

香港股市 | 消费

## 子不语集团 (2420 HK)

## 品牌与渠道双轮驱动成长

## 2025 净利润增长远超预期，盈利质量持续改善

子不语集团 2025 年实现收入 46.7 亿元（人民币，下同），同比增长 40.2%，得益于亚马逊平台的持续高增长和非亚马逊平台收入上升。全年毛利率 74.8%，微涨 0.5 个百分点。期内净利润 2.7 亿，同比增长 78.6%，净利润率提升 1.3 个百分点至 5.8%。2025 年每股股息 0.230 港元，派息率提升至 37.0%。整体业绩实现高速增长，主要归功于公司聚焦核心品牌，推进全渠道布局以及精细化管理供应商等战略成效显著。

## 高端化成效显著，多渠道布局降低平台依赖

2023 年起公司梳理品牌矩阵，搭建品牌体系。2025 年十大核心品牌收入超过 25 亿元，同比实现翻倍以上增长，收入占比提升至 54%；高端品牌 RQ 收入上涨接近 1.9 倍，品牌高端化策略效果突出。渠道方面，亚马逊平台收入同比增长 37.9%。公司搭建多元化销售网络，降低对单一平台的依赖，通过海外社交媒体强化品牌曝光，联动 KOL 开展品牌推广并沉淀私域用户。全年非亚马逊平台收入同比增长 71.1%，其中 TikTok 收入同比增长 77.1%。非亚马逊平台收入占比从 7.0% 提升至 8.5%。多渠道协同增长，充分彰显公司在关税政策波动下的经营韧性。

## 构建柔性供应链体系，运营效率持续优化

公司继续迭代优化供应链体系，通过集中采购降低成本，缩短交付周期，提升供应链快速响应能力应对爆款推广周期内的断货痛点。整体供应链数量精简至 130 余家。2025 年公司加速布局海外产能，部署越南供应链，并完成缅甸、马来西亚、柬埔寨和土耳其等国家的供应链拓展，海外产能占比超越 10%，打造高效柔性供应链体系。

## 盈利预测与估值

2026 年公司计划加大 TikTok 等内容电商的投入，深化品牌本地化建设，预计非亚马逊平台收入同比增长约 60.0%。基于公司各个渠道销售增速有望进一步提升，上调 FY26E/FY27E 净利润预测至 3.6 亿/4.5 亿元，同比增长 31.7%/26.0%。当前股价对应 FY26E/FY27E 年 5.5 倍/4.4 倍市盈率。FY26E 股息率为 6.7%。维持“买入”评级，并上调目标价至 7.10 港元，对应 9.0 倍/7.1 倍市盈率，有 63.0% 上行空间。

**风险提示：**1) 服装行业出海竞争加剧风险；2) 存货减值风险；3) 地缘政治不确定性风险。

图表 1：主要财务数据（人民币百万元）

年结：12 月 31 日	FY24 年实际	FY25 年实际	FY26 年预测	FY27 年预测	FY28 年预测
收入	3,325	4,660	6,150	7,900	9,722
增长率 (%)	10.8	40.2	32.0	28.5	23.1
净利润	151	269	355	447	540
增长率 (%)	(156.7)	78.6	31.7	26.0	20.8
摊薄后每股盈利(人民币)	0.306	0.546	0.720	0.907	1.095
净资产回报率 (%)	27.8	37.9	37.4	36.2	34.2
市盈率 (倍)	13.0	7.3	5.5	4.4	3.6
市净率 (倍)	3.3	2.4	1.8	1.4	1.1
股息率 (%)	2.7	5.3	6.7	8.4	10.2
每股股息 (港币)	0.120	0.230	0.293	0.369	0.445

来源：公司资料、中泰国际研究部预测

更新报告

评级：买入

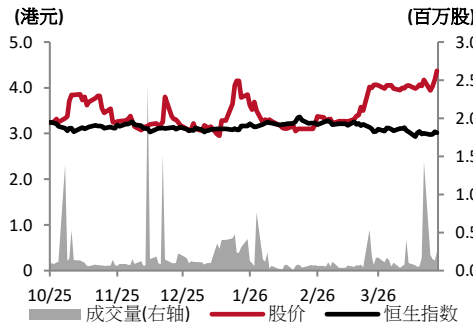
目标价：7.10 港元

## 股票资料

现价	4.37	港元
总市值	2,185	百万港元
流通股比例	25.6	%
已发行总股本	500	百万
52 周价格区间	2.91 - 7.00	港元
3 个月日均成交额	0.5	百万港元
主要股东	华丙如	47.2%

