

申洲国际 (02313.HK)

强烈推荐 (维持)

2024年业绩表现亮眼, 稳步推进产能拓展&效率提升

2024 公司收入及净利润同比+15%、+37%，产能利用率&海外工厂效率提升推动盈利能力回升。公司持续提升在客户内部分额，产能及生产效率稳步推进。预计 2025-2027 年净利润规模分别为 66.1 亿元、72.5 亿元、79.8 亿元，当前市值对应 25PE13X, 26PE12X, 给予强烈推荐评级。

□ 收入稳健增长, 利润表现亮眼。2024 年收入+14.8%至 286.6 亿元, 其中量+21%, ASP-5% (人民币计价); 净利润+36.9%至 62.4 亿元, 期末派息每股 1.28 港元, 2024 年合计派息每股 2.53 港元, 派息比率为 55.8%。

□ 收入结构拆分: 休闲及内衣增长较快, 美国及日本增长提速。

1) 分客户: 2024 年从前四大客户收入表现看: 优衣库+33% (占比 28%), Nike-3% (占比 26%), 阿迪+35% (占比 17%), puma+11% (占比 10%), 公司在核心客户内部分额稳步提升。

2) 分品类: 运动品类收入+9.8% (占比 69.1%), 休闲品类收入+27.1% (占比 25.1%), 内衣品类收入+34.6% (占比 5.0%)。

3) 分地区: 欧洲地区收入+3.2%, 日本地区收入+31.5%, 美国地区收入+18.9%, 中国地区收入+13.2%。

□ 盈利能力稳步提升: 2024 年公司毛利率+3.8pct 至 28.1%, 管理费用&销售费用&财务费用率合计下降 0.6pct 至 9.0%。净利率提升 3.4pct 至 21.8%。

□ 稳步推进产能拓展&效率提升: 2024 年公司员工增加 6000+人, 预计 2025 年柬埔寨新招 6000 人, 越南新招 1000-2000 人, 预计生产效率仍将提升。

□ 盈利预测及投资建议。公司作为鞋服代工龙头企业, 产能利用率回升&工厂效率提升, 盈利能力持续修复, 公司稳步推进产能拓展&生产效率提升, 提高在合作客户内部分额, 公司给予 2025 年收入增长 10%, 毛利率稳中向好的目标, 预计 2025-2027 年收入规模为 315.5 亿元、343.9 亿元、374.8 亿元, 同比增速为 10%、9%、9%。净利润规模分别为 66.1 亿元、72.5 亿元、79.8 亿元, 同比增速为 6%、10%、10%。当前市值对应 25PE13X, 26PE12X, 给予强烈推荐评级。

□ 风险提示: 汇率及原材料价格波动风险、越南及柬埔寨新工厂产能爬坡不及预期风险、海外品牌去库存不及预期导致接单承压风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24996	28663	31548	34392	37480
同比增长	-10%	15%	10%	9%	9%
营业利润(百万元)	4025	5840	6708	7454	8274
同比增长	1%	45%	15%	11%	11%
归母净利润(百万元)	4557	6241	6614	7246	7975
同比增长	-0%	37%	6%	10%	10%
每股收益(元)	3.03	4.15	4.40	4.82	5.31
PE	19.0	13.9	13.1	12.0	10.9
PB	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7

资料来源: 公司数据、招商证券 (上表口径为人民币)

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

当前股价: 55.3 港元

基础数据

总股本 (百万股)	1503
香港股 (百万股)	1503
总市值 (十亿港元)	83.1
香港股市值 (十亿港元)	83.1
每股净资产 (港元)	23.9
ROE (TTM)	17.4
资产负债率	32.5%
主要股东	千里马投资有限公司
主要股东持股比例	42.3628%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	-14	-10
相对表现	-7	-36	-52



相关报告

- 《申洲国际 (02313) —24H1 利润表现亮眼, 盈利能力快速回升》2024-08-28
- 《申洲国际 (02313) —23 年收入承压, 海外工厂效率提升推动盈利能力回升》2024-03-31

