

申洲国际 (2313 HK)

业绩符合预期，销量增长基于产能的扩张

申洲国际作为消费品代工龙头企业，其经营业绩持续表现理想。这主要得益于持续强劲的订单流入及集团生产效率的提升。申洲国际收入上涨 10.8% 至人民币 92 亿元，受人民币升值影响，其收入轻微低于我们的预期。集团净利润上涨 21.1% 至人民币 22 亿元，同我们的预期一致。运动类产品仍为集团主要的增长动力，其 2018H1 收入占总收入的比重为 67.9%。我们对申洲国际发展持乐观态度，根据提升后的每股盈利将目标股价上修至 112 港元，目标股价隐含 2018 年预测市盈率为 28.9 倍。维持“增持”评级。

- 订单量增势强劲。**来自集团四大主要客户的订单量于 2018H1 录得理想增幅，集团产能利用率高。因此，集团收入的增幅完全取决于其产能的增幅。上半年度集团的产能增幅录得 15%，同管理层指引的 10-15% 保持一致。
- 低税率利好集团发展。**受惠于越南当地法律及规章条例，集团有权豁免所得税四年，及其后九年可减免 50%。这使得申洲有效税率同比从 14.2% 降至 11.3%。此外，集团融资成本减少人民币 4,090 万元及人民币兑美元汇率升值推动净利润同比增长 21.1%。
- 有效的劳动力成本控制。**集团上半年度在 81,580 名工人的基础上新增工人 2,550 名，但其员工成本总计约占集团销售的 28.2% (2017H1: 约占 30.2%)，而且集团 2018H1 人均产出则同比上涨 7.5% 至人民币 10.89 万元，可见集团在劳动力成本控制方面再进一步改善。
- 2018H1 人民币升值带来负面影响。**集团大部分收入以美元计，而成本及平均售价则以人民币计。上半年受人民币升值影响，集团平均售价（以人民币计算）下降 4%，毛利率受压。然而，受益于产能扩张及生产效率提升，生产成本削减，集团毛利率轻微增长 0.6% 至 32.3%。
- 上调目标股价，维持“增持”评级。**我们认为集团将维持强劲的订单量。随着中国内地自动化设备投入使用及集团海外基地扩张，将持续推动集团收入增长。鉴于下半年人民币疲软加剧、集团下半年原材料订单量占其全年订单量比重约 80% 以抵消原材料成本增长所带来的影响及人工效率提升，我们预计集团总收入及账面利润预计将于 2018 年分别增长 17%/21%。我们基于提升后的每股盈利将目标股价上修至 112 港元，目标股价隐含 2018 年的预测市盈率为 28.9 倍，维持“增持”评级。

投资总结

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营收 (人民币 百万元)	15,099	18,085	21,081	24,669	28,680
变化 (%)	19	20	17	17	16
净利润 (人民币 百万元)	2,948	3,760	4,550	5,227	6,082
变化 (%)	25	28	21	15	16
每股盈利 (人民币)	2.107	2.582	3.125	3.554	4.096
变化 (%)	25	23	21	14	15
市盈率 (倍)	42.5	34.7	28.7	25.2	21.9
市净率 (倍)	8.2	6.6	5.7	5.1	4.5
价格/经营活动现金流 (倍)	41.0	34.1	25.0	27.4	23.4
企业价值/息税折摊前利润 (倍)	33.0	28.4	24.0	20.0	17.2
每股股息 (人民币)	1.073	1.291	1.562	1.777	2.048
收益率 (%)	1.2	1.4	1.7	2.0	2.3

资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

增持

目前股价

HK\$103

目标股价

HK\$112

中国 / 消费品 / 服装

2018 年 9 月 3 日

戴伟豪 (SFC CE: BKJ685)

(852) 3519 1292

Cyrus.tai@dfzq.com.hk

最新主要数据

已发行股份总数 (百万股)	1,503
市值 (百万港元)	149,968
企业价值 (百万港元)	149,576
12 个月内日成交额 (百万港元)	0.9
12 个月波动率 (%)	23.6
FY17-19 预测市盈增长率 (倍)	2.0
FY17-19 预测平均净资产收益率 (%)	20
FY18 预测市净率 (倍)	5.7
FY18 预测净负债-股东权益比 (%)	N.C

