

买入

2025 年 03 月 28 日

24 年核心归母净利润增长 37%，25 年的展望维持良好态势

- 2024 年全年业绩概况：**公司收入同比增长 14.8%至 286.6 亿元人民币（同下）。量价拆分来看，量增长>20%，价格（人民币计）减少约 5%。毛利率提升 3.8pct 至 28.1%，主要受益于 1）整体产能利用率恢复到正常水平， 2）海外工厂的效率及生产能力在提升的影响；毛利率下半年环比减少 1.6pct 到 27.4%，主要受下半年较大幅薪酬调升的影响。经营费用率减少 0.6pct 到 9.0%。有效税率提升到 12.9%，受海外新税务政策的影响。公司录得归母净利润增长 36.9%到 62.4 亿元；核心归母净利润也增长 37%到 49.2 亿元。总体业绩强劲。拟派末期股息 1.28 港币；核心派息率为约 59.8%（维持稳定）。
- 运动类和欧洲地区表现维持稳定；休闲类和内衣类及日本地区为主要增长动力：**分产品来看，运动类/休闲类/内衣类/其他分别录得 +9.8%/+27.1%/+34.6%/+10.9%的变化。运动类的增长主要受益于美国 and 国内市场的带动，休闲类的表现则受益于日本及其他市场需求的上升。从地区分布来看，欧洲/美国/日本/其他区域/国内市场分别录得 +3.2%/+18.9%/+31.5%/+13.4%/+13.2%的变化。耐克/阿迪达斯/ 优衣库 / 彪马 的增长分别为 -3.9%（优于客户的表现）/ +35.4%/+33.0%/+10.9%；其占比的总和为 80.7%(增加 1.1pct)。露露也估计有 60-70%的增长。
- 预计 25 年产能增长可达 10-12%，毛利率应能逐步提升：**2025 年，预计柬埔寨和越南工厂会分别增加 6000 名/1000-2000 名员工。受益于效率及生产能力的提升，预计 25 年产能增长可达 10-12%。客户订单方面：预计阿迪达斯/彪马能有双位数增长；优衣库增长高单位数到低双位数；耐克则有中单位数的下跌。单价预计有 1-2%的提升。随着效率的提升和产品结构的优化（多做运动类的产品），预计毛利率应能逐步提升。有效税率预计在 13-14%区间。印尼工厂的建设预计在 25 年年底完成。
- 目标价 81.44 港元，维持买入评级：**纵使运动品牌和宏观表现波动，申洲依然能取得强劲业绩表现。展望 2025 年，我们预计集团能维持良好的增长态势。我们继续看好公司作为行业龙头的发展，其优秀的管理执行和产品创新能力，垂直一体化、海内外均衡的布局具有不可替代的优势。我们维持买入评级；目标价为 81.44 港元，相当于 2025 年每股盈利预测 20 倍。

王柏俊

852-25321915

patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要数据

行业	服装纺织
股价	61.25 港元
目标价	81.44 港元 (+33.0%)
股票代码	2313
已发行股本	15.03 亿股
市值	921 亿港元
52 周高/低	84.70/54.65 港元
每股净现值	23.85 人民币
主要股东	Jianrong Ma (42.36%)

盈利摘要

截止12月31日财政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入（百万人民币）	24,970	28,663	31,673	35,093	38,708
变动（%）	-10.1%	14.8%	10.5%	10.8%	10.3%
净利润（百万人民币）	4,557	6,241	6,550	7,389	8,310
摊薄每股收益（人民币）	3.03	4.15	4.36	4.92	5.53
变动（%）	-0.1%	36.9%	5.0%	12.8%	12.5%
基于61.25港元的市盈率(倍)	18.9	13.8	13.1	11.6	10.4
每股派息（港元）	2.03	2.53	2.84	3.21	3.61
息率（%）	3.3%	4.1%	4.6%	5.2%	5.9%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：主要财务报表

