

公司研究

业绩超预期、主营顺利恢复，制造龙头继续强化份额、稳步增长

——申洲国际（2313.HK）2024年业绩点评

买入（维持）

当前价：62.3元港币

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001
021-52523680
jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001
021-52523672
sunww@ebscn.com

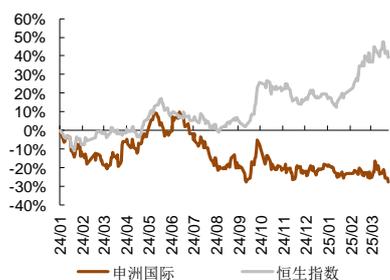
分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004
021-52523842
zhujieyu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	15.03
总市值(亿港元)	936.51
一年最低/最高(港币)	54.8/86.9
近3月换手率	35.6%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.1	-24.9	-53.6
绝对	-6.1	-8.7	-13.1

资料来源：Wind

相关研报

上半年利润顺利修复，制造龙头扩产提效稳健前行（2024-08-28）

23年收入下滑背景下利润平稳，24年期期待订单好转和盈利能力修复（2024-03-28）

上半年需求疲弱致收入下滑，下半年期待订单景气度逐步向上（2023-08-31）

要点

事件：

24年收入、归母净利润同比+14.8%、+36.9%好于预期

申洲国际发布2024年业绩。公司2024年实现营业收入286.6亿元(人民币,下同),同比增长14.8%,归母净利润62.4亿元,同比增长36.9%,好于预期, EPS为4.15元,拟派发末期股息每股1.28港元,结合中期股息每股1.25港元,全年派息率为55.8%。

分量价来看,公司销量同比增加约21%,推算人民币单价同比下降约5%,销量增长靓丽来自于产能利用率的完全修复以及工人人数的进一步增加和新产能效益释放;单价下降主要系产品结构影响,24年单价相对较低的休闲类及内衣类产品收入增速较快,以及原材料棉花价格下降所致。分上下半年来看,24H1/H2收入同比+12.2%/+17.0%,归母净利润同比+37.8%/+36.2%。在毛利率提升、费用率下降背景下,公司业绩实现高质量增长,全年归母净利率同比提升3.5PCT至21.8%。另外,若扣除政府补助、汇兑损益、资产处置收益等因素影响,24年公司主营业务的归母净利润为49.2亿,同比增长37.0%。

点评：

运动类/休闲类/内衣类收入+9.8%/+27.1%/+34.6%，前四大客户合计占80.7%、收入同比+16.4%

分品类来看,全年收入中运动类/休闲类/内衣类/其他针织品各占69.1%/25.1%/5.0%/0.8%,收入分别同比+9.8%/+27.1%/+34.6%/+10.9%。其中运动类收入增长主要系中国大陆和美国市场的运动服装需求上升贡献;休闲类收入增长主要系日本及其他市场的休闲服装需求上升所致;内衣类收入增长主要系日本市场的内衣采购需求上升所致。分上下半年来看,运动类24H1/H2收入分别同比+7.6%/+11.8%,休闲类分别+20.0%/+31.8%,内衣类分别+47.4%/+17.3%,其他针织品分别+12.2%/+9.8%。

分地区来看,全年国内销售额占总收入的比重为28.1%,收入同比增长13.2%;国外市场中欧洲/日本/美国/其他市场销售额各占总收入的比重分别为18.1%/16.9%/16.1%/20.8%,收入分别同比+3.2%/+31.5%/+18.9%/+13.4%,其中日本市场增长较快。

客户方面,公司前四大客户(优衣库/Nike/adidas/Puma)全年合计占比为80.7%,占比同比提升1.1PCT,收入合计同比增长16.4%;其中优衣库和adidas增速较快。

毛利率顺利回升,费用率下降,存货增加,经营净现金流平稳

毛利率:全年毛利率同比提升3.8PCT至28.1%,主要系公司客户订单需求上升,促使整体产能利用率有明显提高,以及海外工厂的整体运行效率提升、员工聘用人数增加贡献。分上下半年来看,24H1/H2毛利率分别为29.0%/27.4%,同比分别+6.5%/+1.5PCT,下半年毛利率环比上半年下降主要系下半年对基层员工有较大幅度薪酬调升所致。