股价表现 (%)

	1 个月	本年	12 个月
绝对值	0.5	12.0	2.5
相对恒指	(0.4)	(14.3)	(16.8)

主要股东持股 (%)

马建荣	50
马仁和	6

审计师

安永会计师事务所

股价走势图



资料来源：公司资料、彭博资讯、东方证券（香港）

人民币升值影响 2018H1 收入增幅

申洲国际 2018H1 业绩持续录得满意增幅。集团收入同比增长 10.8% 至人民币 8.96 亿元。据管理层称，集团收入同比增长约 15%（不计在此期间人民币对美元汇率升值所带来的影响），同管理层指引的 10-15% 大体一致。未来增长主要视乎产能扩张的情况。

图 1: 成交额明细 (按地区)

人民币 百万元	2018H1		2017H1		变化率 %
	人民币	%	人民币	%	
欧洲	1,852	20	1,931	23	(4.1)
日本	1,429	16	1,497	18	(4.6)
美国	1,285	14	1,025	12	25.3
其他国家	1978	22	1,834	22	7.8
国内市场	2,618	29	1,977	24	32.4

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

图 2: 集团员工绩效

	2017H1	2018H1
收入 (人民币 百万元)	8,263.6	9,159.9
雇佣员工总数	81,580	84,130
同比 (%)	-	3.1%
人工成本总额 (人民币 百万元)	2,495	2,583
同比 (%)	-	3.5%
人均产出 (人民币 千元)	101.3	108.9
同比 (%)	-	7.5%

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

订单量增幅预计将较产量增幅快

集团需进一步扩张其海外生产基地以满足集团主要客户订单量增长的需求。其海外基地产能将在未来录得提升。时下，集团正在施建一家 5,000 工人的成衣厂，并且计划在柬埔寨开设一家 1 万工人的新成衣厂。此外，集团位于宁波及越南的上游面料工厂产能分别录得 250 公吨/天及 220 公吨/天，产能仍在提升当中。

集团主要客户订单量均录得理想增幅。其中，耐克订单量增幅显著（其销售同比增长 13.5%）。集团将在下半年交付耐克新产品，其销售预计将维持高增幅。

另一方面，集团将进一步致力发展新客户，使其客户基础多样化。集团来自其主要客户的收入占其总收入的 77.4%，同比下降 1.8%。其中，来自国内客户（包括李宁、安踏等）的收入增幅强劲，同比增长 150%。

集团美国市场收入增幅显著，其销售占总销售的 14%。申洲越南及柬埔寨海外生产基地 2018H1 产能占其总产能的约 30%，可充分满足美国市场的需求量。申洲面临因中美贸易战所带来之关税激升的风险较低。

劳动生产力提升

当前集团员工总计约 84,130 名（同比增长 3%），但其员工总成本（包括行政人员及管理人员）约占集团销售的 28.2%（2017H1: 约为 30.2%）。其间，凭借自动化设备及产能扩张，人均产出同比增长 7.5% 至人民币 10.89 万元，相信未来将持续改善。

毛利率增长

尽管人民币兑美元汇率升值，劳动力成本增长及原材料价格提升将为集团毛利率带来负面影响，但受产能扩张及生产效率提升将能抵销成本上的压力，集团毛利率同比轻微上升 0.6% 至 32.3%。集团亦在年初时购买 80% 的原材料以抵抗原材料价格上涨的压力。

图 3: 四大主要客户收入贡献

收入 (百万元)	2017H1	2018H1
耐克	2,393	2,716
同比	30.8%	13.5%
阿迪达斯	1,629	1,773
同比	5.0%	8.8%
优衣库	1,678	1,740
同比	10.1%	3.7%
彪马	844	860
同比	45.4%	1.9%
收入贡献总计	79.2%	77.4%

