

2025年03月20日

股息率超7%，未来有望迎来客户共振红利期

晶苑国际(2232.HK)

评级:	买入	股票代码:	2232
上次评级:	买入	52周最高价/最低价(港元):	5.85/3.05
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	152.91
最新收盘价(港元):	5.36	自由流通市值(亿港元)	152.91
		自由流通股数(百万)	2,852.82

事件概述

2024年公司实现收入/归母净利/经营性现金流分别为24.7/2.01/1.06亿美元，同比增长13.46%/22.56%/-66.13%，业绩符合市场预期，收入增长主要来自行业补库存以及公司在客户的份额持续提升，净利增速高于收入主要来自高毛利的毛衣品类占比提升带动毛利率提升。经营现金流减少主要由于保理安排减少导致贸易应收款项增加。24年下半年收入/归母净利为13.76/1.17亿美元，同比增长17.79%/29.57%，较上半年加速主要由于新招工人效率爬坡。

公司24年派发末期股息每股19.0港仙，派付特别股息每股5.5港仙，结合中期每股派息13.8港仙，2024年每股派息合计38.3港仙（2023年：18.0港仙），对应全年分红率69.88%、较去年大幅提升（23年为40%），股息率为7.15%。

分析判断：

最大客户同比增长26%，毛衣连续两年双位数增长。（1）分产品来看，24H2毛衣增速超20%，24年休闲类/运动类/牛仔/内衣类/毛衣收入分别为6.94/5.55/5.19/4.35/2.67亿美元，同比增长14.26%/16.14%/9.67%/9.69%/19.96%；分品类上下半年增速差异不大，毛衣持续两年双位数增长，我们分析主要得益于增加运动设计元素。（2）分地区来看，下半年欧洲市场增幅有所加快，24年亚太/美国/欧洲/其他收入分别为9.82/9.42/4.80/0.65亿美元，同比增长11.94%/11.78%/24.41%/-8.56%；其中下半年亚太/美国/欧洲/其他收入增长13.84%/16.27%/36.29%/-3.32%。（3）分客户来看，24年最大客户收入同比增长26%至8.99亿美元，占比36%，同比提升3.69PCT。（4）从产能来看，24年员工数量同比增长15%至75000人，其中上下半年各增加5000人，快速扩招能够为25年订单提供生产支撑。

净利率增幅高于毛利率主要由于期间费用率下降。1) 24年公司毛利率为19.7%、同比提升0.5PCT，毛利率提升主要由于高毛利的毛衣占比提升。分产品来看休闲类/运动类/牛仔/内衣类/毛衣毛利率分别为19.4%/20.6%/16.4%/20.8%/23.1%，同比增加0.1/0.5/0.3/0.3/1.9PCT；毛衣的毛利率提升最快我们分析主要由于扩品类，即增加了针织裤、功能性毛衣等其他的小众类别，带动经营杠杆以及生产效率的提高；运动类毛利率提升得益于产品结构优化与生产效率提升。拆分上下半年，上半年毛利率为19.5%，同比上升0.4PCT；下半年毛利率为19.82%，同比上升0.55PCT。2) 24年公司归母净利率为8.14%、同比提升0.72PCT，分拆来看上下半年净利率分别为7.68%/8.50%，同比增长0.34/0.8PCT。24年公司销售/财务/研发/管理费用率分别1.59%/0.46%/1.31%/7.34%，同比下降-0.35/0.16/0.17/0.66PCT，管理费用率下降主要由于23年对中国及孟加拉进行产能基地调整，存在员工离职补偿费用及减值亏损；财务费用下降受益于保理安排减少。其他收入/收入同比增长0.25PCT至1.23%；所得税/收入同比增长0.49PCT至1.91%。

存货周转天数下降。24年末公司存货为2.81亿美元，同比增加17.57%，存货周转天数为47天，同比下降6天；应收账款为4.50亿美元，同比上升81.45%，应收账款周转天数为51天，同比增加11天，应付账款为1.80亿美元，同比上升27.66%，应付账款周转天数为29天，同比上升1天。

投资建议

我们分析，公司有望迎来下游客户景气度共振的红利期，即：公司在大客户和运动客户持续提升份额（特别是优衣库、阿迪、LULU 等）、牛仔和内衣客户景气度修复，运动品牌在调整期需要具备女装能力、设计能力的供应商来改善产品，因此未来公司有望持续提升份额、持续保持双位数增长。（1）短期来看，我们认为在女子运动市场快速增长背景下，公司凭借其时尚设计能力有望快速提升运动品牌市场份额，核心客户优衣库 24 年增长达 26%，未来有望进一步拓展订单品类；同时休闲、牛仔有望伴随海外审美趋势变化实现快速增长；24 年自身业绩偏弱的 NIKE、PUMA 有望好转；公司 24 年以来公司快速招工，也为 25 年奠定了增长基础；虽然 25 年公司计划持续扩产，但伴随自动化，员工熟练度提升，管理效率提升等，利润率有望进一步提升。（2）中期来看，目前公司运动、户外品类仅占 20%，未来老客户份额提升及新客户拓展仍存在较大开拓空间；（3）长期来看，公司通过收购面料工厂补齐短板，未来面料+代工一体化的订单占比有望提升，从而带动利润率提升。维持公司 25-26 年营收预测为 28.13/31.84 亿美元，新增 27 年收入预测为 35.87 亿美元；维持公司 25-26 年归母净利润预测为 2.35/2.81 亿美元，新增 27 年归母净利润预测为 3.30 亿美元，对应 EPS 为 0.08/0.10/0.12 美元，25/03/20 收盘价 5.36 港元，对应 25 - 27 PE 为 8/7/6X，维持“买入”评级。

