

晶苑国际 (02232.HK)

强烈推荐 (维持)

25H1 持续提份额&利润率，期待合作欧洲新客户

25H1 公司营收同比+12.4%至 12.29 亿美元，净利润同比+17.0%至 0.98 亿美元。公司在主要品牌客户中的渗透率提升，通过生产效率的优化，化解关税不利影响。下半年将合作欧洲新客户，优先把握欧亚市场的增长机遇。预计 25-27 年归母净利润分别为 2.28 亿美元、2.52 亿美元、2.84 亿美元，当前市值对应 25PE10X、26PE9X，维持强烈推荐评级。

核心客户增长较好，利润增速快于收入。25H1 公司营收同比+12.4%至 12.29 亿美元，其中最大品牌客户及若干主要运动服装品牌客户增长较好；归母净利润同比+17.0%至 0.98 亿美元。公司通过产能扩充、生产效率优化，实现收益增长与利润率提升，有效化解了关税带来的不利影响。董事会决议宣派中期股息每股 16.3 港仙，派息比率 60%。

在主要品牌客户中的渗透率提升，各品类收入均衡增长。

1) 分品类: 25H1 休闲服品类收入 3.40 亿美元 (占总收入比重 28%，下同)，同比+11.4%；运动服及户外服收入 3.13 亿美元 (占比 25%)，同比+12.4%；牛仔服收入 2.62 亿美元 (占比 21%)，同比+10.3%；贴身内衣收入 2.10 亿美元 (占比 17%)，同比+9.5%；毛衣收入 1.05 亿美元 (占比 9%)，同比+29.2%。

2) 分地区: 25H1 亚太地区收入 4.78 亿美元 (占比 39%)，同比+14.5%；北美 4.63 亿美元 (占比 38%)，同比+11.7%；欧洲 2.53 亿美元 (占比 21%)，同比+9.7%。北美增长快于欧洲主要系部分客户的美国订单提前发货的要求。

生产效率提升保障毛利率稳中向好，费用控制良好。

25H1 公司毛利率同比+0.2pct 至 19.7%，归母净利率同比+0.3pct 至 8.0%。毛利率分品类看：休闲服毛利率 20.5% (同比+0.8pct，下同)，运动服及户外服 20.7% (-0.2pct)，牛仔服 16.4% (-0.2pct)，贴身内衣 20.8% (+1.3pct)，毛衣 20.4% (-2.2pct)，休闲服及贴身内衣毛利率提升主要系生产效率提升，毛衣毛利率下降主要系低毛利的常规款销量增加。25H1 公司销售及分销开支占比为 1.3% (同比持平)，行政及研发开支占比为 8.0% (-0.2pct)。

现金流改善，预计全年资本开支稳定。25H1 的 6 个月内公司正向经营现金流量为 1.55 亿美元，同比+252%。25H1 资本开支 6000 万美元，同比+15%，预计全年资本开支与 24 年相仿，重点聚焦垂直整合、自动化升级及产能扩充。

越南自建布厂按计划推进，下半年合作欧洲新客户。25H1 公司较年初净增 4000 名员工以提升整体产能。公司将进一步预留产能增长空间，加快越南工厂现代化升级，专注推进当地垂直供应链建设，越南的自建布厂正按计划建设。为应对美国关税带来的影响，公司将优先把握欧洲及亚洲市场增长机遇，下半年将与一家领先的欧洲品牌客户建立合作。

盈利预测及投资建议：公司凭借全面的产品组合、高效运营以及领先的研发能力，在主要品牌客户中持续提升份额，并通过优化生产效率抵消了关税的不利影响。但考虑到关税以及下游客户需求的不确定性，预计公司 2025 年-2027 年收入规模分别为 27.19 亿美元、29.41 亿美元、32.24 亿美元，同比增速分别为 10%、8%、10%。归母净利润规模分别为 2.28 亿美元、2.52 亿美元、2.84 亿美元，同比增速分别为 14%、11%、12%。当前市值对应 25PE10X，26PE9X，维持强烈推荐评级。

消费品/轻工纺服
目标估值: NA
当前股价: 6.08 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)	17.3
香港股市值 (十亿港元)	17.3
每股净资产 (港元)	0.5
ROE (TTM)	13.1
资产负债率	31.9%
主要股东	罗蔡玉清
主要股东持股比例	76.5593%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	13	34	93
相对表现	12	24	50



