

25H1 收入稳健增长, 劳动力成本上升影响毛利率

核心观点

25H1 公司营收 149.7 亿元/+15.3%，归母净利润 31.8 亿元/+8.4%。量价拆分看，25H1 量增驱动为主，估算均价基本稳定。分客户来看，优衣库、Nike、Adidas、Puma 的收入分别为 43.3 亿元/+27.4%、34.4 亿元/+6.0%、29.9 亿元/+28.2%、15.3 亿元/+14.7%，来自优衣库、Adidas、Puma 等客户收入增速较好，来自 Nike 的收入同比转正。25H1 公司毛利率 27.1%/-1.9pct，净利率 21.2%/-1.4pct，毛利率下降主要系公司从 24 年 7 月起对一线员工涨薪，劳动力成本上升。展望下半年，公司进一步完善海内外产能布局、提升综合服务能力，有望继续提升在核心客户的采购占比以及拓展潜力新客户。

事件

公司发布 2025 年度中期业绩公告。25H1 公司实现营收 149.7 亿元/+15.3%，归母净利润 31.8 亿元/+8.4%；基本 EPS 为 2.11 元/股/+8.2%。公司宣布中期派息每股港币 1.38 元/+10.4%，共派息 20.74 亿港元，现金派息比例为 59.5%。

简评

25H1 量增驱动增长，来自优衣库、Adidas、Puma 等客户收入增速较好，来自 Nike 的收入同比转正。

1) 量价拆分来看，25H1 增长主要由量驱动，价格相对稳定，估算美元均价略微下降、人民币均价略微上升。

2) 分客户看：25H1 来自前四大客户营收合计 122.9 亿元/+19.2%，占比 82.1%/+2.7pct，其中来自优衣库、Nike、Adidas、Puma 的收入分别为 43.3 亿元/+27.4%、34.4 亿元/+6.0%、29.9 亿元/+28.2%、15.3 亿元/+14.7%，来自优衣库、Adidas、Puma 等客户的收入增速较好，来自 Nike 的收入同比已转正。公司为客户提供多元化产品和成熟的海外产能，来自主要客户的收入增速均超过客户自身业务增速，在主要客户中的采购占比进一步提升。

申洲国际(2313.HK)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 09 月 02 日

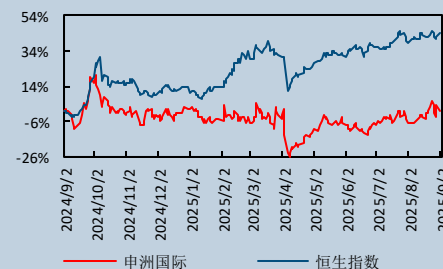
当前股价：59.55 港元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
6.15/2.12	4.20/-5.28	-7.53/-49.26
12 月最高/最低价 (港元)		72.95/46.00
总股本 (万股)		150,322.24
流通 H 股 (万股)		150,322.24
总市值 (亿港元)		895.17
流通市值 (亿港元)		895.17
近 3 月日均成交量 (万)		521.26
主要股东		
协荣有限公司		42.36%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺织及服务】申洲国际
25.03.27 (2313):24 年业绩高增，预计 25 年维持
稳健增长

休闲服增长最快，系日本、欧洲及其他市场需求好，美国市场在运动服带动下高增，国内运动类订单减少。

分产品看：1) **运动类产品：**25H1 收入 101.3 亿元/+9.9%，主要系欧洲市场、美国市场运动服饰需求上升所致，头部运动客户增速较快，除 Nike 等三家大客户外，其他运动服饰客户（包括国内运动品牌及 lululemon 等新客户）25H1 收入 21.7 亿元/-5.7%。2) **休闲类产品：**25H1 收入 37.9 亿元/+37.4%，收入占比提升至 25.3%/+4.1pct，收入上升主要系日本市场、欧洲市场及其他市场休闲类产品需求上升。3) **内衣类产品：**25H1 收入 9.4 亿元/+4.1%，收入上升主要系日本市场、欧洲市场内衣类产品需求增加。4) **其他针织品：**25H1 收入 1.1 亿元/+6.0%。