费用率:全年期间费用率同比下降1.2PCT至5.3%,其中销售/管理/财务费用率分别为1.0%/6.8%/-2.4%,分别同比+0.3/-0.8/-0.7PCT。分类型来看,全年员工成本/折旧与摊销分别占收入比例为27.6%/5.3%,分别同比-0.3/-0.6PCT。

其他指标: 1) 存货 24 年末为 68.8 亿元, 同比增加 12.4%; 存货周转天数为 116 天, 同比减少 4 天。2) 应收账款为 61.5 亿元, 同比增加 22.4%; 应收账款周转天数为 71 天, 同比减少 2 天。3) 资产处置收益全年为 3.4 亿元, 同比增加 585.5%, 23 年为 0.5 亿元。4) 经营净现金流全年为 52.7 亿元, 同比增加 0.9%。5) 所得税率全年为 12.9%, 同比提升 4.1PCT, 主要系利润总额增长以及越南所得税率提升所致。

24 年业绩增长靓丽、主营业务盈利能力顺利回升, 期待制造龙头继续发挥优势、强化份额

2024 年公司业绩实现较快增长, 公司加强新品开发以及品类多元化, 完善垂直一体化布局, 提升产品交付速度, 并提升在核心客户中的份额占比、开拓新客户, 有效拓展了市场需求。**产能方面**, 公司柬埔寨金边新成衣工厂土建已接近完工, 并于今年 3 月开始招工, 预计总用工规模约 6000 人。另外, 公司此前收购的越南西宁面料产能将逐步释放, 预计将新增面料 200 吨/天, 为海外成衣工厂的产能扩充提供面料配套。同时公司在国内和国外的员工人数均有增加, 2024 年员工总人数为 10.3 万人, 同比增加 11.6%。

展望来看, 公司将进一步整合和优化国内外基地的各自优势, 扩产海外产能规模, 加快对客户需求的响应速度, 2025 年产能利用率预计维持高位。同时公司将积极根据消费者需求灵活调整产品结构组合, 并加大对新面料的研发投入, 重视新材料和新工艺的应用, 丰富产品品类。截至 24 年 12 月末, 公司扣除借款后净现金资产达 134.0 亿元, 资金实力强劲、抗风险能力强。

我们继续看好公司作为制造龙头, 国内外产能协同发力, 客户和订单结构持续优化、帮助巩固提升市场份额。考虑 2024 年业绩表现好于预期, 我们小幅上调公司 25~26 年盈利预测 (归母净利润较前次预测分别上调 2%/1%), 新增 27 年盈利预测, 对应 EPS 分别为 4.37/4.93/5.44 元, PE 分别为 13/12/11 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 国内外需求疲软, 影响公司产能利用率和毛利率; 产能扩张或者效率提升不及预期; 棉价或汇率大幅波动。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,970	28,663	31,702	34,892	38,066
营业收入增长率	-10.1%	14.8%	10.6%	10.1%	9.1%
净利润 (百万元)	4,557	6,241	6,574	7,413	8,185
净利润增长率	-0.1%	36.9%	5.3%	12.8%	10.4%
EPS (元)	3.03	4.15	4.37	4.93	5.44
ROE (归属母公司) (摊薄)	14.3%	18.2%	18.3%	18.9%	19.3%
P/E	19	14	13	12	11
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间 2025-03-26, 港币汇率采用 1HKD=0.9229RMB 计算

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24970	28663	31702	34892	38066
营业成本	18910	20608	22718	24899	27088
折旧和摊销	1376	1359	1342	1365	1386
销售费用	164	276	269	244	247
管理费用	1881	1938	2124	2303	2474
财务费用	346	375	382	373	357
应占联营公司损益	13	5	9	9	9
除税前溢利	4996	7164	7556	8520	9408
所得税	438	923	982	1108	1223
净利润	4557	6241	6574	7413	8185
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4557	6241	6574	7413	8185
EPS(元)	3.03	4.15	4.37	4.93	5.44

