



公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 10 月 17 日

基础数据

10 月 15 日收盘价（港元）	61.65
总市值（亿港元）	927
总股本（亿股）	15.03

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证海外纺服】申洲国际：核心客户份额持续提升-2025.09.04

分析师：韩亦佳

S0190517080003
BOT963
hanyij@xyzq.com.cn

分析师：马睿晴

S0190524070010
请注意：马睿晴并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管的活动。
maruiqing@xyzq.com.cn

申洲国际(02313.HK)

港股通（沪/深）

贸易战对纺织制造板块影响几何？

投资要点：

（一）回溯 2018 年中美贸易摩擦，从 2018 年 9 月的清单三到 2019 年 9 月的清单四，我国大部分纺织服装产品被列入了征收关税的清单，对我国纺织制造的影响总结为 5 个部分：

- 制裁落地前有明显抢出口效应，18Q2-Q3 订单尤其饱满，但这也透支了部分订单，2019 年出口增速放缓。
- 贸易制裁的长期影响深远，2023 年对比 2017 年，美国从中国的进口金额下降约 30%，对中国的依赖度从 40% 下降到 27%。
- 美国与中国贸易逆差收窄，和全球贸易逆差扩大，东南亚取代中国，成为美国第一大进口来源。
- 但中国依然凭借上游的纤维面料的生产优势，全球竞争力仍在加强，持续在全球提升份额。
- 尽管整体受损，但国际化布局的中国龙头实现了赢家通吃，它们订单饱满，23 年收入较 2017 年大增，利润率亦未受损。而国内中小企业加速出清，2019 年末国内纺织企业数量对比 2017 年末减少 9% 至 1.8 万家，亏损比例增加 6.5ppt 到 17%。

（二）特朗普 2.0 期间，关税政策一波三折，除中国以外，东南亚国家亦面临关税风险。主要代工产地加征关税为 19-20% 水平，属于可接受范围内，较最初的 46% 关税水平已大幅下调。关税落地，品牌商正恢复稳定采购，供应商扩产节奏亦有望同步恢复，利好全球化布局、且具备垂直一体化产业链的纺织服装代工龙头，产业链有望迎来估值修复行情。微观视角上，龙头企业已经调整了产能配置、并进行效率提升、技术进步、原材料本地化供应，中国还有 30% 的产能不是安全产能，这部分将严重受制于贸易摩擦，而转单效应将继续推动龙头企业获取份额。市场亦担心美国衰退压力，我们确实看到了品牌客户表现分化，传统运动品牌龙头多数展望谨慎，维持指引，而细分专业运动&户外运动高景气延续，订单需求旺盛。推荐存量产能安全、并积极扩充安全产能、新增客户节奏稳定的龙头企业申洲国际。我们预计公司 25/26/27 年归母净利润分别为 65.24/73.77/81.92 亿元，同比分别+4.5%/+13.1%/+11.1%，10 月 15 日收盘价对应 2025 年潜在股息率 4.7%，估值处于历史底部区间，维持“买入”评级。

- 风险提示：全球贸易政策变动风险、订单需求不及预期、劳动力短缺及成本上升、原材料价格变动

主要财务指标

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	28,663	32,102	35,634	39,553
同比增长（%）	14.8	12.0	11.0	11.0
归母净利润（百万元）	6,241	6,524	7,377	8,192
同比增长（%）	36.9	4.5	13.1	11.1
毛利率（%）	28.1	27.3	28.7	29.0
ROE（%）	17.4	17.0	17.8	18.3
每股收益（元）	4.15	4.34	4.91	5.45

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

目录

一、 特朗普 1.0 时期对纺织制造的影响复盘.....	4
二、 特朗普 2.0 怎么看?	11
三、 风险提示	21

图目录

图 1、 特朗普关税 1.0 时期，美国对中国贸易制裁.....	4
图 2、 2018 年抢出口，2019 年产能利用率回落	5
图 3、 18Q2-Q3 抢出口	5
图 4、 美国从中国进口金额（亿美元）	5
图 5、 美国对中国的进口依赖度	5
图 6、 美国纤维进口国别分布	6
图 7、 美国面料进口国别分布	6
图 8、 美国服装进口国别分布	6
图 9、 美国鞋类进口国别分布	6
图 10、 东盟纺织制造出口占全球份额	7
图 11、 南亚纺织制造出口占全球份额	7
图 12、 东盟&南亚纺织制造出口额（亿美元）	7
图 13、 美国与中国贸易逆差收窄，和全球贸易逆差扩大.....	7
图 14、 中国纺织制造出口所占全球份额	8
图 15、 东盟进口纺织品对中国的依赖度	8
图 16、 东盟&南亚服装鞋履出口/纤维面料进口	8
图 17、 中美不同统计口径的中美纺织鞋服进出口交易额.....	8
图 18、 纺织企业数量变化	9
图 19、 代工商 2024 年收入对比 2017 年收入增幅（%）：多数龙头正增长	9
图 20、 出口美国（或美洲）营收占比：中美摩擦前后基本稳定	9
图 21、 鞋服代工龙头 2018 年中美贸易摩擦前后毛利率相对平稳	10
图 22、 部分代工龙头（申洲、丰泰、聚阳）的股价是具有明显超额收益的	10
图 23、 最新各国加征关税情况（更新至 10 月 13 日）	12
图 24、 中国和越南出口增速.....	13
图 25、 鞋服制造龙头短期订单出货排单并未受影响	13
图 26、 美国纺服库销比处于历史同期低位水平	14
图 27、 品牌客户应对关税举措	14
图 28、 品牌客户表现分化，态度谨慎	15
图 29、 品牌客户 Q2 囤货	15
图 30、 2025 年以来代工龙头股价几无超额收益，估值来到底部位置	17
图 31、 代工商国内产能占比在贸易战明显下降	18
图 32、 裕元于越南、印尼提高原料当地采购占比	18
图 33、 代工龙头产能布局	19

表目录

表 1、 代工商龙头订单能见度改善.....	13
表 2、 全球化布局的纺织制造龙头持续新扩客户	19

表 3、对等关税基本落地前，纺织制造龙头普遍表示最多需共同承担 5% 以下的关税成本	19
表 4、申洲国际主要盈利预测	20

一、特朗普 1.0 时期对纺织制造的影响复盘

在 2018 年贸易摩擦中，我国大部分纺织服装产品被列入了对美出口征收关税的清单，纺织制造是受影响最大的行业之一。2018 年 3 月，特朗普开始第一次加征关税，前两轮尚无纺织服装产品被纳入清单，直至 9 月纺织品基本均被列入关税清单三。2019 年 9 月特朗普宣布对中国对美出口的成衣产品（清单四）加征 15% 惩罚性关税，2020 年 2 月清单 A 商品下调至 7.5%，清单 B 商品取消额外关税。

图1、特朗普关税 1.0 时期，美国对中国贸易制裁

制裁清单	价值金额（亿美元）	生效日期	加征额外税率	涉及纺织服装品类
清单一	340	2018.7.6	25%	无
清单二	160	2018.8.23	25%	无
清单三	2000	2018.9.24	10%	HS 50-60、HS65
		2019.5.10	25%	HS 52-55、H58-65、HS94
清单四	清单4A	1200	2019.9.1	15%
		2020.2.14	从15%降至7.5%	
	清单4B	1800	2019.12.15	15%
		2020.1.16	取消15%额外关税	

数据来源：商务部、美国商务部、BBC、中国纺织工业联合会、工业贸易署、全球纺织网资讯中心，兴业证券经济与金融研究院整理

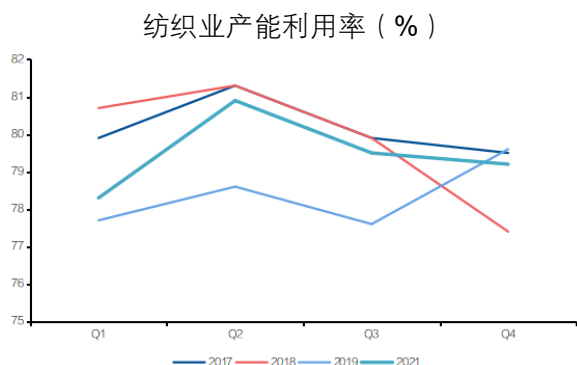
我国也对美棉进口做出相应反制。2018 年中国进口美棉 53 万吨，占我国棉花进口量的 34%。我国也对美棉进口做出相应反制，2019 年中国从美国进口棉花大幅下降至约 36 万吨，中国纺织企业减少对美国棉花的依赖，转向从巴西、澳大利亚、印度等国进口棉花。直至 2020 年 1 月，中美签署贸易协议，中国承诺增加对美国农产品的进口，包括棉花。此后，美国棉花对华出口快速恢复。

贸易摩擦对纺织制造的影响我们总结为 5 个部分：

①制裁落地前有明显抢出口效应，18Q2-Q3 订单尤其饱满。在 2018 年关税中美贸易摩擦打响之际，企业为了规避可能加征的关税，提前将订单出口到美国等主要市场，18Q2-Q3，纺织品和服装出口金额同比转正，纺织品 4 月-11 月高单位数正增长，服装 6-10 月转正增长，6-10 月出口额同比增速保持在 5%左右水平。

