

## 持有

## 未来关注公司海外新产能爬坡和新客户贡献

申洲国际 (2313.HK)

2026-09-22 星期二

### 【投资要点】

#### ➤ 26H1 利润下滑的主要影响是汇率和成本

26H1 公司实现收入 141.8 亿元, -5.3%; 毛利润 32.0 亿元, -21.2%, 毛利率 22.6%, -4.5pts; 归母净利润 19.0 亿元, -40.0%, 净利率 13.4%, -7.8pts。

毛利率下降的主要原因是: (1) 人民币兑美元升值 4%, 影响美元结算收入折算后的人民币金额及毛利润; (2) 海外员工数量和比例增加, 导致人工摊薄成本提升; (3) 原材料涨价速度快, 供应链顺价有一定滞后性。去年同期没有关税影响。

净利润若剔除期内主要非经营性利润影响: 汇兑亏损 5.06 亿元, 同期为盈利 1.26 亿元, 同比-6.33 亿元; 政府补贴同比-1.62 亿元。则公司期内净利润同比-22.6%, 约和毛利润下降幅度 (-21.2%) 一致。

#### ➤ 需求展望稳定, 成本端短期压力仍在, 产能效率提升是盈利能力恢复抓手

根据业绩会内容, 收入层面预计 26H2 客户整体需求情况相对稳定。毛利率方面, 正面因素包括: (1) 下半年关税影响预计小于上半年; (2) 内地生产基地推进技改, 有助于提高产出效率; (3) 越南及柬埔寨新工厂逐步提升生产效率。但人工成本及化纤原料成本上涨, 人民币汇率亦存在不确定性。

产能方面, 越南面料工厂未来将继续扩产, 柬埔寨新厂继续爬坡。印尼成衣项目土地计划 26H2 开始建设, 预计于 2027 年末投产使用。未来公司海外面料及成衣配套能力的完善, 有助于公司承接品牌客户在东南亚的采购需求。

我们认为, 未来短期公司客户需求尚未普遍回升, 短期收入增长动力仍相对有限。成本端, 原材料压力仍需时间消化, 当前利润率改善主要动力是国内工厂技改和海外工厂生产效率提升。

#### ➤ 给予“持有”评级, 目标价为 41.24 港元

我们认为, 公司在产业链中的护城河未变: 稳定高效的大规模生产交付能力、面料和产品研发能力; 因此公司仍是头部和快速增长品牌最青睐的供应商之一。并且未来公司持续拓展东南亚产能、提升规模效应, 并扩充上游面料生产能力, 中长期具备毛利率提升能力。短期来看公司压力仍在, 一方面消费需求一定程度受通胀压制, 另一方面成本端顺价需要时间消化。

更新盈利预测, 我们预计公司 FY26E-FY28E 营收分别为 292.5、322.2、351.8 亿元, 同比-5.6%、+10.2%、+9.2%; 归母净利润分别为 44.1、53.6、60.8 亿元, 同比-24.2%、+21.4%、+13.4%。给予“持有”评级, 目标估值 PE (2026E) 12.0 倍, 目标价为 41.24 港元。对应现价预计升幅 18.9%。

| 百万人民币     | 2025    | 2026H1  | 2026E   | 2027E   | 2028E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业额       | 30993.7 | 14179.2 | 29248.2 | 32219.8 | 35177.6 |
| 同比增长 (%)  | 8.1%    | -5.3%   | -5.6%   | 10.2%   | 9.2%    |
| 归母净利润     | 5825.3  | 1904.9  | 4413.6  | 5360.0  | 6080.5  |
| 同比增长 (%)  | -6.7%   | -40.0%  | -24.2%  | 21.4%   | 13.4%   |
| 净利率 (%)   | 18.8%   | 13.4%   | 15.1%   | 16.6%   | 17.3%   |
| 每股盈利 (港元) | 4.53    | 1.47    | 3.44    | 4.17    | 4.73    |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目标价: **41.24 港元**

现价: **34.70 港元**

预计升幅: **18.9%**

### 重要数据

| 日期          | 2026-09-21  |
|-------------|-------------|
| 收盘价 (港元)    | 34.70       |
| 总股本 (亿股)    | 15.03       |
| 总市值 (亿港元)   | 519.81      |
| 净资产 (亿港元)   | 429.90      |
| 总资产 (亿港元)   | 660.55      |
| 52 周高低 (港元) | 69.48/34.02 |
| 每股净资产 (港元)  | 28.89       |