资料来源: 公司资料、东方证券 (香港)

盈利增长较收入增长快

集团净利润同比增长 21.1% 至人民币 21.789 亿元，究其原因主要是：1）人民币兑美元汇率升值，使集团获利人民币 2,130 万元；2）因部分可转债转股，令融资成本相应减少人民币 4,090 万元；3）实际税率较低，为 11.3%。

存货周转期从 120 天增值 140 天

受交期安排影响，集团未能在这一期间完成产品交付，成品存货资产价值较 2017H1 增加人民币 3 亿元，现时已顺利交货，相信下半年周转天数将得到改善。

模型修订，维持“增持”评级

我们对申洲 2018 年业绩表现持乐观态度。但我们还是将 2018/2019 年收入预测轻微下调 1.8%/1.6%，以反映 2018H1 人民币升值为公司所带来的负面影响。

图 8: 盈利预测修订

人民币百万元	2018E				2019E			
	修订	初始	变化(%)	同比(%)	修订	初始	变化(%)	同比(%)
收入	21,081	21,460	(1.8)	16.6	24,688	25,077	(1.6)	17.1
毛利	6,721	6,750	0.4	18.5	8,088	8,025	0.8	20.3
息税前利润	4,613	4,604	0.2	20.2	5,594	5,517	1.4	21.3
除税前利润	5,112	5,110	0.0	21.0	6,094	6,023	1.2	19.2
净利润	4,550	4,547	0.0	21.0	5,241	5,180	1.2	15.2
毛利率(%)	31.9	31.5	0.4ppt	(0.2ppt)	32.8	32.0	0.8ppt	0.9ppt
经营利润率(%)	21.9	21.5	0.4ppt	0.0ppt	22.7	22.0	0.7ppt	0.8ppt
净利率(%)	21.6	21.2	0.4ppt	0.3ppt	21.2	20.7	0.5ppt	0.4ppt

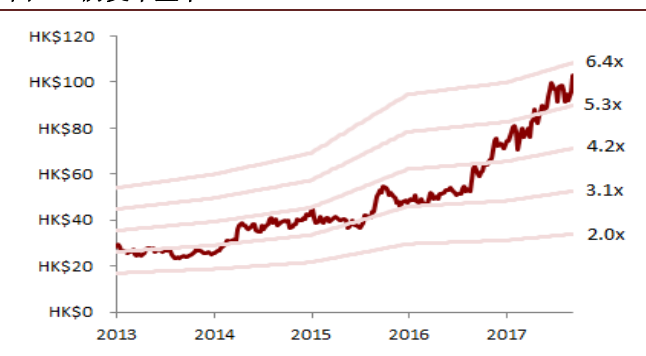
资料来源：公司资料、东方证券（香港）

图 11: 市盈率区间



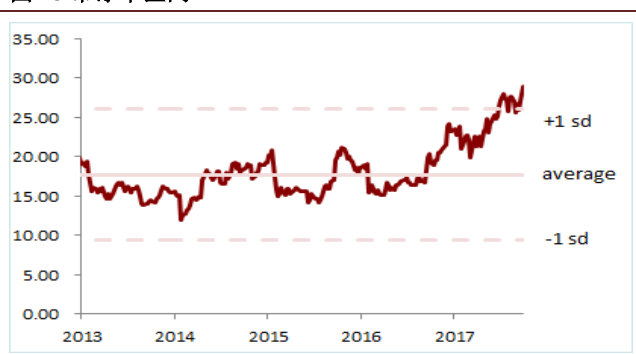
资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 12: 历史市盈率



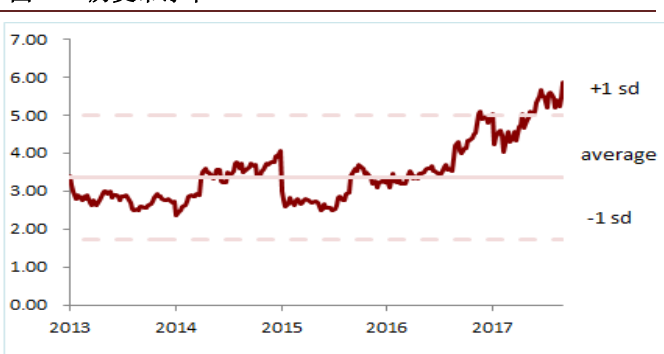
资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 13: 市净率区间



