

晶苑国际(02232)

报告日期: 2024 年 11 月 07 日

卓越的跨国制衣集团，追寻朝阳永不停歇

——晶苑国际深度报告

投资要点

- 报告导读:** 50 余年制衣行业深耕，晶苑不断夯实综合实力、拓展能力圈，目前已搭建跨越五个类别的多元化产品组合，以及多国制造平台，并与全球头部的服装品牌建立长期伙伴关系，打造了晶苑在成衣制造行业的领先地位。
- 全球领先成衣制造商，拥有 50 余年制衣经验。** 晶苑国际于 1970 年成立，2017 年于联交所上市，在全球 5 个国家开设 23 家工厂，员工人数约 6.5 万人，年成衣产能 4.7 亿件，2023 年营业收入 21.8 亿美元，净利润 1.6 亿美元。在全球成衣制造行业中，晶苑按产量计排名第一，按产值计排名第二。
- 产品矩阵丰富，深度绑定全球头部品牌客户。** 晶苑持续通过内部开发及策略性收购扩充品类，目前已形成五大类别的多元化产品组合，涵盖休闲服、运动及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣，2023 年各板块收入占比 28%/22%/21%/18%/10%。公司与全球前十大服饰品牌中的 7 家深度合作，包括优衣库、Levis、GAP、Vectoria's Secret 等，尤其 16 年拓展运动服品类后接连与 Nike、Adidas、Lululemon 建立合作，2023 年前五大客户收入占比 62%。
- 前瞻性布局海外产能，垂直整合提升快反能力。** 公司早在 70 年代初期开始拓展海外产能，分别于 2003/2006/2011/2018 年在越南、孟加拉、柬埔寨和斯里兰卡建立生产基地，23 年海外员工占比达 82%，其中越南作为最大生产基地，员工占比达 49%。公司于 2021 年开始垂直化布局，通过收购和自建布厂拓展上游面料业务，整合供应端产能从而缩短交期。
- 盈利预测与估值**
 晶苑作为能力卓越的全球制衣龙头，产品品类多元、全球产能布局完善、绑定头部优质品牌客户，尤其是新开拓的运动服及户外服品类仍在快速成长阶段，我们认为公司有望在传统赛道持续提升市场占有率，实现稳健增长。
 我们预计公司 24-26 年实现 24.7/28.1/31.8 亿美元，同比增长 13.5%/13.8%/13.0%；实现归母净利润 1.98/2.31/2.67 亿美元，同比增长 21%/17%/16%，对应 PE 8/7/6 倍，显著低于同行制衣龙头。考虑到公司稳健增长预期及较低水位的估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险，全球贸易政策变动风险，大客户销售不及预期或转移订单

财务摘要

(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,177	2,471	2,812	3,178
(+/-) (%)	-12.59%	13.47%	13.81%	13.02%
归母净利润	163	198	231	267
(+/-) (%)	-5.35%	20.95%	16.66%	15.58%
每股收益(美元)	0.11	0.13	0.15	0.18
P/E	9.7	8.0	6.9	6.0

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(首次)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002

mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005

zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强

执业证书号: S1230523080010

zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.43
总市值(百万港元)	12,638.00
总股本(百万股)	2,852.82

股票走势图



相关报告

正文目录

1 拥有多元化产品组合的卓越全球成衣制造商	5
1.1 概况：50 余年制衣历史，全球布局绑定头部客户	5
1.2 复盘：19 年以来逆势下前进，盈利能力稳中有升	6
1.3 拆分：运动户外服为核心驱动，第一大客户平稳	8
1.4 管理层：接班人梯队明确，股权结构集中稳定	9
2 制衣行业：规模缓增，格局变化带来成长机会	11
2.1 全球服装零售平稳增长，龙头品牌份额持续提升	11
2.2 产能向东南亚转移中，中小企业出清带来整合机会	12
3 公司壁垒：产业布局基础深厚，经营理念引领行业	15
3.1 产品：五大品类协同经营，共创模式推动创新	15
3.1.1 持续完善产品矩阵，交叉研发销售产生协同	15
3.1.2 难以复制的共创模式，与客户共创畅销新品	16
3.2 客户：伴随卓越品牌成长，运动新客增量可期	18
3.2.1 陪伴头部服装品牌成长，运动新客户注入活力	18
3.2.2 大客户迅销第四次创业，核心供应商份额有望提升	20
3.3 产能：全球运营经验丰富，生产管理理念先进	20
3.3.1 海外产能区域优势显著，24 年加速扩充员工	20
3.3.2 垂直整合上游布厂，追求智能与环保的现代化工厂	23
4 盈利预测及估值	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值及投资建议	26
5 风险提示	27