来源：彭博、中泰国际研究部

## 股价走势图



来源：彭博、中泰国际研究部

## 相关报告

- 20250616 - 首次覆盖：重回增长轨道的“小而美”快时尚跨境电商
- 20250904 - 更新报告：品牌化改革成效显著；利润高于预期

## 分析师

陈怡 (Vivien Chan)  
+ 852 2359 2941  
vivien.chan@ztsc.com.hk

图 2: 财务摘要 (年结: 12 月 31 日; 人民币百万元)

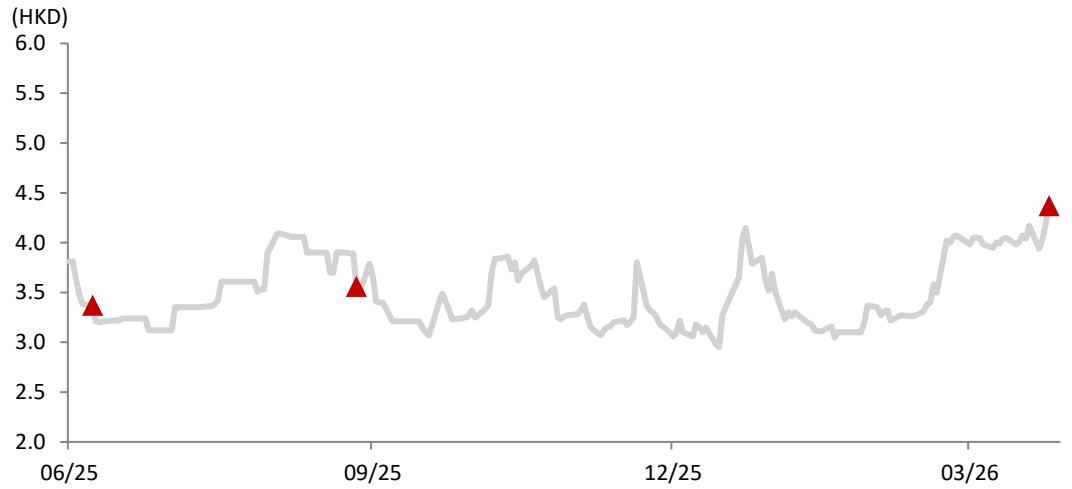
利润表	FY24 实际	FY25 实际	FY26 预测	FY27 预测	FY28 预测	资产负债表	FY24 实际	FY25 实际	FY26 预测	FY27 预测	FY28 预测
营业收入	3,325	4,660	6,150	7,900	9,722	固定资产	9	6	10	16	23
同比%	11	40	32	28	23	无形资产及商誉	1	4	10	15	17
成本	(854)	(1,173)	(1,531)	(1,951)	(2,382)	联营公司/合营公司	0	0	0	0	0
毛利润	2,471	3,487	4,619	5,949	7,340	长期投资	25	29	29	29	29
毛利率	1	1	1	1	1	其他非流动资产	9	26	26	26	26
其他收益	27	11	18	25	29	非流动资产	43	66	76	87	96
销售及分销成本	(2,226)	(3,086)	(4,097)	(5,301)	(6,562)	库存	374	649	638	802	979
行政成本	(110)	(131)	(166)	(204)	(242)	应收帐款	182	138	211	271	506
研发成本	0	0	0	0	0	预付款项及存款	32	44	58	74	91
其他运营开支	0	0	0	0	0	其他流动资产	0	0	0	0	0
总运营开支	(2,336)	(3,217)	(4,263)	(5,505)	(6,804)	现金	448	556	767	971	1,040
营运利润 (EBIT)	162	281	374	469	564	流动资产	1,037	1,387	1,674	2,118	2,616
营运利润率	0	0	0	0	0	应付帐款	318	390	462	589	719
拨备	0	0	0	0	0	税项	0	16	11	14	17
财务成本	(8)	(6)	(8)	(8)	(8)	预提费用/其他应付款	0	0	0	0	0
融资后利润	155	275	366	461	556	银行贷款和租赁	146	203	177	187	187
联营及合营公司	0	0	0	0	0	可转债和其他债务	5	5	5	5	5
税前利润	155	275	366	461	556	其他流动负债	0	0	0	0	0
所得税	(4)	(6)	(11)	(14)	(17)	流动负债	469	614	655	795	928
少数股东权益	0	0	0	0	0	银行贷款和租赁	8	12	12	12	12
净利润	151	269	355	447	540	可转债和其他债务	0	0	0	0	0
增长率%	(157)	79	32	26	21	递延所得税及其他	2	7	7	7	7
净利润率	0	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0	0
EBITDA	157	278	359	448	540	非流动负债	10	18	18	18	18
EBITDA 利润率	4.7%	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%	总净资产	600	820	1,075	1,391	1,766
每股盈利 (人民币)	0.306	0.546	0.720	0.907	1.095	股东权益	600	820	1,075	1,391	1,766
增长率%	(158)	79	32	26	21	股本	0	0	0	0	0
每股股息 (港元)	0.120	0.230	0.293	0.369	0.445	储备	600	820	1,075	1,391	1,765

