

人民币升值影响下收入增速略有放缓，东南亚产能提效助力盈利能力提升 增持（维持）

2018年08月27日

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003
021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

盈利预测预估值	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	18,103.9	20,794.0	23,768.4	27,119.0
同比（%）	19.8%	14.9%	14.3%	14.1%
归母净利润（百万元）	3,762.7	4,610.2	5,471.8	6,432.8
同比（%）	27.6%	22.6%	18.7%	17.6%
每股收益（元/股）	2.53	3.07	3.64	4.28
P/E（倍）	33.3	27.2	22.9	19.5

投资要点

■ **事件：**公司公布中报，18H1 收入同增 10.8%至 91.6 亿元，归母净利润同增 21.2%至 21.8 亿元。

■ **收入端：**订单增长健康、表现收入增速放缓与人民币兑美元相对去年同期升值有关。公司 18H1 收入增长 10.8%至 91.6 亿元，增速相对往期略有下行，主要与人民币兑美元相对 17H1 整体升值有关。

从主要客户来看：Nike 仍是增长最为强劲的客户，Adidas 超越 Uniqlo 成为第二大客户。第一大客户 Nike 贡献 30% 收入，18H1 订单增长 13.5%至 27.2 亿元，表现依然强劲；Adidas 超越 Uniqlo 成为第二大客户，订单规模同增 8.8%至 17.7 亿元；本期前四大客户占比同比下降 1.8pp 至 77.4%，来自前四大客户以外的订单同比增长 20.5%至 20.7 亿元。

从销售区域来看：美国及中国大陆表现最佳。Nike 等运动品牌的订单增长带动美国及中国大陆市场销售，18H1 美国/中国大陆市场收入分别增长 25.3%/32.4%至 12.8/26.2 亿元。

分品类来看：运动、内衣品类增长强劲。运动类服装仍是公司最主要产品品类，收入占比达到 68%，包括 Nike、Adidas、Puma 在内的国际运动品牌在美国及中国大陆市场服装需求的提升带动该品类收入增长 12.6%至 62.2 亿元；本期内衣类产品增长 15.1%至 7.1 亿元，是增速最快品类，增长主要来自中国大陆及日本内衣采购需求提升。

■ **财务表现：**毛利率提升叠加越南盈利占比提升带来综合所得税下降，利润增速跑赢收入。公司 18H1 收入同增 10.8%至 91.6 亿元，受益毛利率同增 0.6pp 至 32.3%，毛利润同增 13.0%至 29.6 亿元。销售、管理费用率整体保持稳定，其他收入净额由于汇兑收益同比增加（17H1 为亏损 3789 万元，18H1 为收益 2132 亿元）提升，以及财务费用的降低（主要由于本期不再支付可转债利息），带来税前利润同增 16.7%至 24.3 亿元，又由于越南盈利占比提升带动综合所得税率下降 2.9pp 至 11.3%，公司净利润同增 20.6%至 21.5 亿元，净利率同增 1.9pp 至 23.5%。

■ **盈利预测及投资建议：**考虑越南及柬埔寨持续招工+效率提升，以及 18H2 更加有利的汇率环境（人民币兑美元贬值明显），我们预计 18/19/20 年公司收入同增 15%/14%/14%至 208/238/271 亿元，归母净利润同增 23%/19%/18%至 46/55/64 亿元，对应 PE27/23/20X，考虑到作为针织服装制造全球龙头，优秀的研发及管理实力、均衡的客户结构带来公司稳定的业绩增长，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**大客户订单增长不及预期、汇率意外波动、原材料价格意外波动

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	95.45
一年最低/最高价	57.65/102.00
市净率(倍)	6.38
港股流通市值(亿港元)	143482.58

基础数据

每股净资产(元)	13.05
资产负债率(%)	17.72
总股本(百万股)	1503.22
流通股本(百万股)	1503.22

相关研究

- 1、《申洲国际 17 年报：产销两旺，越南成衣工厂盈利后税收优势下利润放量加速》2018-03-27
- 2、《申洲国际：中国纺服行业市值第一股，业绩继续超预期！》2017-08-21
- 3、《申洲国际：超强研发+海外一体化初现规模，针织龙头优势不断巩固》2017-06-04

■ 事件:

公司公布中报, 18H1 收入同增 10.8% 至 91.6 亿元, 归母净利润同增 21.2% 至 21.8 亿元。

- **收入端: 订单增长健康、表现收入增速放缓与人民币兑美元相对去年同期升值有关。**公司 18H1 收入增长 10.8% 至 91.6 亿元, 增速相对往期略有下行, 主要与人民币兑美元相对 17H1 整体升值有关。

