

2024年10月24日

申洲国际 (02313.HK)

——运动服装代工龙头，规模化保障公司盈利持续增长

投资评级：买入（首次）

投资要点：

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2024年10月22日

收盘价 (港元)	60.35
一年内最高/最低 (港元)	87.25/54.80
总市值 (百万港元)	90719.47
流通市值 (百万港元)	90719.47
资产负债率 (%)	30.38

资料来源：聚源数据

- 全球运动服装制造龙头，深耕赛道客户资源优质。**公司成立于1988年，早期以代工日本中高端婴儿成衣起步，于1997年打入优衣库供应链条，此后于2005年开始加强与耐克、阿迪合作，2016年开启产能海外扩张。分品类看，公司主要代工运动服装，营收占比常年维持于70%左右；分市场看，海外市场营收占比持续增长至24H1的71.3%，欧洲市场为主要增长驱动。
- 客户端：行业需求变化为公司注入订单改善预期。**从行业端看，近年，海外运动市场规模持续增长，伴随新兴市场居民户外运动需求提升，增速有望延续；此外，海外运动品牌补库需求持续，上游代工厂订单增长延续。从客户端看，下游品牌端客户对供应商考核严格要求较高，且近年头部代工企业份额逐步提升，具备较强代工能力的头部代工企业更易持续获得稳定的制造订单。
- 公司端：深耕赛道多年较可比公司竞争优势明显。**公司规模优势明显。从人工角度看，公司员工数及人效均位列行业前列；从ROE端看，公司盈利能力持续位于行业前列，驱动整体ROE维持行业较高水准；从未来发展看，公司通过不断联合研发与创新深度绑定下游优质客户，以更先进、更优质的代工品质筑高竞争壁垒。
- 盈利预测与评级：**申洲国际作为世界运动服饰代工龙头公司，深耕行业多年并具备客户资源禀赋优质、代工技术成熟、产能多元化分布以及员工人效高等优势形成竞争壁垒，伴随海外补库、公司产能向海外扩张以及期间费率优势，未来增长空间较大。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为57.85亿元/66.27亿元/74.88亿元，同比分别增长26.93%/14.57%/12.98%。我们选取与公司同属运动服饰代工企业的聚阳实业、儒鸿作为可比公司，2024年平均PE为21.3X，申洲国际2024年对应PE为15.7X，考虑到公司规模及全球化下盈利能力较可比公司更优异、头部客户粘性等优势，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示：**国际局势变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期；跨市场选择可比公司的风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	278.15	249.96	279.81	312.82	346.92
同比增长率 (%)	16.49%	-10.14%	11.94%	11.80%	10.90%
归母净利润 (百万元)	45.63	45.57	57.85	66.27	74.88
同比增长率 (%)	35.33%	-0.12%	26.93%	14.57%	12.98%
每股收益 (元/股)	3.04	3.03	3.85	4.41	4.98
ROE (%)	14.84%	13.87%	14.99%	14.67%	14.24%
市盈率 (P/E)			15.68	13.69	12.12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

申洲国际作为世界运动服饰代工龙头公司，深耕行业多年并具备客户资源禀赋优质、代工技术成熟、产能多元化分布以及员工人效高等优势形成竞争壁垒，伴随海外补库、公司产能向海外扩张以及期间费率优势，未来增长空间较大。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为57.85亿元/66.27亿元/74.88亿元，同比分别增长26.93%/14.57%/12.98%。我们选取与公司同属运动服饰代工企业的聚阳实业、儒鸿作为可比公司，2024年平均PE为21.3X，申洲国际2024年对应PE为15.7X，考虑到公司规模化及全球化下盈利能力较可比公司更优异、头部客户粘性强等优势，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 欧洲、美国、日本营收增长：结合行业补库及下游客户发展，假设公司2024年欧洲/美国/日本营收同比变动分别为+5.5%/+5.0%/+25.0%；

2) 运动、休闲、内衣营收占比：结合公司近年与下游不同品牌合作进展以及各细分赛道补库进度，假设公司2024年运动、休闲、内衣板块营收占比分别为+70.4%/+24.0%/+4.8%。

投资逻辑要点

行业端：1) 行业补库存带来订单量提升；2) 优质客户头部供应商份额集中度提升利好头部代工企业。

公司端：作为运动服装代工龙头，规模化及全球化驱动公司盈利能力、订单持续性行业领先，ROE 业内具备竞争力，叠加深度锁定下游优质客户，未来增长空间较大。

核心风险提示

国际局势变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期；跨市场选择可比公司的风险。

内容目录

1. 全球运动服装制造龙头，深耕赛道客户资源优质	6
2. 客户端：行业需求变化为公司注入订单改善预期	9
2.1. 世界运动鞋服行业持续发展，补库周期为订单增长贡献额外动力	9
2.2. 下游品牌方筛选条件严格，头部制造企业壁垒深厚合作稳定	11
3. 公司端：深耕赛道多年较可比公司竞争优势明显	12
3.1. 服装代工龙头企业，规模与员工人数行业上乘	12
3.2. 规模化下费用管理优秀，盈利能力为公司 ROE 的主要驱动	13
3.3. 产能向海外转移，锁定优质客户着眼长期发展	16
4. 盈利预测与评级	17
4.1. 运动鞋市场稳增驱动上游制造产业发展	17
4.2. 首次覆盖给予“买入”评级	18
5. 风险提示	19

图表目录

图表 1: 申洲国际服饰代工发展历程.....	6
图表 2: 申洲国际下游客户.....	6
图表 3: 申洲国际股权架构 (截至 2024 年中报).....	7
图表 4: 截至 24H1 公司运动类服饰营收占比较高.....	7
图表 5: 截至 24H1 公司国际业务营收占比较高.....	7
图表 6: 2018-2023 年公司营收 CAGR 为 3.56%.....	8
图表 7: 截至 24H1 公司利润率处于修复阶段.....	8
图表 8: 截至 24H1 公司销售及财务费用率控制良好.....	8
图表 9: 2018-2023 年公司库存保持良性.....	8
图表 10: 公司净现比长期保持健康经营质量上乘.....	8
图表 11: 预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7% (单位: 十亿美元).....	9
图表 12: 世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场.....	9
图表 13: NIKE FY24 年底库存降至 75.19 亿美元.....	10
图表 14: ADIDAS FY24Q2 库存降至 45.44 亿欧元.....	10
图表 15: 迅销 FY24Q3 库存降至 4048 亿日元.....	10
图表 16: PUMA FY24Q2 库存为 19.61 亿欧元.....	10
图表 17: 台企近年月度经营情况变化.....	11
图表 18: 品牌方对制造企业筛选流程较为严格.....	11
图表 19: Adidas 近年供应商数量呈下降趋势.....	12
图表 20: Adidas 长期合作供应商占比不断提升.....	12
图表 21: 近年 Nike 前五大制衣供应商产量占比呈增长趋势.....	12
图表 22: 2018-2023 年可比公司产量规模比较.....	13
图表 23: 2018-2023 年可比公司员工数量比较.....	13
图表 24: 2018-2023 年可比公司人均产量对比.....	13
图表 25: 2017-2023 年可比公司人均创收对比.....	13
图表 26: 2017-2023 年可比公司管理费率.....	14
图表 27: 2017-2023 年可比公司销售费率.....	14
图表 28: 2017-2023 年可比公司中申洲国际管理及销售费率合计处于行业低位.....	14
图表 29: 2020-2023 年可比公司净利率对比.....	15

