

买入

纺服链加速转移下公司重要性提升，估值存在修复空间

申洲国际 (2313.HK)

2025-11-12 星期三

【投资要点】

➤ 公司 25H1 收入增长主要由休闲大客户贡献

公司 25H1 收入 149.7 亿元，+15.3%；毛利率 27.1%，-1.9pts；归母净利润 31.8 亿元，+8.4%；归母净利润率 21.2%，-1.4pts。

从大客户来看，主要贡献是第一大客户（休闲）收入+27%，和第三大客户（运动）收入+28%，此外第二大客户（运动）和第四大客户（运动）收入分别+6%及+15%。

从产品结构来看，25H1 休闲类产品收入+37%，占比升至 25%；运动类产品收入+10%，收入占比降至 68%；内衣类和其他针织品收入分别+4%和+6%，占比分别为 6%和 1%。

➤ 关税落地后，公司的东南亚产能布局受益于产业链加速转移

关税风险落地后，越南、柬埔寨关税水平落地为 20%和 19%，处于中等偏低水平，加上地区较低的人力成本，加速了纺织产业链向东南亚迁移的过程。25H1 公司四大客户收入贡献增速快于其本身增速，渗透率均有提升，证明了公司受益于关税后产业链的加速转移。

➤ 客户渗透率提升、新产品扩充，是公司在产业链中“量价”能力体现

公司客户渗透率提升，我们认为公司契合品牌客户当下的供应链风险偏好，公司作为具备强制造和反应能力的头部生产商，在供应链中的“议价”能力体现，即能获取更多订单。

根据业绩会内容，公司在期内拓展了和第二大运动客户的【足球服】等新产品，我们认为纺服代工企业的订单价格依赖产品创新，新品类不仅对公司未来收入预期新增量，同时也能通过新产品保持毛利率优势，是公司在供应链中“议价”能力体现。

➤ 维持“买入”评级，目标价为 91.8 港元

我们认为此前公司估值压制的主要因素主要包括（1）关税背景下供应链的不确定性（2）大客户疲软。但我们认为目前这些影响因素在减弱，【1】关税逐步清晰且公司“双循环”战略成功【2】公司受益于供应链链转移且有望提升渗透率。因此我们认为公司当前估值存在修复空间。

预计公司 FY25E-FY27E 营收分别为 323.7、363.6、398.8 亿元，同比+13.9%、+10.8%、+8.9%；预计归母净利润分别为 65.2、74.8、82.7 亿元，同比+4.5%、+14.7%、+10.7%。维持“买入”评级，给予目标估值 PE（2025E）19.5 倍，对应 PE（TTM）20.4 倍，提升目标价至 91.9 港元，对应现价预计升幅 35.8%。

百万人民币	FY2023	FY2024	FY25E	FY26E	FY27E
营业额	24969.8	28662.9	32368.0	36355.8	39880.4
同比增长 (%)	-12.7%	9.0%	13.9%	10.8%	8.9%
归母净利润	4556.9	6240.6	6520.5	7477.5	8274.4
同比增长 (%)	-0.1%	36.9%	4.5%	14.7%	10.7%
净利润率(%)	18.3%	21.8%	20.1%	20.6%	20.7%
每股盈利 (港元)	3.03	4.11	4.34	4.97	5.50

数据来源：Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价：**91.9 港元**

现价：**67.7 港元**

预计升幅：**35.8%**

重要数据

日期	2025-11-11
收盘价 (港元)	67.7
总股本 (亿股)	15.03
总市值 (亿港元)	1017.68
净资产 (亿港元)	387.16
总资产 (亿港元)	573.49
52 周高低 (港元)	22.44/12.64
每股净资产 (港元)	25.76

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	6.11%
JPMorgan Chase & Co.	6.03%
富高集团有限公司	4.94%

相关报告

申洲国际 (2313.HK) 更新报告-
20250123

研究部

姓名：冯浩

SFC: BUQ780

电话：755-2151 9167

Email: fenghao@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 公司 25H1 收入增长主要由休闲大客户贡献