从主要客户来看: **Nike 仍是增长最为强劲的客户, Adidas 超越 Uniqlo 成为第二大客户。**第一大客户 Nike 贡献 30% 收入, 18H1 订单增长 13.5% 至 27.2 亿元, 表现依然强劲; Adidas 超越 Uniqlo 成为第二大客户, 订单规模同增 8.8% 至 17.7 亿元; Uniqlo、PUMA 收入增速较去年放缓, 同增 3.7%/1.9% 至 17.4/8.6 亿元。本期前四大客户占比同比下降 1.8pp 至 77.4%, 来自前四大客户以外的订单同比增长 20.5% 至 20.7 亿元。

表 1: 收入按主要客户区分 (单位: 亿元)

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
Nike	26.11	33.9	38.69	52.56	23.93	27.15
YOY	41.74%	29.84%	14.13%	35.85%	30.84%	13.46%
/总收入	23.45%	26.82%	25.62%	29.73%	28.96%	29.64%
Adidas	23.67	27.38	34.22	36.09	16.29	17.73
YOY	12.23%	15.66%	24.97%	5.48%	10.14%	8.84%
/总收入	21.27%	21.66%	22.66%	20.41%	19.71%	19.36%
Uniqlo	23.32	31.37	33.68	36.97	16.78	17.40
YOY	-1.54%	34.52%	7.36%	9.77%	5.01%	3.69%
/总收入	20.95%	24.82%	22.31%	20.91%	20.31%	19.00%
Puma	12.04	10.92	13.19	未披露	8.44	8.60
YOY	3.44%	-9.31%	20.78%		45.27%	1.92%
/总收入	10.82%	8.64%	8.74%		10.21%	9.39%
前四大客户合计	85.14	103.57	119.78	125.63	65.44	70.88
/总收入	76.49%	81.94%	79.33%	71.05%	79.19%	77.38%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所, 其中 2017 年是前三大客户合计

从销售区域来看: **美国及中国大陆表现最佳。**Nike 等运动品牌的订单增长带动美国及中国大陆市场销售, 18H1 美国/中国大陆市场收入分别增长 25.3%/32.4% 至 12.8/26.2 亿元, 但欧洲/日本市场收入分别下降 4.1%/4.6% 至 18.5/14.3 亿元, 分别由于当地运动服/休闲服订单减少。

表 2: 收入按销售目的地区分 (单位: 百万元)

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
美国	1,300.04	1,588.69	1,548.39	2,337.90	1,025.15	1,284.56
同比	44.45%	22.20%	-2.54%	50.99%	44.91%	25.31%
占比	11.68%	12.57%	10.25%	13.22%	12.41%	14.02%
欧洲	1,929.61	2,319.86	3,355.52	4,031.08	1,930.97	1,851.67
同比	10.64%	20.22%	44.64%	20.13%	27.12%	-4.11%
占比	17.33%	18.35%	22.22%	22.80%	23.37%	20.21%
日本	3,081.14	2,859.69	3,003.74	3,129.04	1,496.80	1,428.65
同比	-9.18%	-7.19%	5.04%	4.17%	0.82%	-4.55%
占比	27.68%	22.63%	19.89%	17.70%	18.11%	15.60%

国外其他	2,333.31	2,875.55	3,501.56	3,742.64	1,833.66	1,977.40
同比	11.05%	23.24%	21.77%	6.88%	15.35%	7.84%
占比	20.96%	22.75%	23.19%	21.17%	22.19%	21.59%
国内	2,487.43	2,995.54	3,689.88	4,844.59	1,977.01	2,617.62
同比	30.27%	20.43%	23.18%	31.29%	19.74%	32.40%
占比	22.35%	23.70%	24.44%	27.40%	23.92%	28.58%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

分品类来看：运动、内衣品类增长强劲。运动类服装仍是公司最主要产品品类，收入占比达到 68%，包括 Nike、Adidas、Puma 在内的国际运动品牌在美国及中国大陆市场服装需求的提升带动该品类收入增长 12.6% 至 62.2 亿元；本期内衣类产品增长 15.1% 至 7.1 亿元，是增速最快品类，增长主要来自中国大陆及日本内衣采购需求提升。