分地区看：1) **欧洲市场：**25H1 收入 30.3 亿元/+19.9%，营收占比 20.2%/+0.7pct，销售增长主要系运动服、休闲服需求上升。2) **美国市场：**25H1 收入 25.5 亿元/+35.8%，营收占比 17.1%/+0.2pct，收入大幅增长主要系运动服装需求上升。3) **日本市场：**25H1 收入 25.0 亿元/+18.1%，营收占比 16.7%/+0.4pct，收入增长主要系休闲服需求上升。4) **其他海外市场：**25H1 收入 32.4 亿元/+18.7%，营收占比 21.6%/+0.6pct，增长主要系韩国、澳大利亚及部分东南亚国家运动服、休闲服需求上升。5) **国内市场：**25H1 收入 35.5 亿元/-2.1%，营收占比 24.4%/-4.3pct，主要系国内运动品牌订单需求减少。

毛利率下降主要系劳动力成本上升所致。25H1 公司毛利率 27.1%/-1.9pct，净利率 21.2%/-1.4pct，毛利率下降主要系公司从 24 年 7 月起对一线员工涨薪，生产工人平均薪酬明显增加。费用端，25H1 年公司销售、管理、财务费用率分别为 0.73%/+0.07pct（运费增加）、7.23%/-0.04pct、1.18%/-0.30pct（平均贷款规模及利率下降），有效税率 12.53%/+2.74pct（越南开始实施支柱二所得税、预计有效税率提升）。

展望下半年，将重点推进市场开拓、产能优化和制度完善，强化竞争优势。25H1 公司进一步扩展海外产能，柬埔寨新建成衣工厂 25 年 3 月投产，已聘用 4000 名员工，越南西宁省的第二面料工厂进展顺利，预计 25 年底前逐步投产，加强海外基地产业链纵向配套布局。国内方面，公司推进国内基地升级改造，宁波基地刚建成新织布工厂，并对部分设备进行更新，宁波制衣工厂完成了全面的维修翻新，安徽基地也将通过更新改造来提升自动化水平。展望下半年，行业宏观环境仍面临挑战，公司将重点推进市场拓展、产能优化和制度完善工作，强化领先优势：1) 持续提升核心客户采购占比，积极培育具有发展潜力的新客户；2) 新建+改造，实施产能升级战略，推动自动化、智能化转型；3) 系统性推进管理制度优化升级。

盈利预测：预计 2025-2027 年公司营收为 319.1、352.2、385.2 亿元，同比增长 11.3%、10.4%、9.4%；归母净利润为 65.9、73.8、82.2 亿元，同比增长 5.6%、12.0%、11.3%，对应 PE 为 12.4x、11.1x、9.9x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **大客户订单风险：**公司前四大客户占公司收入约 80%，均为海外品牌，在海外主要经济体高息及高通胀环境下，需求疲软、客户去库，对于公司订单产生不利影响，影响公司收入和产能利用情况；2) **新客户开拓不及预期：**公司积极开拓具备增长潜力的新品牌客户，如果新客户开拓不及预期将对公司新工厂产能利用产生不利影响，影响公司收入和制造效率；3) **海外关税、所得税率变动风险：**公司主要产能位于中国、越南、柬埔寨等地区，若关税、所得税率发生增加，或对公司盈利形成不利影响。

