

**买入**
**25年核心业务利润+1.4%，产业龙头估值吸引**
**申洲国际 (2313.HK)**

2026-04-16 星期四

**【投资要点】**
**► 期内核心净利润+1.4%，受汇兑等影响归母净利润-6.7%**

2025年公司实现收入309.9亿元，+8.1%，毛利润81.7亿元，同比+1.4%，毛利率26.3%，-1.8pps；归母净利润58.3亿元，-6.7%；归母净利润率18.8%，-2.0pps。毛利率下降的主要原因是：1.工资上涨速度快于收入上涨速度 2.下半年分担部分关税，影响全年毛利率约0.5个百分点 3.人民币与美元的汇率波动产生小幅影响。

净利润同比下跌的主要原因是：1.汇兑损益期间亏损2.6亿元，上年同期盈利1.0亿元。2.上财年物业一次性处置收益3.4亿元，本财年无。若扣除以上影响以及政府补贴、利息收入的影响后，公司期内核心净利润为49.9亿元，同比+1.4%。

**► 26年展望相对保守，战事导致的原材料价格波动对毛利率有潜在压力**

根据业绩会内容，公司26年新产能将有柬埔寨约6000人的新工厂以及越南新面料厂扩产，预计有中单位数产能提升，此外公司预计26年下半年将会引入新客户。毛利率方面，总体来看存在不确定性，正面因素包括效率提升和新产能释放，以及折旧占比降低，负面因素主要是中东战事造成的化纤类的原料价格短期上涨，可能会造成成本端的滞后影响，而关税对毛利率的影响和25年预计持平。我们认为，根据以上信息，公司26财年收入端依旧可以实现约单位数增长，毛利率存在不确定性，此外汇率波动也对归母净利润率存在不确定影响。

**► 我们的观点**

依据公司目前股价和估值情况，几乎大部分负面因素都反应在其中，但管理层对26年展望总体持保守态度，因此短期估值仍存在一定压力。

但我们认为，虽然管理层尚未提及，但一些潜在的正面信息也有可能逐步反应，例如（1）.2026年作为体育大年公司的主要体育客户可能受益。（2）.关税影响逐步减弱，中国2月纺织品出口实现中双位数增长，这可能有利于公司中国地区产能利用率。公司作为纺服产业龙头，目前的估值水平处于过去5年最低水平，建议追踪关注。

**► 维持“买入”评级，目标价为59.7港元**

更新盈利预测，我们预计公司FY26E-FY28E营收分别为326.8、355.2、384.0亿元，同比+5.4%、+8.7%、+8.1%；预计归母净利润分别为60.1、66.5、76.0亿元，同比+3.1%、+10.7%、+14.3%。维持“买入”评级，给予目标估值PE（2026E）13.0倍，对应PE（TTM）12.5倍，目标价为59.7港元，对应现价预计升幅24.4%。

百万人民币	FY2024	FY2025	FY26E	FY27E	FY28E
营业额	28662.9	30993.7	32682.9	35519.8	38404.0
同比增长 (%)	14.8%	8.1%	5.4%	8.7%	8.1%
归母净利润	6240.6	5825.3	6008.4	6651.5	7604.1
同比增长 (%)	36.9%	-6.7%	3.1%	10.7%	14.3%
净利润率 (%)	21.8%	18.8%	18.4%	18.7%	19.8%
每股盈利 (港元)	4.77	4.45	4.60	5.09	5.81

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **59.7 港元**  
 现价: **48.0 港元**  
 预计升幅: **24.4%**

**重要数据**

日期	2026-04-15
收盘价 (港元)	48.0
总股本 (亿股)	15.03
总市值 (亿港元)	709.21
净资产 (亿港元)	374.92
总资产 (亿港元)	569.43
52周高低 (港元)	73.00/40.68
每股净资产 (港元)	28.49

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

申洲国际 (2313.HK) 更新报告-20251112

**研究部**

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

## 【报告正文】

### ➤ 期内核心净利润+1.4%，受汇兑等影响归母净利润-6.7%

2025 年公司实现收入 309.9 亿元，+8.1%，毛利润 81.7 亿元，同比+1.4%，毛利率 26.3%，-1.8pps；归母净利润 58.3 亿元，-6.7%；归母净利润率 18.8%，-2.0pps。

毛利率下降的主要原因是：1.工资上涨速度快于收入上涨速度 2.下半年分担部分关税，影响全年毛利率约 0.5 个百分点 3.人民币与美元的汇率波动产生小幅影响。

净利润同比下跌的主要原因是：1.汇兑损益期间亏损 2.6 亿元，上年同期盈利 1.0 亿元。2.上财年物业一次性处置收益 3.4 亿元，本财年无。若扣除以上影响以及政府补贴、利息收入的影响后，公司期内核心净利润为 49.9 亿元，同比+1.4%。