图表 30: 2020–2023 年可比公司毛利率对比	15
图表 31: 2020–2023 年可比公司总资产周转率	15
图表 32: 2020–2023 年可比公司固定资产周转率	15
图表 33: 2020–2023 年可比公司权益乘数	15
图表 34: 近年可比公司经营性现金流净额/营收	15
图表 35: 2019–2023 年可比公司中申洲国际 ROE 位于前列	16
图表 36: 2019–2023 年公司资本开支占比拆分	16
图表 37: 2019–2023 年公司员工分布	16
图表 38: 各客户公司近期服装类产品营收增长趋势 (亿美元)	17
图表 39: 申洲国际分业务预测拆分 (金额单位: 亿元)	17
图表 40: 申洲国际重点费率预测	18
图表 41: 申洲国际简易利润表 (金额单位: 亿元)	18
图表 42: 可比公司估值表	19

1. 全球运动服装制造龙头，深耕赛道客户资源优质

公司为纵向一体化服装制造商，深耕赛道多年客户资源雄厚。申洲国际前身为成立于1988年的宁波织造，早期以代工日本中高端婴儿成衣起步，于1997年打入优衣库供应链条，此后于2005年开始加强与耐克、阿迪合作，2016年开启产能海外扩张。据官网，公司现有生产基地遍布中国宁波、越南胡志明及柬埔寨金边等地，员工9.7万名，面料及服装年产能分别超25万公吨/5.5亿件，深耕赛道多年客户资源雄厚，产品销售覆盖世界各地。

图表 1：申洲国际服饰代工发展历程



资料来源：第一财经 YiMagazine 公众号，华源证券研究所

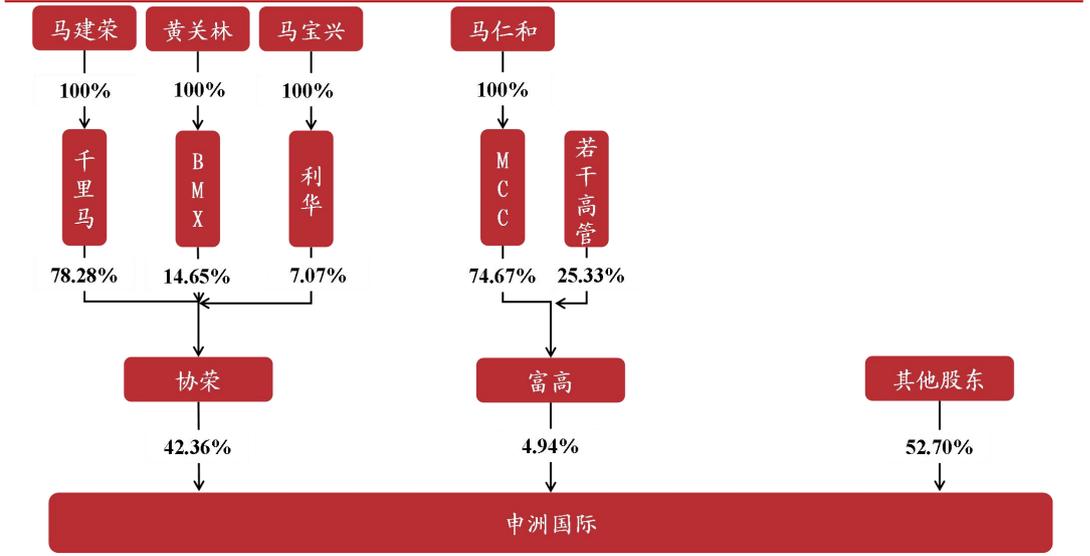
图表 2：申洲国际下游客户



资料来源：公司官网，华源证券研究所

公司股权集中结构稳定，管理层深耕赛道经验丰富。公司高管团队中，执行主席马建荣及总裁黄关林、马仁和等均在纺织制造赛道中工作超30年，行业经验丰富。此外，截至2024年中报，马氏家族通过协荣及富高合计控制公司47.3%股份，集中度较高，股权结构稳定。

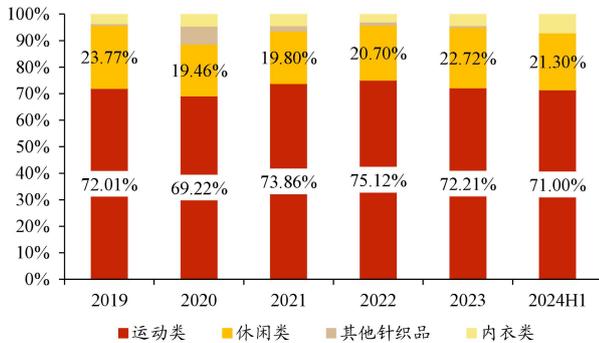
图表 3：申洲国际股权架构（截至 2024 年中报）



资料来源：公司公告，华源证券研究所

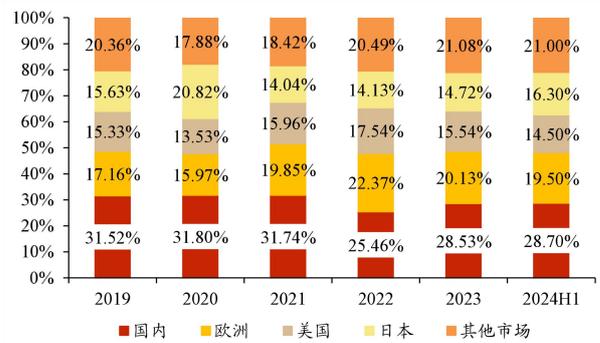
公司专注于运动类服饰代工，制成品主销海外市场。分产品看，公司主要代工品类为运动类、休闲类、内衣类服饰及其他针织品，其中，运动服饰营收占比常年维持于 70%或以上，2019–2023 年营收 CAGR 为 2.52%，持续为公司营收提供稳定贡献。分市场看，2019–2023 年，海外市场营收占比持续增长至 71.47%，其中，欧洲市场 2019–2023 年营收 CAGR 为 6.62%，为主要增长驱动。

图表 4：截至 24H1 公司运动类服饰营收占比较高



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

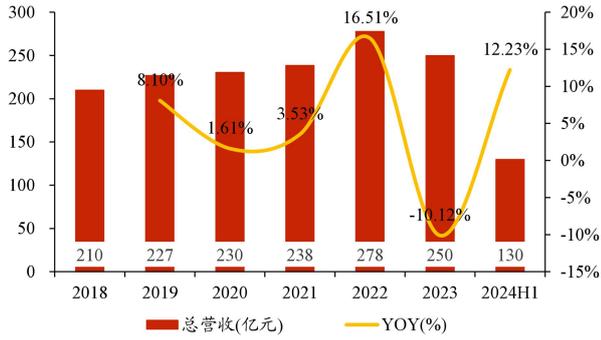
图表 5：截至 24H1 公司国际业务营收占比较高



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

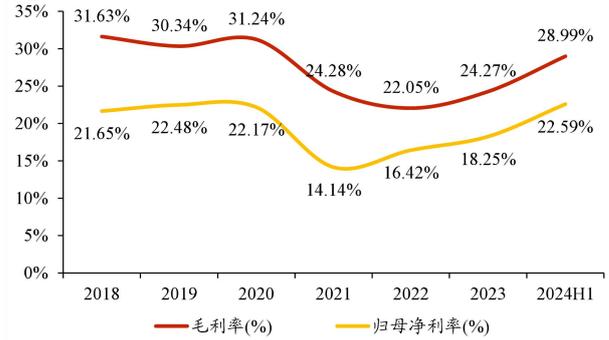
下游品牌去库存带来营收及利润短期波动，长期仍有向上潜力。伴随下游品牌去库周期，公司近期业绩出现波动，但 2018–2023 年营收 CAGR 为 3.56%，在外部压力下仍保持自身发展韧性；从利润端看，2021 年，外部因素对公司管理费用及利润造成负面影响，但 2018–2023 年，公司管理费用率长期保持稳定、销售及财务费用率趋势向下，对应公司 2023 年归母净利率较 2021 年修复趋势明显，长期看仍具备向上潜力。