风险提示

海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产能爬坡不及预期风险；汇率波动风险；客户拓展不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	2177.33	2469.63	2813.13	3183.59	3587.32
YoY (%)	-12.59%	13.42%	13.91%	13.17%	12.68%
归母净利润(百万元)	163.48	200.50	235.20	280.67	329.76
YoY (%)	-5.35%	22.64%	17.31%	19.33%	17.49%
毛利率 (%)	19.19%	19.69%	19.89%	20.09%	20.29%
每股收益 (元)	0.06	0.07	0.08	0.10	0.12
ROE (%)	0.11	0.13	0.13	0.14	0.14
市盈率	6.50	7.98	8.35	6.99	5.95

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 美元=7.8 港元）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	2469.63	2813.13	3183.59	3587.32	净利润	0.00	235.20	280.67	329.76
YoY(%)	11.76%	13.91%	13.17%	12.68%	折旧和摊销	0.00	75.80	74.96	74.17
营业成本	1983.41	2253.65	2544.07	2859.52	营运资金变动	0.00	502.43	41.33	25.66
营业税金及附加					经营活动现金流	0.00	813.47	397.06	429.78
销售费用	39.21	41.85	47.36	53.37	资本开支	0.00	-60.95	-60.95	-60.95
管理费用	181.39	192.79	206.56	223.18	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	11.24	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	0.00	-60.59	-60.59	-60.59
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.94	0.35	0.35	0.35	债务募资	83.27	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收支					现金净流量	0.00	752.88	336.47	369.19
利润总额	248.11	291.05	347.32	408.07					
所得税	47.28	55.47	66.19	77.76	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	200.83	235.59	281.13	330.30	成长能力 (%)				
归属于母公司净利润	200.50	235.20	280.67	329.76	营业收入增长率	13.42%	13.91%	13.17%	12.68%
YoY(%)	22.64%	17.31%	19.33%	17.49%	净利润增长率	22.64%	17.31%	19.33%	17.49%
每股收益(元)	0.07	0.08	0.10	0.12	盈利能力 (%)				
					毛利率	19.69%	19.89%	20.09%	20.29%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	净利率率	8.12%	8.36%	8.82%	9.19%
货币资金	426.72	1179.59	1516.06	1885.25	总资产收益率 ROA	8.89%	9.35%	9.73%	10.06%
预付款项					净资产收益率 ROE	13.10%	13.32%	13.71%	13.88%
存货	281.43	309.90	357.64	392.67	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1.47	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.05	2.37	2.59	2.89
流动资产合计	1360.34	1636.46	2020.67	2424.89	速动比率	1.62	1.92	2.13	2.42
长期股权投资	11.79	11.79	11.79	11.79	现金比率	0.64	1.71	1.94	2.24
固定资产	599.41	597.37	595.53	593.87	资产负债率	31.89%	29.60%	28.89%	27.30%
无形资产	256.31	243.49	231.32	219.75	经营效率 (%)				
非流动资产合计	894.12	879.26	865.24	852.02	总资产周转率	1.17	1.18	1.18	1.16
资产合计	2254.45	2515.72	2885.91	3276.91	每股指标 (元)				
短期借款	146.97	146.97	146.97	146.97	每股收益	0.07	0.08	0.10	0.12
应付账款及票据	179.88	185.06	226.91	236.15	每股净资产	0.54	0.62	0.72	0.83
其他流动负债	314.79	358.57	405.80	457.26	每股经营现金流	0.00	0.29	0.14	0.15
流动负债合计	664.93	690.61	779.67	840.37	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	54.08	54.08	54.08	54.08	PE	7.98	8.35	6.99	5.95
非流动负债合计	54.08	54.08	54.08	54.08	PB	1.05	1.11	0.96	0.83
负债合计	719.01	744.69	833.75	894.45					
股本	3.65	3.65	3.65	3.65					
少数股东权益	4.79	5.18	5.64	6.18					
股东权益合计	1535.45	1771.03	2052.16	2382.47					
负债和股东权益合计	2254.45	2515.72	2885.91	3276.91					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。