### ● 收入分析

分产品品类，休闲类产品收入+16.7%，占比升至 27.1% (+2.0pps)；运动类产品收入+5.9%，收入占比降至 67.7% (-1.4pps)；内衣类和其他针织品收入分别-2.3%和-3.4%，占比分别为 4.5%和 0.7%。

大客户情况，主要贡献是第一大客户（休闲）收入+13.7%，占比 29.3%，第二、第三大客户（运动）收入分别为+1.8%、+28.7%，占比分别为 24.3%、20.8%。

分地区市场，欧洲区收入+20.6%，占比 20.2% (+2.1pps)，美国收入+21.0%，占比 18.0% (1.9pps)，日本收入+6.4%，占比 16.6% (-0.3pps)，中国大陆区收入-8.4%，占比 23.8% (-4.3pps)，其他地区收入+10.9%，占比 21.4% (+0.6pps)

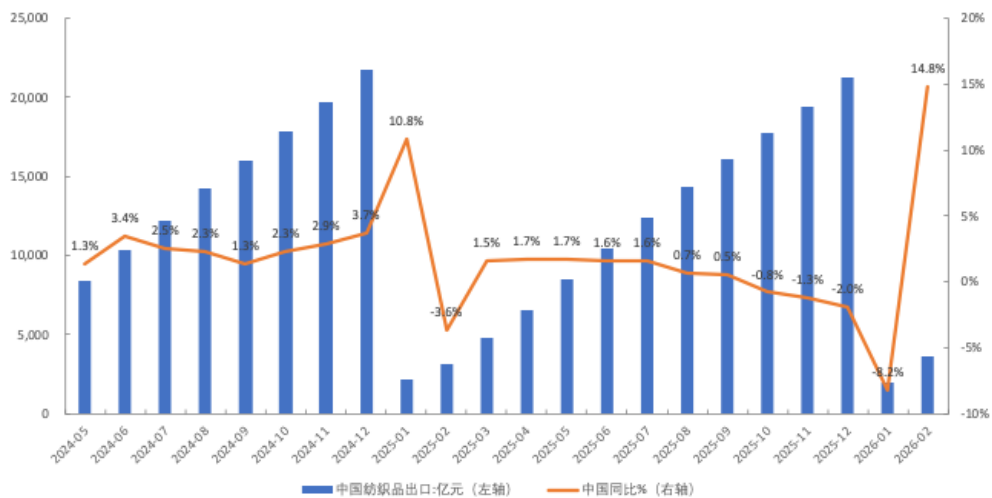
分上下半年来看，25H2 收入+2% (VS.25H1 收入+15%)，主要原因是下半年中国大陆受到需求影响，收入-14%；某运动客户订单下滑，影响收入。

### ➤ 26 年展望相对保守，战事导致的原材料价格波动对毛利率有潜在压力

根据业绩会内容，公司 26 年新产能将有柬埔寨约 6000 人的新工厂以及越南新面料厂扩产，预计有中单位数产能提升，此外公司预计 26 年下半年将会引入新客户。毛利率方面，总体来看存在不确定性，正面因素包括效率提升和新产能释放，以及折旧占比降低，负面因素主要是中东战事造成的化纤类的原料价格短期上涨，可能会造成成本端的滞后影响，而关税对毛利率的影响和 25 年预计持平。

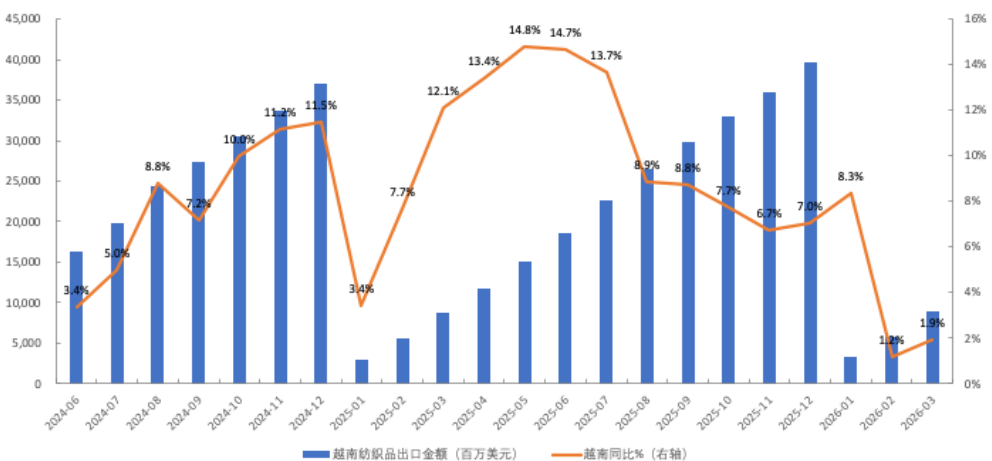
我们认为，根据以上信息，公司 26 财年收入端依旧可以实现约单位数增长，毛利率存在不确定性，此外汇率波动也对归母净利润率存在不确定影响。