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 14: 历史市净率



资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）

图 15: 同业公司比较

股票代码	公司名称	报告货币	收市价	市值 (百万港元)	市盈率 (倍)				市盈增长率(倍)	市净率 (倍)		股息收益率 (%)		企业价值/息税折摊前利 润(倍)		
					17	18E	19E	20E		17	18E	17	18E	17	18E	19E
2313 HK	申洲	人民币	103.0	134,848	42.5	34.7	28.7	25.2	2.0	6.6	5.7	1.4	1.7	28.4	24.0	20.0
为国外品牌制造及销售运动产品的香港上市 OEM 及零售公司																
1170 HK	信星	人民币	1.94	1,346	5.3				2.0	1.1		3.1		7.3		
551 HK	裕元	美元	21.75	4,531	8.8	12.5	10.7	9.7			1.0	6.9	6.5	6.7	7.1	6.4
2368 HK	鹰美	港元	3.46	1,729	7.5				(0.9)	1.4		10.4		5.2		
3322 HK	永嘉	港元	0.69	886	43.1					0.4		5.8		4.6		
3813 HK	宝胜	港元	1.530	7,118	17.6	16.1	12.1	10.1		1.1	1.0	1.2	1.4	7.8	7.3	6.1
为国外品牌制造及销售运动产品的香港上市 OEM 及零售公司					20.8	21.1	17.2	15.0	1.0	2.1	2.6	4.8	4.5	10.0	12.8	10.8

资料来源：彭博资讯、东方证券（香港）



财务报表及预测

损益表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	13,780	18,085	21,081	24,688	28,680
NIKE	3,869	5,256	6,307	7,758	9,310
Uniqlo	3,368	3,697	3,919	4,272	4,592
Adidas	3,422	3,609	4,006	4,167	4,333
其他	3,121	5,523	6,848	8,492	10,445
销货成本	(10,190)	(12,414)	(14,360)	(16,600)	(19,210)
毛利	3,590	5,671	6,721	8,088	9,470
销售及分销开支	(354)	(470)	(527)	(617)	(717)
行政开支	(1,103)	(1,231)	(1,433)	(1,654)	(1,893)
其他开支	(154)	(134)	(148)	(222)	(287)
经营利润	1,980	3,836	4,613	5,594	6,573
其他收入及收益	462	572	566	566	566
财务成本	(120)	(123)	(66)	(66)	(66)
应占一间联营公司亏损	2	4	-	-	-
除税前利润	2,324	4,288	5,112	6,094	7,073
所得税开支	(695)	(528)	(562)	(853)	(990)
净利润	1,629	3,760	4,550	5,241	6,082
息税折摊前利润	3,938	4,587	5,433	6,514	7,573
息税前利润	3,299	3,836	4,613	5,594	6,573
每股盈利 - 基本(人民币)	2.107	2.582	3.125	3.564	4.096
每股盈利 - 摊薄(人民币)	1.961	2.532	3.064	3.529	4.096
每股股息 (人民币)	1.073	1.291	1.562	1.782	2.048

现金流量表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
除税前利润	3,643	4,288	5,112	6,094	7,073
已付税项	(695)	(528)	(562)	(853)	(990)
折旧及摊销	675	784	857	960	1,044
运营资本变动	(882)	(794)	76	(1,093)	(1,191)
其他	320	74	(339)	(276)	(241)
经营活动现金流量	3,061	3,823	5,145	4,833	5,695
资本支出	(2,036)	(1,976)	(1,830)	(1,723)	(1,034)
出售	68	106	114	132	149
预付款项	(78)	(125)	(140)	(157)	(176)
存款及委托贷款	1,851	(1,072)	(500)	-	-
投资	(2,322)	139	-	-	-
银行利息收入	149	206	206	206	206
其他	(119)	-	-	-	-
投资活动现金流量	(2,487)	(2,721)	(2,151)	(1,542)	(855)
借贷变动	585	889	76	-	-
已付股息	(1,254)	(1,502)	(1,880)	(2,275)	(2,620)
已付利息	(120)	(123)	(66)	(66)	(66)
其他	442	-	-	-	-
融资活动现金流量	(347)	(736)	(1,870)	(2,341)	(2,687)
自由现金流	1,025	1,848	3,315	3,110	4,661
对汇兑差额的影响	62	-	-	-	-
净现金流	227	366	1,124	949	2,153