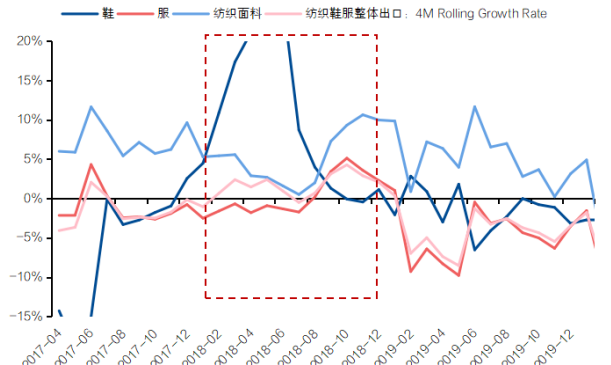
抢出口透支了部分订单，导致 2019 年出口增速放缓。随着贸易摩擦的持续，企业对政策变化的预期逐渐明朗，抢出口的动力减弱，2018 年的抢出口透支了部分 2019 年的订单，18Q4 至 19Q3，纺织业产能利用率均低于同期水平。

图2、2018 年抢出口，2019 年产能利用率回落



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

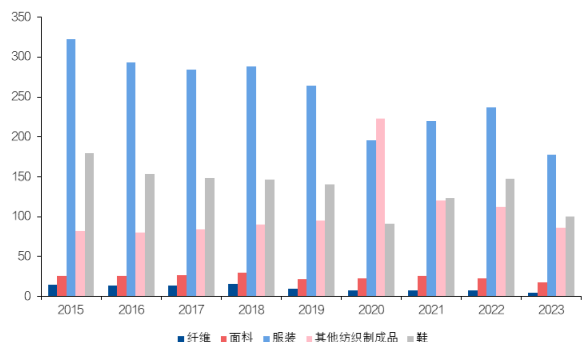
图3、18Q2-Q3 抢出口



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理
注：高于20%和低于15%的数据未在图中显示

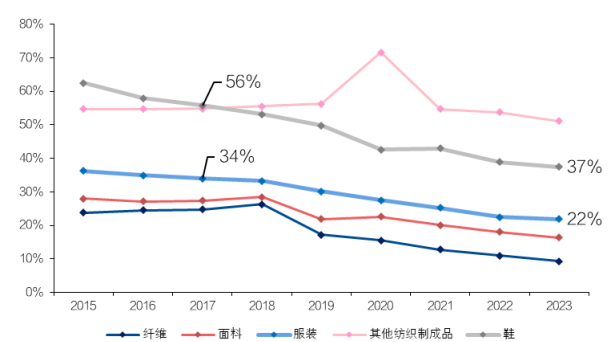
②贸易制裁的长期影响显著，2023 年对比 2017 年，美国从中国的进口金额下降约 30%，对中国的依赖度从 40%下降到 27%。分品类，服装下滑 37%，依赖度下降 12ppt 到 22%，鞋履下滑 32%，依赖度下降 18ppt 到 37%，面料下滑 32%，依赖度下降 11ppt 至 16%。

图4、美国从中国进口金额（亿美元）



数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、美国对中国的进口依赖度



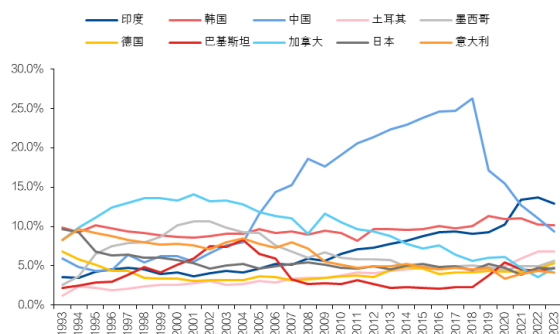
数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

- 纤维：印度和韩国已超过中国成为美国前二大进口国。2017 年中国为美国最大的纤维进口国，份额达到 24.7%，2023 年下降 15.4ppt 至 9.3%，印度和韩国份额超过中国成为美国前二大纤维进口国。
- 面料：印度和土耳其份额增幅居于前列，印度份额已接近中国水平。2017 年中国占美国面料进口份额第一，份额达到 27.5%。2017-2023 年，印度/土耳其/墨西哥/越南份额增幅领先，分别+3.7/+3.5/+2.7/+2.1ppt，2023 年印度和中国份额相当，均为 16.4%，为美国前两大面料进口国。
- 服装：供应链加速转移，南亚&东盟为主要受益方，东盟已超过中国成为美国最大服装进口来源地。贸易战后期美国对中国服装进口依赖度加速下降，越南/孟加拉/柬埔寨份额增长领先，2017-2023 年分别+3.5/+2.8/+1.6ppt，南亚

和东盟分别+4.6/+4.2ppt至19%/30%，越南和孟加拉已分别成为第二大和第三大美国服装进口国，份额分别达到17.7%/8.9%。

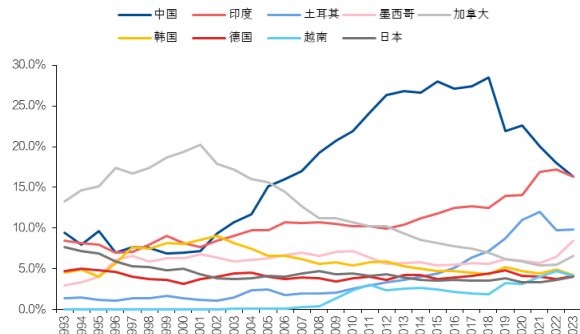
- **鞋类：**供应链转移较早，东盟为主要受益方，已超过中国成为美国最大鞋类进口来源地。美国转移供应链较服装更早，2011年中国进口份额开始下降，2010-2017年中国份额减少20.4ppt，2017-2023年再减少18.3ppt至37.5%。东盟为主要受益方，尤其是越南承接了最多的产能转移，2017-2023年，越南/意大利/印尼份额增长领先，分别+8.1/+3.2/+2.4ppt，东盟份额增长12.5ppt至41%，越南份额已增至29.6%，与中国差距8个点。

图6、美国纤维进口国别分布



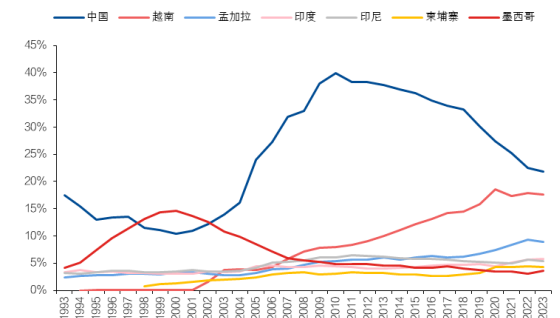
数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、美国面料进口国别分布



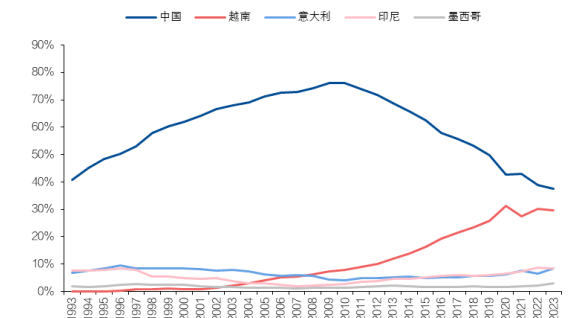
数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图8、美国服装进口国别分布



数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

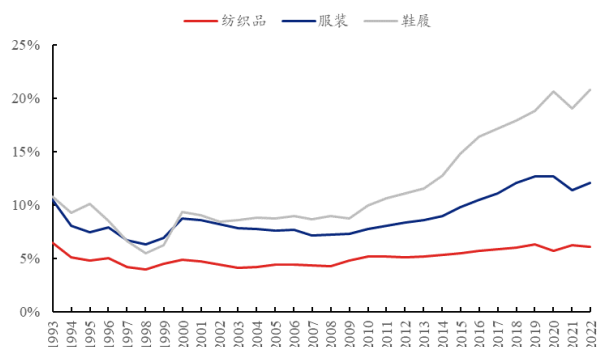
图9、美国鞋类进口国别分布



数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

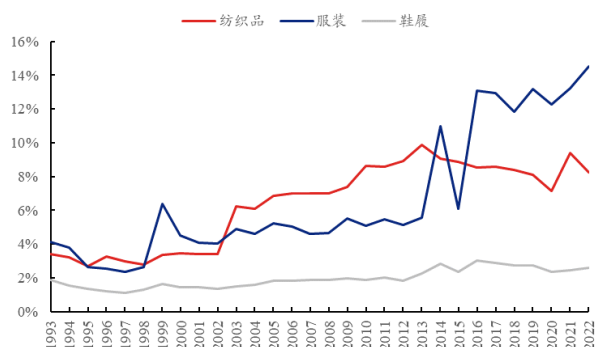
- ③美国与中国贸易逆差收窄，和全球贸易逆差扩大，东南亚了取代中国，成为美国第一大进口来源。中美贸易战前，中美间纺织鞋服产品贸易逆差逐年收窄，东盟主要承接鞋履制造，南亚主要承接服装制造。出口份额提升较快、占比较大的是越南，2017-2022年纺织品&鞋服占全球出口份额提高1.2ppt至6.4%，越南基础设施建设较为完善，形成了一定区域优势。其次是孟加拉，2017-2022年纺织品&鞋服占全球出口份额提高0.9ppt至4.3%，但基建落后，水电供应不稳定，面辅料等配套严重依赖进口。