公司 25H1 收入 149.7 亿元，+15.3%；毛利率 27.1%，-1.9pts；归母净利润 31.8 亿元，+8.4%；归母净利润率 21.2%，-1.4pts。

从大客户来看，主要贡献是第一大客户（休闲）收入+27%，和第三大客户（运动）收入+28%，此外第二大客户（运动）和第四大客户（运动）收入分别+6%及+15%。

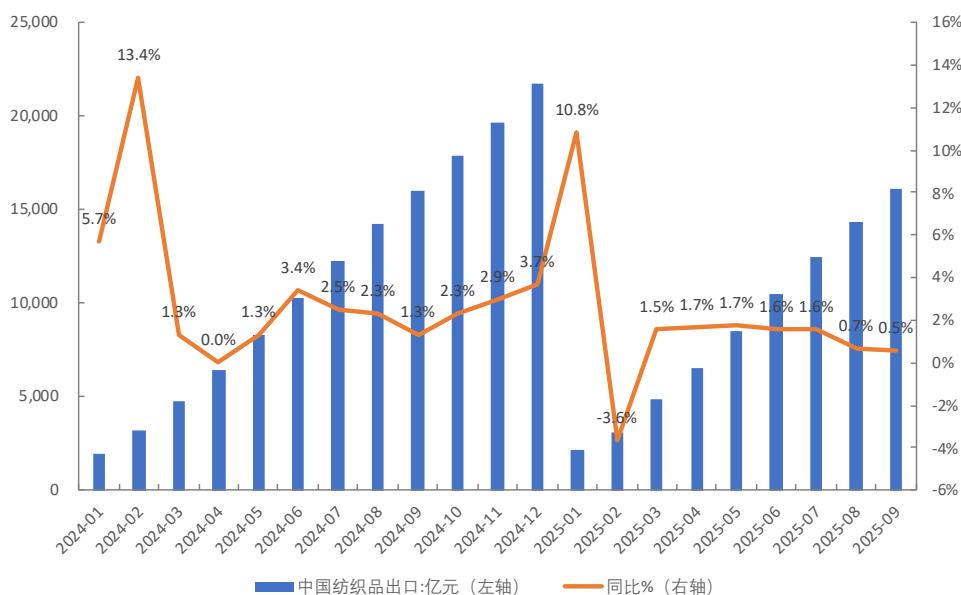
从产品结构来看，25H1 休闲类产品收入+37%，占比升至 25%；运动类产品收入+10%，收入占比降至 68%；内衣类和其他针织品收入分别+4%和+6%，占比分别为 6%和 1%。

➤ 关税落地后，公司的东南亚产能布局受益于产业链加速转移

关税风险落地后，越南、柬埔寨关税水平落地为 20%和 19%，处于中等偏低水平，加上地区较低的人力成本，加速了纺织产业链向东南亚迁移的过程。25H1 公司四大客户收入贡献增速快于其本身增速，渗透率均有提升，证明了公司受益于关税后产业链的加速转移。此外，由于公司提早实现了“双闭环”战略，即中国产能主要供应中国需求，因此中国区域业务在关税事件中也并未受到直接影响。

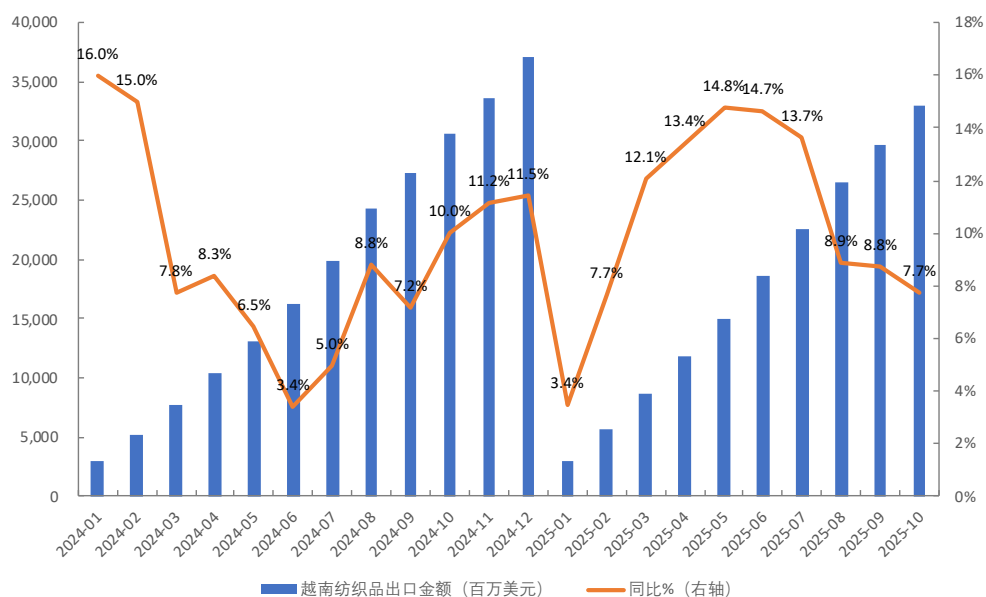
虽然关税仍有波动，特别是中美关税 10 月底有所下调，但推动纺织产业链向东南亚转移的核心推动因素为人力成本，而关税是催化因素，因此我们认为产业链变化趋势仍将持续，因此公司有望继续受益。

图 1：中国纺织品出口累计金额（亿元）和同比（%）



资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

图 2：越南纺织品出口累计金额（百万美元）和同比（%）



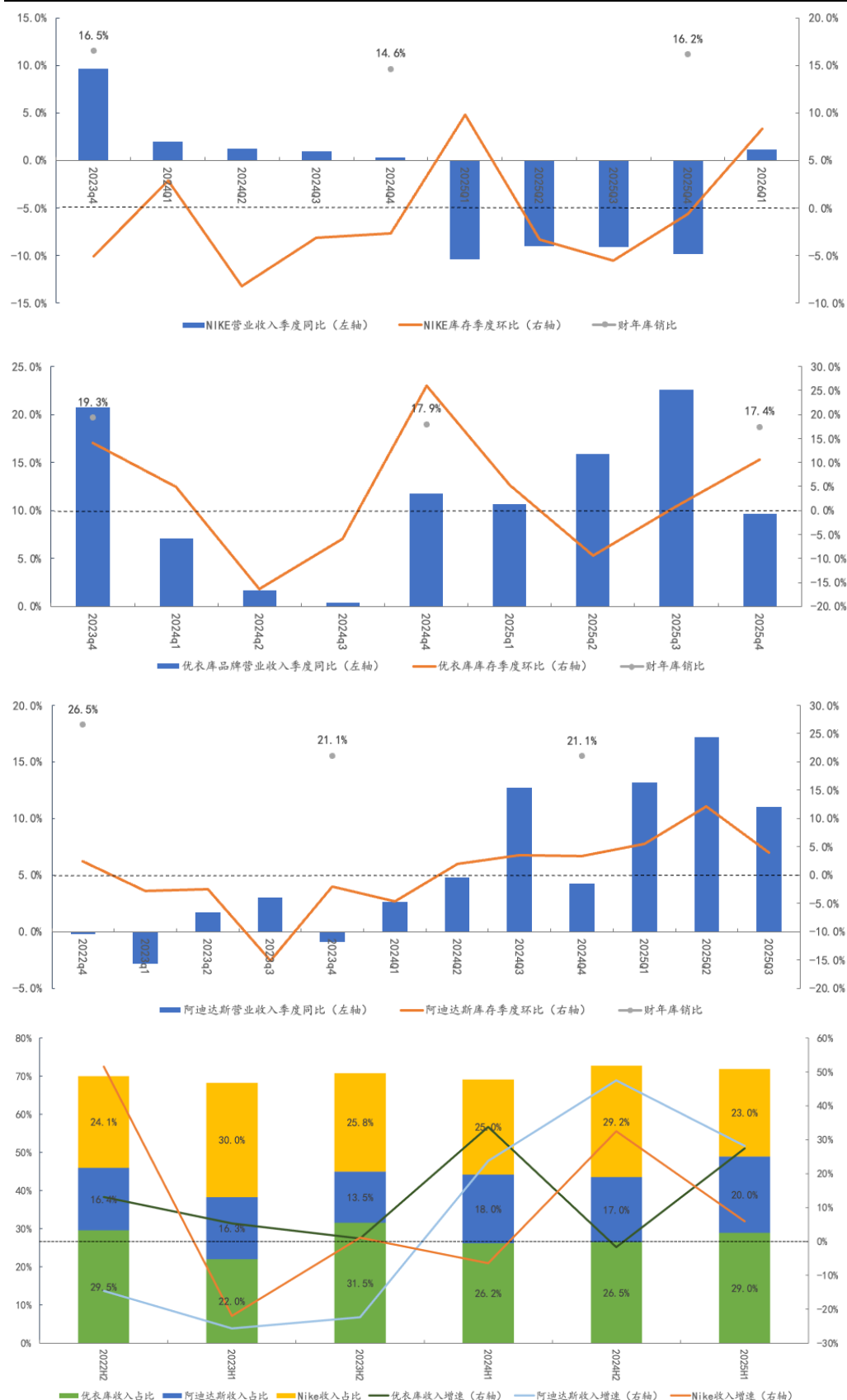
资料来源：越南统计局、国元证券经纪（香港）整理

➤ 大客户的渗透率提升，我们认为是在产业链中“量权”的体现

公司客户渗透率提升，我们认为是在公司契合品牌客户当下的供应链风险偏好。过去品牌通过将订单分散至多家供应商应对供应链风险，但由于疫情、关税等事件对供应链的冲击，产业链加速向东南亚转移，但东南亚并无类似中国的“小而多”的制造体系，因此品牌更倾向于加深和大型供应商的合作。

我们认为，公司作为具备强制造和反应能力的头部生产商，在供应链中的“议量”能力体现，即能获取更多订单。

图 3:Nike、优衣库、阿迪达斯季度收入和库存数据（下图 1-3）对比申洲国际 2022H2-2025H1 大客户收入数据（下图 4）



资料来源：各公司财报、国元证券经纪（香港）整理

➤ **运动类新产品扩充，我们认为是在产业链中“价权”的体现**

根据业绩会内容，公司在期内拓展了和第二大运动客户的【足球服】等新产品，受此帮助，该客户订单收入增长 27%。反映出公司在制造水平的拓宽，以及在上游研发领域和客户的更深度合作。

我们认为，纺服代工企业的订单价格依赖产品创新，新品类不仅对公司未来收入预期新增量，同时也能通过新产品保持毛利率优势，是公司在供应链中“议价”能力体现。

➤ **25H2 工资费用对财务同比影响消失、新产能逐步释放、NIKE 新产品**

由于人工成本于 24 年 7 月增加，以及工人数量增多，导致 25H1 工资费用同比 +19%，主要受此影响期内毛利率下降 1.9pts，而 25H2 的财务同比影响将消除。

根据业绩会信息，公司计划在越南增加的 200 吨/天的面料一期产能预计在年底前投产；新增的柬埔寨制衣厂于 25 年 3 月投产，计划全年招工 6000 人，截止中期已招聘 4000 人，可以提前完成招聘计划。

根据业绩会信息，公司积极推进和 NIKE 的新产品开发，如围绕跑步品类产品的新面料和产品等。我们认为，大客户的新产品订单对公司毛利率有一定推动作用。

➤ **维持“买入”评级，目标价为 91.8 港元**

我们认为此前公司估值压制的主要因素主要包括（1）关税下供应链的不确定性（2）大客户疲软。但我们认为目前这些影响因素在减弱，【1】关税逐步清晰且公司“双循环”战略成功【2】公司受益于供应链转移且有望提升渗透率。因此我们认为公司当前估值存在修复空间。

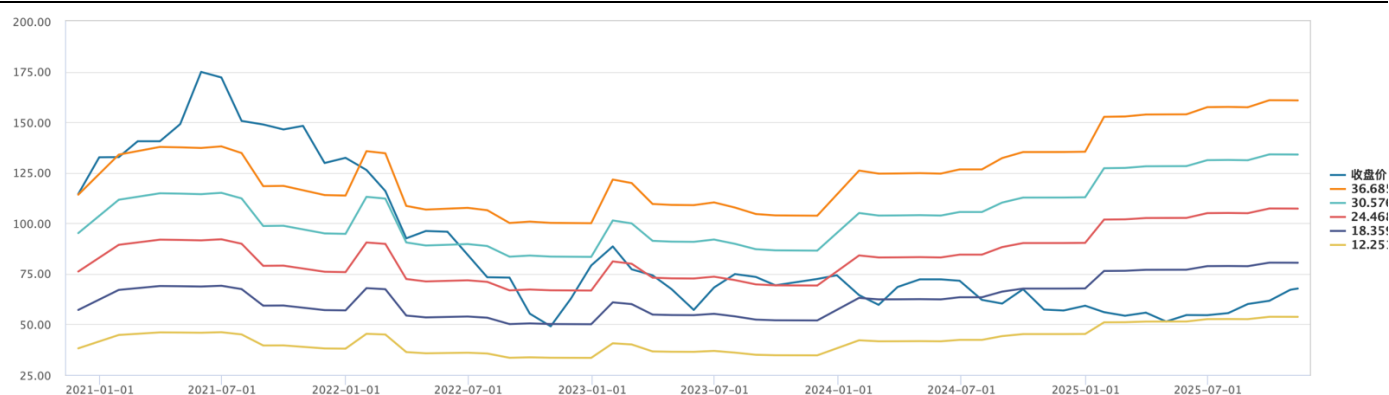
更新盈利预测，我们预计公司 FY25E-FY27E 营收分别为 323.7、363.6、398.8 亿元，同比+13.9%、+10.8%、+8.9%；预计归母净利润分别为 65.2、74.8、82.7 亿元，同比+4.5%、+14.7%、+10.7%。维持“买入”评级，给予目标估值 PE（2025E）19.5 倍，对应 PE（TTM）20.4 倍，提升目标价至 91.9 港元，对应现价预计升幅 35.8%。

表 1：行业可比公司估值

代码	简称	最新价（港元/元）	市值（亿港元/元）	PE				PB
				2024/25	25/26E	26/27E	27/28E	2024
港股								
2232.HK	晶苑国际	6.70	191.1	11.3	10.7	9.3	8.2	1.6
1836.HK	九兴控股	15.89	133.4	10.8	10.8	9.7	8.9	1.6
2111.HK	超盈国际控股	3.17	33.0	5.6	5.5	5.1	4.7	1.0
2199.HK	维珍妮	2.06	25.2	13.7	11.4	6.9	0.0	0.8
A股								
300979.SZ	华利集团	58.59	683.7	19.9	19.9	16.9	14.4	3.9
601339.SH	百隆东方	5.42	81.3	14.9	12.4	11.2	10.0	0.8
平均值			191.3	12.7	11.8	9.8	7.7	1.6
2313.HK	申洲国际	67.70	1,017.7	15.0	14.4	12.5	11.3	2.6

资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

图 4：公司过去 5 年动态 PE-Band



资料来源：WIND、国元证券经纪（香港）整理

【风险提示】

零售消费环境超预期波动

关税超预期变化

原材料价格超预期波动

【财务报表摘要】

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	28479	38572	42168	45113	48506
现金	11596	10869	10255	11194	12320
应收账款	5024	6151	6651	7271	7976
其它应收款	441	485	477	468	476
存货	6125	6885	7651	8190	8844
其他	5294	14182	17134	17990	18890
非流动资产	20132	14536	14491	15507	16195
固定资产	10931	10763	11701	12527	13031
递延税项资产	114	113	107	111	110
无形资产	129	132	144	156	169
其他	8958	3529	2539	2713	2884
资产总计	48611	53108	56659	60620	64700
流动负债	13384	16826	19224	21283	23081
短期借款	10204	12819	14701	16512	18113
应付账款	1198	1493	2217	2391	2622
其他应付账款	1603	1695	1720	1673	1696
应交税费	305	753	529	641	585
其他	74	66	56	66	64
非流动负债	2359	429	415	415	415
长期借款	1900	0	0	0	0
递延税项负债	349	362	351	351	351
其他	111	67	65	65	65
负债合计	15744	17255	19639	21698	23497
股本	151	151	151	151	151
储备	32716	35702	36809	38649	40582
归属于母公司所有者权益	32867	35853	36960	38800	40733
负债及权益合计	48611	53108	56599	60498	64230

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24970	28663	32368	36356	39880
营业成本	-18910	-20608	-23467	-25994	-28315
毛利	6060	8055	8901	10361	11565
营业费用	-164	-276	-312	-350	-384
管理费用	-1881	-1938	-2169	-2436	-2672
财务费用	-346	-375	-324	-291	-319
折旧摊销	1474	1522	1558	1690	1809
其他收入	1055	0	0	0	0
营业利润	5328	7534	7721	8775	9709
应占联营公司损益	13	5	13	13	13
利润总额	4996	7164	7410	8497	9403
所得税	-438	-923	-889	-1020	-1128
净利润	4557	6241	6521	7477	8274
归属于母公司净利润	4557	6241	6521	7477	8274
EPS (元)	3.0	4.2	4.3	5.0	5.5

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5227	5273	5953	7818	8448
除税前溢利	4996	7164	7410	8497	9403
折旧摊销	1474	1522	1825	1976	2115
利息收入	-779	-1076	-1044	-1148	-1263
财务费用	346	375	324	291	319
营运资金变动	116	-734	-1253	-746	-960
其它	-926	-1979	-1308	-1052	-1166
投资活动现金流	-1380	-3469	-3752	-1963	-2134
资本支出	-806		-1191	-1305	-1449
其他投资	-574	-3469	-2561	-658	-684
筹资活动现金流	333	-2651	993	3013	3512
借款变动	2277	-4368	-2601	-973	8526
股利分配	-2063	-2458	-3186	-3912	-4486
其他	119	4175	6779	7899	-528
现金净增加额	342	4180	-847	3194	8867
现金期初余额	7369	11596	10082	11090	12199
现金期末余额	11596	10869	13226	19907	21975

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-12.7%	9.0%	13.9%	10.8%	8.9%
营业利润	-3.3%	41.4%	2.5%	13.7%	10.6%
归母净利润	-0.1%	36.9%	4.5%	14.7%	10.7%
获利能力					
毛利率	24.3%	28.1%	27.5%	28.5%	29.0%
归母净利润率	18.3%	21.8%	20.1%	20.6%	20.7%
ROE	13.9%	17.4%	17.6%	19.3%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	32.4%	32.5%	34.7%	35.8%	36.3%
负债权益比	36.8%	35.8%	39.8%	42.6%	44.5%
流动比率	2.1	2.3	2.2	2.1	2.1
速动比率	1.7	1.9	1.8	1.7	1.7
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	5.0	5.1	5.1	5.2	5.2
应付账款周转率	17.8	15.3	12.7	11.3	11.3
每股资料 (元)					
每股收益	3.0	4.2	4.3	5.0	5.5
每股经营现金	3.5	3.5	4.0	5.2	5.6
每股净资产	21.9	23.9	24.6	25.8	27.1
估值比率					
PE	20.5	15.0	14.4	12.5	11.3
PB	2.8	2.6	2.5	2.4	2.3

投资评级定义及免责条款

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。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>