半年度明细

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17
收入	6,828	8,264	9,822	9,160	11,921
毛利	1,375	2,616	3,055	2,957	3,764
经营利润	504	1,745	2,091	2,010	2,603
除税前利润	570	2,080	2,208	2,428	2,684
税项	(392)	(298)	(231)	(275)	(288)
净利润	179	1,785	1,975	2,154	2,396
毛利率(%)	20.1	31.7	31.1	32.3	31.6
经营利润率(%)	7.4	21.1	21.3	21.9	21.8
实际税率(%)	68.7	14.3	10.4	11.3	10.7
净利率(%)	2.6	21.6	20.1	23.5	20.1
每股盈利(人民币)	1.067	1.270	1.855	1.450	1.675
每股股息(人民币)	1.073	0.061	1.291	0.850	0.712

资料来源: 公司资料、东方证券(香港)

资产负债表 (合并报表)

年结于 12 月 31 日 (人民币百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	12,835	15,206	16,950	19,306	23,016
存货	3,699	4,477	4,427	5,184	6,023
应收账款及票据	2,653	2,815	2,951	3,456	4,015
预付款项、按金及其他应收	674	810	843	988	1,147
应收关联人士款项	1	1	1	1	1
委托贷款	150	-	-	-	-
可供出售投资	3,120	2,977	2,977	2,977	2,977
结构存款	-	1,050	1,050	1,050	1,050
抵押存款	-	-	500	500	500
存期逾三个月之银行存款	433	606	606	606	606
现金及现金等价物	2,105	2,471	3,595	4,544	6,698
非流动资产	8,981	8,887	10,226	11,355	11,708
物业、厂房及设备	7,013	7,117	8,282	9,288	9,504
预付土地租赁款项	923	957	1,133	1,258	1,397
无形资产	105	98	96	94	92
有抵押存款	500	500	500	500	500
长期银行定期存款	350	150	150	150	150
长期预付款项	78	44	44	44	44
于一间联营公司之投资	7	11	11	11	11
递延税项资产	4	10	10	10	10
总资产	21,816	24,093	27,256	30,710	34,777
流动负债	3,094	4,265	4,537	4,851	5,216
应付账款及票据	758	873	1,005	1,162	1,345
客户预付款项	17	26	26	26	26
其他应付及应计款项	787	945	1,005	1,162	1,345
借贷	1,241	2,130	2,206	2,206	2,206
应付税项	291	291	291	291	291
非流动负债	3,412	3	3	3	3
可换股债券	3,410	-	-	-	-
递延税项负债	2	3	3	3	3
总负债	6,506	4,269	4,540	4,854	5,219
股本	142	151	151	151	151
储备	14,951	19,470	22,360	25,501	29,202
非控股权益	217	203	204	204	205
总权益	15,310	19,825	22,716	25,856	29,558
总负债及权益	21,816	24,093	27,256	30,710	34,777
净现金/(负债)	(2,546)	341	1,389	2,338	4,492
营运资本	5,464	6,258	6,182	7,275	8,466
已动用资本总额	18,722	19,828	22,639	25,810	29,508
净负债率(%)	17	净现金	净现金	净现金	净现金
每股账面价值(人民币)	10.943	13.616	15.601	17.583	19.904