损益表						财务分析					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	24,970	28,663	31,673	35,093	38,708	增长					
毛利	6,060	8,055	9,059	10,213	11,458	总收入 (%)	-10.1%	14.8%	10.5%	10.8%	10.3%
其他业务收入	1,055	1,235	1,267	1,270	1,277	EBITDA (%)	-1.7%	34.7%	5.4%	11.2%	11.0%
销售及管理费用	-164	-276	-274	-268	-257	净利润 (%)	-0.1%	36.9%	5.0%	12.8%	12.5%
行政费用	-1,881	-1,938	-2,110	-2,303	-2,501	摊薄EPS	-0.1%	36.9%	5.0%	12.8%	12.5%
其他费用	259	459	0	0	0	盈利能力					
营运收入	5,328	7,534	7,942	8,912	9,977	毛利率 (%)	24.3%	28.1%	28.6%	29.1%	29.6%
财务成本	-346	-375	-375	-375	-375	EBITDA 利率 (%)	26.3%	30.8%	29.4%	29.5%	29.7%
其他非主营盈亏	13	5	5	5	5	净利率 (%)	18.3%	21.8%	20.7%	21.1%	21.5%
税前盈利	4,996	7,164	7,572	8,542	9,607	ROA	9.9%	12.3%	12.1%	13.2%	14.2%
所得税	-438	-923	-1,022	-1,153	-1,297	ROE	14.3%	18.2%	17.6%	18.5%	19.3%
净利润	4,557	6,241	6,550	7,389	8,310	营运表现					
少数股东应占利润	0	0	0	0	0	SG & A 收入 (%)	8.2%	7.7%	7.5%	7.3%	7.1%
折旧及摊销	1,227	1,298	1,368	1,439	1,510	实际税率 (%)	8.8%	12.9%	13.5%	13.5%	13.5%
EBITDA	6,555	8,831	9,311	10,352	11,488	派息率 (%)	60.3%	55.8%	60.0%	60.0%	60.0%
摊薄EPS (人民币元)	3.0	4.2	4.4	4.9	5.5	库存周转	120	116	116	116	116
DPS (港元)	2.0	2.5	2.8	3.2	3.6	应付账款天数	21	24	25	26	26
						应收账款天数	73	71	71	71	71
						财务状况					
						计息负债/股东权益	31%	36%	30%	25%	21%
						盈利对利息倍数	19.3	23.8	24.0	26.5	29.4
资产负债表						现金流量表					
<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>						<人民币> <百万>, 财务年度截至<12月31日>					
	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测		2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	11,596	10,869	9,703	9,015	8,702	净利润	4,557	6,241	6,550	7,389	8,310
应收账款	5,024	6,151	6,797	7,531	8,307	非现金项调整	1,343	1,401	1,050	1,050	1,050
存货	6,125	6,885	7,608	8,430	9,298	营运资本变化	318	-1,548	-1,085	-1,233	-1,303
其他流动资产	5,735	14,667	15,360	16,094	16,865	营运现金流	5,900	8,548	9,028	10,068	11,204
总流动资产	28,479	38,572	39,468	41,070	43,172	固定资产投资	-1,060	-1,708	-1,700	-1,500	-1,500
固定资产	10,931	10,763	11,413	11,863	12,313	其他投资活动	-320	-2,582	-503	-542	-584
其他资产	9,201	3,773	3,936	4,106	4,286	投资活动现金流	-1,380	-4,290	-2,203	-2,042	-2,084
总资产	48,611	53,108	54,817	57,039	59,770	负债变化	3,006	2,615	-1,282	-1,154	-1,038
短期贷款	10,204	12,819	11,537	10,383	9,345	股本变化	0	0	0	0	0
应付账款、应付票据	1,202	1,493	1,650	1,828	2,016	股息	-2,748	-3,482	-3,930	-4,433	-4,986
其他短期负债	1,979	2,515	2,693	2,895	3,109	其他融资活动	0	0	0	0	0
总短期负债	13,384	16,826	15,879	15,106	14,470	融资活动现金流	333	-1,820	-6,165	-6,612	-7,121
计息长期负债	0	0	0	0	0	现金变化	4,227	747	-1,166	-688	-313
其他负债	2,359	429	465	505	549	汇率损失	47	0	0	0	0
总负债	15,744	17,255	16,344	15,611	15,018	期初持有现金	7,369	11,596	10,869	9,703	9,015
少数股东权益	0	0	0	0	0	期末持有现金	11,596	12,344	9,703	9,015	8,702
总权益	32,867	35,853	38,473	41,428	44,752						

数据来源：公司资料、第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话：(852) 2522-2101
传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司（“第一上海”）编制，仅供机构投资者一般审阅。未经第一上海事先明确书面许可，就本报告之任何材料、内容或印本，不得以任何方式复制、摘录、引用、更改、转移、传输或分发给任何其他人。本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据，或就其作出要约或要约邀请，也不构成投资建议。阁下不可依赖本报告中的任何内容作出任何投资决策。本报告及任何资料、材料及内容并未有考虑到个别的投资者的特定投资目标、财务情况、风险承受能力或任何特别需要。阁下应综合考虑到本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素，自行作出本身独立的投资决策。

本报告所载资料及意见来自第一上海认为可靠的来源取得或衍生，但对于本报告所载预测、意见和预期的公平性、准确性、完整性或正确性，并不作任何明示或暗示的陈述或保证。第一上海或其各自的董事、主管人员、职员、雇员或代理均不对因使用本报告或其内容或与此相关的任何损失而承担任何责任。对于本报告所载信息的准确性、公平性、完整性或正确性，不可作出依赖。

第一上海或其一家或多家关联公司可能或已经，就本报告所载信息、评论或投资策略，发布不一致或得出不同结论的其他报告或观点。信息、意见和估计均按“现况”提供，不提供任何形式的保证，并可随时更改，恕不另行通知。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法（「一九三四年证券法」）或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外，第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法（下简称为「投资顾问法」），「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」）或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下，任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务，包括（但不限于）在此档内陈述的内容，皆没有意图提供给美国人。此档及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。