中信建投证券 CHINA SECURITIES

证券研究报告·港股公司简评　　纺织服饰

24 年业绩高增，预计 25 年维持稳健增长

申洲国际(2313.HK)

维持　　买入

叶乐
yele@csc.com.cn
18521081258
SAC 编号:S1440519030001
SFC 编号:BOT812
张舒怡
zhangshuyi@csc.com.cn
SAC 编号:S1440523070004

发布日期：　2025 年 03 月 27 日

当前股价：　62.30 港元

核心观点

2024 年公司营收 286.6 亿元/+14.8%，归母净利润 62.4 亿元/+36.9%，其中 24H2 营收 156.9 亿元/+17.1%，归母净利润 33.1 亿元/+36.2%。量价拆分看，2024 年量增约 21%，估算均价约下降 5%，主要系产品结构变动、原材料价格下降影响。分客户来看，优衣库、Nike、Adidas、Puma 的收入分别为 79.9 亿元/+33.0%、74.0 亿元/-3.9%、50.0 亿元/+35.4%、27.6 亿元/+10.9%，优衣库、Adidas、Puma 增速亮眼，Nike 有所下降，Lululemon 约增长 60%-70%。2024 年公司毛利率 28.1%/+3.8pct，净利率 20.6%/+3.5pct，主要系产能利用率提升及运行效率改善。展望 25 年，公司进一步完善海内外产能布局、提升综合服务能力，预计收入有望维持稳健增长。

事件

公司发布 2024 年度业绩公告。2024 年公司实现营收 286.6 亿元/+14.8%，归母净利润 62.4 亿元/+36.9%；基本 EPS 为 4.15 元/股/+36.9%。公司宣布末期派息每股港币 1.28 元，全年合计派息每股 2.53 元/+24.6%，派息比例为 55.8%。

据此计算，24H2 公司实现营收 156.9 亿元/+17.1%，归母净利润 33.1 亿元/+36.2%。

简评

24 年量增价减，来自优衣库、Adidas、Puma、Lululemon 等客户收入增速亮眼。

1）量价拆分来看，2024 年公司销量增长约 21%，估算均价约下降 5%，主要系产品结构变动、以及原材料价格下降影响，下半年均价下降已有所缓和，预计 2025 年价格同比相对稳定。

2）分客户看：2024 来自前四大客户营收合计 231.4 亿元/+16.4%，占比 80.7%/+1.1pct，其中来自优衣库、Nike、Adidas、Puma 的收入分别为 79.9 亿元/+33.0%、74.0 亿元/-3.9%、50.0 亿元/+35.4%、27.6 亿元/+10.9%，2024 年下半年收入分别同比+32.5%、-1.7%、+47.5%、+23.5%。优衣库、Adidas、Puma 增速亮眼，Nike 有所下降，来自主要客户的收入增速均超过客户自身业务增速。新客户方面，Lululemon 约增长 60%-70%。

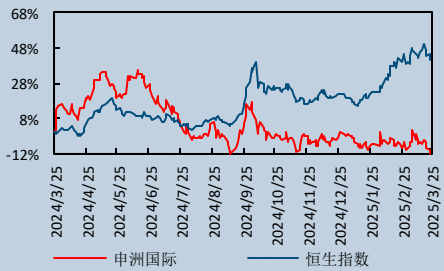
主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
-6.11/-6.12	-8.75/-24.90	-13.19/-54.67

12 月最高/最低价（港元）	86.20/55.25
总股本（万股）	150,322.24
流通 H 股（万股）	150,322.24
总市值（亿港元）	831.28
流通市值（亿港元）	831.28
近 3 月日均成交量（万）	535.57
主要股东	
协荣有限公司	42.36%

股价表现



相关研究报告

24.09.02	【中信建投轻工纺服及教育】申洲国际(2313):24H1 收入以量增为主，毛利率改善良好

本报告由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。同时请务必阅读正文之后的免责条款和声明。

日本市场在休闲服装和内衣需求带动下高增，中国大陆市场运动服装带动收入快速增长，欧洲休闲服装、美国运动服装表现较好，收入小幅增长。

分产品看：1）运动类产品：2024 年收入 198.0 亿元/+9.8%，主要系中国大陆市场、美国市场运动服饰需求上升所致，除 Nike 等三家大客户外，其他运动服饰客户（包括国内运动品牌及 lululemon 等新客户）24 年收入 46.4 亿元/+11.7%。**2）休闲类产品：**2024 年收入 72.1 亿元/+27.1%，收入上升主要系日本及其他市场休闲类产品需求上升。**3）内衣类产品：**2024 年收入 14.4 亿元/+34.6%，收入上升主要系日本市场内衣类产品需求增加。**4）其他针织品：**2024 年收入 2.2 亿元/+10.9%。

