

2025 年 05 月 26 日

投资评级：买入（首次）

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 05 月 23 日

收盘价（港元）	4.78
一年内最高/最低（港元）	6.21/3.22
总市值（百万港元）	13,636.49
流通市值（百万港元）	13,636.49
资产负债率（%）	31.89

资料来源：聚源数据

晶苑国际(02232.HK)

——补库驱动短期业绩改善，多品类布局增厚长期业绩

投资要点：

- 公司以毛衣代工起家，2016 年正式切入运动及户外服饰代工。据公司公告，公司成立于 1970 年，早期以毛衣代工业务起家，于 1976 年开展休闲服饰代工业务，并逐步接触 UNIQLO、H&M 等品牌；公司持续拓宽代工品类，并分别于 1982 年、2004 年先后开展牛仔裤、贴身内衣等品类的代工业务，并于 2016 年收购 Vista，首次进军运动及户外服饰代工领域，该品类伴随行业发展快速成为公司核心业务之一，2024 年营收占比达 22.5%，仅低于营收占比 28.1%的休闲服饰代工业务。
- 全球运动服饰补库背景下，公司营收及毛利均实现快速增长。公司为服饰代工行业的头部企业，据公司公告，下游品牌客户去库于 2024 年基本完成，2024 年底品牌客户库存健康，叠加消费者对潮流创新产品的需求回升，服装生产需求回暖驱动上游代工业绩增长。2024 年公司营收/毛利分别为 24.7 亿美元/4.9 亿美元，同比分别+13.42%/+16.38%；2019–2024 年公司营收/毛利 CAGR 分别为 0.34%/1.00%，整体维持稳定增长趋势。
- 分品牌看，在行业快速增长下，公司运动服及户外服代工业务营收及利润双增。据公司公告，2024 年公司各品类代工业务营收均实现正增长，其中，毛衣类、运动服及户外服业务增长较快，2024 年营收同比分别为+19.96%/+16.14%，毛利率分别为 23.10%/20.60%。在运动及户外行业快速增长背景下，公司运动服及户外服业务营收占比由 2020 年的 15.36%增至 2024 年的 22.46%，位居公司分品类营收占比第二，且 2019–2024 年营收 CAGR 达 17.83%，维持快速增长。
- 盈利预测与评级：晶苑国际深耕服饰代工多年，通过共创模式与众多优质品牌客户紧密合作，并于近年切入运动及户外服饰代工赛道，拓展更多优质客户；短期看，公司快速增加员工人数驱动产量提升，长期看，运动户外代工业务有望持续为公司贡献业绩增量，发展空间较大。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 2.42 亿美元/2.89 亿美元/3.38 亿美元，同比分别增长 20.84%/19.11%/17.23%。我们选择与公司同属鞋服代工行业的申洲国际、华利集团为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在服饰代工赛道的代工能力、客户质量及产能布局均较优秀，首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示。国际局势变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期。

盈利预测与估值（美元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万美元）	2177.33	2469.63	2780.41	3105.86	3449.28
同比增长率（%）	-12.59%	13.42%	12.58%	11.71%	11.06%
归母净利润（百万美元）	163.48	200.50	242.28	288.57	338.29
同比增长率（%）	-5.35%	22.64%	20.84%	19.11%	17.23%
每股收益（美元/股）	0.06	0.07	0.08	0.10	0.12
ROE（%）	11.40%	8.84%	10.14%	10.36%	9.87%
市盈率（P/E）	10.84	8.84	7.32	6.14	5.24

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

晶苑国际深耕服饰代工多年，通过共创模式与众多优质品牌客户紧密合作，并于近年切入运动及户外服饰代工赛道，拓展更多优质客户；短期看，公司快速增加员工人数驱动产量提升，长期看，运动户外代工业务有望持续为公司贡献业绩增量，发展空间较大。我们预计公司 2025–2027 年归母净利润分别 2.42 亿美元/2.89 亿美元/3.38 亿美元，同比分别增长 20.84%/19.11%/17.23%。我们选择与公司同属鞋服代工行业的申洲国际、华利集团为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在服饰代工赛道的代工能力、客户质量及产能布局均较优秀，首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

- 1) 销售费用率，公司深耕服饰代工赛道并于近年切入运动及户外服饰代工，业绩稳健增长，公司有望持续严格的成本管控，继续精简销售费用开支，因此预计 2025–2027 年公司销售费用率分别为 1.55%、1.40%、1.30%；
- 2) 管理费用率，公司有望通过严格的成本管控及数字化升级持续优化管理能力并降低管理费用率，因此预计 2025–2027 年管理费用率分别为 7.30%、7.20%、7.10%。

投资逻辑要点

- 1) 短期看，伴随下游品牌公司补库需求，公司快速增加员工人数驱动产量提升，产销共振有望驱动业绩增长；
- 2) 长期看，运动户外代工业务在行业发展驱动下，营收占比及利润率有望持续提升，为公司贡献业绩增量。

核心风险提示

国际局势变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期。

内容目录

1. 下游需求稳定增长，为上游代工行业发展赋能	5
2. 补库需求驱动公司营收及利润修复，运动服及户外服代工业务为增长核心驱动	9
3. 盈利预测与评级	12
3.1. 聚焦服饰代工核心主业，多品类布局夯实发展基础	12
3.2. 首次覆盖给予“买入”评级	13
4. 风险提示	13

