

投资评级 **优于大市** 维持

# 境外业务拉动销售增长，23 年产能持续释放

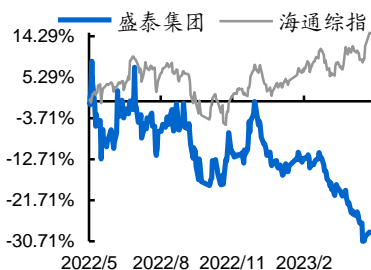
## 股票数据

05月05日收盘价(元)	8.83
52周股价波动(元)	8.49-14.24
总股本/流通A股(百万股)	556/297
总市值/流通市值(百万元)	4906/2625

## 相关研究

《智造研发助力成长，稳抓中高端优质客户》  
2022.12.13

## 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.4	-19.1	-19.0
相对涨幅(%)	-8.3	-16.4	-16.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 盛开

Tel: (021) 23154510

Email: sk11787@haitong.com

证书: S0850519100002

分析师: 梁希

Tel: (021) 23219407

Email: lx11040@haitong.com

证书: S0850516070002

联系人: 王天璐

Tel: (021) 23219405

Email: wtl14693@haitong.com

## 投资要点:

- 公司发布 2022 年及 23Q1 业绩。**2022 收入同比增长 15.7% 至 59.7 亿元，归母净利润同比增长 29.1% 至 3.8 亿元，毛利率同比增长 2.5pct 至 18.4%，净利率同比增降 0.7pct 至 6.3%。2023Q1 收入同比下降 4.7% 至 13.1 亿元，归母净利润同比下降 8.2% 至 0.6 亿元，毛利率同比下降 1.1pct 至 16.6%，净利率同比下降 0.2pct 至 4.3%。23Q1 存货同比下降 14.3% 至 10.1 亿元，环比 22Q3 下降 18.5%，库存水平显著回落。
- 境外业务拉动销售增长。**境内/境外收入 22.0/36.6 亿元，同比变动 -10.9%/42.8%，占比 37.6%/62.4%，毛利率 16.9%/18.4%，同比增长 2.7pct/1.6pct。国内需求收缩下销售下滑，海外销售势头良好，欧洲和日本表现较佳。我们认为 2023 年国内需求释放，公司收入规模有望进一步增长。
- 成本控制成效显著。**成衣/面料/纱线收入 46.9/8.9/2.8 亿元，同比变动 +24.3%/-8.9%/+5.7%，占比 80.0%/15.3%/4.7%，毛利率分别为 18.7%/15.9%/9.6%，同比变动 +2.5/+2.2/-4.1pct。成衣、面料毛利率均显著提升，其中成衣销售运费同比降 60.5%，面料工费/制造费用分别同比下降 12.3%/11.7%，纱线成本增长显著，主因 22 年越南棉纺厂扩大产能，导致工费和销售运费增加。
- 深化产业链布局，新增产能逐步释放。**(1) 公司以 1.2 亿澳币收购澳大利亚卡拉托尔农场，目前已完成交割，2023 年预计产出 7000 吨棉花，约占公司 2023 年棉花需求 50% 以上；(2) 越南十万锭纺纱项目第一期五万锭纱线项目于 2022 年 12 月开始试生产，第二期预计今年下半年正式投产，该项目智能化程度高，万锭用工约 15 人，为传统纺纱工厂的 1/10。
- 资产结构重整优化。**23 年公司将出售嵊州梭织面料较老旧厂区，将产能搬迁至新厂区；安徽工厂计划由政府回收，从自有改为租赁，降低资金压力；将在河南现有约 1070 亩生产基地的基础上进一步土地购置，引进并投建国内智能纱线生产基地、智能化数字化印染标杆工厂，形成海内外纱线面料全面布局；加大在越南、柬埔寨等生产基地的局部，淘汰部分老旧海外工厂。
- 盈利预测与估值。**我们预计公司 2023/2024 年净利润 4.3/4.7 亿元，给予 2023 年 pe 估值区间 13-15X，对应合理价值区间 10.01-11.55 元/股，维持“优于大市”评级。
- 风险提示。**原材料价格上涨，投资项目进度不及预期，海外经营风险，市场偏好变化。

## 主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5157	5966	6662	7200	7787
(+/-)YoY(%)	9.7%	15.7%	11.7%	8.1%	8.2%
净利润(百万元)	291	376	427	465	522
(+/-)YoY(%)	-0.6%	29.1%	13.6%	8.8%	12.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.52	0.68	0.77	0.84	0.94
毛利率(%)	15.9%	18.4%	18.0%	18.1%	18.1%
净资产收益率(%)	14.2%	14.8%	14.4%	13.5%	13.2%

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值	股价	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
		(亿元)	(元/股)	2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
申洲国际	2313.HK	1131	75.25	4064	5313	5728	7322	27.83	21.29	19.75	15.45
晶苑国际	2232.HK	87	3.06	1268	1353	1452	1554	6.88	6.45	6.01	5.62
鲁泰 A	000726.SZ	52	7.01	348	964	938	1074	15.02	5.41	5.56	4.86
平均								<b>16.58</b>	<b>11.05</b>	<b>10.44</b>	<b>8.64</b>

