

审慎增持 (维持)

2232.HK 晶苑国际

港股通 (沪、深)

目标价: 5.60 港元

现价: 4.89 港元

1H18 收入增长较稳定, 盈利能力略有下降

2018 年 08 月 17 日

预期升幅: 14.5%

主要财务指标

会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万美元)	2,178	2,442	2,741	3,095
同比增长(%)	23.5	12.1	12.3	12.9
净利润(百万美元)	149	151	171	193
同比增长(%)	20.1	1.9	12.8	13.1
毛利率(%)	20.3	19.0	19.1	19.2
净利润率(%)	6.8	6.2	6.2	6.2
净资产收益率(%)	16.3	15.0	15.4	16.0
基本每股收益(美分)	6.2	5.7	5.8	5.9

数据来源: 公司资料、兴业证券经济与金融研究院

市场数据

日期	20180816
收盘价(港元)	4.89
总股本(百万股)	2853
总市值(亿港元)	140
净资产(百万元)	5410
总资产(百万元)	8308
每股净资产(元)	1.90

数据来源: Wind

相关报告

晶苑国际 (2232.HK) - 点评报告 - 新品类拉动收入高增 20180319

晶苑国际 (2232.HK) - 深度报告 - 多元化策略助力业绩增长 20180630

海外消费研究

分析师:

张忆东

兴业证券经济与金融研究院

副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人:

王源

wangyuanyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190118060055

投资要点

- **1H18 收入同比+17%，运动及户外服业务带动收入增长。**1H18 收入为 12 亿美元。休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动及户外服，收入分别为 4.7 亿美元、3.1 亿美元、2.1 亿美元、1.0 亿美元、1.1 亿美元，分别占公司营收的 39%、25%、16%、8%、9%。一方面，收购运动服品牌 Vista。2016 年底公司收购新加坡运动服装品牌 Vista，并将产品品类拓展至运动及户外服装领域。另一方面，与全球知名运动品牌建立合作关系。运动类主要客户有 Under Armour、VF (The North Face) 和 PUMA。
- **多元化市场布局战略助力收入增长。**公司秉承多元且均衡化的市场布局策略，区域涵盖美国、亚太、欧洲及其他国家和地区，1H18 各区域收入依次为 4 亿、5 亿、2 亿、0.5 亿美元，分别占公司营收比例的 37%、39%、19%、4%，同比+37%、+37%、+22%、+3.6%。由于亚太地区客户需求增加，以及共创业务模式推动现有客户业务增长，促使公司收入增长。
- **毛利润率与净利润率均有所下降。**1H18 公司毛利润约为 2.3 亿美元，毛利润率约为 19.0%，同比-0.9 ppt，环比-1.6 ppt。净利润约为 0.7 亿美元，净利润率为 5.9%，同比-0.9 ppt，环比-1.0 ppt。主要是由于上半年经营环境变化，人民币升值导致利润下降。
- **下调公司盈利及目标价为 5.60 港元，且维持审慎增持评级。**2018 年公司将新开 2 家工厂，3 家现有工厂将扩张产能，而越南布厂预计 2019 年底开始投入生产。此外，运动及户外服业务将继续发力并推动收入增长。我们判断，2018-20 年公司收入将进一步提高，成本控制能力将进一步增强，进而毛利润率将有所提升；由于公司研发投入和销售、管理费用增减抵消，净利润率将保持稳定。预计公司未来派息率不低于净利润的 30%。

风险提示: 未能与核心客户保持合作关系、劳动力短缺及成本上升、原材料价格变动、全球贸易政策变动风险、外汇管制及汇率波动风险



报告正文

1、1H18 收入增长较快，同比+17%

1H18 收入同比+17%，运动及户外服业务为新增长点。1H18 公司营业收入约为 12 亿美元，同比+17%。公司主要有五大产品品类：休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动及户外服，收入分别为 4.7 亿美元、3.1 亿美元、2.1 亿美元、1.0 亿美元、1.1 亿美元，分别占公司营收的 39%、25%、16%、8%、9%；核心产品品类：休闲服、牛仔服、贴身内衣的同比增速分别 +17%、+16%、+10%，且 2017 年公司核心产品品类中加入运动及户外品类同比+12%。

表 1、1H18 公司收入按品类拆分(单位：亿美元)