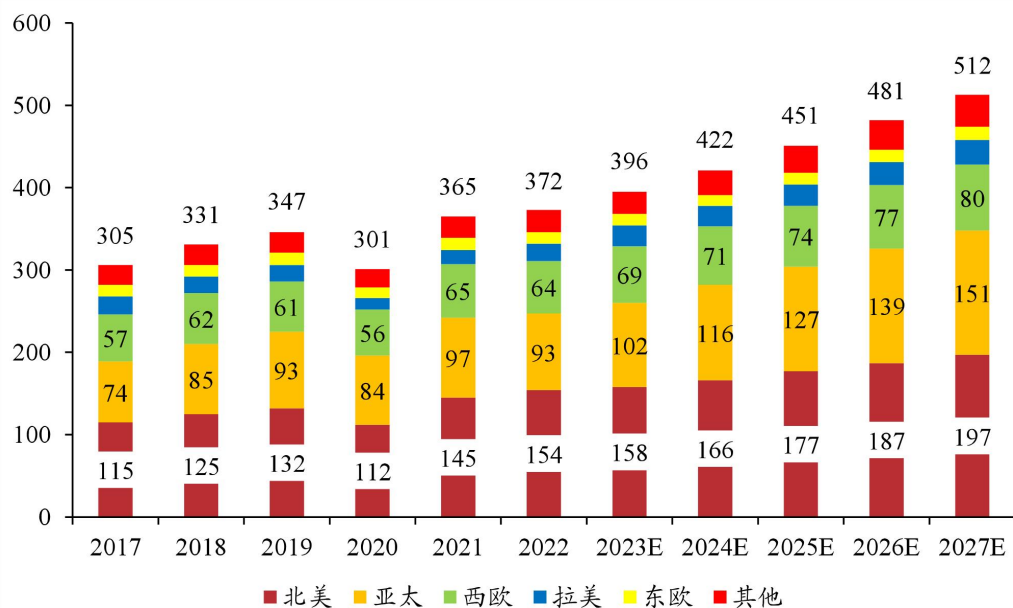
图表目录

图表 1： 预计 2023–2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元） ..	5
图表 2： 2016–2023 年世界服装出口额整体呈增长趋势	6
图表 3： 2016–2023 年世界服装主要出口国出口额占比	6
图表 4： 公司业务分品类发展历程及主要客户	7
图表 5： 纺织服饰代工行业各企业市占率测算	7
图表 6： 公司第一大及前五大客户营收占比	8
图表 7： 2018–2024 年公司各地区员工数量占比	9
图表 8： 2024 年公司营收同比+13.42%	9
图表 9： 2024 年公司毛利率增至 19.69%	9
图表 10： 2024 年公司管理费用率为 7.34%	10
图表 11： 2024 年公司归母净利率为 8.12%	10
图表 12： 2024 年公司应收账款周转天数为 51 天	10
图表 13： 2024 年净现比受应收账款增加影响降至 53%	10
图表 14： 2024 年运动服及户外服业务营收占比为 22.46%	11
图表 15： 2024 年运动服及户外服业务毛利率为 20.6%	11
图表 16： 2024 年运动服及户外服营收同比+16.14%	11
图表 17： 2024 年毛衣营收同比+19.96%	11
图表 18： 2024 年公司员工人数同比+16.5%	12
图表 19： 晶苑国际重点费率预测	12
图表 20： 晶苑国际简易利润表预测（金额单位：亿美元）	13
图表 21： 可比公司估值表	13

1. 下游需求稳定增长，为上游代工行业发展赋能

新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极，驱动行业稳增长。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023 年，据 WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023 年拉美及亚太复合增速分别为 22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

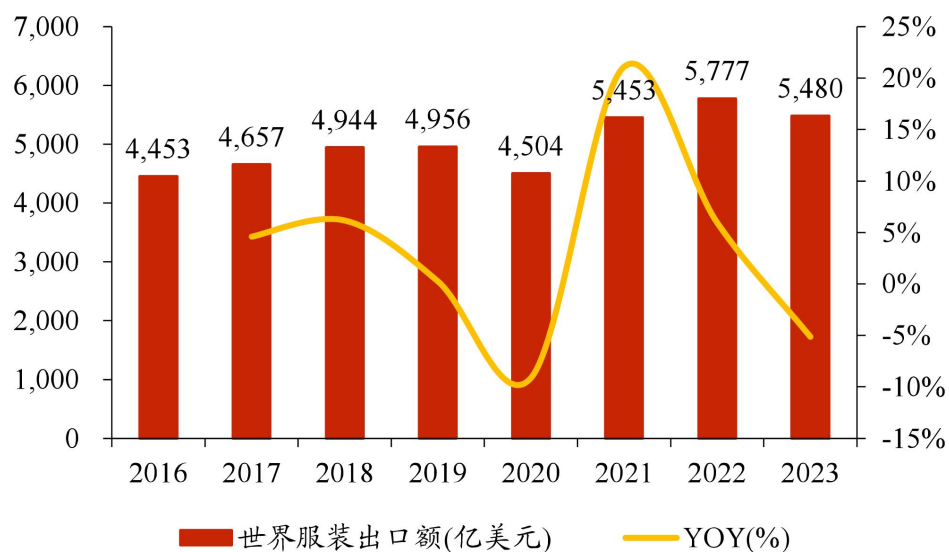
图表 1：预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）



