申洲国际（02313.HK）

坚定长期主义，需求边际改善，龙头优势凸显

公司是亚洲最大一体化针织服饰制造商之一，基本面扎实，本篇深度报告从供需边际变化以及长期核心竞争力角度切入，对公司进行梳理和展望：

近期核心客户趋势向好，有望带动 2025~2026 年公司收入 CAGR 超过 10%。1）分客户：近期 Nike 经营情况环比改善，北美地区库存已经恢复正常，我们判断合作伙伴拿货意愿良好，估计公司对应订单在 2026 年有望恢复健康增长；迅销集团（指引 FY2026 收入增长 10.3%）、Adidas 表现持续亮眼（各地区业务均健康增长），我们判断公司对应相关订单增速强劲；PUMA 仍在调整中，估计短期订单平稳为主；其他客户订单体量估计健康增长、中长期具备发展空间。2）分品类：2025 年休闲品类快速增长，考虑 2026 年冬奥会及世界杯等赛事，估计公司 2026 年运动品类订单增速有望加快、休闲类产品占比或较 2025 年下降。

过去公司坚定投入长期资产建设，一体化产业链具备稀缺性，市占率有望提升。过去行业需求及客户订单存在波动，但公司始终坚持长期资产建设、稳步扩张产能。我们判断 2026 年伴随着核心客户订单的修复，公司有望步入产能驱动增长、工厂利用率饱和、订单结构优化带来盈利质量优化的阶段。1）2024 年末公司员工达到 10.3 万人，同比增长 12%；2025H1 末达到 11 万人，同比增长 9%，我们判断过去数年内成衣工厂招聘员工带来的产能提升、产量释放将在 2026 年继续体现。2）中长期来看，公司坚持海外产能扩张，并完善独立一体化产业链建设，目前越南+柬埔寨成衣产能占比估计超过 50%、预计持续提升，后续有望丰富国际化布局、业务进军印尼，为份额提升进一步打开市场空间；国内产能主要匹配国内及亚洲市场需求，以研发、效率、速度为核心竞争优势。

行业层面：运动品类持续成长，功能性服饰需求良好，公司有望持续享受赛道红利。公司大部分客户为运动赛道龙头品牌商（如核心客户中的 Nike、Adidas、Puma，以及其他客户中的安踏、李宁、Lululemon、特步等）。1）我们判断未来全球及中国的运动品类仍然能够享受渗透率提升带来的赛道成长机会，进而有希望为公司中长期订单需求的增长提供支持。2）与此同时，由于运动服饰对于透气性、速干、回弹、保暖及防护等功能性要求相对较高，以申洲国际为代表的一体化服饰制造商有希望凭借优越的面料开发能力与客户共创产品，进而增强合作关系与竞争优势。

盈利预测。1）我们估计 2025Q3 以来公司出货稳健增长，2026 年核心客户经营情况向好，我们综合预计 2025~2027 年公司收入分别有望达到 316.1/351.5/390.7 亿元，同比分别+10.3%/+11.2%/+11.1%。2）毛利率：考虑公司新增员工效率有望持续提升，我们判断前期基层员工涨薪带来的成本增加有望陆续得到消化，综合估计 2025~2027 年毛利率分别为 27.4%/28.2%/28.3%。3）净利率：我们估计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 64.7/74.5/82.9 亿元，同比分别+4%/+15%/+11%，归母净利率分别为 20.5%/21.2%/21.2%。

投资建议。过去数年内公司股价表现与 Nike 公司相仿，但 2025Q2 以来表现有所分化（我们判断美国关税政策变化影响 Nike 美国市场业务及业绩预期，申洲作为上游制造商所受影响相对较小）。伴随核心客户订单需求恢复正常，我们判断公司 2026 年有望进入产能供不应求、收入健康增长、盈利质量上行的阶段，估值具备提升空间。目前公司股价对应 2026 年 PE 为 12.4 倍，我们认为对应合理 PE 约为 15 倍，对应空间约 20%，维持“买入”评级。

风险提示：大客户订单波动风险；新客户拓展不及预期风险；海外产能扩张不及预期风险；利率及外汇波动风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,970	28,663	31,608	35,148	39,065
增长率 yoy（%）	-10.1	14.8	10.3	11.2	11.1
归母净利润（百万元）	4,557	6,241	6,473	7,453	8,293
增长率 yoy（%）	-0.1	36.9	3.7	15.1	11.3
EPS 最新摊薄（元/股）	3.03	4.15	4.31	4.96	5.52
净资产收益率（%）	13.9	17.4	16.1	15.7	14.9
P/E（倍）	20.3	14.8	14.3	12.4	11.1
P/B（倍）	2.8	2.6	2.3	1.9	1.7

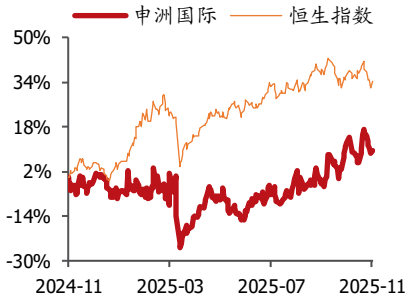
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 11 月 24 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
11 月 24 日收盘价（港元）	67.50
总市值（百万港元）	101,467.51
总股本（百万股）	1,503.22
其中自由流通股（%）	100.00
30 日日均成交量（百万股）	6.47

股价走势



作者

分析师 杨莹
执业证书编号：S0680520070003
邮箱：yangying1@gszq.com
分析师 侯子夜
执业证书编号：S0680523080004
邮箱：houziye@gszq.com
分析师 王佳伟
执业证书编号：S0680524060004
邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

1、《申洲国际（02313.HK）：2025H1 收入增长超预期，核心客户份额提升》 2025-08-28
2、《申洲国际（02313.HK）：销量持续快速增长，盈利表现符合预期》 2025-03-26
3、《申洲国际（02313.HK）：2024H2 销量驱动增长，期待 2025 订单良好表现》 2024-12-18

财务报表和主要财务比率

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	42,391	49,551	57,639
现金	11,596	10,869	12,680	17,708	23,416
应收票据及应收账款	5,027	6,153	6,785	7,545	8,385
其他应收款	441	485	534	594	660
预付账款	0	0	0	0	0
存货	6,125	6,885	7,664	8,428	9,354
其他流动资产	5,290	14,181	14,728	15,276	15,823
非流动资产	20,132	14,536	16,865	18,785	20,687
长期投资	6,656	1,166	2,397	3,628	4,859
固定资产	10,931	10,763	11,353	11,926	12,481
无形资产	274	230	253	275	295
其他非流动资产	2,271	2,377	2,862	2,957	3,052
资产总计	48,611	53,108	59,256	68,337	78,326
流动负债	13,384	16,826	18,561	20,344	22,196
短期借款	10,204	12,819	14,126	15,433	16,740
应付票据及应付账款	1,202	1,493	1,662	1,828	2,028
其他流动负债	1,979	2,515	2,773	3,084	3,427
非流动负债	2,359	429	415	415	415
长期借款	1,900	0	0	0	0
其他非流动负债	459	429	415	415	415
负债合计	15,744	17,255	18,976	20,760	22,612
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	151	151	151	151	151
资本公积	32,344	35,398	39,825	47,122	55,259
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	32,867	35,853	40,280	47,577	55,714
负债和股东权益	48,611	53,108	59,256	68,337	78,326

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	4,883	5,703	6,263
净利润	4,557	6,241	6,473	7,453	8,293
折旧摊销	1,474	1,522	357	377	395
利息费用	346	375	202	222	241
投资损失	13	5	6	6	7
营运资金变动	259	-1,562	-1,034	-1,109	-1,289
其他经营现金流	-1,422	-1,308	-1,121	-1,246	-1,385
投资活动现金流	-1,380	-3,469	-2,132	-1,604	-1,466
资本支出	-1,091	-1,876	-971	-971	-971
长期投资	-3,714	5,490	-1,231	-1,231	-1,231
其他投资现金流	3,425	-7,083	70	598	736
筹资活动现金流	333	-2,651	-785	1,086	1,066
短期借款	3,006	2,615	1,307	1,307	1,307
长期借款	-100	-1,900	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2,105	3,054	4,427	7,297	8,137
其他筹资现金流	-4,678	-6,420	-6,519	-7,519	-8,379
现金净增加额	4,227	-728	1,811	5,029	5,707

