



申洲国际（02313.HK）：优质客户驱动增长，未来产能稳步扩张

2025 年 9 月 3 日

强烈推荐/维持

申洲国际

公司报告

事件：申洲国际 2025 年上半年实现营业收入 149.66 亿元，同比增长 15.3%；归母净利润 31.77 亿元，同比增长 8.4%。基本每股收益为 2.11 元，派息率约为 59.6%，中期股息每股 1.38 港元，同比增长 10.4%。

分品类看休闲服饰拉动增长，分市场看美国市场增速最好。分品类看：运动服饰 2025 年上半年实现营收 101.29 亿元，同比增长 9.9%，主要受益于欧洲及美国市场运动类产品需求增加。休闲服饰实现营收 37.92 亿元，同比增长 37.4%，成为拉动整体增长的重要引擎，主要由于日本、欧洲及其他市场休闲类产品需求上升。内衣服：实现营收 9.40 亿元，同比增长 4.1%，主要由于日本及欧洲市场内衣类需求增长明显。其他针织品实现营收 1.05 亿元，同比增长 6.0%。按市场划分，美国市场收入增长最为显著，同比增长 35.8%，收入占比提升至 17.1%。欧洲市场同比增长 19.9%，日本市场同比增长 18.1%，其他区域市场同比增长 18.7%。相比之下，国内市场收入同比下降 2.1%，主要由于国际品牌在中国区订单减少。

绑定优质核心客户，新客户潜力大。公司前四大客户（优衣库、Nike、Adidas、Puma）合计收入占比为 82.1%，较 2024 年同期提升 2.6 个百分点。其中，第一大客户收入同比增长 27.4%，占比 29.0%。第二大客户收入同比增长 6.0%，第三大客户同比增长 28.2%，第四大客户同比增长 14.7%。公司与 Lululemon 等新兴品牌的合作也在深化，未来有望成为新的增长点。

人力成本上升带来净利率压力。2025 年上半年净利率为 21.2%，同比下降 1.9 个百分点，主要由于 2024 年下半年一线员工薪资上调，导致人工成本上升。整体期间费用率为 9.1%，同比下降 0.3 个百分点。其中，销售费用率微升 0.1 个百分点至 0.7%，管理费用率保持稳定，财务费用率下降 0.3 个百分点。2025 年上半年净利率为 21.2%，同比下降 1.4 个百分点，主要由于毛利率下降及税费增加。

未来产能扩张持续推进，自动化水平提升应对挑战。越南第二面料工厂，土地使用权已购入，土建接近完工，预计年内逐步投产，将为东南亚成衣工厂提供配套面料支持，实现海外产业链纵向整合。柬埔寨新成衣工厂，已于 2025 年 3 月开始投产，新增员工约 4,000 人，助力区域产能提升。国内基地升级：宁波织造厂新建 16.7 万平方米厂房，安徽工厂新增自动化产线，进一步提升生产效率。

盈利预测与评级：公司通过核心客户订单增长及海外产能扩张，预计 2025 年下半年收入将继续保持增长态势。随着产能利用率提升及订单结构优化，公司有望实现毛利率的逐步修复。预计公司 2025-2027 年净利润分别为 65.23、73.52、82.11 亿元人民币，增速分别为 4.52%、12.71%、11.68%，目前股价对应 PE 分别为 13.72、12.18、10.90 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：全球消费需求波动，国际贸易政策变动风险，新工厂爬坡及效率提升不及预期。

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
----	------	------	-------	-------	-------

公司简介：

申洲国际集团控股有限公司是一家主要从事生产和销售针织服装产品的投资控股公司。公司的主营业务是从事以代工(OEM)及委托设计(ODM)相结合的方式为客户制造针织品。公司的产品类别包括运动类、休闲类、内衣类等其他针织品产品。公司通过其子公司还从事贸易业务和物业管理业务。公司主要在国内和国外市场开展其业务。。

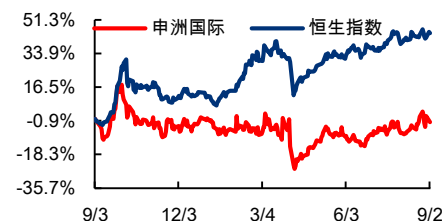
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（港元）	72.95-46.0
总市值（亿港元）	895.17
流通市值（亿港元）	895.17
总股本/流通股数（万股）	150,322/150,322
A 股/B 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	0.445

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

营业收入（百万元）	24,969.79	28,662.94	32,010.83	35,459.61	39,086.38
增长率（%）	-10.12	14.79	11.68	10.77	10.23
归母净利润（百万元）	4,557.26	6,240.58	6,522.82	7,352.19	8,211.26
增长率（%）	-0.12	36.94	4.52	12.71	11.68
净资产收益率（%）	13.87	17.41	16.72	17.27	17.64
每股收益（元）	3.03	4.15	4.34	4.89	5.46
PE	19.64	14.34	13.72	12.18	10.90
PB	2.72	2.50	2.29	2.10	1.92

