

申洲国际 (02313.HK)

销量持续快速增长，盈利表现符合预期

公司 2024 年收入 286.6 亿元/净利润 62.4 亿元，同比分别+15%/+37%。1) 2024 年：公司收入/净利润分别为 286.6/62.4 亿元，同比分别+15%/+37%。2) 2024H2：公司收入/净利润分别为 156.8/33.1 亿元，同比分别+17%/+36%。3) 量价拆分：我们估计 2024 年公司销量增长超过 20%/人民币单价下降中个位数，我们判断单价下降主要系原材料等成本下降所致。4) 公司 2024 年度宣派股息合计为每股 2.53 港元，股利支付率约为 56%，以 2025 年 3 月 25 日收盘价计算的股息率约为 4.6%。

盈利质量：2024 年产能利用率修复带动盈利能力提升，2025 年毛利率估计以稳定为主。从盈利质量层面来看：2024 年毛利率同比+3.8pct 为 28.1% (其中 H1 为 29.0%，H2 为 27.4%)，我们判断毛利率同比提升主要系产能利用率同比恢复、H2 环比波动主要系提升员工工资所致；销售/管理费用率同比分别+0.3pct/-0.8pct 至 1.0%/6.8%；期间利息收入 10.76 亿元 (上一年同期 7.79 亿元)，处置使用权资产项目之收益 3.73 亿元 (上一年同期 0.09 亿元)，汇兑收益 1.06 亿元 (上一年同期 1.51 亿元)，政府补助 1.51 亿元 (上一年同期 2.50 亿元)；综合以上，2024 年净利率同比+3.5pct 至 21.8%。

订单：大部分核心客户订单健康增长，期待 2025 年份额继续提升。2024 年公司订单在低基数下同比健康增长。1) 分拆客户来看：公司深度合作 Uniqlo、Nike、Adidas、PUMA 等国际头部品牌客户，2024 年向前四大客户销售分别为 79.9/74.0/50.0/27.6 亿元，同比分别+33%/-4%/+35%/+11%，占比分别为 28%/26%/17%/10%。其他客户实现销售 55.2 亿元，同比+8%，占比 19%。我们判断 2025 年公司销向 Adidas、Uniqlo 品牌等客户订单有望稳健快速增长、销向 Nike 客户订单以平稳为主。2) 分拆品类来看：2024 年运动/休闲/内衣/其他品类销售分别为 198.0/72.1/14.4/2.2 亿元，同比分别+10%/+27%/+35%/+11%，占比分别 69%/25%/5%/1%。3) 分拆地区来看：2024 年公司销往国内/欧洲/美国/日本/其他地区销售分别为 80.6/51.9/46.1/48.3/59.7 亿元，同比分别+13%/+3%/+19%/+32%/+13%，占比分别 28%/18%/16%/17%/21%。

产能：2024 年公司积极推进招工，目前产能利用率饱和，2025 年继续强化产业链优势。1) 为满足增长的客户订单需求，2024 年以来公司加大招工力度、优化生产管理模式，积极提升产能利用率并扩充海外产能。①下游工厂持续建设：2024H1 柬埔寨成衣工厂员工人数已达到计划规模 (1.8 万人) 且效率持续爬坡、越南胡志明成衣工厂人数较年初增加 0.22 万人；目前柬埔寨金边新成衣工厂 (计划规模 6 千人) 目前土建已接近完工，我们判断 2025 年将逐步开始招工。②上游产能扩大布局：推进越南西贡省面料新产能建设，达成后预计新增面料产能每天 200 吨，为成衣工厂的产能扩张提供相应之面料配套。2) 中长期来看，我们判断随着海外新基地的扩建、未来海外产能贡献占比将持续提升 (目前估计已超过 50%)，匹配国际市场业务需求。①国内产能：主供中国+亚洲海外市场，强化数字化建设，以研发、效率、速度为核心竞争优势。②海外产能：规模持续扩张的同时上下游配套逐步完善，夯实成本优势，深度绑定海外核心客户中长期需求。

2025 年收入有望增长 10%~15%，业绩预计稳健成长。考虑公司业务基数及近期趋势，我们判断 2025Q1 出货及 Q2 订单同比健康增长。展望 2025 全年，在订单份额提升、产能效率释放的共同带动下，我们估计公司收入有望增长 10%~15%/净利润有望增长个位数 (剔除 2024 年一次性处置使用权资产收益影响之后的净利润预计增长 10%~15%)。

投资建议。公司是全球领先的纵向一体化成衣制造商，长期产能扩张、效率提升、竞争力增强。我们预计 2025~2027 年公司净利润分别为 66.5/74.0/82.6 亿元，现价对应 2025 年 PE 为 11.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求波动风险；产能扩张不及预期风险；大客户订单波动风险外汇波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,970	28,663	32,032	35,307	38,662
增长率 yoy (%)	-10.1	14.8	11.8	10.2	9.5
净利润 (百万元)	4,557	6,241	6,650	7,398	8,258
增长率 yoy (%)	-0.1	36.9	6.6	11.2	11.6
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.03	4.15	4.42	4.92	5.49
净资产收益率 (%)	13.9	17.4	18.5	18.8	19.1
P/E (倍)	16.8	12.3	11.5	10.4	9.3
P/B (倍)	2.3	2.1	2.1	2.0	1.8