图表 1：申洲国际收入和毛利拆分预测

申洲国际（人民币亿元）		2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入		277.8	249.7	286.6	319.1	352.2	385.2
	yoy	16.5%	-10.1%	14.8%	11.3%	10.4%	9.4%
运动服饰产品		208.7	180.3	198.0	215.2	235.4	255.0
	yoy	18.5%	-13.6%	9.8%	8.7%	9.4%	8.3%
	占比	75.1%	72.2%	69.1%	67.4%	66.8%	66.2%
Nike		86.3	77.0	74.0	78.4	82.3	85.6
	yoy	21.9%	-10.8%	-3.9%	6.0%	5.0%	4.0%
	占比	31.1%	30.8%	25.8%	24.6%	23.4%	22.2%
Adidas		48.6	36.9	50.0	60.0	67.2	74.6
	yoy	-1.4%	-24.1%	35.4%	20.0%	12.0%	11.0%
	占比	17.5%	14.8%	17.4%	18.8%	19.1%	19.4%
PUMA		34.7	24.9	27.6	30.4	32.5	34.5
	yoy	3.9%	-28.1%	10.9%	10.0%	7.0%	6.0%
	占比	12.5%	10.0%	9.6%	9.5%	9.2%	8.9%
其他（安踏、李宁、LULU等）		39.1	41.5	46.4	46.4	53.4	60.3
	yoy	72.5%	6.2%	11.7%	0.0%	15.0%	13.0%
	占比	14.1%	16.6%	16.2%	14.5%	15.2%	15.7%
休闲服装		57.5	56.7	72.1	86.5	97.7	109.5
	yoy	21.8%	-1.4%	27.1%	20.0%	13.0%	12.0%
	占比	20.7%	22.7%	25.1%	27.1%	27.7%	28.4%
UNIQLO		58.3	60.0	79.9	94.2	106.5	119.3
	yoy	24.1%	2.9%	33.0%	18.0%	13.0%	12.0%
	占比	21.0%	24.0%	27.9%	29.5%	30.2%	31.0%
内衣服装		8.2	10.7	14.4	15.1	16.6	18.1
	yoy	-21.3%	30.2%	34.6%	5.0%	10.0%	9.0%
	占比	2.9%	4.3%	5.0%	4.7%	4.7%	4.7%
其他针织品		3.4	2.0	2.2	2.3	2.5	2.7
	yoy	-27.8%	-41.6%	10.9%	6.0%	7.0%	7.0%
	占比	1.2%	0.8%	0.8%	0.7%	0.7%	0.7%
营业成本		216.6	189.1	206.1	233.9	257.8	281.6
	yoy	19.9%	-12.7%	9.0%			
	棉花均价	18815	16777	15987			
	yoy	5.2%	-10.8%	-4.7%			
毛利率		22.1%	24.3%	28.1%	26.7%	26.8%	26.9%
销售及分销开支		2.0	1.6	2.8	2.2	2.5	2.7
	销售费用率	0.7%	0.7%	0.96%	0.7%	0.7%	0.7%
行政开支		19.5	18.8	19.4	21.3	23.1	24.9
	管理费用率	7.0%	7.5%	6.76%	6.7%	6.6%	6.5%
OP margin		14.3%	16.1%	20.4%	19.3%	19.5%	19.7%
除税前利润		52.6	50.0	71.6	75.7	84.9	94.5
所得税		6.99	4.38	9.23	9.85	11.03	12.28
	税率	13.3%	8.8%	12.89%	13.0%	13.0%	13.0%
净利润		45.6	45.6	62.4	65.9	73.8	82.2
	yoy	35.3%	-0.1%	36.9%	5.6%	12.0%	11.3%
净利率		16.4%	18.3%	21.8%	20.6%	21.0%	21.3%