图10、东盟纺织制造出口占全球份额



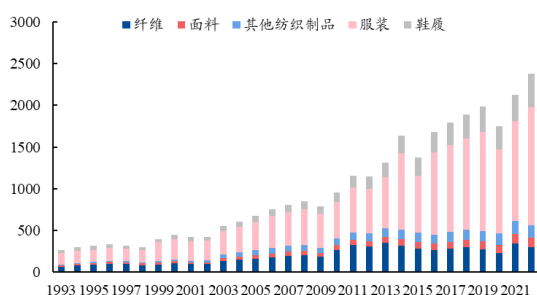
数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、南亚纺织制造出口占全球份额



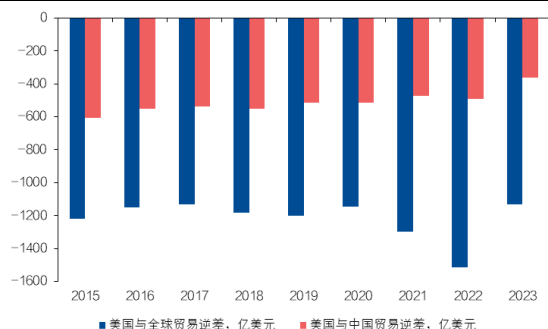
数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、东盟&南亚纺织制造出口额（亿美元）



数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图13、美国与中国贸易逆差收窄，和全球贸易逆差扩大

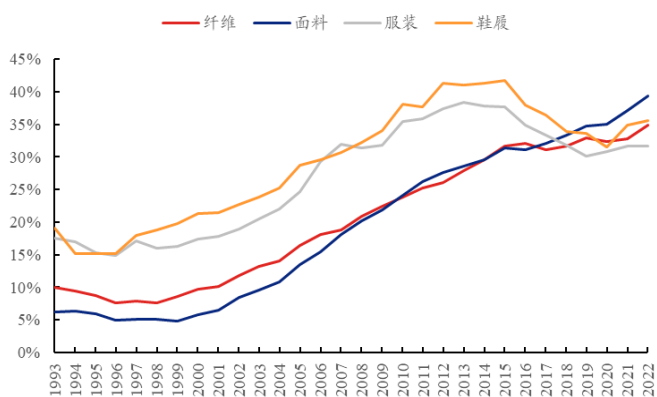


数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

④中国凭借上游的纤维面料的生产优势，继续保持全球极强的竞争优势。2023 年我国纺织品出口规模达到 1381 亿美元，占全球份额达到 39%，份额持续增长。

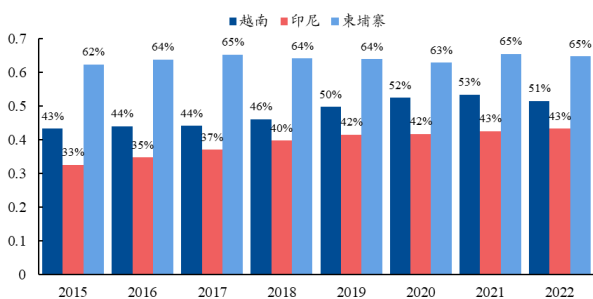
从产业链竞争力的角度而言，面料的技术门槛较高，产能转移较慢，东南亚依赖进口中国纺织品，中国企业也在东南亚进行本土化布局，产业链交织融合。上游纱线、面料、辅料为资本和技术密集型行业，产能转移较慢。尽管 CPTPP“从纱开始”的原产地原则下，东南亚国家在加紧布局上游产能，东盟依旧为我国纺织出口第一大市场，东盟对中国纺织品的进口依赖度仍在提高，2017-2022 年依赖度提高 6 个点至 51%。再考虑到东南亚的部分纱线、面料产能是中国企业的全球一体化布局，中国在纤维面料上的比较优势在贸易战期间是依旧得到了推进。

图14、中国纺织制造出口所占全球份额



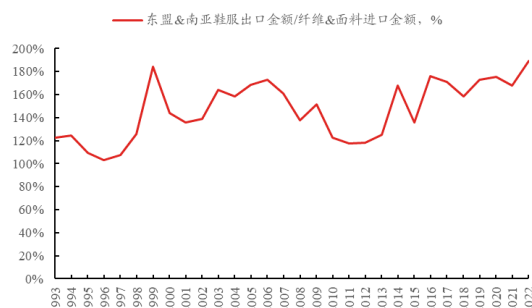
数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、东盟进口纺织品对中国的依赖度



数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

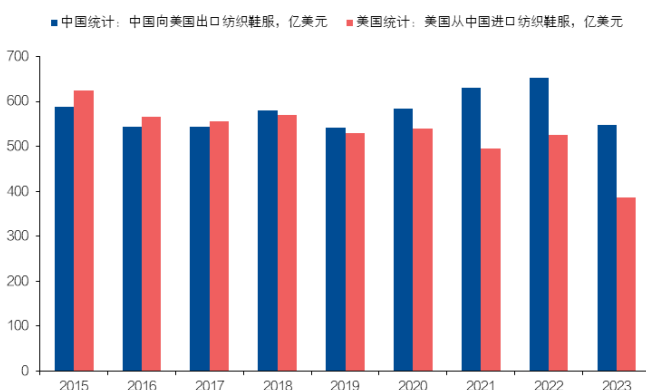
图16、东盟&南亚服装鞋履出口/纤维面料进口



数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

另一组数据显示贸易战对中国出口美国的影响更小。中国对美出口的海关数据显示，2023vs2017年的出口额并未下降，两组数据会存在转出口贸易的统计缺失，具体影响方向不能确定。

图17、中美不同统计口径的中美纺织鞋服进出口交易额

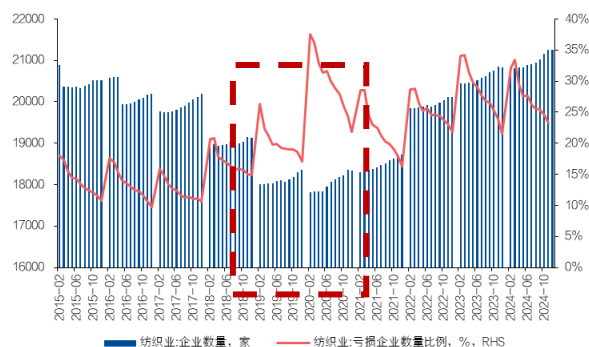


数据来源：UN COMTRADE，兴业证券经济与金融研究院整理

⑤尽管整体受损，但国际化布局的中国龙头实现了赢家通吃，而中小企业加速出清。

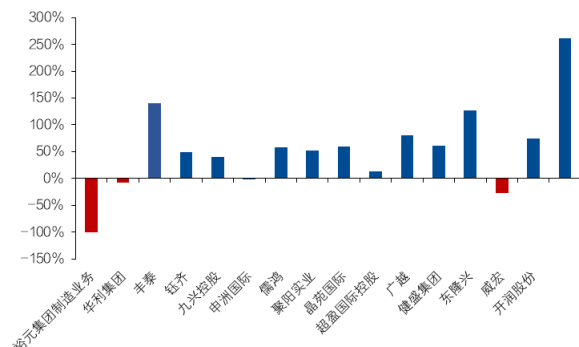
- **中小企业加速出清。**多数美国客户将加征的关税成本作为议价依据要求上游的纺织制造企业降价，企业盈利压力大幅增加。2019 年末国内纺织企业数量对比 2017 年末减少 9%至 1.8 万家，亏损比例增加 6.5ppt 到 17%。

图18、纺织企业数量变化



数据来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、代工商 2024 年收入对比 2017 年收入增幅（%）：多数龙头正增长



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

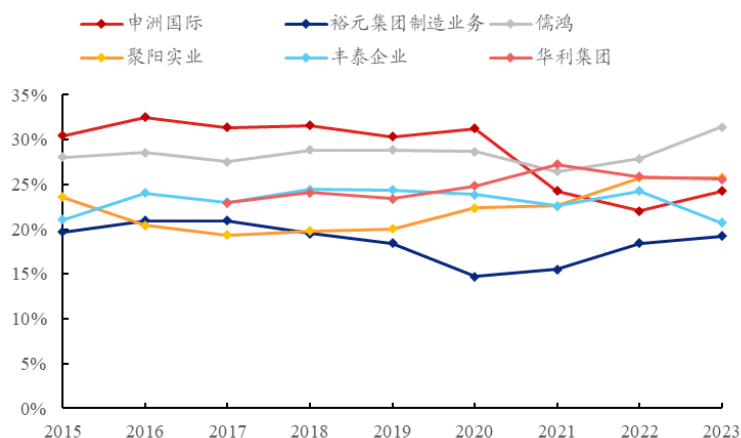
- **鞋服代工龙头产能全球化的程度较高，灵活应对贸易摩擦，实现赢家通吃。**具备强快反能力、垂直一体化优势（服装）、扩产节奏匹配的龙头受益更加明显。2024vs2017 年，申洲收入增长 58%，华利增长 140%，丰泰增长 49%，儒鸿增加 52%，钰齐增长 41%，聚阳实业增长 59%，广越增长 61%，晶苑国际增长 13%，仅九兴控股规模基本维持不变，裕元制造下滑 8%，实际上裕元的下滑自 2013 年就开始了。
- **订单饱满，龙头企业有更多挑选空间，产品组合优化，叠加规模效应释放，毛利率并无受损。**代工公司增加了高附加值订单，ASP 稳步抬升，毛利率保持在历史较高水平。申洲期间毛利率下行更多是外部偶发事件的负面冲击，如越南&柬埔寨疫情封厂、棉花价格上涨太快、内地工厂封锁等，申洲的毛利率自 24Q2 恢复到历史较好水平。

