

纺织服饰

2025 年 03 月 27 日

申洲国际 (02313)

——穿越周期又上台阶，24 年营收净利均创历史新高

报告原因：有业绩公布需要点评

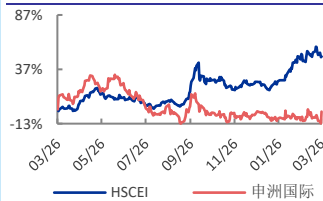
买入 (维持)

投资要点：

市场数据：2025 年 03 月 26 日

收盘价 (港币)	62.30
恒生中国企业指数	8654.26
52 周最高/最低 (港币)	86.90/54.80
H 股市值 (亿港元)	936.51
流通 H 股 (百万股)	1,503.22
汇率 (人民币/港币)	1.0836

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiuji@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

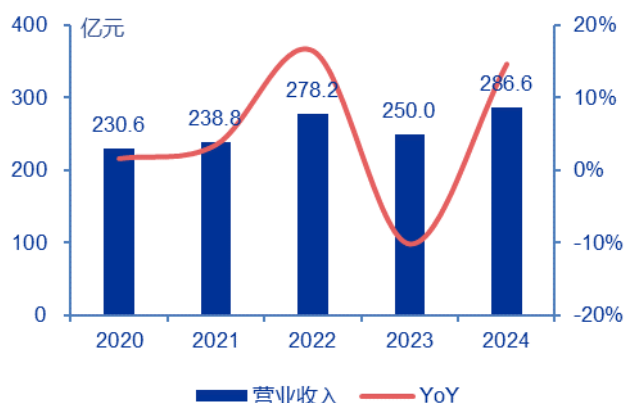
- **公司发布 2024 年报：1) 营收超预期驱动净利润超预期。**2024 年营收 287 亿元 (同比+14.8%)，毛利润 80.5 亿元 (同比+32.9%)，归母净利润 62.4 亿元 (同比+36.9%)，均创历史新高，其中，24H1/H2 营收 130/157 亿元 (同比+12.2%/+16.8%)，归母净利润 29.3/33.1 亿元 (同比+37.8%/+36.2%)。全年营收超预期驱动，分拆主要由销量同比高增贡献，但单价有所下滑，但下半年单价降幅较上半年已收窄，趋势向好。在利润端，24 年利息收入 10.8 亿元 (同比+3 亿元)，处置使用权资产收益 3.7 亿元 (同比+3.6 亿元)，对利润有较大增厚，而政府补助 1.5 亿元 (同比-1 亿元)，所得税率 12.9% (同比+4.1pct)，则有所拖累利润增速。2) **账上现金实力雄厚，分红预期稳定。**24 年期末账上现金及现金等价物、交易性金融资产及其他短期投资合计超 250 亿，短期借贷 128 亿元，粗算净现金超 120 亿元。拟末期派息每股 1.28 港元，叠加中期派息每股 1.25 港元，年度累计派息每股 2.53 港元，对应全年度分红总额 35 亿人民币，分红比例 56%，对应 3/26 股价股息率超 4%。
- **24 年 Uniqlo 订单高增长，驱动休闲类及日本市场高增长，但 25 年增长结构或向运动类逐步回归。1) 分品类：休闲类、内衣类产品高增长。**24 年运动类/休闲类/内衣类营收分别 198/72/14.4 亿元，同比+9.8%/+27.1%/+34.6%，贡献占比约 69%/25%/5%。2) **分交付地：日本、美国市场较高增长。**24 年中国市场营收 80.6 亿元 (同比+13.2%)，占比 28%仍是第一大市场；欧洲市场营收 51.9 亿元 (同比+3.2%)，占比 18%，增长较为发力；日本/美国市场营收分别 48.3/46.1 亿元 (同比+31.5%/+18.9%)，占比约 17%/16%，表现相当强劲；其他市场营收 59.7 亿元 (同比+13.4%)，占比 20.8%。3) **分客户：Uniqlo 贡献暂反超 Nike，Adidas 贡献亦高增长。**24 年前四大客户 Uniqlo/Nike/Adidas/Puma 营收 79.9/74/50/27.6 亿元，同比+33%/+4%/+35%/+11%，占比 28%/26%/17%/10%，合计占比 80.7% (同比+1.1pct)，其他客户合计营收 55.2 亿元 (同比+8%)，占比 19%。**我们预期，25 年运动类 Adidas 增长将居前四大客户之首，Uniqlo、Puma 延续不错增长势头，而 Nike 由于自身去库存，其订单还需要调整一年，至 26 年有望恢复增长。**
- **订单结构导致毛利率尚未回升至历史最高水平，中期仍有上行空间。**24 年毛利率 28.1% (同比+3.8pct)，主要系产能利用率显著回升。其中，24H1/H2 毛利率分别 29% (同比+6.6pct)/27.4% (同比+1.6pct)，24H2 毛利率环比 H1 下降 1.6pct，主要系订单交付结构所致，且下半年基层员工薪酬有较大幅度调升。24 年销售/管理/财务费用率分别为 1.0%/6.8%/1.3%，同比+0.3/-0.8/-0.1pct，合计 9%，同比改善 0.6pct。其中，全年员工工资总额增加约 8.9 亿元，销售费用部分增长为运输费用增加。最终，24 年净利率 21.8% (同比+3.5pct)。
- **全球最大的纵向一体化针织制造商之一，下游客户订单旺盛，由扩产推动增长的确定性强，维持“买入”评级。**柬埔寨新成衣工厂已于 3 月启动招工，预计招募 6000 人，而越南通过收购获取厂区资产，用以扩建 200 吨/天的新面料产能，配套支持海外成衣产能的扩张。此外，印尼新基地布局也在积极推进中。考虑到公司订单向好趋势，我们上调 25-26 年、新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 66.1/74.0/83.6 亿元 (原 25-26 年为 65.3/72.3 亿元)，对应 PE 为 13/12/10 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**海外经济下行导致外需疲软；成本上涨传导不及预期；产能扩张不及预期。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,970	28,663	31,779	35,288	39,197
同比增长率 (%)	-10%	15%	11%	11%	11%
归母净利润 (百万元)	4,557	6,241	6,606	7,404	8,364
同比增长率 (%)	-0.1%	37%	6%	12%	13%
每股收益 (元)	3.03	4.15	4.39	4.93	5.56
毛利率 (%)	24%	28%	28%	29%	29%
市盈率 (倍)					
ROE (%)	14%	18%	18%	18%	19%