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《晶苑国际 (02232) —24 年盈利能力提升，期待自动化&一体化继续提效》2025-03-21
- 2、《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

□ 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	2719	2941	3224
同比增长	-12%	12%	10%	8%	10%
营业利润(百万元)	205	233	258	286	324
同比增长	-20%	13%	11%	11%	13%
归母净利润(百万元)	163	200	228	252	284
同比增长	-5%	23%	14%	11%	12%
每股收益(元)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
PE	13.6	11.1	9.8	8.8	7.8
PB	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1

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	1519	1774	2061
现金及现金等价物	543	427	506	692	890
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	496	537	588
其它应收款	39	53	59	63	70
存货	239	281	309	334	364
其他流动资产	2	1	2	2	2
非流动资产	840	894	850	813	782
长期投资	17	12	12	12	12
固定资产	551	599	556	519	487
无形资产	246	256	256	256	256
其他	26	26	26	26	26
资产总计	1975	2254	2369	2587	2843
流动负债	481	665	642	693	765
应付账款	141	180	198	213	233
应交税金	19	23	23	23	23
短期借款	64	147	75	83	101
其他	257	315	346	373	408
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	696	747	819
股本	4	4	4	4	4
储备	1431	1527	1665	1831	2014
少数股东权益	4	5	5	6	6
归属于母公司所有者权益	1434	1531	1668	1835	2018
负债及权益合计	1975	2254	2369	2587	2843

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	313	106	265	283	301
净利润	163	201	228	252	284
折旧与摊销	84	84	90	83	78
营运资本变动	66	(190)	(30)	(27)	(34)
其他非现金调整	(1)	10	(23)	(26)	(27)
投资活动现金流	(88)	(168)	(16)	(15)	(14)
资本性支出	(44)	(109)	(50)	(50)	(50)
出售资产获得的现金	1	4	4	4	4
投资增减	65	284	0	0	0
其它	17	21	30	31	32
筹资活动现金流	(135)	0	(169)	(83)	(88)
债务增减	(60)	55	(72)	8	18
股本增减	0	(98)	0	0	0
股利支付	61	(11)	90	86	101
其它筹资	(13)	(54)	(7)	(5)	(6)
其它调整	(122)	108	(180)	(172)	(201)
现金净增加额	88	427	80	185	199

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总营业收入	2210	2470	2719	2941	3224
主营业务收入	2177	2470	2719	2941	3224
营业成本	1760	1983	2178	2351	2568
毛利	418	486	541	590	655
营业支出	245	253	282	304	331
营业利润	205	233	258	286	324
利息支出	13	11	7	5	6
利息收入	0	0	4	5	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	282	312	351
所得税	31	47	54	59	67
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属普通股股东净利润	163	200	228	252	284
EPS(元)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业收入	-12%	12%	10%	8%	10%
营业利润	-20%	13%	11%	11%	13%
净利润	-5%	23%	14%	11%	12%
获利能力					
毛利率	18.9%	19.7%	19.9%	20.1%	20.3%
净利率	7.4%	8.1%	8.4%	8.6%	8.8%
ROE	11.4%	13.1%	13.6%	13.8%	14.1%
ROIC	11.7%	12.5%	13.4%	13.3%	13.6%
偿债能力					
资产负债率	27.1%	31.9%	29.4%	28.9%	28.8%
净负债比率	3.2%	6.5%	3.2%	3.2%	3.6%
流动比率	2.4	2.0	2.4	2.6	2.7
速动比率	1.9	1.6	1.9	2.1	2.2
营运能力					
资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
存货周转率	6.8	7.6	7.4	7.3	7.4
应收帐款周转率	7.8	6.2	5.1	5.1	5.1
应付帐款周转率	12.9	12.4	11.5	11.4	11.5
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
每股经营现金	0.11	0.04	0.09	0.10	0.11
每股净资产	0.50	0.54	0.58	0.64	0.71
每股股利	0.02	0.05	0.05	0.05	0.06
估值比率					
PE	13.6	11.1	9.8	8.8	7.8
PB	1.5	1.5	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.6	6.4	5.9	5.5	5.1

资料来源：公司数据、招商证券（货币单位：美元）

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。