图20、出口美国（或美洲）营收占比：中美摩擦前后基本稳定

公司	公布收入口径	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
晶苑国际	美国	36.9%	37.8%	37.3%	34.9%	38.8%	38.5%	36.0%
申洲国际	美国	12.9%	15.5%	15.3%	13.5%	16.0%	17.5%	15.6%
钰齐	美洲	29.3%	31.0%	36.0%	36.5%	40.9%	41.0%	36.6%
健盛集团	美洲	9.3%	9.9%	13.6%	26.1%	32.4%	31.8%	28.4%
华利集团	美国	90.7%	90.5%	87.6%	87.6%	87.0%	84.2%	85.9%

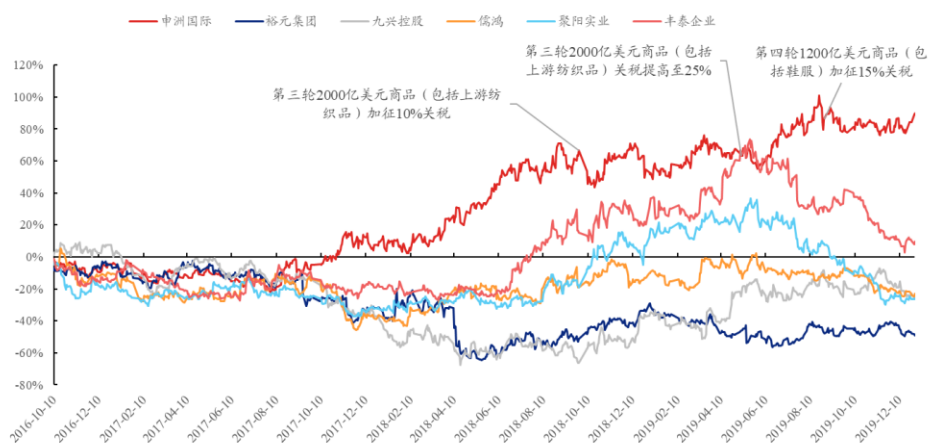
数据来源：公司公告，Wind，兴业证券经济与金融研究院纺服团队整理

图21、鞋服代工龙头 2018 年中美贸易摩擦前后毛利率相对平稳



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、部分代工龙头（申洲、丰泰、聚阳）的股份是具有明显超额收益的



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：申洲国际、裕元集团、九兴控股为相对恒生指数的相对收益率；儒鸿、聚阳实业、丰泰企业为相对台湾加权指数相对收益率；收益率基期为 2016.9.30

二、特朗普 2.0 怎么看？

特朗普 2.0 关税政策一波三折，形势基本明朗。特朗普本轮关税政策重点是产业回流，并明确对转口贸易的抵制态度。

- **中国出口首当其冲，美国对华关税暂停期内，中国对美出口加征 30%关税。**
2025 年 2 月 1 日开始，特朗普要求中国对美国出口的商品加征关税，加征关税水平一路提高至 125%。5 月 14 日中美日内瓦经贸会达成协议，暂时将中国对美出口商品的加征关税下调至 30%，美国对华关税暂停期截至 8 月 12 日。8 月 11 日，美国总统特朗普已签署行政令，将对中国关税暂停措施再延长 90 天。

- **本次东南亚同样面临关税风险，主要代工产地加征关税为 19-20%水平，属于可接受范围内，较最初的 46%关税水平已大幅下调。**

~2025 年 4 月 2 日，特朗普宣布对所有贸易伙伴征收关税，4 月 5 日起对所有国家征收 10%的基准关税，4 月 9 日起针对美国贸易逆差大的国家征收更高的对等关税，其中针对鞋服主要代工产能所在地越南/印尼/柬埔寨的加征关税税率分别高达 46%/32%/49%，但当天即被暂停，恢复为仅征收 10%的基准关税，暂停期截至 7 月 9 日。

~7 月 2 日，特朗普于社交媒体上宣布美国与越南正式达成贸易协议，美国将对进口越南商品征收 20%关税，并对通过越南转运输美的其他国家商品征收 40%关税，而美国对越南出口产品能够享受零关税。具体细则尚未公布。20%的关税水平较暂停期的 10%关税水平翻倍，但远低于最初公布的越南出口美国的 46%水平。而后印尼、柬埔寨、泰国等地最终征收关税水平也接连落地，普遍在 19-20%水平，较 4 月公告的关税水平有大幅下调。

图23、最新各国加征关税情况（更新至 10 月 13 日）

地区	经济体	出口占 GDP, %	对美出口占 GDP, %	新加税率+芬太尼税率(加)	应缴的协定税率/值由税率	税率变化	日期	对美关税应对措施及美方回应(最新情况)
中国	中国	18.9	2.8	30%	/	/	2025/9/30	外交部就美国新增对木材及其衍生品进口关税一表示，关税战、贸易战没有赢家，搞保护主义没有出路。
							2025/10/8	美国商务部工业安全局修订《出口管理条例》，将29个实体添加到实体清单中，包括中国（19个）、土耳其（9个）和阿拉伯联合酋长国（1个），当日即生效。
							2025/10/9	商务部、海关总署发布对境外相关稀土、部分中重稀土、超硬材料、锂电池和人造石墨负极材料等相关物项实施出口管制的决定。
							2025/10/9	商务部决定将反无人机技术公司、Techinsights公司及分支机构等14家外国实体列入不可靠实体清单。
							2025/10/10	为反击即将于2025年10月14日生效的美国对中国船舶加征的港口费，中国交通运输部宣布，自2025年10月14日起，对美国船舶加征特别港口费，由船舶挂靠港口所在地海事管理机构负责收取。
							2025/10/10	中国市场监管总局依法决定对高通公司涉嫌违反反垄断法立案调查。
							2025/10/10	美东时间10月10日，美方威胁针对中方采取的稀土等相关物项出口管制，将对中方加征100%关税，并对所有关键软件实施出口管制。
							2025/10/12	中国商务部就美国新一轮贸易威胁回应称，“动辄以高额关税进行威胁，不是与中方相处的正确之道。对于关税战，中方的立场是一贯的，我们不想打，但也不怕打。”
							2025/10/12	美国副总统万斯呼吁中国在新一轮贸易战中“选择理性的道路”，并声称美国将拥有更大的筹码。
欧洲与拉美	巴西	15.5	1.9	10%	50%	40%	2025/10/6	巴西总统卢拉向特朗普通话，再次要求美国撤销对巴西输美产品加征的关税。公告称此次通话时长30分钟，“气氛友好”，双方同意尽快举行会晤。
	加拿大	25.4	19.3	25%	35%	10%	2025/8/22	加拿大总理马克卡尼宣布，加拿大将取消对美国多项报复性关税，但仍维持对美国汽车、钢铁和铝征收的25%关税。该变化将于9月1日生效。
	墨西哥	33.3	27.6	25%	25%	0%	2025/7/31	特朗普表示，由于美墨协议的复杂性，双方同意延长两国协议90天，即墨西哥将继续支付25%的芬太尼关税、25%的汽车关税以及50%的钢铁、铝和铜关税。
	欧盟	14.4	3.0	20%	15%	-5%	2025/9/24	特朗普政府发布正式通知，实施美国与欧盟的贸易协定，确认从8月1日起对汽车和汽车零部件进口征收15%的关税，并列出对某些药物化合物、所有飞机和飞机零部件以及某些自然资源的豁免。
	英国	14.1	2.0	10%	10%	0%	2025/9/16	金融时报援引知情人士消息，英国暂停推动对美国钢铁出口征收0%关税。英国首相斯塔默支持将英国25%的优惠税率“永久化”。
	印度	11.5	2.1	26%	50%	24%	2025/9/21	印度商务部和工业部部长率领的高级代表团将访问美国，旨在推进正在进行的贸易谈判，并争取早日达成互利协议。
亚洲其他 & 中东	越南	85.1	25.1	46%	20%	-26%	2025/7/2	特朗普表示，已与越南达成贸易协议。根据协议，越南所有出口至美国的商品将被征收20%的关税，而任何转运货物将被征收40%的关税。越南已同意将对美国产品征收的关税降至零。
	泰国	56.8	10.4	36%	19%	-17%	2025/8/1	泰国已与美国达成关税协议。泰国输美产品关税将从36%下调至19%，相应地，泰国对美实施零关税。承诺减少贸易壁垒，给予美国企业投资激励，进一步限制转口贸易（尤其是来自中国的商品）、增加能源和飞机采购等。泰国副总理兼财政部长披猜表示，关税税率降低将有助于保持泰国的全球竞争力。
	柬埔寨	-	-	49%	19%	-30%	2025/8/1	美国对柬埔寨商品的关税税率降至19%，作为回应，柬埔寨将对美国商品征收零关税。柬埔寨政府表示将继续谈判以争取较邻国更大的关税优势。
	马来西亚	78.1	10.3	24%	19%	-5%	2025/8/1	马来西亚与美国达成协议，美国对马来西亚征收的“对等关税”将从25%下调到19%，作为回应，马来西亚将对自美国进口的约六成税目产品实施零关税。
	印度尼西亚	19.0	1.9	32%	19%	-13%	2025/7/22	美国和印度尼西亚公布两国贸易协议框架细节。根据协议，印尼将取消对几乎所有美国进口商品的关税和撤销对美国企业的所有非关税壁垒；美国则将对印尼进口商品征收的关税从32%降至19%。
	菲律宾	15.9	2.6	17%	19%	2%	2025/7/22	特朗普称美国与菲律宾达成贸易协议，美国将对从菲律宾进口的商品征收19%的关税，菲律宾则对美国实施零关税。
	日本	17.6	3.5	24%	15%	-9%	2025/9/28	高市早苗称选自民党总裁后及可能与美国重新进行关税谈判。
							2025/10/4	高市早苗在竞选自民党总裁后表示，不会立即修改已达成的日美贸易协议，如果发现某些情况不符合日本利益，应在日美磋商机制的框架内明确说明。
	韩国	36.6	6.8	25%	15%	-10%	2025/10/13	日本经济再生大臣赤泽亮正接受采访时表示，美国高关税政策将长期持续。韩国财长具涛显表示，有必要尽快结束与美国的关税谈判，正在协调与美国财长贝森特会谈的日程，希望于10月15日与贝森特会面。