资料来源：公司公告，中信建投

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	36,223	39,836	43,430
现金	11,611	10,874	12,764	14,089	15,407
应收票据及应收账款合计	5,024	6,151	6,339	6,997	7,652
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	254	312	330	364	398
存货	6,125	6,885	7,384	8,139	8,889
其他流动资产	5,466	14,349	9,406	10,247	11,084
非流动资产	20,132	14,536	13,179	11,822	10,466
长期投资	13	15	15	15	15
固定资产	10,931	10,763	9,751	8,740	7,728
无形资产	2,089	2,071	1,726	1,380	1,035
其他非流动资产	7,098	1,687	1,687	1,687	1,687
资产总计	48,611	53,108	49,402	51,658	53,896
流动负债	13,384	16,826	9,830	8,401	6,535
短期借款	10,204	12,819	5,858	4,019	1,747
应付票据及应付账款合计	1,198	1,493	1,394	1,537	1,678
其他流动负债	1,982	2,515	2,578	2,845	3,109
非流动负债	2,359	429	429	429	429
长期借款	1,900	0	0	0	0
其他非流动负债	459	429	429	429	429
负债合计	15,744	17,255	10,259	8,830	6,964
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	151	151	151	151	151
资本公积	32,716	35,702	35,702	35,702	35,702
留存收益	0	0	3,290	6,976	11,079
归属母公司股东权益	32,867	35,853	39,143	42,829	46,932
负债和股东权益	48,611	53,108	49,402	51,658	53,896

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	10,981	5,519	6,156
净利润	4,557	6,241	6,589	7,382	8,218
折旧摊销	1,474	1,522	1,357	1,357	1,357
财务费用	346	375	401	422	420
其他经营现金流	-1,151	-2,865	2,634	-3,642	-3,839
投资活动现金流	-1,380	-3,469	1,569	1,763	1,970
资本支出	1,099	1,907	-	-	-
其他投资现金流	-2,479	-5,376	1,569	1,763	1,970
筹资活动现金流	333	-2,651	-432	-5,957	-6,808
短期借款	3,006	2,615	-6,961	-1,839	-2,272
长期借款	-100	-1,900	-	-	-
其他筹资现金流	-2,573	-3,366	6,529	-4,118	-4,535
现金净增加额	4,180	-847	1,889	1,325	1,319

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,970	28,663	31,909	35,221	38,518
营业成本	18,910	20,608	23,389	25,782	28,157
销售费用	164	276	223	247	270
管理费用	1,881	1,938	2,126	2,311	2,489
财务费用	346	375	401	422	420
投资收益	13	5	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	5	0	0	0
营业利润	3,681	5,470	5,770	6,459	7,182
其他非经营损益	1,314	1,694	1,804	2,026	2,264
利润总额	4,996	7,164	7,574	8,486	9,446
所得税	438	923	985	1,103	1,228
净利润	4,557	6,241	6,589	7,382	8,218
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,557	6,241	6,589	7,382	8,218
EBITDA	6,816	9,061	9,331	10,264	11,224
EPS (元)	3.03	4.15	4.38	4.91	5.47

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	11.3	10.4	9.4
归母净利润(%)	-0.1	36.9	5.6	12.0	11.3
获利能力					
毛利率(%)	24.3	28.1	26.7	26.8	26.9
净利率(%)	18.3	21.8	20.6	21.0	21.3
ROE(%)	13.9	17.4	16.8	17.2	17.5
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	32.5	20.8	17.1	12.9
流动比率	2.1	2.3	3.7	4.7	6.6
速动比率	1.3	1.1	2.1	2.7	3.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	5.0	4.7	5.0	5.0	5.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.03	4.15	4.38	4.91	5.47
每股经营现金流(最新摊薄)	3.48	3.51	7.30	3.67	4.10
每股净资产(最新摊薄)	21.86	23.85	26.04	28.49	31.22
估值比率					
P/E	17.9	13.1	12.4	11.1	9.9
P/B	2.5	2.3	2.1	1.9	1.7

资料来源: Wind、公司公告, 中信建投证券预测

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层
 电话：（8610）56135088
 联系人：李祉瑶
 邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室
 电话：（8621）6882-1600
 联系人：翁起帆
 邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼
 电话：（86755）8252-1369
 联系人：曹莹
 邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港
 中环交易广场 2 期 18 楼
 电话：（852）3465-5600
 联系人：刘泓麟
 邮箱：charleneliu@csci.hk