

2025 年 03 月 26 日

投资评级：买入（维持）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 03 月 25 日

收盘价（港元）	55.30
一年内最高/最低（港元）	86.90/54.80
总市值（百万港元）	83,128.20
流通市值（百万港元）	83,128.20
资产负债率（%）	32.49

资料来源：聚源数据

申洲国际 (02313. HK)

——产能利用率提升助利润增长，期待客户及产能拓新

投资要点：

- **产能利用率提升推高毛利率，毛利润同比+32.9%。**公司发布 2024 年度业绩公告，全年实现营收 286.63 亿元，同比+14.8%，营收增加系公司有效拓展客户、产能利用率提升及海外产能规模提升。利润端，公司 2024 全年实现毛利润 80.54 亿元，同比+32.9%，毛利率为 28.1%，同比+3.8pct，毛利提升系产能利用率提高及海外工厂运行效率提升；实现归母净利润 62.41 亿元，同比+36.9%。此外，公司宣布派发末期股息 1.28 港元/普通股，连同中期股息合计 2024 全年共派息 2.53 港元/普通股，派息比率约为 55.8%，整体看公司派息意愿仍相对较强。
- **休闲类产品增速明显，日本市场营收增速超同比 30%。**分品类看，运动类产品营收为 197.99 亿元，同比+9.8%，系中国大陆及美国市场运动类产品需求增加；休闲类产品营收为 72.07 亿元，同比+27.1%，系日本及其他市场休闲类产品需求增加，营收占比同比增长 2.4pct 至 25.1%；内衣类产品营收为 14.36 亿元，同比+34.6%，系日本市场内衣类需求增长明显。**按市场看**，日本市场增速较快，全年实现营收 48.34 亿元，同比+31.5%，营收占比提升 2.2pct 至 16.9%；其他市场中，美国及中国国内增长较快，营收同比分别+18.9%/13.2%。
- **核心客户份额稳健，持续规划新产能与新客户。**公司注重维系核心客户，与多个品牌长期保持合作，以运动类产品看，公司与 Adidas、Nike、Puma 及 UNIQLO 长期合作，2024 年以上客户营收占比为 80.7%，较 2023 年提升 1.1pct，合作进一步加深。从长期看，公司将依托多渠道、多产品拓展市场需求，以灵活的经营策略应对市场的不确定性，叠加海外新产能逐步释放，有望进一步夯实公司在业内的头部服饰制造商地位。
- **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 2025–2027 年归母净利润分别为 66.12 亿元/74.69 亿元/83.76 亿元，同比分别增长 5.95%/12.95%/12.14%。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，维持“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）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24995.68	28662.94	31906.94	35266.51	38918.06
同比增长率（%）	-10.14%	14.67%	11.32%	10.53%	10.35%
归母净利润（百万元）	4557.26	6240.58	6612.20	7468.60	8375.66
同比增长率（%）	-0.12%	36.94%	5.95%	12.95%	12.14%
每股收益（元/股）	3.03	4.15	4.40	4.97	5.57
ROE（%）	13.87%	17.41%	15.57%	14.96%	14.36%
市盈率（P/E）	17.06	12.45	11.75	10.40	9.28

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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)			
	2025E	2026E	2027E		2025E	2026E	2027E
营业收入	31,907	35,267	38,918	货币资金	18,508	26,052	34,208
增长率	11.3%	10.5%	10.4%	应收款项	6,851	7,386	8,004
营业成本	22,973	25,374	27,982	存货	6,700	7,330	8,006
%销售收入	72.0%	72.0%	71.9%	其他流动资产	14,207	14,211	14,214
毛利	8,934	9,892	10,936	流动资产	46,267	54,979	64,433
%销售收入	28.0%	28.1%	28.1%	权益性投资	15	15	15
其他收入	0	0	0	固定资产	9,334	8,137	7,138
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	2,128	2,165	2,181
销售费用	287	310	335	非流动资产	13,294	12,274	11,442
%销售收入	0.9%	0.9%	0.9%	资产总计	59,561	67,253	75,875
管理费用	2,106	2,292	2,491	应付款项	1,374	1,410	1,477
%销售收入	6.6%	6.5%	6.4%	短期借款	12,819	12,819	12,819
研发费用	0	0	0	其他流动负债	2,475	2,663	2,841
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	流动负债	16,667	16,891	17,136
财务费用	98	-112	-319	长期债务	0	0	0
%销售收入	0.3%	-0.3%	-0.8%	其他长期负债	429	429	429
息税前利润 (EBIT)	7,357	8,085	8,871	非流动负债	429	429	429
%销售收入	23.1%	22.9%	22.8%	负债总计	17,096	17,320	17,565
投资收益	5	5	5	归属母公司股东权益	42,465	49,934	58,309
%税前利润	0.1%	0.1%	0.1%	少数股东权益	0	0	0
除税前利润	7,258	8,196	9,190	负债股东权益合计	59,561	67,253	75,875
利润率	22.7%	23.2%	23.6%				
所得税	646	728	814				
所得税率	8.9%	8.9%	8.9%				
净利润(含少数股东损益)	6,612	7,469	8,376				
少数股东损益	0	0	0				
归属于母公司的净利润	6,612	7,469	8,376				
增长率	6.0%	13.0%	12.1%				
净利率	20.7%	21.2%	21.5%				

现金流量表				比率分析			
单位：人民币(百万)					2025E	2026E	2027E
净利润	6,612	7,469	8,376	每股指标			
少数股东损益	0	0	0	每股收益	4.40	4.97	5.57
营运资金变动	-215	-945	-1,052	每股净资产	28.25	33.22	38.79
其他变动	1,234	1,041	896	每股经营现金净流	5.08	5.03	5.47
经营活动现金流量净额	7,631	7,565	8,220	每股股利	0.00	0.00	0.00
资本开支	-300	-300	-300	回报率			
投资	-130	-140	-150	净资产收益率	15.57%	14.96%	14.36%
其他	835	816	784	总资产收益率	11.10%	11.11%	11.04%
投资活动现金流量净额	405	376	334	投入资本收益率	12.12%	11.74%	11.37%
股权募资	0	0	0	增长率			
债权募资	0	0	0	营业收入增长率	11.32%	10.53%	10.35%
其他	-397	-397	-397	EBIT增长率	-2.42%	9.90%	9.72%
筹资活动现金流量净额	-397	-397	-397	净利润增长率	5.95%	12.95%	12.14%
现金净变动	7,639	7,544	8,157	总资产增长率	12.15%	12.91%	12.82%

资产管理能力				偿债能力			
应收账款周转天数	70.5	67.4	66.2	流动比率	2.78	3.25	3.76
存货周转天数	106.4	99.5	98.7	速动比率	2.37	2.82	3.29
应付账款周转天数	22.5	19.7	18.6	净负债/股东权益	-13.40%	-26.50%	-36.68%
固定资产周转天数	113.4	89.2	70.7	EBIT利息保障倍数	18.5	20.3	22.3
				资产负债率	28.70%	25.75%	23.15%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 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，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。