

申洲国际 (02313.HK)

2024H2 销量驱动增长，期待 2025 订单良好表现

我们综合估计公司 2024H2 收入有望同增 10%~20% 中段，延续稳健增长表现。1) 量价拆分来看：①量：根据过去业务趋势我们判断近期公司订单依然同比稳步增长，估计 2024H2 出货量同比增长 15%+ (我们判断超出此前预期)；②价：考虑公司客户结构变化，我们估计 2024H2 销售单价同比或仍有下降、但降幅较 H1 收窄 (2024H1 为同比下滑高单位数)。2) 从盈利质量层面来看：2024H1 公司毛利率同比+6.6pct 至 29.0% (2023H1、2023H2 毛利率分别 22.4%、25.8%)，我们判断 2024H2 公司毛利率同比有望继续提升。

订单：核心客户份额持续提升，我们判断 2025 年 Adidas、Uniqlo 等客户订单表现较好。1) 分品类：2024H1 运动/休闲/内衣/其他品类销售分别为 92.1/27.6/9.0/1.0 亿元，同比分别+8%/+20%/+47%/+12%，占比分别 71%/21%/7%/1%，考虑客户结构变化，我们判断 2024H2 运动品类占比有望环比提升。2) 分客户：公司过去深度合作 Uniqlo、Nike、Adidas、PUMA 等国际头部品牌客户，2024H1 向前四大客户销售分别为 34.0/32.4/23.3/13.4 亿元，同比分别+34%/-6%/+24%/+0%，占比分别为 26%/25%/18%/10%；其他客户实现销售 26.6 亿元，同比+14%，占比 21%。展望未来：根据下游品牌业务情况，我们判断 2024H2 及 2025 年公司销向 Adidas、Uniqlo、国内品牌等客户订单有望实现稳健快速增长，销向 Nike 客户订单以平稳为主。综合来看估计 2025 年公司收入有望稳健增长 10%+。

产能：2024 年积极推进招工，2025 年预计继续新建海外产能，持续强化产业链优势。1) 为满足增长的客户订单需求，2024 年以来公司加大招工力度、优化生产管理，积极提升产能利用率并扩充海外产能，2024H1 柬埔寨成衣新工厂员工人数已达到计划规模 (1.8 万人) 且效率持续爬坡、越南胡志明成衣工厂人数较年初增加 0.22 万人；收购越南西宁工厂以提升面料供应能力。2) 中长期公司继续推进独立一体化、国际化产业链建设，强化核心竞争力。2023 年公司国内/越南/柬埔寨基地贡献成衣产出占比分别约 47%/27%/26%，同比分别-7pct/+3pct/+4pct，我们判断随着海外新基地的扩建、未来海外产能贡献占比将持续提升 (目前估计已超过 50%)，匹配国际市场业务需求。①国内产能：主供中国+亚洲海外市场，强化数字化建设，以研发、效率、速度为核心竞争优势。②海外产能：规模持续扩张的同时上下游配套逐步完善，夯实成本优势，深度绑定海外核心客户中长期需求。

2024 年收入预计稳健增长，盈利质量修复带动净利润预计快速增长。1) 2024 年：结合 2024H2 情况，我们判断 2024 年全年公司收入有望稳健增长 10%+，毛利率预计同比持续修复、主营业务利润 (剔除汇率等因素影响) 有望同比快速增长。2) 2025 年：考虑订单及产能扩张情况，我们估计公司 2025 年收入及净利润均有望稳健增长 10% 以上。

投资建议。公司是全球最大纵向一体化成衣制造商，目前订单改善趋势清晰，长期产能扩张、效率提升、竞争力增强。我们预计 2024~2026 年公司归母净利润分别为 58.0/65.5/73.9 亿元，同比分别增长 27%/13%/13%，现价对应 2025 年 PE 为 12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动风险；产能扩张不及预期风险；大客户订单波动风险外汇波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	27,781	24,970	28,379	31,785	35,512
增长率 yoy (%)	16.5	-10.1	13.7	12.0	11.7
归母净利润 (百万元)	4,563	4,557	5,802	6,546	7,387
增长率 yoy (%)	35.3	-0.1	27.3	12.8	12.9
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.04	3.03	3.86	4.35	4.91
净资产收益率 (%)	14.8	13.9	17.4	18.1	18.6
P/E (倍)	17.7	17.7	13.9	12.3	10.9
P/B (倍)	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 12 月 17 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
12 月 17 日收盘价 (港元)	58.00
总市值 (百万港元)	87,186.90
总股本 (百万股)	1,503.22
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日均成交量 (百万股)	4.77