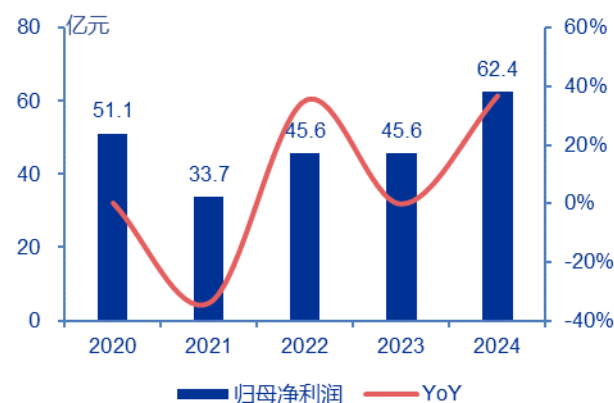
注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1：24 年营收同比增长 14.7%



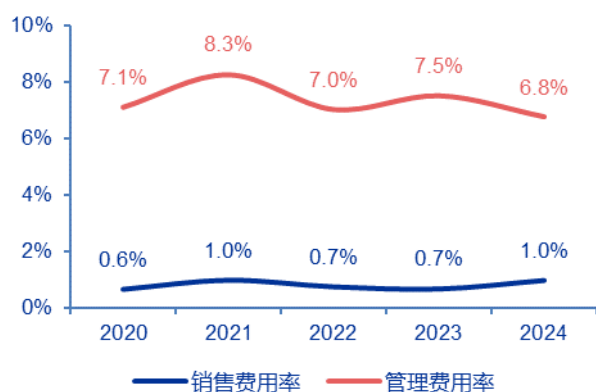
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：24 年归母净利润同比增长 36.9%



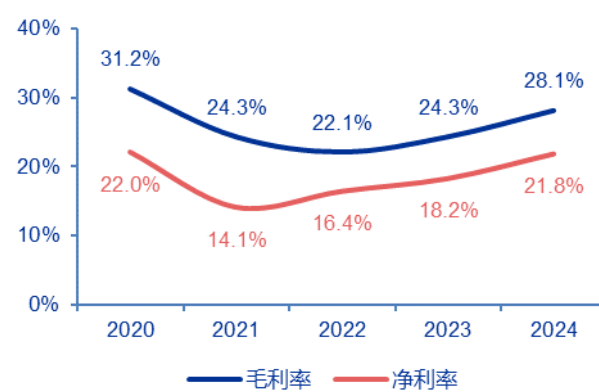
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：24 年销售费用率 1.0%，管理费用率 6.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：24 年毛利率 28.1%，净利率 21.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并利润表

百万元 (人民币)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	23,845	27,781	24,970	28,663	31,779	35,288	39,197
销售成本	18,055	21,656	18,910	20,608	22,785	25,178	27,752
毛利	5,790	6,126	6,060	8,055	8,993	10,110	11,446
销售费用	232	204	164	276	286	300	314
管理费用	1,978	1,954	1,881	1,938	2,097	2,223	2,352
其他收入及收益	570	1,667	1,279	1,359	1,367	1,325	1,253
其他开支	190	123	-35	-334	0	0	0
营业利润	3,960	5,512	5,328	7,534	7,977	8,911	10,033
融资成本	144	228	346	375	390	410	430
应占联营公司利润	7	-21	13	5	7	9	11
除税前利润	3,823	5,262	4,996	7,164	7,594	8,510	9,614
所得税	452	699	438	923	987	1,106	1,250
净利润	3,372	4,563	4,557	6,241	6,606	7,404	8,364
归母净利润	3,372	4,563	4,557	6,241	6,606	7,404	8,364
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhyse.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhyse.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhyse.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhyse.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhyse.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。