图表 6：2018-2023 年公司营收 CAGR 为 3.56%



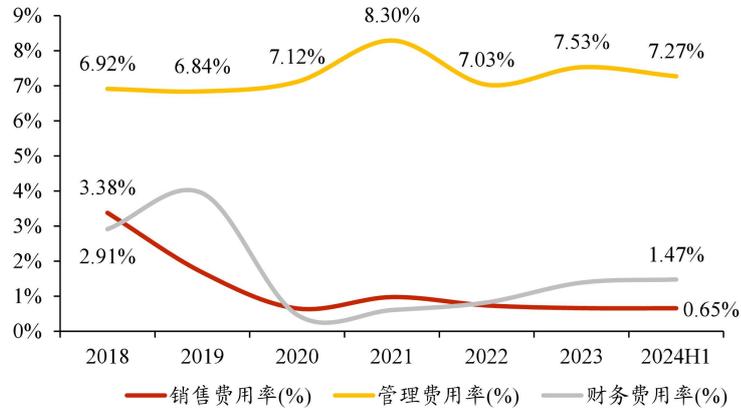
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 7：截至 24H1 公司利润率处于修复阶段



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

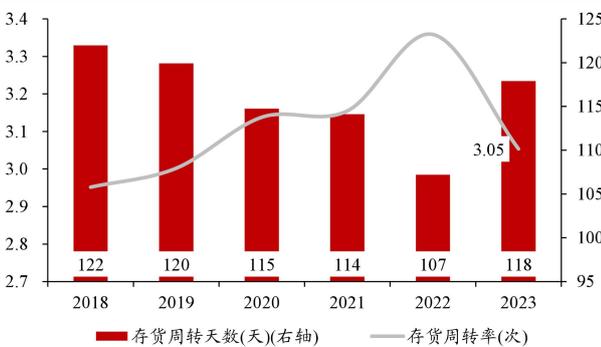
图表 8：截至 24H1 公司销售及财务费用率控制良好



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

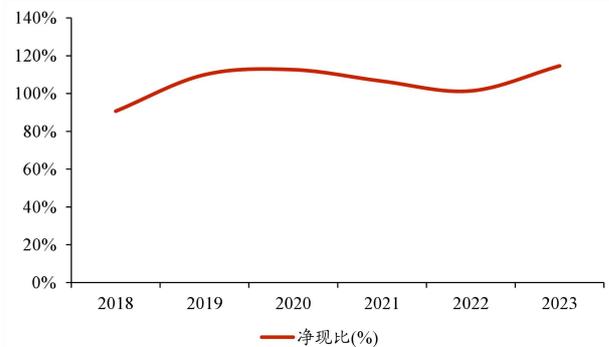
公司库存管控合理运营良性，净现比长期保持健康经营质量优异。剔除下游客户去库影响，公司存货周转天数/存货周转率分别呈逐年下降/逐年上升趋势，库存管控良好；此外，公司净现比自 2018 年以来始终保持在 90%以上，保持高质量发展。

图表 9：2018-2023 年公司库存保持良性



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 10：公司净现比长期保持健康经营质量上乘



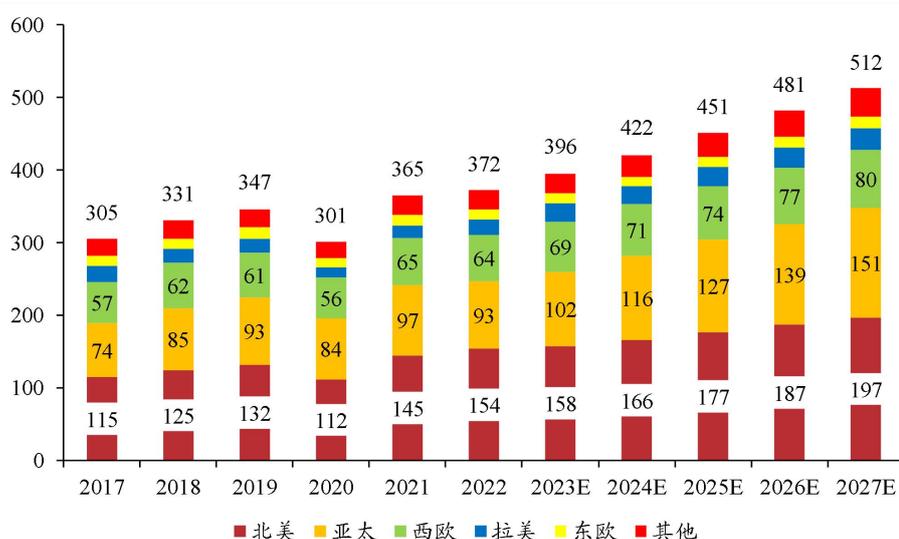
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究所

2. 客户端：行业需求变化为公司注入订单改善预期

2.1. 世界运动鞋服行业持续发展，补库周期为订单增长贡献额外动力

新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023 年，据 WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023 年拉美及亚太增速分别为 22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

图表 11：预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）



资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 23 年 10 月

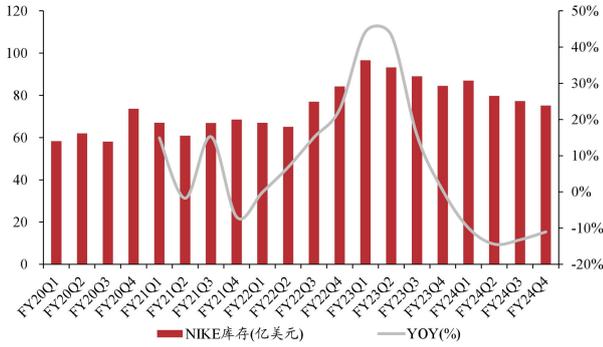
图表 12：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场

CAGR, %	2017-19	2021-22	2022-23E	2023E-27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 23 年 10 月

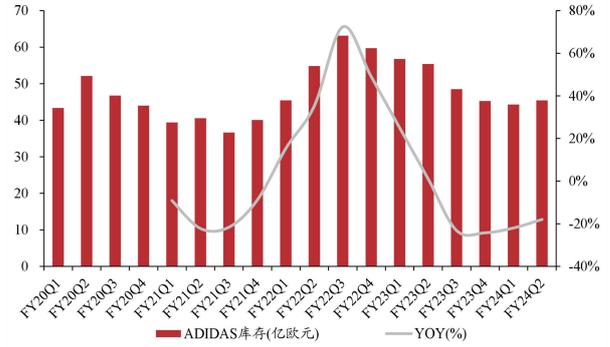
下游品牌端客户库存去化顺利。疫情期间国际海运受阻，运动品牌供应链不确定性增加，为预防船期不确定性，各品牌提前且超额开启 2022 年圣诞季补货，致众多品牌库存于 2022 年中达到极端高点，并于 2023 年开启去库周期。自 2023 年底起，运动品牌库存去化整体符合预期，存货绝对值连续多季保持下降趋势且逐步进入健康区间，补库需求有望开启。

