

申洲国际 (02313.HK)

25H1 订单饱满, H2 产品结构优化将带动盈利能力回升

25H1 公司收入及净利润同比+15%、+8%，上半年由于受到工资提升及产品结构调整影响，公司盈利能力略有下降，但是下半年产品结构恢复正常+工资提升影响消除。公司盈利能力有望回升。预计 2025-2027 年净利润规模分别为 66.1 亿元、73.8 亿元、81.7 亿元，同比增速为 6%、12%、11%。当前市值对应 25PE13X, 26PE11X, 给予强烈推荐评级。

□ 25H1 收入超预期。25H1 公司收入同比提升 15.3%至 149.7 亿元，净利润同比提升 8.4%至 31.8 亿元。

□ 1)分品类看:25H1 运动品类增长 9.9%，占比达 67.7%，休闲品类增长 37.4%，占比达 25.3%，内衣品类下滑 1.9%，占比为 6.3%。

□ 2)分地区看: 25H1 中国大陆销售同比-2.1%至 36.5 亿元（占比 24%），欧盟销售同比+19.9%至 30.3 亿元（占比 20%），美国销售同比+35.8%至 25.5 亿元（占比 17%），日本销售同比+18.1%至 25.0 亿元（占比 17%），其他地区销售同比+18.7%至 32.4 亿元（占比 22%）。

□ 3)分客户看: 25H1 优衣库+27.4%至 43.3 亿元（占比 29%），Nike+6.0%至 34.4 亿元（占比 23%），Adidas+28.2%至 29.9 亿元（占比 20%），PUMA+14.7%至 15.3 亿元（占比 10%）。

□ 盈利能力下降: 25H1 公司毛利率下滑 1.9pct 至 27.1%，费用率相对稳健，行政开支占收入比重下降 0.1pct 至 7.2%，财务开支占收入比重下降 0.3pct 至 1.5pct。净利率下滑 1.4pct 至 21.2%。毛利率下降主要原因: 1) 24 年 7 月公司实施工资提升计划，一线工人工资明显提升，导致 25H1 成本压力同比增加。2) 毛利率相对较低的休闲产品占比提升。

□ 产能稳步拓展: 越南拓展 200 吨面料工厂，柬埔寨新工厂招人扩产，印尼谨慎。下半年资本开支 1 亿美金，全年 23 亿左右人民币左右，目前在新建工厂&老工厂翻新，能够支撑未来三年增长。

□ 盈利预测及投资建议。公司作为鞋服代工龙头企业，在客户内部分额持续提升，短期受到工资提升&产品结构影响，盈利能力承压，但随着运动客户订单增速持续提升，产能利用率有望逐步回升。我们小幅提升盈利预测，预计 2025-2027 年收入规模为 321.8 亿元、356.3 亿元、392.6 亿元，同比增速为 12%、11%、10%。净利润规模分别为 66.1 亿元、73.9 亿元、81.7 亿元，同比增速为 6%、12%、11%。当前市值对应 25PE13X, 26PE11X, 给予强烈推荐评级。

□ 风险提示: 汇率及原材料价格波动风险、越南及柬埔寨新工厂产能爬坡不及预期风险、海外品牌去库存不及预期导致接单承压风险。

强烈推荐 (维持)

消费品/轻工纺服

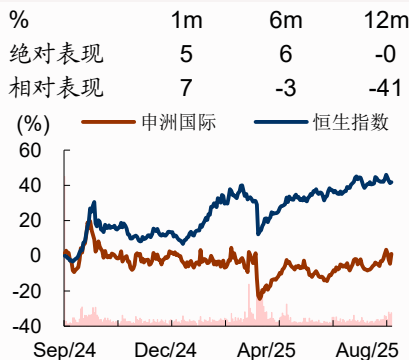
目标估值: NA

当前股价: 61.45 港元

基础数据

总股本 (百万股)	1503
香港股 (百万股)	1503
总市值 (十亿港元)	92.4
香港股市值 (十亿港元)	92.4
每股净资产 (港元)	24.6
ROE (TTM)	16.9
资产负债率	34.2%
主要股东	协荣有限公司
主要股东持股比例	42.3628%

股价表现



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《申洲国际 (02313) —2024 年业绩表现亮眼，稳步推进产能拓展&效率提升》2025-03-26
- 2、《申洲国际 (02313) —24H1 利润表现亮眼，盈利能力快速回升》2024-08-28
- 3、《申洲国际 (02313) —23 年收入承压，海外工厂效率提升推动盈利能力回升》2024-03-31

