

申洲国际 (02313.HK)

2025H1 收入增长超预期，核心客户份额提升

2025H1 公司收入 149.7 亿元/归母净利润 31.8 亿元，同比分别+15%/+8%。 1) 公司发布业绩公告，2025H1 收入/归母净利润分别为 149.7/31.8 亿元，同比分别+15%/+8%。2) 量价拆分：我们估计 2025H1 公司销量增长 14%/人民币单价略有增长。3) 公司 2025H1 宣派中期股息为每股 1.38 港元 (同比+10%)，股利支付率约为 60%，以 2025 年 8 月 27 日收盘价计算的股息率约为 2.3%。

盈利质量：2025H1 毛利率同比下降，环比基本稳定，期待 2025H2 向上修复。 从盈利能力层面来看：2025H1 毛利率为 27.1% (同比 2024H1 的 29.0% 下降 1.9pct，环比 2024H2 的 27.4% 略下降 0.3pct)，我们判断毛利率同比下降主要系员工工资提升带来的成本增加仍在消化过程中；销售/管理费用率同比基本持平为 0.7%/7.2%；期间利息收入 5.22 亿元 (上一年同期 5.37 亿元)，汇兑收益 1.26 亿元 (上一年同期 0.75 亿元)，政府补助 2.74 亿元 (上一年同期 0.95 亿元)；综合以上，2025H1 净利率同比-1.4pct 至 21.2%。

核心客户增速分化，期待中长期份额持续提升。 1) 分拆客户来看：公司深度合作 Uniqlo、Nike、Adidas、PUMA 等国际头部品牌客户，2025H1 向前四大客户销售分别为 43.3/34.4/29.9/15.3 亿元，同比分别+27%/+6%/+28%/+15%，占比分别为 29%/23%/20%/10%。其他客户实现销售 26.7 亿元，同比+8%，占比 18%。我们根据客户自身经营情况判断其中公司销向 Adidas、Uniqlo 品牌等客户订单有望快速增长、销向 Nike 客户订单稳健增长。2) 分拆品类来看：2025H1 运动/休闲/内衣/其他品类销售分别为 101.3/37.9/9.4/1.1 亿元，同比分别+10%/+37%/+4%/+6%，占比分别为 68%/25%/6%/1%。3) 分拆地区来看：2025H1 公司销往国内/欧洲/美国/日本/其他地区销售分别为 36.5/30.3/25.5/25.0/32.4 亿元，同比分别-2%/+20%/+36%/+18%/+19%，占比分别为 24%/20%/17%/17%/22%。

产能积极推进招工，强化一体化国际产业链优势。 1) 为满足增长的客户订单需求，2024 年以来公司加大招工力度、优化生产管理，积极提升产能利用率并扩充海外产能，同时上下游配套逐步完善，夯实成本优势，深度绑定海外核心客户中长期需求。2025H1 末越南西宁省面料产能土建基本完工 (对应规划产能 200 吨/天)，预计年底前逐步投产，且新购 50 公顷土地使用权；柬埔寨金边新成衣工厂 2025 年 3 月开始投产 (对应规划人员规模 6000 名)，目前员工人数约 4000 名。中长期来看，我们判断随着海外新基地的扩建、未来海外产能贡献占比将持续提升 (目前估计已超过 50%)，匹配国际市场业务需求。2) 国内工厂推进升级改造，宁波基地新织布工厂已建成、宁波制衣工厂完成全面维修翻新、安徽制衣工厂也将进行自动化改造。公司国内产能主供中国+亚洲海外市场，强化数字化建设，未来将继续以研发、效率、速度为核心竞争优势。

2025 年收入及可比口径利润预计稳健增长。 考虑公司业务基数及近期趋势，我们判断 2025Q3 以来出货同比健康增长。展望 2025 全年，在订单份额提升、产能效率释放的共同带动下，我们估计公司收入有望增长 10%~15%/净利润有望增长个位数 (剔除 2024 年一次性处置使用权资产收益影响之后的净利润预计增长 10%+)。

投资建议。 公司是全球领先的纵向一体化成衣制造商，长期产能扩张、效率提升、竞争力增强。我们预计 2025~2027 年公司净利润分别为 65.6/73.1/80.2 亿元，现价对应 2025 年 PE 为 12.5 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 下游需求波动风险；产能扩张不及预期风险；大客户订单波动风险外汇波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	24,970	28,663	32,129	35,732	39,049
增长率 yoy (%)	-10.1	14.8	12.1	11.2	9.3
净利润 (百万元)	4,557	6,241	6,556	7,306	8,016
增长率 yoy (%)	-0.1	36.9	5.1	11.4	9.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.03	4.15	4.36	4.86	5.33
净资产收益率 (%)	13.9	17.4	16.2	15.3	14.4
P/E (倍)	18.0	13.2	12.5	11.2	10.2
P/B (倍)	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 08 月 27 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
08 月 27 日收盘价 (港元)	59.35
总市值 (百万港元)	89,216.25
总股本 (百万股)	1,503.22
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	5.54