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《申洲国际 (02313.HK)：订单稳健增长，毛利率修复超预期，带动业绩逐步释放》 2024-08-29
- 《申洲国际 (02313.HK)：行业趋势改善，龙头笃行致远》 2024-05-18
- 《申洲国际 (02313.HK)：2023 年业绩符合预期，2024 年订单趋势良好》 2024-03-27

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	26165	28479	27406	34062	37568
现金	7369	11596	10464	15409	18012
应收账款及票据	5008	5027	6010	7212	8654
其他应收款	445	441	445	445	445
衍生金融工具及短投	3160	4472	3078	3117	3118
存货	6261	6125	5196	5196	5196
其他流动资产	3921	819	2213	2683	2142
非流动资产	17328	20132	16871	15911	16438
权益性投资	3516	6670	3529	3541	3554
固定资产	11594	10931	11274	10178	10709
无形资产	230	129	244	261	254
其他非流动资产	1989	2403	1825	1932	1921
资产总计	43493	48611	44277	49973	54006
流动负债	10259	13384	10154	12952	13553
短期借款	7198	10204	7873	10204	10204
应付账款及票据	940	1202	1128	1354	1625
其他流动负债	2121	1979	1153	1394	1724
非流动负债	2468	2359	777	766	692
长期借款	2000	1900	365	326	252
其他非流动负债	468	459	413	440	440
负债合计	12727	15744	10932	13718	14245
股本	151	151	151	151	151
股本溢价	297	318	297	297	297
留存收益	30305	32398	32884	35794	39300
归属母公司股东权益	30753	32867	33332	36242	39748
少数股东权益	13	0	13	13	13
负债和股东权益	43493	48611	44277	49973	54006

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	3988	5627	6556	7237
净利润	4563	4557	5802	6546	7387
折旧摊销	1399	1080	1166	1212	1305
财务费用	0	0	-141	-287	-421
投资损失	0	0	-13	-13	-13
营运资金变动	-1395	-1499	-1112	-826	-947
其他经营现金流	62	-151	-75	-75	-75
投资活动现金流	-371	566	1169	-673	-1205
资本支出	-1550	-139	-669	-178	-1869
长期投资	-1878	-3167	-13	-13	-13
其他投资现金流	3056	3871	1852	-483	677
筹资活动现金流	20934	15771	-3702	-937	-3429
短期借款	0	0	810	2619	422
长期借款	22997	17717	-1635	-39	-74
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2063	-2310	-3223	-3636	-3881
其他筹资现金流	0	364	345	118	104
现金净增加额	25190	20325	3094	4945	2603

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	27781	24970	28379	31785	35512
营业成本	21656	18910	20149	22472	25000
研发及其他费用	16	16	18	20	22
销售费用	204	164	172	193	216
管理费用	1954	1881	2138	2395	2640
财务费用	-50	-433	-141	-287	-421
利息收入	278	779	401	582	752
汇兑收益等其他	1106	151	75	75	75
投资净收益	-21	13	13	13	13
营业利润	5119	4595	6131	7081	8142
非经常项目损益	143	400	500	400	300
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	5262	4996	6631	7481	8442
所得税	699	438	829	935	1055
净利润	4563	4557	5802	6546	7387
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4563	4557	5802	6546	7387
EBITDA	6611	5643	7655	8405	9326
EPS (元)	3.04	3.03	3.86	4.35	4.91

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	13.7	12.0	11.7
营业利润(%)	45.9	-10.2	19.8	15.5	15.0
归属于母公司净利润(%)	35.3	-0.1	27.3	12.8	12.9
获利能力					
毛利率(%)	22.1	24.3	29.0	29.3	29.6
净利率(%)	16.4	18.3	20.4	20.6	20.8
ROE(%)	14.8	13.9	17.4	18.1	18.6
ROIC(%)	11.2	9.2	13.4	13.2	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	29.3	32.4	24.7	27.5	26.4
净负债比率(%)	17.4	12.6	1.4	-4.7	-9.5
流动比率	2.6	2.1	2.7	2.6	2.8
速动比率	1.9	1.7	2.2	2.2	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	6.5	5.0	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	18.6	17.7	0.1	0.1	0.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.04	3.03	3.86	4.35	4.91
每股经营现金流(最新摊薄)	3.08	2.65	3.74	4.36	4.81
每股净资产(最新摊薄)	20.47	21.86	22.18	24.12	26.45
估值比率					
P/E	17.7	17.7	13.9	12.3	10.9
P/B	2.6	2.5	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	12.1	14.3	10.2	9.0	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 12 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com