

买入

2024年08月30日

毛利率提早恢复到 29%，归母净利润增长 22.6%

- 2024 年上半年业绩概况：** 公司收入同比增长 12.2%至 129.8 亿元人民币(同下)。量价拆分来看，量增长>20%，价格(人民币计)减少约 7%。毛利率提升 6.6pct 至 29.0%，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的影响；毛利率恢复速度比预期快。经营费用率减少 0.47pct 到 9.4%。有效税率为 9.8%，比预期低；由于海外还没有执行新的税务政策。公司录得归母净利润增长 22.6%到 29.3 亿元。收入可能没达市场预期；但毛利率表现靓丽，费用控制也良好。拟派中期股息 1.25 港币；派息率为 58.3%。
- 运动类和欧美地区表现平稳；休闲类和国内/日本地区为主要增长动力：** 分产品来看，运动类/休闲类/内衣类/其他分别录得 +7.6%/+20.0%/+47.4%/+12.2%的变化。运动类的增长主要受益于国内市场的带动，休闲类的表现则受益于日本/欧洲及其他市场需求的上升。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 +4.4%/+2.7%/+27.0%/+7.4%/+20.0%的变化。耐克/阿迪达斯/优衣库/彪马的增长分别为 -6.5%/+23.8%/+33.8%/+14.2%；其占比的总和为 79.5%(减少 0.3pct)。国内品牌的占比为 11.2%(增加 0.4pct)。
- 预计全年订单增长可达 15-20%，下半年毛利率预计应能维持 2Q 的表现：** 上半年的销量增长>20%，但价格减少约 7%；主要因为多接了休闲和内衣类产品的订单，而其单价则较低。全年来看，预计订单增长可达 15-20%。价格的跌幅在下半年应可收窄。毛利率方面：估计 1Q 达 28%左右，2Q 达 29.8%左右；下半年预计应能维持 2Q 的表现。工资方面：估计内地提升了低双位数，越南和柬埔寨大概提升 5-11%左右。有效税率的变化则取决于海外什么时候会执行新的税务政策。如果执行的话，预计会增加约 2pct 左右。
- 目标价 89.93 港元，维持买入评级：** 2024 年上半年的收入增长虽然低于市场预期，但公司在毛利率和费用控制方面都做得非常优秀。随着国际运动品牌去完库存，主要客户包括阿迪达斯和优衣库也有良好的前景；我们预计申洲会继续受惠。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 89.93 港元，相当于 2024/2025 年每股盈利预测 20 倍。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

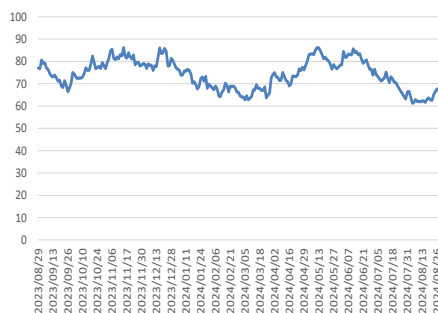
主要数据

行业	服装纺织
股价	62.05 港元
目标价	89.93 港元 (+44.9%)
股票代码	2313
已发行股本	15.03 亿股
市值	933 亿港元
52 周高/低	86.17/55.90 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	27,442	30,186	33,054
变动 (%)	16.5%	-10.1%	9.9%	10.0%	9.5%
净利润 (百万人民币)	4,563	4,557	5,809	6,493	7,200
摊薄每股收益 (人民币)	3.04	3.03	3.86	4.32	4.79
变动 (%)	35.3%	-0.1%	27.5%	11.8%	10.9%
基于62.05港元的市盈率(倍)	18.6	18.6	14.6	13.1	11.8
每股派息 (港元)	1.91	2.03	2.60	2.91	3.23
息率 (%)	3.1%	3.3%	4.2%	4.7%	5.2%

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	27,442	30,186	33,054
毛利	6,126	6,060	7,958	8,875	9,751
其他业务收入	485	1,055	1,153	1,268	1,388
销售及管理费用	-204	-164	-180	-198	-217
行政费用	-1,954	-1,881	-2,017	-2,188	-2,363
其他费用	1,060	259	50	0	0
营运收入	5,512	5,328	6,963	7,756	8,558
财务成本	-228	-346	-383	-383	-383
其他非主营盈亏	-21	13	5	6	6
税前盈利	5,262	4,996	6,586	7,378	8,182
所得税	-699	-438	-777	-885	-982
净利润	4,563	4,557	5,809	6,493	7,200
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	8,261	9,124	9,998
摊薄EPS (人民币元)	3.0	3.0	3.9	4.3	4.8
DPS (港元)	1.9	2.0	2.6	2.9	3.2

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%	9.9%	10.0%	9.5%
EBITDA (%)	32.2%	-1.7%	26.0%	10.4%	9.6%
净利润 (%)	35.3%	-0.1%	27.5%	11.8%	10.9%
摊薄EPS	35.3%	-0.1%	27.5%	11.8%	10.9%
盈利能力					
毛利率 (%)	22.1%	24.3%	29.0%	29.4%	29.5%
EBITDA 利率 (%)	24.0%	26.3%	30.1%	30.2%	30.2%
净利率 (%)	16.4%	18.3%	21.2%	21.5%	21.8%
ROA	10.7%	9.9%	11.8%	12.7%	13.5%
ROE	15.6%	14.3%	17.1%	17.8%	18.4%
营运表现					
SG & A 收入 (%)	7.8%	8.2%	8.0%	7.9%	7.8%
实际利率 (%)	13.3%	8.8%	11.8%	12.0%	12.0%
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	24	24	24
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	20.9	23.0	25.1

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	10,956	10,562	10,469
应收账	5,008	5,024	5,521	6,073	6,650
存货	6,261	6,125	6,731	7,404	8,108
其他流动资产	7,526	5,731	5,999	6,283	6,581
总流动资产	26,165	28,476	29,207	30,323	31,807
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	50,226	52,252	54,670
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	1,321	1,453	1,591
其他短期负债	2,121	1,979	2,137	2,314	2,498
总短期负债	10,259	13,384	12,642	12,032	11,527
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	15,036	14,464	14,002
少数股东权益	13	0	0	0	0
总权益	30,766	32,867	35,191	37,788	40,668

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	5,809	6,493	7,200
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	-870	-965	-1,009
营运现金流	6,390	6,272	7,978	8,841	9,715
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	-358	-392	-427
投资活动现金流	806	-5,872	-1,858	-1,892	-1,927
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	-3,485	-3,896	-4,320
其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	-4,827	-739	-5,458	-5,767	-6,171
现金变化	682	-195	-641	-393	-94
汇率损失	483	0	0	0	0
期初持有现金	6,688	7,369	11,596	10,956	10,562
期末持有现金	7,370	7,174	10,956	10,562	10,469

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、工具及材料只提供给阁下作参考之用，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的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。