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% |
| JPMorgan Chase & Co. | 8.04%  |
| Schroders PLC        | 8.03%  |

### 相关报告

申洲国际 (2313.HK) 更新报告-20260416

申洲国际 (2313.HK) 更新报告-20251112

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】

### ➤ 26H1 利润下滑的主要影响是汇率和成本

26H1 公司实现收入 141.8 亿元，同比-5.3%；毛利润 32.0 亿元，同比-21.2%，毛利率 22.6%，同比-4.5pts；归母净利润 19.0 亿元，同比-40.0%，归母净利润率 13.4%，同比-7.8pts。

收入端，期内人民币计价平均售价同比基本持平，销售数量减少是收入下降的主要原因，但公司实际产出效率表现优于收入变化幅度。

毛利端，期内毛利率影响因素排序：（1）人民币兑美元升值 4%，影响美元结算收入折算后的人民币金额及毛利润；（2）海外员工数量和比例增加，导致人工摊薄成本提升，期内员工成本 45.4 亿元，同比+3.3%，占收入比重由 29.4%升至 32.0%；（3）原材料涨价速度快，供应链顺价有一定滞后性。去年同期没有关税影响。

利润端，若剔除期内主要非经营性利润影响：汇兑亏损 5.06 亿元，同期为盈利 1.26 亿元，同比-6.33 亿元；政府补贴同比-1.62 亿元。则公司期内净利润同比-22.6%，约和毛利润下降幅度（-21.2%）一致。

### ● 收入分析

分产品品类，运动类收入 90.4 亿元，同比-10.7%，占收入比重 63.8%；休闲类收入 39.6 亿元，同比+4.5%，占比 27.9%；内衣类收入 10.0 亿元，同比+6.1%，占比 7.0%。运动类收入下滑是本期收入下降的主要原因，休闲及内衣类保持增长，但未能抵消运动类业务的降幅。

大客户情况，四大客户合计收入占比 82.3%，上年同期为 82.1%。期内 Nike 及 Puma 相关订单偏弱，阿迪达斯世界杯相关球衣产品仍有增长。国内品牌收入占比约 10%，同比提升。北美新客户已于二季度开始生产、预计三季度出货。

分地区市场，美国收入 22.6 亿元，同比-11.7%；欧洲收入 27.6 亿元，同比-8.9%；中国大陆收入 34.6 亿元，同比-5.2%；日本收入 25.7 亿元，同比+2.6%；其他地区收入 31.4 亿元，同比-3.1%。美国及欧洲收入降幅较大，日本市场保持增长，地区表现同样存在分化。

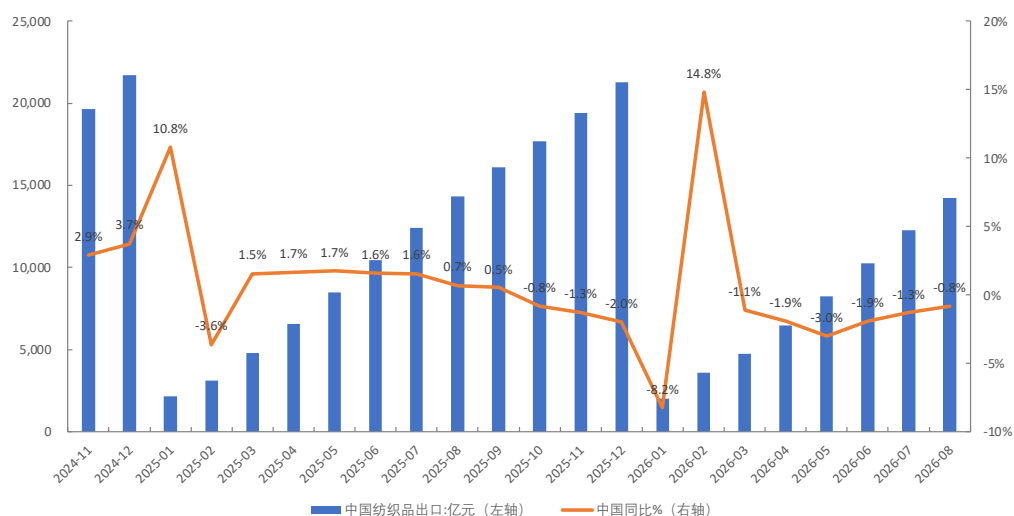
### ➤ 需求展望稳定，成本端短期压力仍在，产能效率提升是盈利能力恢复抓手

根据业绩会内容，收入层面预计 26H2 客户整体需求情况相对稳定。毛利率方面，正面因素包括：（1）下半年关税影响预计小于上半年；（2）内地生产基地推进技改，有助于提高产出效率；（3）越南及柬埔寨新工厂逐步提升生产效率。但人工成本及化纤原料成本上涨，人民币汇率亦存在不确定性。

