

买入

景气回升为公司带来充沛订单，看好 25 年持续性

申洲国际 (2276.HK)

2025-01-23 星期四

投资要点

目标价：**75.2 港元**
现价：56.8 港元
预计升幅：32.4%

重要数据

日期	2025/01/23
收盘价 (港元)	56.8
总股本 (亿股)	15.03
总市值 (亿港元)	853.8
净资产 (亿港元)	373.9
总资产 (亿港元)	537.1
52 周高低 (港元)	84.23/ 54.78
每股净资产 (港元)	24.9

数据来源：Wind、国元证券经纪（香港）整理

主要股东

协荣有限公司	42.36%
Schroders PLC	7.00%
JPMorgan Chase & Co.	5.99%
富高集团有限公司	4.94%

相关报告

研究部

姓名：冯浩
SFC: BUQ780
电话：755-2151 9167
Email: fenghao@gyzq.com.hk

➤ 公司纵向一体化优势下，充沛订单助经营效率提升：

2024 年上半年，公司业绩受益于中国市场运动服饰、日本市场休闲和内衣服饰的需求高速增长，以及主要客户采购比例的提升。基于此趋势，我们预计公司在 2024 年下半年也将收获充沛订单。展望 2025 年，由于全球对运动健康的需求依旧旺盛，运动服饰行业有望保持增长态势。此外，各大品牌出于供应链风险的考虑，有望持续提升重要供应商的采购占比，这将继续为公司提供饱满订单。公司作为全球最大的纵向一体化针织制造商，饱满订单带来的生产效率提升有望直接正向反馈在经营利润上。

➤ 纺织制造景气恢复，下游品牌业绩稳健：

纺织制造行业景气度回升，下游运动品牌业绩稳健。从公司同行业台湾代工厂商的月度经营业绩来看，各公司 2024 年下半年营业收入增速优于上半年，行业需求恢复趋势良好。下游运动品牌行业景气度维持中性向好状态，优衣库、阿迪达斯、彪马等品牌保持业绩增长态势，耐克品牌新 CEO 上任后，业绩有望逐渐扭转颓势。我们认为，公司手握全球优质品牌公司订单，在 2024 年下半年和 2025 年有望与行业及品牌的良性发展态势协同共进，持续保持增长。

➤ 公司国际化战略稳步推进：

公司持续拓展国际化战略，海外产能占比持续提升。2024 年上半年，公司柬埔寨新工厂员工人数达到规划预期规模，产能效率持续提升。未来公司将继续加大海外产能布局，完善产业链上下游配套。我们认为，这些举措有望帮助公司进一步提升产能效率，有利于公司利润水平提高。

➤ 维持买入评级，目标价 75.2 港元：

我们预计公司 FY24E 至 FY26E 营业收入分别为 276.1/307.1/335.3 元，同比 +10.6%/+11.2%/+9.2%；归母净利润分别为 57.6/65.1/73.5 亿元，同比 +26.3%/+13.1%/+12.8%。维持买入评级，目标价 75.2 港元，对应 24E 财年的 PE 约 21 倍，预期较现价有 32.4% 的上涨空间。

百万人民币	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	27781.4	24969.8	27607.9	30711.0	33530.2
同比增长(%)	16.5%	-10.1%	10.6%	11.2%	9.2%
毛利率(%)	22.1%	24.3%	28.5%	29.0%	30.0%
归母净利润	4562.8	4556.9	5757.6	6512.9	7346.1
同比增长(%)	35.3%	-0.1%	26.3%	13.1%	12.8%
归母净利润率(%)	16.4%	18.3%	20.9%	21.2%	21.9%
每股盈利 (元)	3.04	3.03	3.83	4.33	4.89
PE@ 56.8HKD	20.0	20.0	15.9	14.0	12.4

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪（香港）整理

报告正文

➤ 公司财务和中期动态：

公司 2024 年上半年实现营业收入 129.75 亿元，同比增长 12.2%；实现毛利润 37.61 亿元，同比增长 45.0%，期间毛利率为 29.0%，同比提升 6.6 个百分点；实现净利润 29.31 亿元，同比增长 37.8%，期间净利率为 22.6%，同比提升 4.2 个百分点；2024 年 9 月 16 日已派发中期股息 1.25 港元/股，分红率 58.4%。