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,970	28,663	31,608	35,148	39,065
营业成本	18,910	20,608	22,939	25,227	27,999
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	164	276	305	339	377
管理费用	1,881	1,938	2,390	2,553	2,837
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-433	-700	-341	-285	-290
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	535	618	566	726	839
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	13	5	6	6	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,014	5,840	5,974	7,030	7,852
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	4,996	7,164	7,430	8,555	9,520
所得税	438	923	958	1,103	1,227
净利润	4,557	6,241	6,473	7,453	8,293
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,557	6,241	6,473	7,453	8,293
EBITDA	6,037	7,985	7,446	8,646	9,626
EPS（元/股）	3.03	4.15	4.31	4.96	5.52

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	10.3	11.2	11.1
营业利润(%)	1.2	45.5	2.3	17.7	11.7
归属母公司净利润(%)	-0.1	36.9	3.7	15.1	11.3
获利能力					
毛利率(%)	24.3	28.1	27.4	28.2	28.3
归母净利率(%)		21.8	20.5	21.2	21.2
ROE(%)	13.9	17.4	16.1	15.7	14.9
ROIC(%)	9.3	11.6	11.4	11.4	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	32.4	32.5	32.0	30.4	28.9
净负债比率(%)	1.5	5.4	3.6	-4.8	-12.0
流动比率	2.1	2.3	2.3	2.4	2.6
速动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
应收账款周转率	5.0	5.1	4.9	4.9	4.9
应付账款周转率	17.7	15.3	14.5	14.5	14.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	3.03	4.15	4.31	4.96	5.52
每股经营现金流(最新摊薄)	3.48	3.51	3.25	3.79	4.17
每股净资产(最新摊薄)	21.86	23.85	26.80	31.65	37.06
估值比率					
P/E	20.3	14.8	14.3	12.4	11.1
P/B	2.8	2.6	2.3	1.9	1.7
EV/EBITDA	18.3	10.9	12.6	10.4	8.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所　注：股价为 2025 年 11 月 24 日收盘价

内容目录

1. 市值和近况：基本面边际改善，估值待提升 4
2. 订单：预计 2026 年客户需求稳健增长 6
2.1 客户层面：Adidas、迅销集团趋势继续向好，Nike 订单改善在即 6
2.2 行业层面：运动赛道持续成长，为中长期需求奠定基础 11
3. 产能：过去坚定进行产能扩张，市占率具备提升机会 13
3.1 短期：2026 年产能驱动增长，有望进入盈利质量上行阶段 13
3.2 长期：独立一体化产业链具备稀缺性，竞争优势持续增强 14
4. 盈利预测 17
风险提示 18

图表目录

图表 1: 2006/01/06-2025/11/21 公司总市值及 PE（NTM）（亿港元） 4
图表 2: 2006 年-2024 年公司主营收入、YOY 及净利率（亿元） 5
图表 3: 2023 年以来耐克及申洲国际涨跌幅对比 5
图表 4: 2019H1-2025H1 半年度营业收入及净利率（亿元） 5
图表 5: 申洲国际主要合作客户 6
图表 6: 2024 年公司分品类销售收入占比 7
图表 7: 2020-2025H1 公司分品类销售收入占比 7
图表 8: FY2023-FY2025 迅销集团营业收入及 YOY（十亿日元） 8
图表 9: FY2024-FY2025 优衣库分地区营业收入 YOY 8
图表 10: 2015-2025H1 第一大客户销售收入、YOY 及占比（亿元） 8
图表 11: FY2023-FY2026Q1 Nike 集团营收及 YOY（百万美元） 9
图表 12: FY2023-FY2026Q1 Nike 品牌分地区收入 YOY 9
图表 13: 2015-2025H1 第二大客户销售收入、YOY 及占比（亿元） 9
图表 14: 2023Q1-2025Q3 Adidas 集团单季度营收及 YOY（亿欧元） 10
图表 15: 2023Q1-2025Q3 Adidas 集团单季度归母净利润及归母净利率（亿欧元） 10
图表 16: 2015-2025H1 第三大客户销售收入、YOY 及占比（亿元） 10
图表 17: 2022Q1~2025Q3 Puma 营收及增速（百万欧元，%） 11
图表 18: 2022Q1~2025Q3 Puma 库存及增速（百万欧元，%） 11
图表 19: 2015-2025H1 第四大客户销售收入、YOY 及占比（亿元） 11
图表 20: 2020-2029E 中国运动装市场规模（十亿元） 12
图表 21: 2019-2029E 中国内地高性能户外服饰行业市场规模（十亿元） 12
图表 22: 2013-2024 年公司资本性支出（亿元） 13
图表 23: 2013-2024 年公司资本性支出/固定资产净值 13
图表 24: 2023 年以来公司坚持长期资产建设与产能扩张 14
图表 25: 2019H1-2025H1 公司半年度毛利率 14
图表 26: 2013-2024 年公司总员工数量及 YOY（人） 14
图表 27: 2022-2023 年公司成衣产出分地区占比 15
图表 28: 2013-2024 年公司总员工数量分地区占比 15
图表 29: 公司柬埔寨工厂稳步推进建设 15
图表 30: 中国制造业/越南国有部门/印尼制造业务人员工资（美元/月） 15
图表 31: 传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比 16
图表 32: 公司所研发部分面料及产品 16
图表 33: 2023-2027E 公司营业收入及盈利预测（百万元，万件，元/件） 17

1. 市值和近况：基本面边际改善，估值待提升

公司是针织服饰一体化制造龙头，与下游国际龙头品牌商绑定程度高，过去十数年内业绩稳健增长、市值一路提升。近 2~3 年来在行业及客户种种因素的影响下，股价表现波动较大，我们分阶段复盘公司经营情况及市值表现如下：

2021 年以前：作为服饰制造白马股，市值稳步上行。公司作为服饰制造行业龙头，业务规模稳健增长，盈利能力保持在高位，一体化、国际化产业链竞争优势及稳定性逐步得到业绩验证及市场认可，净利润及市盈率稳步上行，带动公司总市值成长，在高点（2021 年年中）曾略超 3000 亿港币，当时对应 PE（NTM）超过 35X。

2021H2~2024 年间：经营情况波动，估值表现震荡。公司先后经历海外工厂间歇停产导致的业绩低预期（2021H2 及 2022H1）、行业订单低迷导致的产能利用率不足（2022H2 及 2023 年）、补库需求下公司为基层员工提薪带来的毛利率修复缓慢（2024 年）。进入 2025 年以来公司收入及可比口径净利润恢复稳健增长，2025H1 公司收入同比+15%/归母净利润同比+8%，PE（NTM）在 10-15X 之间波动。

近期公司核心客户 Nike、迅销集团、Adidas 陆续发布季报或年报，利好信息及稳健增长的业绩预期驱动公司估值上行。目前 Nike 经营情况触底改善、北美地区库存已恢复健康；迅销集团 FY2025 年报超出预期，指引 FY2026 收入有望快速增长 10.3%；Adidas 利润表现超预期，多地区业务持续亮眼表现。由于多个核心客户趋势向好，公司订单稳健增长确定性增强、驱动估值提升。

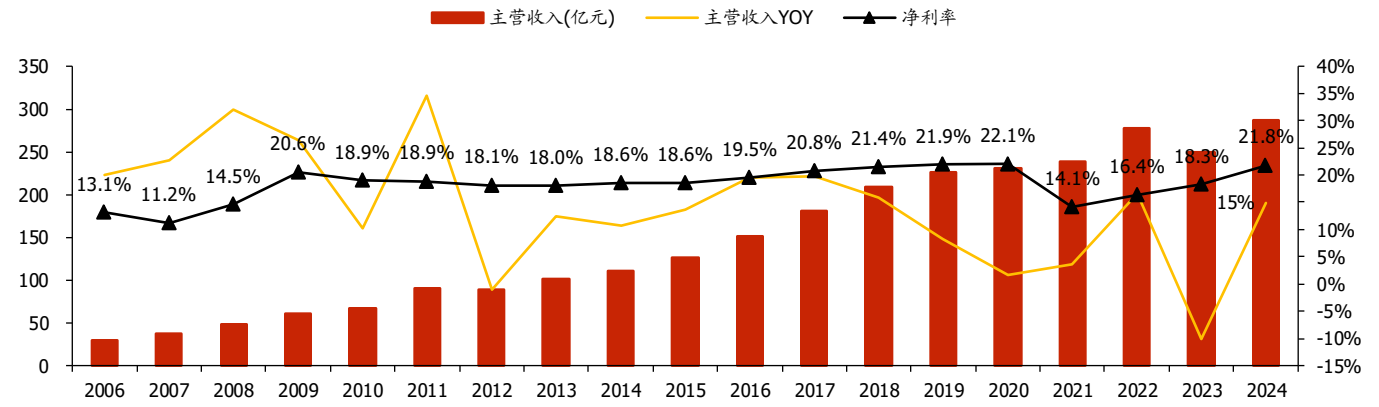
图表1：2006/01/06-2025/11/21 公司总市值及 PE（NTM）（亿港元）

