

毛利率超预期修复，海外产能持续扩张

事件：申洲国际公布 24H1 业绩表现，营收同比增长 12.2%，归母净利润同比增长 37.8%，毛利率改善 6.6pp。随着海外产能的持续扩张和人效的持续提升，相信公司将实现更亮眼的业绩表现。

报告摘要

收入持续增长，休闲类和内衣类产品需求较好。2024 年上半年，申洲实现营业收入 129.76 亿元，同比增长 12.2%。按品类拆分，运动类产品收入同比增长 7.6% 至 92.13 亿元，占收入比为 71%，主要是中国大陆市场的运动服装需求上升所致；休闲类产品收入同比增长 20% 至 27.61 亿元，占收入比为 21.3%，主要是日本、欧洲及其他市场对休闲服装的需求上升所致；内衣类产品收入同比增长 47.4% 至 9.03 亿元，占收入比为 7.0%，主要是由于日本市场内衣需求增加；其他针织品收入同比增长 12.2% 至 1 亿元，占收入比为 0.8%。按地区划分，中国市场收入同比增长 20% 至 37.2 亿元，占收入比为 28.7%；欧洲市场收入同比增长 4.4% 至 25.27 亿元，占收入比为 19.5%；日本市场收入同比增长 27% 至 21.2 亿元，占收入比为 16.3%；美国市场收入同比增长 2.7% 至 18.8 亿元，占收入比为 14.5%；其他市场收入同比增长 7.4% 至 27.3 亿元，占收入比为 21.0%。按贡献收入排序，目前公司前四大核心客户分别为优衣库/耐克/阿迪达斯/Puma，上半年收入分别为 34.0/32.4/23.3/13.4 亿元，占收入比分别为 26.2%/25.0%/18%/10.3%，同比分别+33.8%/-6.5%/+23.8%/持平。优衣库由于休闲服和内衣订单量显著提升带动收入增长，收入贡献来到排名第一；原先排名第一的大客户耐克收入有所下滑，主要是价的下降，但销量仍有约 1-2% 的增长；耐克服装收入小幅度下滑，但鞋面稳定增长，因此录得正向收入增长；Puma 表现则相对稳定。国内客户方面，预计上半年李宁、安踏、特步合计占收入比为 11.2%，占比提升 0.4pp。新品牌方面，预计 Lululemon 上半年贡献收入同比增幅超过 60%。此外，公司也在积极扩展新客户，上半年新增客户 LACOSTE。

毛利率快速修复，盈利能力持续加强。上半年公司毛利率为 29.0%，同比大幅提升 6.6pp，毛利率修复超预期完成。分季度看，Q1 和 Q2 的毛利率分别为超 28% 和 29.8%，毛利率显著改善原因主要是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。在收入和毛利率提升的带动下，上半年公司实现归母净利润 29.3 亿元，同比增长 37.8%，归母净利率为 22.6%，同比提升 4.2pp，剔除政府补助和汇兑损益影响的核心利润为 27.6 亿元，同比提升 61.1%。

海外产能持续拓展带动效率提升。公司在越南收购了西宁新工厂进行了面料产能提升，预计可将原有面料产能由 400 吨/天提升至 600 吨/天；在柬埔寨的 1.2 万人新工厂正在建设，预计 2025 年将会有局部投产。除了新工厂外，越南德利、世通工厂效率仍有提升空间，同时印尼的工厂处于考察期。公司具有垂直一体化的生产优势，随着产能的持续拓展和人效的持续提升，相信公司将实现更亮眼的业绩表现。

风险提示：宏观经济下行；产能扩张不及预期；汇率波动。

投资评级： 未有

目标价格： 未有

现价(2024-9-4)： 62.55 港元

总市值(百万港元)	94,026.56
流通市值(百万港元)	94,026.56
总股本(百万股)	1,503.22
流通股本(百万股)	1,503.22
12个月低/高(港元)	55.9/86.9
平均成交(百万港元)	326.32

股东结构

马建荣	42.36%
Fairco Group Limited	4.94%
Schroder Investment	2.66%
摩根大通	2.28%
挪威银行投资管理	2.15%
其他股东	45.61%
总共	100.00%