产品品类	2H16		1H17		2H17		1H18	
	收入 (亿美元)	占比	收入 (亿美元)	占比	收入 (亿美元)	占比	收入 (亿美元)	占比
休闲服	3.57	38.20%	4.04	39.37%	3.95	34.36%	4.74	39.17%
yoy			3.21%		10.87%		17.10%	
牛仔服	2.66	28.52%	2.61	25.43%	2.99	25.98%	3.05	25.19%
yoy			19.88%		12.30%		16.57%	
贴身内衣	1.66	17.80%	1.88	18.25%	1.91	16.58%	2.05	16.99%
yoy			46.44%		14.79%		9.56%	
毛衣	1.37	14.72%	0.69	6.71%	1.41	12.22%	1.01	8.44%
yoy			-19.57%		2.35%		46.79%	
运动及户外服	-	-	0.98	9.58%	1.18	10.26%	1.10	9.19%
yoy	-	-	-	-	-	-	12.06%	
其他	0.07	0.76%	0.07	0.65%	0.07	0.60%	0.05	0.41%
yoy			5.92%		-2.53%		-26.42%	
营业收入	9.33	100.00%	10.27	90.42%	11.51	100.00%	12.00	100.00%
yoy			24%		23%		16.82%	

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

2、收入增长点：新品类及多元化市场布局

- **运动及户外服品类是收入的新增长点。**一方面，收购运动服品牌 Vista。2016 年底公司收购新加坡运动服装品牌 Vista，并将产品品类拓展至运动及户外服装领域。另一方面，与全球知名运动品牌建立合作关系。运动类主要客户有 Under Armour、VF (The North Face) 和 PUMA。2017 年公司新品类推动订单数量增加，使得公司收入增长显著。

图 1、1H18 公司主要品类及收入 (亿美元)



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **多元化市场布局战略助力收入增长。**公司一直秉承多元且均衡化的市场布局策略，范围涵盖美国、亚太、欧洲及其他国家和地区，这有助于公司拓展客户。1H18 由于亚太地区需求增加，推动公司收入同比+26%；由于共创业务模式推动美国现有客户业务增长，促使公司该部分收入同比+17%。

表 2、1H18 年公司收入按区域拆分 (单位：亿美元)

国家/地区	2H16		1H17		2H17		1H18	
	收入 (亿美元)	占比	收入 (亿美元)	占比	收入 (亿美元)	占比	收入 (亿美元)	占比
美国	3.37	36%	3.82	37%	4.21	37%	4.48	37%
yoy	22%		13%		10%		17%	
亚太地区	3.73	40%	3.81	37%	4.63	40%	4.79	40%
yoy	16%		2%		22%		26%	
欧洲	1.91	20%	2.27	22%	2.24	20%	2.25	19%
yoy	-5%		19%		-1%		-1%	
其他国家和地区	0.32	3%	0.37	4%	0.42	4%	0.48	4%
yoy	9%		16%		13%		30%	
营业收入	9.33	100%	10.27	100%	11.51	100%	12.00	100%

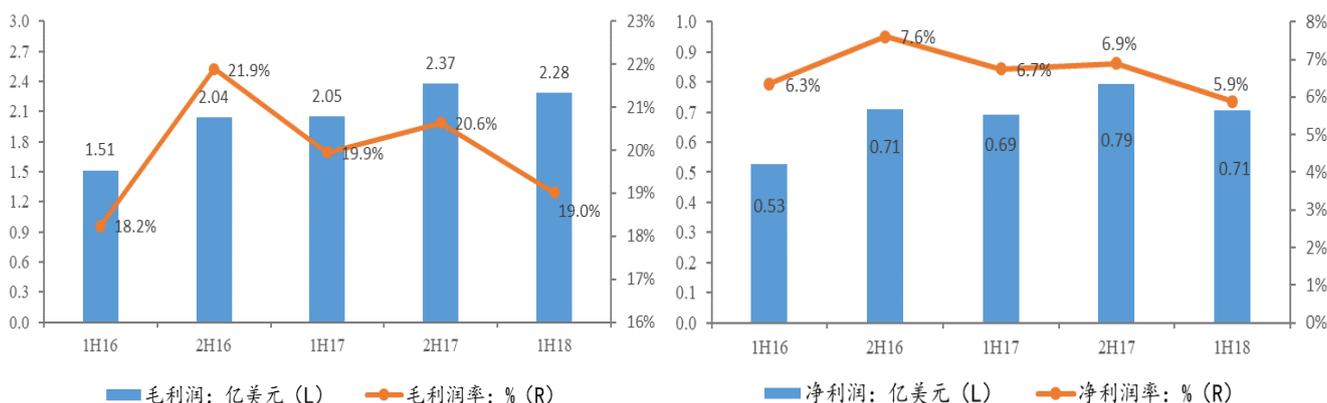
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

3、毛利润率与净利润率同比环比均下降

- 1H18 公司毛利润约为 2.3 亿美元，同比+16.8%，毛利润率约为 19.0%，较去年同期-0.9 ppt，环比-1.6 ppt。净利润约为 0.7 亿美元，净利润率为 5.9%，同比+2.0%，较去年同期-0.9 ppt，环比-1.0 ppt。