主要比率

年结于 12 月 31 日 增长率(%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	19	20	17	17	16
毛利	28	16	19	20	17
净利润	25	28	21	15	16
利润率(%)					
毛利	32.5	31.4	31.9	32.0	32.7
息税折摊前利润	26.1	25.4	25.8	26.4	26.0
息税前利润	21.8	21.2	21.9	22.7	22.9
净利润	19.5	20.8	21.6	21.2	21.2
其他(%)					
实际税率	19	12	11	14	14
派息率	50	50	50	50	50

主要假设

年结于 12 月 31 日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(增长率 %)	19	20	17	17	16
NIKE	23	36	20	20	18
Uniqlo	7	10	6	9	7
Adidas	25	5	11	8	6
其他	25	30	24	25	25



分析员核证

分析员，戴伟豪，主要负责拟备本报告并谨此声明—

- (1) 本报告所表达之意见均准确反映分析员对所述公司(等)/证券之个人见解；
- (2) 分析员之补偿与本报告的推荐或意见或投资银行部并没有直接或间接的关系；
- (3) 分析员不是直接或间接地受投资银行部监管或隶属于投资银行部；
- (4) 分析员就报告中论述的公司(等)/证券，根据证监会操守准则第16.5(g)段，并没有违反安静期限制；
- (5) 分析员及其有联系者没有曾在发表本报告之前的30天内进行交易或买卖涉及本报告所论述的公司(等)/证券；
- (6) 分析员及其有联系者并没有在任何与报告中论述的公司(等)中担任高级人员；
- (7) 分析员及其有联系者并没有拥有研究报告内所论述股份的任何财务权益。

东方证券评级含义

买入—描述了我们预期在未来12个月内将提供>10%的总回报的股票。

增持—描述了我们预期在未来12个月内将提供>0%的总回报的股票。

持有—描述了我们预期在未来12个月内将提供-20%至20%的总回报的股票。

卖出—描述了我们预期在未来12个月内将提供<0%的总回报的股票。

披露及免责声明

东方证券(香港)有限公司可能与报告中论述的公司(等)拥有或正寻求业务关系。因此投资者应留意报告的客观性可能受潜在的利益冲突所影响。在进行投资决定时，投资者应视本报告为其中一个参考因素。

东方证券(香港)有限公司及其附属公司、要员、董事及雇员在任何时间可能持有本报告所提及之任何证券、认股证、期货、期权、衍生产品或其他金融工具的长仓或短仓。

东方证券(香港)有限公司或东方证券(香港)有限公司任何其他成员在任何情况下，均不会就由于任何第三方在依赖本报告内容时之作为或不作为而导致任何类型之损失（无论是直接、间接、随之而来或附带者），负上法律责任或具有任何责任。

本报告内容或意见仅供参考之用途，并不构成任何买入或沽出证券或其他金融产品之要约。本报告并无顾虑任何特定投资者之特定投资目标、财务状况、或风险承受程度，投资者在进行任何投资前，必须对其投资进行独立判断或在需要时寻求独立专业意见。东方证券(香港)有限公司不保证执行此报告提及的投资产品或金融工具的交易。

虽然本报告资料来自或编写自东方证券(香港)有限公司相信是可靠之来源，惟东方证券(香港)有限公司并不明示或暗示地声明或保证任何该等资料之准确性、完整性或可靠性。本报告内所提及之价格仅供参考之用途，投资产品之价值及收入可能会浮动，包括受汇率、市场指数、有关公司相关数据或其他因素而变动。本报告内容或意见可随时更改，东方证券(香港)有限公司并不承诺提供任何有关变更之通知。证券过去的表现不可作为未来表现的指标，同时未来回报是不能保证的，你可能蒙受所有最初存入资金的损失。

对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

任何在香港以外的国家或地区进行/执行之投资产品或金融工具的交易，将受有关当局/当地之相关法律/法规及监管机构的管辖，本报告的发表单位及分析员并不受有关当局/当地的所有披露要求或法规管辖。

未经东方证券(香港)有限公司事先书面授权，任何人不得为任何目的复制、分发、转发、发表此报告，东方证券(香港)有限公司保留一切权利。