**图 1：中国纺织品出口累计金额（亿元）和同比（%）**



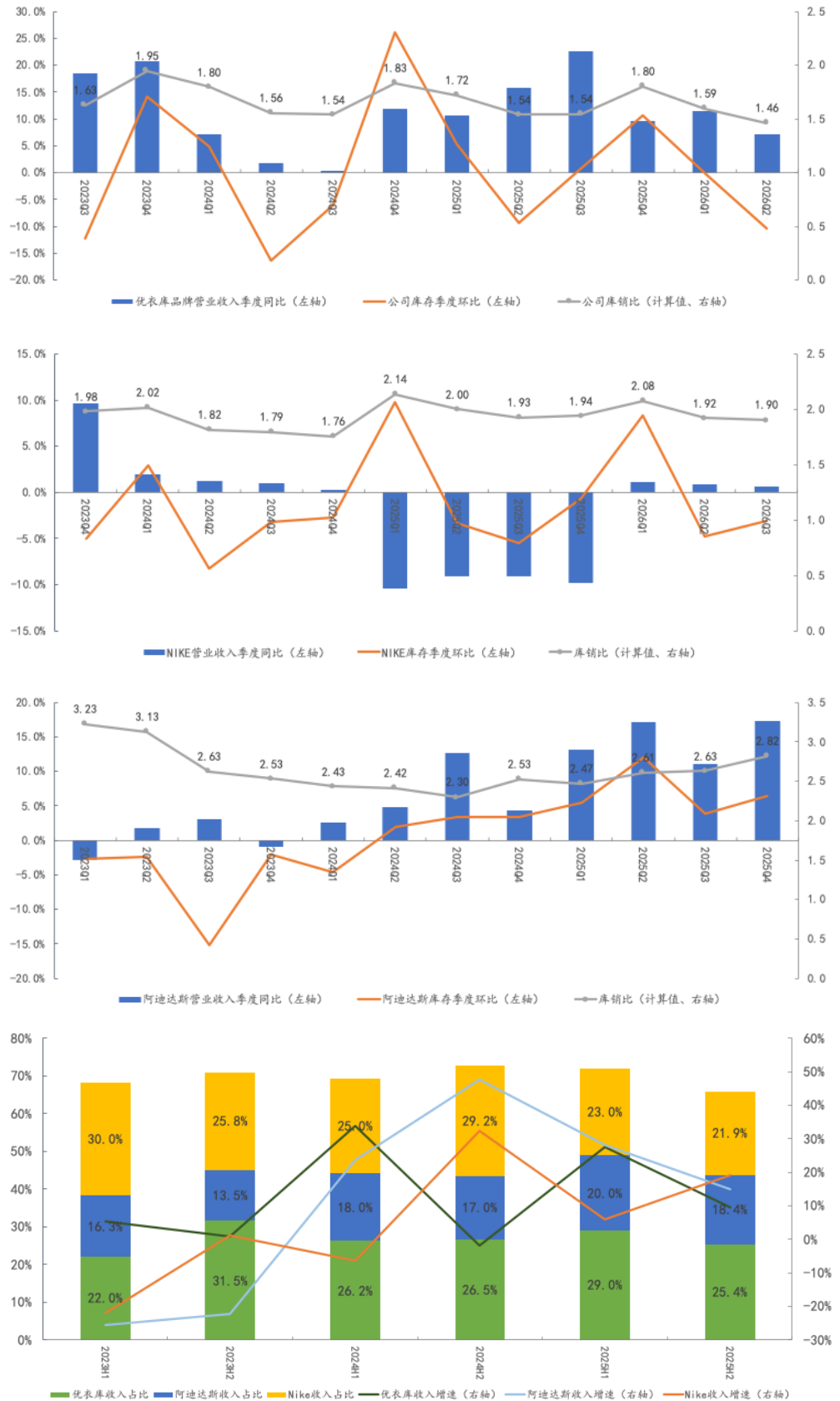
资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