股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-5.21	-18.28	-11.53
绝对收益	-2.19	-23.53	-18.89

数据来源：Wind、港交所、公司资料

杨怡然 消费行业分析师

+852-22131401

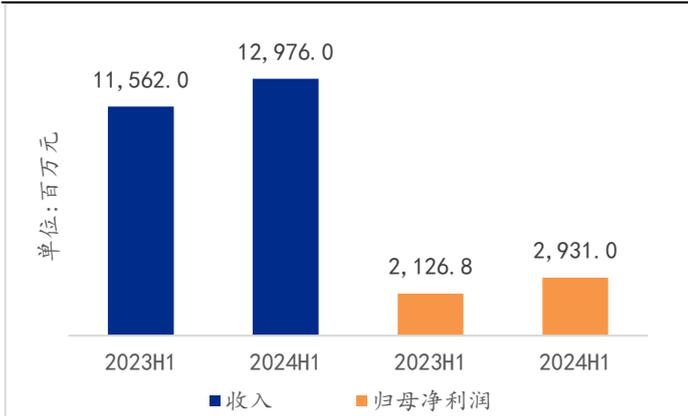
laurayang@eif.com.hk

收入表现及拆分

2024年上半年，公司实现营收129.76亿元，同比增长12.2%；归母净利润为29.31亿元，同比增长37.8%。量价拆分来看，预计销量增长约21%，美元单价下滑6%，人民币单价下滑7.8%，单价回落主要是由于休闲与内衣品类增长导致产品结构变化以及原材料价格下降。

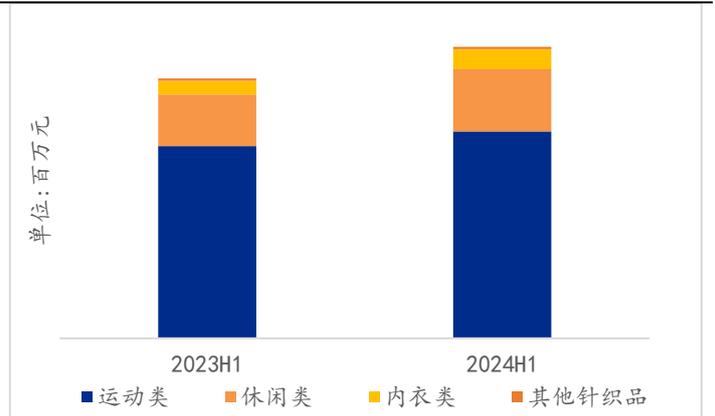
按品类拆分，运动类产品收入同比增长7.6%至92.13亿元，占收入比为71%，主要是中国大陆市场的运动服装需求上升所致；休闲类产品收入同比增长20%至27.61亿元，占收入比为21.3%，主要是日本、欧洲及其他市场对休闲服装的需求上升所致；内衣类产品收入同比增长47.4%至9.03亿元，占收入比为7.0%，主要是由于日本市场内衣需求增加；其他针织品收入同比增长12.2%至1亿元，占收入比为0.8%。