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

财务方面展望：公司 2025 年收入快速增长，2026 年盈利质量预计进一步提升。1）2025H1 收入/归母净利润分别为 149.7/31.8 亿元，同比分别+15%/+8%，其中我们估计销量增长 14%/人民币单价略有增长；2025H1 毛利率为 27.1%（同比 2024H1 的 29.0%下降 1.9pct，环比 2024H2 的 27.4%略下降 0.3pct），我们判断主要系员工工资提升带来的成本增加仍在消化过程中；净利率同比-1.4pct 至 21.2%。2）我们判断 2025Q3 以来公司出货同比健康增长，2026 年在订单恢复、产能效率释放的共同带动下收入有望实现健康增长、毛利率有望继续向上修复，我们估计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 64.7/74.5/82.9 亿元，同比分别+4%/+15%/+11%，归母净利率分别为 20.5%/21.2%/21.2%。

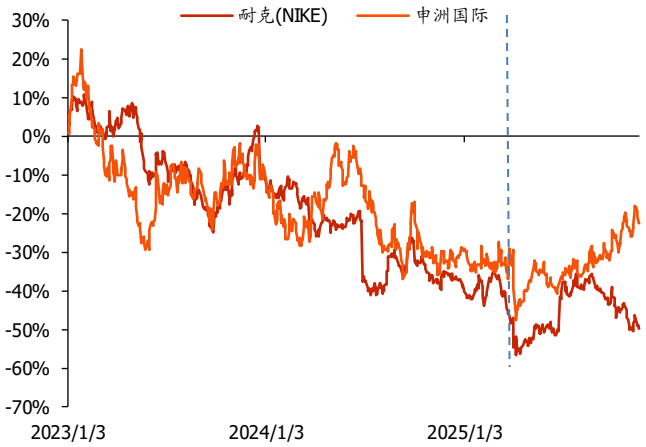
估值表现上：过去数年内公司股价表现与 Nike 公司趋势上相似，但 2025Q2 以来表现有所分化（我们判断美国关税政策变化影响 Nike 美国市场业务及业绩预期，申洲作为上游制造商所受影响相对较小）。我们判断伴随核心客户订单需求恢复正常，公司 2026 年有望进入产能供不应求、收入健康增长、盈利质量上行的阶段，PE 中枢有望回归 15X+。目前公司股价对应 2026 年 PE 为 12.4 倍，估值具备提升空间，我们认为对应合理 PE 约为 15 倍，对应空间约 20%。

图表2：2006 年-2024 年公司主营收入、YOY 及净利率（亿元）



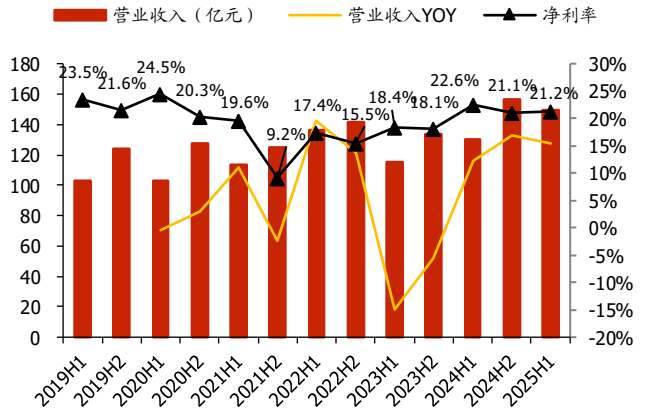
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表3：2023 年以来耐克及申洲国际涨跌幅对比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：2019H1-2025H1 半年度营业收入及净利率（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2. 订单：预计 2026 年客户需求稳健增长

2.1 客户层面：Adidas、迅销集团趋势继续向好，Nike 订单改善在即

近期公司主要客户迅销集团、Adidas 业务趋势良好，Nike 也有改善态势，有望综合带动公司收入在 2025~2026 年内实现超过 10%的复合增速。

- 公司过去始终立足于中高端服饰、面向全球国际市场的发展战略，主要客户包括迅销集团（Uniqlo）、Nike、Adidas、PUMA 等，多年来公司与核心客户维持着稳定、深度、长期的合作。2025H1 公司向前四大客户销售分别为 43.3/34.4/29.9/15.3 亿元，同比分别+27%/+6%/+28%/+15%，占比分别为 29%/23%/20%/10%。我们根据客户自身经营情况判断其中近期迅销集团、Adidas 表现持续超出预期，我们判断公司对应相关订单增速强劲；Nike 经营情况自底部改善，我们判断公司对应订单在 2026 年有望恢复健康增长。

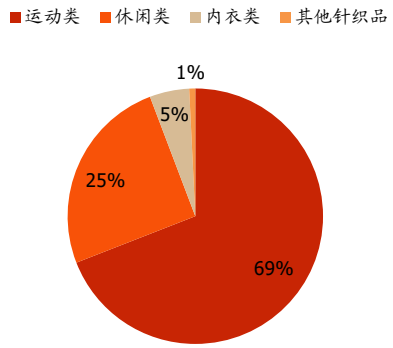
- 为保持中长期业务增长的持续性，公司近年来逐渐拓展国内及细分赛道新客户，包括安踏、李宁、特步、Lululemon 等，**目前其他客户订单体量虽不大、但中长期具备发展空间。**2025H1 公司向其他客户（非前四大的其他客户）销售收入实现 26.7 亿元，同比持平，占比 18%。

图表5：申洲国际主要合作客户

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

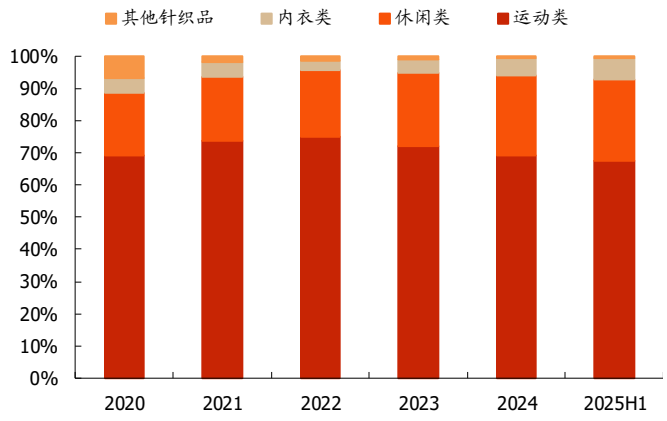
分品类来看：考虑过去核心客户中优衣库销售快速增长、Nike 短期表现承压，我们判断 2025 年休闲品类快速增长、占比有所提升。2025H1 公司运动/休闲/内衣/其他品类销售收入同比分别+10%/+37%/+4%/+6%，占比分别为 68%/25%/6%/1%。展望 2026 年，冬奥会及世界杯在即，同时 Nike 经营情况有望逐步环比改善，我们判断 2026 年公司运动品类订单销售增速有望加快、休闲类产品占比或较 2025 年有所下降。