产能方面，越南面料工厂未来将继续扩产，柬埔寨新厂继续爬坡。印尼成衣项目土地计划 26H2 开始建设，预计于 2027 年末投产使用。未来公司海外面料及成衣配套能力的完善，有助于公司承接品牌客户在东南亚的采购需求。

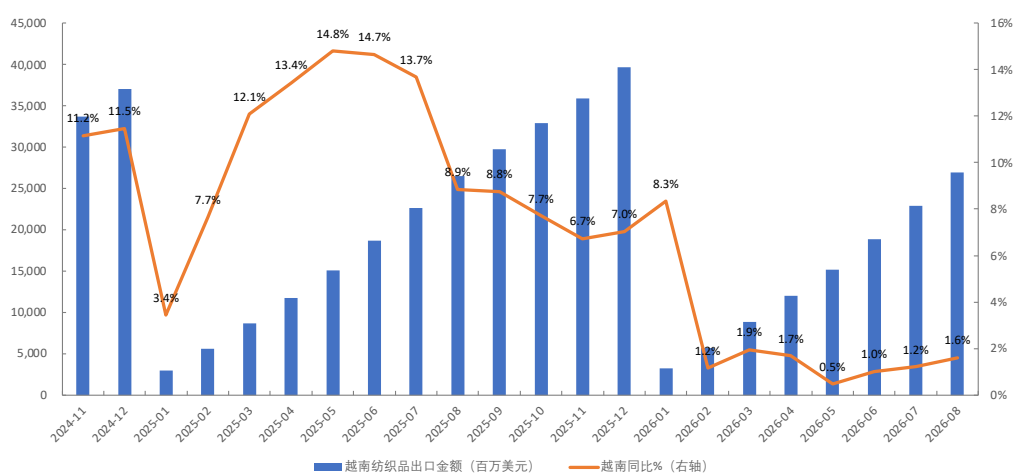
我们认为，未来短期公司客户需求尚未普遍回升，短期收入增长动力仍相对有限。成本端，原材料压力仍需时间消化，当前利润率改善主要动力是国内工厂技改和海外工厂生产效率提升。