资料来源: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, 鲁泰 A 净利润来自 Wind 一致预期, 单位为人民币, 申洲国际、晶苑国际净利润来自 Bloomberg 一致预期, 单位为港币, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>5966</b>	<b>6662</b>	<b>7200</b>	<b>7787</b>
每股收益	0.68	0.77	0.84	0.94	营业成本	4868	5466	5899	6375
每股净资产	4.57	5.34	6.18	7.11	毛利率%	18.4%	18.0%	18.1%	18.1%
每股经营现金流	1.22	0.19	1.90	0.19	营业税金及附加	28	37	40	44
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	139	202	219	237
P/E	13.04	11.48	10.55	9.40	营业费用率%	2.3%	3.0%	3.0%	3.0%
P/B	1.93	1.65	1.43	1.24	管理费用	317	354	383	414
P/S	0.82	0.74	0.68	0.63	管理费用率%	5.3%	5.3%	5.3%	5.3%
EV/EBITDA	9.75	10.13	8.22	7.66	EBIT	525	569	623	679
股息率%	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	123	89	88	79
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	2.1%	1.3%	1.2%	1.0%
毛利率	18.4%	18.0%	18.1%	18.1%	资产减值损失	-62	0	0	0
净利润率	6.3%	6.4%	6.5%	6.7%	投资收益	9	11	0	0
净资产收益率	14.8%	14.4%	13.5%	13.2%	<b>营业利润</b>	<b>403</b>	<b>491</b>	<b>534</b>	<b>600</b>
资产回报率	5.1%	5.2%	5.5%	5.6%	营业外收支	7	0	0	0
投资回报率	8.0%	7.6%	7.8%	7.9%	<b>利润总额</b>	<b>410</b>	<b>491</b>	<b>534</b>	<b>600</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	857	735	789	846
营业收入增长率	15.7%	11.7%	8.1%	8.2%	所得税	26	55	60	67
EBIT 增长率	66.3%	8.3%	9.4%	9.0%	有效所得税率%	6.3%	11.2%	11.2%	11.2%
净利润增长率	29.1%	13.6%	8.8%	12.3%	少数股东损益	8	9	10	11
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>376</b>	<b>427</b>	<b>465</b>	<b>522</b>
资产负债率	64.0%	62.8%	57.7%	56.4%					
流动比率	0.96	1.12	1.30	1.44	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
速动比率	0.58	0.71	0.87	0.99	货币资金	1162	1177	2132	2138
现金比率	0.33	0.29	0.58	0.52	应收账款及应收票据	691	1532	871	1728
<b>经营效率指标</b>					存货	1242	1492	1459	1730
应收账款周转天数	38.67	55.68	55.68	55.68	其它流动资产	300	311	324	327
存货周转天数	90.05	90.05	90.05	90.05	流动资产合计	3396	4513	4785	5923
总资产周转率	0.90	0.85	0.86	0.88	长期股权投资	165	165	165	165
固定资产周转率	2.63	2.83	3.14	3.54	固定资产	2373	2333	2255	2149
					在建工程	419	293	205	144
					无形资产	440	440	440	440
					非流动资产合计	3946	3780	3614	3446
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>资产总计</b>	<b>7342</b>	<b>8293</b>	<b>8399</b>	<b>9370</b>
净利润	376	427	465	522	短期借款	2504	2504	2504	2504
少数股东损益	8	9	10	11	应付票据及应付账款	571	1034	698	1174
非现金支出	394	166	167	167	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	68	90	100	100	其它流动负债	453	505	472	434
营运资金变动	-167	-587	313	-694	流动负债合计	3528	4043	3674	4112
<b>经营活动现金流</b>	<b>679</b>	<b>105</b>	<b>1054</b>	<b>106</b>	长期借款	340	340	340	340
资产	-733	0	0	0	其它长期负债	829	829	829	829
投资	-286	0	0	0	非流动负债合计	1168	1168	1168	1168
其他	8	11	0	0	<b>负债总计</b>	<b>4696</b>	<b>5212</b>	<b>4843</b>	<b>5281</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1010</b>	<b>11</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	实收资本	556	556	556	556
债权募资	380	0	0	0	归属于母公司所有者权益	2539	2966	3431	3953
股权募资	748	0	0	0	少数股东权益	107	116	125	136
其他	-249	-100	-100	-100	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>7342</b>	<b>8293</b>	<b>8399</b>	<b>9370</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>878</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>	<b>-100</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>714</b>	<b>15</b>	<b>954</b>	<b>6</b>					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表  
资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

盛开 纺织服装行业  
梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,361度,华利集团,新澳股份,伟星股份,李宁,滔搏,开润股份,浙江自然,新秀丽,波司登,宝胜国际,百隆东方,健盛集团,安踏体育,申洲国际,盛泰集团,子不语,特步国际

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。