刘丽 S1090517080006

✉ liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

✉ wangzixu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24996	28663	32175	35629	39256
同比增长	-10%	15%	12%	11%	10%
营业利润(百万元)	4025	5840	6610	7473	8352
同比增长	1%	45%	13%	13%	12%
归母净利润(百万元)	4557	6241	6614	7390	8171
同比增长	-0%	37%	6%	12%	11%
每股收益(元)	3.03	4.15	4.40	4.92	5.44
PE	18.5	13.5	12.7	11.4	10.3
PB	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28479	38572	39410	44031	49690
现金及现金等价物	11596	10869	10000	13037	17023
交易性金融资产	804	1304	1304	1304	1304
其他短期投资	4472	12871	12871	12871	12871
应收账款及票据	5027	6151	6905	7646	8425
其它应收款	441	486	545	604	665
存货	6125	6885	7778	8561	9393
其他流动资产	15	5	6	7	7
非流动资产	20132	14536	14572	14603	14630
长期投资	6670	1181	1181	1181	1181
固定资产	10931	10763	10799	10830	10857
无形资产	2295	2071	2071	2071	2071
其他	236	521	521	521	521
资产总计	48611	53108	53982	58634	64319
流动负债	13384	16826	13124	12800	13193
应付账款	1202	1493	1687	1857	2037
应交税金	463	753	753	753	753
短期借款	10204	12819	8695	8000	8000
其他	1516	1761	1990	2190	2403
长期负债	2359	429	429	429	429
长期借款	1900	0	0	0	0
其他	459	429	429	429	429
负债合计	15744	17255	13553	13229	13622
股本	151	151	151	151	151
储备	32716	35702	40278	45254	50546
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	32867	35853	40429	45405	50697
负债及权益合计	48611	53108	53982	58634	64319

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5227	5273	5848	6672	7373
净利润	4557	6241	6614	7390	8171
折旧与摊销	1474	1522	1510	1515	1520
营运资本变动	259	(1562)	(1285)	(1214)	(1279)
其他非现金调整	(1064)	(927)	(991)	(1020)	(1039)
投资活动现金流	(1380)	(3469)	(125)	(193)	(187)
资本性支出	(1091)	(1876)	(1700)	(1700)	(1700)
出售资产及现金	190	154	154	154	154
投资增减	7960	3131	0	0	0
其它	1411	1354	1421	1354	1359
筹资活动现金流	333	(2651)	(6592)	(3442)	(3199)
债务增减	2798	535	(4124)	(695)	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	2458	3186	2038	2414	2879
其它筹资	(7)	0	(430)	(334)	(320)
其它调整	(4916)	(6372)	(4075)	(4827)	(5758)
现金净增加额	4227	(728)	(869)	3037	3986

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	24996	28663	32175	35629	39256
主营收入	24970	28663	32175	35629	39256
营业成本	18910	20608	23281	25626	28117
毛利	6060	8055	8894	10003	11140
营业支出	2061	2215	2284	2530	2787
营业利润	4025	5840	6610	7473	8352
利息支出	346	375	430	334	320
利息收入	779	0	313	346	451
权益性投资损益	13	5	8	8	8
其他非经营性损益	151	1694	1100	1000	900
非经常项目损益	374	0	0	0	0
除税前利润	4996	7164	7601	8493	9391
所得税	438	923	987	1103	1220
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	4557	6241	6614	7390	8171
EPS(元)	3.03	4.15	4.40	4.92	5.44

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-10%	15%	12%	11%	10%
营业利润	1%	45%	13%	13%	12%
净利润	-0%	37%	6%	12%	11%
获利能力					
毛利率	24.2%	28.1%	27.6%	28.1%	28.4%
净利率	18.2%	21.8%	20.6%	20.7%	20.8%
ROE	13.9%	17.4%	16.4%	16.3%	16.1%
ROIC	10.1%	13.5%	14.2%	14.4%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	32.5%	25.1%	22.6%	21.2%
净负债比率	24.9%	24.1%	16.1%	13.6%	12.4%
流动比率	2.1	2.3	3.0	3.4	3.8
速动比率	1.7	1.9	2.4	2.8	3.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	3.1	3.2	3.2	3.1	3.1
应收帐款周转率	4.6	4.7	4.6	4.5	4.5
应付帐款周转率	17.7	15.3	14.6	14.5	14.4
每股资料(元)					
每股收益	3.03	4.15	4.40	4.92	5.44
每股经营现金	3.48	3.51	3.89	4.44	4.91
每股净资产	21.86	23.85	26.90	30.21	33.73
每股股利	1.97	2.39	2.64	2.95	3.26
估值比率					
PE	18.5	13.5	12.7	11.4	10.3
PB	2.6	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	13.7	9.8	9.3	8.5	7.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。