

晶苑国际(02232)

报告日期: 2025 年 03 月 20 日

24 年报如期亮丽, 25 年预计延续上升态势

——晶苑国际点评报告

投资要点

□ 2024 年兑现亮丽业绩, 全年分红率 70%

2024 年公司实现收入 24.70 亿美元 (同比+13.4%), 归母净利润 2.01 亿美元 (同比+22.6%); 其中 24H2 实现收入 13.76 亿美元 (同比+17.8%), 归母净利润 1.16 亿美元 (同比+29.7%), 环比上半年增长提速。

如我们此前的推荐观点, 公司的亮丽增长一方面来自品牌客户去库存结束的采购恢复正常 (β), 另一方面来自多品类交叉研发能力与终端消费者对潮流创新产品需求提升的匹配 (α)。同时, 公司积极招聘员工以扩大产能, 保障订单增长。

公司年末派息 19 港仙/股, 且为庆祝集团成立 55 周年, 特别派息每股 5.5 港仙/股, 结合年中派息 13.8 港仙/股, 全年分红率 70%。

□ 第一大及运动客户增速领跑, 传统品类焕发活力

分品类看: 24 年休闲服/运动及户外服/牛仔服/贴身内衣/毛衣收入分别为 6.9/5.5/5.2/4.3/2.7 亿美元, 同比增长 14%/16%/10%/10%/20%, 占比 28%/23%/21%/18%/11%。五大品类均呈良好增长势头, 其中运动服和毛衣增速领跑。

分地区看: 24 年亚太/北美/欧洲/其他地区收入分别为 9.8/9.4/4.8/0.6 亿美元, 同比增长 12%/12%/24%/-9%, 占比 40%/38%/19%/3%。其中第一大客户收入 8.99 亿美元 (同比+26.1%), 占比 36.4% (同比+3.6pp)。

□ 运动服毛利率连续多年提升, 费用率摊薄明显

24 年公司毛利率 19.7% (同比+0.5pp), 其中休闲服/运动及户外服/牛仔服/贴身内衣/毛衣分别为 19.4%/20.6%/16.4%/20.8%/23.1%, 同比+0.1/0.5/0.3/0.3/1.9pp。其中毛衣提升最为显著, 除了受益于经营杠杆及生产效率提高, 还由于运动服客户的高性能毛衣的毛利率较高。24 年公司净利率 8.1% (同比+0.6pp), 在有效的降本增效下, 管理费用率同比下降 1.2pp 至 7.3%。

□ 盈利预测与估值

截止 24 年底, 公司员工数量 7.5 万人, 较 23 年底净增 1 万人, 参考公司历年员工数量与产值规模高度匹配, 以及考虑到员工效率爬坡, 我们预测 25 年业绩有望保持双位数增长。自 2020 年以来, 公司分红率从 30%逐年提升至 70%, 目前账上现金充裕、产能布局成熟, 预计分红率仍有提升空间。

预计 25-27 年公司收入 27.9/31.3/35.1 亿美元, 同比增长 13%/12%/12%; 实现归母净利润 2.33/2.67/3.04 亿美元, 同比增长 16%/15%/14%, 对应 PE 8.5/7.4/6.5 倍, 低估值、稳增长、高分红, 维持“买入”评级。

□ 风险提示

全球贸易政策变动, 大客户销售不及预期或转移订单, 原材料价格大幅波动

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强

执业证书号: S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$5.36
总市值(百万港元)	15,291.13
总股本(百万股)	2,852.82

股票走势图



相关报告

- 《多品类制衣龙头, 产销共振迎来增长提速》2025.02.05
- 《卓越的跨国制衣集团, 追寻朝阳永不停歇》2024.11.07

财务摘要

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,470	2,788	3,130	3,506
(+/-) (%)	13.4%	12.9%	12.3%	12.0%
归母净利润	200	233	267	304
(+/-) (%)	22.6%	16.1%	14.8%	13.7%
每股收益(美元)	0.13	0.15	0.18	0.20
P/E	9.8	8.5	7.4	6.5

资料来源: 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表(百万美元)					利润表(百万美元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,360	1,375	1,604	1,822	营业收入	2470	2788	3130	3506
现金	427	389	595	740	营业成本	1983	2230	2500	2797
交易性金融资产	0	0	0	0	毛利润	486	558	630	709
应收账款	450	370	385	412	销售费用	39	42	44	46
其他应收及预付账款	53	56	59	62	管理费用	181	202	225	249
存货	281	356	358	397	其他收入及收益	0	18	17	12
其他	148	204	207	210	营业利润	233	293	335	380
非流动资产	894	820	761	701	财务费用	11	6	5	5
权益性投资	12	15	15	14	以权益法核算的投资收益	(1)	0	0	(0)
其他长期投资	1	0	0	0	除税前溢利	248	287	330	375
固定资产	599	523	464	404	所得税	47	55	63	71
无形资产	256	256	256	256	净利润	200	233	267	304
有使用权资产	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
其他	26	26	26	27	归属母公司净利润	200	233	267	304
资产总计	2,254	2,195	2,366	2,523	EBITDA	266	314	361	415
流动负债	665	589	638	652	EPS (最新摊薄)	0.13	0.15	0.18	0.20
短期借款	147	104	105	119	主要财务比率				
应付款项	180	163	221	209	成长能力				
预收账款	0	25	25	25	营业收入	13.42%	12.90%	12.26%	12.02%
其他	338	297	287	299	营业利润	13.48%	25.63%	14.21%	13.66%
非流动负债	54	57	60	63	归属母公司净利润	22.64%	16.13%	14.77%	13.67%
长期借款	0	0	0	0	获利能力				
其他	54	57	60	63	毛利率	19.69%	20.01%	20.13%	20.24%
负债合计	719	646	698	714	净利率	8.12%	8.35%	8.54%	8.66%
少数股东权益	5	5	5	6	ROE	13.48%	15.10%	16.61%	17.47%
归属母公司股东权益	1,531	1,544	1,663	1,803	ROIC	12.78%	15.38%	16.49%	17.44%
负债和股东权益	2,254	2,195	2,366	2,523	偿债能力				
现金流量表(百万美元)					资产负债率	31.89%	29.44%	29.50%	28.31%
	2024E	2025E	2026E	2027E	净负债比率	46.83%	41.72%	41.85%	39.49%
经营活动现金流	106	300	388	309	流动比率	2.05	2.33	2.51	2.80
净利润	200	233	267	304	速动比率	1.54	1.63	1.86	2.09
折旧摊销	50	79	82	84	营运能力				
财务费用	11	6	5	0	总资产周转率	1.17	1.25	1.37	1.43
投资损失	1	(0)	(0)	0	应收帐款周转率	7.07	6.80	8.30	8.80
营运资金变动	(216)	(14)	37	(81)	应付帐款周转率	12.35	13.00	13.00	13.00
其他	60	(3)	(3)	2	每股指标(美元)				
投资活动现金流	(205)	(149)	(8)	26	每股收益	0.13	0.15	0.18	0.20
资本支出	160	160	120	100	每股经营现金	0.07	0.20	0.26	0.21
其他	45	(11)	(112)	(126)	每股净资产	1.02	1.03	1.11	1.20
筹资活动现金流	(18)	(189)	(174)	(189)	估值比率				
短期借款	83	(43)	1	14	P/E	9.82	8.45	7.36	6.48
长期借款	0	0	0	0	P/B	1.29	1.27	1.18	1.09
其他	(101)	(146)	(174)	(203)					
现金净增加额	(117)	(37)	206	145					

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>