分地区看：1）欧洲市场：2024 年收入 51.9 亿元/+3.2%，营收占比 18.1%/-2.0pct，销售微增主要系休闲服需求上升。**2）日本市场：**2024 年收入 48.3 亿元/+31.5%，营收占比 16.9%/+2.2pct，收入大幅增长主要系休闲及内衣需求上升。**3）美国市场：**2024 年收入 46.1 亿元/+18.9%，营收占比 16.1%/+0.5pct，收入增长主要系运动服装需求上升。**4）其他海外市场：**2024 年收入 59.7 亿元/+13.4%，营收占比 20.8%/-0.3pct，增长主要系加拿大、韩国及菲律宾等国家需求上升。**5）国内市场：**2024 年收入 80.6 亿元/+13.2%，营收占比 28.1%/-0.4pct，收入快速增长主要系国内运动服装需求增加。

产能利用率及运行效率改善，毛利率、净利率提升至 21 年以来最高水平。2024 年公司毛利率 28.1%/+3.8pct，净利率 20.6%/+3.5pct，主要系订单饱满、产能利用率提升，以及海外新工厂员工人数达到了设定规模、生产效率逐渐提升。拆分来看，24H2 公司毛利率 27.4%/+1.6pct，环比-1.6pct，主要系 7 月起上调平均工资以激励员工、解决产能有限问题、满足客户需求。费用端，2024 年公司销售、管理、财务费用率分别为 0.96%/+0.31pct（运输费用增加）、6.76%/-0.77pct、1.31%/-0.08pct，有效税率 12.89%/+4.11pct（越南开始实施支柱二所得税、预计有效税率提升）。2024 年公司汇兑收益为 1.06 亿元（2023 年为 1.51 亿元），出售上海马威实业股权贡献一次性收益预计为 2.86 亿元（剔除后，估算 24 年公司净利润为 60.1 亿元/+31.8%）。

展望：2024 年公司营收走出低谷、重返增长，主要系客户前期去库下的订单修复、在核心客户内的份额提升，以及新客户的增量贡献。展望 25 年，行业宏观环境仍面临挑战，公司将整合和优化海内外基地布局，进一步扩大海外产能规模、完善产业链纵向配套，多途径拓展市场有效需求，以优质产品、快速响应和全面服务，巩固并提升在核心客户中的采购占比，在保证核心客户需求的前提下，适时引入优质新客户。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司营收为 317.4、350.8、384.1 亿元，同比增长 10.7%、10.5%、9.5%；归母净利润为 65.8、72.5、79.2 亿元，同比增长 5.5%（剔除 24 年上海马威实业股权出售收益后预计同比+8.5%）、10.1%、9.2%，对应 PE 为 13.3x、12.0x、11.0x，维持“买入”评级。

风险提示：1）大客户订单风险：公司前四大客户占公司收入约 80%，均为海外品牌，在海外主要经济体高息及高通胀环境下，需求疲软、客户去库，对于公司订单产生不利影响，影响公司收入和产能利用情况；**2）新客户开拓不及预期：**公司积极开拓具备增长潜力的新品牌客户，如果新客户开拓不及预期将对公司新工厂产能利用产生不利影响，影响公司收入和制造效率；**3）海外关税、所得税率变动风险：**公司主要产能位于中国、越南、柬埔寨等地区，24 年是全球大选年，政治等不确定性因素较高，若关税、所得税率发生变动，或对公司盈利形成不利影响。

