

申洲国际 (02313.HK)

2025 年中期业绩公告点评: 订单坚挺, 海外一体化产能优势凸显

买入 (维持)

2025 年 08 月 31 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	24,970	28,663	32,019	35,258	38,692
同比(%)	(10.12)	14.79	11.71	10.11	9.74
归母净利润 (百万元)	4,557	6,241	6,583	7,301	8,086
同比(%)	(0.12)	36.94	5.49	10.90	10.76
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.03	4.15	4.38	4.86	5.38
P/E (现价&最新摊薄)	18.45	13.47	12.77	11.51	10.40

投资要点

■ **公司发布 25H1 业绩:** 25H1 营收 149.66 亿元/yoy+15.3%, 归母净利润 31.77 亿元/yoy+8.4%, 在主要客户订单带动下业绩稳健增长。中期股息每股 1.38 港元, 同比上升 10.4%, 派息比例约 59.6%。

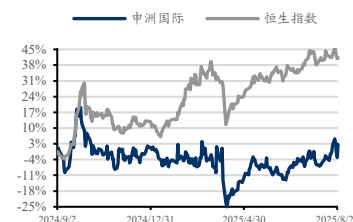
■ **休闲服高增驱动增长, 美国市场增长强劲。1) 分产品:** 25H1 运动/休闲/内衣收入分别同比+9.9%/+37.4%/+4.1%, 收入占比分别为 67.7%/25.3%/6.3%。休闲服为增长最快品类, 主要受益于日本、欧洲等市场的需求上升; 运动服增速稳健, 主要来自欧美市场需求驱动。**2) 分客户:** 25H1 来自四大客户 Uniqlo/Adidas/Nike/Puma 的收入分别为 43.3/34.4/29.9/15.3 亿元, 分别同比+27.4%/+6.0%/+28.2%/+14.7%。阿迪达斯与优衣库订单增长强劲, 耐克订单增速相对平稳。**3) 分地区:** 25H1 美国/欧洲/日本/中国大陆收入分别同比+35.8%/+19.9%/+18.1%/-2.1%, 收入占比分别为 17.1%/20.2%/16.7%/ 24.4%。

■ **人工成本上升致毛利率承压, 费用管控良好。1) 毛利率:** 25H1 毛利率为 27.1%, 同比下降 1.9pct。毛利率下滑主因 24 年下半年公司为一线员工涨薪导致人工成本上升。**2) 费用率:** 25H1 销售/管理费用率分别为 0.73%/7.23%, 同比分别+0.07/-0.04pct; 财务费用同比减少约 1550 万元, 主因平均融资成本降低及利率下降。**3) 其他损益项目:** 期内政府补助同比增加约 1.79 亿元至 2.74 亿元, 所得税费用因越南税收政策调整影响同比增加约 1.37 亿元至 4.55 亿元, 公司预计下半年越南税率有望恢复平稳。**4) 归母净利率:** 25H1 归母净利率为 21.2%, 同比下降 1.4pct。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司越南第二面料工厂建设进展顺利, 预计于 2025 年底前逐步投产, 规划产能 200 吨/天, 将为东南亚成衣工厂提供面料, 强化垂直一体化布局。同时, 柬埔寨新成衣工厂已于 25 年 3 月投产, 持续招工扩产。考虑美国对东南亚国家增加关税影响, 我们将公司 25-27 年归母净利润预测值从 66.2/73.8/81.6 亿元小幅下调至 65.8/73.0/80.9 亿元, 对应 PE 分别为 13/12/10X, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 订单波动, 关税政策变化, 原材料价格波动影响毛利率。

股价走势



市场数据

收盘价(港元)	61.45
一年最低/最高价	42.60/74.65
市净率(倍)	2.28
港股流通市值(百万港元)	84,207.24

基础数据

每股净资产(元)	24.59
资产负债率(%)	34.21
总股本(百万股)	1,503.22
流通股本(百万股)	1,503.22

相关研究

《申洲国际(02313.HK.): 2024 年业绩点评: 业绩超预期恢复, 预计 25 年稳健增长》

2025-03-30

《申洲国际(02313.HK.): 24H1 业绩点评: 订单结构性修复, 毛利率改善超预期》

2024-08-31

申洲国际三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,571.79	41,525.30	45,750.78	50,558.99	营业总收入	28,662.94	32,019.26	35,257.90	38,691.82
现金及现金等价物	10,868.83	12,585.71	15,320.51	18,551.37	营业成本	20,608.04	23,159.65	25,494.16	27,959.85
应收账款及票据	6,152.53	6,403.85	7,051.58	7,738.36	销售费用	276.28	320.19	352.58	386.92
存货	6,884.95	7,719.88	8,498.05	9,319.95	管理费用	1,938.34	2,177.31	2,397.54	2,631.04
其他流动资产	14,665.48	14,815.86	14,880.63	14,949.31	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	14,536.06	16,800.74	18,713.24	20,551.49	其他费用	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	10,763.05	12,188.05	13,470.55	14,624.80	经营利润	5,840.28	6,362.12	7,013.62	7,714.01
商誉及无形资产	229.95	679.95	1,309.95	1,993.95	利息收入	0.00	217.38	251.71	306.41
长期投资	15.15	15.15	15.15	15.15	利息支出	375.35	384.56	384.56	384.56
其他长期投资	1,165.92	1,165.92	1,165.92	1,165.92	其他收益	1,698.85	1,286.07	1,415.62	1,552.98
其他非流动资产	2,361.99	2,751.67	2,751.67	2,751.67	利润总额	7,163.78	7,481.01	8,296.40	9,188.84
资产总计	53,107.85	58,326.05	64,464.02	71,110.49	所得税	923.20	897.72	995.57	1,102.66
流动负债	16,826.16	16,732.55	17,127.86	17,546.31	净利润	6,240.58	6,583.29	7,300.83	8,086.18
短期借款	12,818.56	12,818.56	12,818.56	12,818.56	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,493.02	1,672.64	1,841.24	2,019.32	归属母公司净利润	6,240.58	6,583.29	7,300.83	8,086.18
其他	2,514.58	2,241.35	2,468.05	2,708.43	EBIT	7,539.13	7,648.19	8,429.24	9,266.98
非流动负债	428.79	415.47	415.47	415.47	EBITDA	7,327.61	7,773.19	8,816.74	9,928.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00					
其他	428.79	415.47	415.47	415.47					
负债合计	17,254.95	17,148.03	17,543.33	17,961.79					
股本	151.20	151.20	151.20	151.20	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	4.15	4.38	4.86	5.38
归属母公司股东权益	35,852.90	41,178.02	46,920.69	53,148.70	每股净资产(元)	23.85	27.39	31.21	35.36
负债和股东权益	53,107.85	58,326.05	64,464.02	71,110.49	发行在外股份(百万股)	1,503.22	1,503.22	1,503.22	1,503.22
					ROIC(%)	14.03	13.11	13.04	12.97
					ROE(%)	17.41	15.99	15.56	15.21
					毛利率(%)	28.10	27.67	27.69	27.74
					销售净利率(%)	21.77	20.56	20.71	20.90
					资产负债率(%)	32.49	29.40	27.21	25.26
					收入增长率(%)	14.79	11.71	10.11	9.74
					净利润增长率(%)	36.94	5.49	10.90	10.76
					P/E	13.47	12.77	11.51	10.40
					P/B	2.34	2.04	1.79	1.58
					EV/EBITDA	11.84	10.84	9.25	7.89

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,港元汇率为2025年8月30日的0.91,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>