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	28,479	38,572	33,093	36,558	41,400	营业收入	24,970	28,663	32,011	35,460	39,086
现金	11,611	10,874	9,603	10,638	12,995	营业成本	18,910	20,608	23,337	25,980	28,534
应收票据及应收账款	5,024	6,151	6,359	7,044	7,765	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0	0	销售费用	164	276	244	270	298
预付账款	254	312	331	366	404	管理费用	1,881	1,938	2,208	2,446	2,696
存货	6,125	6,885	7,367	8,202	9,008	财务费用	346	375	51	-125	-199
其他流动资产	5,466	14,349	9,432	10,308	11,229	资产减值损失	13	5	0	0	0
非流动资产	20,132	14,536	13,168	11,801	10,433	信用减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	13	15	15	15	15	其他经营收益	0	0	0	0	0
固定资产	10,931	10,763	9,741	8,718	7,696	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2,089	2,071	1,726	1,380	1,035	投资净收益	13	5	0	0	0
其他非流动资产	7,098	1,687	1,687	1,687	1,687	营业利润	3,681	5,470	6,171	6,889	7,757
资产总计	48,611	53,108	46,261	48,359	51,833	其他非经营损益	1,314	1,694	1,300	1,400	1,500
流动负债	13,384	16,826	6,820	5,358	4,855	利润总额	4,996	7,164	7,471	8,289	9,257
短期借款	10,204	12,819	2,847	944	0	所得税	438	923	948	936	1,046
应付票据及应付账款	1,198	1,493	1,391	1,549	1,701	净利润	4,557	6,241	6,523	7,352	8,211
其他流动负债	1,982	2,515	2,582	2,865	3,154	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债	2,359	429	429	429	429	归属母公司净利润	4,557	6,241	6,523	7,352	8,211
长期借款	1,900	0	0	0	0	主要财务比率					
其他非流动负债	459	429	429	429	429						
负债合计	15,744	17,255	7,249	5,786	5,284	成长能力	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0	0	0	0	1	营业收入(%)	-10.12	14.79	11.68	10.77	10.23
股本	151	151	1,151	2,151	3,151	归母净利润(%)	-0.13	36.94	4.53	12.71	11.68
资本公积	32,716	35,702	34,702	33,702	32,702	获利能力					
留存收益	0	0	3,159	6,719	10,696	毛利率(%)	24.27	28.10	27.10	26.73	27.00
归属母公司股东权	32,867	35,853	39,012	42,572	46,549	净利率(%)	18.25	21.77	20.38	20.73	21.01
负债和股东权益	48,611	53,108	46,261	48,359	51,833	ROE(%)	13.87	17.41	16.72	17.27	17.64
现金流量表						偿债能力					
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率(%)	32.39	32.49	15.67	11.97	10.19
经营活动现金流	5227	5273	10980	5362	6007	流动比率	2.13	2.29	4.85	6.82	8.53
净利润	4557	6241	6523	7352	8211	速动比率	1.32	1.11	2.58	3.61	4.63
折旧摊销	1474	1522	1368	1368	1368	营运能力					
财务费用	346	375	51	-125	-199	总资产周转率	0.51	0.54	0.69	0.73	0.75
其他经营现金流	-1151	-2865	3039	-3233	-3374	应收账款周转率	4.97	4.66	5.03	5.03	5.03
投资活动现金流	-1380	-3469	1135	1242	1331	每股指标(元)					
资本支出	1099	1907	0	0	0	每股收益(最新摊	3.03	4.15	4.34	4.89	5.46
其他投资现金流	-2479	-5376	1135	1242	1331	每股经营现金流	3.48	3.51	7.30	3.57	4.00
筹资活动现金流	333	-2651	-13386	-5569	-4981	每股净资产(最新	21.86	23.85	25.95	28.32	30.97
短期借款	3006	2615	-9971	-1903	-944	估值比率					
长期借款	-100	-1900	0	0	0	P/E	19.64	14.34	13.72	12.18	10.90
其他筹资现金流	-2573	-3366	-3415	-3666	-4036	P/B	2.72	2.50	2.29	2.10	1.92
现金净增加额	4180	-847	-1271	1035	2357	EV/EBITDA	2.37	2.01	7.89	13.40	17.75

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（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）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：100033	邮编：200082	邮编：518038
电话：010-66554070	电话：021-25102800	电话：0755-83239601
传真：010-66554008	传真：021-25102881	传真：0755-23824526