图表 1：申洲国际收入和毛利拆分预测

申洲国际（人民币亿元）		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入		**277.8**	**249.7**	**286.6**	**317.4**	**350.8**	**384.1**
	yoy	16.5%	-10.1%	14.8%	10.7%	10.5%	9.5%
运动服饰产品		**208.7**	**180.3**	**198.0**	**216.1**	**237.0**	**257.2**
	yoy	18.5%	-13.6%	9.8%	9.1%	9.7%	8.6%
	占比	75.1%	72.2%	69.1%	68.1%	67.5%	67.0%
Nike		**86.3**	**77.0**	**74.0**	**74.0**	**77.7**	**80.8**
	yoy	21.9%	-10.8%	-3.9%	*0.0%*	*5.0%*	*4.0%*
	占比	31.1%	30.8%	25.8%	23.3%	22.1%	21.0%
Adidas		**48.6**	**36.9**	**50.0**	**57.5**	**64.4**	**71.5**
	yoy	-1.4%	-24.1%	35.4%	*15.0%*	*12.0%*	*11.0%*
	占比	17.5%	14.8%	17.4%	18.1%	18.4%	18.6%
PUMA		**34.7**	**24.9**	**27.6**	**29.8**	**31.9**	**33.8**
	yoy	3.9%	-28.1%	10.9%	*8.0%*	*7.0%*	*6.0%*
	占比	12.5%	10.0%	9.6%	9.4%	9.1%	8.8%
其他（安踏、李宁、LULU等）		**39.1**	**41.5**	**46.4**	**54.8**	**63.0**	**71.2**
	yoy	72.5%	6.2%	11.7%	*18.0%*	*15.0%*	*13.0%*
	占比	14.1%	16.6%	16.2%	17.3%	17.9%	18.5%
休闲服装		**57.5**	**56.7**	**72.1**	**82.9**	**93.7**	**104.9**
	yoy	21.8%	-1.4%	27.1%	*15.0%*	*13.0%*	*12.0%*
	占比	20.7%	22.7%	25.1%	26.1%	26.7%	27.3%
UNIQLO		**58.3**	**60.0**	**79.9**	**91.8**	**103.8**	**116.2**
	yoy	24.1%	2.9%	33.0%	*15.0%*	*13.0%*	*12.0%*
	占比	21.0%	24.0%	27.9%	28.9%	29.6%	30.3%
内衣服装		**8.2**	**10.7**	**14.4**	**16.1**	**17.7**	**19.3**
	yoy	-21.3%	30.2%	34.6%	*12.0%*	*10.0%*	*9.0%*
	占比	2.9%	4.3%	5.0%	5.1%	5.0%	5.0%
其他针织品		**3.4**	**2.0**	**2.2**	**2.4**	**2.5**	**2.7**
	yoy	-27.8%	-41.6%	10.9%	*7.0%*	*7.0%*	*7.0%*
	占比	1.2%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业成本		**216.6**	**189.1**	**206.1**	**227.9**	**251.5**	**275.0**
	yoy	19.9%	-12.7%	9.0%			
	棉花均价	18815	16777	15987			
	yoy	5.2%	-10.8%	-4.7%			
毛利率		**22.1%**	**24.3%**	**28.1%**	*28.2%*	*28.3%*	*28.4%*
其他收入		**4.85**	**10.55**	**12.35**	**12.24**	**12.26**	**12.20**
政府补助		1.73	2.50	1.51	*1.51*	*1.51*	*1.51*
利息收入		2.78	7.79	10.76	*10.64*	*10.66*	*10.60*
现金		112.55	160.83	237.46	257.46	262.46	267.46
利率		2.27%	5.70%	5.40%	*4.30%*	*4.10%*	*4.00%*
其他		0.34	0.26	0.08	*0.08*	*0.09*	*0.09*
销售及分销开支		**2.0**	**1.6**	**2.8**	**2.5**	**2.8**	**3.1**
	销售费用率	0.7%	0.7%	1.0%	*0.8%*	*0.8%*	*0.8%*
行政开支		**19.5**	**18.8**	**19.4**	**21.1**	**23.0**	**24.8**
	管理费用率	7.0%	7.5%	6.8%	*6.7%*	*6.6%*	*6.5%*
OP margin		**14.3%**	**16.1%**	**20.4%**	**20.7%**	**20.9%**	**21.1%**
融资费用		**2.3**	**3.5**	**3.8**	**3.75**	**3.75**	**3.75**
	财务费用率	0.8%	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.0%
贷款		91.98	121.04	128.19	148.19	153.19	158.19
利率		2.31%	3.25%	3.01%	*2.7%*	*2.5%*	*2.4%*
其他收益净额		**10.6**	**2.6**	**4.6**	**1.39**	**1.39**	**1.39**
汇兑损益		11.06	1.51	1.06	*0.00*	*0.00*	*0.00*
其他		-0.45	1.08	3.53	*1.39*	*1.39*	*1.39*
应占联营公司利润及亏损		**-0.21**	**0.13**	**0.05**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
除税前利润		**52.6**	**50.0**	**71.6**	**75.7**	**83.3**	**91.0**
所得税		6.99	4.38	9.23	9.84	10.83	11.83
	税率	13.3%	8.8%	12.9%	*13.0%*	*13.0%*	*13.0%*
净利润		**45.6**	**45.6**	**62.4**	**65.8**	**72.5**	**79.2**
	yoy	35.3%	-0.1%	36.9%	5.5%	10.1%	9.2%
净利率		**16.4%**	**18.3%**	**21.8%**	**20.7%**	**20.7%**	**20.6%**