图表 13: NIKE FY24 年底库存降至 75.19 亿美元



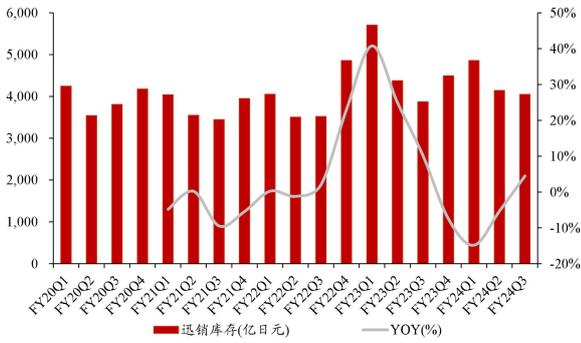
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 14: ADIDAS FY24Q2 库存降至 45.44 亿欧元



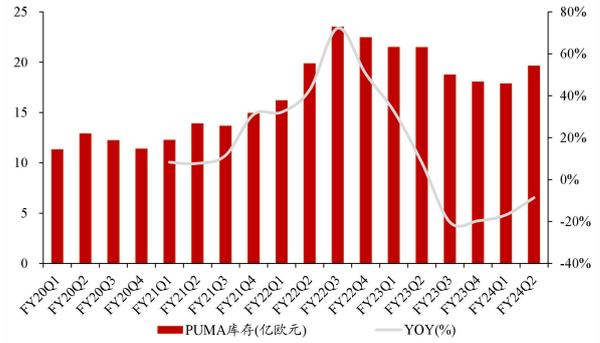
资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 15: 迅销 FY24Q3 库存降至 4048 亿日元



资料来源: Wind, 华源证券研究所

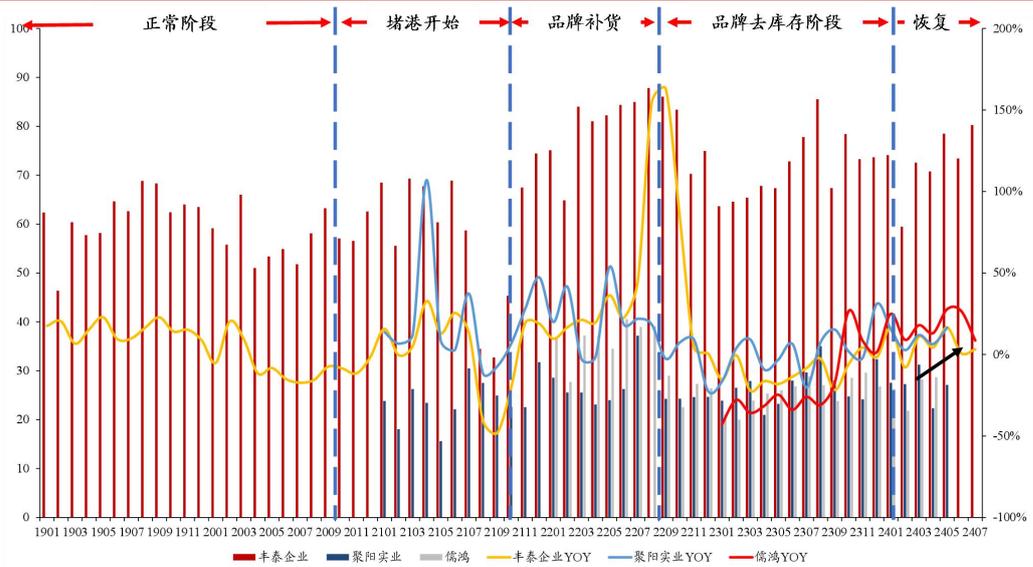
图表 16: PUMA FY24Q2 库存为 19.61 亿欧元



资料来源: Wind, 华源证券研究所

借鉴台企近期经营趋势，全球纺织企业订单有望同步迎来修复。从中国台湾纺织制造企业看，2022 年，在全球堵港下，各国际品牌提前超额备货带来 22H1 各企业的订单及营收大幅增长；伴随 22 年中各品牌完成补货进入库存去化周期，各企业业绩较前期逐步下滑；随库存去化进入尾声，23 年底各企业月度经营数据有企稳向好的迹象。台企近期经营数据侧面体现下游品牌端订单量有修复趋势，全球各纺织制造企业业绩有望逐步释放。

图表 17: 台企近年月度经营情况变化



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究所 注：单位为新台幣亿元

2.2. 下游品牌方筛选条件严格，头部制造企业壁垒深厚合作稳定

品牌方筛选制造商条件严格，优质制造企业有望获得长期合作机会。运动服饰行业中，品牌方对上游制造商有较为严格的甄选体系，通过对制造商一年左右的综合能力、开发能力、生产能力等多维度考察以确定其能力是否胜任。通过初筛的制造商往往在初期仅可获取少量订单，在合作状态下通过品牌方多次动态评审考核后方有机会逐步成为长期或核心供应商。成为品牌方重要供应商需经过长期多轮评审，因此，优质客户成为制造企业的核心竞争壁垒。

图表 18: 品牌方对制造企业筛选流程较为严格

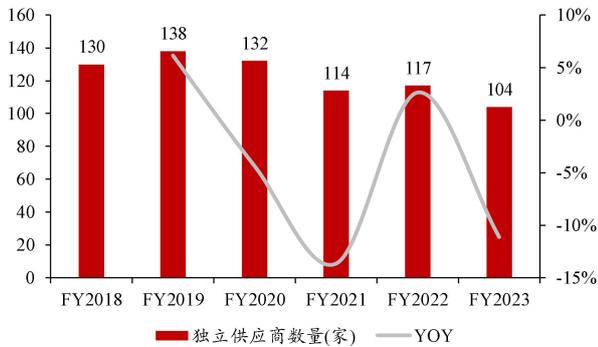


资料来源：华利集团招股说明书，华源证券研究所

获头部运动品牌认可的供应商订单量更稳定。头部运动品对供应商选取较为严格，但对通过筛选的优质供应商粘性较强：1) 2018-2024 财年，Nike 制衣供应商总数量由 328 家下降至 285 家，其中，前五大制衣供应商产量占比 47%增长至 51%，头部供应商份额进一步巩固；2) 2023 年，Adidas 供应商初筛拒绝率在 29%左右，但与 74%的供应商合作超过 10 年、

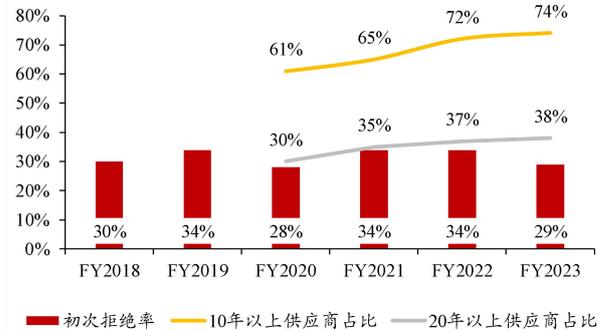
与 38%的供应商合作超过 20 年，且近年公司长期合作供应商占比保持增长趋势。因此，优质供应商更易通过品牌公司筛选并形成长期合作关系，构筑竞争壁垒，并有望长期从品牌公司端获得稳定订单。