**图 1：中国纺织品出口累计金额（亿元）和同比（%）**



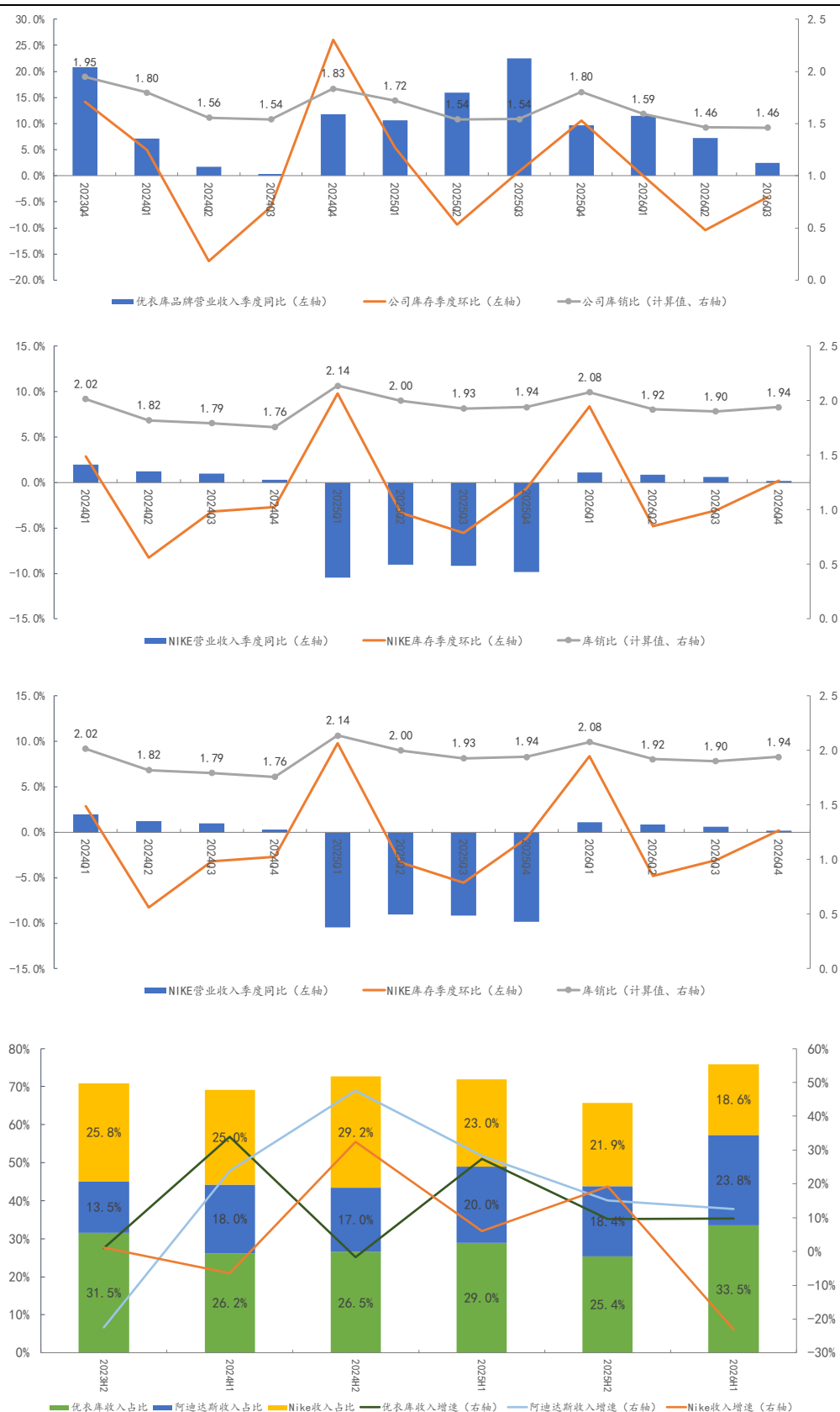
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

**图 2：越南纺织品出口累计金额（百万美元）和同比（%）**



资料来源：公司公告、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）对比公司 23H2-26H1 大客户收入占比数据（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

我们认为，公司在产业链中的护城河未变：稳定高效的大规模生产交付能力、面料和产品研发能力；因此公司仍是头部和快速增长品牌最青睐的供应商之一。并且未来公司持续拓展东南亚产能、提升规模效应，并扩充上游面料生产能力，中长期具备毛利率提升能力。短期来看公司压力仍在，一方面消费需求一定程度受通胀压制，另一方面成本端顺价需要时间消化。

### ➤ 给予“持有”评级，目标价为 41.24 港元

更新盈利预测，我们预计公司 FY26E-FY28E 营收分别为 292.5、322.2、351.8 亿元，同比-5.6%、+10.2%、+9.2%；归母净利润分别为 44.1、53.6、60.8 亿元，同比-24.2%、+21.4%、+13.4%。给予“持有”评级，目标估值 PE（2026E）12.0 倍，目标价为 41.24 港元。对应现价预计升幅 18.9%。

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   |
|-----------|--------|-----------|-----------|------|-------|-------|-------|------|
|           |        |           |           | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E | 2025 |
| 港股        |        |           |           |      |       |       |       |      |
| 2232.HK   | 晶苑国际   | 6.64      | 189.3     | 10.3 | 9.5   | 8.5   | 7.6   | 1.5  |
| 1836.HK   | 九兴控股   | 11.60     | 98.0      | 10.1 | 9.6   | 8.6   | 7.8   | 1.1  |
| 2111.HK   | 超盈国际控股 | 2.60      | 27.0      | 5.0  | 4.9   | 4.4   | 3.7   | 0.7  |
| 2199.HK   | 维珍妮    | 2.46      | 30.1      | 10.6 | 8.9   | 4.8   | 4.2   | 1.0  |
| A股        |        |           |           |      |       |       |       |      |
| 300979.SZ | 华利集团   | 33.37     | 389.4     | 15.6 | 15.5  | 13.0  | 11.1  | 2.4  |
| 601339.SH | 百隆东方   | 7.22      | 108.3     | 13.1 | 11.0  | 10.3  | 9.5   | 1.2  |
|           | 平均值    |           | 140.3     | 10.8 | 9.9   | 8.2   | 7.3   | 1.3  |
| 2313.HK   | 申洲国际   | 34.70     | 521.6     | 7.7  | 10.1  | 8.3   | 7.3   | 1.3  |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