资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究 注：数据更新至 23 年 10 月

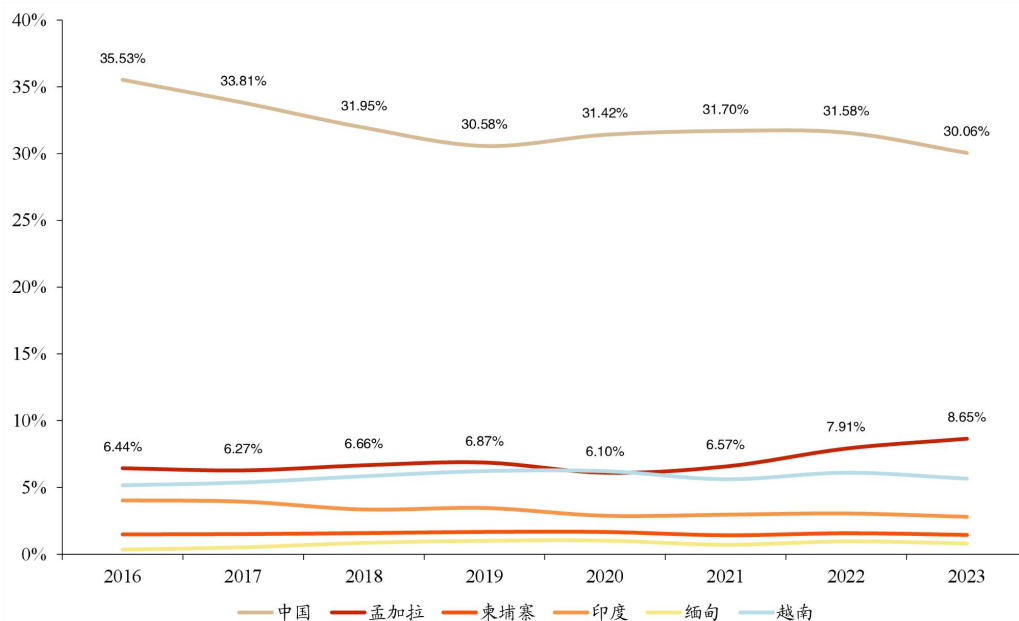
近年世界服装出口额整体维持增长趋势，孟加拉等东南亚国家服饰出口额占比提升。据 WTO，2023 年世界服装出口额达 5480.46 亿美元，2016-2023 年 CAGR 为 3.01%，整体维持增长趋势。从世界主要服装出口国出口额占比变化看，2016-2023 年，中国服装出口额占比下降 5.47pct 至 30.06%，同期孟加拉、越南服装出口额占比分别增长 2.21pct/0.50pct 至 8.65%/5.66%，主要系在人工成本及国际政治等因素影响下，东南亚国家代工产品的成本优势逐步提升，因此纺织代工产能正逐步外迁东南亚地区。

图表 2：2016-2023 年世界服装出口额整体呈增长趋势



资料来源：WTO, 华源证券研究所

图表 3：2016-2023 年世界服装主要出口国出口额占比



资料来源：WTO, 华源证券研究所

公司以毛衣代工起家，2016 年正式切入运动及户外服饰代工。据公司公告，公司成立于 1970 年，早期以毛衣代工业务起家，于 1976 年开展休闲服饰代工业务，并逐步接触 UNIQLO、H&M 等品牌；公司持续拓宽代工品类，并分别于 1982 年、2004 年先后开展牛仔裤、贴身内衣等品类的代工业务，并于 2016 年收购 Vista，首次进军运动及户外服饰代工领域，该品类伴随行业发展快速成为公司核心业务之一，2024 年营收占比达 22.5%，仅低于营收占比 28.1% 的休闲服饰代工业务。伴随户外及运动行业发展，运动及户外服饰代工有望驱动公司业绩稳定增长。

图表 4：公司业务分品类发展历程及主要客户

品类	推出时间	发展过程	收入占比 (2024)	主要采购客户
休闲服	1976	晶苑国际集团自 1976 年开展休闲服业务，与 UNIQLO、H&M、Gap、GU、Marks & Spencer 及 Abercrombie & Fitch 等全球知名品牌建立了长期合作关系。其休闲服产品主要包括便装和印花 T 恤。	28.1%	Fast Retailing(UNIQLO、GU)、H&M、Marks & Spencer、Abercrombie & Fitch 及 Gap
牛仔裤	1982	晶苑国际集团于 1982 年设立梭织分部，2005 年转型专注于牛仔服产品，将牛仔服作为核心产品纳入全球领导者扩张策略。其主要品牌客户包括 Gap、Levi's、Target、Abercrombie & Fitch、Lee 及 H&M。	21.0%	Gap、Levi's、Target、Abercrombie & Fitch、VF (Lee) 及 H&M
贴身内衣	2004	晶苑国际集团于 2004 年开展贴身内衣业务，与 Victoria's Secret、PINK、H&M、UNIQLO、Marks & Spencer 及 GU 等美国、日本及欧洲领先品牌建立合作关系。其贴身内衣产品涵盖胸围和内裤。2016 年，公司进军运动胸围市场，并成立动作捕捉工作室以推动产品创新。未来，晶苑国际计划持续投资运动胸围研发，拓展产品种类。	17.6%	L Brand(s Victoria's Secret、PINK)、Marks & Spencer、Fast Retailing (UNIQLO、GU)及 H&M
毛衣	1970	晶苑国际集团 1970 年成立时即开展毛衣业务，多年来与 Gap、Marks & Spencer、UNIQLO、Abercrombie & Fitch 等全球品牌保持稳固合作。	10.8%	Fast Retailing(UNIQLO、GU)、Marks & Spencer、Gap 及 Abercrombie & Fitch
运动服及户外服	2016	晶苑国际集团于 2016 年收购 Vista 首次进入运动服及户外服领域，主要品牌客户有 Under Armour、The North Face 和 PUMA。公司认为运动服与现有产品高度互补，是未来增长的重要动力，致力于利用其服装制造专业知识，在该行业实现突破创新及跨产品线的设计发展。	22.5%	Under Armour、VF(The North Face)及 PUMA