图表 19: Adidas 近年供应商数量呈下降趋势



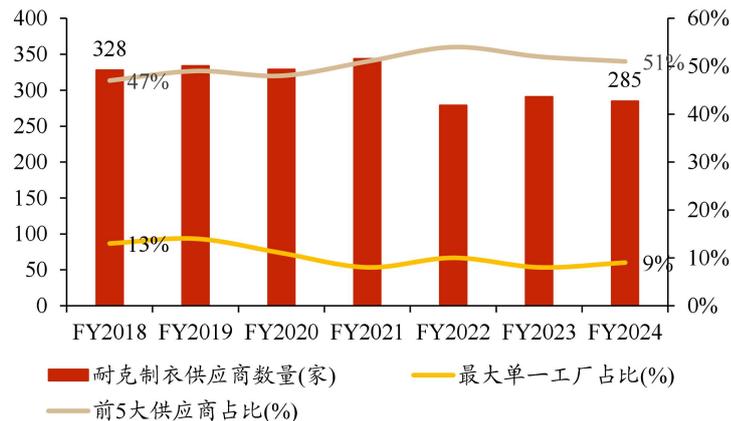
资料来源: Adidas 年报, 华源证券研究所

图表 20: Adidas 长期合作供应商占比不断提升



资料来源: Adidas 年报, 华源证券研究所

图表 21: 近年 Nike 前五大制衣供应商产量占比呈增长趋势

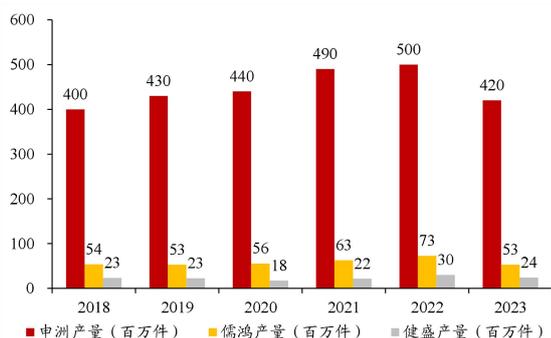


资料来源: Nike 年报, 华源证券研究所

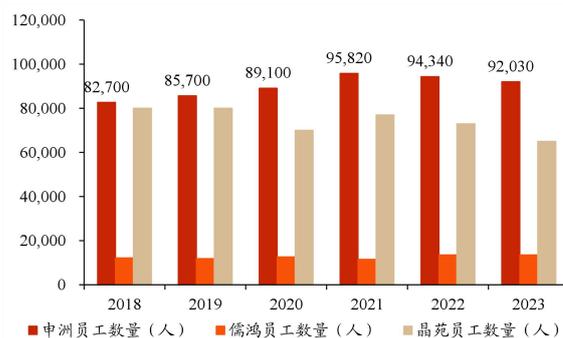
3. 公司端：深耕赛道多年较可比公司竞争优势明显

3.1. 服装代工龙头企业，规模与员工人数行业上乘

服装代工龙头，产量及工人数量行业领先。公司作为纺织服装代工行业龙头，服装生产产量及工人数量位居行业前列：1) 产量端，截至 2023 年底，在下游客户去库存周期中，公司各类针织服装产量仍录得 4.2 亿件，领先其他服装代工厂；2) 员工数端，随业务规模不断扩大，公司员工数 2023 年底增至 9.2 万人，领先同业。

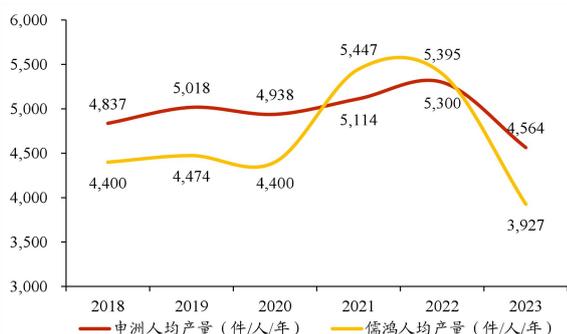
图表 22：2018-2023 年可比公司产量规模比较


资料来源：公司公告，华源证券研究所

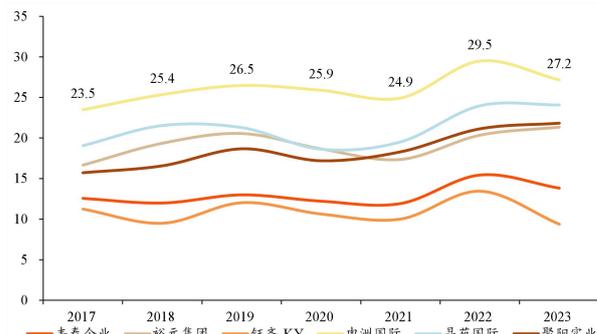
图表 23：2018-2023 年可比公司员工数量比较


资料来源：公司公告，华源证券研究所

规模扩张下公司人效仍领先同业。公司规模扩张下员工数量增加，但人效仍维持行业前列。从人均产量看，2018-2023 年公司人均产量维持在 5000 件/年左右或以上（2023 年受下游客户去库存影响有所下滑）；从人均创收看，2017-2023 年公司人均创收由 23.5 万元/年增至 27.2 万元/年，领先其他代工企业。公司规模扩张下人效管理上乘，人均创收大幅领先同业。

图表 24：2018-2023 年可比公司人均产量对比


资料来源：公司公告，华源证券研究所

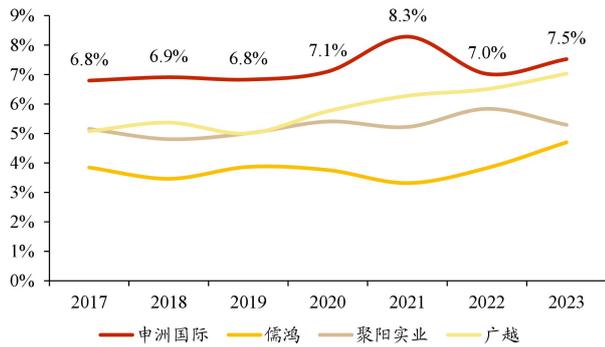
图表 25：2017-2023 年可比公司人均创收对比


资料来源：公司公告，华源证券研究所（单位：万元/年）

3.2. 规模化下费用管理优秀，盈利能力为公司 ROE 的主要驱动

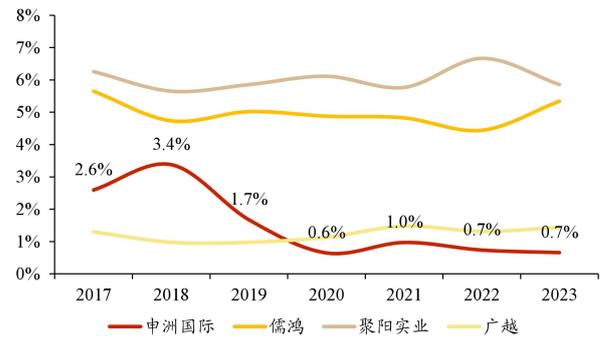
规模化下公司费用管控优秀。2017-2023 年，受员工数及数智化管理系统影响，公司管理费率较同业处于高位，但因与头部客户深度合作，公司销售费率低于同业。从管理及销售费率合计角度看，公司费用管控能力不断优化并逐步领先行业，规模化下公司费用管理优秀。