**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

**图 3:优衣库、Nike、阿迪达斯季度收入和库存数据 (下图 1-3) 对比申洲国际 2023H1-2025H2 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

### ➤ 我们的观点

依据公司目前股价和估值情况，几乎大部分负面因素都反应在其中，但管理层对26年展望总体持保守态度，因此短期估值仍存在一定压力。

但我们认为，虽然管理层尚未提及，但一些潜在的正面信息也有可能逐步反应，例如（1）.2026年作为体育大年公司的主要体育客户可能受益。（2）.关税影响逐步减弱，中国2月纺织品出口实现中双位数增长，这可能有利于公司中国地区产能利用率。公司作为纺服产业龙头，目前的估值水平处于过去5年最低水平，建议追踪关注。

### ➤ 维持“买入”评级，目标价为59.7港元

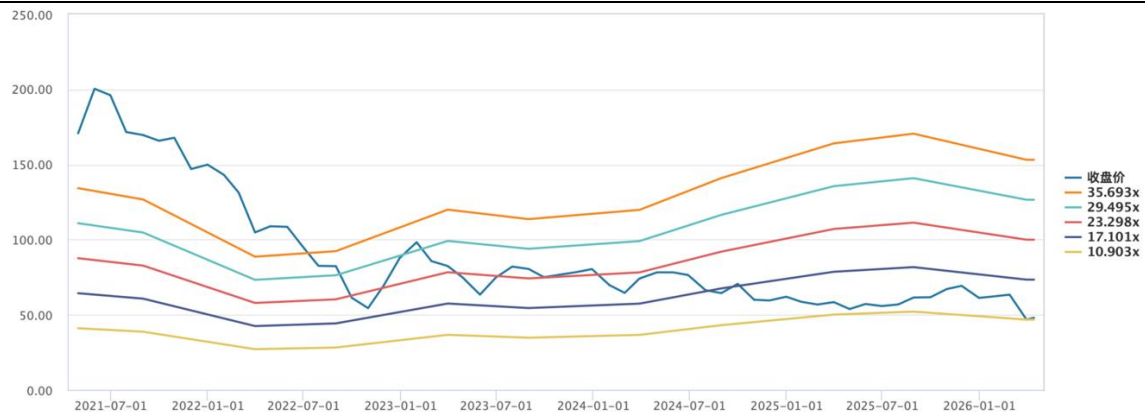
更新盈利预测，我们预计公司FY26E-FY28E营收分别为326.8、355.2、384.0亿元，同比+5.4%、+8.7%、+8.1%；预计归母净利润分别为60.1、66.5、76.0亿元，同比+3.1%、+10.7%、+14.3%。维持“买入”评级，给予目标估值PE（2026E）13.0倍，对应PE（TTM）12.5倍，提升目标价至59.7港元，对应现价预计升幅24.4%。

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	2025
<b>港股</b>								
2232.HK	晶苑国际	6.26	178.6	10.2	9.1	8.1	7.3	1.4
1836.HK	九兴控股	15.13	127.3	11.9	10.8	9.8	9.4	1.5
2111.HK	超盈国际控股	2.87	29.8	5.4	4.9	4.5	4.4	0.8
2199.HK	维珍妮	2.00	24.5	9.4	8.8	5.8	4.2	0.8
<b>A股</b>								
300979.SZ	华利集团	42.49	495.9	15.5	13.7	12.0	11.2	3.1
601339.SH	百隆东方	8.06	120.9	22.1	15.9	14.1	0.0	1.3
	<b>平均值</b>		162.8	12.4	10.5	9.0	6.1	1.5
2313.HK	中洲国际	48.00	721.5	10.1	10.45	9.4	8.3	1.7