资料来源：公司公告，华源证券研究所

服饰代工行业整体市占率维持稳定，公司近年市场份额维持在 0.4%左右。服饰代工行业中，除晶苑国际外，头部企业包含申洲国际、聚阳实业等。2023 年，据 WTO，世界服装出口额约为 5480 亿美元，而申洲国际、晶苑国际及聚阳实业营收分别约为 35 亿美元/22 亿美元/11 亿美元，市占率为 0.6%/0.4%/0.2%，头部企业市占率相对平稳，竞争格局较好。

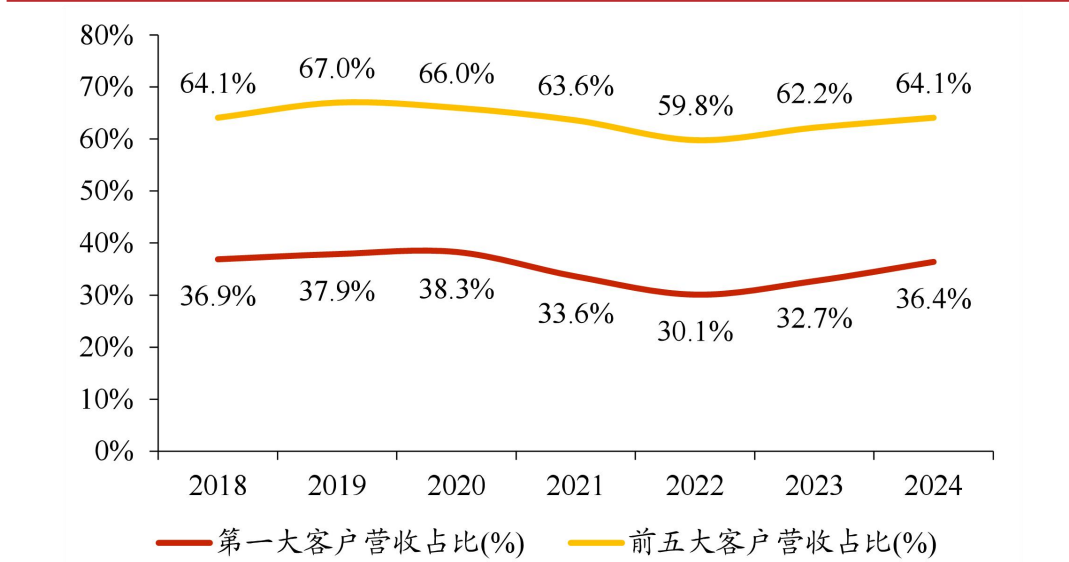
图表 5：纺织服饰代工行业各企业市占率测算

单位：亿美元	2019	2020	2021	2022	2023
世界服装出口额	4955.91	4503.7	5453.46	5777.22	5480.46
申洲国际收入	31.76	32.29	33.43	38.94	34.99
市占率	0.6%	0.7%	0.6%	0.7%	0.6%
晶苑国际收入	24.28	19.85	23.41	24.91	21.77
市占率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
聚阳实业收入	8.93	8.24	9.54	10.68	10.84
市占率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：Wind，WTO，华源证券研究所（注：市占率按营收/全球服装出口额测算，申洲国际及聚阳实业营收调整为美元计价，汇率分别取 1 人民币=0.14 美元、1 新台币=0.033 美元）

公司客户结构稳定，2024 年前五大客户占比为 64%。公司深耕行业多年且口碑良好，客户多为具备市场影响力的服饰品牌，公司通过共创模式与客户紧密合作，2024 年公司第一大客户及前五大客户营收占比分别为 36.4%/64.1%，且 2018 年-2024 年，除极端年份外公司第一大客户及前五大客户营收占比维持稳定。整体看，公司有望通过垂直整合生产灵活性以满足客户多元化的需求，提升竞争力，并通过探索新品类维持现有客户并拓展新客户。