数据来源：CEIC、央视新闻、白宫、联合早报、观察者网、USTR，兴业证券经济与金融研究院宏观团队整理

本次全球性对等关税征收范围广、生效时间快，品牌客户紧急抢出口，短期提振出货，但由于关税节奏不确定，多数品牌客户下单谨慎，抢出口所提振的出货量有限，静待龙头从转单中受益。品牌商普遍下单谨慎，以短急单为主，上半年代工商业绩影响较少，代工龙头短期出货量并未受影响，更多是关税执行节点对于出货节奏带来一定干扰，以及对 25H2 订单能见度有明显负向影响。直至 2025 年 8 月关税陆续落地，纺织制造供应链正逐步回归正常的接单、排产节奏，25H2 订单能见度逐步恢复。

- 中国和越南均为 4 月服装&鞋类出口额同比增速达到今年峰值，越南纺织品和服装出口额 4 月同比增速达 18%，鞋类出口额 4 月同比增速达到 21%，25H1 维持稳健增长，25Q2 纺织品及服装增速环比提升至 13%，鞋类稳定在 8%。

- 关税政策公布后，代工商龙头接单出货均正常，但代工商业普遍以美元计价，5-6 月汇率波动拖累收入增速，导致 25Q2 收入增速普遍环比 25Q1 有降温，关税政策影响下单谨慎主要体现在 Q3，9 月订单增速已明显改善。
- 儒鸿、聚阳已表明订单能见度至年底。

图24、中国和越南出口增速

		24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3	25年1+2月	25年3月	25年4月	25年5月	25年6月	25年7月	25年8月	25年9月
中国	纺织纱线、织物及制品出口额(亿美元)	321	373	350	377	333	373	360	212	121	126	126	120	116	124	120
	yoy	0.1%	1.7%	1.5%	1.0%	1.7%	-0.2%	1.7%	2.3%	18.7%	3.2%	-1.0%	1.6%	0.5%	1.4%	0.1%
	服装及衣着附件出口额(亿美元)	338	401	445	410	330	405	418	217	114	116	136	153	152	141	125
	yoy	-1.8%	1.6%	1.6%	0.6%	-1.4%	0.8%	1.2%	7.4%	2.8%	-1.2%	1.5%	0.8%	-0.6%	0.1%	-1.0%
	鞋靴出口额(亿美元)	116	119	116	119	102	115	102	71	32	35	38	41	39	33	29
	yoy	-1.4%	1.7%	-1.1%	-1.4%	-1.8%	-1.4%	-2.5%	-18.8%	9.6%	-0.2%	1.6%	1.0%	-1.7%	-1.1%	-13.3%
越南	纺织品及服装出口额(亿美元)	78	88	108	97	87	100	110	56	31	31	33	36	39	39	33
	yoy	8.9%	1.1%	18.7%	11.5%	10.9%	13.3%	1.5%	9.0%	14.7%	1.6%	9.2%	13.6%	9.0%	1.8%	9.1%
	鞋类出口额(亿美元)	48	60	58	63	54	65	59	35	19	22	21	21	22	20	17
	yoy	10.3%	8.9%	18.8%	14.1%	11.0%	8.9%	1.3%	10.0%	15.8%	20.5%	1.9%	1.1%	3.3%	1.9%	9.1%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、鞋服制造龙头短期订单出货排单并未受影响

		25Q1	25Q2	25Q3	25年4月	25年5月	25年6月	25年7月	25年8月	25年9月
裕元 (新台币计价)	营收(亿新台币)	433	452	426	153	152	146	148	144	135
	营收yoy	6.0%	6.5%	-4.4%	10.5%	0.5%	9.4%	0.5%	-9.7%	-3.8%
	环比	-9.6%	4.4%	-5.6%	1.5%	-0.3%	-4.0%	1.3%	-3.2%	-6.1%
丰泰 (运动鞋)	营收(亿新台币)	207	204	217	73	60	71	73	76	68
	营收yoy	0.5%	-8.4%	-4.6%	2.7%	-23.4%	-3.1%	-8.8%	-3.7%	-0.9%
	环比	-5.3%	-1.6%	6.2%	1.7%	-17.3%	18.3%	2.9%	3.6%	-10.8%
未亿 (运动鞋/休闲鞋)	营收(亿新台币)	97	113	80	46	36	31	29	26	25
	营收yoy	24.6%	15.9%	-13.7%	54.9%	1.3%	-4.2%	-14.9%	-23.1%	0.6%
	环比	-10.8%	16.9%	-29.1%	32.5%	-22.8%	-13.4%	-7.8%	-7.8%	-3.9%
钰齐 (户外鞋)	营收(亿新台币)	37	52	38	15	20	18	16	13	9
	营收yoy	37.9%	32.0%	6.1%	39.1%	35.2%	23.3%	5.2%	13.9%	-1.4%
	环比	-16.4%	42.7%	-27.0%	25.7%	33.3%	-11.8%	-6.5%	-23.6%	-25.8%
志强 (足球鞋)	营收(亿新台币)	60	53	41	20	19	14	14	11	17
	营收yoy	50.0%	6.8%	-3.4%	17.0%	8.6%	-6.6%	-3.1%	-29.3%	27.8%
	环比	15.4%	-12.2%	-21.4%	-20.5%	-7.5%	-24.0%	-3.5%	-17.6%	47.9%
儒鸿 (成衣+布料)	营收(亿新台币)	94	97	96	34	30	33	30	33	32
	营收yoy	22.8%	1.3%	-4.0%	18.2%	-8.6%	-3.3%	-2.9%	-9.7%	1.6%
	环比	-2.1%	3.7%	-0.9%	-0.6%	-10.4%	8.2%	-7.4%	10.0%	-3.2%
聚阳实业 (成衣)	营收(亿新台币)	99	77	89	24	25	28	28	37	24
	营收yoy	15.3%	-0.1%	-15.1%	5.8%	-8.3%	3.2%	-9.2%	-8.9%	-28.2%
	环比	13.3%	-22.5%	15.6%	-31.5%	5.3%	14.0%	-2.0%	34.7%	-36.9%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、代工商龙头订单能见度改善

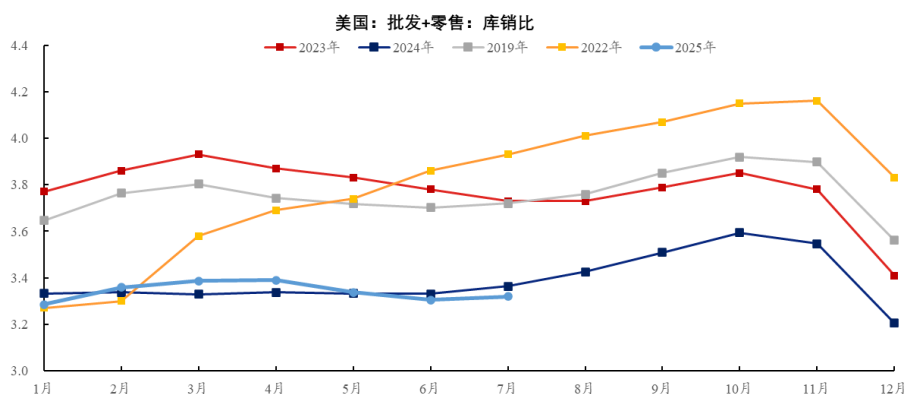
类别	公司	新扩客户情况
成衣	儒鸿	订单能见度 6 个月，没有下修订单情况，部分客户开始谈明年 1-2 月订单
	聚阳	订单能见度已达年底，Q3 末开始美国品牌商开始针对核心供应商追单
	广越	客户订单稳定无流失，新客户导入逐步放量，搭配 Q3 传统旺季推升出货，全年营收（美元计价）可望年增逾 20%
鞋	志强	订单能见度达年底，Q4 收入重回正增长

数据来源：经济日报、MoneyDJ 理财网，兴业证券经济与金融研究院整理

美国纺服整体库销比处于历史低位水平，整体库存水平健康。考虑到美国需求放缓、且下半年面临涨价压力，美国需求的不确定性增加，多数品牌客户撤回全年指引或下调指引，本轮补库弹性偏弱。

- 面对关税压力，品牌方主要通过产地多元化、供应商及零售商共担、产品涨价、企业自身运营提效等方式消化压力。品牌方为减小影响，纷纷提前发货美国产品，导致 Q2 期末库存额均有明显增加，尤其是北美市场压力最大。同时，大部分纺服品牌均规划通过涨价来消化关税成本压力，较早的如 Nike 已于 6 月便启动涨价。今年以来本身北美纺服消费需求放缓，叠加下半年各品牌涨价对需求的进一步压力，中期看美国需求不确定性较强，本轮补库弹性偏弱。各品牌方给指引态度维持谨慎态度。

图26、美国纺服库销比处于历史同期低位水平



数据来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图27、品牌客户应对关税举措

	涨价	与供应商共同承担成本	优化供应链产能分布
Nike	25.6涨价	√	√
Adidas	考虑涨价	√	√
Lululemon	加拿大25.6-7月开始涨价	√	√
PUMA	25Q4涨价	√	√
Deckers	25.7涨价	√	√
Amer Sports	√	√	√
On	25.7涨价	√	√
VF集团	考虑涨价	√	√
拉夫劳伦	25秋季和26春涨价幅度增加	√	√
迅销	最早25秋冬	×	√
GAP	×	×	√

数据来源：公司公告、新浪财经、中国皮革协会、雅虎财经、工商时报、第一财经，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、品牌客户表现分化，态度谨慎

公司	2025年指引
Amer Sports	2025年：收入yoy+20-21%（上调） ——技术服装部门：+22至25% ——户外服装部门：+22至25% ——球类及球拍运动部门：+7至9%
On	2025年收入货币中性yoy+31%以上（上调）
Lululemon	FY2026（2025.2-2026.1）收入货币中性yoy+2-4%（下调）
Adidas	2025年收入货币中性yoy+高单位数，其中Adidas品牌+双位数（维持）
PUMA	2025年收入货币中性yoy-低双位数（下调）
拉夫劳伦	FY2026（2025.4-2026.3）收入货币中性yoy+低单至中单（上调）
迪克体育	FY2026（2025.2-2026.1）可比收入yoy+2-3.5%（上调）
哥伦比亚服装	2025年收入yoy-1%至+1%（下调）
迅销	FY2026（2025.9-2026.8）收入yoy+10.3%
Levi's	FY25（2024.12-2025.11）收入不变汇率计同比+3%（上调）
ANF	2025年收入yoy+5-7%（上调）
AEO	2025年可比收入同比持平（此前撤回全年指引）
Nike、斯凯奇、安德玛、Deckers、Crocs考虑关税带来的不确定性，未给/撤回全年指引	

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图29、品牌客户 Q2 囤货

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2
库存同比增速										
Nike	15.7%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%	0.0%	-2.4%	-0.4%
Adidas	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%	10.3%	14.6%	16.0%
斯凯奇	3.6%	-5.0%	-22.3%	-16.1%	-9.4%	1.9%	23.5%	25.8%	30.7%	23.6%
Lululemon	23.9%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-14.9%	-14.0%	8.3%	9.0%	22.8%	20.5%
PUMA	30.1%	12.6%	-13.8%	-17.0%	-17.5%	-10.3%	1.9%	4.4%	16.5%	9.7%
Deckers Outdoor	5.1%	11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%	7.0%	4.4%	12.8%
On	78.3%	52.3%	46.5%	21.9%	-21.5%	-7.9%	-17.8%	17.6%	11.5%	-10.2%
VF集团	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%	-16.1%	-16.5%	-7.9%	4.0%
安德玛	43.8%	38.4%	5.9%	-9.3%	-19.2%	-15.2%	-3.3%	-0.3%	-1.3%	2.0%
拉夫劳伦	9.6%	0.8%	-5.2%	-14.8%	-15.8%	-12.5%	-5.6%	-5.4%	5.3%	18.0%
迅销	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%	5.6%	10.9%	10.9%

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

传统运动品牌龙头 Adidas 经营稳步恢复，Nike 期待困境反转、PUMA 和 Under Armour 由于关税影响预计品牌调整期将需要更长时间；新兴专业运动品牌 Hoka、On、亚瑟士、New Balance、Brooks 抓住细分赛道机遇，规模快速扩张。品牌客户普遍对下半年和明年年初新品规划展望积极。

1) Nike 战略重回正轨，批发订单延续正增长，期待品牌势能反转。Nike 处于战略调整期，带来的财务压力最大的季度 FY25Q4 低点已过，FY26Q1 业绩表现超预期，全球收入同比恢复正增长，目前 AJ1 和 AF1 销量恢复稳定，仅 DUNK 系列预计 FY2026 仍将重点去库存，正将去库存渠道集中转移至线下工厂店，以尽快恢复全价销售环境。目前公司整体去库存进度符合预期，维持此前的去库存时间表，预计 FY26H1 将完成库存清理。Nike 未来产品线开发将重新聚焦专业性，并将加大力度拓展户外和女性品类，FY26H2 将有规模化新品上市，2026 自然年春季订单延续正增长。

2) Adidas 经营势头持续回暖，产品矩阵发展规划有条不紊。近两年核心鞋型战略大获成功，运动时尚品类驱动 Adidas 品牌稳步回暖，2024 年业绩超预期，并完成全部 Yeezy 库存清理。上半年公司业绩表现继续超预期，考虑关税的不确定性，公司维持此前指引 2025 年全年 Adidas 品牌同比增长双位数水平。公司全年批发订单维持强劲，并无订单取消，下半年将加大力度建设产品矩阵（①经典系列 Low Profile 逐月增加供应、H2 加大力度推出 Superstar、Stam Smith；②生活方式跑鞋 Evo SL 已取得不错反响，SL72 等鞋型放量可期；③生活方式足球鞋：海外出现足球鞋休闲化的流行趋势，公司计划借势明年世界杯加大推广力度）。

3) 迅销集团 2026 财年指引超预期。日本优衣库表现持续超预期，开拓欧美市场顺利，除大中华区以外，其他国际市场优衣库收入表现均符合预期，FY25 日本优衣库/大中华区优衣库/北美优衣库/欧洲优衣库收入同比+10%/-4%/+25%/+34%，公司 FY2026（截至 2026.8）指引收入同比增长 10.3%。

4) Lululemon 下调全年指引，加大新品推出力度。公司下调指引 FY2026 收入同比增速至 2-4%，核心商品热度下滑，新款式市场反馈很好，包括 2024 年底推出的女士休闲裤 DayDrift、2025 年 5 月推出的无缝版的 No-Line Align 系列等，FY2026 会继续加大产品推新力度，扩充偏休闲品类，自然年 2026 年春季新款式占比将进一步提升。

5) On 处于高速成长期，2025 年以来业绩持续超预期，25Q1/Q2 剔除汇率因素影响的收入同比增长 41%/38%，DTC 渠道驱动增长，终端需求强劲，盈利能力持续改善。On 以跑步为核心基本盘，正逐步向越野、网球和训练领域拓展，并加大服装品类拓展力度。公司已启动涨价应对关税压力，秋冬季订单需求保持强劲，公司上调 FY2026 指引，预计全年收入货币中性同比增长 31%以上。

6) Deckers:

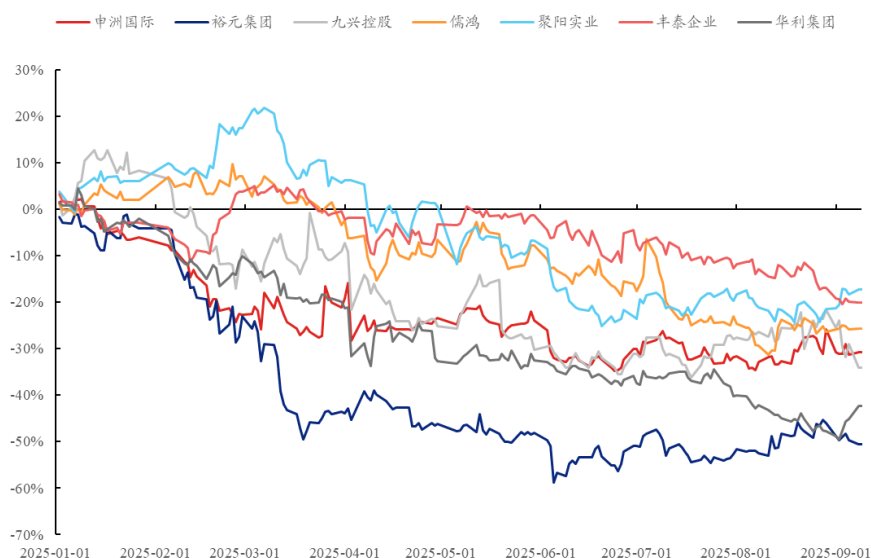
~UGG 全球品牌热度持续，DTC 和批发共同驱动 FY2025 表现优于预期。UGG 持续拓展四季化品类布局，男士品类、凉鞋、木屐、运动鞋等新品类均取得销售佳绩，亦是未来发展的重要品类。