### 【风险提示】

核心客户需求低于预期。

人民币超预期升值、人工、原材料成本超预期上涨。

贸易政策超预期变化。

海外产能建设及效率提升、新客户拓展不及预期。

## 【财务报表摘要】

### 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2025         | 2026H1       | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 42164        | 41814        | 42117        | 44639        | 47706        |
| 现金             | 15411        | 15280        | 15097        | 15743        | 16988        |
| 应收账款           | 6944         | 6101         | 6010         | 6532         | 7036         |
| 其它应收款          | 458          | 501          | 457          | 460          | 465          |
| 存货             | 6710         | 7317         | 7281         | 7968         | 8586         |
| 其他             | 12641        | 12616        | 13272        | 13935        | 14632        |
| <b>非流动资产</b>   | 14779        | 14663        | 17121        | 18166        | 18872        |
| 固定资产           | 11666        | 11354        | 12624        | 13466        | 13972        |
| 递延税项资产         | 134          | 245          | 114          | 119          | 120          |
| 无形资产           | 126          | 118          | 135          | 144          | 154          |
| 其他             | 2853         | 2947         | 4248         | 4437         | 4627         |
| <b>资产总计</b>    | <b>56943</b> | <b>56477</b> | <b>59237</b> | <b>62805</b> | <b>66578</b> |
| <b>流动负债</b>    | 18844        | 18499        | 18532        | 20209        | 21822        |
| 短期借款           | 14601        | 14565        | 13779        | 15179        | 16573        |
| 应付账款           | 1383         | 1533         | 2324         | 2472         | 2699         |
| 其他应付账款         | 2100         | 1629         | 1767         | 1791         | 1838         |
| 应交税费           | 678          | 707          | 579          | 670          | 624          |
| 其他             | 82           | 65           | 83           | 97           | 88           |
| <b>非流动负债</b>   | 608          | 639          | 610          | 610          | 610          |
| 长期借款           | 198          | 197          | 200          | 200          | 200          |
| 递延税项负债         | 353          | 339          | 353          | 353          | 353          |
| 其他             | 56           | 103          | 56           | 56           | 56           |
| <b>负债合计</b>    | <b>19451</b> | <b>19138</b> | <b>19142</b> | <b>20818</b> | <b>22431</b> |
| 股本             | 151          | 151          | 151          | 151          | 151          |
| 储备             | 37341        | 37204        | 39208        | 41168        | 43227        |
| 归属于母公司所有者权益    | 37492        | 37355        | 39359        | 41319        | 43378        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>56943</b> | <b>56493</b> | <b>58501</b> | <b>62138</b> | <b>65809</b> |

### 利润表

| 单位: 百万元          | 2025         | 2026H1       | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>30994</b> | <b>14179</b> | <b>29248</b> | <b>32220</b> | <b>35178</b> |
| 营业成本             | -22828       | -10982       | -22521       | -24648       | -26559       |
| 毛利               | 8165         | 3197         | 6727         | 7572         | 8619         |
| 营业费用             | -250         | -123         | -236         | -260         | -284         |
| 管理费用             | -2095        | -1064        | -1989        | -2191        | -2357        |
| 财务费用             | -335         | -156         | -322         | -354         | -387         |
| 折旧摊销             | 1489         | 736          | 1705         | 1841         | 1965         |
| 其他收入             | 1431         | 681          | 1363         | 1363         | 1363         |
| <b>营业利润</b>      | <b>6997</b>  | <b>2194</b>  | <b>5368</b>  | <b>6483</b>  | <b>7340</b>  |
| 应占联营公司损益         | 5            | 1            | 5            | 5            | 5            |
| <b>利润总额</b>      | <b>6666</b>  | <b>2040</b>  | <b>5050</b>  | <b>6133</b>  | <b>6958</b>  |
| 所得税              | -841         | -135         | -637         | -773         | -877         |
| 净利润              | 5825         | 1905         | 4414         | 5360         | 6080         |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>5825</b>  | <b>1905</b>  | <b>4414</b>  | <b>5360</b>  | <b>6080</b>  |
| <b>EPS (元)</b>   | <b>3.9</b>   | <b>1.3</b>   | <b>2.9</b>   | <b>3.6</b>   | <b>4.0</b>   |