- 收入按业务类型分，**休闲和内衣类业务双位数增长，运动服饰业务高单位数增长。**其中，运动服饰业务录得 92.12 亿元，同比增长 7.6%，占比 71.0%（同比降低 3.0 个百分点）；休闲服饰业务录得 27.61 亿元，同比增长 20.0%，占比 21.3%（同比提高 1.4 个百分点）；内衣业务录得 9.0 亿元同比增长 47.4%，占比 7.0%（同比提升 1.7 个百分点）；其他针织业务收入占比 0.7%。
- 收入按销售市场划分，**中国和日本市场实现超 20% 增长**，其中中国市场同比增长 20.0%，占比 28.7%；欧洲市场同比增长 4.4%，占比 19.5%；日本市场同比增长 27.0%，占比 16.3%；美国市场同比增长 2.7%，占比 14.5%；其他市场增长 7.4%，占比 21.0%。
- 毛利成本、费用和库存，公司期间毛利率为 29.0%，同比提升 6.6 个百分点，**主要是公司订单饱满以及海外工厂产能爬坡顺利因此产能利用率提升，规模效应凸显。**成本中员工费用支出占比 40.2%。
- 营运费用，期内三项费用保持平稳，公司销售、管理、财务三项费用合计费用率为 9.4%，同比下降 0.5 个百分点。
- 库存，期内库存维持健康水平，库存周转天数为 127 天，对比 2023 年底小幅上涨 7 天，主要是订单增加后制成品库存有所上涨。
- 招聘，**订单丰富招工顺利帮助提升企业规模效应**，公司 2024 年上半年共雇佣 10.17 万人，比 2023 年底增加 0.97 万人，公司柬埔寨新成衣工厂员工达到 18000 人的建厂预期规模，越南成衣工厂新增员工 2200 余人。
- 客户，公司四大客户占比分别约为 25%、25%、18%、10%，公司五大客户占比 85%，根据业绩会，公司最大客户由美国运动品牌变为日本休闲品牌，但运动产品依旧是公司主要收入来源，占 71%。

➤ 中国和越南纺服出口：

2024 年中国纺织类产品出口恢复正增长，越南纺织产品出口实现双位数增长。根据中国海关总署数据，2024 年中国纺织品（含纺织原料、纺织纱线、织物及其制品、服装及衣着附件）出口总额为 12603.6 亿元，同比增长 1.4%，其中成衣类别出口同比增长 1.1%，纺织纱线出口同比增长 4.5%，纺织原料出口同比增长 1.1%。

根据越南海关数据，2024 年越南纺织品出口为 370.4 亿美元，同比增长 11.5%，其中出口至美国纺织品占比为 43.6%，同比增长 11.6%；2024 年越南纺织纱线进口 27.1 亿美元，同比增长 23.4%。

图 1：中国纺织品（纺织原料、纺织纱线、服装和衣着附件）2024 年出口累计金额及同比



资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

图 2：越南纺织品 2024 年出口累计金额及同比



资料来源：越南统计局、国元证券经纪（香港）整理

➤ 原材料价格：

2024 年国内外棉、化纤原材料价格进一步下降，根据锦桥纺织网，2024 年国内中等级棉花平均价格为 15914.1 元/吨，同比 2023 年均价下跌 4.3%，国际 Cotlook: A 指数：折滑准税均值 2024 年同比下跌 6.2%。根据通联数据，2024 年 PTA 平均价格为 5515.0 元/吨，同比 2023 年均价下跌 5.6%，涤纶长丝平均价格为 7474.7 元/吨，同比 2023 年均价下跌 0.8%。

图 3：国内外棉花价格（2022-01-01 至 2024-12-31）

图 2：涤纶长丝和 PTA 价格（2022-01-01 至 2024-12-31）


资料来源：锦桥纺织网、中国纺织经济信息网、国元证券经纪（香港）整理 资料来源：Datayes!、国元证券经纪（香港）整理

► 同业和下游品牌情况：

受益于 2024 年下游品牌补库需求和服饰面料变化趋势，中国台湾四家成衣、面料公司 2024 年营收数据回暖。其中成衣公司聚阳实业(1477.TW)2024 年 11 月累计营收同比增长 9.5%，福懋兴业(1434.TW) 2024 年全年营收同比增长 0.8%，扭转上半年下降态势。面料公司儒鸿(1476.TW) 2024 年全年营收同比增长 21.5%，新光纺织(1419.TW) 2024 年 11 月累计营收同比增长 18.2%。四家企业合计 2024 年 11 月累计营收同比增长 10.0%，去年同期为下降 14.9%，服饰制造商经营恢复明显。

表 1：台湾成衣、面公司过去 12 个月月度营收同比和累计同比

时间	月度营收同比%				累计同比%			
	聚阳实业 (1477.TW)	儒鸿 (1476.TW)	福懋兴业 (1434.TW)	新光纺织 (1419.TW)	聚阳实业 (1477.TW)	儒鸿 (1476.TW)	福懋兴业 (1434.TW)	新光纺织 (1419.TW)
2023-12	31.1%	1.5%	-15.5%	9.3%	1.2%	-22.5%	-17.9%	1.0%
2024-1	15.4%	25.0%	-3.6%	-0.8%	15.4%	25.0%	-3.6%	-0.8%
2024-2	2.7%	9.0%	-12.1%	7.0%	8.7%	17.2%	-7.8%	3.1%
2024-3	12.0%	17.9%	-3.5%	5.5%	9.9%	17.5%	-6.3%	3.9%
2024-4	6.5%	13.1%	6.9%	25.4%	9.2%	16.2%	-3.1%	8.8%
2024-5	16.6%	27.8%	5.2%	63.8%	10.6%	18.8%	-1.5%	18.0%
2024-6	-1.9%	26.7%	4.3%	2.7%	8.3%	20.3%	-0.6%	15.7%
2024-7	3.3%	8.6%	1.2%	21.8%	7.4%	18.3%	-0.3%	16.5%
2024-8	17.2%	37.1%	-1.5%	79.1%	9.0%	20.9%	-0.5%	24.9%
2024-9	17.5%	33.9%	-1.7%	18.4%	10.0%	22.3%	-0.6%	23.9%
2024-10	6.9%	15.5%	1.9%	14.3%	9.7%	21.5%	-0.4%	22.7%
2024-11	6.8%	-3.8%	5.8%	-9.9%	9.5%	18.8%	0.1%	18.2%
2024-12	-	27.6%	8.9%	-	-	19.6%	0.8%	-

资料来源：各上市公司官网、国元证券经纪（香港）整理

- **Nike (NKE.N)**：2024 年 12 月 19 日发布 FY25Q2 业绩，期内实现营收 124 亿美元，同比下降 8%，分渠道，直营营收下降 13%，批发业务下降 14%；分区域，大中华区业务 Q2 收入下降 11%，北美、欧洲和中东及非洲、亚太和拉美区域分别下降了 8%、7%、3%。根据业绩会，公司 FYQ3 在大中华区还需要更高的降价活动以推动产品销售和库存周转。
- **Adidas (ADDYY.OO)**：2025 年 1 月 21 日发布 FY24Q4 初步业绩，期内实现营收 59.7 亿欧元，剔除汇率因素同比增长 19%，期内营业利润 5700 万欧元，实现扭亏为盈。公司 2024 年全年初步业绩同比增长 11%，毛利率提升 3.3 个百分点至 50.8%，业绩好于管理层预期，且公司对于未来充满信心。
- **优衣库母公司迅销集团 (9983.T)**：2025 年 1 月 9 日发布 FY25Q1 业绩，期内实现营收 8951 亿日元，同比正增长 10.4%，净利润增长 7.4%；分区域，大中华区收入低于预期，营收下降，优衣库日本收入增长 9%，符合预期，亚洲其他区域和大洋洲营收增长，北美和欧洲营收增长，均符合预期。根据业绩会，公司维持 FY25 业绩指引，预计年度收入增长 9.5%，大中华区部分预计上半年收入下降，但预计下半年公司将通过品牌区域需求商品的商品构成、推进单店经营模式等方式目标增收增益。
- **彪马 (PUM.DF)**：2024 年 11 月 6 日发布 FY24Q3 业绩，期内实现营收 23.1 亿欧元，同比增长 5%，其中大中华区业务实现同比单位数增长，连续 7 个季度实现正增长。

➤ **我们的观点：**

核心客户订单的提升以及新产能的顺利爬坡，助力公司在 2024 年上半年大幅改善利润水平，我们预计这一趋势将延续。2024 年上半年，公司实现毛利率 29.0%，同比提升 6.6 个百分点，净利率为 22.6%，同比提升 4.2 个百分点。

作为全球最大的纵向一体化针织制造商，公司因饱满订单带来的生产效率提升，将直接积极作用于经营利润。2024 年上半年，公司主要客户采购比例上升，且中国大陆和日本市场需求增长，为公司带来充足订单。从 2024 年全年情况来看，根据上文同行业台湾代工商的月度经营数据，行业需求呈良好的恢复趋势。展望 2025 年，依据上述 4 个国际品牌的最新业绩和未来展望，行业景气度维持中性向好态势。我们认为，公司大客户出于风险等因素考量的关键供应商占比提升策略，以及公司自身的良好发展态势，将支撑公司在 2025 年继续获得充足订单。

公司持续推进国际化战略，海外产能占比不断提高。2024 年上半年，公司柬埔寨新工厂员工人数达到规划预期规模，产能效率持续提升。未来，公司将继续加大海外产能布局，完善产业链上下游配套，并积极扩大员工招聘，我们认为这有望进一步提升公司产能效率，有利于公司利润水平的提高。

此外，我们认为公司作为针织制造商的龙头企业，将更有优势获取新锐高增长品牌的订单，实现协同发展。同时，服装面料功能性的发展和升级也有望催生更多行业需求，公司有望从中受益。

➤ **维持买入评级，目标价 75.2 港元：**

我们预计公司 FY24E 至 FY26E 营业收入分别为 276.1/307.1/335.3 元，同比 +10.6%/+11.2%/+9.2%；归母净利润分别为 57.6/65.1/73.5 亿元，同比 +26.3%/+13.1%/+12.8%。维持买入评级，目标价 75.2 港元，对应 24E 财年的 PE 约 21 倍，预期较现价有 32.4% 的上涨空间。

➤ **风险提示：**

全球经济超预期疲软，影响服饰行业整体需求。原材料价格超预期增长，海外产能建设进度低于预期，出海关税超预期。

财务报表摘要

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	26164.5	28479.5	31556.6	33758.8	35314.2
现金	7369.5	11596.5	10081.7	11089.9	12198.9
应收账款	5005.2	5023.6	5521.6	5889.8	5971.1
其它应收款	445.2	441.1	471.4	452.5	455.0
存货	6260.8	6124.7	6760.1	7168.7	7073.5
其他	7083.9	5293.6	8721.8	9157.8	9615.6
非流动资产	17328.3	20131.6	17632.9	18357.5	19320.5
固定资产	11593.7	10930.8	11004.3	11197.8	11510.8
递延税项资产	94.6	114.2	124.7	111.2	116.7
无形资产	125.0	128.5	139.7	152.2	167.0
其他	5515.0	8958.2	6364.1	6896.2	7526.0
资产总计	43492.9	48611.1	49189.4	52116.2	54634.7
流动负债	10259.4	13384.5	12847.8	14343.3	15796.7
短期借款	7197.7	10204.0	9532.8	10962.7	12251.1
应付账款	931.6	1198.2	1098.5	1296.3	1440.1
其他应付账款	1670.6	1602.8	1792.2	1688.5	1694.5
应交税费	398.1	305.3	351.7	328.5	340.1
其他	61.5	74.3	72.6	67.4	70.8
非流动负债	2467.6	2359.3	2413.5	2535.4	2474.5
长期借款	2000.0	1900.0	1950.0	2074.0	2012.0
递延税项负债	380.6	348.6	364.6	356.6	360.6
其他	87.1	110.8	98.9	104.8	101.9
负债合计	12727.1	15743.8	15261.3	16878.8	18271.1
股本	151.2	151.2	151.2	151.2	151.2
储备	30601.7	32716.1	33973.7	35672.4	37456.0
少数股东权益	12.9	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者	30752.9	32867.3	34124.9	35823.6	37607.2
负债及权益合计	43492.9	48611.1	49386.2	52702.3	55878.3

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	27781.4	24969.8	27607.9	30711.0	33530.2
营业成本	-21655.6	-18909.9	-19739.6	-21804.8	-23471.2
毛利	6125.8	6059.9	7868.2	8906.2	10059.1
营业费用	-204.3	-164.2	-181.5	-201.9	-220.4
管理费用	-1954.5	-1881.3	-2015.4	-2149.8	-2313.6
财务费用	-228.4	-345.8	-220.9	-245.7	-268.2
折旧	0.0	0.0	315.7	385.1	430.5
其他收入	484.5	1055.3	656.4	656.4	656.4
营业利润	5511.8	5328.5	6751.1	7634.3	8604.8
应占联营公司损益	-21.4	12.8	12.8	12.8	12.8
利润总额	5262.1	4995.5	6543.1	7401.4	8349.4
所得税	-698.9	-438.2	-785.2	-888.2	-1001.9
净利润	4563.2	4557.3	5757.9	6513.3	7347.5
少数股东损益	0.4	0.4	0.4	0.4	1.4
归属于母公司净利润	4562.8	4556.9	5757.6	6512.9	7346.1
EPS (元)	3.0	3.0	3.8	4.3	4.9

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4628.1	5226.5	5217.7	6382.6	7942.4
除税前溢利	5262.1	4995.5	6543.1	7401.4	8349.4
折旧摊销	1308.5	1343.3	1206.8	1214.9	1236.2
利息收入	-278.1	-778.9	-403.4	-421.2	-470.4
财务费用	228.4	345.8	-220.9	-245.7	-268.2
营运资金变动	-1395.1	258.8	-1255.5	-850.8	-139.2
其它	-497.5	-938.0	-652.3	-715.9	-765.4
投资活动现金流	-371.3	-1380.0	-1315.7	-880.9	-441.1
资本支出	-1240.5	-806.0	-1190.7	-1305.1	-1449.3
其他投资	869.1	-574.0	-125.0	424.2	1008.2
筹资活动现金流	-3914.8	333.2	-1706.7	-1959.2	-101.6
借款变动	-1391.0	2906.3	-621.2	1553.9	1226.4
股利分配	-2063.2	-2458.1	-3472.0	-3927.5	-4430.5
其他	-460.6	-115.0	2386.6	414.4	3102.6
现金净增加额	342.0	4179.7	2195.3	3542.5	7399.7
现金期初金额	6687.6	7369.5	11596.5	10081.7	11089.9
现金期末金额	7369.5	11596.5	13741.8	13574.3	18439.6

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	16.5%	-10.1%	10.6%	11.2%	9.2%
营业利润	39.2%	-3.3%	26.7%	13.1%	12.7%
归母净利润	35.3%	-0.1%	26.3%	13.1%	12.8%
获利能力					
毛利率	22.1%	24.3%	28.5%	29.0%	30.0%
归母净利率	16.4%	18.3%	20.9%	21.2%	21.9%
ROE	14.8%	13.9%	16.9%	18.2%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	29.3%	32.4%	30.9%	32.0%	32.7%
负债权益比	29.9%	36.8%	33.6%	36.4%	37.9%
流动比率	2.6	2.1	2.5	2.4	2.2
速动比率	1.9	1.7	1.9	1.9	1.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
应收帐款周转率	6.5	5.0	5.2	5.4	5.7
应付帐款周转率	18.7	17.8	17.2	18.2	17.2
每股资料 (元)					
每股收益	3.0	3.0	3.8	4.3	4.9
每股经营现金	3.1	3.5	3.5	4.2	5.3
每股净资产	20.5	21.9	22.7	23.8	25.0
估值比率					
PE	20.0	20.0	15.9	14.0	12.4
PB	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限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不一致的投资决策。

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。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，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。