~Hoka 产品创新信心增强，同样处于高速成长期，FY2025 HOKA 收入同比增长 24%，FY2025 品牌成功将产品价格带上探至 200 美元以上，公司对 FY2026 创新性产品展望乐观。目前已完成 Bondi 和 Clifton 的旧款清库存，仅有 Arahi 还有

部分库存需要处理，但 Arahi 新款上市后订单反馈并未受到去库存影响，市场销售反馈不错，HOKA 规划将在下半年及明年年初将其余前六大产品系列进行升级迭代，管理层对于产品线的信心增强。

品牌客户的不确定性压制纺织制造板块估值，普遍已来到历史底部估值区间。

图30、2025 年以来代工龙头股价几无超额收益，估值来到底部位置



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：图中数据为相对大盘指数的相对收益率，申洲国际、裕元集团、九兴控股比较基准为恒生指数，儒鸿、聚阳实业、丰泰企业比较基准为台湾加权指数，华利集团比较基准为上证指数，收益率基期为 2024.12.28

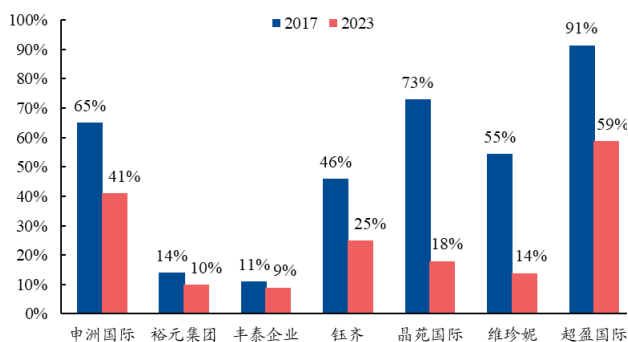
长期视角来看，关税落地，品牌商正恢复稳定采购，我们估计长期布局仍将偏好抗风险能力强、具备强快反能力的优质产能，全球化布局、且具备垂直一体化产业链的纺织服装代工龙头仍将享受份额的持续提升。下半年订单能见度逐步恢复，加征关税之下品牌趋向于在不同制造商、产地之间进行产能调配，预计弱盈利和竞争力的尾部厂商份额趋降。

- **宏观视角**，东盟&南亚依赖进口中国纺织品，中国依赖其制造低成本优势，三者作为产业链整体互相依赖，2023 年共同贡献美国 71%和 74%的服装和鞋子进口，体量庞大到中短期难以被替代，这部分也并非美国重点关注的产业回流。
- **微观视角**，纺织代工龙头产能基本均已完成去中国化的全球布局。经过上一轮贸易摩擦，龙头企业已经调整了产能配置、并进行效率提升、技术进步、

甚至原材料本地化供应。申洲等头部纺织制造企业已基本完成产能配置的调整，中国的产能针对国内客户及无关税风险的日本等地，欧美客户的产能早已转移至越南、印尼等东南亚国家，产能是相对安全的，仍是品牌客户眼中的优质稀缺资源。中国还有不到三成的鞋服产能不是安全产能（中国直接出口美国），这部分才是严重受制于贸易摩擦的。

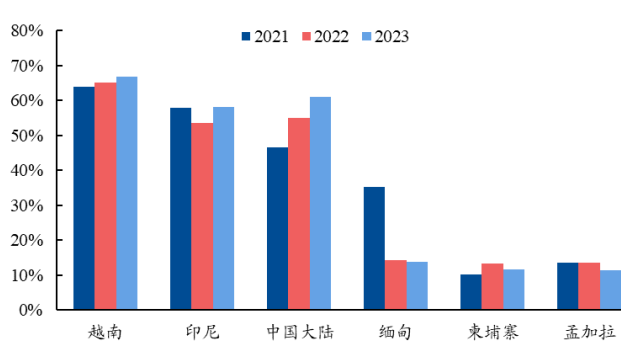
- **龙头企业增客户的节奏依旧稳定，部分企业产能投产节奏有所放缓。**头部代工企业仍持续新增头部品牌客户，增长动力来自新兴品牌客户的强劲需求（New Balance、On、Hoka 等）以及受益于传统客户需求的恢复（Adidas、迅销、Puma 等），优质产能供不应求，龙头今年普遍均规划产能扩充，建设进度基本符合计划，但投产进度视关税政策而定。
- **代工龙头此前反馈需承担的关税成本在低至中单位数水平，运动品牌的代工压力更小，优质代工龙头具备强议价能力，即使需要共同分担关税成本对代工龙头利润影响亦是有限。**此前在中国加征 30% 关税、其他国家加征 10% 关税的假设下，部分代工反馈需承担低至中单位数占比的关税成本。运动品牌客户因为其产品的加价倍率高于休闲类产品，对供应商要求承担关税成本的诉求并不强，因此对应供应商承担的压力更小。

图31、代工商国内产能占比在贸易战后明显下降



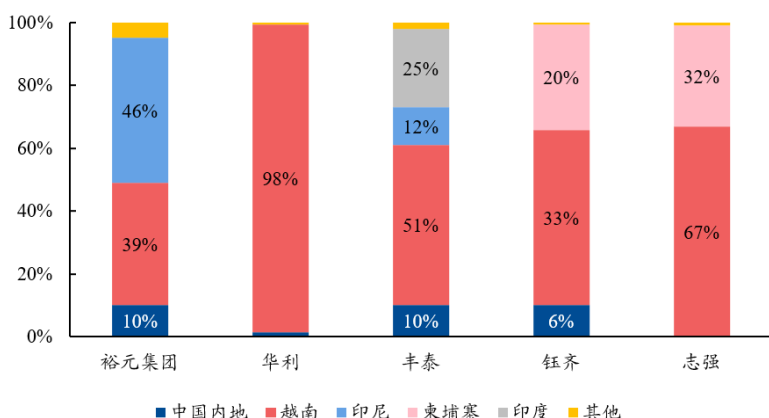
数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：丰泰为产能占比；钰齐为生产地收入占比；其余为员工人数占比

图32、裕元于越南、印尼提高原料当地采购占比



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、代工龙头产能布局



数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：根据员工人数测算

表2、全球化布局的纺织制造龙头持续新扩客户

类别	公司	新扩客户情况
成衣	申洲国际	2024 年新增 Lacoste 法国鳄鱼新客户
	广越	2024 年新增 FILA 和 Salomon，公司预计 2025 年至少新增 2 个客户
鞋	来亿集团	2025 年 1 月开始新增为 New Balance 供货
	钰齐国际	2024 年新增 5 家客户，2025 年预计新增 5-6 家客户

数据来源：工商时报、巨亨网、MoneyDJ 理财网、21 财经、公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、对等关税基本落地前，纺织制造龙头普遍表示最多需共同承担 5%以下的关税成本

类别	公司	新扩客户情况
成衣	聚阳	2025 年 7 月开始，承担约 3%关税成本
	儒鸿	6 月开始帮助承担约 2-3%关税成本，8 月开始新产品大概率能成功转嫁关税成本
	广越	宽限期内协商分摊约 2%关税成本
	光隆	多数美国客户自行吸收关税成本，仅少数品牌要求供应链共同承担，公司采取协调方式配合
鞋	来亿	与部分客户已谈妥，最多承担 5%关税成本
	志强	四个头部客户，仅有一个客户谈及关税分担问题，但因公司已针对该客户新扩产能，因此目前无需分担关税

数据来源：经济日报、工商时报、Yahoo、联合新闻网、MoneyDJ 理财网，兴业证券经济与金融研究院整理

注：标蓝为对等关税基本落地后公司最新表述

● 推荐公司：【申洲国际】

申洲国际：增长稳健、估值底部位置

头部客户和申洲合作关系稳固，核心客户份额持续提升。申洲独有的“面料+成衣+周边配套”的生产基地一体化程度高，规模（量）和创新（价）是申洲的核心优势，头部客户和申洲合作关系稳固。订单增速均高于品牌客户自身收入增长，优

衣库&Adidas 订单增长动能稳健,25H1 来自 Nike 和 PUMA 的收入同比均恢复正增长,分别录得 6%和 15%的增速,运营调整期对申洲影响相对有限,申洲仍在稳步取得核心客户份额进一步提升。此外,申洲近两年积极开拓新客户,包括国产品牌安踏、李宁、特步,国际新品牌 Lululemon、Ralph Lauren、Lacoste,均贡献快速发展的增量贡献。

海外产能稳步扩张,印尼产能投产延迟。25H1 员工人数环比增加 8240 人。1)柬埔寨新建成衣厂已于 3 月投产,已聘用员工约 4 千名;2)越南第二面料工厂大部分土建已接近完工,预计 2025 年底前投产;3)宁波刚建成新织布工厂,并将对部分织布设备进行更新;宁波制衣工厂完成全面维修翻新,并对部分制衣工厂的流水线进行整合、重排;安徽成衣基地将通过更新改造,来提升生产的自动化水平。

