

【广发纺服&海外】晶苑国际 (02232.HK)

签订埃及土地收购协议扩产能，全球产能布局开新篇章

核心观点:

- **公司签订埃及土地收购协议，埃及产能项目正式落地。**根据公司公告（2026.1.20），公司于埃及时间 2026.1.18，通过全资子公司签订土地预留协议，以作后续收购扩产之用，成交金额为 30.4 百万美元，资金来源为公司自有资金。该地块位于埃及 New October City 的 New October Industrial Zone，其总占地面积约为 80 万平方米，公司拟使用该地块在埃及兴建生产厂房及配套设施，以开展在埃及的服装及面料业务扩张，提升产能。公司在埃及部署产能将有助于分散地缘政治风险，为全球客户提供更灵活可靠的生产解决方案，埃及产能有利于协助公司有效应对潜在的贸易政策变化。
- **埃及产能具备对欧美出口 0%关税+快反等诸多优势，公司全球产能布局开新篇章。**我们认为公司布局埃及产能具备诸多优势，（1）快反能力提升：近年来埃及基础设施改善，且地理位置靠近欧洲，有利于公司提升海外供应链交付能力，更好满足欧洲快反订单需求；（2）对欧美出口 0%关税：2024 年公司欧洲+北美收入占比约 57%，目前埃及出口欧洲（以法国为例）关税为 0%（以 HS 编码 6110.19.9010 的女装为例），此外在合格工业区内，若埃及出口产品价值中有 10.5% 的以色列制造成分，且以色列和埃及成分合计超过 35%，则埃及服装出口美国 0%关税。（3）其他优惠：公司可利用埃及各类税收和非税收优惠等，降低生产成本。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 0.08/0.09/0.11 美元/股。参考可比公司估值，考虑到公司成长动能和经营韧性较强，客户份额提升空间较大，给予 2026 年 12 倍 PE，对应合理价值 8.66 港元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**主要客户销售下滑、汇率波动、贸易摩擦的风险。

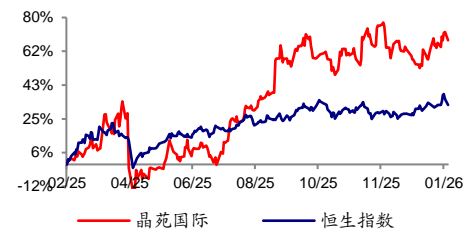
盈利预测: (本文如无特殊说明, 货币单位均为美元, 港元对美元采用 1:0.1274)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	2,177	2,470	2,647	2,973	3,319
增长率(%)	-12.6%	13.4%	7.2%	12.3%	11.6%
EBITDA(百万美元)	291	344	332	375	424
归母净利润(百万美元)	163	200	227	262	302
增长率(%)	-5.4%	22.6%	13.0%	15.7%	15.0%
EPS(元/股)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11
市盈率(P/E)	6.5	8.0	11.5	10.0	8.7
ROE(%)	11.4%	13.1%	14.0%	15.2%	15.4%
EV/EBITDA	2.0	3.8	6.1	5.3	4.3

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	7.16 港元
合理价值	8.66 港元
前次评级	买入
报告日期	2026-02-03