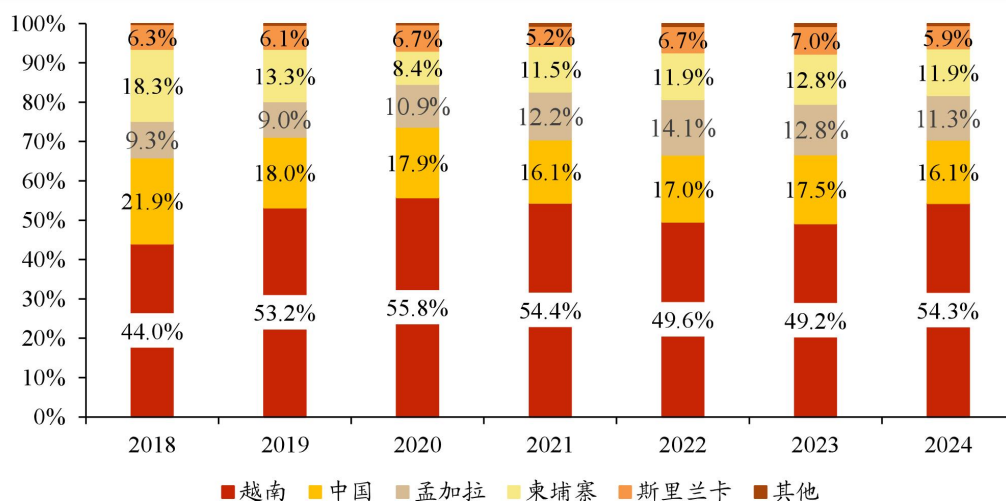
图表 6：公司第一大及前五大客户营收占比



资料来源：公司公告，华源证券研究所

从员工数量占比看，公司产能逐步向越南及孟加拉转移。伴随中国国内人工成本上升及国际政治局势变化，公司施行产能重新分配计划，从员工数量占比看，公司产能逐步向越南、孟加拉等国转移，2024 年，公司中国国内员工数量占比由 2018 年的 21.9% 降至 2024 年的 16.1%，下降 5.8pct，同时，2024 年越南及孟加拉员工数量占比分别为 54.3%/11.3%，较 2018 年分别增长 10.3pct/2.0pct，公司产能向越南、孟加拉转移的趋势较为明显。

图表 7：2018-2024 年公司各地区员工数量占比

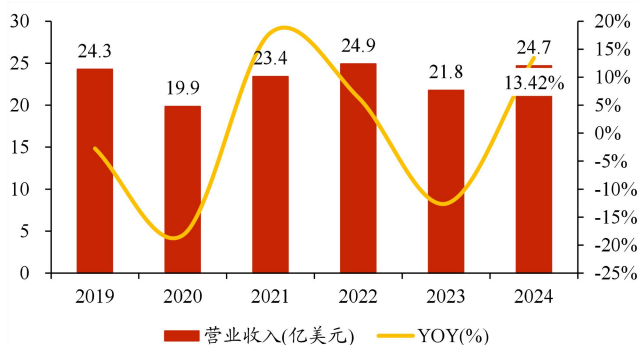


资料来源：公司公告，华源证券研究所

2. 补库需求驱动公司营收及利润修复，运动服及户外服代工业务为增长核心驱动

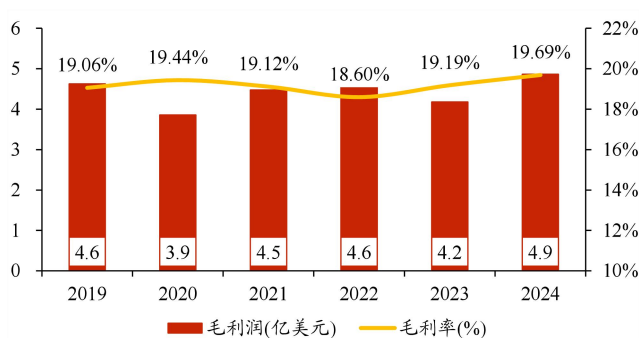
全球运动服饰补库背景下，公司营收及毛利均实现快速增长。公司为服饰代工行业的头部企业，据公司公告，下游品牌客户去库于 2024 年基本完成，2024 年底品牌客户库存健康，叠加消费者对潮流创新产品的需求回升，服装生产需求回暖驱动上游代工业绩增长。2024 年公司营收/毛利分别为 24.7 亿美元/4.9 亿美元，同比分别+13.42%/+16.38%；2019-2024 年公司营收/毛利 CAGR 分别为 0.34%/1.00%，整体维持稳定增长趋势。2024 年公司毛利率较 2019 年增长 0.63pct 至 19.69%，自 2022 年后持续改善。

图表 8：2024 年公司营收同比+13.42%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 9：2024 年公司毛利率增至 19.69%

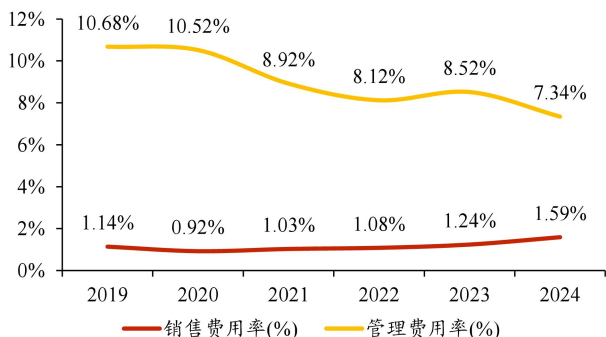


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

剔除极端年份，公司归母净利率稳定增长。伴随下游需求向好，公司盈利能力持续改善。从费用端看，2024 年销售费率增长 0.35pct 至 1.59%，而 2024 年管理费率下降 1.17pct 至 7.34%，自 2019 年后整体呈下降趋势。从利润端看，2024 年公司实现归母净利润 2.0 亿美

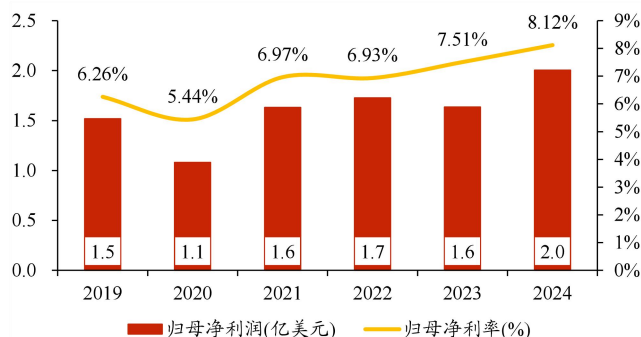
元，同比+22.64%，归母净利率达 8.12%，较 2023 年增长 0.61pct，若剔除极端年份，2019–2024 年间公司归母净利率持续提升。