图表 1. 收入及净利润表现



资料来源：公司财报，安信国际

图表 2. 各品类收入表现



资料来源：公司财报，安信国际

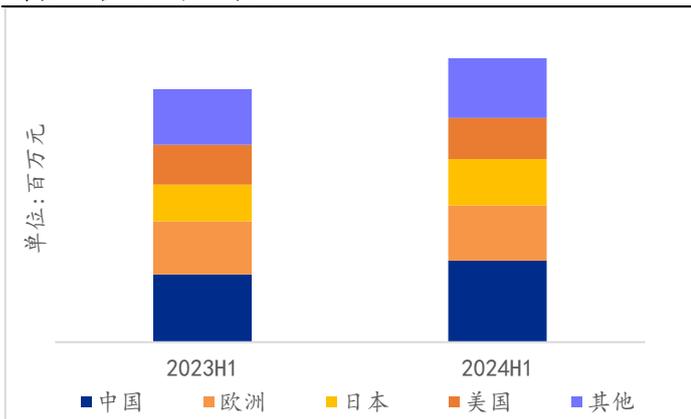
按地区划分，中国市场收入同比增长20%至37.2亿元，占收入比为28.7%，主要是由于中国市场运动服饰需求上升；欧洲市场收入同比增长4.4%至25.27亿元，占收入比为19.5%，主要是由于欧洲市场的休闲服装订单需求上升；日本市场收入同比增长27%至21.2亿元，占收入比为16.3%，主要是由于日本市场的休闲服装以及内衣服装需求上升；美国市场收入同比增长2.7%至18.8亿元，占收入比为14.5%，主要是由于美国市场的运动服饰订单需求上升；其他市场收入同比增长7.4%至27.3亿元，占收入比为21.0%，主要是由于韩国、澳大利亚、以及部分东南亚国家休闲服装需求上升。

按核心客户来看，24H1公司四大核心客户收入占比为79.5%，贡献收入同比增长11.7%。按贡献收入排序，目前公司前四大核心客户分别为优衣库/耐克/阿迪达斯/Puma，上半年收入分别为34.0/32.4/23.3/13.4亿元，占收入比分别为26.2%/25.0%/18%/10.3%，同比分别+33.8%/-6.5%/+23.8%/持平。优衣库由于休闲服和内衣订单量显著提升带动收入增长，收入贡献来到排名第一；原先排名第一的大客户耐克收入有所下滑，主要是价的下降，但销量仍有约1-2%的增长；耐克服装收入小幅度下滑，但鞋面稳定增长，因此录得正向收入增长；Puma表现则相对稳定。

国内客户方面，预计上半年李宁、安踏、特步合计占收入比为11.2%，占比提升0.4pp。新品牌方面，预计Lululemon上半年贡献收入同比增幅超过60%。此外，公司也在积极扩展新客户，上半年新增客户LACOSTE。

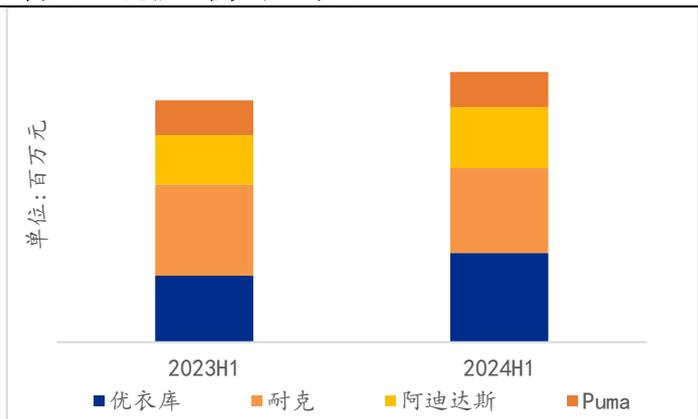
根据管理层预计，下半年阿迪达斯、Puma、国内品牌将均有增长；耐克目前尚处于调整期，预计下半年收入表现平稳；同时，随着其他品牌产能需求增加，预计优衣库下半年收入增速或将放缓。

图表 3. 各地区收入表现



资料来源：公司财报，安信国际

图表 4. 四大核心客户收入表现



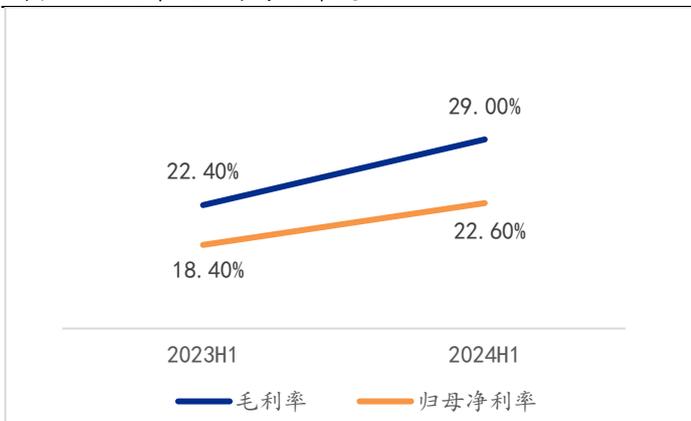
资料来源：公司财报，安信国际

毛利率方面，上半年公司毛利率为 29.0%，同比大幅提升 6.6pp，毛利率修复超预期完成。分季度看，Q1 和 Q2 的毛利率分别为超 28% 和 29.8%，毛利率显著改善原因主要是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。