图表 26: 2017-2023 年可比公司管理费



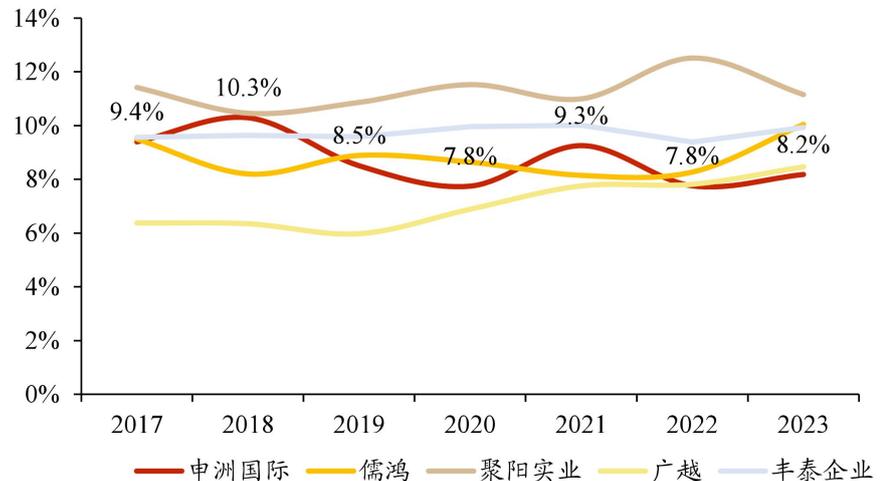
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 27: 2017-2023 年可比公司销售费率



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

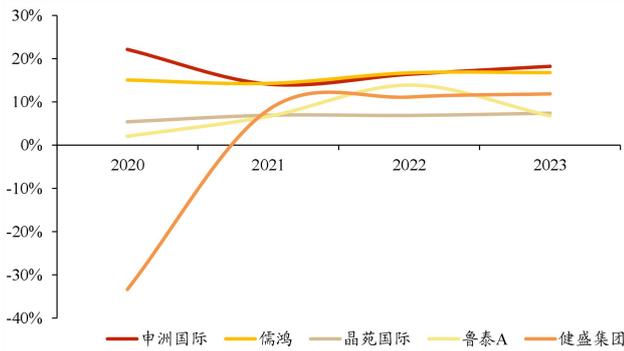
图表 28: 2017-2023 年可比公司中申洲国际管理及销售费率合计处于行业低位



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

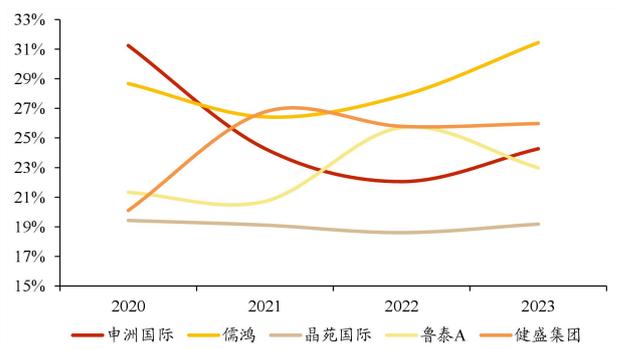
公司盈利能力领先同业, 为 ROE 核心驱动。作为纺织服饰代工龙头企业, 公司 ROE 位于可比公司前列, 其中: **1) 盈利能力**, 2020-2023 年, 公司毛利率/归母净利率四年均值分别为 25.46%/17.73%, 均处于同业领先位置, 为公司 ROE 核心驱动; **2) 营运能力**, 2020-2023 年, 公司总资产/固定资产周转率四年均值分别为 0.62/2.31 次, 处于同业中游; **3) 财务杠杆**, 2020-2023 年, 公司权益乘数/经营性现金流净额与营收比率四年均值分别为 1.44/19.41%, 其中经营性现金流净额与营收比率位于同业前列。

图表 29：2020-2023 年可比公司净利率对比



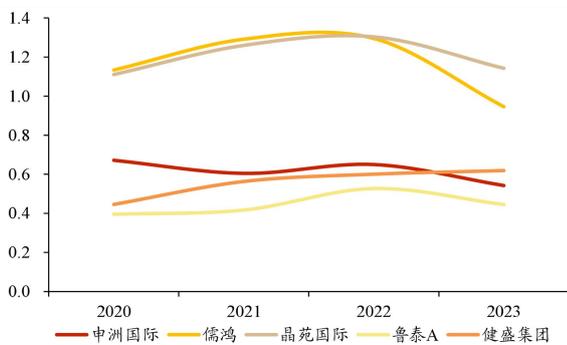
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 30：2020-2023 年可比公司毛利率对比



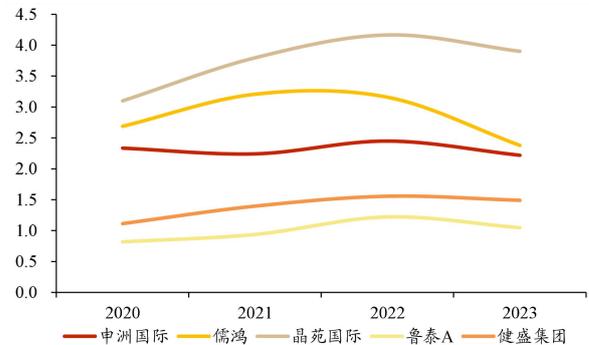
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 31：2020-2023 年可比公司总资产周转率



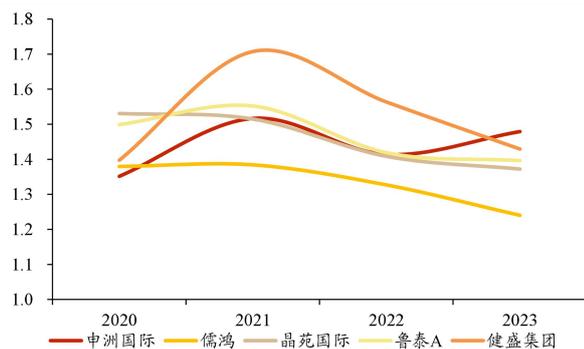
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 32：2020-2023 年可比公司固定资产周转率



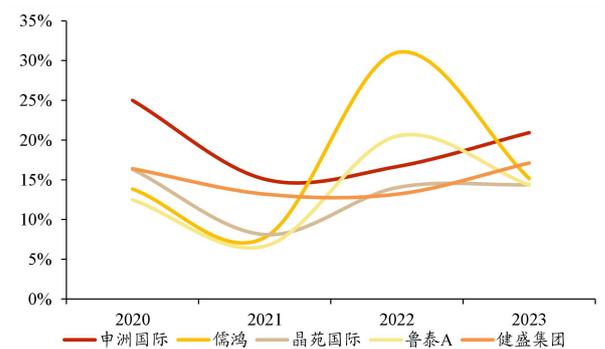
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 33：2020-2023 年可比公司权益乘数



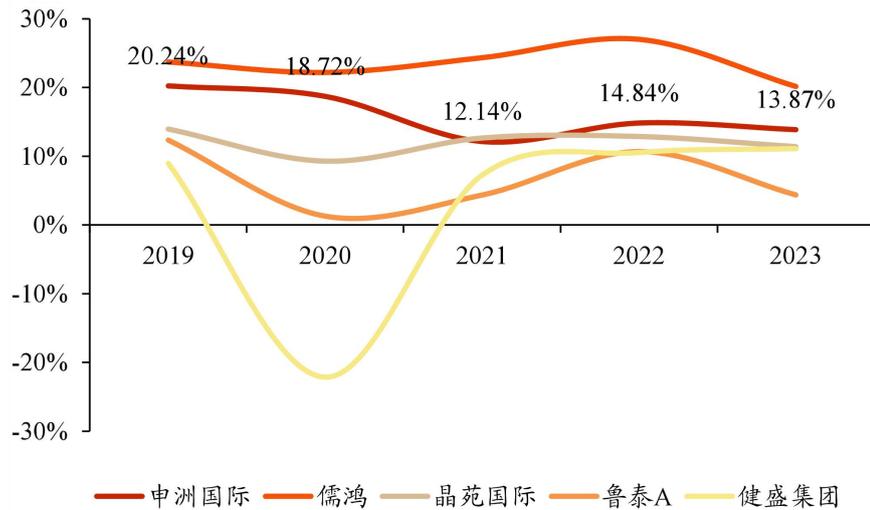
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 34：近年可比公司经营性现金流净额/营收