图表 10：2024 年公司管理费用率为 7.34%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

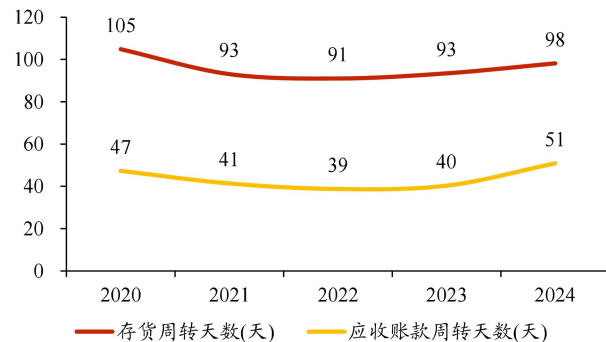
图表 11：2024 年公司归母净利率为 8.12%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

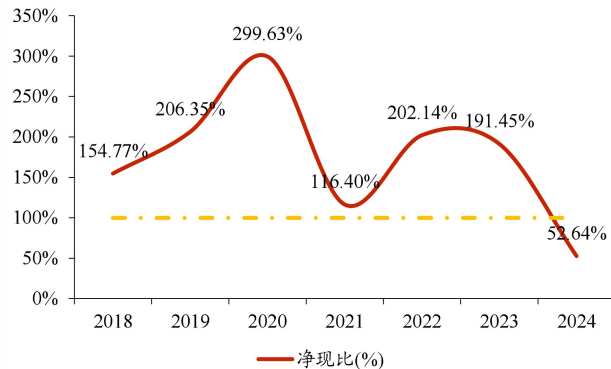
存货周转天数 2024 年有所上升，经营性现金流净额受应收账款增加而减少。从公司经营角度看，公司存货周转天数自 2022 年后呈增长趋势，2024 年增至 98 天左右；2024 年应收账款周转天数较 2023 年增加 11 天至 51 天左右；此外，2024 年公司净现比降至 52.64% 系经营性现金流净额受应收账款短期增加影响而减少，但 2018–2023 年公司净现比均保持在 100% 以上，伴随下游客户库存健康度及终端需求改善、业务逐步修复，公司经营状况有望维持原有良好态势。

图表 12：2024 年公司应收账款周转天数为 51 天



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 13：2024 年净现比受应收账款增加影响降至 53%

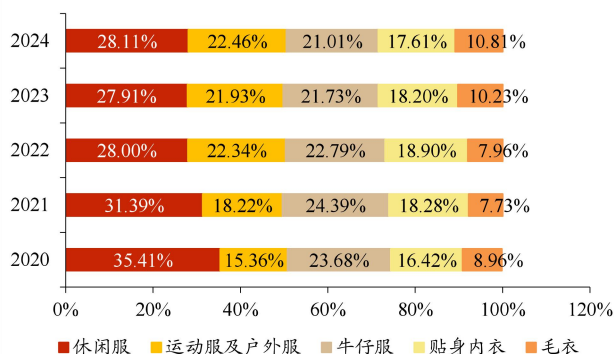


资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

分品牌看，在行业快速增长下，公司运动服及户外服代工业务营收及利润双增。据公司公告，2024 年公司各品类代工业务营收均实现正增长，其中，毛衣类、运动服及户外服业务增长较快，2024 年营收同比分别为+19.96%/+16.14%，毛利率分别为 23.10%/20.60%，2019–2024 年营收占比整体均呈增长趋势。在运动及户外行业快速增长背景下，公司运动服及户外服业务营收占比由 2020 年的 15.36% 增至 2024 年的 22.46%，位居公司分品类营收占

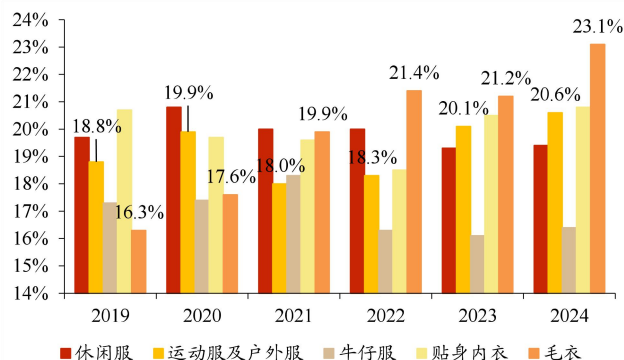
比第二，且 2019–2024 年营收 CAGR 达 17.83%，维持快速增长，伴随该业务毛利率整体呈增长趋势，有望驱动公司营收及利润双增，为公司未来发展的核心增长引擎。

图表 14：2024 年运动服及户外服业务营收占比为 22.46%



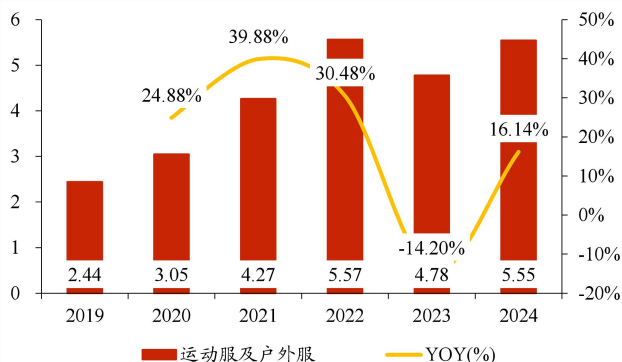
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 15：2024 年运动服及户外服业务毛利率为 20.6%