相对市场表现



分析师: 糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

分析师: 董建芳



SAC 执证号: S0260525060002



dongjianfang@gf.com.cn

请注意, 董建芳并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

【广发纺服&海外】晶苑国际 2026-01-09
(02232.HK): 汇率波动预计对公司影响小, 2026 年业绩展望乐观

【广发纺服&海外】晶苑国际 2025-11-19
(02232.HK): 美国考虑发放消费补贴, 有望促进服装消费, 公司有望受益

【广发纺服&海外】晶苑国际 2025-10-12
(02232.HK): AGOA 到期, 优衣库业绩超预期, 公司有望受益

资产负债表

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产合计	1,135	1,360	1,314	1,435	1,666
现金及现金等价物	543	427	618	680	815
应收账款及票据	248	156	216	243	271
存货	239	281	277	311	345
其他	105	496	202	202	235
非流动资产合计	840	894	924	941	956
固定资产净值	551	599	629	647	662
长期投资	17	12	12	12	12
商誉及无形资产	165	256	256	256	256
其他	107	26	26	26	26
资产总额	1,975	2,254	2,238	2,376	2,622
流动负债合计	481	665	558	591	605
短期借款	64	147	50	60	50
应付账款及票据	133	180	167	187	208
其他	284	338	341	344	347
非流动负债合计	55	54	54	54	54
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	54	54	54	54
总负债	536	719	612	645	659
普通股股本	4	4	4	4	4
储备	1,558	1,667	1,758	1,863	1,954
其他	-127	-140	-140	-140	0
归母权益总额	1,434	1,531	1,621	1,726	1,957
少数股东权益	4	5	5	5	6
股东权益合计	1,439	1,535	1,626	1,732	1,963
负债及股东权益合计	1,975	2,254	2,238	2,376	2,622

利润表

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	2,177	2,470	2,647	2,973	3,319
营业成本	1,760	1,983	2,114	2,367	2,632
毛利	418	486	532	606	687
其他收入	0	0	3	4	4
营销费用	27	39	40	45	50
行政管理费用	174	181	193	217	241
研发费用	32	32	35	39	44
其他营业费用合计	0	0	0	0	0
营业利润	184	233	267	309	357
利息收入	0	0	10	13	14
利息支出	13	11	4	2	2
权益性投资损益	1	-1	-1	-1	-1
其他非经营性损益	21	27	6	4	4
除税前利润	195	248	279	322	371
所得税	31	47	52	60	69
合并净利润	164	201	227	263	302
少数股东损益	1	0	0	0	0
归母净利润	163	200	227	262	302

现金流量表

单位:美元百万元

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	313	106	219	288	327
合并净利润	164	201	227	263	302
折旧与摊销	84	84	60	63	65
营运资本变动	66	-190	-67	-37	-39
其他非经营性调整	-1	10	-1	-1	-1
投资活动现金流净额	-88	-168	210	-77	-109
处置固定资产收益	1	4	6	4	4
资本性支出	-44	-109	-90	-80	-80
投资资产支出	-63	-84	295	0	-32
其他	17	21	-1	-1	-1
融资活动现金流净额	-135	-54	-237	-150	-83
长期债权融资	-60	55	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	-61	-98	-136	-157	-211
其他	-13	-11	-101	8	128
现金净增加额	88	-117	192	61	135
期初现金余额	455	543	427	618	680
期末现金余额	543	427	618	680	815

主要财务比率

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
主营收入增长率	-12.6%	13.4%	7.2%	12.3%	11.6%
营业利润增长率	-16.8%	26.6%	14.6%	15.5%	15.5%
归母净利润增长率	-5.4%	22.6%	13.0%	15.7%	15.0%
获利能力					
毛利率	19.2%	19.7%	20.1%	20.4%	20.7%
净利率	7.5%	8.1%	8.6%	8.8%	9.1%
ROE	11.4%	13.1%	14.0%	15.2%	15.4%
偿债能力					
资产负债率	27.1%	31.9%	27.3%	27.1%	25.1%
有息负债率	3.2%	6.5%	2.2%	2.5%	1.9%
流动比率	2.4	2.0	2.4	2.4	2.8
利息保障倍数	15.5	23.1	69.1	141.7	163.5
营运能力					
应收账款周转天数	40.3	29.4	29.4	29.4	29.4
存货周转天数	53.1	47.2	47.2	47.2	47.2
应付账款周转天数	27.1	28.4	28.4	28.4	28.4
每股指标					
每股收益	0.06	0.07	0.08	0.09	0.11
每股净资产	0.50	0.54	0.57	0.61	0.69
每股经营现金流	0.11	0.04	0.08	0.10	0.11
估值比率					
PE	6.5	8.0	11.5	10.0	8.7
PB	0.7	1.0	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	2.0	3.8	6.1	5.3	4.3

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

董建芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦47 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81号 广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。