人力成本上涨影响公司毛利率修复阶段性承压,但长期视角下,申洲作为全球成衣代工龙头,具备全球化产能布局&垂直一体化的快反供应能力,核心竞争力稳固,能持续享受老客户的份额提升和拓展新客户,增长稳健。同时公司积极调整产品结构,谋求更高附加值订单,随着海外产能爬坡&产品结构的调整,利润率将稳步修复。我们预计公司 25/26/27 年归母净利分别为 65.24/73.77/81.92 亿元,同比分别+4.5%/+13.1%/+11.1%,10 月 15 日收盘价对应 2025 年潜在股息率为 4.7%,估值处于历史底部区间,“买入”评级。

表4、申洲国际主要盈利预测

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	28,663	32,102	35,634	39,553
同比增长(%)	14.8	12.0	11.0	11.0
归母净利润(百万元)	6,241	6,524	7,377	8,192
同比增长(%)	36.9	4.5	13.1	11.1
毛利率(%)	28.1	27.3	28.7	29.0
净资产收益率(%)	17.4	17.0	17.8	18.3
基本每股收益(元)	4.15	4.34	4.91	5.45

数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

三、风险提示

- 1) **全球贸易政策变动风险**: 美国政府政策走向存在不确定性, 可能影响需求及成本;
- 2) **订单需求不及预期**: 前四大客户中 Nike 和 PUMA 均处于经营调整期, 订单需求存在不及预期的风险;
- 3) **劳动力短缺及成本上升**: 公司持续扩张产能, 招工进度可能不及预期, 以及公司定期上调员工薪资, 影响劳动力成本上升;
- 4) **原材料价格变动**: 公司定价采用成本加成模式, 但原材料价格传导存在时滞。

附表
资产负债表

单位:百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	38,572	38,702	41,680	43,925
存货	6,885	7,367	8,020	8,864
应收账款及票据	6,151	6,258	6,946	7,710
其他应收款项	485	485	485	485
按公允价值计量的金融资产	1,304	1,304	1,304	1,304
银行存款及现金	23,746	23,287	24,924	25,560
非流动资产	14,536	16,896	17,155	18,179
物业、厂房和设备	10,763	13,123	13,382	14,406
使用权资产	1,939	1,939	1,939	1,939
无形资产	132	132	132	132
长期定期存款	1,166	1,166	1,166	1,166
于联营公司之投资	15	15	15	15
递延税项资产	113	113	113	113
资产总计	53,108	55,597	58,834	62,104
流动负债	16,826	16,706	16,992	16,985
应付账款及票据	1,493	1,373	1,659	1,652
其他应付款项及应计款项	1,695	1,695	1,695	1,695
计息银行及其他借贷	12,819	12,819	12,819	12,819
租赁负债	47	47	47	47
应付税款	753	753	753	753
非流动负债	429	429	429	429
租赁负债	67	67	67	67
递延税项负债	362	362	362	362
负债总计	17,255	17,135	17,421	17,414
公司权益持有人应占权益	35,853	38,463	41,413	44,690
股东权益合计	35,853	38,463	41,413	44,690
负债及权益合计	53,108	55,597	58,834	62,104

现金流量表

单位:百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
除所得税前利润	7,164	7,456	8,430	9,363
经营所产生的现金净额	7,338	8,681	9,513	10,056
经营活动产生现金流量	5,273	7,749	8,459	8,886
投资活动产生现金流量	-3,469	-4,293	-2,397	-3,334
融资活动产生现金流量	-2,651	-3,915	-4,426	-4,915
期初现金	11,596	10,869	10,410	12,047
期末现金	10,869	10,410	12,047	12,684

数据来源: wind、兴业证券经济与金融研究院

注: 每股收益按照最新股本摊薄计算

利润表

单位:百万元人民币

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	28,663	32,102	35,634	39,553
营业成本	-20,608	-23,339	-25,407	-28,083
毛利润	8,055	8,764	10,227	11,471
其他收入及收益	1,235	1,388	1,311	1,303
销售及分销成本	-276	-309	-343	-381
行政开支	-1,938	-2,171	-2,410	-2,675
其他开支	459	139	-	-
营业利润	7,534	7,811	8,785	9,717
融资成本	-375	-359	-359	-359
应占联营公司损益	5	4	4	4
除所得税前利润	7,164	7,456	8,430	9,363
所得税开支	-923	-932	-1,054	-1,170
期内利润	6,241	6,524	7,377	8,192
归母净利润	6,241	6,524	7,377	8,192

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性(%)				
营业收入增长率	14.8	12.0	11.0	11.0
毛利润增长率	32.9	8.8	16.7	12.2
归母净利润增长率	36.9	4.5	13.1	11.1
盈利能力(%)				
毛利率	28.1	27.3	28.7	29.0
净利率	21.8	20.3	20.7	20.7
ROE	17.4	17.0	17.8	18.3
偿债能力(%)				
资产负债率	32.5	30.8	29.6	28.0
营运能力(次)				
资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	5.1	5.2	5.4	5.4
每股资料(元)				
每股收益	4.15	4.34	4.91	5.45
每股经营现金	3.5	5.2	5.6	5.9
每股净资产	23.9	25.6	27.5	29.7
估值比率(倍)				
PE	13.6	12.9	11.4	10.2
PB	2.4	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	6.5	6.2	5.3	4.8
股息率	4.4%	4.7%	5.3%	5.9%

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与广西交通投资集团有限公司、中港投资有限公司、中华人民共和国广东省深圳市人民政府、紫金黄金国际有限公司、紫金矿业集团股份有限公司、泰兴市润嘉控股有限公司、河南中豫信用增进有限公司、南阳城投控股有限公司、稠州国际投资有限公司、创兴银行有限公司、义乌市国有资本运营有限公司、天长市农业发展有限公司、绍兴市上虞区国有资本投资运营有限公司、正定县国有资产控股运营集团有限公司、重庆三峡融资担保集团股份有限公司、中华人民共和国广东省人民政府、土耳其主权基金、铜陵市国有资本运营控股集团有限公司、徽商银行、运城发展投资集团有限公司、滨州智慧城市运营有限公司、青岛北岸控股集团有限责任公司、青岛动车小镇投资集团有限公司、历城国际发展有限公司、郑州城市发展集团有限公司、济南历城控股集团有限公司、宿州市城市建设投资集团（控股）有限公司、北京讯众通信技术股份有限公司、安井食品集团股份有限公司、拨康视云制药有限公司、黄山旅游集团有限公司、周六福珠宝股份有限公司、新琪安集团股份有限公司、山东明水国开发展集团有限公司、湖州吴兴人才产业投资发展集团有限公司、江苏正力新能电池技术股份有限公司、印象大红袍股份有限公司、脑动极光医疗科技有限公司、Guangxi Communications Investment Group Corporation Ltd.、Sino Trendy Investment Limited、SHENZHEN MUNICIPAL PEOPLE'S GOVERNMENT OF GUANGDONG PROVINCE OF THE PEOPLE'S REPUBLIC OF CHINA、ZIJIN GOLD INTERNATIONAL COMPANY LIMITED、Zijin Mining Group Co., Ltd.、Taixing Runjia Holdings Ltd.、CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED、Chong Hing Bank Limited、YIWU STATE-OWNED CAPITAL OPERATION CO., LTD.、TIANCHANG AGRICULTURAL DEVELOPMENT CO., LTD.、Shaoxing Shangyu State-owned Capital Investment and Operation Co. Ltd.、ZHENGDDING STATE-OWNED ASSETS HOLDING AND OPERATING GROUP CO., LTD.、CHONGQING SAN XIA FINANCING GUARANTEE GROUP CO., LTD.、People's Government of Guangdong Province of the People's Republic of China、Turkey Wealth Fund、Tongling State-owned Capital Operation Holding Group Company Limited、Huishang Bank Corporation Limited、Yuncheng Development Investment Group Co., Ltd.、BINZHOU SMART CITY OPERATION CO., LTD.、QINGDAO BEI'AN HOLDING GROUP CO., LTD.、QINGDAO BULLET TRAIN TOWN INVESTMENT GROUP CO., LTD.、LICHENG INTERNATIONAL DEVELOPMENT CO., LTD.、ZHENGZHOU URBAN DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、JINAN LICHENG HOLDING GROUP CO., LTD.、Suzhou City Construction Investment Group (Holding) Co., Ltd.、BEIJING XUNZHONG COMMUNICATION TECHNOLOGY CO., LTD.、ANJOY FOODS GROUP CO., LTD.、Cloudbreak Pharma Inc.、Huangshan Tourism Group Co., Ltd.、Zhou Liu Fu Jewellery Co., Ltd.、NEWTREND GROUP HOLDING CO., LTD.、SHANDONG MINGSHUI GUOKAI DEVELOPMENT GROUP CO., LTD.、Wu xing Industry Investment Hu sheng Company Limited、Huzhou Wuxing Industrial Investment Development Group Co., Ltd.、Jiangsu Zenergy Battery Technologies Group Co., Ltd.、Qingdao North Shore Holding Group Co., Ltd.、Impression Dahongpao Co., Ltd.、BrainAurora Medical Technology Limited 有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海

地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层

邮编：200135

邮箱：research@xyzq.com.cn

深 圳

地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼

邮编：518035

邮箱：research@xyzq.com.cn

北 京

地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元

邮编：100020

邮箱：research@xyzq.com.cn

香 港（兴证国际）

地址：香港德辅道中199号无限极广场32楼全层

邮编：518035

邮箱：ir@xyzq.com.hk