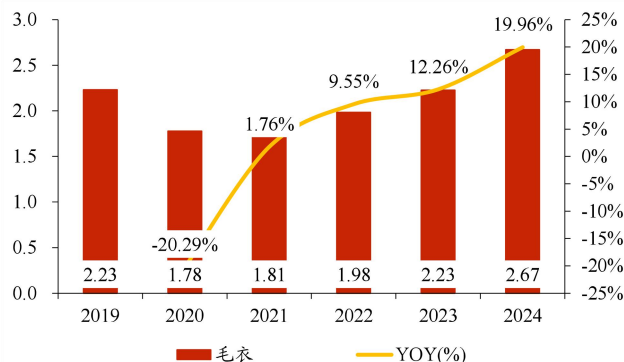
资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所

图表 16：2024 年运动服及户外服营收同比+16.14%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所（单位：亿美元）

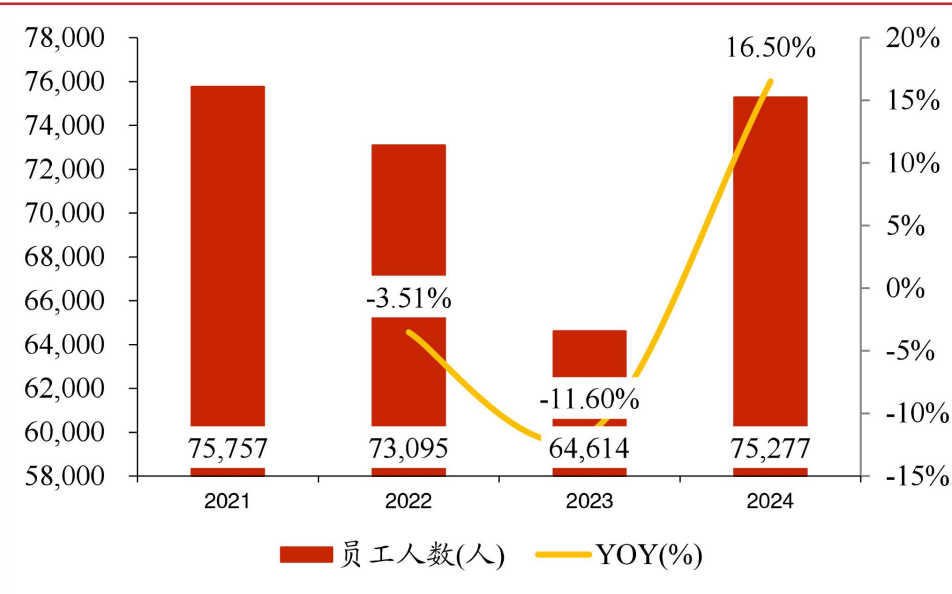
图表 17：2024 年毛衣营收同比+19.96%



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究所（单位：亿美元）

伴随下游需求向好，公司持续扩大招工规模，有望驱动业绩向好。据公司公告，受下游品牌方去库存影响，公司 2023 年员工人数降至 64614 人，但伴随下游需求回暖，公司积极提升生产能力以满足客户订单需求，截至 2024 年底，公司共有员工 75277 人，同比+16.5%，其中，2024 年上下半年均新招员工 5000 人左右。因服装代工为劳动密集型行业，公司产量与员工数量密切相关，更多的员工有望驱动公司年产量提升，进而推动公司业绩增长。

图表 18：2024 年公司员工人数同比+16.5%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

3. 盈利预测与评级

3.1. 聚焦服饰代工核心主业，多品类布局夯实发展基础

期间费率端：1) 销售费用率，公司深耕服饰代工赛道并于近年切入运动及户外服饰代工，业绩稳健增长，公司有望持续严格的成本管控，继续精简销售费用开支，因此预计 2025–2027 年公司销售费用率分别为 1.55%、1.40%、1.30%；**2) 管理费用率**，公司有望通过严格的成本管控及数字化升级持续优化管理能力并降低管理费用率，因此预计 2025–2027 年管理费用率分别为 7.30%、7.20%、7.10%。

图表 19：晶苑国际重点费率预测

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售费用率	1.59%	1.55%	1.40%	1.30%
管理费用率	7.34%	7.30%	7.20%	7.10%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2025–2027 年营业收入分别 27.80 亿美元/31.06 亿美元/34.49 亿美元，同比分别增长 12.58%/11.71%/11.06%；归母净利润分别 2.42 亿美元/2.89 亿美元/3.38 亿美元，同比分别增长 20.84%/19.11%/17.23%。

图表 20：晶苑国际简易利润表预测（金额单位：亿美元）

	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	24.70	27.80	31.06	34.49
YOY	13.42%	12.58%	11.71%	11.06%
营业成本	19.83	22.27	24.82	27.50
YOY	12.72%	12.30%	11.45%	10.78%
毛利率	19.69%	19.89%	20.08%	20.28%
归母净利润	2.00	2.42	2.89	3.38
YOY	22.64%	20.84%	19.11%	17.23%