### 现金流量表

| 单位: 百万元        | 2025         | 2026H1 | 2026E        | 2027E        | 2028E        |
|----------------|--------------|--------|--------------|--------------|--------------|
| <b>经营活动现金流</b> | <b>5549</b>  |        | <b>5354</b>  | <b>5278</b>  | <b>6145</b>  |
| 除税前溢利          | 6666         |        | 5050         | 6133         | 6958         |
| 折旧摊销           | 1489         |        | 2009         | 2167         | 2314         |
| 利息收入           | -1095        |        | -1204        | -1325        | -1457        |
| 财务费用           | 335          |        | 322          | 354          | 387          |
| 营运资金变动         | -722         |        | 356          | -709         | -770         |
| 其它             | -1125        |        | -1179        | -1343        | -1287        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>912</b>   |        | <b>-1473</b> | <b>18</b>    | <b>-2105</b> |
| 资本支出           | -2443        |        | -2240        | -2210        | -2232        |
| 其他投资           | 3355         |        | 766          | 2228         | 127          |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>-1556</b> |        | <b>-578</b>  | <b>371</b>   | <b>236</b>   |
| 借款变动           | -1473        |        | -1522        | -294         | 3933         |
| 股利分配           | -3186        |        | -3186        | -2648        | -3216        |
| 其他             | 3103         |        | 4130         | 3313         | -482         |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>-847</b>  |        | <b>-847</b>  | <b>3303</b>  | <b>5667</b>  |
| <b>现金期初金额</b>  | <b>10869</b> |        | <b>15411</b> | <b>15097</b> | <b>15743</b> |
| <b>现金期末金额</b>  | <b>15411</b> |        | <b>18513</b> | <b>20565</b> | <b>19869</b> |

### 主要财务比率

|                 | 2025  | 2026H1 | 2026E  | 2027E | 2028E |
|-----------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>     |       |        |        |       |       |
| 营业收入            | 8.1%  | -5.3%  | -5.6%  | 10.2% | 9.2%  |
| 营业利润            | -7.1% | -42.3% | -23.3% | 20.8% | 13.2% |
| 归母净利润           | -6.7% | -40.0% | -24.2% | 21.4% | 13.4% |
| <b>获利能力</b>     |       |        |        |       |       |
| 毛利率             | 26.3% | 22.6%  | 23.0%  | 23.5% | 24.5% |
| 归母净利率           | 18.8% | 13.4%  | 15.1%  | 16.6% | 17.3% |
| ROE             | 15.5% | 5.1%   | 11.2%  | 13.0% | 14.0% |
| <b>偿债能力</b>     |       |        |        |       |       |
| 资产负债率           | 34.2% | 33.9%  | 32.3%  | 33.1% | 33.7% |
| 负债权益比           | 39.5% | 39.5%  | 35.5%  | 37.2% | 38.7% |
| 流动比率            | 2.2   | 2.3    | 2.3    | 2.2   | 2.2   |
| 速动比率            | 1.9   | 1.9    | 1.9    | 1.8   | 1.8   |
| <b>营运能力</b>     |       |        |        |       |       |
| 资产周转率           | 0.5   | 0.3    | 0.5    | 0.5   | 0.5   |
| 应收帐款周转率         | 4.7   | 2.2    | 4.8    | 5.1   | 5.2   |
| 应付帐款周转率         | 15.9  | 7.3    | 11.8   | 10.3  | 10.3  |
| <b>每股资料 (元)</b> |       |        |        |       |       |
| 每股收益            | 3.9   | 1.3    | 2.9    | 3.6   | 4.0   |
| 每股经营现金          | 3.7   | 1.3    | 3.6    | 3.5   | 4.1   |
| 每股净资产           | 24.9  | 24.7   | 26.2   | 27.5  | 28.9  |
| <b>估值比率</b>     |       |        |        |       |       |
| PE              | 7.7   | -      | 10.2   | 8.4   | 7.4   |
| PB              | 1.2   | 1.2    | 1.1    | 1.1   | 1.0   |

# 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>