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】**
**财务报表摘要**
**资产负债表**

单位: 百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	38572	42164	43361	45780	48704
现金	10869	15411	15097	15743	16988
应收账款	6151	6944	6716	7201	7681
其它应收款	485	458	457	460	465
存货	6885	6710	7819	8440	8939
其他	14182	12641	13272	13935	14632
<b>非流动资产</b>	14536	14779	17121	18166	18872
固定资产	10763	11666	12624	13466	13972
递延税项资产	113	134	114	119	120
无形资产	132	126	135	144	154
其他	3529	2853	4248	4437	4627
<b>资产总计</b>	<b>53108</b>	<b>56943</b>	<b>60481</b>	<b>63945</b>	<b>67576</b>
<b>流动负债</b>	16826	18844	20513	22017	23589
短期借款	12819	14601	15397	16734	18093
应付账款	1493	1383	2686	2725	2946
其他应付账款	1695	2100	1767	1791	1838
应交税费	753	678	579	670	624
其他	66	82	83	97	88
<b>非流动负债</b>	429	608	610	610	610
长期借款	0	198	200	200	200
递延税项负债	362	353	353	353	353
其他	67	56	56	56	56
<b>负债合计</b>	<b>17255</b>	<b>19451</b>	<b>21122</b>	<b>22626</b>	<b>24199</b>
股本	151	151	151	151	151
储备	35702	37341	39208	41168	43227
归属于母公司所有者权益	35853	37492	39359	41319	43378
<b>负债及权益合计</b>	<b>53108</b>	<b>56943</b>	<b>60481</b>	<b>63946</b>	<b>67576</b>

**利润表**

单位: 百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	<b>28663</b>	<b>30994</b>	<b>32683</b>	<b>35520</b>	<b>38404</b>
营业成本	-20608	-22828	-24185	-26107	-27651
毛利	8055	8165	8498	9413	10753
营业费用	-276	-250	-264	-287	-310
管理费用	-1938	-2095	-2222	-2380	-2573
财务费用	-375	-335	-360	-355	-384
折旧摊销	1522	1489	1705	1841	1965
其他收入	0	1431	1500	1500	1500
<b>营业利润</b>	<b>7534</b>	<b>6997</b>	<b>7261</b>	<b>7996</b>	<b>9120</b>
应占联营公司损益	5	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>7164</b>	<b>6666</b>	<b>6906</b>	<b>7645</b>	<b>8740</b>
所得税	-923	-841	-898	-994	-1136
净利润	6241	5825	6008	6651	7604
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>6241</b>	<b>5825</b>	<b>6008</b>	<b>6651</b>	<b>7604</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>4.2</b>	<b>3.9</b>	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>5.1</b>

**现金流量表**

单位: 百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	<b>5273</b>	<b>5668</b>	<b>7080</b>	<b>8181</b>	<b>8181</b>
除税前溢利	7164	6906	7645	7645	8740
折旧摊销	1522	2009	2167	2167	2314
利息收入	-1076	-1183	-1302	-1302	-1432
财务费用	375	360	355	355	384
营运资金变动	-734	-712	-563	-563	-740
其它	-1979	-1712	-1223	-1223	-1086
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3469</b>	<b>-1466</b>	<b>160</b>	<b>-2072</b>	<b>-2072</b>
资本支出	-1522	-2240	-2210	-2210	-2232
其他投资	-1948	774	2370	160	160
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-2651</b>	<b>2017</b>	<b>3736</b>	<b>3892</b>	<b>3892</b>
借款变动	-5085	-2112	-724	8504	8504
股利分配	-2458	-3186	-3605	-3991	-3991
其他	4892	7314	8065	-621	-621
<b>现金净增加额</b>	<b>4180</b>	<b>-847</b>	<b>6219</b>	<b>10977</b>	<b>10977</b>
<b>现金期初金额</b>	<b>11596</b>	<b>15411</b>	<b>15097</b>	<b>15743</b>	<b>15743</b>
<b>现金期末金额</b>	<b>10869</b>	<b>21380</b>	<b>25874</b>	<b>25874</b>	<b>25594</b>

**主要财务比率**

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>年成长率</b>					
营业收入	14.8%	8.1%	5.4%	8.7%	8.1%
营业利润	41.4%	-7.1%	3.8%	10.1%	14.1%
归母净利润	36.9%	-6.7%	3.1%	10.7%	14.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	28.1%	26.3%	26.0%	26.5%	28.0%
归母净利率	21.8%	18.8%	18.4%	18.7%	19.8%
ROE	17.4%	15.5%	15.3%	16.1%	17.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.5%	34.2%	34.9%	35.4%	35.8%
负债权益比	35.8%	39.5%	39.6%	41.0%	42.2%
<b>流动性</b>					
流动比率	2.3	2.2	2.1	2.1	2.1
速动比率	1.9	1.9	1.7	1.7	1.7
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
应收帐款周转率	5.1	4.7	5.1	5.1	5.2
应付帐款周转率	15.3	15.9	11.6	9.6	9.8
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	4.2	3.9	4.0	4.4	5.1
每股经营现金	3.5	3.8	4.7	4.7	5.4
每股净资产	23.9	24.9	26.2	27.5	28.9
<b>估值比率</b>					
PE	10.1	10.8	14.7	13.3	11.6
PB	1.8	1.7	1.6	1.5	1.4

# 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>