图表6：2024 年公司分品类销售收入占比



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表7：2020-2025H1 公司分品类销售收入占比



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

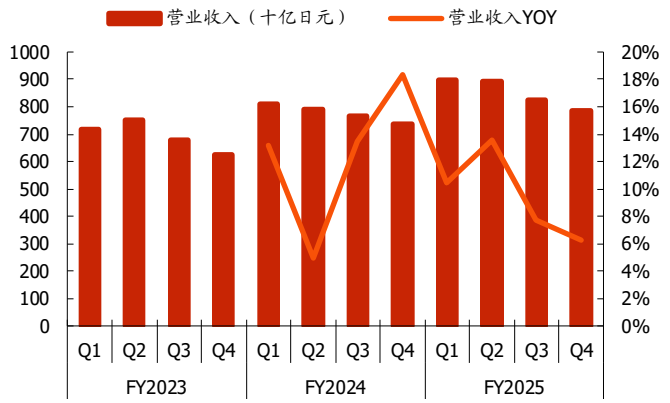
分客户来看：考虑客户经营改善周期的差异，我们估计：2025 年优衣库、Adidas 订单驱动公司收入增长，2026 年 Nike 订单预计迎来恢复、Adidas 趋势预计持续、优衣库订单增速或有放缓。

1、迅销集团：得益于品牌客户自身业务的开拓与发展，我们判断申洲国际与迅销集团（优衣库母公司）相关合作订单在 2025 年快速增长，预计 2026 年有望呈现健康增长态势。

- **迅销集团对于 FY2026 收入指引较好（预计增长 10.3%），目前大中华区也已有环比改善。**1）此前迅销集团发布 FY2025 年报，经营表现优异，营收同比增长 9.6%/归母净利润同比增长 16.4%。分地区来看，FY2025 日本优衣库收入同比增长 10.1%，大中华区收入同比下降 4%（大中华区业务结构改革持续推进，相关成果已经逐步显现），韩国、东南亚、印度及澳洲地区营收同比增长 14.6%，北美地区营收同比增长 24.5%，欧洲地区营收同比增长 33.6%。2）对于 FY2026 的营收展望迅销集团也给出良好指引：预计 FY2026 营收同比增长 10.3%。

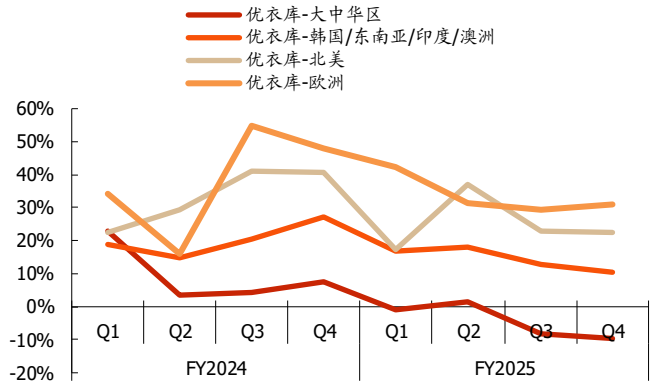
- **由于加强常青款备货+开拓欧美市场，迅销集团库存有所增加。**库存层面来看，截止 FY2025 期末迅销集团库存同比增长 8%至 5109 亿日元，主要系：1）增加日本优衣库常青款的备货；2）优衣库品牌加大在北美、欧洲以及东南亚地区的扩张。相对应的，我们判断 2025 年申洲国际与优衣库合作订单同比实现快速增长，2026 年预计在品牌销售扩张的带动下继续实现销售的健康增长（考虑产能限制，订单增速或较 2025 年有所放缓）。

图表8：FY2023-FY2025 迅销集团营业收入及 YOY（十亿日元）



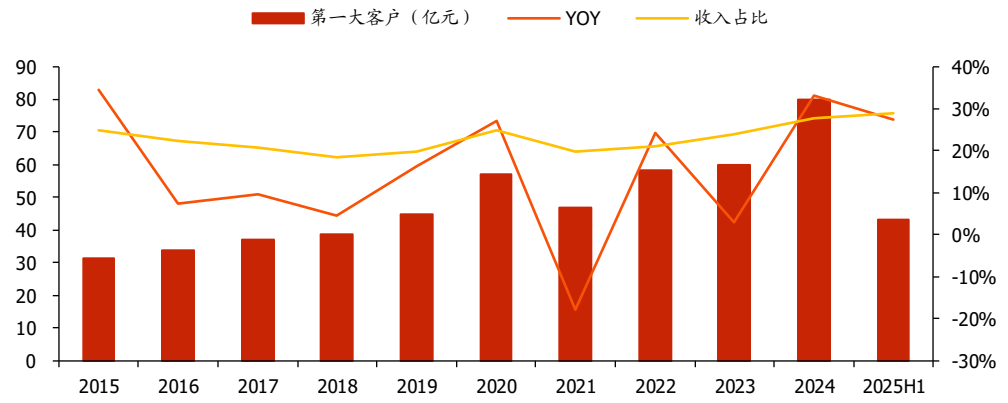
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表9：FY2024-FY2025 优衣库分地区营业收入 YOY



资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

图表10：2015-2025H1 第一大客户销售收入、YOY 及占比（亿元）



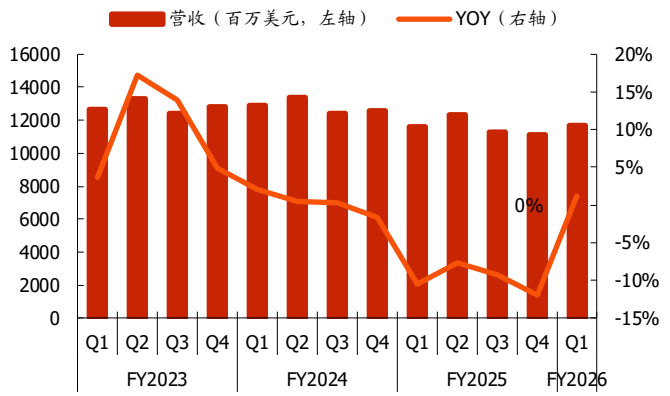
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2、Nike：申洲国际的核心客户之一 Nike 近期拐点已见，我们判断其下游渠道库存恢复正常后，新品开发+老品补库需求下，估计申洲国际 2026 年对应订单将迎来修复。

- **此前 Nike 经历 2 年左右的去库及经营调整周期，近期经营改善情况好于公司原先指引。**1）据 Nike 季报，公司单季度收入表现环比改善（FY2026Q1 货币中性口径收入同比-1%），利润下滑幅度收窄（FY2026Q1 净利润同比-31%）。其中北美市场库存已经恢复健康、收入稳健增长 4%（其中批发业务增长 11%），大中华区库存仍在去化、经营调整过程中。2）公司对未来指引口径相对改善：展望 FY2026Q2，公司预计营收同比下降低单位数，全财年来看公司预计批发业务营收有望实现适度增长、直营业务或仍有下降。

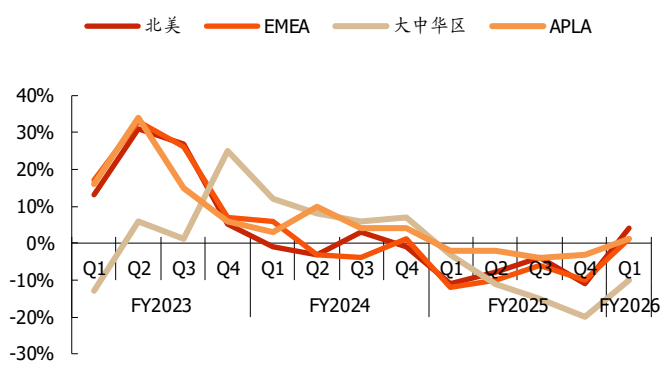
- **我们估计目前 Nike 北美地区下游渠道库存良性、合作伙伴拿货意愿良好，有望带动补库及新品开发相关订单需求。**考虑产业链布局情况，我们判断 2025 年申洲国际与 Nike 集团合作订单表现平淡，伴随着后者的经营调整改善，我们估计 2026 年相关合作订单有望重启正增长。

图表11：FY2023-FY2026Q1 Nike 集团营收及 YOY（百万美元）



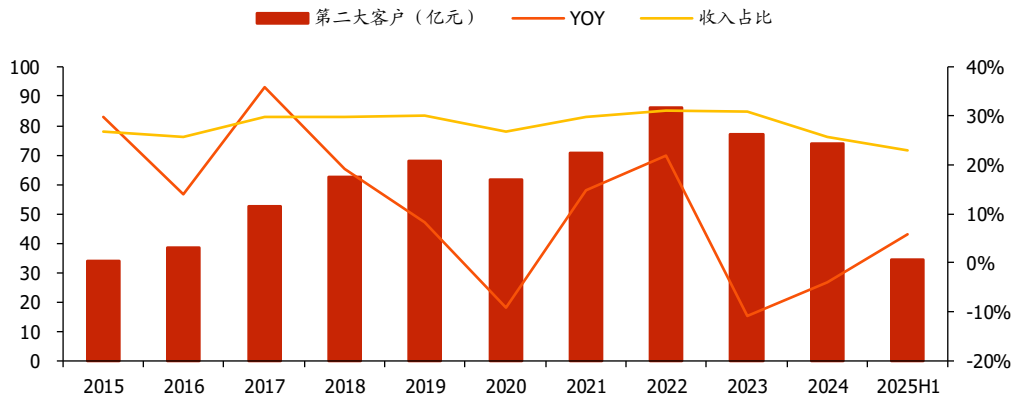
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表12：FY2023-FY2026Q1 Nike 品牌分地区收入 YOY



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表13：2015-2025H1 第二大客户销售收入、YOY 及占比（亿元）



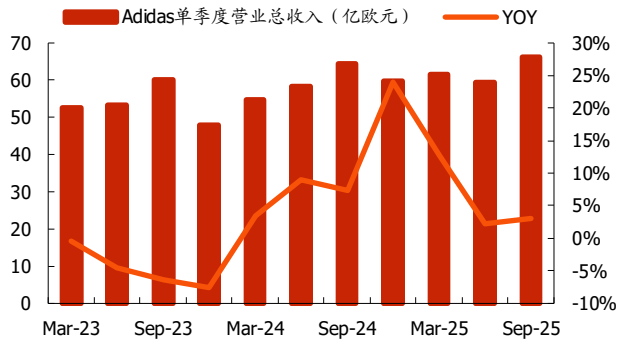
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

3、Adidas：积极备货新品，各地区业务延续良好增长，我们估计申洲与其合作订单 2025~2026 年有望持续快速增长趋势。

- **经历过去数年的经营调整后，近几个季度 Adidas 收入同比健康增长，大中华区等市场基本均延续亮眼表现。**1）此前 Adidas 披露季报，2025Q3 营收同比增长 3%至 66 亿欧元（货币中性基础上同比增长 8%）。分地区看：货币中性基础 2025Q3 Adidas 公司各地区均实现了强劲的增长，其中欧洲营收增长 9%，北美营收增长 1%，大中华区营收增长 6%，延续高质量增长态势，新兴市场营收增长 11%，拉丁美洲营收增长 20%，日韩地区营收增长 6%。2）据 Adidas 最新指引，预计 2025 全年集团营收增长 9%，剔除 Yeezy 后的 Adidas 品牌营收预计同比增长双位数。

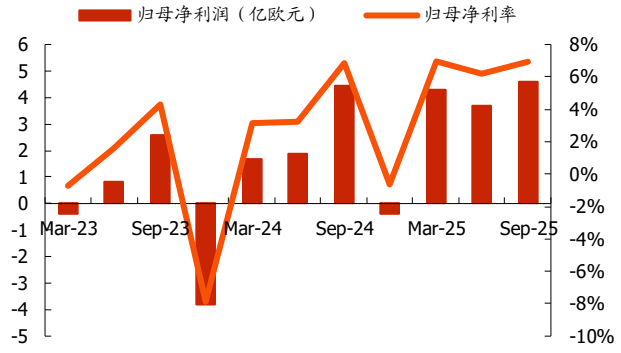
- **Adidas 积极备货 2026 年货品，我们判断带动相关上游订单健康增长。**存货增加主要系去年同期库存基数太低、同时 Adidas 积极备货世界杯相关货品。

图表14：2023Q1-2025Q3 Adidas 集团单季度营收及 YOY（亿欧元）



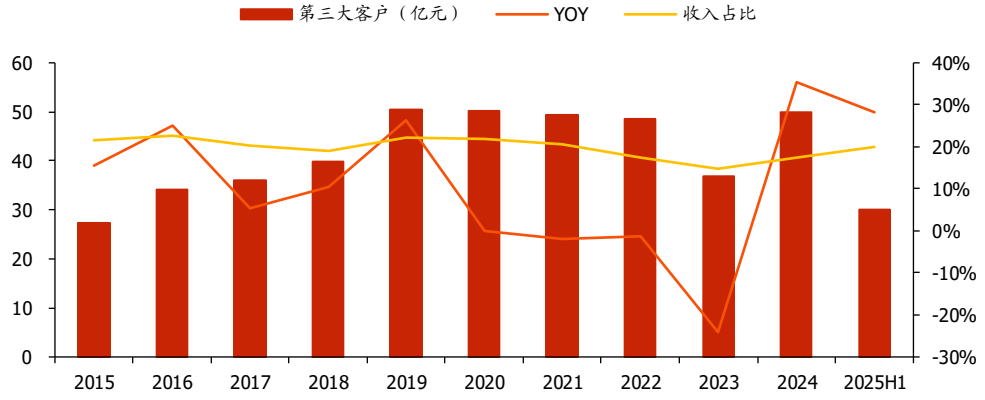
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表15：2023Q1-2025Q3 Adidas 集团单季度归母净利润及归母净利率（亿欧元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

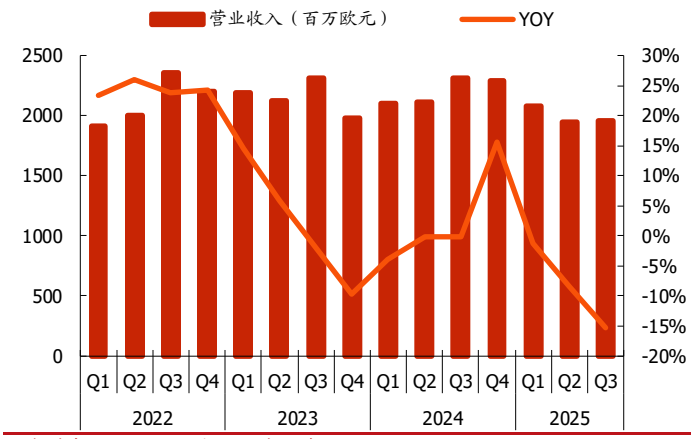
图表16：2015-2025H1 第三大客户销售收入、YOY 及占比（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

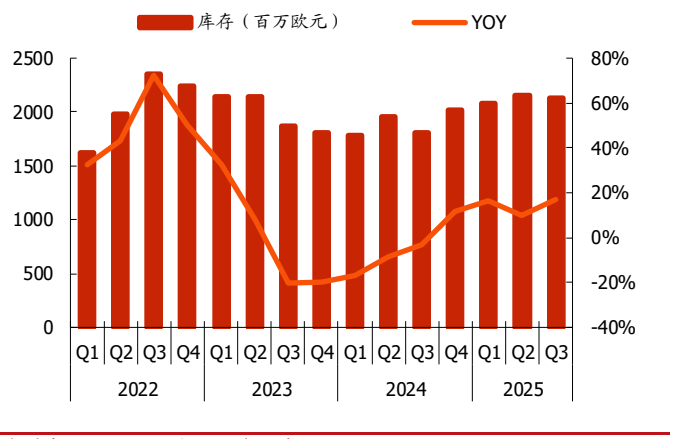
4、Puma：目前 Puma 集团自身仍在调整阶段，收入同比持续下降、库存仍在去化中，我们估计申洲国际与其合作订单在 2025、2026 年均表现平淡，2027 年估计或有修复。1）此前 Puma 披露季报，2025Q3 营收同比下降 15.3%至 19.6 亿欧元（货币中性基础上同比下降 10.4%），归母净利润为亏损 1000 万欧元，目前最新指引为预计 2025 年营收同比下降低双位数，整体来看估计 2025 年销售、毛利率等多项指标仍在调整阶段。2）从库存层面来看，截止 2025Q3 末 PUMA 公司库存同比增长 17.3%至 21.2 亿欧元，库存周转天数同比+12 天至 162 天，当前 PUMA 已经启动库存清理计划，预计 2026 年末库存状况有望恢复正常，我们判断 2025~2026 年核心制造商相对应订单表现平淡。

图表17：2022Q1~2025Q3 Puma 营收及增速（百万欧元，%）



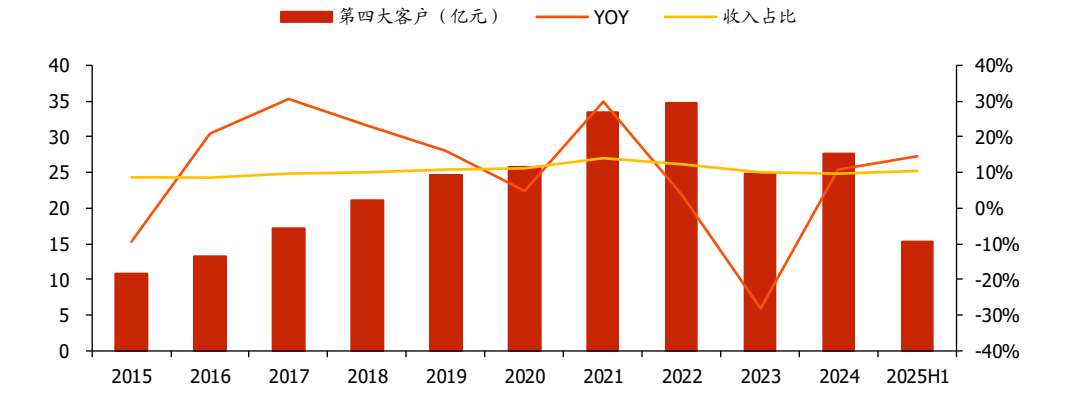
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表18：2022Q1~2025Q3 Puma 库存及增速（百万欧元，%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表19：2015-2025H1 第四大客户销售收入、YOY 及占比（亿元）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2.2 行业层面：运动赛道持续成长，为中长期需求奠定基础

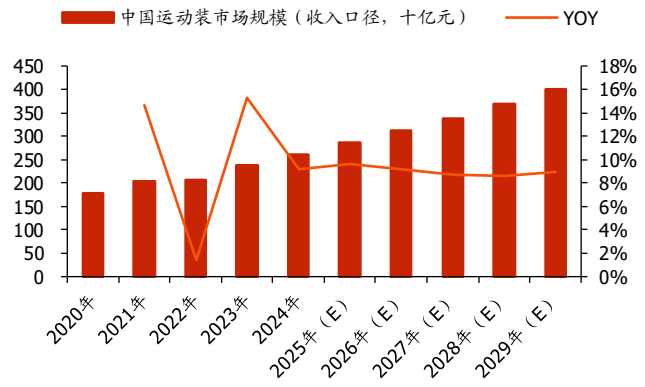
从行业层面来看：公司定位于中高端服饰赛道，大部分客户为运动赛道龙头品牌商（如核心客户中的 Nike、Adidas、Puma，以及其他客户中的安踏、李宁、Lululemon、特步等）。**我们判断未来全球及中国的运动品类仍然能够享受渗透率提升带来的赛道成长机会，进而有希望为公司中长期订单需求的增长提供支持。**与此同时，由于运动服饰对于透气性、速干、回弹、保暖及防护等功能性要求相对较高，以申洲国际为代表的一体化服饰制造商有希望凭借优越的面料研发能力与客户共创产品，进而增强合作关系与竞争优势。

- **美国运动鞋服市场需求良好，小众中高端品牌崛起，为行业带来新的增长机会。1）**在健康意识的推动下，美国居民运动参与度进一步提升，据全球健康与健身协会（IHRSA）发布的《2023 年美国健康与健身消费者报告》显示，2022 年美国健身俱乐部会员数量（6 岁及以上）创纪录的上涨 3.7%，达到 6890 万人。过去 2022~2023 年美国经济经历高通胀对非必需消费品造成负面影响，然而随着居民健康和健身习惯的延续，运动鞋服需求仍保持了稳健的表现。2）细分场景来看，户外运动的居民参与度也在提升，2023 年美国人（6 岁及以上）的户外活动参与人数增长了 4.1%，

对比 2019 年增长 14.4%，Hoka、On 跑等新兴高端品牌的崛起在一定程度上也证明了美国消费者愿意为高品质运动用品买单。

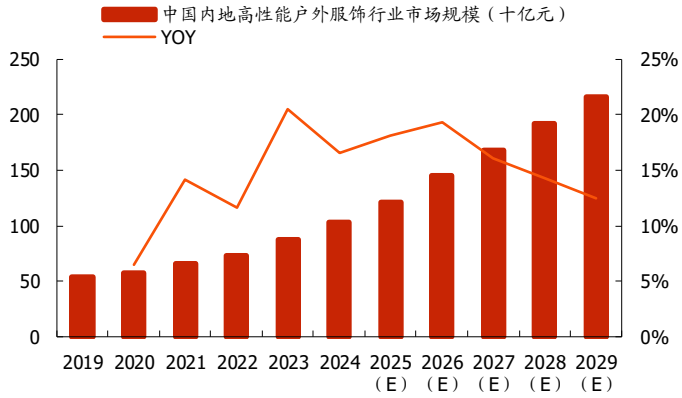
- **中国运动服市场需求当前保持快速增长，具备较强功能性的产品受到消费者欢迎，以申洲为代表的上游龙头制造商有望通过面料创新、产品研发把握市占率提升机会。**1）在居民运动参与率提升+运动风格流行的带动下，相关品类具备中长期发展机会。中国居民运动参与率由 2018 年的 30.9%提升至 2024 年的 49.6%（但仍低于美国的 78.8%及日本的 56.4%，我们判断中国运动参与率仍有继续提升空间、有望继续驱动相关品类销售）。据海澜之家公司公告数据：2020-2024 年中国运动服品类（品牌收入口径）市场规模达到 2602 亿元，2020-2024 年 CAGR 达 10%，预计 2025-2029 年 CAGR 仍高达 8.9%。2）消费者对产品功能性重视度在提升，上游制造商有机会通过面料及产品研发夯实竞争优势、提升市场份额。据伯希和招股说明书数据，中国内地高性能户外服饰市场规模在 2024 年达到 1027 亿元，2020-2024 年 CAGR 为 15.7%（高于运动服市场整体），预计 2025-2029 年继续以 15.5%的 CAGR 快速成长，我们判断主要系在消费者对运动相关产品专业性的重视度在提升，驱动高性能服饰品类需求。

图表20：2020-2029E 中国运动装市场规模（十亿元）



资料来源：海澜之家公司公告，国家统计局、中国服装协会、专家访谈、弗若斯特沙利文分析，国盛证券研究所

图表21：2019-2029E 中国内地高性能户外服饰行业市场规模（十亿元）



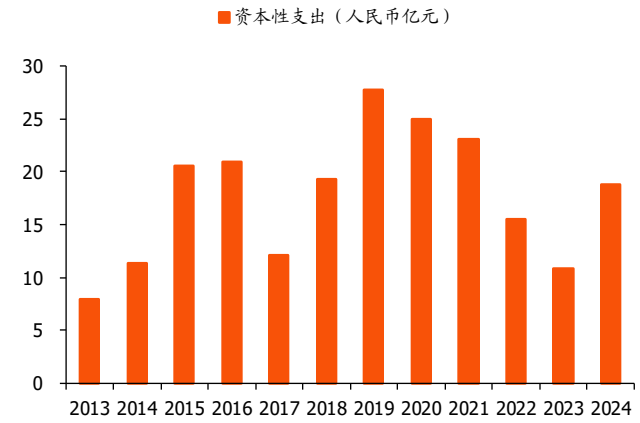
资料来源：伯希和招股说明书，国盛证券研究所

3. 产能：过去坚定进行产能扩张，市占率具备提升机会

3.1 短期：2026 年产能驱动增长，有望进入盈利质量上行阶段

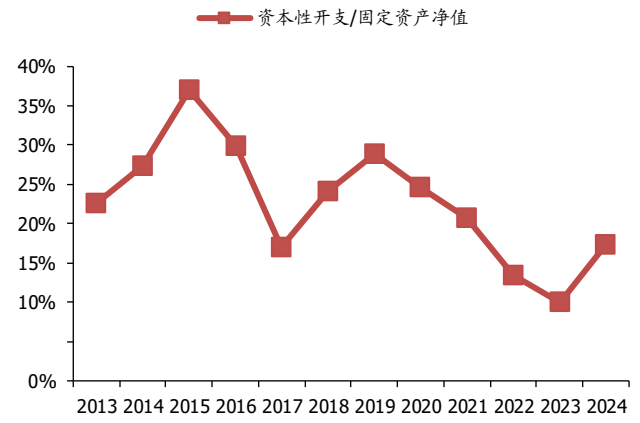
过去行业需求及客户订单存在波动，但公司始终坚持长期资产建设、稳步扩张产能。我们判断 2026 年伴随着核心客户订单的修复，公司有望步入产能驱动增长、工厂利用率饱和、盈利质量优化的阶段。2022~2024 年公司资本性支出分别为 15.5/10.9/18.8 亿元（我们判断在行业内处于领先水平），占期末固定资产净值比例分别为 13%/10%/17%。

图表22：2013-2024 年公司资本性支出（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表23：2013-2024 年公司资本性支出/固定资产净值



资料来源：Wind，国盛证券研究所

- 2023 年受品牌客户去库周期的影响，行业订单较弱，公司产能利用率不足（2023H1、H2 毛利率分别为 22.4%/25.8%）。但基于对中长期业务的发展及客户需求判断，公司坚持扩张产能规模，包括推进越南新建客户专用工厂、柬埔寨新成衣工厂（规划总规模 1.8 万人）的土建及配套完善并推进招工。

- 2024 年行业迈入补库周期，客户订单快速增长，公司积极提升产能利用率，并加大员工招聘力度，2024H1 柬埔寨成衣工厂招聘至满员（1.8 万人）、越南胡志明工厂增聘 2200 余人。2024H2 公司对基层员工加薪，生产效率持续提升（我们判断短期影响公司毛利率表现，后续有望在效率提升中逐步消化成本）。

- 2025 年以来一体化产能建设继续完善，越南西宁省的新面料工厂土建已接近完工并预计陆续投产；同时柬埔寨金边市新建成衣工厂（规划总规模 6000 人）开始招工并在 2025H1 末达到约 4000 人规模。

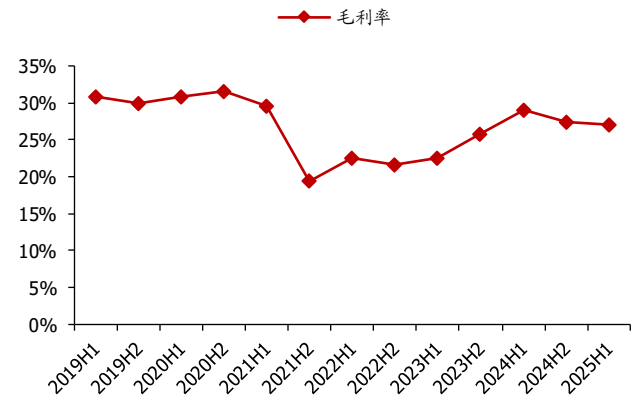
- 展望未来：2025H1 末公司员工总数已经达到 11 万人，同比增长 9%。**目前公司具备年产 5.5 亿件成衣的能力，我们判断过去数年内公司成衣工厂招聘员工带来的产能提升、产量释放将在 2026 年继续体现，综合预计 2026 年产量增长有望达到高单位数。与此同时，订单结构的优化、产能利用率及效率的提升有望带动公司 2026 年毛利率稳健向上。**

图表24：2023 年以来公司坚持长期资产建设与产能扩张

时间	公司产能扩张情况
2023H1	受品牌客户去库的影响，公司订单不足、产能利用率下降。但**公司坚定长期资产建设，于柬埔寨和越南的新建成衣产能已基本建成：1）在越南新建的客户专用工厂已投入使用**，截至2023H1末员工约4500名。2）**柬埔寨新成衣工厂印花、绣花等生产工序已经配套完整**，2023H1成衣产出已占公司总产量约17%。
2023H2	海外工厂在效率、规模、质量等方面的运行绩效进一步提升，柬埔寨新工厂生产效率提升的同时员工规模持续扩充。
2024H1	期内订单需求开始恢复，公司**提升现有产能利用率，加大员工招聘力度**。1）截至2024H1末，**柬埔寨新成衣工厂的员工已达18000人**（已达到规划的总用工规模），员工生产效率持续提升。2）2024H1内**越南胡志明的成衣工厂增加聘用员工2200余人**。
2024H2	年内国内、海外基地之员工人数均有增加，2024H2开始对基层员工加薪后，员工稳定性得到提高，生产效率也有显著提升。
2025H1	1）**越南西宁省的新面料工厂**项目进展顺利（越南第二面料工厂，主要包括织布、染整工序以及部分自制辅料之配套工序，后续计划为东南亚成衣工厂提供面料供给，规划总面料产能达200吨每天），2025H1末大部分**土建工程已接近完工**，并将陆续开始设备之安装调试，预计2025年底前可逐步投产。 2）另于**柬埔寨金边市**新建的成衣工厂已于2025年3月开始投产，截至2025H1末已聘用员工约**4000人**（总用工规模约6000人）。

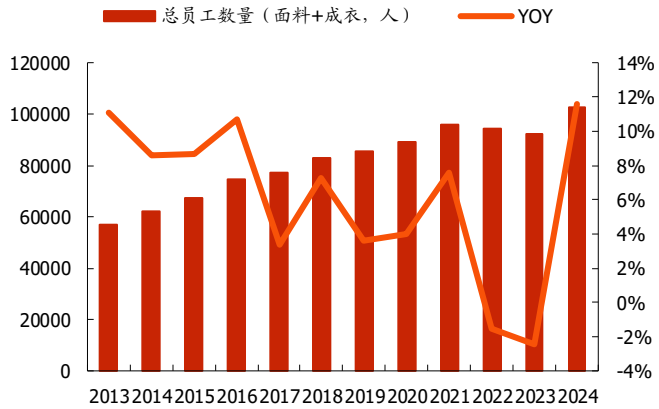
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表25：2019H1-2025H1 公司半年度毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表26：2013-2024 年公司总员工数量及 YOY（人）



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

3.2 长期：独立一体化产业链具备稀缺性，竞争优势持续增强

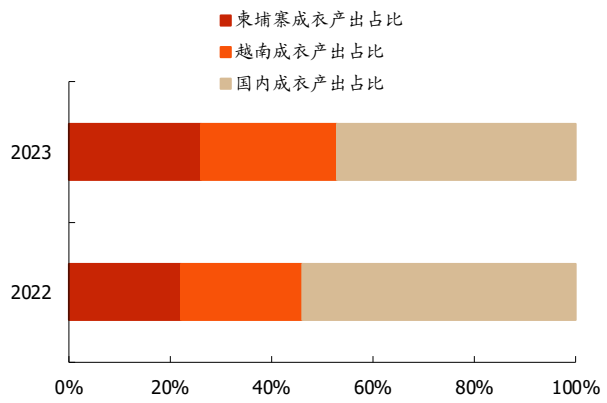
从产能布局上来看：公司近年来积极优化生产管理模式，持续扩充海外（越南+柬埔寨）产能，我们判断后续有望进一步丰富国际化基地布局、进军印尼市场业务，为份额提升打开市场空间。

- **海外产能：目前公司海外产能主要位于越南（面料+成衣）、柬埔寨（成衣），匹配美国及欧洲市场需求，考虑人力成本因素，我们判断海外成熟工厂盈利水平高于国内、占比提升有望助力公司盈利能力优化。**1）过去为满足客户需求，公司积极扩张两地产能并完善上下游配套、夯实成本优势，我们判断随着海外新基地的扩建、未来海外产能贡献占比将持续提升（目前估计已超过 50%），匹配国际市场业务需求。

2024 年公司越南/柬埔寨员工人数占比分别为 35%/24%。2）此前公司表示，考虑印尼地区在人口总量及人力成本上更具优势，印尼有可能成为纺织服饰全球产业链布局的下一个重要地区，我们估计公司或有望在未来布局印尼相关产能、满足客户及产业链转移需求。

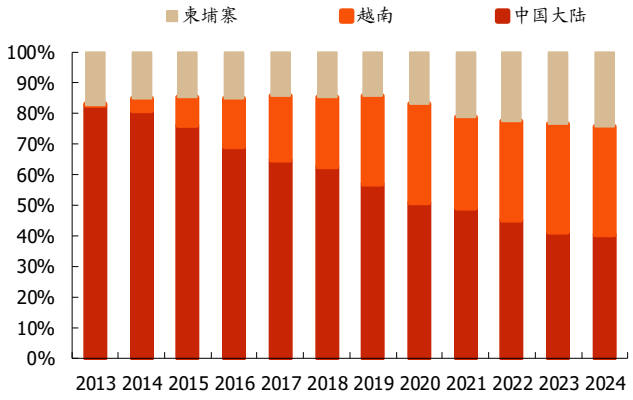
- **国内产能：主要匹配国内及亚洲市场需求，以研发、效率、速度为核心竞争优势。**公司国内工厂持续推进升级改造，2025H1 公司宁波基地新织布工厂已建成、宁波制衣工厂完成全面维修翻新、安徽制衣工厂也将进行自动化改造。我们根据业务形势判断公司国内产能主供中国+亚洲海外市场，强化数字化建设，未来将继续以研发、效率、速度为核心竞争优势。

图表27：2022-2023 年公司成衣产出分地区占比



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表28：2013-2024 年公司总员工数量分地区占比

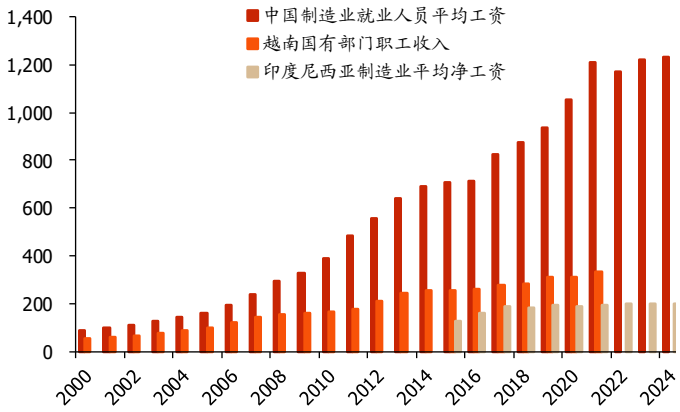


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表29：公司柬埔寨工厂稳步推进建设

资料来源：公司官网，公司公告，国盛证券研究所

图表30：中国制造业/越南国有部门/印尼制造业务人员工资（美元/月）



资料来源：Wind，国家统计局，越南统计局，印尼央行，国盛证券研究所

长期来看，公司一体化产业链在市场上具备稀缺性和竞争优势。我们判断有望强化客户合作关系、市占率预计持续提升。在数十年的发展过程中，为匹配产品品类的扩张及订单需求的增长，公司持续打造覆盖面料织造、染色、成衣制造等多个环节的一体化产业链，并在国内、海外均进行独立的上下游产能建设。**我们此前在报告中多次强调一体化产业链在服饰制造中的优势：**

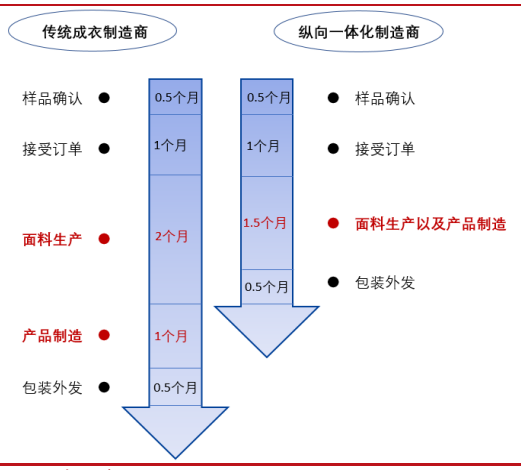
- **生产周期更短，能够快速响应订单需求，符合当前品牌商对供应链的诉求。**1）当前全球消费环境仍有波动，我们判断品牌商在经历库存周期后更加注重供应链柔性化，对于快反、补货供应的需求在提升。2）对于制造商而言，独立的、垂直一体化的工序模式在生产中能够减少物料衔接时间，相较于传统成衣制造模式而言，能够有效

缩短生产周期（主要体现在面料生产及产品制造阶段），进而提升产品供应能力，对于客户的快速订单能够灵活响应并迅速交付。

- **节约成本，过去公司盈利质量持续领先于同业水平。**一体化生产能够带来一定的物流成本的节约，同时降低单位固定生产成本，除此之外，公司作为行业内头部制造商，较大的经济规模能够进一步给公司带来成本优势，进而提升公司盈利质量。过去正常经营环境下公司毛利率曾超过 30%/净利率超过 20%，我们判断明显高于同行业多数企业盈利质量水平。

- **利于产品和面料创新，研发专利能够有效转化，并形成对下游客户的深度绑定。**凭借一体化产业链的优势，公司通过面料的创新和研发深度绑定下游核心客户及产品订单，加强产业链话语权。过去公司所研发创新的面料包括莱卡系列弹性面料、超细腈纶及超细涤纶的保暖面料、针织仿真面料等等；与下游品牌商共创产品包括：与优衣库共同研发功能性面料 Airism、与 NIKE 共同研发轻盈、保暖、透气的 TechFleece 面料以及针织鞋面等。

图表31：传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比



资料来源：国盛证券研究所绘制

图表32：公司所研发部分面料及产品

序号	公司研究开发的部分面料
1	莱卡系列弹性面料
2	超细晴纶及超细涤纶的保暖面料
3	针织仿真面料(如天鹅绒、聚酯纤维、仿羊毛、仿麻及仿皮等)
4	功能性运动面料
5	环保型面料
6	保健型面料
7	利用各种功能性助剂处理的面料

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

4. 盈利预测

我们估计 2025Q3 以来公司出货稳健增长。2026 年核心客户经营情况向好，我们综合预计 2025~2027 年公司收入分别有望达到 316.1/351.5/390.7 亿元，同比分别+10.3%/+11.2%/+11.1%。

- 毛利率：考虑公司新增员工效率有望持续提升，我们判断前期基层员工涨薪带来的成本增加有望陆续得到消化，同时考虑当前订单及收入假设，综合估计 2025~2027 年毛利率分别为 27.4%/28.2%/28.3%。

- 净利率：我们估计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 64.7/74.5/82.9 亿元，同比分别+4%/+15%/+11%，归母净利率分别为 20.5%/21.2%/21.2%。

图表33：2023-2027E 公司营业收入及盈利预测（百万元，万件，元/件）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24,970	28,663	31,608	35,148	39,065
YOY	-10.1%	14.8%	10.3%	11.2%	11.1%
销量（万件）	44,434	53,690	59,206	64,547	71,029
YOY	-14.2%	20.8%	10.3%	9.0%	10.0%
单价（元/件）	56.2	53.4	53.4	54.5	55.0
YOY	4.7%	-5.0%	0.0%	2.0%	1.0%
毛利率	24.3%	28.1%	27.4%	28.2%	28.3%
销售费用率	0.7%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
管理费用率	7.5%	6.8%	7.6%	7.5%	7.5%
归母净利率	18.3%	21.8%	20.5%	21.2%	21.2%

资料来源：Wind，国盛证券研究所预测

投资建议：我们估计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 64.7/74.5/82.9 亿元，同比分别+4%/+15%/+11%，现价对应 2026 年 PE 为 12.4 倍；我们认为公司对应合理 PE 约为 15 倍，对应空间约 20%。

风险提示

大客户订单波动风险，新客户拓展不及预期风险：公司前四大客户订单收入占总收入比重较大，若客户订单转移或出现波动，可能不利于公司业务表现；同时，新客户及国内客户的合作情况亦对公司业务造成影响。

海外产能扩张不及预期风险：目前公司海外产能扩张持续推进，若未来产能扩张实际情况不及预期，或给公司业务发展带来影响。

利率及外汇波动风险：公司销售以美元结算为主、采购以人民币结算为主，倘若汇率或利率出现波动，可能对公司报表端产生影响。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京
地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
邮编：100077
邮箱：gsresearch@gszq.com

上海
地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
邮编：200120
电话：021-38124100
邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌
地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
邮编：330038
传真：0791-86281485
邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳
地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
邮编：518033
邮箱：gsresearch@gszq.com