图 2、1H18 公司毛利润约为 2.3 亿美元，毛利润率为 19.0%

图 3、1H18 公司净利润约为 0.7 亿美元，净利润率为 5.9%



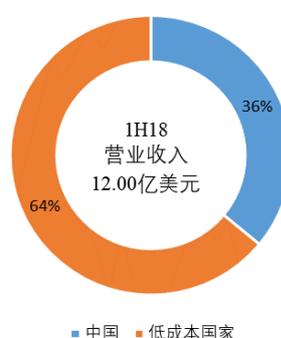
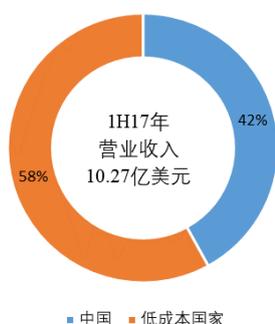
资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

- **多国生产基地平台优势凸显，成本控制能力强。**公司在全球 5 个国家拥有 20 个生产基地，其中越南、柬埔寨、孟加拉和斯里兰卡 4 个国家是公司的低成本生产基地。1H18 公司在低成本生产基地收入比重占当期营收的 64%，较去年同期+6ppt，有效降低了公司成本。由于低成本国家生产基地拥有劳动力成本低、国际贸易优惠政策等优势，促使公司成本控制能力提高。

图 4、1H17 低成本国家生产基地收入占当期 58%

图 5、1H18 年低成本国家生产基地收入占当期 64%



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

4、现金循环周期及存货周转天数均下降，派息率为 44%

- **现金循环周期与去年同期持平为 65 天。**一方面，从横向角度来看，可比公司现金循环周期平均约为 94 天；另一方面，从纵向角度来看，2014-2017 年公司平均现金循环周期约为 66 天。由此可见，1H18 公司现金流维持较稳定状态。
- **存货周转天数与去年同期持平为 51 天。**一方面，从横向角度来看，可比公司存货周转天数平均约为 86 天；另一方面，从纵向角度来看，2014-2017 年公司平均约为 52 天。由此可见，1H18 公司存货变现速度不仅优于可比公司，而且优于过去几年，公司存货管理效率提升。

图 6、1H18 现金循环周期与去年同期持平为 65 天

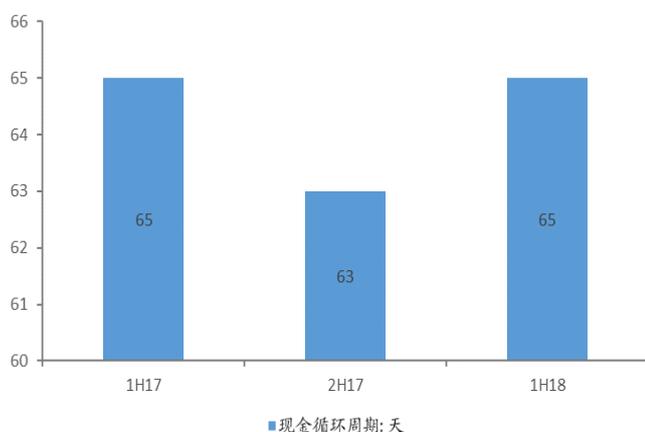
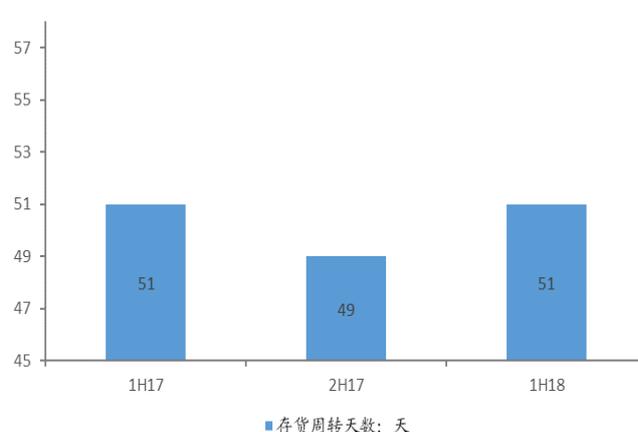


图 7、1H18 存货周转天数与去年同期持平为 51 天



资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

5、我们的观点

下调公司盈利及目标价为 5.60 港元，且维持审慎增持评级。2018-2020 年公司继续加大在低成本生产基地进行生产制造的发展战略，扩大在越南及孟加拉国的生产基地产能规模。2018 公司将新开 2 家工厂，3 家现有工厂将扩张产能，而越南布厂预计 2019 年底开始投入生产。此外，运动及户外服业务将继续发力并推动收入增长。

我们判断，2018-20 年公司收入将进一步提高，成本控制能力将进一步增强，进而毛利率率将继续提升；由于公司研发投入和销售、管理费用增减抵消，净利润率将保持稳定。预计公司未来派息率不低于净利润的 30%。

对应 2018/19 年 PE 分别为 12.6x/12.4x，给予“审慎增持”评级。

表 3、2018-2020 年公司生产基地扩建计划及预计创收时间

生产产品		时间线	状态
越南	休闲服	2018Q2	开始建设
		2019Q1	预计项目完工
		2019Q1 之后	预计开始创收
	运动及户外服	2019Q2	开始建设
		2019Q4	预计项目完工
		2019 年底	预计开始创收
牛仔服	2018Q3	开始建设	
	2020Q2	预计项目完工	
	2019 年	预计开始创收	
贴身内衣	2018Q2	开始建设	
	2020Q1	预计项目完工	
	2019 年	预计开始创收	
孟加拉国	休闲服及运动服	2019Q1	开始建设
		2020Q1	预计项目完工
		2019 年	预计开始创收

资料来源：公司中报，兴业证券经济与金融研究院整理

风险提示： 未能与核心客户保持合作关系、劳动力短缺及成本上升、原材料价格变动、全球贸易政策变动风险

附表

资产负债表					利润表				
单位: 百万美元					单位: 百万美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1,007	1,441	1,877	2,357	营业收入	2,178	2,442	2,741	3,095
货币资金	417	741	1,092	1,471	营业成本	(1,736)	(1,978)	(2,218)	(2,502)
应收账款	338	403	452	511	毛利	442	463	523	593
存货	249	297	333	375	其他收入	9	9	9	9
其他	1	1	1	1	销售费用	(40)	(49)	(55)	(62)
非流动资产	815	860	864	838	管理费用	(218)	(222)	(252)	(288)
固定资产	574	625	634	612	财务费用	(17)	(21)	(21)	(21)
无形资产	101	96	91	86	其他	(3)	(3)	(3)	(3)
预付租金	35	35	35	35	税前利润	174	178	202	229
商誉	75	75	75	75	所得税	(26)	(27)	(31)	(35)
其他	30	30	30	30	净利润	149	151	171	193
资产总计	1,822	2,302	2,742	3,195	少数股东损益	0.1	0.1	0.1	0.1
流动负债	848	1,230	1,570	1,924	归属母公司净利润	148	151	171	193
短期借款	507	776	1,080	1,372	BPS(美分)	6.2	5.7	5.8	5.9
应付账款	321	435	488	550					
其他	19	19	2	2					
非流动负债	63	60	60	60					
长期借款	23	20	20	20					
其他	40	40	40	40					
负债合计	911	1,291	1,631	1,985					
股本	4	4	4	4					
储备	907	1,007	1,107	1,207					
归母权益	911	1,011	1,111	1,211					
股东权益合计	911	1,011	1,111	1,211					
负债及权益合计	1,822	2,302	2,742	3,195					
现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万美元					单位: 百万美元				
会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017A	2018E	2019E	2020E
税前利润	174	178	202	229	成长性				
折旧和摊销	60	104	116	126	营业收入增长率	23.5%	12.1%	12.3%	12.9%
财务费用	17	21	21	21	毛利润增长率	20.4%	2.1%	13.2%	13.4%
营运资金的变动	270	295	337	371	净利润增长率	20.1%	1.9%	12.8%	13.1%
资本性支出	(154)	(190)	(160)	(140)	盈利能力				
经营活动产生现金流量	173	216	224	252	毛利率	20.3%	19.0%	19.1%	19.2%
投资活动产生现金流量	(251)	(162)	(132)	(112)	净利率	6.8%	6.2%	6.2%	6.2%
融资活动产生现金流量	347	270	259	239	ROE	16.3%	15.0%	15.4%	16.0%
现金净变动	269	324	351	379	偿债能力				
现金的期初余额	144	413	737	1,088	流动比率	1.19	1.17	1.20	1.23
现金的期末余额	413	737	1,088	1,467	速动比率	0.89	0.93	0.98	1.03
					营运能力				
					资产周转率(次)	1.37	1.18	1.09	1.04
					存货周转率(次)	7.44	7.25	7.05	7.07
					每股资料				
					每股收益(美分)	6.20	5.73	5.80	5.88
					每股经营现金(美元)	0.47	0.59	0.61	0.69
					每股净资产(美元)	0.32	0.38	0.38	0.37
					估值比率(倍)				
					PE	11.6	12.6	12.4	12.2
					PB	2.3	1.9	1.9	1.9

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航星星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。