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5227	5273	6717	7438	8325
除税前溢利	4996	7164	7556	8520	9408
折旧摊销	1474	1359	1342	1365	1386
净营运资金增加	232	-1102	-235	-327	-226
其他	-1475	-2147	-1946	-2120	-2243
投资活动产生现金流	710	-9506	-710	-661	-654
净资本支出	-1860	-1612	-1665	-1665	-1665
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	2570	-7893	955	1004	1011
融资活动现金流	190	-2812	-3866	-4540	-5220
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2948	666	-198	-403	-653
支付股利合计	-2748	-3482	-3668	-4136	-4567
其他筹资活动产生的现金	-10	4	0	0	0
净现金流	6126	-7044	2141	2237	2451

主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.3%	28.1%	28.3%	28.6%	28.8%
EBITDA 率	26.9%	31.0%	29.3%	29.4%	29.3%
EBIT 率	21.4%	26.3%	25.0%	25.5%	25.7%
税前净利润率	20.0%	25.0%	23.8%	24.4%	24.7%
归母净利润率	18.3%	21.8%	20.7%	21.2%	21.5%
ROA	9.9%	12.3%	11.7%	12.8%	13.8%
ROE (摊薄)	14.3%	18.2%	18.3%	18.9%	19.3%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	32.4%	32.5%	30.5%	28.6%	26.6%
流动比率	2.13	2.29	2.45	2.65	2.89
速动比率	1.67	1.88	2.03	2.21	2.42
归母权益/有息债务	2.66	2.76	3.06	3.42	3.92
有形资产/有息债务	1.06	0.99	1.06	1.12	1.21

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

注: 按最新股本摊薄, 港币汇率采用 1HKD=0.9229RMB 计算

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	48611	53108	56317	59356	62659
货币资金	11596	10869	13009	15247	17698
存货	6125	6885	7057	7268	7574
应收账款及应收票据	5024	6151	6356	6645	6913
定期存款	4472	12871	12871	12871	12871
按公允价值计入损益的金	804	1304	1304	1304	1304
其他流动资产	459	491	491	491	491
流动资产合计	28479	38572	41089	43827	46851
固定资产-物业, 厂房及设备	10931	10763	11422	11690	11939
预付土地租赁款项	0	0	0	0	0
使用权资产	1961	1939	1976	2011	2043
无形资产	129	132	129	126	124
于联营公司之权益	13	15	15	15	15
定期存款	6655	1166	1166	1166	1166
其他非流动资产	443	521	521	521	521
非流动资产合计	20132	14536	15229	15529	15808
总负债	15744	17255	17198	16969	16664
短期借款	10204	12819	12621	12218	11565
应付账款及应付票据	1198	1493	1634	1808	2155
应付负债及其他应付款项	1603	1695	1695	1695	1695
其他流动负债	380	820	820	820	820
流动负债合计	13384	16826	16769	16540	16235
长期借款	1900	0	0	0	0
其他非流动负债	459	429	429	429	429
非流动负债合计	2359	429	429	429	429
股东权益	32867	35853	39119	42387	45995
股本	151	151	151	151	151
储备	32716	35702	38968	42236	45844
归属母公司权益	32716	35702	38968	42236	45844
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	0.7%	1.0%	0.9%	0.7%	0.7%
管理费用率	7.5%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%
财务费用率	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	0.9%
所得税率	8.8%	12.9%	13.0%	13.0%	13.0%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利(HKD)	1.98	2.51	2.64	2.98	3.29
每股经营现金流	3.48	3.65	4.47	4.95	5.54
每股净资产	21.86	23.85	26.02	28.20	30.60
每股销售收入	16.61	19.07	21.09	23.21	25.32

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	19	14	13	12	11
PB	2.6	2.4	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	13.8	9.6	9.0	8.0	7.2
股息率	3.2%	4.0%	4.2%	4.8%	5.3%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP