申洲國際（2313）

更新報告

買入

2025 年 09 月 11 日

25 年上半年收入增長超預期，預計下半年毛利率會有所提升

- **2025 年上半年業績概況：**公司收入同比增長 15.3%至 149.7 億元人民幣(同下)。量價拆分來看，量是主要的增長動力，價格（美元計）約下跌 0.8%，（人民幣計）是有輕微提升。毛利率下跌 1.9pct 至 27.1%，主要受員工薪酬於去年下半年有所提升的影響。經營費用率減少 0.3pct 到 9.1%。公司錄得歸母淨利潤增長 8.4%到 31.8 億元。總體收入增長超預期。擬派中期股息 1.38 港幣；派息維持穩定在 60%。
- **運動類表現維持穩定增長；休閒類和海外市場為主要增長動力：**分產品來看，運動類/休閒類/內衣類/其他分別錄得+9.9%/+37.4%/+4.1%/+6.0%的變化。運動類的增長主要受益於美國和歐洲市場的帶動，休閒類的表現則受益於日本,歐洲及其他市場需求的上升。從地區分佈來看，歐洲/美國/日本/其他區域/國內市場分別錄得+19.9%/+35.8%/+18.1%/+18.7%/-2.1%的變化。耐克/愛迪達/ 優衣庫/彪馬的增長分別為+6.0%/+28.2%/+27.4%/+14.7%；其占比的總和為 82.1%(增加 2.7pct)。集團的增長是優於客戶財報的表現,證明集團的競爭優勢能説明其在客戶市場份額的提升。
- **其他要點：**預計下半年量會有高單位數的增長，毛利率會比上半年有所提升(受益於運動品較快的增長）。產能方面：柬埔寨於上半年已招聘 4000 名員工,全年預計共招聘 6000 名員工。越南布廠的收購會把每天的產能提升 200-300 噸。關稅方面:影響應不大,還是會維持 FOB 的模式。資本開支:上半年為 15 億元，全年為 23 億元左右。
- **目標價 79.80 港元，維持買入評級：**縱使運動品牌和宏觀表現波動，申洲依然能取得領先的業績表現。展望未來，我們預計集團能維持良好的增長態勢並預計毛利率會逐步提升。我們繼續看好公司作為行業龍頭的發展，其優秀的管理執行和產品創新能力，垂直一體化、海內外均衡的佈局具有不可替代的優勢。我們維持買入評級；目標價為 79.80 港元，相當於 2025 年每股盈利預測 20 倍。
- **風險因素：**宏觀因素的影響、主要客戶表現比預期低、成本及匯率波動等。

王柏俊
852-25321915
patrick.wong@firstshanghai.com.hk

主要資料

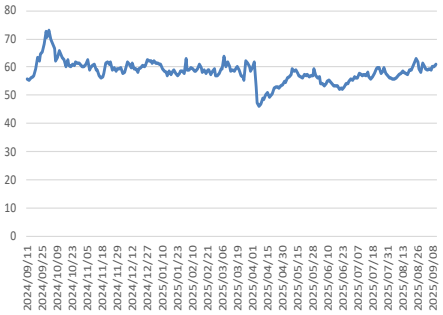
行業	服裝紡織
股價	60.85 港元
目標價	79.80 港元 （+31.1%）
股票代碼	2313
已發行股本	15.03 億股
市值	915 億港元
52 周高/低	71.99/39.94 港元
每股淨現值	24.587 人民幣
主要股東	Jianrong Ma (42.45%)

盈利摘要

截止12月31日財政年度	2023实际	2024实际	2025预测	2026预测	2027预测
收入（百万人民币）	24,970	28,663	32,246	35,728	39,408
变动（%）	-10.1%	14.8%	12.5%	10.8%	10.3%
净利润（百万人民币）	4,557	6,241	6,418	7,307	8,278
摊薄每股收益（人民币）	3.03	4.15	4.27	4.86	5.51
变动（%）	-0.1%	36.9%	2.8%	13.9%	13.3%
基于60.85港元的市盈率(倍)	18.8	13.7	13.3	11.7	10.3
每股派息（港元）	2.03	2.53	2.78	3.17	3.59
息率（%）	3.3%	4.2%	4.6%	5.2%	5.9%

來源：公司資料，第一上海預測

股價表現



來源：彭博

附錄 1：主要財務報表

损益表

<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
收入	24,970	28,663	32,246	35,728	39,408
毛利	6,060	8,055	8,803	9,932	11,153
其他业务收入	1,055	1,235	1,387	1,536	1,695
销售及管理费用	-164	-276	-295	-327	-360
行政费用	-1,881	-1,938	-2,148	-2,345	-2,547
其他费用	259	459	0	0	0
营运收入	5,328	7,534	7,747	8,798	9,940
财务成本	-346	-375	-375	-375	-375
其他非主营盈亏	13	5	5	5	5
税前盈利	4,996	7,164	7,377	8,428	9,570
所得税	-438	-923	-959	-1,121	-1,292
净利润	4,557	6,241	6,418	7,307	8,278
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
折旧及摊销	1,227	1,298	1,368	1,439	1,510
EBITDA	6,555	8,831	9,115	10,237	11,451
摊薄EPS（人民币元）	3.0	4.2	4.3	4.9	5.5
DPS（港元）	2.0	2.5	2.8	3.2	3.6

财务分析

<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
增长					
总收入 (%)	-10.1%	14.8%	12.5%	10.8%	10.3%
EBITDA (%)	-1.7%	34.7%	3.2%	12.3%	11.9%
净利润 (%)	-0.1%	36.9%	2.8%	13.9%	13.3%
摊薄EPS	-0.1%	36.9%	2.8%	13.9%	13.3%
盈利能力					
毛利率 (%)	24.3%	28.1%	27.3%	27.8%	28.3%
EBITDA 利率 (%)	26.3%	30.8%	28.3%	28.7%	29.1%
净利率(%)	18.3%	21.8%	19.9%	20.5%	21.0%
ROA	9.9%	12.3%	11.9%	13.1%	14.2%
ROE	14.3%	18.2%	17.3%	18.3%	19.3%
营运表现					
SG&A/收入(%)	8.2%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%
实际税率 (%)	8.8%	12.9%	13.0%	13.3%	13.5%
派息率 (%)	60.3%	55.8%	60.0%	60.0%	60.0%
库存周转	120	116	116	116	116
应付账款天数	21	24	25	25	25
应收账款天数	73	71	71	71	71
财务状况					
计息负债/股东权益	31%	36%	30%	25%	21%
盈利对利息倍数	19.3	23.8	23.4	26.2	29.3

资产负债表

<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 实际	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
现金	11,596	10,869	8,843	7,600	6,751
应收账款	5,024	6,151	6,920	7,668	8,457
存货	6,125	6,885	7,746	8,582	9,466
其他流动资产	5,735	14,667	15,370	16,105	16,877
总流动资产	28,479	38,572	38,879	39,955	41,551
固定资产	10,931	10,763	12,013	12,963	13,913
其他资产资产	9,201	3,773	3,936	4,106	4,286
总资产	48,611	53,108	54,828	57,024	59,750
短期贷款	10,204	12,819	11,537	10,383	9,345
应付帐款、应付票据	1,202	1,493	1,680	1,861	2,053
其他短期负债	1,979	2,515	2,726	2,932	3,150
总短期负债	13,384	16,826	15,943	15,176	14,548
计息长期负债	0	0	0	0	0
其他负债	2,359	429	465	505	549
总负债	15,744	17,255	16,408	15,681	15,096
少数股东权益	0	0	0	0	0
总权益	32,867	35,853	38,420	41,343	44,654

现金流量表

<人民币><百万>, 财务年度截至<12月31日>

	2023年 实际	2024年 预测	2025年 预测	2026年 预测	2027年 预测
净利润	4,557	6,241	6,418	7,307	8,278
非现金项调整	1,343	1,401	1,050	1,050	1,050
营运资本变化	318	-1,548	-1,292	-1,255	-1,327
营运现金流	5,900	8,548	8,832	9,954	11,167
固定资产投资	-1,060	-1,708	-2,300	-2,000	-2,000
其他投资活动	-320	-2,582	-503	-542	-584
投资活动现金流	-1,380	-4,290	-2,803	-2,542	-2,584
负债变化	3,006	2,615	-1,282	-1,154	-1,038
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-2,748	-3,482	-3,851	-4,384	-4,967
其他融资活动	0	0	0	0	0
融资活动现金流	333	-1,820	-6,085	-6,563	-7,102
现金变化	4,227	747	-2,026	-1,243	-849
汇率损失	47	0	0	0	0
期初持有现金	7,369	11,596	10,869	8,843	7,600
期末持有现金	11,596	12,344	8,843	7,600	6,751

资料来源：公司资料、第一上海预测

本報告不可對加拿大、日本、美國地區及美國國籍人士發放

第一上海證券有限公司

香港中環德輔道中 71 號
永安集團大廈 19 樓
電話:(852)2522-2101
傳真:(852)2810-6789

本報告由第一上海證券有限公司(“第一上海”)編制，僅供機構投資者一般審閱。未經第一上海事先明確書面許可，就本報告之任何材料、內容或印本，不得以任何方式複製、摘錄、引用、更改、轉移、傳輸或分發給任何其他人。本報告所載的資料、工具及材料只提供給閣下作參考之用，並非作為或被視為出售或購買或認購證券或其它金融票據，或就其作出要約或要約邀請，也不構成投資建議。閣下不可依賴本報告中的任何內容作出任何投資決策。本報告及任何資料、材料及內容並未有考慮到個別的投資者的特定投資目標、財務情況、風險承受能力或任何特別需要。閣下應綜合考慮到本身的投資目標、風險評估、財務及稅務狀況等因素，自行作出本身獨立的投資決策。

本報告所載資料及意見來自第一上海認為可靠的來源取得或衍生，但對於本報告所載預測、意見和預期的公平性、準確性、完整性或正確性，並不作任何明示或暗示的陳述或保證。第一上海或其各自的董事、主管人員、職員、雇員或代理均不對因使用本報告或其內容或與此相關的任何損失而承擔任何責任。對於本報告所載資訊的準確性、公平性、完整性或正確性，不可作出依賴。

第一上海或其一家或多家關聯公司可能或已經，就本報告所載資訊、評論或投資策略，發佈不一致或得出不同結論的其他報告或觀點。資訊、意見和估計均按“現況”提供，不提供任何形式的保證，並可隨時更改，恕不另行通知。

第一上海並不是美國一九三四年修訂的證券法(「一九三四年證券法」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊經紀-交易商。此外，第一上海亦不是美國一九四零年修訂的投資顧問法(下簡稱為「投資顧問法」，「投資顧問法」及「一九三四年證券法」一起簡稱為「有關法例」)或其他有關的美國州政府法例下的註冊投資顧問。在沒有獲得有關法例特別豁免的情況下，任何由第一上海提供的經紀及投資顧問服務，包括(但不限於)在此檔內陳述的內容，皆沒有意圖提供給美國人。此檔及其複印本均不可傳送或被帶往美國、在美國分發或提供給美國人。

在若干國家或司法管轄區，分發、發行或使用本報告可能會抵觸當地法律、規定或其他註冊/發牌的規例。本報告不是旨在向該等國家或司法管轄區的任何人或單位分發或由其使用。

©2025 第一上海證券有限公司版權所有。保留一切權利。