

晶苑国际 (02232.HK)

强烈推荐 (维持)

24年盈利能力提升, 期待自动化&一体化继续提效

2024年公司营收同比+13.4%至24.70亿美元, 净利润同比+22.4%至2.01亿美元。全年分红率约70%, 较往年有显著提升。各品类毛利率均有提升, 费用率控制良好。员工增加、产能提升, 垂直一体化持续推进, 公司预计利润增速将继续快于收入增速。预计25-27年归母净利润分别为2.34亿美元、2.74亿美元、3.17亿美元。当前市值对应25PE8X, 26PE7X, 维持强烈推荐评级。

- 利润增速快于收入, 分红比例提高。随着客户销售复苏, 公司订单需求增加, 2024年公司营收同比增加13.4%至24.70亿美元, 净利润同比增加22.4%至2.01亿美元。全年公司拟派股息总额为每股38.3港仙(含年中、年末、特别派息), 对应全年分红率约70%, 其中常规分红率60%, 较往年有显著提升。
- 休闲&运动户外&毛衣品类增长较快, 欧美地区增速领先。
 - 1) 分品类看: 2024年公司休闲服品类收入6.94亿美元(占总收入比重28%, 下同), 同比增加14%; 运动服及户外服收入5.55亿美元(占比22%), 同比+16%; 牛仔服收入5.19亿美元(占比21%), 同比增加10%; 贴身内衣收入4.35亿美元(占比18%), 同比增加10%; 毛衣收入2.67亿美元(占比11%), 同比增加20%。
 - 2) 分地区看: 公司亚太地区收入9.82亿美元(占比40%), 同比增加12%; 美国9.42亿美元(占比38%), 同比增加20%; 欧洲4.80亿美元(占比19%), 同比增加24%。
 - 3) 从大客户看: 公司来自第一大客户的收入8.99亿美元, 同比增加26%, 占总收入的比重增至36%。
- 各品类毛利率均有提升, 费用率控制良好。2024年公司毛利率同比+0.5pct至19.7%, 净利率同比+0.6pct至8.1%。毛利率分品类看: 休闲服毛利率19.4%(同比+0.1pct, 下同), 运动服及户外服20.6%(+0.5pct), 牛仔服16.4%(+0.3pct), 贴身内衣20.8%(+0.3pct), 毛衣23.1%(+1.9pct), 毛衣毛利率显著提升主要是由于生产效率提高&运动客户的高性能毛衣占比提升而带动。2024年公司销售及分销开支占比为1.6%(+0.4pct), 行政及研发开支占比为7.4%(-1.1pct)。
- 经营现金流受到应收账款增加影响有所承压, 存货周转效率提升。2024年底公司经营现金流量净额1.06亿美元, 同比减少66%, 主要由于公司减少对于低风险客户的保理业务导致贸易应收款项增加。2024年公司应收账款周转天数为52天, 同比+11天; 存货周转天数为48天, 同比-6天。
- 产能持续提升, 一体化继续推进。从员工人数来看, 公司2024年上半年、下半年各招募了5000名新员工, 至年底员工总数达7.5万人, 对比2023年底净增加1万人, 保障了客户需求及追加订单的满足。从资本开支来看, 2024年资本开支1.6亿美元, 其中约六成用于提升成衣产能, 四成用于支持上游面料业务发展。预计2025年资本开支将与2024年相似, 主要集中于升级自动化设备、扩大服装产能、建设布厂。公司在越南北部的自建布厂于2024年末开始施工, 未来将提高自产面料比例, 提高垂直一体化程度。
- 盈利预测及投资建议: 凭借全面的产品组合、高效运营以及领先的研发能力, 公司将继续与主要客户共同成长并不断提升份额, 通过产品结构改善、一体化&自动化水平提升、精简各项营运开支, 实现利润增速高于收入增速的目标。

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

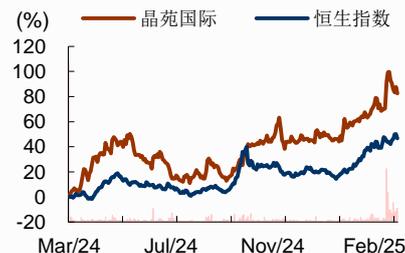
当前股价: 5.36 港元

基础数据

总股本(百万股)	2853
香港股(百万股)	2853
总市值(十亿港元)	15.3
香港股市值(十亿港元)	15.3
每股净资产(港元)	4.2
ROE(TTM)	13.1
资产负债率	31.9%
主要股东	Pandanus Associates Inc.
主要股东持股比例	9.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	55	75
相对表现	3	23	28



