

2025年03月26日

25年价格和毛利率有望改善

申洲国际(2313.HK)

评级:	买入	股票代码:	2313
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	84.23/54.78
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	831.28
最新收盘价(港元):	55.3	自由流通市值(亿港元)	831.28
		自由流通股数(百万)	1,503.22

事件概述

2024年公司实现收入/归母净利分别为286.63/62.41亿元、同比增长14.67%/36.94%，即使剔除2.9亿元物业处置收益后归母净利为59.6亿元，同比+30.7%，仍略超市场预期，主要受益于人效及产能利用率提升。上下半年拆分来看，上半年收入/归母净利同比上涨12.14%/37.81%；下半年收入/归母净利同比上涨17%/36.2%，下半年收入加速主要由休闲品类带动，下半年毛利率环比承压主要由于薪资提升以及低毛利休闲占比提升。

公司24年末期股息每普通股1.28港元，连同中期股息每普通股1.25港元，全年股息合计每普通股2.53港元，派息比例为55.8%，剔除物业处置收益影响分红率为59.8%（23年61%），全年对应年股息率4.6%。

分析判断:

下半年休闲类加速增长。（1）分产品来看，下半年休闲类加速增长，24年运动类/休闲类/内衣类/其他针织品收入分别为197.99/72.07/14.36/2.21亿元，同比增长9.8%/27.1%/34.6%/10.9%；下半年运动类/休闲类/内衣类/其他针织品收入同比增长11.78%/31.83%/17.35%/9.78%。运动品类增长主要由于中国大陆和美国市场运动产品需求增加，休闲品类增长主要原因为日本及其他市场休闲产品需求增加，内衣品类上升主要由于日本市场内衣需求增加。（2）分地区来看，24年中国/欧洲/日本/美国/其他收入分别为80.61/51.90/48.34/46.12/59.66亿元，同比增长13.2%/3.2%/31.5%/18.9%/13.4%；上半年分别同比上升20%/4.4%/27%/2.7%/7.4%；下半年中国/欧洲/日本/美国/其他收入同比上升7.86%/2.20%/35.27%/33.30%/18.91%。（3）分客户来看，除客户乙均实现较快增长，但客户乙下半年降幅收窄；客户甲全年保持超30%增速，客户丙丁下半年加速增长；24年来自主要客户的客户甲/乙/丙/丁收入分别为79.85/73.99/49.98/27.62亿元，同比增长33.05%/-3.87%/35.39%/10.9%。上半年分别同比增长33.85%/-6.48%/23.75%/0.02%，下半年分别同比增长32.46%/-1.74%/47.55%/23.49%。（4）从员工数量来看，24年新增16%至10.3万人，其中上/下半年各新增9690/970人，全年来看人均薪资提升3%，主要由于下半年对员工薪酬调升，员工加薪后，员工稳定性及生产效率提升。

下半年毛利率增幅下降主要受员工成本增加影响。1) 24年公司毛利率为28.1%、同比提升3.8PCT，主要得益于产能利用率、人效、管理效率提升。拆分上下半年，上半年毛利率为29.0%，同比上升6.6PCT；下半年毛利率为27.37%，同比上升1.53PCT，但较上半年下降1.6PCT，我们主要由于下半年对基层员工有较大幅度之薪酬调升及毛利率相对较低的休闲品类占比增加。2) 24年公司归母净利率为21.77%、同比提升3.52PCT，分拆来看上下半年净利率分别为22.59%/21.10%，同比增长4.19/2.97PCT。24年公司销售/管理/财务费用率分别0.96%/6.76%/1.31%、同比增加0.31/-0.77/-0.08PCT；其他收入占比同比+0.08PCT至4.31%，主要为利息收入增加；其他收益/收入同比提升0.56PCT至1.6%，主要受物业处置收益增加影响；所得税率同比上升4PCT至13%，主要由于中国大陆当期企业所得税增加及越南额外支柱二所得税项。

存货周转天数微降。24年末公司存货为68.85亿元，同比增加12.41%，存货周转天数为114天，同比下降4天；应收账款为61.51亿元，同比上升22.45%，应收账款周转天数为70天，同比下降2天，应付账款为14.93亿元，同比上升24.24%，应付账款周转天数为24天，同比上升3天。

投资建议

我们分析：（1）短期来看，下游需求恢复稳定增长，下游主要客户指引来看，迅销集团预计截至2025/8/31 收益将同比增长 9.5%至 3.4 万亿日元；Adidas2025 年预计营业利润 17 亿欧元至 18 亿欧元；NIKE 预计截至 5 月份财季销售额将下降 10%以上；lululemon 预计第四季度收入将达 35.6 亿至 35.8 亿美元，同比增长 11%至 12%。我们分析随着公司积极拓品类，大客户份额提升，同时结合品牌自身增长，25 年有望迎来 10%+收入增长；（2）中期来看，从产能及产量提升来看，产能增加来自柬埔寨 6000 人工厂投产，越南西宁面料项目产能逐步释放，达产后预计新增面料产能 200 吨/天；印尼有望拓展新基地，即未来 3 年保持收入 10%+。（3）长期来看，公司将进一步拓品类，重视对新面料，新工艺的应用，有望带动公司客户份额进一步提升及净利率提升。维持 25-26 年营业收入预测 324.32/362.56 亿元，新增 27 年收入预测 400.4 亿元；维持归母净利预测 67.70/77.50 亿元，新增 27 年净利预测 86.79 亿元；对应 25-27 年 EPS 预测 4.50/5.16/5.77 元，2025 年 3 月 25 日收盘价 55.3 港元对应 PE 分别为 11/10/9X，考虑公司在大客户仍有拓品类空间、新客户逐步开始贡献，自身具备较强的面料创新、快反能力、产品降本能力、海外人才培养能力，维持“买入”评级。

风险提示

扩产进度不及预期；海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；招工不及预期；海外加税风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24969.79	28662.94	32432.45	36256.11	40040.40
YoY (%)	-10.12%	14.79%	13.15%	11.79%	10.44%
归母净利润(百万元)	4557.26	6240.58	6770.18	7749.65	8678.65
YoY (%)	-0.12%	36.94%	8.49%	14.47%	11.99%
毛利率 (%)	24.27%	28.10%	28.40%	28.70%	29.00%
每股收益 (元)	3.03	4.15	4.50	5.16	5.77
ROE (%)	13.87%	17.41%	15.94%	15.49%	14.83%
市盈率	24.40	13.74	11.30	9.87	8.81

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 港元=0.92 元人民币）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@H1x168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	28662.94	32432.45	36256.11	40040.40	净利润	6240.58	6770.18	7749.65	8678.65
YoY (%)	14.67%	13.15%	11.79%	10.44%	折旧和摊销	-	1217.68	1172.98	1125.31
营业成本	20608.04	23220.95	25849.85	28427.84	营运资金变动	-	-1351.98	2040.98	337.41
营业税金及附加					经营活动现金流	-	6355.83	10789.16	9949.54
销售费用	276.28	243.24	271.92	300.30	资本开支	-	-756.80	-681.12	-613.01
管理费用	1938.34	2115.10	2144.27	2428.71	投资	-	-3843.00	-4245.00	-5745.00
财务费用	375.35	-55.73	4.86	-122.56	投资活动现金流	-	-4068.92	-4395.24	-5827.13
资产减值损失					股权募资	-	0.00	0.00	0.00
投资收益	5.30	6.06	6.06	6.06	债务募资	714.60	-554.18	-766.62	-392.10
营业利润	5840.28	6853.15	7990.07	8883.54	筹资活动现金流	-	-956.21	-1304.49	-941.62
营业外收支	1693.55	524.82	524.82	524.82	现金净流量	-	1330.70	5089.42	3180.79
利润总额	7163.78	7439.76	8516.10	9536.98	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	923.20	669.58	766.45	858.33	成长能力 (%)				
净利润	6240.58	6770.18	7749.65	8678.65	营业收入增长率	14.79%	13.15%	11.79%	10.44%
归属于母公司净利润	6240.58	6770.18	7749.65	8678.65	净利润增长率	36.94%	8.49%	14.47%	11.99%
YoY (%)	36.94%	8.49%	14.47%	11.99%	盈利能力 (%)				
每股收益(元)	4.15	4.50	5.16	5.77	毛利率	28.10%	28.40%	28.70%	29.00%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率	21.77%	20.87%	21.37%	21.67%
货币资金	10868.83	12199.53	17288.95	20469.74	总资产收益率 ROA	11.75%	11.37%	11.66%	11.58%
预付款项					净资产收益率 ROE	17.41%	15.94%	15.49%	14.83%
存货	6884.95	7757.90	7385.67	7289.19	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5.44	6.16	6.88	7.60	流动比率	2.29	2.73	3.30	3.87
流动资产合计	38571.79	45492.00	52891.20	61864.45	速动比率	1.88	2.26	2.84	3.41
长期股权投资	15.15	15.15	15.15	15.15	现金比率	0.65	0.73	1.08	1.28
固定资产	10763.05	10405.70	10012.20	9593.33	资产负债率	32.49%	28.70%	24.72%	21.92%
无形资产	2070.66	1967.12	1868.77	1775.33	经营效率 (%)				
非流动资产合计	14536.06	14075.19	13583.32	13071.02	总资产周转率	0.54	0.54	0.55	0.53
资产合计	53107.85	59567.19	66474.52	74935.47	每股指标 (元)				
短期借款	12818.56	12264.39	11497.76	11105.67	每股收益	4.15	4.50	5.16	5.77
应付账款及票据	1493.02	1682.32	1397.29	1496.20	每股净资产	23.85	28.25	33.29	38.92
其他流动负债	1761.32	1992.96	2227.92	2460.46	每股经营现金流	0.00	4.23	7.18	6.62
流动负债合计	16826.16	16666.52	16005.65	15998.42	每股股利	0.00	1.00	1.20	1.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	428.79	428.79	428.79	428.79	PE	13.74	11.30	9.87	8.81
非流动负债合计	428.79	428.79	428.79	428.79	PB	2.39	1.80	1.53	1.31
负债合计	17254.95	17095.31	16434.44	16427.21					
股本	151.20	151.20	151.20	151.20					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00					
股东权益合计	35852.90	42471.87	50040.08	58508.26					
负债和股东权益合计	53107.85	59567.19	66474.52	74935.47					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。