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《申洲国际 (02313.HK): 销量持续快速增长，盈利表现符合预期》 2025-03-26
- 《申洲国际 (02313.HK): 2024H2 销量驱动增长，期待 2025 订单良好表现》 2024-12-18
- 《申洲国际 (02313.HK): 订单稳健增长，毛利率修复超预期，带动业绩逐步释放》 2024-08-29

财务报表和主要财务比率
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	42,697	49,893	57,777
现金	11,596	10,869	12,750	17,703	23,483
应收票据及应收账款	5,027	6,153	6,897	7,670	8,382
其他应收款	441	485	543	604	660
预付账款	0	0	0	0	0
存货	6,125	6,885	7,779	8,640	9,429
其他流动资产	5,290	14,181	14,728	15,276	15,823
非流动资产	20,132	14,536	16,865	18,785	20,687
长期投资	6,656	1,166	2,397	3,628	4,859
固定资产	10,931	10,763	11,353	11,926	12,481
无形资产	274	230	253	275	295
其他非流动资产	2,271	2,377	2,862	2,957	3,052
资产总计	48,611	53,108	59,562	68,678	78,464
流动负债	13,384	16,826	18,631	20,441	22,211
短期借款	10,204	12,819	14,126	15,433	16,740
应付票据及应付账款	1,202	1,493	1,687	1,874	2,045
其他流动负债	1,979	2,515	2,819	3,135	3,426
非流动负债	2,359	429	415	415	415
长期借款	1,900	0	0	0	0
其他非流动负债	459	429	415	415	415
负债合计	15,744	17,255	19,047	20,857	22,626
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	151	151	151	151	151
资本公积	32,344	35,398	40,061	47,366	55,383
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	32,867	35,853	40,515	47,821	55,838
负债和股东权益	48,611	53,108	59,562	68,678	78,464

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	4,445	5,112	5,888
净利润	4,557	6,241	6,556	7,306	8,016
折旧摊销	1,474	1,522	357	377	395
财务费用	346	375	202	222	241
投资损失	13	5	6	6	7
营运资金变动	259	-1,562	-1,199	-1,193	-1,096
其他经营现金流	-1,422	-1,308	-1,476	-1,606	-1,677
投资活动现金流	-1,380	-3,469	-1,776	-1,244	-1,173
资本支出	-1,091	-1,876	-971	-971	-971
长期投资	-3,714	5,490	-1,231	-1,231	-1,231
其他投资现金流	3,425	-7,083	426	958	1,028
筹资活动现金流	333	-2,651	-789	1,086	1,066
短期借款	3,006	2,615	1,307	1,307	1,307
长期借款	-100	-1,900	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2,105	3,054	4,662	7,306	8,016
其他筹资现金流	-4,678	-6,420	-6,759	-7,528	-8,258
现金净增加额	4,227	-728	1,881	4,953	5,780

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,970	28,663	32,129	35,732	39,049
营业成本	18,910	20,608	23,285	25,860	28,222
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	164	276	310	344	376
管理费用	1,881	1,938	2,494	2,774	3,031
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-433	375	-15	-33	-113
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	525	1,694	1,465	1,593	1,663
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	5	6	6	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,025	5,840	6,041	6,754	7,420
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4,996	7,164	7,526	8,387	9,202
所得税	438	923	970	1,081	1,186
净利润	4,557	6,241	6,556	7,306	8,016
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,557	6,241	6,556	7,306	8,016
EBITDA	6,037	9,061	7,868	8,730	9,485
EPS (元/股)	3.03	4.15	4.36	4.86	5.33

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	12.1	11.2	9.3
营业利润(%)	1.0	45.1	3.4	11.8	9.9
归属母公司净利润(%)	-0.1	36.9	5.1	11.4	9.7
获利能力					
毛利率(%)	24.3	28.1	27.5	27.6	27.7
净利率(%)	18.3	21.8	20.4	20.4	20.5
ROE(%)	13.9	17.4	16.2	15.3	14.4
ROIC(%)	9.3	13.5	12.0	11.5	10.9
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	32.5	32.0	30.4	28.8
净负债比率(%)	1.5	5.4	3.4	-4.7	-12.1
流动比率	2.1	2.3	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	5.0	5.1	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	17.7	15.3	14.6	14.5	14.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.03	4.15	4.36	4.86	5.33
每股经营现金流(最新摊薄)	3.48	3.51	2.96	3.40	3.92
每股净资产(最新摊薄)	21.86	23.85	26.95	31.81	37.15
估值比率					
P/E	18.0	13.2	12.5	11.2	10.2
P/B	2.5	2.3	2.0	1.7	1.5
EV/EBITDA	18.5	9.7	10.6	9.1	7.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月27日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com