费用率方面，上半年公司销售费用率/行政费用率/财务费用率分别为 0.65%/7.27%/1.47%，同比分别-0.05pp/-0.63pp/+0.21pp。其中，销售费用随着销售规模变大而上涨，行政费用增长主要是由于员工工资增加，财务费用则受到贷款增加的影响而提升。

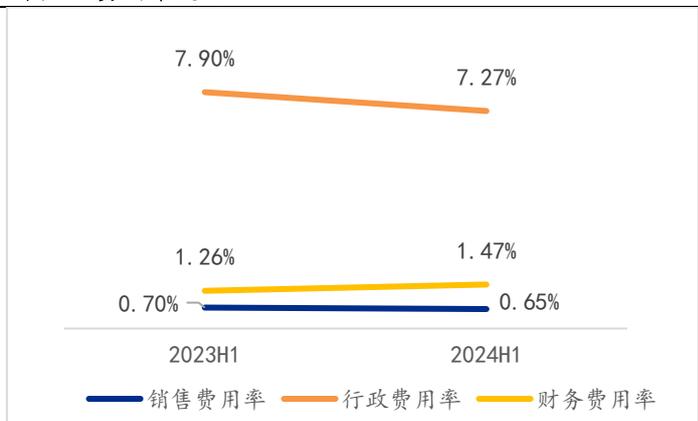
上半年公司实现归母净利润为 29.3 亿元，同比增长 37.8%，归母净利率为 22.6%，同比提升 4.2pp，其中，政府补助 9543.6 万元（同比减少 7384.8 万元），汇兑收益 7516.5 万元（同比减少 1.68 亿元）。若剔除政府补助和汇兑损益的影响，上半年实现核心利润 27.6 亿元，同比提升 61.1%。

图表 5. 毛利率及归母净利率变化



资料来源：公司财报，安信国际

图表 6. 费用率变化



资料来源：公司财报，安信国际

公司的主要原材料是棉纱，价格基本跟棉花挂钩，公司的库存体现的也是原材料。公司的库存周转天数基本保持稳定，2024 上半年库存周转天数为 127 天。半年报和年报的库存周转天数存在差异（通常半年报时库存较高）主要是提前备货的节点原因，部分面料会在上半年提前备好用于后续生产。

此外，公司维持着稳定的派息水平，近年来派息水平都保持在 50-60%，半年报和年报各进行一次派息，体现了公司对于股东回报的重视。2024 上半年公司宣布每股派息 1.25 港元，派息比率为 58.5%。

图表 7. 库存周转天数变化



资料来源：公司财报，安信国际

图表 8. 派息变化



资料来源：公司财报，安信国际

海外产能规划

员工人数方面：截至 24H1，总员工人数已达 10.2 万人（上半年增加约 1 万人），其中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达 1.8 万人，已达到预期规模，员工生产效率将持续提升。

海外产能拓展情况：公司在越南收购了西宁新工厂，进行了面料产能提升，预计可将原有面料产能由 400 吨/天提升至 600 吨/天；在柬埔寨的 1.2 万人新工厂正在建设，预计 2025 年将会有局部投产。

除了新工厂外，越南德利、世通工厂效率仍有提升空间，同时印尼的工厂处于考察期。公司具有垂直一体化的生产优势，随着产能的持续拓展和人效的持续提升，相信公司将实现更亮眼的业绩表现。

客户服务热线

香港：22131888

国内：4008695517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送到日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

公司评级体系

收益评级：

- 买入—预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持—预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性—预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持—预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出—预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼电话：+852-22131000 传真：+852-22131010