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 35：2019-2023 年可比公司中申洲国际 ROE 位于前列

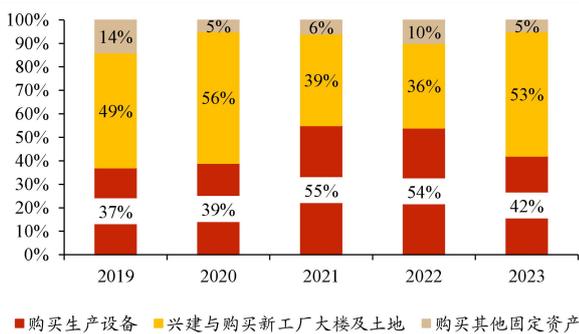


资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.3. 产能向海外转移，锁定优质客户着眼长期发展

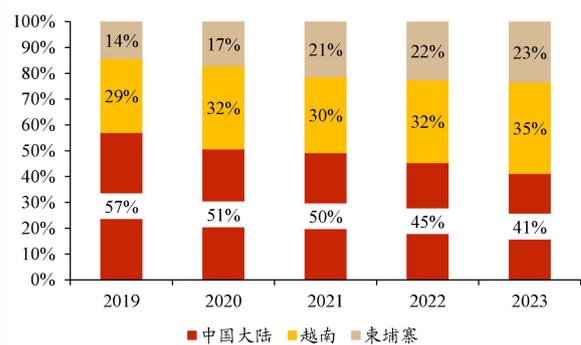
代工新时代下公司产能向海外转移，伴随补库周期新厂兴建开支占比提升。随世界供应链格局变化，纺服制造向东南亚等地转移成为趋势，公司自 2016 年开启海外产能布局，2023 年越南及柬埔寨员工人数占比分别提升至 35%/23%；且据华丽志，自 2024 年 8 月 1 日起，执行董事马仁和出任总裁兼联席首席执行官，主要负责公司海外业务拓展及工厂管理，海外产能扩张目标明确。公司持续产能扩张，2023 年兴建与购买新厂占比资本开支升至 53%，在海外扩张背景下，公司海外产能有望进一步提升。

图表 36：2019-2023 年公司资本开支占比拆分



资料来源：公司公告，华源证券研究所

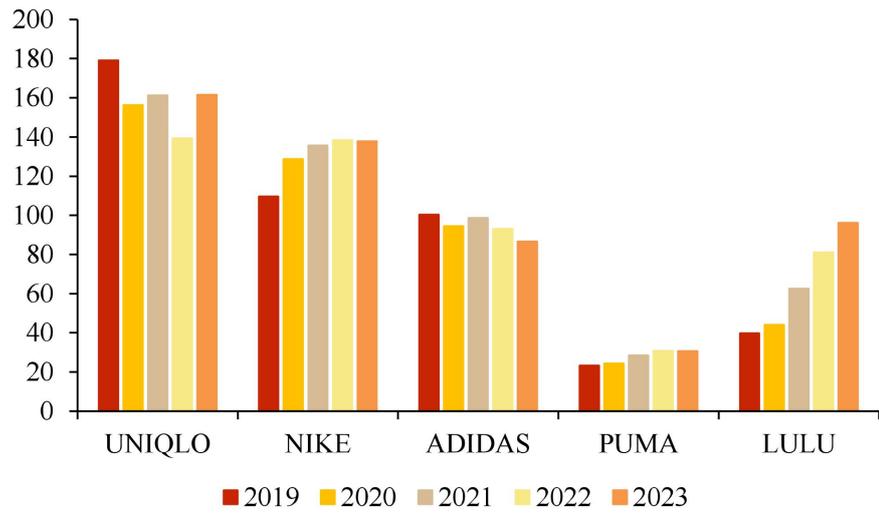
图表 37：2019-2023 年公司员工分布



资料来源：公司公告，华源证券研究所

优质下游品牌客户未来发展有望驱动公司业绩稳增长。公司研发实力较强，能为多家客户联合研发新品并实现深度合作，包括与 Nike 联合研发的 Flyknit、Dri-fit、Tech Fleece、TechKnit 以及与优衣库联合研发的 AIRism 等功能性面料，在帮助品牌公司实现产品力提升的同时，为公司代工及研发能力打下良好口碑，伴随下游优质客户业绩增长，有望驱动公司未来订单量持续上行。

图表 38：各客户公司近期服装类产品营收增长趋势（亿美元）



资料来源：各公司公告，Wind，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 运动鞋市场稳增驱动上游制造产业发展

营收端：我们按照产品分类拆分公司收入，具体分为运动类、休闲类、内衣类以及其他针织品：

- 1) 运动类：**该品类为公司核心品牌，近年凭借与下游客户高度深度合作营收占比稳定在 70%左右，伴随海外品牌补库周期开启，下游该类型客户订单需求有望持续提升。我们预计 2024–2026 年运动类产品收入为 196.80/220.19/244.39 亿元，同比 +9.14%/+11.89%/+10.99%，占营业收入比例分别为 70.40%/70.45%/70.50%；
- 2) 休闲类：**公司休闲类服装主要销往日本等海外市场，伴随补库需求及海外消费市场回暖，该类服装业绩有望维持稳增长。我们预计 2024–2026 年休闲类产品收入为 67.09/74.70/82.50 亿元，同比 +18.27%/+11.34%/+10.45%，占营业收入比例分别为 24.00%/23.90%/23.80%；
- 3) 内衣类：**我们预计 2024–2026 年公司内衣类产品收入为 13.42/15.31/17.33 亿元，同比 +25.80%/+14.14%/+13.17%，占营业收入比例分别为 4.80%/4.90%/5.00%；
- 4) 其他针织品：**我们预计 2024–2026 年公司所有其他品牌收入为 2.24/2.34/2.43 亿元，同比 +12.40%/+4.82%/+3.52%，占营业收入比例分别为 0.80%/0.75%/0.70%。

图表 39：申洲国际分业务预测拆分（金额单位：亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
--	-------	-------	-------	-------

I. 运动类	180.32	196.80	220.19	244.39
YOY	-13.60%	9.14%	11.89%	10.99%
营收占比	72.21%	70.40%	70.45%	70.50%
II. 休闲类	56.73	67.09	74.70	82.50
YOY	-1.38%	18.27%	11.34%	10.45%
营收占比	22.72%	24.00%	23.90%	23.80%
III. 内衣类	10.67	13.42	15.31	17.33
YOY	30.22%	25.80%	14.14%	13.17%
营收占比	4.27%	4.80%	4.90%	5.00%
IV. 其他针织品	1.99	2.24	2.34	2.43
YOY	-41.63%	12.40%	4.82%	3.52%
营收占比	0.80%	0.80%	0.75%	0.70%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕纺织服饰赛道多年，客户资源禀赋优异，销售费率处业内领先地位，伴随海外产能扩张公司单位运营费率有望进一步被摊薄，因此预计2024-2026年公司销售费用率分别为0.63%、0.61%、0.59%；2) **管理费用率**，公司通过革新管理体系不断降低管理费用率，因此预计2024-2026年管理费用率分别为7.15%、7.13%、7.10%。