表 3：收入按品类分（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
运动类	6,830.43	8,028.05	9,815.54	12,048.90	5,518.79	6,215.59
同比	22.83%	17.53%	22.27%	22.75%	22.94%	12.63%
占比	61.36%	63.52%	65.01%	68.14%	66.78%	67.86%
休闲类	2,724.39	3,476.50	3,886.02	4,600.53	2,061.08	2,164.36
同比	-5.14%	27.61%	11.78%	18.39%	17.74%	5.01%
占比	24.47%	27.51%	25.74%	26.02%	24.94%	23.63%
内衣类	1,452.27	1,022.23	1,293.11	1,302.58	620.51	714.41
同比	5.32%	-29.61%	26.50%	0.73%	-5.27%	15.13%
占比	13.05%	8.09%	8.56%	7.37%	7.51%	7.80%
其他针织品	124.43	112.55	104.40	133.24	63.21	65.54
同比	-47.08%	-9.55%	-7.23%	27.62%	10.07%	3.68%
占比	1.12%	0.89%	0.69%	0.75%	0.76%	0.72%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

■ **财务表现：毛利率提升叠加越南盈利占比提升带来综合所得税下降，利润增速跑赢收入。**公司 18H1 收入同增 10.8% 至 91.6 亿元，受益毛利率同增 0.6pp 至 32.3%，毛利润同增 13.0% 至 29.6 亿元。销售、管理费用率整体保持稳定，其他收入净额由于汇兑收益同比增加（17H1 为亏损 3789 万元，18H1 为收益 2132 亿元）提升，以及财务费用的降低（主要由于本期不再支付可转债利息），带来税前利润同增 16.7% 至 24.3 亿元，又由于越南盈利占比提升带动综合所得税率下降 2.9pp 至 11.3%，公司净利润同增 20.6% 至 21.5 亿元，净利率同增 1.9pp 至 23.5%。

表 4：申洲国际财务摘要（单位：百万元）

	2014	2015	2016	2017	2017H1	2018H1
营业收入	11,131.53	12,639.33	15,099.08	18,085.25	8,263.58	9,159.90
YOY	10.79%	13.55%	19.46%	19.78%	18.87%	10.84%
毛利	3,226.62	3,848.92	4,909.44	5,671.30	2,616.34	2,956.86
YOY	13.67%	19.29%	27.55%	15.52%	18.08%	13.02%
毛利率	28.99%	30.45%	32.51%	31.36%	31.66%	32.28%
销售费用	-247.96	-255.49	-353.69	-469.83	-214.04	-249.64

销售费用率	2.23%	2.02%	2.34%	2.60%	2.59%	2.73%
管理费用	-792.87	-962.06	-1,102.80	-1,231.17	-592.31	-688.13
管理费用率	7.12%	7.61%	7.30%	6.81%	7.17%	7.51%
其他收入/(支出)净额-经营	-15.33	-104.17	307.33	437.28	335.15	432.96
YOY				42.28%	-	29.18%
营业利润	2,590.64	2,986.59	3,760.28	4,407.57	2,145.14	2,452.05
YOY	17.16%	15.28%	25.91%	17.21%	18.74%	14.31%
财务收入/(费用)净额	-46.44	-98.73	-119.83	-123.02	-66.52	-25.59
财务费用率	0.42%	0.78%	0.79%	0.68%	0.80%	0.28%
除税前溢利	2,543.35	2,886.90	3,642.95	4,288.23	2,080.17	2,428.49
YOY	15.54%	13.51%	26.19%	17.71%	18.61%	16.74%
所得税率	18.74%	18.43%	19.09%	12.32%	14.17%	11.31%
净利润	2,066.63	2,354.84	2,947.68	3,759.95	1,785.40	2,153.79
YOY	14.56%	13.95%	25.18%	27.56%	23.13%	20.63%
净利率	18.57%	18.63%	19.52%	20.79%	21.61%	23.51%
归母净利润	2,065.87	2,354.66	2,947.67	3,762.72	1,798.66	2,178.87
YOY	14.58%	13.98%	25.18%	27.65%	24.05%	21.14%

资料来源：wind，东吴证券研究所

- 盈利预测及投资建议：**考虑越南及柬埔寨持续招工+效率提升，以及 18H2 更加有利的汇率环境（人民币兑美元贬值明显），我们预计 18/19/20 年公司收入同增 15%/14%/14% 至 208/238/271 亿元，归母净利润同增 23%/19%/18% 至 46/55/64 亿元，对应 PE27/23/20X，考虑到作为针织服装制造全球龙头，优秀的研发及管理实力、均衡的客户结构带来公司稳定的业绩增长，维持“增持”评级。
- 风险提示：**大客户订单增长不及预期、汇率意外波动、原材料价格意外波动

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