现金流量表	FY24 实际	FY25 实际	FY26 预测	FY27 预测	FY28 预测	主要财务比率%	FY24 实际	FY25 实际	FY26 预测	FY27 预测	FY28 预测
EBITDA	157	278	359	448	540	毛利率	74.3	74.8	75.1	75.3	75.5
营运资金变动	(46)	(241)	(4)	(114)	(299)	营业利润率	4.9	6.0	6.1	5.9	5.8
其他	141	105	0	0	0	净利率	4.5	5.8	5.8	5.7	5.6
经营活动现金流	253	142	355	334	241	销售及分销成本/收入	66.9	66.2	66.6	67.1	67.5
已付利息	(7)	(6)	(8)	(8)	(8)	行政成本/收入	3.3	2.8	2.7	2.6	2.5
所得税	(2)	(3)	(16)	(11)	(14)	派息率	35.7	37.0	37.0	37.0	37.0
经营活动净现金	243	133	330	315	219	有效税率	2.5	2.1	3.0	3.0	3.0
资本支出	(4)	(3)	(8)	(9)	(12)	总负债比率	26.5	26.8	18.0	14.7	11.6
投资	(0)	(4)	(7)	(8)	(5)	净负债比率	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
已收股息	0	0	0	0	0	流动比率 (x)	2.2	2.3	2.6	2.7	2.8
资产出售	0	30	0	0	0	速动比率 (x)	1.4	1.2	1.6	1.7	1.8
已收利息	12	8	21	28	32	库存周转率 (天)	165	159	152	150	150
其他	0	(44)	0	0	0	应收账款周转率	18	13	13	13	19
投资活动现金流	8	(12)	6	10	15	应付账款周转率	112	110	110	110	110
自由现金流	251	121	336	325	234	现金周转率 (天)	71	62	54	52	59
发行股份	0	0	0	0	0	资产周转率 (x)	3.4	3.7	3.8	4.0	4.0
股份回购	(36)	(6)	0	0	0	财务杠杆 (x)	1.8	1.8	1.7	1.6	1.6
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBIT 利润率	4.9	6.0	6.1	5.9	5.8
已付股息	0	(54)	(100)	(131)	(165)	利息开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
银行贷款变动净	(32)	56	(26)	10	0	税务开支 (x)	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
其他	(17)	(15)	0	0	0	股本回报率	27.8	37.9	37.4	36.2	34.2
筹资活动现金流	(85)	(19)	(125)	(121)	(165)	ROIC	44.2	69.2	73.5	80.7	70.5
现金变动净额	166	102	211	204	69						

来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

## 历史建议和目标价

子不语 (2420 HK) 股价表现及评级时间表



来源: 彭博, 中泰国际研究部

	日期	前收市价	评级变动	目标价
1	16/06/2025	HK\$3.38	买入	HK\$4.50
2	04/09/2025	HK\$3.89	买入	HK\$5.50
3	08/04/2026	HK\$4.37	买入	HK\$7.10

来源: 彭博, 中泰国际研究部

## 公司及行业评级定义

### 公司评级定义:

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准:

买入: 基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持: 基于股价的潜在投资收益介于 10% 以上至 20% 之间

中性: 基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 10% 之间

卖出: 基于股价的潜在投资损失大于 10%

### 行业投资评级:

以报告发布日后的 12 个月内的行业基本面展望为基准:

推荐: 行业基本面向好

中性: 行业基本面稳定

谨慎: 行业基本面向淡

## 重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（以下简称“中泰国际”或“我们”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用，发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接受到本报告而视为中泰国际客户。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，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。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中泰国际都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分担投资损失，中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何直接或间接责任，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。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。中泰国际所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、财务状况、风险偏好及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他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，并不代表中泰国际或附属机构的观点。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，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

### 权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无企业融资业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环德辅道中 189-195 号李宝椿大厦 19 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805