资料来源：公司公告，华源证券研究所

3.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：晶苑国际深耕服饰代工多年，通过共创模式与众多优质品牌客户紧密合作，并于近年切入运动及户外服饰代工赛道，拓展更多优质客户；短期看，公司快速增加员工人数驱动产量提升，长期看，运动户外代工业务有望持续为公司贡献业绩增量，发展空间较大。我们选择与公司同属鞋服代工行业的申洲国际、华利集团为可比公司。根据我们的盈利预测，公司估值对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司在服饰代工赛道的代工能力、客户质量及产能布局均较优秀，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值表

股票代码	公司简称	收盘价（元）		EPS（元/股）				PE		
		2025-05-25	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
2232.HK	晶苑国际	4.4	0.5	0.6	0.7	0.8	8.8	7.3	6.1	5.2
可比公司										
2313.HK	申洲国际	53.2	4.2	4.4	4.9	5.5	12.8	12.1	10.8	9.7
300979.SZ	华利集团	54.7	3.3	3.6	4.2	4.8	16.6	15.0	13.0	11.4
可比公司 PE 均值							14.7	13.6	11.9	10.5

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，晶苑国际、申洲国际收盘价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=1.08 港元，晶苑国际 EPS 调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=0.14 美元

4. 风险提示

国际局势变动风险。国际政治局势变动加剧，带来关税等额外成本提升的风险；

劳动力成本提升风险。伴随各国经济发展及劳动人口数量变化，劳动力成本有增加的风险；

客户需求修复不达预期风险。下游客户受全球宏观经济影响较大，若全球宏观经济走弱，消费需求降低，下游品牌客户订单有降低的风险。

附录：财务预测摘要

损益表					资产负债表				
单位: 美元(百万)					单位: 美元(百万)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,470	2,780	3,106	3,449	货币资金	427	623	833	1,060
增长率	13.4%	12.6%	11.7%	11.1%	应收款项	504	452	451	480
营业成本	1,983	2,227	2,482	2,750	存货	281	309	341	374
%销售收入	80.3%	80.1%	79.9%	79.7%	其他流动资产	148	150	150	150
毛利	486	553	624	700	流动资产	1,360	1,534	1,776	2,065
%销售收入	19.7%	19.9%	20.1%	20.3%	权益性投资	12	12	12	12
其他收入	0	0	0	0	固定资产	599	590	586	588
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	162	216	273	334
销售费用	39	43	43	45	非流动资产	894	939	993	1,056
%销售收入	1.6%	1.6%	1.4%	1.3%	资产总计	2,254	2,473	2,769	3,121
管理费用	181	203	224	245	应付款项	180	186	200	214
%销售收入	7.3%	7.3%	7.2%	7.1%	短期借款	147	97	52	12
研发费用	32	39	44	49	其他流动负债	338	359	396	435
%销售收入	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	流动负债	665	641	648	661
财务费用	11	-8	-15	-22	长期债务	0	0	0	0
%销售收入	0.5%	-0.3%	-0.5%	-0.6%	其他长期负债	54	54	54	54
息税前利润 (EBIT)	259	288	338	392	非流动负债	54	54	54	54
%销售收入	10.5%	10.4%	10.9%	11.4%	负债总计	719	695	702	715
投资收益	-1	0	0	0	归属母公司股东权益	1,531	1,772	2,061	2,398
%税前利润	-0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	少数股东权益	5	5	6	7
除税前利润	248	296	353	414	负债股东权益合计	2,254	2,473	2,769	3,121
利润率	10.0%	10.6%	11.4%	12.0%	比率分析				
所得税	47	53	64	75		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	19.1%	17.9%	18.0%	18.1%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	201	243	289	339	每股收益	0.07	0.08	0.10	0.12
少数股东损益	0	1	1	1	每股净资产	0.54	0.62	0.72	0.84
归属于母公司的净利润	200	242	289	338	每股经营现金净流	0.04	0.13	0.13	0.14
增长率	22.6%	20.8%	19.1%	17.2%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	8.1%	8.7%	9.3%	9.8%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	13.10%	13.67%	14.00%	14.11%
单位: 美元(百万)					总资产收益率	8.89%	9.80%	10.42%	10.84%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	12.48%	12.61%	13.08%	13.29%
净利润	200	242	289	338	增长率				
少数股东损益	0	1	1	1	营业收入增长率	13.42%	12.58%	11.71%	11.06%
营运资金变动	-190	49	20	-9	EBIT增长率	24.45%	10.99%	17.41%	16.05%
其他变动	95	79	73	67	净利润增长率	22.64%	20.84%	19.11%	17.23%
经营活动现金流量净额	106	371	383	397	总资产增长率	14.17%	9.70%	11.96%	12.70%
资本开支	-109	-140	-150	-160	资产管理能力				
投资	-84	0	0	0	应收账款周转天数	50.9	55.2	46.3	42.7
其他	25	20	25	31	存货周转天数	47.2	47.7	47.2	46.8
投资活动现金流量净额	-168	-120	-125	-129	应付账款周转天数	29.1	29.5	28.0	27.1
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	83.8	77.0	68.2	61.3
债权募资	55	-50	-45	-40	偿债能力				
其他	-109	-4	-2	-1	流动比率	2.05	2.39	2.74	3.12
筹资活动现金流量净额	-54	-54	-47	-41	速动比率	1.62	1.91	2.21	2.55
现金净变动	-117	197	210	227	净负债/股东权益	-18.22%	-29.61%	-37.80%	-43.57%
					EBIT利息保障倍数	23.1	76.1	146.4	395.7
					资产负债率	31.89%	28.12%	25.36%	22.92%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何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影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。