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28479	38572	38995	43401	48765
现金及现金等价物	11596	10869	10000	13118	17085
交易性金融资产	804	1304	1304	1304	1304
其他短期投资	4472	12871	12871	12871	12871
应收账款及票据	5027	6151	6770	7381	8044
其它应收款	441	486	535	583	635
存货	6125	6885	7508	8138	8818
其他流动资产	15	5	6	7	7
非流动资产	20132	14536	14726	14889	15029
长期投资	6670	1181	1181	1181	1181
固定资产	10931	10763	10953	11116	11256
无形资产	2295	2071	2071	2071	2071
其他	236	521	521	521	521
资产总计	48611	53108	53721	58290	63794
流动负债	13384	16826	12862	12600	12921
应付账款	1202	1493	1628	1765	1912
应交税金	463	753	753	753	753
短期借款	10204	12819	8560	8000	8000
其他	1516	1761	1921	2082	2256
长期负债	2359	429	429	429	429
长期借款	1900	0	0	0	0
其他	459	429	429	429	429
负债合计	15744	17255	13291	13029	13350
股本	151	151	151	151	151
储备	32716	35702	40279	45111	50292
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	32867	35853	40430	45262	50444
负债及权益合计	48611	53108	53721	58290	63794

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5227	Na	6234	6919	7569
净利润	4557	Na	6614	7246	7975
折旧与摊销	1474	Na	1510	1537	1560
营运资本变动	259	Na	(997)	(991)	(1074)
其他非现金调整	(1064)	Na	(893)	(874)	(891)
投资活动现金流	(1380)	Na	(379)	(495)	(489)
资本性支出	(1091)	Na	(1700)	(1700)	(1700)
出售资产获得的现金	190	Na	0	0	0
投资增减	7960	Na	0	0	0
其它	1411	Na	1321	1205	1211
筹资活动现金流	333	Na	(6724)	(3305)	(3113)
债务增减	2798	Na	(4259)	(560)	0
股本增减	0	Na	0	0	0
股利支付	2458	Na	2038	2414	2793
其它筹资	(7)	Na	(428)	(331)	(320)
其它调整	(4916)	Na	(4075)	(4828)	(5586)
现金净增加额	4227	Na	(869)	3118	3967

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	24996	28663	31548	34392	37480
主营业务收入	24970	28663	31548	34392	37480
营业成本	18910	20608	22474	24358	26395
毛利	6060	8055	9074	10034	11085
营业支出	2061	2215	2366	2579	2811
营业利润	4025	5840	6708	7454	8274
利息支出	346	375	428	331	320
利息收入	779	0	313	347	453
权益性投资损益	13	5	8	8	8
其他非经营性损益	151	1694	1000	850	750
非经常项目损益	374	0	0	0	0
除税前利润	4996	7164	7602	8328	9165
所得税	438	923	987	1082	1190
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	4557	6241	6614	7246	7975
EPS(元)	3.03	4.15	4.40	4.82	5.31

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-10%	15%	10%	9%	9%
营业利润	1%	45%	15%	11%	11%
净利润	-0%	37%	6%	10%	10%
获利能力					
毛利率	24.2%	28.1%	28.8%	29.2%	29.6%
净利率	18.2%	21.8%	21.0%	21.1%	21.3%
ROE	13.9%	17.4%	16.4%	16.0%	15.8%
ROIC	10.1%	13.5%	14.3%	14.1%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	32.5%	24.7%	22.4%	20.9%
净负债比率	24.9%	24.1%	15.9%	13.7%	12.5%
流动比率	2.1	2.3	3.0	3.4	3.8
速动比率	1.7	1.9	2.4	2.8	3.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.1	3.2	3.1	3.1	3.1
应收帐款周转率	4.6	4.7	4.5	4.5	4.5
应付帐款周转率	17.7	15.3	14.4	14.4	14.4
每股资料(元)					
每股收益	3.03	4.15	4.40	4.82	5.31
每股经营现金	3.48	0.00	4.15	4.60	5.04
每股净资产	21.86	23.85	26.90	30.11	33.56
每股股利	1.97	2.39	2.64	2.89	3.18
估值比率					
PE	19.0	13.9	13.1	12.0	10.9
PB	2.6	2.4	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	14.1	10.0	9.5	8.9	8.2

资料来源：公司数据、招商证券（年度业绩公告没有披露详细现金流量表，同时部分资产负债表拆分不细致导致部分项目数据较上年差异较大，上表口径为人民币）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。