现平稳，欧美市场复苏

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
欧洲 (亿元)	19.2	21.4	33.3	24.2	25.27
占比	18.74%	18.84%	24.47%	20.94%	19.5%
YOY	+9.94%	+11.70%	+55.30%	-27.21%	+4.4%
中国 (亿元)	28.7	33.0	32.2	31.0	37.2
占比	28.03%	29.05%	23.69%	26.84%	28.7%
YOY	-11.00%	+15.14%	-2.49%	-3.65%	+20.0%
美国 (亿元)	14.5	17.6	27.2	18.3	18.8
占比	14.18%	15.48%	20.01%	15.84%	14.5%
YOY	-5.29%	+21.27%	+54.59%	-32.68%	+2.7%
日本 (亿元)	19.5	20.1	16.3	16.7	21.2
占比	19.09%	17.70%	12.01%	14.41%	16.3%
YOY	+25.92%	+2.99%	-18.85%	+2.06%	+27.0%
其他 (亿元)	20.4	21.5	26.9	25.4	27.3
占比	19.96%	18.93%	19.81%	21.97%	21.0%
YOY	-8.33%	+5.33%	+25.11%	-5.66%	+7.4%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 1.3、按核心客户拆分：核心客户份额提升，新品牌增长势头良好

**前四大客户：**2024H1 公司前四大客户收入占比为 79.5%(-0.3pct)，同比+11.7%。

2024H1 CR4 客户分别为优衣库/耐克/阿迪/puma，收入分别为 34.0/ 32.4/23.3/13.4 亿

元，同比 +33.8%/-6.5%/+23.8%/持平，占比分别为 26.2%/25.0%/18%/10.3%。

其中，耐克收入下滑主要系价格下降，但销量约有 1-2% 的增长；耐克服装收入小幅度下滑，但鞋面稳定增长。

**国内客户方面**，预计 2024H1 李宁、安踏、特步占销售额 11.2%，同比+0.4pct。

**新品牌方面**，预计 2024H1 Lululemon 收入同比增幅超过 60%，产能安排上，预计新增匹配 30%柬埔寨产能，同时 2024 年底-2025 年初匹配国内产能。此外，公司积极扩展新客户，2024H1 新增客户 LACOSTE。

**展望**：预计 2024H2 阿迪达斯、Puma、国内品牌均有增长；耐克目前处于调整期，将提供更多创新产品开发，预计 2024H2 收入将表现平稳；随着其他品牌产能需求增加，预计优衣库 2024H2 收入增速或将下降。

**表3：2024H1 核心客户份额提升，新品牌增长势头良好**

	2020H1	2021H1	2022H1	2023H1	2024H1
Nike (亿元)	30.10	33.70	44.39	34.67	32.4
销售占比	29.41%	29.64%	32.65%	29.98%	25.0%
YOY	-7.62%	+11.96%	+31.70%	-21.90%	-6.5%
Adidas (亿元)	24.55	22.09	25.36	18.86	23.3
销售占比	23.99%	19.43%	18.66%	16.31%	18%
YOY	+21.55%	-10.03%	+14.81%	-25.64%	+23.8%
Uniqlo (亿元)	20.06	24.42	24.12	25.41	34.0
销售占比	19.60%	21.48%	17.75%	21.97%	26.2%
YOY	+3.40%	+21.79%	-1.23%	+5.32%	+33.8%
Puma (亿元)	10.78	15.04	18.70	13.36	13.4
销售占比	10.54%	13.23%	13.76%	11.56%	10.3%
YOY	-6.53%	+39.45%	+24.39%	-28.57%	+0%
CR4 (亿元)	85.49	95.25	112.57	92.29	103.1
销售占比	83.54%	83.79%	82.82%	79.82%	79.5%
YOY	+2.12%	+11.42%	+18.19%	-18.02%	+11.7%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

## 2、盈利能力：毛利率逐季改善，核心利润同比增长显著

**毛利率**：2024H1 公司毛利率 29.0% (+6.6pct)，分季度看，2024Q1/Q2 毛利率分别超过 28%/29.8%，毛利率改善主要系：

- 整体产能利用率同比上升明显。
- 海外新工厂员工人数达到设定规模且生产效率持续提升。

**费用率**：2024H1 公司销售费用率、行政费用率、财务费用率分别为 0.65% (-0.05pct)、7.3% (-0.6pct)、1.47% (+0.2pct)。其中销售费用主要系销售规模上涨；行政费用增加主要系员工工资增加，财务费用系贷款增加。

**净利润**：2024H1 公司归母净利润为 29.3 亿元(+37.8%)，归母净利率为 22.6% (+4.2pct)，主要系政府补助/汇兑收益 9543.6/7516.5 万元（同比减少 0.7/1.7 亿

元)，利息收入 5.4 亿元（同比增加 2.1 亿元）带来正面贡献。若剔汇兑收益、政府补贴影响，核心利润为 27.6 亿元(+61.1%)。2024H1 年有效税率 9.8%(+0.4pct)，保持稳定。

派息：2024H1 每股派息 1.25 港币（+31.6%），派息比率为 58.5%。

### 3、营运能力：存货周转合理，营运能力保持健康

(1) 存货：截至 2024H1 年末，存货金额为 66.94 亿元(较 2023 年末+9.3%)，存货周转天数为 127 天，较 2023 年末+7 天，同比持平。

(2) 应收账款：截至 2024H1 年末，应收账款余额 51.80 亿（较 2023 年末 +3.13%），周转天数为 72 天，较 2023 年末下降 1 天，同比下降 3 天。

(3) 现金：截至 2024H1 年末，现金及现金等价物 100.8 亿元（较 2023 年末 -13.1%）。

### 4、产能：招工&新拓产能&提效驱动量增，期待 2025 年新一轮产能释放

#### (1) 员工人数：

截至 2024H1，总员工人数由 9.2 万人增加至 10.2 万人。越南胡志明成衣工厂增加员工 2200 人；柬埔寨新成衣工厂员工人数 18000 人，达到预期规模，员工生产效率持续提升。

#### (2) 新拓海外产能&提效：

越南：收购越南西宁省新工厂进行面料产能提升，预计可将原有面料产能由 400 吨/天提升至 600 吨/天。

柬埔寨：柬埔寨 1.2 万人新工厂正在建设，预计 2025 年将会有局部投产。

效率提升：越南德利、世通工厂效率仍有提升空间。

印尼：处于项目考察期。

### 5、盈利预测与投资建议

考虑 Q2 毛利率修复超预期，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 58.5/65.5/73.3 亿元（原为 56.3/64.5/73.2 亿元），当前股价对应 PE 为 14.6/13.0/11.6 倍，公司毛利率修复超预期，产品多元化下提升老客户份额、新客户加速放量，预计中期柬埔寨新厂及越南面料产能扩张驱动量增，继续维持“买入”评级。

### 6、风险提示

原材料价格维持高位、汇率波动、产能释放不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn