



申洲国际 (02313.HK)

买入 (首次评级)

公司深度研究

证券研究报告

全球针织成衣龙头,关税不改核心优势

公司亮点

公司目前是全球最大的纵向一体化针织成衣制造商之一,主要客户为耐克、优衣库、阿迪等全球服装巨头。公司拥有穿越周期的高盈利能力主要得益于几大优势。1) **ODM 强研发能力**。公司通过较强研发能力研发出了 Flyknit 等多种高性能、环保型面料,深度绑定核心客户。2) **一体化生产提升效率**。公司面料织造、染整、印绣花及裁缝集中在同一工业区内进行,并且深度推进数字化改造,提升供货效率、产品质量、面料利用率。3) **多元海外工厂布局**。公司目前中国/越南/柬埔寨产能占比分别为 47%/27%/26%,海外产能布局享有税收及劳动力成本优势。公司凭借多元优势在生产端拥有较强的规模效应,盈利水平领跑行业。

投资逻辑:

关税层面: 我们认为公司整体风险可控,相较行业其他公司拥有比较优势。1) 公司凭借多元产能与全球大客户开展合作,目前出口美国比例仅为 16%,我们测算此次加征关税若传递到终端对公司整体订单影响或小于 3%。2) 此次关税风波并不会影响公司东南亚产能的劳动力和生产效率优势。同时我们预计此次关税风波会带来行业的冲击与洗牌,或加速行业小微企业的出局,公司无论从资金还是从盈利能力方面都具备更强的抗风险能力,有望借此机会拓展市场份额。3) 公司执行董事兼主席马建荣在关税事件后连续增持 45 万股,合计 2068 万港元,彰显公司高层的信心。

短期订单: 核心 4 大客户整体趋势向好,看好公司订单情况改善。 优衣库凭借全球化优质供应链与产品维持了良好的品牌势能,迅销 FY25Q1 (9-11 月) 营收同比增长超 10%,存货周转天数为 109 天,维持在健康水平;阿迪达斯自 23Q1 换帅后品牌力处于恢复通道,1) 阿迪产品力好转加库存减轻有助于公司接单显著改善。2) 阿迪本土化供应链策略匹配公司东南亚多国产能布局,有助公司获得超额订单;耐克目前经营情况筑底,24Q4 换帅后有望复制阿迪的品牌复苏路径;彪马保持稳健成长。

长期市占率: 受益于大客户聚焦核心供应商。 阿迪和耐克近年供应商数量呈现下降趋势。阿迪合作供应商数量从 2018 年的 130 家下降至 2023 年 104 家,其中和合作 10 年以上的供应商占比在 2023 年达到峰值 74%。我们推断头部客户正在减少管理半径,提升管理效率,预计公司在大客户体内的份额仍将保持稳健增长的趋势。

盈利预测、估值和评级

我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 4.39/4.91/5.48 元,对应 25 年 PE 为 11 倍,为近十年最低水平,我们对公司业绩进行敏感性测算,假设公司 25 年没有增长且公司所有财务数据与 2024 年相同,中性情况下(公司承担 5%的关税以及美国订单下降 20%时)公司业绩受到约 6%的影响,我们认为公司深度绑定大客户,拥有全球订单,有望较好化解关税带来的冲击。我们认为近期股价有所超跌,给予公司 25 年 PE 14 倍估值,目标价 65.17 港元(按照 4 月 14 日港元兑人民币汇率 0.943 计算),首次覆盖,给予“买入”评级。

风险提示

大客户品牌恢复不及预期、关税风险、汇率波动风险、大客户较为集中风险。

国金证券研究所

分析师: 杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yanguyqin@gjzq.com.cn

市价 (港币): 50.800 元

目标价 (港币): 65.17 元



公司基本情况 (人民币)

项目	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,970	28,663	31,784	35,385	39,410
营业收入增长率	-10.12%	14.79%	10.89%	11.33%	11.38%
归母净利润(百万元)	4,557	6,241	6,603	7,379	8,237
归母净利润增长率	-0.12%	36.94%	5.81%	11.75%	11.64%
摊薄每股收益(元)	3.03	4.15	4.39	4.91	5.48
每股经营性现金流净额	3.48	0.00	3.54	3.84	4.17
ROE(归属母公司)(摊薄)	13.87%	17.41%	17.15%	17.80%	18.41%
P/E	26.52	14.93	10.73	9.61	8.60
P/B	3.68	2.60	1.95	1.81	1.68

来源: 公司年报、国金证券研究所 (归母净利润按照关税中性假设预测)



内容目录

一、全球针织制造龙头稳健成长.....	4
1.1、全球针织制造龙头，海外产能稳步提升.....	4
1.2、营收增长趋势向上，盈利水平大幅回暖.....	6
二、一体化规模生产保障高盈利水平，关税扰动不改核心优势.....	8
2.1、一体化规模生产+高附加值产品铸就高盈利水平.....	8
2.2、产能多元分布，享有税收优惠和劳动力成本优势.....	10
2.3、公司在本轮贸易战中受影响可控，彰显竞争优势.....	11
三、短期订单有望受益于大客户复苏，看好公司长期市占率提升.....	12
3.1、大客户品牌力修复有望带动公司订单向好.....	12
3.2、长期看，大客户聚焦头部供应商推动公司市占率持续提升.....	14
3.3、棉价回归低位，利好公司盈利水平向上.....	15
四、盈利预测与投资建议.....	16
投资建议及估值.....	18
五、风险提示.....	18

图表目录

图表 1： 公司近年营收和净利润整体保持稳健成长（亿元）	4
图表 2： 90 年代到 2010 年我国针织服装出口日本呈现较高增长.....	4
图表 3： 公司 2004-2011 年间运动产品占比大幅提升.....	5
图表 4： 一体化+ODM 生产模式助力长期成长.....	5
图表 5： 公司各类针织服装产量（亿件）	6
图表 6： 2017-2024 年公司营业收入及增速.....	6
图表 7： 2017-2024 年公司归母净利润及增速.....	6
图表 8： 2017-2024 年公司各产品营收增速.....	6
图表 9： 2017-2024 年公司营收占比（按产品划分）.....	6
图表 10： 2017-2024 年公司各地区营收增速.....	7
图表 11： 2017-2024 年公司营收占比（按地区划分）.....	7
图表 12： 2017-2024 年公司毛利率和净利率.....	7
图表 13： 2017-2024 年公司销售费用率和管理费用率.....	7
图表 14： 2017-2024 年公司存货、应收账款周转天数.....	8
图表 15： 2017-2024 年公司存货周转天数对比友商.....	8
图表 16： 公司产成品占存货比重较大.....	8
图表 17： 公司应收账款周转天数高于行业平均.....	8



图表 18: 公司应付账款周转天数低于行业平均	8
图表 19: 全球服装市场规模是万亿美元级别 (单位: 亿美元)	9
图表 20: 公司对比其他成衣代工厂商 (单位: 亿元)	9
图表 21: 公司与耐克合作开发 Flyknit 面料	9
图表 22: DRI-FIT 面料	9
图表 23: 公司毛利率维持在较高水平	9
图表 24: 公司净利率领跑行业	9
图表 25: 公司所得税率近十年有明显下降	10
图表 26: 公司东南亚产能和营收占比	10
图表 27: 美国加征对等关税的国家/地区及税率	11
图表 28: 贸易战持续升级	11
图表 29: 优衣库母公司迅销营收增速和库存均表现良好 (单位: 亿美元)	12
图表 30: 阿迪营收增速在 2019 年后走弱	13
图表 31: 阿迪 2019 年后毛利率有明显下降	13
图表 32: 阿迪换帅后品牌经营持续改善 (单位: 亿美元)	13
图表 33: 耐克近年直营显著好于批发业务	14
图表 34: Foot locker 代销耐克比例近年明显走低	14
图表 35: 耐克品牌调整进行时 (单位: 亿美元)	14
图表 36: 耐克和阿迪供应商呈现集中化趋势 (单位: 个)	14
图表 37: 公司 2023 年前五大客户外客户贡献营收维持稳健 (单位: 亿元)	15
图表 38: 棉价处于过去 10 年较低水平 (单位: 元/吨)	15
图表 39: 公司毛利率与棉价整体呈现反向关系	15
图表 40: 以 2024 年利润表结构测算关税带来的影响 (以 100 元做参考)	16
图表 41: 美国加征对等关税对公司业绩影响的敏感性分析	16
图表 42: 公司收入拆分表 (亿元)	17
图表 43: 公司财务数据预测表 (亿元)	17
图表 44: 可比公司估值比较 (市盈率法)	18
图表 45: 公司当前估值为近十年最低水平 (PETTM)	18



一、全球针织制造龙头稳健成长

1.1、全球针织制造龙头，海外产能稳步提升

公司是全球纵向一体化针织制造龙头。公司成立于1988年，在成立初期凭借高效交付和优质服务获得了与优衣库的长期合作机会，逐步在国际上树立了高品质代工形象，随着后续生产技术提升，合作客户进一步拓展耐克、阿迪、彪马、露露乐蒙、拉夫劳伦、安踏等国内外大牌。历经多年发展，公司的生产工序覆盖了从面料研发到成衣制造的全流程，成为了全球最大的纵向一体化针织制造商之一。2024年，公司实现营收286.63亿元，同比增长14.79%，归母净利润62.41亿元，同比增长36.94%。

图1：公司近年营收和净利润整体保持稳健成长（亿元）

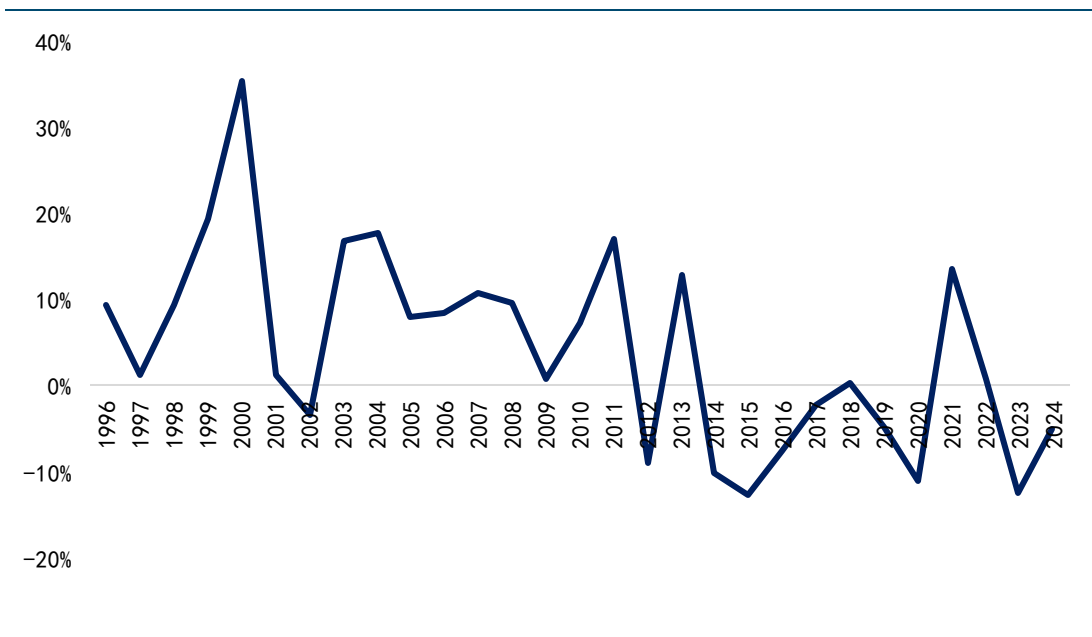
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
营业收入	180.85	209.5	226.65	230.31	238.45	277.81	249.70	286.63
yoy	19.78%	15.84%	8.19%	1.61%	3.54%	16.51%	-10.12%	14.79%
归母净利润	37.63	45.4	50.95	51.07	33.72	45.63	45.57	62.41
yoy	27.65%	20.67%	12.22%	0.23%	-33.98%	35.33%	-0.12%	36.94%

来源：公司公告，国金证券研究所

深耕高端针织制造三十余载，一体化+ODM模式绑定核心大客户助力长期成长。公司的发展主要经历了三个阶段：

1) **初创发展期（1988-2005年）**。公司成立于上世纪80年代日本纺织产业向我国转移的背景下，成立之初主要向日本客户代工。随后在90年代董事长马建荣正式掌管公司，并凭借严格的产品质量标准拿下优衣库的加急订单，从此和优衣库建立了长期合作关系，2004年公司在日本市场营收占比达89.1%。公司在日本之外也逐步探索欧美运动大客户的合作机会，公司逐步与耐克、阿迪、彪马等客户建立合作关系，2005年运动服装所占总销售额的比例大幅提升6.9pct至8.8%。外贸订单激增增长带动公司快速成长，2005年公司实现营收24.83亿元，三年CAGR为25.7%，根据2004年中国针织工业协会的排名，公司税前利润及销售额位列我国针织企业第一和第二位，优秀业绩带动公司2005年成功在港交所上市。

图2：90年代到2010年我国针织服装出口日本呈现较高增长

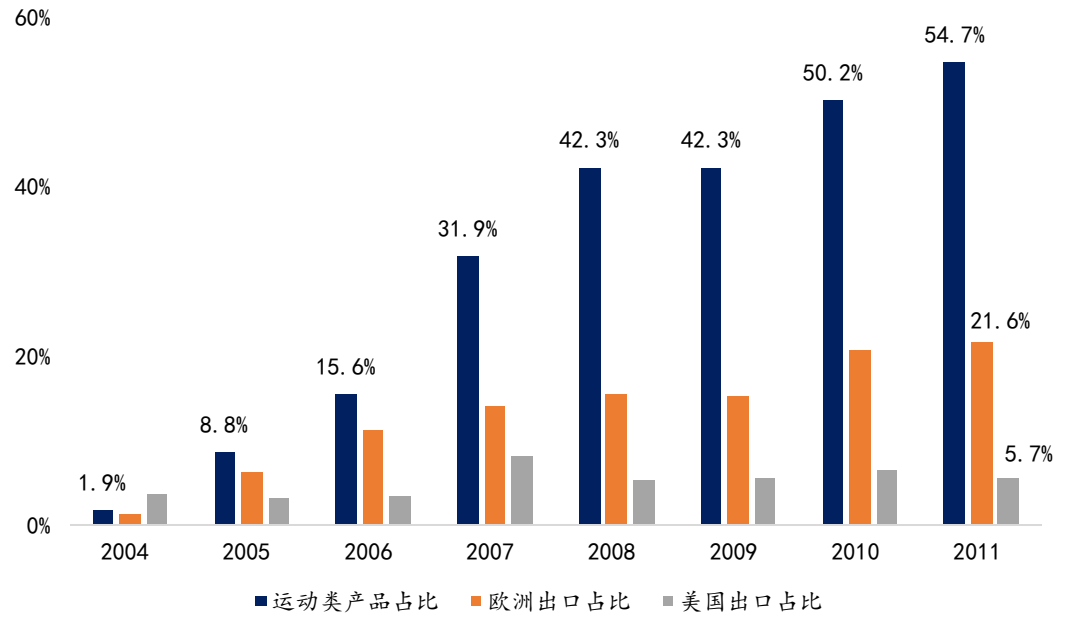


来源：ifind，国金证券研究所

2) **客户扩张期（2006-2011年）**。随着公司生产工艺的进步叠加从2006年开始公司为耐克、阿迪等大客户建立专属工厂，公司与海外运动品牌的合作加深。行业层面上，2008和2009年欧洲和美国宣布取消出口配额限制，打开我国服装出口成长空间。2011年公司实现营收90.48亿元，6年CAGR达24.8%，运动类产品/欧洲市场营收占比提升至54.7%/21.6%。



图表3: 公司 2004-2011 年间运动产品占比大幅提升

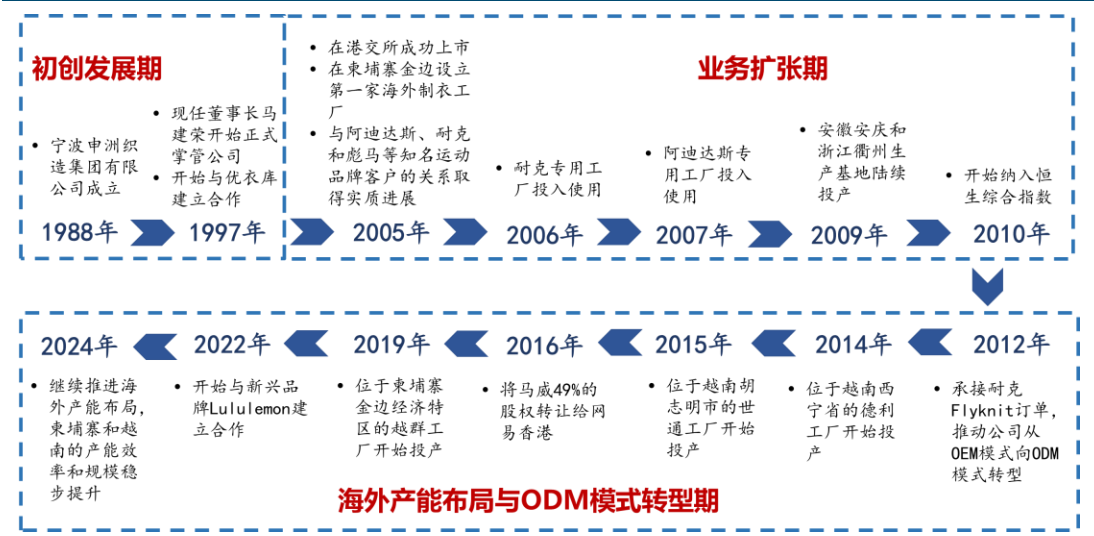


来源: 公司公告, 国金证券研究所

3) ODM 模式转型+海外产能扩张, 核心竞争力逐步夯实 (2012 年至今)。2012 年后, 随着公司在生产与面料技术方面不断积淀, 业务模式上从 OEM 逐步向 ODM 转型, 通过强研发实力绑定核心大客户。公司与耐克共同研发了 Flyknit 鞋面等, 提高了产品附加值。因此在需求端, 公司订单跟随耐克、阿迪、优衣库成长以及大客户供应商份额提升快速增长。供给端, 2014 年开始越南德利和世通工厂陆续投产以匹配订单扩张, 2023 年公司各类针织服装产能超 5 亿件, 多年来保持稳健增长, 其中中国/越南/柬埔寨产量占比分别为 47%/27%/26%。

近年在核心大客户增速放缓的背景下, 公司强化与李宁、安踏等本土品牌的合作, 以及拓展与 Lululemon 等新品牌的合作, 多元客户进一步巩固了公司在行业中的领先地位, 2020-2024 公司营收复合增速约 5.6%, 保持稳健增长。

图表4: 一体化+ODM 生产模式助力长期成长



来源: 公司公告, ifind, 国金证券研究所



图表5: 公司各类针织服装产量 (亿件)

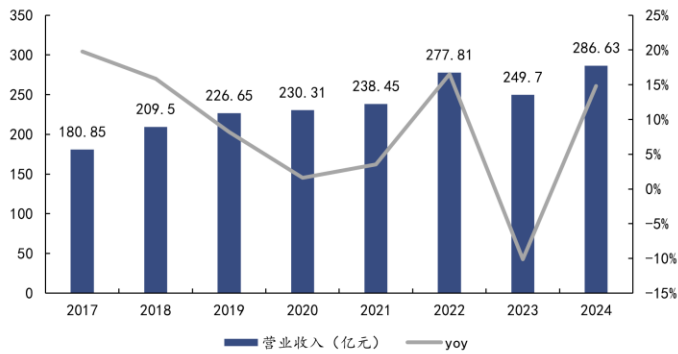


来源: 公司公告, 国金证券研究所

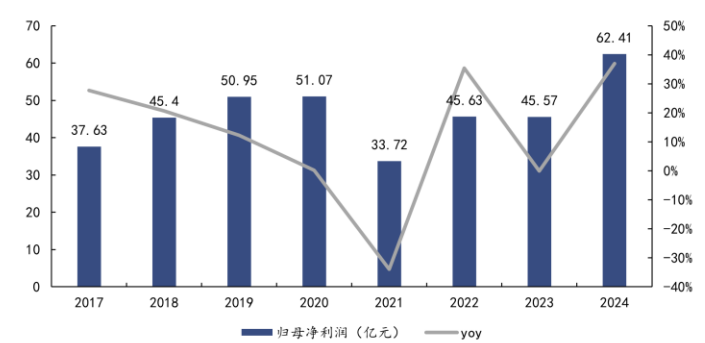
1.2、营收增长趋势向上, 盈利水平大幅回暖

公司营收整体保持稳健增长, 当前经营趋势向上。2017-2022年, 受益于大客户稳健增长以及新客户拓展, 公司营收保持稳健发展。2023年, 受欧美市场需求波动、客户去库存等因素影响, 公司营业收入同比下降 10.12%。在不利的的外部环境下, 公司在经营方面持续提效, 并加强了对新客户的拓展, 2023年净利润同比基本持平。2024年, 随着服装品牌的去库存周期基本结束, 公司产能利用率回升带动营业收入和归母净利润同比上升 14.79%/36.94%至 286.63/62.41 亿元, 展现出了良好的弹性。

图表6: 2017-2024 年公司营业收入及增速



图表7: 2017-2024 年公司归母净利润及增速



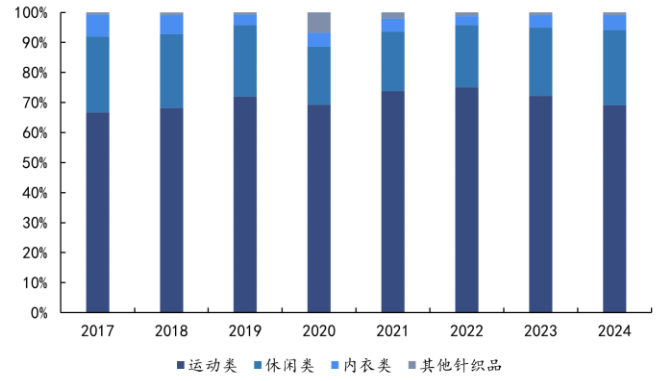
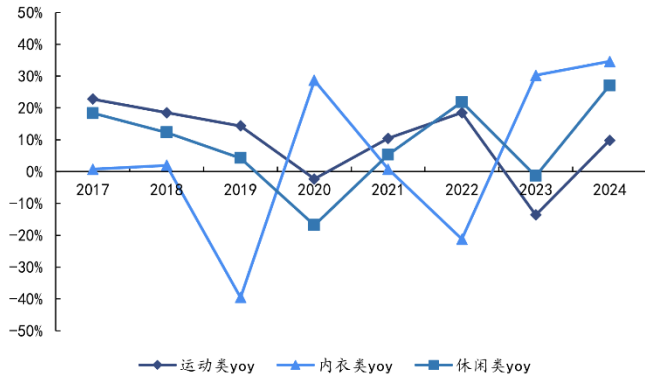
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

公司以运动类收入为主, 近年日本市场增速加快。公司运动类服饰营收占比较高, 维持在 70%左右, 近年增速放缓, 主要因为耐克、彪马等大客户处于品牌调整阶段。休闲服饰收入约占 20%, 内衣类占比较低但存在快速增长势头。得益于日本市场需求的增加, 2023年和 2024年内衣类收入分别同比上升 30.22%/34.61%。从地区来看, 公司销售市场多元, 2024年国内/欧洲/美国/日本和其他市场分别占比 28%/18%/16%/17%/21%, 销售区域相对比较分散, 尤其是对美国市场的依赖度较低。

图表8: 2017-2024 年公司各产品营收增速

图表9: 2017-2024 年公司营收占比 (按产品划分)

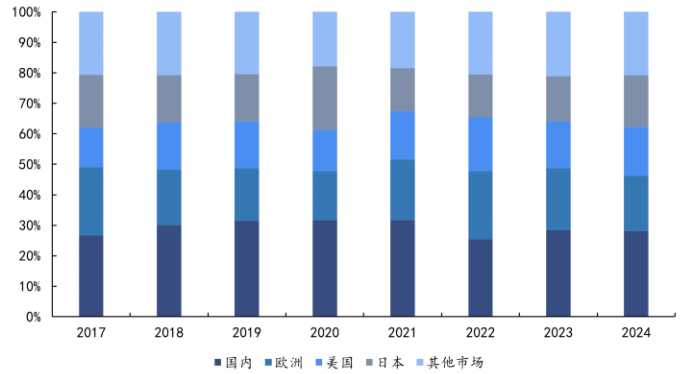
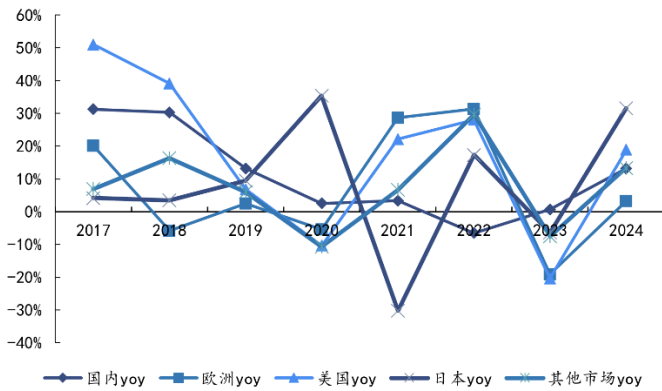


来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表10: 2017-2024年公司各地区营收增速

图表11: 2017-2024年公司营收占比(按地区划分)



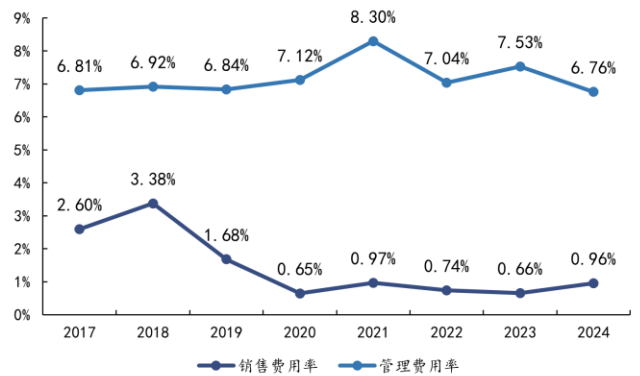
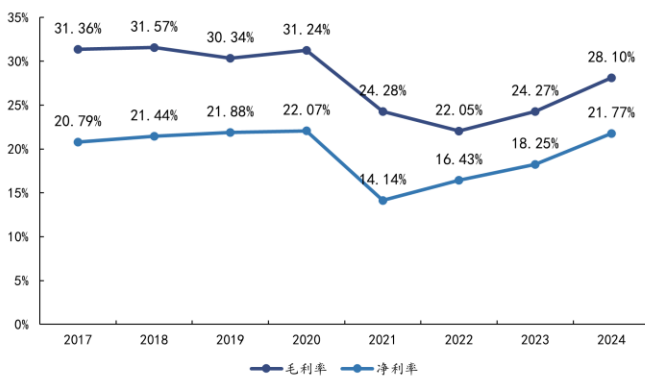
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

盈利水平稳健修复，费用管控情况良好。2017-2020年，公司毛利率维持在31%附近的水平，2021-2023年原材料价格上涨叠加公共卫生事件以及客户去库致产能利用率下降，公司毛利率水平出现较大水平的下降。2024年，在海外大客户补库叠加公司主动增加休闲服和内衣占比，产能利用率提升带动盈利水平大幅恢复。同时公司费用管控良好，24年管理费用率有所提升主要系工资费用增长。2024年公司毛利率和净利率分别为28.10%/21.77%，同比增长15.80/19.29pct。

图表12: 2017-2024年公司毛利率和净利率

图表13: 2017-2024年公司销售费用率和管理费用率



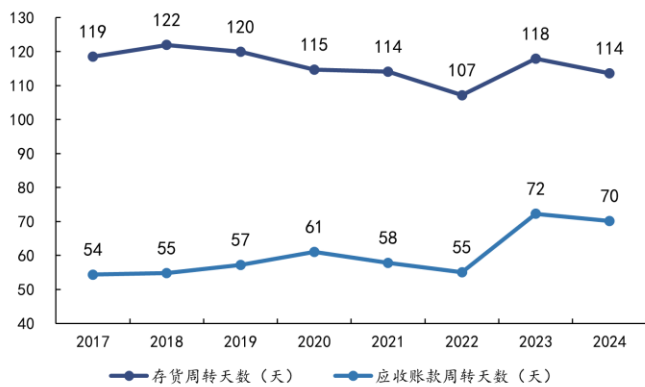
来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

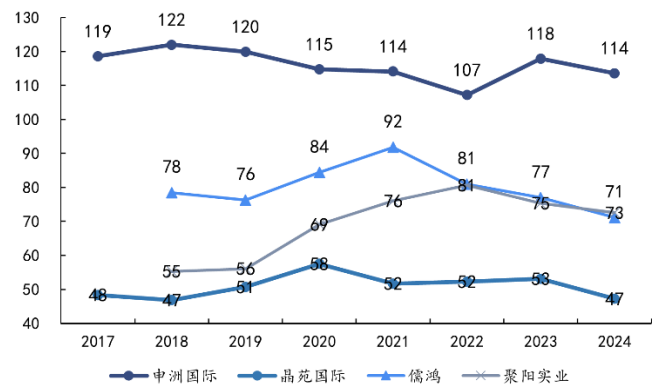
公司存货周转天数整体保持稳定，与友商对比来看，公司存货周转天数显著更高，主要因为1)公司深度绑定大客户，单值较大且不同客户交付周期存在差异，因此账面上产成品比重较多，2023年公司产成品占存货31%，显著高于友商。2)公司与晶苑国际、儒鸿均为纵向一体化生产模式，产业链更长，因此在产品占比相对较高。



图表14: 2017-2024年公司存货、应收账款周转天数



图表15: 2017-2024年公司存货周转天数对比友商



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

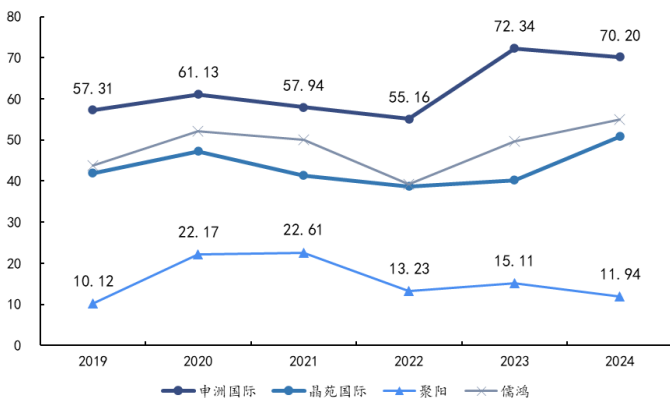
图表16: 公司产成品占存货比重较大

公司	中洲国际(亿元)		晶苑国际(亿美元)		聚阳实业(亿新台币)		儒鸿(亿新台币)	
	2023	占比	2023	占比	2023	占比	2023	占比
原材料	13.03	20%	0.92	38%	38.36	99%	28.12	77%
在产品	31.11	49%	1.33	55%	0.00	0%	6.45	18%
产成品	19.72	31%	0.15	6%	0.56	1%	2.03	6%
合计	64	100%	2	100%	39	100%	37	100%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

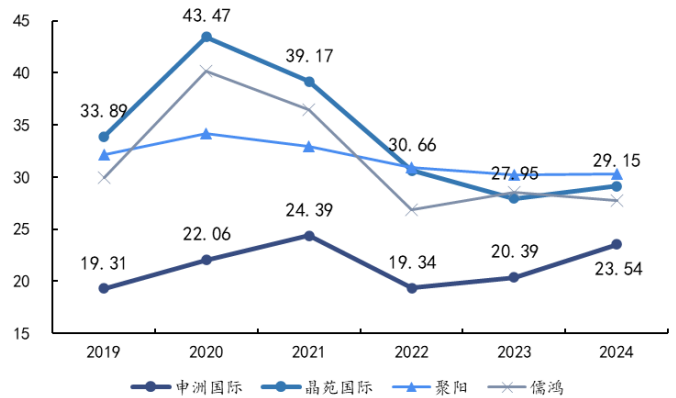
公司应收账款周转天数高于行业平均水平, 主要因为公司深度绑定耐克、优衣库和阿迪达斯等大客户, 下游服装巨头拥有良好的信用及较强的市场话语权, 能够给予较长的付款周期。公司应付账款周转天数显著低于行业平均水平, 主要因为 1) 公司通过垂直一体化生产模式, 减少了中间环节, 提高了供应链的效率, 使得公司能够更快地支付供应商账款。2) 公司通过数字化供应链系统, 优化了从订单接收到生产交付的整个流程, 将交付周期大幅缩短, 加快了应付账款的支付速度。

图表17: 公司应收账款周转天数高于行业平均



来源: ifind, 国金证券研究所

图表18: 公司应付账款周转天数低于行业平均



来源: ifind, 国金证券研究所

二、一体化规模生产保障高盈利水平, 关税扰动不改核心优势

2.1、一体化规模生产+高附加值产品铸就高盈利水平

2024 年全球服装市场规模达 1.45 万亿美元, 假设平均加价倍率为 4 倍, 服装制造行业估算亦有超 3600 亿美元, 公司作为成衣代工龙头, 在全球服装制造行业中市占率估算不到 1%。全球服装制造行业呈现大行业, 小公司的情况, 格局较为分散主要因为 1) 服装分为运动、休闲、户外、童装等多个种类, 不同品类之间工艺差距较大。2) 不同面料/设计的服装价格差别较大, 服装市场以中低端产品为主, 大部分服装都由当地工厂/作坊生产。



图表19: 全球服装市场规模是万亿美元级别 (单位: 亿美元)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全球服装市场规模	14101	11834	13887	13678	14243	14508
yoy	-0.21%	-16.07%	17.35%	-1.51%	4.13%	1.86%

来源: Euromonitor, 国金证券研究所

规模效应: 公司深度合作头部大客户, 主要客户耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马中有 3 个服装行业市占率前 10 的公司, 我们估算 2023 年公司占耐克成衣供应商份额约 30%, 在优衣库、彪马、阿迪达斯中亦占有较大比重。对比国内其他服装代工企业, 公司无论是规模还是前五大客户平均合作体量都领跑行业, 在规模效应方面有显著优势, 2023 年公司前五大客户平均贡献营收 42.80 亿元。大规模订单合作有利于提升人效, 减少物料浪费, 产生较为显著的规模效应。

图表20: 公司对比其他成衣代工厂商 (单位: 亿元)

公司	主要客户	2023 年营收	前五大客户占比	前五大客户平均贡献
申洲国际	耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马等	249.70	85.70%	42.80
晶苑国际	优衣库、Levi's、GAP 等	154.59	62.20%	19.23
聚阳实业	GAP、GU、Target 等	75.26	67.00% (前三大)	16.81 (前三大)
儒鸿	耐克、lululemon、UA 等	71.39	25.70% (前二大)	9.17 (前二大)

来源: ifind, 国金证券研究所

高附加值: 公司生产模式主要为 ODM, 通过较强研发能力研发出了多种高性能、环保型面料, 这些面料具有吸湿排汗、抗菌除臭、防风保暖等附加属性。例如公司与优衣库合作开发 HEATTECH、AIRism、与耐克合作开发 Flyknit、Dri-fit、TechFleece 等经典款面料, 受到运动爱好者的广泛认可, 增强了与品牌客户的合作粘性。

图表21: 公司与耐克合作开发 Flyknit 面料

图表22: DRI-FIT 面料



来源: 百度, 国金证券研究所

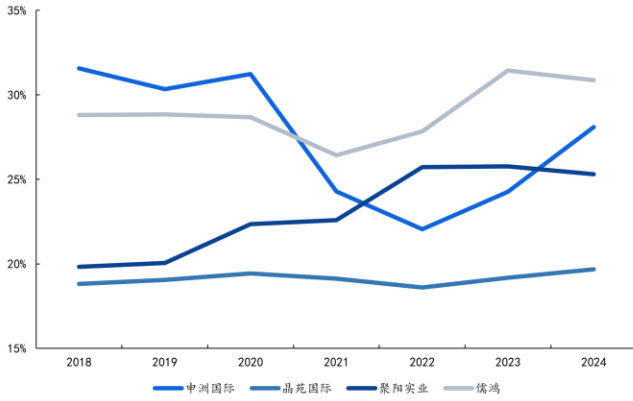
来源: 百度, 国金证券研究所

一体化制造: 公司面料织造、染色与后整理、印绣花以至裁剪及缝纫集中在同一工业区内进行, 并且深度推进数字化改造, 一体化智能生产: 1) 减少了运输成本, 缩短生产时间, 提升供货效率, 有助于公司更好相应大客户订单。2) 全链条生产线以便严格把控产品质量, 从设计面料到生产成品兑现度较高。3) 自动化裁剪和缝纫设备减少了人为误差, 保障缝纫的精度和速度, 提高了面料利用率, 使得产品的外观和质量更加稳定, 且数智化生产有效提升管理效率, 助力公司管理费用率等指标优化。

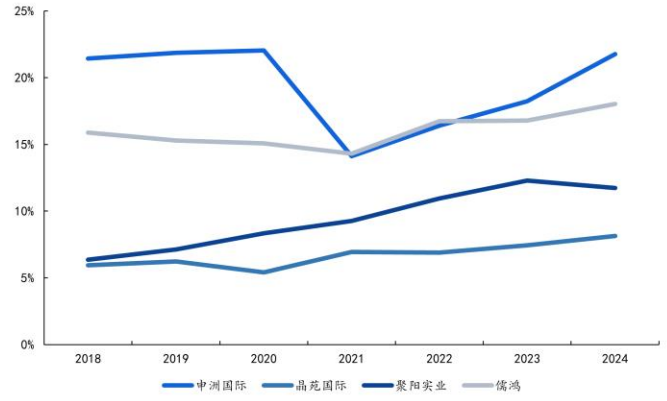
规模效益+一体化优势+高性能面料研发能力铸就高盈利水平。 从近年情况来看, 除 2021-2023 年公共卫生事件对产能利用率形成影响以及原材料价格大幅提升对公司盈利能力有影响外, 公司毛利率整体保持在 30% 附近, 净利率领跑行业, 我们认为是公司供应链、产品力、客户优势的具象化体现。

图表23: 公司毛利率维持在较高水平

图表24: 公司净利率领跑行业



来源: ifind, 国金证券研究所



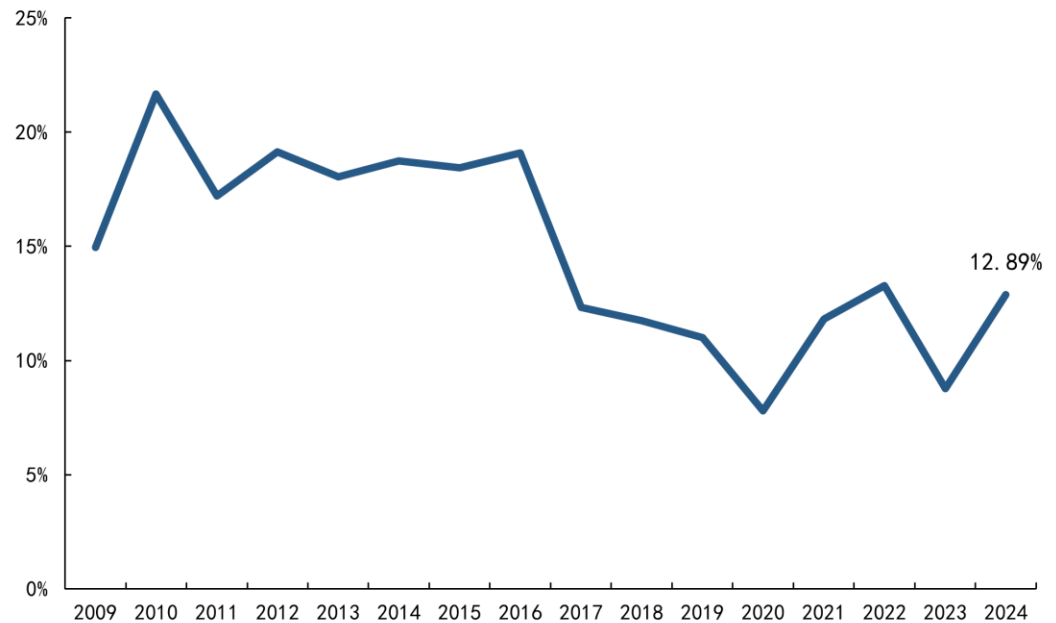
来源: ifind, 国金证券研究所

2.2、产能多元分布，享有税收优惠和劳动力成本优势

公司从 2005 年开始率先在柬埔寨布局，随后在 2013 年布局越南工厂，当前形成中国、越南、柬埔寨三地布局版图，2023 年中国/越南/柬埔寨产能占比分别为 47%/27%/26%，公司享受到柬埔寨及越南的税收及劳动力成本优势。

- 1) 所得税优惠。**越南目前设有企业所得税、增值税、个人所得税等税种，每个税种均配套了相应税收优惠政策。其中越南为特殊区域提供了企业所得税方面优惠政策，涵盖经济区、高科技区、工业区及出口加工区，尤其是经济区和高科技内可享受 15 年内税收 10%，其中 4 年免税以及 9 年税收减半政策。因此在公司越南工厂产值提升后整体所得税率呈现明显下降趋势，2023 年公司所得税率为 8.77%，2023 年底越南国会通过了《关于按规定征收额外企业所得税以防止全球税基侵蚀的决议》，从 2024 年开始连续四年中的两年综合营业总额至少为 7.5 亿欧元（约合 8 亿美元）的跨国企业要按照 15% 的税率缴纳企业所得税。因此 2024 年公司综合所得税水平回升至 12.89%，预计未来维持平稳。

图表25：公司所得税率近十年有明显下降



来源: ifind, 国金证券研究所

- 2) 劳动力成本优势：**东南亚劳动力薪酬较国内更低，同样以 2021 年月收入数据来看，柬埔寨国民人均收入/越南职工收入/中国就业人员平均收入分别为 811/2173/8903 元，可见东南亚劳动力成本比较优势较大，助力公司盈利水平提升。

图表26：公司东南亚产能和营收占比

Year	2022	2023
Capacity and Revenue Share		



	2022	2023
中国产能占比	54%	47%
越南产能占比	24%	27%
柬埔寨产能占比	22%	26%
中国营收占比	25%	29%
欧洲营收占比	22%	20%
美国营收占比	18%	16%

来源：公司公告，国金证券研究所

2.3、公司在本轮贸易战中受影响可控，彰显竞争优势

25年4月2日特朗普宣布将对所有国家征收10%的“基准关税”，对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”，其中中国34%，柬埔寨49%，越南46%，泰国36%，印尼32%，印度26%。其中基准关税将于美东4月5日凌晨0时生效，对等关税将于美东时间4月9日凌晨0时生效，4月8日，美国宣布对中国对等关税改为84%。4月10日，美国总统特朗普表示，已授权对不采取报复行动的国家实施90天的关税暂停，对中国加征125%以上对等关税。此次加征关税范围和幅度远超市场预期。对于美国加征关税，我国迅速出台反制措施，4月4日，经国务院批准我国自2025年4月10日12时起，对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税，4月9日，我国对原产于美国的进口商品加征关税从34%提升至84%，4月10日，我国对原产于美国的进口商品加征关税从84%提升至125%，且回应称鉴于在目前关税水平下，美国输华商品已无市场接受可能性，如果美方后续对中国输美商品继续加征关税，中方将不予理会。贸易冲突持续升级。

图表27：美国加征对等关税的国家/地区及税率

国家/地区	对等关税	国家/地区	对等关税
中国	125%	南非	60%
欧盟	20%	巴西	16%
越南	46%	孟加拉国	74%
台湾地区	32%	新加坡	10%
日本	24%	以色列	33%
印度	26%	菲律宾	34%
韩国	25%	智利	10%
泰国	36%	澳大利亚	10%
瑞士	31%	巴基斯坦	58%
印度尼西亚	32%	土耳其	10%
马来西亚	24%	斯里兰卡	88%
柬埔寨	49%	哥伦比亚	10%
英国	10%		

来源：POLITICO，国金证券研究所

图表28：贸易战持续升级

美国加征关税	中国反制措施
2月1日，对进口自中国的所有商品加征10%的关税。	2月4日对原产于美国的煤炭、原油等商品加征10%-15%关税
3月3日美国将中国输美商品的额外关税上调至20%。	3月4日，对原产于美国的农作物、食物等商品加征10%-15%关税。
4月2日特朗普宣布将对所有国家征收10%的“基准关税”对美国贸易逆差最大的国家征收个性化的更高“对等关税”。	4月4日，我国对原产于美国的所有进口商品，在现行适用关税税率基础上加征34%关税。
4月8日，美国宣布对中国对等关税改为84%。	4月9日，我国对原产于美国的进口商品加征关税从34%提升至84%。
4月10日，美国总统特朗普表示，已授权对不采取报复行动	4月10日，我国对原产于美国的进口商品加征关税从84%提升



美国加征关税

中国反制措施

的国家实施 90 天的关税暂停,对中国加征 125%以上对等关税。

至 125%。

来源: 国务院关税税则委员会办公室, 财联社, POLITICO, 国金证券研究所

我们认为全球加征关税不影响目前公司在产业链内的优势地位,但是大概率会造成美国零售疲软,影响行业的景气度。①此次关税的实施范围仍不确定,且影响范围尚不明朗,4月8日美国财政部长贝森特表示特朗普将为贸易谈判做好准备,但未放弃全面关税,贝森特透露,近70个国家在与美国接洽,可能持续到6月。我们判断美国关税政策仍处于变化期,后续调整可能性较大,从川普目前表态来看越南最终被加征关税数额或许不会像美方开始所表示的那么多,此事件对于过去已把产业链转移到越南的制造公司来说意义较大,或有希望能够规避此次风险。以及参照越南情况,对其他地区的实际征税也存在不确定性,建议密切关注后续演变情况。②此次关税加征幅度之大较为罕见,我们认为上游制造企业共担关税可能性较小,因为上游制造企业利润较下游品牌薄,让利空间相较整体加征关税幅度较小,但较为明确的是会抑制美国本土需求,或对制造公司订单有所影响。

我们认为公司有比较优势,首先公司凭借多元产能与全球各地大客户开展合作,目前出口美国比例较低,敞口相对较小。其次公司东南亚产能除关税优势之外,劳动力优势与生产效率优势亦比较突出,此次关税风波并不会影响劳动力和生产效率优势。我们预计此次关税风波会带来行业的冲击与洗牌,或加速行业小微企业的出局,公司无论从资金还是从盈利能力方面都具备更强的抗风险能力,有望借此机会拓展市场份额。

我们针对此次关税对公司订单影响进行测算,公司出口美国比例为16%且主要为越南和柬埔寨供给,若美国对柬埔寨和越南加征49%/46%的关税,且均转嫁到终端消费者,考虑到运动鞋服需求相对较为刚性且国际体育大牌对东南亚产能依赖度较高,假设美国市场体育鞋服消费量减少20%,对应公司订单3%左右,我们认为相较其他出口企业仍处于可控范围,且公司自身制造优势显著,可需求其他替代订单平抑关税风险,且从目前情况来看东南亚关税最终落地情况仍有变数,实际订单影响或小于3%,受影响可控。

从公司高层反应来看,公司执行董事兼主席马建荣在4月9日和11日以43.12/47.24港元的价格连续增持45万股,合计2068万港元,马建荣持股比例从增持前42.36%提升至42.39%,公司高层在关税事件致股价错杀后坚定增持彰显了对于公司未来发展的信心。

三、短期订单有望受益于大客户复苏,看好公司长期市占率提升

3.1、大客户品牌力修复有望带动公司订单向好

从公司目前主要客户情况来看,优衣库凭借全球化优质供应链与产品维持了良好的品牌势能,阿迪自23Q1换帅后品牌力处于恢复通道,耐克目前经营情况筑底,24Q4换帅后有望复制阿迪的品牌复苏路径,彪马保持稳健成长。

1) 优衣库。优衣库近年取得快速发展,一方面是通过全球优质供应链打造性价比优势,在日本等经济增速放缓背景下显著跑赢行业,另外通过品牌全球化来提升品牌形象。优衣库保持了良好的品牌势能,从最新的财务数据来看,优衣库母公司迅销FY25Q1(9-11月)营收同比增长超10%,存货周转天数为109天,维持在健康水平,根据迅销集团披露,优衣库2月份在日本的同店加在线销售额同比增长12.2%,优异经营表现保障公司订单稳健增长。

图表29: 优衣库母公司迅销营收增速和库存均表现良好(单位:亿美元)

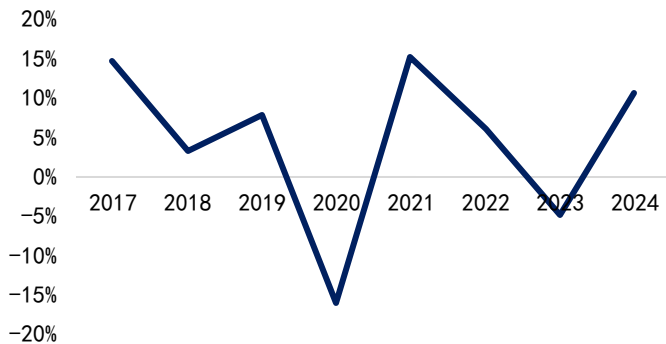
	FY23Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1
营收	43.39	39.03	51.69	55.34	48.69	43.56	55.33	52.67	49.47	50.59	59.50
yoy	11.24%	23.33%	13.91%	26.83%	22.73%	16.20%	13.27%	4.69%	13.26%	19.10%	10.18%
存货周转天数	120	145	141	115	114	127	114	103	106	116	109

来源: ifind, 国金证券研究所(迅销财年为6月1日到第二年5月31日)

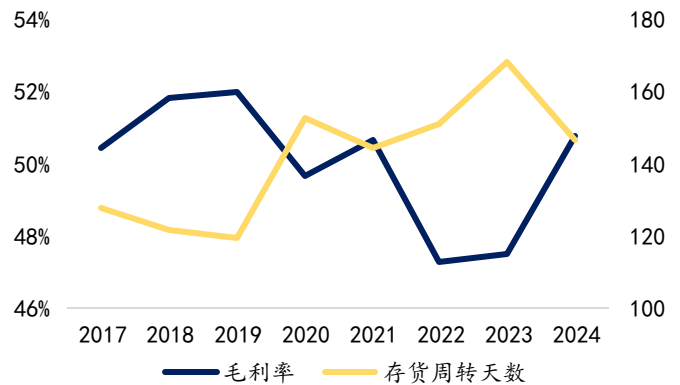
2) 阿迪达斯。阿迪达斯自2019年后面临较大挑战,主要因为前任CEO罗思德过于重视电商与直营渠道,且不够了解中国等外国市场,产品竞争力下降,更多以打折促销,毛利率水平下降。在宏观消费环境走弱背景下,阿迪经营承压。



图表30: 阿迪营收增速在 2019 年后走弱



图表31: 阿迪 2019 年后毛利率有明显下降



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

2023 年 1 月新任 CEO 古尔登上任, 其曾在 1992 年到 1999 年于阿迪达斯任职服装和配饰高级副总裁, 对阿迪企业文化以及经营管理熟悉度较高, 在上任后提出最大的不同在于“立足本土市场”, 即在本土创作、供应, 做到离消费者更近。以中国市场为例, 本土化主要分为经营管理、产品、供应链本土化。

1) 经营本土化。德国总部充分放权中国本土经营团队, 2023 年 6 月, 华人高管萧家乐 (Adrian Siu) 接替美籍前任贾森·托马斯 (Jason Thomas) 出任大中华区董事总经理。托马斯采用的欧美标准化管理模式, 在新疆棉事件后的市场环境下经营面临较大压力。萧家乐曾在阿迪达斯香港和上海分公司担任多个职务, 也曾任中国时尚品牌都市丽人的首席执行官, 相对更了解中国消费者。

2) 产品本土化。阿迪目前所设计产品更贴近消费者需求。目前在阿迪达斯上海创意中心里面, 有 30 多位中国年轻设计师, 100 多位创意人员, 共同设计包括鞋、服装、配件等。从近两年变化来看阿迪中华区产品风格更贴近我国消费者审美, 比如冠军红滑雪服等, 2024 年中国设计师设计的产品比例提升至 80% 以上。

3) 供应链本土化。阿迪逐步认识到中国顶级供应商的能力, 从原来先生产再促销政策逐步改变为以销定产, 根据市场反应再制定下一步生产计划, 从而更灵活地反映市场的需求。不仅有助于阿迪取得更好的销售结果, 而且可以减轻库存压力。

从经营结果来看, 阿迪 24 年财务数据出现明显改善。24 全年实现营收 236.83 亿欧元, 同比增长 10.53%, 24Q4 实现营收 59.65 亿欧元, 同增 23.99%, 保持良好的增长趋势。阿迪达斯 2025 年货币中性营收增长指引目标为高单位数。24Q4 毛利率同比增长 5.2 个百分点至 49.8%, 全年毛利率同比提升 3.3 个百分点至 50.8%, 反映出公司针对供应链、价格体系做出了较好的调整, 2025 年公司将继续优化采购系统以及控制如北美市场的折扣来提升毛利率水平。存货周转天数同比大幅下降 21 天至 147 天, 公司已完成了对所有 Yeezy 鞋库存的清理, 存货大幅优化有助于更好稳定价格体系, 给予品牌力较好的支撑。此外, 阿迪 CEO 古尔登在业绩会上再次强调了本土化经营的重要性, 他表示“阿迪越是接近消费者, 做的决定就越有可能是正确的, 所以总部的角色虽然重要, 但它不会决定公司要在世界另一端的城市要卖什么产品。阿迪必须相信强大的地方领导。”古尔登确认在经营本土化战略下总部有 500 个岗位已经过时, 因此会对总部进行较大规模的减员。

我们认为阿迪近两年的改变主要可以给公司带来两大增益。1) 阿迪产品力好转加库存减轻有助于公司接单显著改善。2) 阿迪本土化供应链策略匹配公司东南亚多国产能布局, 有助公司获得超额订单。

图表32: 阿迪换帅后品牌经营持续改善 (单位: 亿美元)

	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4
营收	55.96	64.08	52.05	52.74	53.43	59.99	48.11	54.58	58.22	64.38	59.65
yoy	10.22%	11.40%	1.30%	-0.53%	-4.50%	-6.40%	-7.57%	3.49%	8.97%	7.32%	23.99%
存货周转天数	157	160	151	180	187	170	168	151	148	141	147

来源: ifind, 国金证券研究所

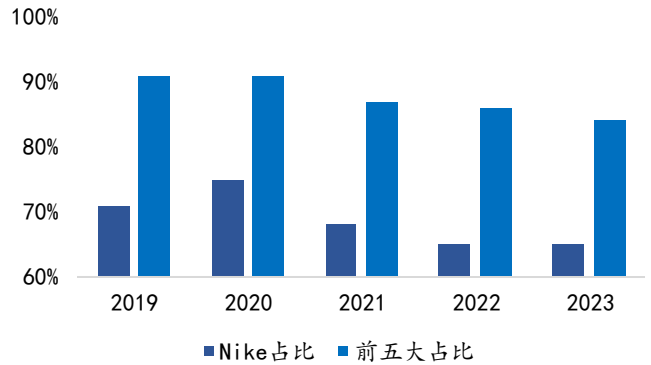
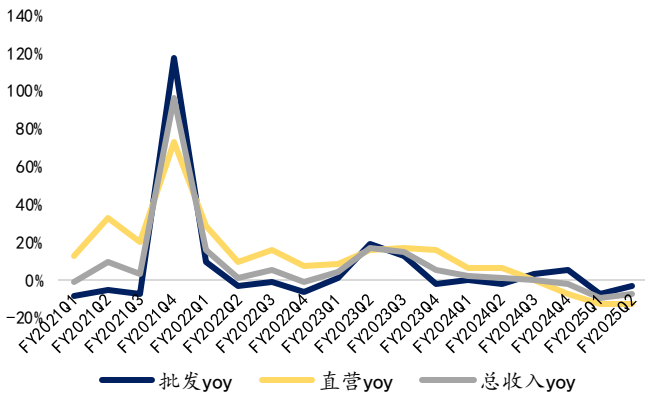
3) 耐克。耐克前任 CEO 唐若修在上任后短时间内开启数字化转型战略, 并发力 DTC 业务, 降低经销商的影响力。从经营结果来看, 耐克近年直营业务显著好于批发业务, 耐克拥抱



DTC 战略一开始收到了较为良好的效果，公共卫生事件发生后 DTC 以及电商业务快速发展带动公司快速增长，DTC 业务占比从 FY2021Q1（2020 年 6-8 月）的 35% 提升至最高点接近 44%，耐克股价也在 2021 年 11 月达到高点。但公共卫生事件过后，线下消费逐步复苏，以 Footlocker 为代表的顶级经销商耐克销售占比显著下降，加盟渠道表现不佳拖累耐克整体表现，而公司受耐克批发业务承压影响近年营收亦有较大压力。

图表33：耐克近年直营显著好于批发业务

图表34：Footlocker 代销耐克比例近年明显走低



来源：耐克官网，国金证券研究所

来源：Footlocker 官网，国金证券研究所

耐克于 2024 年 10 月换帅，新 CEO 贺雁峰是耐克集团老将，经营风格更贴近耐克传统的发展思路。上任后主要动作为修复与供应商的关系，回归专业运动定位以及更聚焦品牌营销。从目前的经营数据来看耐克处于筑底的趋势，耐克 FY24/25Q3 (12-2 月) 营收 112.69 亿美元，同比下降 9.33%，高于市场预期，且加大力度清理库存。我们认为耐克品牌力修复仍需时间，但换帅后品牌力修复有望参考阿迪的路径，公司订单有望受益。

图表35：耐克品牌调整进行时（单位：亿美元）

	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	FY25Q3
营收	126.87	133.15	123.90	128.25	129.39	133.88	124.29	126.06	115.89	123.54	112.69
yoy	3.58%	17.24%	13.97%	4.83%	1.99%	0.55%	0.31%	-1.71%	-10.43%	-7.72%	-9.33%
存货周转天数	115	109	108	105	107	101	102	101	112	105	102

来源：ifind，国金证券研究所（耐克财年为 6 月 1 日到第二年 5 月 31 日）

4) 彪马。得益于多地区、产品和渠道的增长，彪马 24 全年销售额增长 4.4% 至 88.17 亿欧元。对 2025 财年，彪马预计地缘政治紧张局势和宏观经济挑战将持续，尤其是贸易争端和货币波动，预计将对主要市场的消费者情绪和需求产生影响。在此背景下，彪马预计，2025 财年经汇率调整后的销售额将增长低到中单位数。整体来看，彪马保持稳健增长趋势。

除了四大客户之外，公司近年为应对大客户增速放缓积极开拓新客户，比如露露乐檬、安踏、李宁等，公司占新客户供应份额较低，未来有较大合作增长空间。总结来看，短期公司订单恢复主要依靠耐克、阿迪品牌复苏带来的订单增长，以及新客户合作加深。

3.2、长期看，大客户聚焦头部供应商推动公司市占率持续提升

长期来看，我们认为公司主要受益于 1) 在四大客户供应链中的份额提升。从阿迪和耐克近年的供应商数量来看整体呈现下降趋势。阿迪合作供应商数量从 2018 年的 130 家下降至 2023 年 104 家，其中和合作 10 年以上的供应商占比在 2023 年达到峰值 74%，2024 年供应商数量有所回升，我们判断主要因为阿迪为适配经营本土化战略需要到全球各个市场寻找合适的产能匹配销售，因此供应商数量提升属于短期现象，当核心供应商扩张产能版图后阿迪或优先寻求和深度绑定的供应商合作。

耐克的鞋服代工厂亦呈现明显的下降趋势，2024 年耐克鞋/服装代工工厂分别为 96/285 个，较 2018 年 124/328 个有显著下降。我们推断阿迪和耐克聚焦头部供应商主要为减少管理半径，提升管理效率，预计未来公司在耐克阿迪等大客户体内的份额仍将保持稳健增长的趋势。

图表36：耐克和阿迪供应商呈现集中化趋势（单位：个）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
耐克	124	115	108	105	107	105	96
阿迪	328	315	305	295	285	275	285



	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
阿迪达斯合作供应商数量	130	138	132	114	117	104	124
yoy	-	6.15%	-4.35%	-13.64%	2.63%	-11.11%	19.23%
合作10年以上供应商占比	-	-	61%	65%	72%	74%	68%
耐克鞋代工工厂数量	124	112	122	191	120	123	96
yoy	-	-9.68%	8.93%	56.56%	-37.17%	2.50%	-21.95%
耐克服装代工工厂数量	328	334	329	344	279	291	285
yoy	-	1.83%	-1.50%	4.56%	-18.90%	4.30%	-2.06%

来源：耐克和阿迪公告，国金证券研究所

2) 开拓新客户贡献营收增量。公司从2021年开始开拓Lululemon等新客户，在核心客户增速放缓背景下贡献增量，前五大客户以外客户贡献从2020年开始保持稳健增长，2023年为35.76%，同比微增，表现好于主要客户。新客户如Lululemon目前合作体量较小，且品牌保持良好的发展势头，未来有望助力公司开拓新增长曲线。

图表37：公司2023年前五大客户外客户贡献营收维持稳健（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总营收	180.85	209.50	226.65	230.31	238.45	277.81	249.70
前五大客户收入	151.90	171.22	192.54	200.99	208.36	242.72	213.94
yoy	-	12.72%	12.45%	4.39%	3.66%	16.49%	-11.86%
前五大客户以外收入	28.95	38.28	34.11	29.32	30.09	35.09	35.76
yoy	-	32.19%	-10.88%	-14.05%	2.64%	16.60%	1.91%

来源：公司公告，国金证券研究所

3.3、棉价回归低位，利好公司盈利水平向上

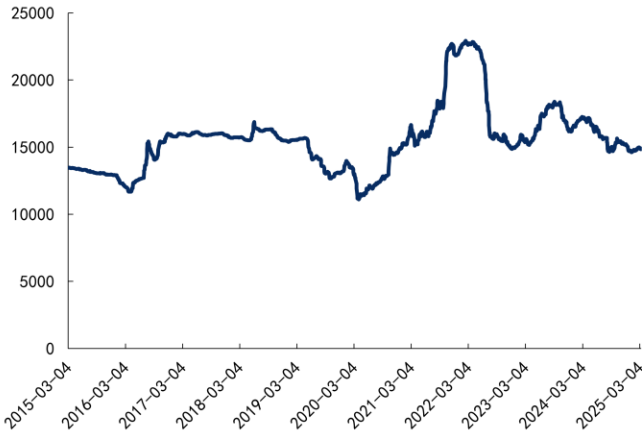
公司主要原材料为棉花和化纤等。从趋势上来看，公司毛利率与棉价整体呈现反向关系，主要因为与大客户订单会提前锁价以及不能完全传导原材料价格，公司会在棉价低位屯积原材料以及在棉价有上升预期时采用套保对冲风险，但当棉价波动特别剧烈时，公司拥有一定风险敞口。如2021年国际棉花期货价格飙升至近十年新高，国内棉花现货价格突破22500元/吨大关。这一时期棉花价格上涨主要受到美国、印度等地棉花减产、地缘冲突等因素的推动，公司毛利率受影响有较大幅度下跌。2024年棉价整体呈下跌趋势，主要受到终端需求疲软，巴西棉和美棉丰产预期的影响。

棉价预期低位震荡，利好公司盈利水平向上。短期来看，棉价受贸易环境恶化影响有所承压，3月3日美国再度对所有中国输美商品加征10%关税，而后中国对原产于美国的棉花加征15%关税，贸易壁垒升级，市场担忧终端纺织品服装出口下滑，以及美棉下跌拖累，棉花价格承压。根据卓创资讯，截至3月14日，3月国内棉花现货均价为14253.60元/吨，较上月均价跌98.64元/吨。

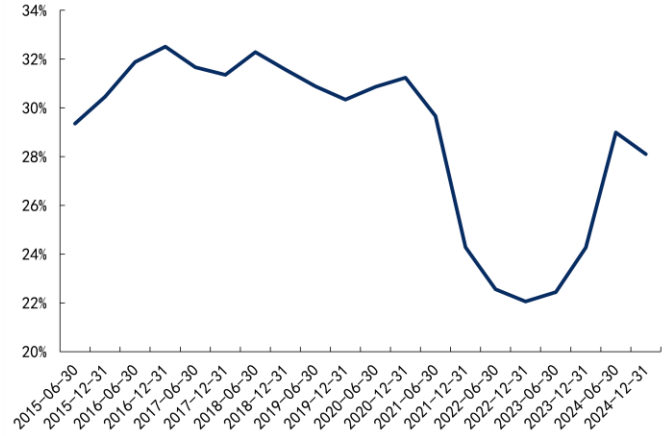
中期维度来看，根据美国农业部3月发布的全球棉花供需预测显示，全球棉花产量为2634万吨，消费量为2538万吨，呈现产量大于需求的情况，主要由于美国、巴西和澳大利亚等主要产棉国的产量预期均有增长。我们预计以一年维度来看，棉价有望保持低位震荡，由于大部分公司使用先进先出法，因此公司原材料成本预计保持下降趋势，利好公司盈利水平向上。

图表38：棉价处于过去10年较低水平（单位：元/吨）

图表39：公司毛利率与棉价整体呈现反向关系



来源: ifind, 国金证券研究所



来源: ifind, 国金证券研究所

四、盈利预测与投资建议

关税测算:

此次关税风波对公司业绩影响或在 10%以内。我们对公司业绩进行敏感性分析,我们以 2024 年公司营收/毛利率/费用率/所得税率/净利率等为基准,不考虑大客户订单增长的情况下测算 2025 年当公司与客户共担 2%/5%/8%关税以及美国订单下降 10%/20%/30%时对公司业绩的影响,(假定最高承担 8%因为上游制造公司净利率水平普遍较薄,8%已经为可承担极限)。结果为悲观情况下(公司承担 8%的关税以及美国订单下降 30%时)公司业绩受到约 9%的影响,中性情况下(公司承担 5%的关税以及美国订单下降 20%时)公司业绩受到约 6%的影响,我们认为公司凭借产能、工艺等优势与全球大客户开展合作,拥有来自全球各地的订单,有望较好化解关税带来的冲击,在上游制造板块中拥有较高的安全边际。

图表40: 以 2024 年利润表结构测算关税带来的影响(以 100 元做参考)

2024 年利润表	金额	占比收入
营收	100	100.00%
营业成本	71.9	71.90%
毛利	28.10	28.10%
费用与其他合计	3.11	3.11%
税前利润	24.99	24.99%
所得税	3.22	3.22%
净利润	21.77	21.77%

加征关税后利润表	金额	占比收入
假设美国订单变为原来 70%, 价格变为原来 92%, 则总营收为 16*70%*92%+84=94.304		
营收	94.30	100.00%
营业成本	68.45 (假设营业成本可变)	72.58%
毛利	25.86	27.42%
费用与其他	3.11 (费用绝对额不变)	3.30%
税前利润	22.75	24.12%
所得税	2.93 (所得税率仍为 12.89%)	3.11%
净利润	19.81	21.01%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表41: 美国加征对等关税对公司业绩影响的敏感性分析

关税对业绩影响		2025 年美国订单下降幅度		
		10%	20%	30%
公司共担关税比例	2%	-3.0%	-4.6%	-6.3%



关税对业绩影响		2025年美国订单下降幅度		
5%		-4.7%	-6.2%	-7.6%
8%		-6.4%	-7.7%	-9.0%

来源：ifind，国金证券研究所

分品类预测：

运动类收入：随着耐克、阿迪达斯等运动类核心客户的库存周期结束，订单需求逐步恢复，我们预计 25-27 年运动类收入分别为 219.77/245.05/273.23 亿元，同比上升 11.00%/11.50%/11.50%，预计未来 3 年占总收入比有小幅提升。

休闲类收入：随着全球市场需求的持续恢复，特别是优衣库等核心客户在欧美市场的扩张，休闲类收入有望保持稳健增长，我们预计 25-27 年休闲类收入分别为 78.56/85.63/93.34 亿元，同比变动 9.00%/9.00%/9.00%，预计未来 3 年占总收入比有些许下降。

内衣类收入：随着公司产品结构进一步优化，我们预计 25-27 年内衣类收入分别为 17.09/20.50/24.60 亿元，同比上升 19.00%/20.00%/20.00%，预计未来 3 年占总收入比稳步上升。

其他针织品收入：由于受到整体市场需求波动的影响，我们预计 25-27 年其他针织品收入分别为 2.43/2.67/2.94 亿元，同比变动 10.00%/10.00%/10.00%，占总收入比维持相对稳定。

图表42：公司收入拆分表（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	249.70	286.63	317.84	353.85	394.10
yoy	-10.12%	14.79%	10.89%	11.33%	11.38%
毛利率	24.27%	28.10%	27.30%	27.40%	27.50%
运动类收入	180.32	197.99	219.77	245.05	273.23
yoy	-13.60%	9.80%	11.00%	11.50%	11.50%
占比	72.21%	69.08%	69.14%	69.25%	69.33%
休闲类收入	56.73	72.07	78.56	85.63	93.34
yoy	-1.38%	27.05%	9.00%	9.00%	9.00%
占比	22.72%	25.14%	24.72%	24.20%	23.68%
内衣类收入	10.67	14.36	17.09	20.50	24.60
yoy	30.22%	34.61%	19.00%	20.00%	20.00%
占比	4.27%	5.01%	5.38%	5.79%	6.24%
其他针织品收入	1.99	2.21	2.43	2.67	2.94
yoy	-41.63%	10.86%	10.00%	10.00%	10.00%
占比	0.80%	0.77%	0.76%	0.75%	0.74%

来源：公司公告，国金证券研究所

总毛利率：短期来看关税或对公司毛利率有所冲击，但随着公司在越南和柬埔寨的新工厂的生产效率不断提升，且开拓新客户完成订单替代，公司的毛利率有望企稳回升。我们预计 25-27 年公司毛利率分别为 27.30%/27.40%/27.50%。

费用率：由于公司客户高度集中，前五大客户收入占比超过 80%，随着与核心客户合作日渐巩固，使得公司在销售环节的费用控制能力较强，我们预计 25-27 年公司销售费用率均为 1.00%。随着公司持续优化管理体系，管理费用能维持较低水平，预计 25-27 年公司管理费用率分别为 7.00%/7.00%/7.00%。

预计公司 25-27 年营收分别为 317.84/353.85/394.10 亿元，同比上涨 10.89%/11.33%/11.38%；归母净利润分别为 66.02/73.82/82.55 亿元，同比上涨 5.79%/11.81%/11.83%。（归母净利润按照关税中性假设预测）

图表43：公司财务数据预测表（亿元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总收入	249.70	286.63	317.84	353.85	394.10



	2023	2024	2025E	2026E	2027E
yoy	-10.12%	14.79%	10.89%	11.33%	11.38%
毛利率	24.27%	28.10%	27.30%	27.40%	27.50%
销售费用率	0.66%	0.96%	0.96%	0.96%	0.96%
管理费用率	7.53%	6.76%	6.45%	6.40%	6.40%
所得税率	8.77%	12.89%	12.89%	12.89%	12.89%
归母净利润	45.57	62.41	66.03	73.79	82.37
yoy	-0.12%	36.94%	5.81%	11.75%	11.64%
净利润率	18.3%	21.8%	20.8%	20.9%	20.9%

来源：公司公告，国金证券研究所

投资建议及估值

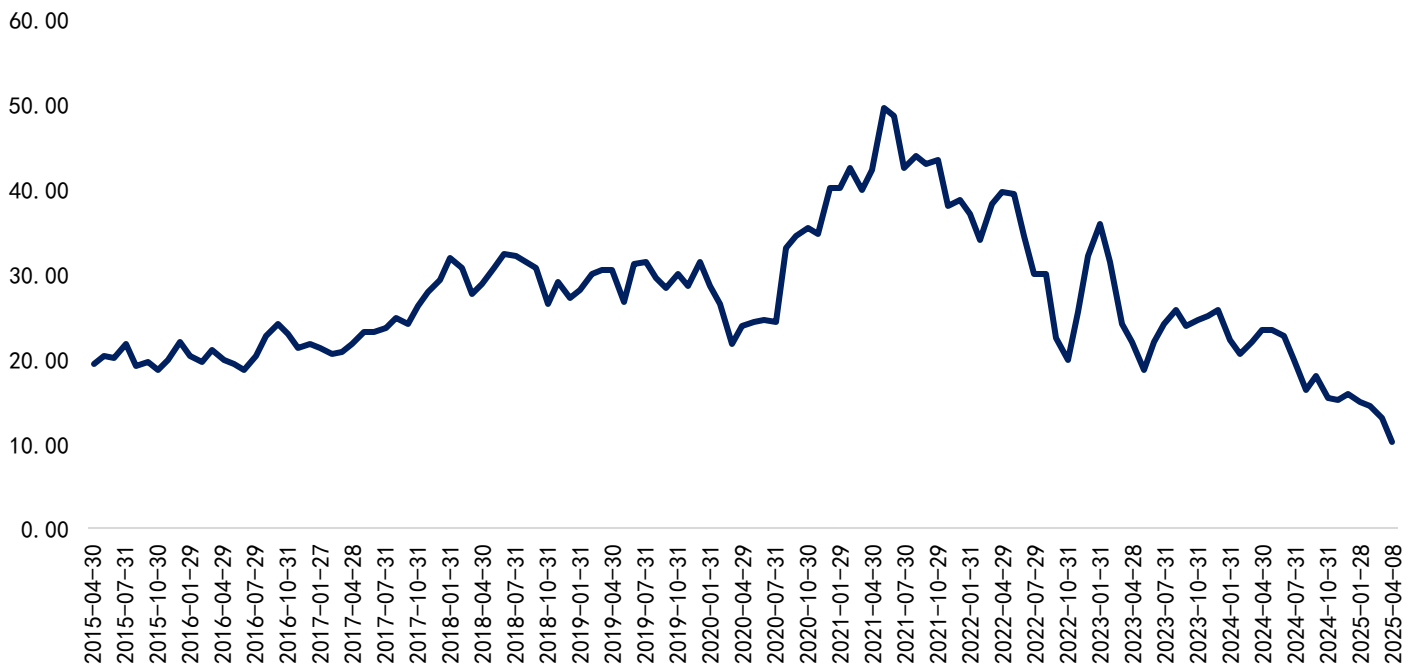
我们预计 25-27 年公司 EPS 分别为 4.39/4.91/5.48 元，对应 25 年估值为 11 倍，为近十年最低水平，考虑到公司美国市场营收占比较小且东南亚关税落地前仍有变数，公司制造优势仍然领跑行业，具备较高的安全边际，我们认为近期估值有所超跌，给予公司 2025 年 PE 14 倍估值，目标价 65.17 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表44：可比公司估值比较（市盈率法）

代码	名称	股价（元/港元）	EPS					PE		
			2023	2024	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300979.SZ	华利集团	57.13	2.74	3.29	3.79	4.35	4.96	15.07	13.14	11.51
2232.HK	晶苑国际	4.41	0.41	0.51	1.17	1.37	1.64	6.95	5.92	5.14
0551.HK	裕元集团	11.4	0.17	0.24	0.3	0.33	0.35	4.97	4.52	4.24
平均值								9.00	7.86	6.96
2313.HK	申洲国际	48.45	3.03	4.15	4.39	4.91	5.48	10.73	9.61	8.60

来源：ifind，国金证券研究所（华利集团采用国金预测数据，晶苑国际/裕元集团使用 4 月 14 日同花顺一致预期）

图表45：公司当前估值为近十年最低水平（PETTM）



来源：ifind，国金证券研究所

五、风险提示



- 大客户品牌恢复不及预期:**若阿迪、耐克品牌力恢复不及预期,可能对公司订单产生影响。
- 关税风险:**当前美国关税影响仍有较强不确定性,大幅增加关税或影响美国本土需求,对公司美国市场订单可能产生影响。
- 汇率波动风险:**公司账面外汇资产较多,有一定外汇敞口,人民币汇率的波动会影响公司的整体收入、利润水平。
- 大客户较为集中风险:**公司前五大客户占比超 85%,若有客户订单出现波动可能对公司业绩产生较大影响。


附录：三张报表预测摘要

损益表(人民币 百万)							资产负债表(人民币 百万)						
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	27,781	24,970	28,663	31,784	35,385	39,410	货币资金	7,369	11,596	10,869	11,887	13,007	14,034
增长率	16.5%	-10.1%	14.8%	10.9%	11.3%	11.4%	应收款项	5,453	5,468	6,637	7,360	8,194	9,126
主营业务成本	21,656	18,910	20,608	23,107	25,689	28,572	存货	6,261	6,125	6,885	7,720	8,583	9,546
%销售收入	77.9%	75.7%	71.9%	72.7%	72.6%	72.5%	其他流动资产	7,081	5,290	14,181	17,493	20,806	24,118
毛利	6,126	6,060	8,055	8,677	9,695	10,838	流动资产	26,165	28,479	38,572	44,460	50,589	56,824
%销售收入	22.1%	24.3%	28.1%	27.3%	27.4%	27.5%	%总资产	60.2%	58.6%	72.6%	75.6%	78.0%	79.6%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	574	13	15	17	19	20
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	11,594	10,931	10,763	10,779	10,894	11,097
销售费用	204	164	276	306	341	380	%总资产	26.7%	22.5%	20.3%	18.3%	16.8%	15.6%
%销售收入	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	无形资产	230	274	2,071	1,875	1,699	1,730
管理费用	1,954	1,881	1,938	2,050	2,265	2,522	非流动资产	17,328	20,132	14,536	14,358	14,299	14,535
%销售收入	7.0%	7.5%	6.8%	6.5%	6.4%	6.4%	%总资产	39.8%	41.4%	27.4%	24.4%	22.0%	20.4%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	43,493	48,611	53,108	58,819	64,888	71,359
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	7,198	10,204	12,819	15,433	18,048	20,662
息税前利润 (EBIT)	5,212	4,562	7,539	7,754	8,686	9,713	应付款项	940	1,202	1,493	1,674	1,861	2,070
%销售收入	18.8%	18.3%	26.3%	24.4%	24.5%	24.6%	其他流动负债	2,121	1,979	2,515	2,788	3,104	3,457
财务费用	-50	-433	375	174	216	257	流动负债	10,259	13,384	16,826	19,896	23,013	26,190
%销售收入	-0.2%	-1.7%	1.3%	0.5%	0.6%	0.7%	长期贷款	2,000	1,900	0	0	0	0
投资收益	-21	13	5	9	9	10	其他长期负债	468	459	429	429	429	429
%税前利润	-0.4%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	负债	12,727	15,744	17,255	20,324	23,442	26,619
营业利润	3,985	4,025	5,840	6,314	7,085	7,929	普通股股东权益	30,753	32,867	35,853	38,494	41,446	44,740
营业利润率	14.3%	16.1%	20.4%	19.9%	20.0%	20.1%	其中：股本	151	151	151	151	151	151
营业外收支	0	0	0	0	0	0	未分配利润	30,239	32,344	35,702	38,343	41,294	44,589
税前利润	5,262	4,996	7,164	7,580	8,470	9,456	少数股东权益	13	0	0	0	0	0
利润率	18.9%	20.0%	25.0%	23.8%	23.9%	24.0%	负债股东权益合计	43,493	48,611	53,108	58,819	64,888	71,359
所得税	699	438	923	977	1,092	1,219	比率分析						
所得税率	13.3%	8.8%	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	4,563	4,557	6,241	6,603	7,379	8,237	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股收益	3.04	3.03	4.15	4.39	4.91	5.48
归属于母公司的净利润	4,563	4,557	6,241	6,603	7,379	8,237	每股净资产	20.46	21.86	23.85	25.61	27.57	29.76
净利率	16.4%	18.3%	21.8%	20.8%	20.9%	20.9%	每股经营现金净流	3.08	3.48	-	3.54	3.84	4.17
							每股股利	0.76	0.88	-	2.64	2.95	3.29
							回报率						
							净资产收益率	14.84%	13.87%	17.41%	17.15%	17.80%	18.41%
							总资产收益率	10.49%	9.37%	11.75%	11.23%	11.37%	11.54%
							投入资本收益率	11.31%	9.26%	13.49%	12.53%	12.72%	12.94%
							增长率						
							主营业务收入增长率	16.51%	-10.12%	14.79%	10.89%	11.33%	11.38%
							EBIT 增长率	39.26%	-12.47%	65.24%	2.85%	12.03%	11.82%
							净利润增长率	35.33%	-0.12%	36.94%	5.81%	11.75%	11.64%
							总资产增长率	3.23%	11.77%	9.25%	10.75%	10.32%	9.97%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	55.2	72.3	70.2	73.5	73.3	73.3
							存货周转天数	107.2	117.9	113.6	113.8	114.2	114.2
							应付账款周转天数	19.3	20.4	23.5	24.7	24.8	24.8
							固定资产周转天数	147.2	162.4	136.2	122.0	110.2	100.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-2.92%	0.50%	3.00%	1.74%	0.40%	-0.55%
							EBIT 利息保障倍数	22.8	13.2	20.1	27.4	25.9	25.1
							资产负债率	29.26%	32.39%	32.49%	34.55%	36.13%	37.30%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	21	21	24	29
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海
电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号

北京
电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号

深圳
电话：0755-86695353
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心



紫竹国际大厦 5 楼

新闻大厦 8 层南侧

18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究