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 03 月 25 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
03 月 25 日收盘价 (港元)	55.30
总市值 (百万港元)	83,128.20
总股本 (百万股)	1,503.22
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日均成交量 (百万股)	6.06

股价走势



作者

分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《申洲国际 (02313.HK)：2024H2 销量驱动增长，期待 2025 订单良好表现》 2024-12-18
- 《申洲国际 (02313.HK)：订单稳健增长，毛利率修复超预期，带动业绩逐步释放》 2024-08-29
- 《申洲国际 (02313.HK)：行业趋势改善，龙头笃行致远》 2024-05-18

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28479	38572	30001	36179	41955
现金	11596	10869	12144	17656	21793
应收账款及票据	5027	6151	6032	7239	8687
其他应收款	441	486	441	441	441
衍生金融工具及短投	4472	12871	3582	3738	3930
存货	6125	6885	5084	5084	5084
其他流动资产	819	1309	2718	2022	2020
非流动资产	20132	14536	19993	18407	18615
权益性投资	6670	1181	6690	6710	6720
固定资产	10931	10763	10930	9283	9436
无形资产	274	244	293	290	294
其他非流动资产	2257	2347	2080	2124	2165
资产总计	48611	53108	49994	54586	60569
流动负债	13384	16826	12917	14319	16276
短期借款	10204	12819	10536	11487	12819
应付账款及票据	1202	1493	1442	1731	2077
其他流动负债	1979	2515	939	1102	1381
非流动负债	2359	429	1185	1012	1036
长期借款	1900	0	729	551	577
其他非流动负债	459	429	456	461	459
负债合计	15744	17255	14102	15331	17312
股本	151	151	151	151	151
股本溢价	297	324	297	297	297
留存收益	32419	35377	35443	38807	42809
归属母公司股东权益	32867	35853	35891	39255	43257
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	48611	53108	49994	54586	60569

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5227	2727	6329	7358	8007
净利润	4557	6241	6650	7398	8258
折旧摊销	1474	1522	1118	1171	1238
财务费用	0	0	-144	-256	-416
投资损失	0	0	-20	-20	-10
营运资金变动	259	-3342	-1147	-807	-935
其他经营现金流	-1064	-1694	-128	-128	-128
投资活动现金流	-1380	576	-1840	1103	-1498
资本支出	-1091	841	-921	389	-1418
长期投资	-1891	5483	-20	-20	-10
其他投资现金流	1601	-5749	-899	734	-70
筹资活动现金流	15318	-58	-5273	-1618	-2371
短期借款	0	0	479	1208	1746
长期借款	17783	2400	-1171	-179	27
股本增加	0	0	0	0	0
支付股利	-2458	-2458	-3627	-4034	-4255
其他筹资现金流	-7	0	-955	1387	112
现金净增加额	19164	3244	-784	6843	4138

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24970	28663	32032	35307	38662
营业成本	18910	20608	22990	25235	27517
研发及其他费用	16	2	3	3	3
销售费用	164	276	277	305	334
管理费用	1881	1938	2070	2176	2383
财务费用	-433	-700	-144	-256	-416
利息收入	779	1076	475	596	789
汇兑收益等其他	151	106	128	128	128
投资净收益	13	5	20	20	10
营业利润	4621	6649	6984	7992	8979
非经常项目损益	374	515	650	500	500
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4996	7164	7634	8492	9479
所得税	438	923	984	1094	1222
净利润	4557	6241	6650	7398	8258
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4557	6241	6650	7398	8258
EBITDA	6037	7985	8608	9408	10302
EPS (元)	3.03	4.15	4.42	4.92	5.49

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-10.1	14.8	11.8	10.2	9.5
营业利润(%)	-9.7	43.9	51.1	14.4	12.3
归属于母公司净利润(%)	-0.1	36.9	6.6	11.2	11.6
获利能力					
毛利率(%)	24.3	28.1	28.2	28.5	28.8
净利率(%)	18.3	21.8	20.8	21.0	21.4
ROE(%)	13.9	17.4	18.5	18.8	19.1
ROIC(%)	9.2	11.5	13.6	13.7	13.7
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	32.5	28.2	28.1	28.6
净负债比率(%)	12.6	17.8	5.5	-5.9	-10.4
流动比率	2.1	2.3	2.3	2.5	2.6
速动比率	1.7	1.9	1.9	2.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.0	5.1	0.2	0.2	0.2
应付账款周转率	17.7	15.3	0.1	0.1	0.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.03	4.15	4.42	4.92	5.49
每股经营现金流(最新摊薄)	3.48	1.81	4.21	4.89	5.33
每股净资产(最新摊薄)	21.86	23.85	23.88	26.11	28.78
估值比率					
P/E	16.8	12.3	11.5	10.4	9.3
P/B	2.3	2.1	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	12.7	9.7	8.8	7.5	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 03 月 25 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com