图表 40：申洲国际重点费率预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.66%	0.63%	0.61%	0.59%
管理费用率	7.53%	7.15%	7.13%	7.10%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司2024-2026年营业收入分别279.54亿元/312.55亿元/346.65亿元，同比分别增长11.94%/11.80%/10.90%；归母净利润分别57.85亿元/66.27亿元/74.88亿元，同比分别增长26.93%/14.57%/12.98%。

图表 41：申洲国际简易利润表（金额单位：亿元）

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	249.70	279.54	312.55	346.65
YOY	-10.14%	11.94%	11.80%	10.90%
营业成本	189.10	198.75	222.21	246.45
YOY	-12.68%	5.11%	11.80%	10.91%
毛利率	24.27%	28.90%	28.91%	28.91%
归母净利润	45.57	57.85	66.27	74.88
YOY	-0.12%	26.93%	14.57%	12.98%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：申洲国际作为世界运动服饰代工龙头公司，深耕行业多年并具备客户资源禀赋优质、代工技术成熟、产能多元化分布以及员工人效高等优势形成竞争壁垒，伴

随海外补库、公司产能向海外扩张以及期间费率优势，未来增长空间较大。我们选择与公司同属运动服装代工企业的儒鸿、聚阳实业为可比公司。根据我们的盈利预测，对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司规模化和全球化下盈利能力较可比公司更优异、头部客户粘性，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 42：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价		EPS					PE			
		2024-10-22	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E		
2313.HK	申洲国际	60.4	3.0	3.8	4.4	5.0	19.9	15.7	13.7	12.1		
可比公司												
1477.TW	聚阳实业	83.3	3.9	4.3	4.9	5.1	21.5	19.4	17.0	16.2		
1476.TW	儒鸿	133.4	4.5	5.8	6.3	7.2	29.5	23.1	21.0	18.4		
可比公司 PE 均值							25.5	21.3	19.0	17.3		

资料来源：Wind, Bloomberg, 华源证券研究所 注：可比公司数据为 Bloomberg 一致预期，聚阳实业、儒鸿的市值、EPS 调整为港币计价，对应汇率取 1 新台币=0.24 港元计算

5. 风险提示

国际局势变动风险。公司代工厂及客户覆盖全球多个地区，如国际政治、经济环境、进出口目的国的贸易政策等因素发生变化，可能带来进出口关税增加、国际供应链（海运等）成本增加等情况，将可能对公司业务发展造成一定影响。

劳动力成本提升风险。公司所处的鞋履制造产业为劳动力密集型产业，目前公司正加大向海外低人工成本地区扩产能，但随当地经济发展人工成本存在上升可能性，从而增加公司人工成本。

客户需求修复不达预期。公司主要客户如 Nike、Adidas 等 2023 年均经历去库存周期，目前库存均逐步向好，但未来国际经济形势所带来的消费力变化或品牌自身发展均有影响公司未来订单的可能，若客户订单需求修复不达预期则会影响公司未来营收预期。

跨市场选择可比公司的风险。我们选取的可比公司为台股上市公司，申洲国际为港股上市公司，可比性可能存在一定风险。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位：人民币(百万)					单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,970	27,954	31,255	34,665	货币资金	11,596	17,561	23,167	29,793
增长率	-10.1%	12.0%	11.8%	10.9%	应收款项	5,468	5,373	5,678	5,878
营业成本	18,910	19,875	22,221	24,645	存货	6,125	5,797	6,419	7,051
%销售收入	75.7%	71.1%	71.1%	71.1%	其他流动资产	5,290	5,303	5,307	5,310
毛利	6,060	8,079	9,034	10,020	流动资产	28,479	34,034	40,571	48,032
%销售收入	24.3%	28.9%	28.9%	28.9%	权益性投资	13	13	13	13
其他收入	26	27	27	27	固定资产	10,931	11,073	11,200	11,315
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	无形资产	274	280	285	290
销售费用	164	176	191	205	非流动资产	20,132	20,446	20,579	20,700
%销售收入	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	资产总计	48,611	54,480	61,151	68,732
管理费用	1,881	1,999	2,228	2,461	应付款项	1,202	1,217	1,234	1,232
%销售收入	7.5%	7.2%	7.1%	7.1%	短期借款	10,204	10,204	10,204	10,204
研发费用	0	0	0	0	其他流动负债	1,979	2,119	2,203	2,357
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	13,384	13,540	13,642	13,793
财务费用	-433	96	-68	-222	长期债务	1,900	1,900	1,900	1,900
%销售收入	-1.7%	0.3%	-0.2%	-0.6%	其他长期负债	459	446	446	446
息税前利润 (EBIT)	4,562	6,437	7,196	7,985	非流动负债	2,359	2,346	2,346	2,346
%销售收入	18.3%	23.0%	23.0%	23.0%	负债总计	15,744	15,886	15,988	16,139
投资收益	13	4	4	4	归属母公司股东权益	32,867	38,594	45,163	52,592
%税前利润	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	少数股东权益	0	0	0	0
除税前利润	4,996	6,341	7,264	8,207	负债股东权益合计	48,611	54,480	61,151	68,732
利润率	20.0%	22.7%	23.2%	23.7%					
所得税	438	556	637	720					
所得税率	8.8%	8.8%	8.8%	8.8%					
净利润(含少数股东损益)	4,557	5,785	6,627	7,488					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属于母公司的净利润	4,557	5,785	6,627	7,488					
增长率	-0.1%	26.9%	14.6%	13.0%					
净利率	18.3%	20.7%	21.2%	21.6%					

现金流量表				
单位：人民币(百万)				
	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	4,557	5,785	6,627	7,488
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金变动	259	566	-829	-683
其他变动	410	1,065	1,029	990
经营活动现金流量净额	5,227	7,415	6,827	7,794
资本开支	-1,091	-1,320	-1,320	-1,320
投资	-1,891	0	0	0
其他	1,601	342	573	625
投资活动现金流量净额	-1,380	-978	-747	-695
股权筹资	0	0	0	0
债权筹资	2,798	0	0	0
其他	-2,465	-415	-415	-415
筹资活动现金流量净额	333	-415	-415	-415
现金净变动	4,227	5,964	5,607	6,626

比率分析				
	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标				
每股收益	3.03	3.85	4.41	4.98
每股净资产	21.86	25.67	30.04	34.99
每股经营现金净流	3.48	4.93	4.54	5.19
每股股利	0.88	0.00	0.00	0.00
回报率				
净资产收益率	13.87%	14.99%	14.67%	14.24%
总资产收益率	9.37%	10.62%	10.84%	10.89%
投入资本收益率	9.26%	11.58%	11.46%	11.26%
增长率				
营业收入增长率	-10.12%	11.95%	11.81%	10.91%
EBIT增长率	-12.47%	41.08%	11.80%	10.96%
净利润增长率	-0.12%	26.93%	14.57%	12.98%
总资产增长率	11.77%	12.07%	12.24%	12.40%
资产管理能力				
应收账款周转天数	72.3	64.1	58.4	55.0
存货周转天数	117.9	108.0	99.0	98.4
应付账款周转天数	20.4	21.9	19.9	18.0
固定资产周转天数	162.4	141.7	128.3	116.9
偿债能力				
流动比率	2.13	2.51	2.97	3.48
速动比率	1.67	2.08	2.50	2.97
净负债/股东权益	1.54%	-14.14%	-24.50%	-33.63%
EBIT利息保障倍数	13.2	15.5	17.3	19.2
资产负债率	32.39%	29.16%	26.15%	23.48%

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。