资料来源：公司公告，中信建投

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**28,479**	**38,572**	**35,492**	**39,074**	**44,897**
现金	11,611	10,874	12,551	13,870	17,443
应收票据及应收账款合计	5,024	6,151	6,233	6,888	7,540
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	254	486	388	428	469
存货	6,125	6,885	7,112	7,849	8,580
其他流动资产	5,466	14,175	9,208	10,039	10,865
非流动资产	**20,132**	**14,536**	**13,179**	**11,822**	**10,466**
长期投资	13	15	15	15	15
固定资产	10,931	10,763	9,751	8,740	7,728
无形资产	2,089	2,071	1,726	1,380	1,035
其他非流动资产	7,098	1,687	1,687	1,687	1,687
资产总计	**48,611**	**53,108**	**48,671**	**50,897**	**55,362**
流动负债	**13,384**	**16,826**	**8,025**	**5,446**	**4,666**
短期借款	10,204	12,819	4,162	1,180	0
应付票据及应付账款合计	1,198	1,493	1,343	1,482	1,620
其他流动负债	1,982	2,515	2,520	2,783	3,045
非流动负债	**2,359**	**429**	**429**	**429**	**429**
长期借款	1,900	0	0	0	0
其他非流动负债	459	429	429	429	429
负债合计	**15,744**	**17,255**	**8,454**	**5,874**	**5,094**
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	151	151	151	151	151
资本公积	32,716	35,702	35,702	35,702	35,702
留存收益	0	0	4,365	9,169	14,415
归属母公司股东权益	32,867	35,853	40,218	45,022	50,268
负债和股东权益	**48,611**	**53,108**	**48,671**	**50,897**	**55,362**

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	**5,227**	**5,273**	**11,678**	**5,862**	**6,536**
净利润	4,557	6,241	6,520	7,177	7,836
折旧摊销	1,474	-	1,357	1,357	1,357
财务费用	346	375	375	375	375
其他经营现金流	-1,151	-1,343	3,426	-3,047	-3,031
投资活动现金流	**-1,380**	**-**	**1,185**	**1,187**	**1,182**
资本支出	1,099	31	-	-	-
其他投资现金流	-2,479	-31	1,185	1,187	1,182
筹资活动现金流	**333**	**-**	**-432**	**-5,729**	**-4,145**
短期借款	3,006	2,615	-8,656	-2,982	-1,180
长期借款	-100	-1,900	-	-	-
其他筹资现金流	-2,573	-715	8,224	-2,747	-2,965
现金净增加额	**4,180**	**5,273**	**1,677**	**1,319**	**3,573**

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	**24,970**	**28,663**	**31,377**	**34,675**	**37,956**
营业成本	18,910	20,608	22,529	24,862	27,177
销售费用	164	276	251	277	304
管理费用	1,881	1,938	2,091	2,276	2,453
财务费用	346	375	375	375	375
投资收益	13	5	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	5	0	0	0
营业利润	**3,681**	**5,470**	**6,132**	**6,885**	**7,648**
其他非经营损益	1,314	1,694	1,362	1,364	1,359
利润总额	**4,996**	**7,164**	**7,494**	**8,249**	**9,006**
所得税	438	923	974	1,072	1,171
净利润	**4,557**	**6,241**	**6,520**	**7,177**	**7,836**
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	**4,557**	**6,241**	**6,520**	**7,177**	**7,836**
EBITDA	6,816	7,539	9,226	9,981	10,739
EPS（元）	3.03	4.15	4.34	4.77	5.21

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	9.5	10.5	9.5
归母净利润(%)	-0.1	36.9	4.5	10.1	9.2
获利能力					
毛利率(%)	24.3	28.1	28.2	28.3	28.4
净利率(%)	18.3	21.8	20.8	20.7	20.6
ROE(%)	13.9	17.4	16.2	15.9	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	32.5	17.4	11.5	9.2
流动比率	2.1	2.3	4.4	7.2	9.6
速动比率	1.3	1.1	2.6	4.1	5.7
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.0	4.7	5.0	5.0	5.0
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.03	4.15	4.34	4.77	5.21
每股经营现金流(最新摊薄)	3.48	3.51	7.77	3.90	4.35
每股净资产(最新摊薄)	21.86	23.85	26.75	29.95	33.44
估值比率					
P/E	19.0	13.9	13.3	12.0	11.0
P/B	2.6	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：Wind、公司公告，中信建投证券预测

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，专注于造纸包装、纺织制造、出口链、黄金珠宝、个护文娱等消费服务产业研究，3年证券从业经验。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）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、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
电话：（8610） 56135088
联系人：李祉瑶
邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
电话：（8621） 6882-1600
联系人：翁起帆
邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
电话：（86755）8252-1369
联系人：曹莹
邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
中环交易广场 2 期 18 楼
电话：（852）3465-5600
联系人：刘泓麟
邮箱：charleneliu@csci.hk