相关报告

- 1、《晶苑国际(02232)——多品类全球制衣龙头, 垂直整合加速增长》2025-02-16

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

唐圣扬 S1090523120001

tangshengyang@cmschina.com.cn

预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 28.01 亿美元、31.74 亿美元、35.99 亿美元，同比增速分别为 13%、13%、13%。归母净利润规模分别为 2.34 亿美元、2.74 亿美元、3.17 亿美元，同比增速分别为 17%、17%、16%。当前市值对应 25PE8X，26PE7X，维持强烈推荐评级。

□ 风险提示：下游需求不及预期导致公司接单承压的风险；产能扩张或工厂招工不及预期的风险；关税及贸易风险等。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	2210	2470	2801	3174	3599
同比增长	-12%	12%	13%	13%	13%
营业利润(百万元)	205	233	265	309	362
同比增长	-20%	13%	13%	17%	17%
归母净利润(百万元)	163	200	234	274	318
同比增长	-5%	23%	17%	17%	16%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11
PE	12.0	9.8	8.4	7.2	6.2
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：美元）

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	1135	1360	1462	1752	2068
现金及现金等价物	543	427	424	597	780
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	64	147	147	147	147
应收账款及票据	248	450	511	579	657
其它应收款	39	53	60	68	78
存货	239	281	318	359	405
其他流动资产	2	1	2	2	2
非流动资产	840	894	854	820	791
长期投资	17	12	12	12	12
固定资产	551	599	559	526	497
无形资产	246	256	256	256	256
其他	26	26	26	26	26
资产总计	1975	2254	2316	2573	2860
流动负债	481	665	582	654	736
应付账款	141	180	203	229	259
应交税金	19	23	23	23	23
短期借款	64	147	0	0	0
其他	257	315	355	401	453
长期负债	55	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0	0
其他	55	54	54	54	54
负债合计	536	719	636	708	790
股本	4	4	4	4	4
储备	1431	1527	1671	1856	2060
少数股东权益	4	5	5	6	6
归属于母公司所有者权益	1434	1531	1675	1859	2064
负债及权益合计	1975	2254	2316	2573	2860

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	313	NA	259	283	314
净利润	163	NA	234	274	318
折旧与摊销	84	NA	90	84	79
营运资本变动	66	NA	(40)	(45)	(52)
其他非现金调整	(1)	NA	(25)	(30)	(31)
投资活动现金流	(88)	NA	(20)	(20)	(18)
资本性支出	(44)	NA	(50)	(50)	(50)
出售资产获得的现金	1	NA	0	0	0
投资增减	65	NA	0	0	0
其它	17	NA	30	30	32
筹资活动现金流	(135)	NA	(241)	(90)	(114)
债务增减	(60)	NA	(147)	0	0
股本增减	0	NA	0	0	0
股利支付	61	NA	90	90	114
其它筹资	(13)	NA	(4)	0	0
其它调整	(122)	NA	(180)	(180)	(227)
现金净增加额	88	NA	(3)	173	182

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	2210	2470	2801	3174	3599
主营业务收入	2177	2470	2801	3174	3599
营业成本	1760	1983	2240	2527	2856
毛利	418	486	562	647	744
营业支出	245	253	297	338	382
营业利润	205	233	265	309	362
利息支出	13	11	4	0	0
利息收入	0	0	3	4	6
权益性投资损益	1	(1)	(1)	(1)	(1)
其他非经营性损益	2	27	27	27	27
非经常项目损益	0	0	0	0	0
除税前利润	195	248	290	339	394
所得税	31	47	55	65	75
少数股东损益	1	0	0	0	1
归属普通股股东净利润	163	200	234	274	318
EPS(元)	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-12%	12%	13%	13%	13%
营业利润	-20%	13%	13%	17%	17%
净利润	-5%	23%	17%	17%	16%
获利能力					
毛利率	18.9%	19.7%	20.0%	20.4%	20.7%
净利率	7.4%	8.1%	8.4%	8.6%	8.8%
ROE	11.4%	13.1%	14.0%	14.7%	15.4%
ROIC	11.7%	12.5%	14.2%	14.7%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	27.1%	31.9%	27.5%	27.5%	27.6%
净负债比率	3.2%	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.4	2.0	2.5	2.7	2.8
速动比率	1.9	1.6	2.0	2.1	2.3
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.3
存货周转率	6.8	7.6	7.5	7.5	7.5
应收帐款周转率	7.8	6.2	5.2	5.2	5.2
应付帐款周转率	12.9	12.4	11.7	11.7	11.7
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.07	0.08	0.10	0.11
每股经营现金	0.11	0.00	0.09	0.10	0.11
每股净资产	0.50	0.54	0.59	0.65	0.72
每股股利	0.02	0.05	0.05	0.06	0.07
估值比率					
PE	12.0	9.8	8.4	7.2	6.2
PB	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	6.7	7.6	5.1	4.6	4.2

资料来源：公司数据、招商证券（注：货币单位为美元，现金流量表公司暂未披露）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。