图表目录

图 1：晶苑国际产品矩阵及主要客户	5
图 2：晶苑国际发展历程	6
图 3：晶苑国际历年毛利率与净利率	7
图 4：晶苑国际历年费用率	7
图 5：晶苑国际市值及 PE 复盘（2017 年 11 月上市至今）	7
图 6：晶苑收入占比按地区拆分	9
图 7：晶苑收入占比按客户拆分	9
图 8：晶苑国际股权结构图（截至 2024 年中报）	10
图 9：全球服装零售市场规模（零售额口径）	11
图 10：全球服装销售量规模（零售口径）	11
图 11：全球服装品牌细分品类 CR10 变化	12
图 12：23 年细分品类前三大品牌的市占率情况	12
图 13：纺织服装主要出口国出口额占全球比例	13
图 14：美国成衣主要进口国市占率（单位：%）	13
图 15：晶苑五大产品类别	15
图 16：晶苑“Co-creation 共创”业务模式流程图	17
图 17：晶苑历年研发投入	18
图 18：晶苑持有的部分专利技术	18
图 19：晶苑五大品类的主要客户（2017 年招股书披露）	18
图 20：迅销集团历史收入及发展阶段复盘	20
图 21：晶苑 2000 年后在东南亚建厂历程	21
图 22：晶苑目前全球产能布局总览	21
图 23：晶苑全球五大生产基地的员工数量占比	22
图 24：晶苑全球工厂数量	22
图 25：晶苑员工总数（2020 年之前为大约数）	22
图 26：晶苑收入规模与员工数量高度正相关	23
图 27：晶苑垂直整合产业链大事件	23
图 28：自动化制造设备	24
图 29：智能化系统及品控流程	24
图 30：晶苑 2030 年减碳中期目标	24
表 1：晶苑国际历史业绩概况	6
表 2：晶苑国际毛利率复盘	7
表 3：晶苑五大类产品收入及占比	8
表 4：晶苑高管团队从业经验丰富	9
表 5：晶苑国际历年分红统计（单位：万美元）	10
表 6：按产品类别划分全球服装零售市场规模（零售额口径，单位：百亿美元）	11
表 7：全球前十大服装品牌市占率变化（单位：% ，灰底为晶苑客户）	12
表 8：成衣制造龙头公司市占率测算	13
表 9：全球成衣制造龙头公司对比（以 2023 年为例）	14
表 10：晶苑五大类产品概况及发展过程	16
表 11：公司交叉研发的成功案例	16

表 12: 共创模式的内涵及成效.....	17
表 13: 公司共创模式下的创新产品.....	17
表 14: 晶苑大客户收入及占比情况.....	19
表 15: 晶苑与部分大客户的合作情况.....	19
表 16: 晶苑国际收入分产品预测（单位：百万美元）.....	25
表 17: 晶苑国际利润率及费用率预测.....	26
表 18: 可比公司估值对比.....	26
表附录: 三大报表预测值.....	28

1 拥有多元化产品组合的卓越全球成衣制造商

1.1 概况：50 余年制衣历史，全球布局绑定头部客户

全球领先的成衣制造商，拥有 50 余年成衣制造经验。晶苑国际于 1970 年成立，2017 年于联交所上市，总部位于香港，年成衣产能 4.7 亿件，2023 年营业收入 21.8 亿美元，净利润 1.6 亿美元。根据欧睿数据，在全球成衣制造行业中，晶苑按产量计排名第一，按产值计排名第二（2016 年）。

产品矩阵丰富，深度绑定全球头部品牌客户。公司拥有跨越五大类别的多元化产品组合，涵盖休闲服、运动及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣，2023 年收入分别为 6.1/4.8/4.7/4.0/2.2 亿美元，占比 28%/22%/21%/18%/10%。公司与全球前十大服饰品牌中的七家建立长期合作，包括优衣库、Levi's、GAP、Victoria's Secret、Adidas 等，2023 年前五大客户收入占比 62%。

前瞻性布局海外产能，垂直产业链布局提升快反能力。公司目前在中国、越南、孟加拉、柬埔寨和斯里兰卡五国共有 23 家工厂，23 年员工共 6.5 万人，其中海外员工占比 82%。公司于 2021 年开始垂直化布局，通过收购和自建布厂拓展上游面料业务，整合供应端产能从而缩短交期。

图1：晶苑国际产品矩阵及主要客户



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

回顾晶苑的全球化、多品类的发展历程，我们认为可以分为五个阶段：

1970-1976 年：在配额制下积累国际贸易经验。创始人罗乐风先生及罗蔡玉清女士于 1970 年创办晶苑集团，从事毛衣制造业务。由于当时出口美国和欧洲的纺织品受到配额制度限制，公司于 70 年代初期开始向海外拓展，初步积累国际贸易经验。

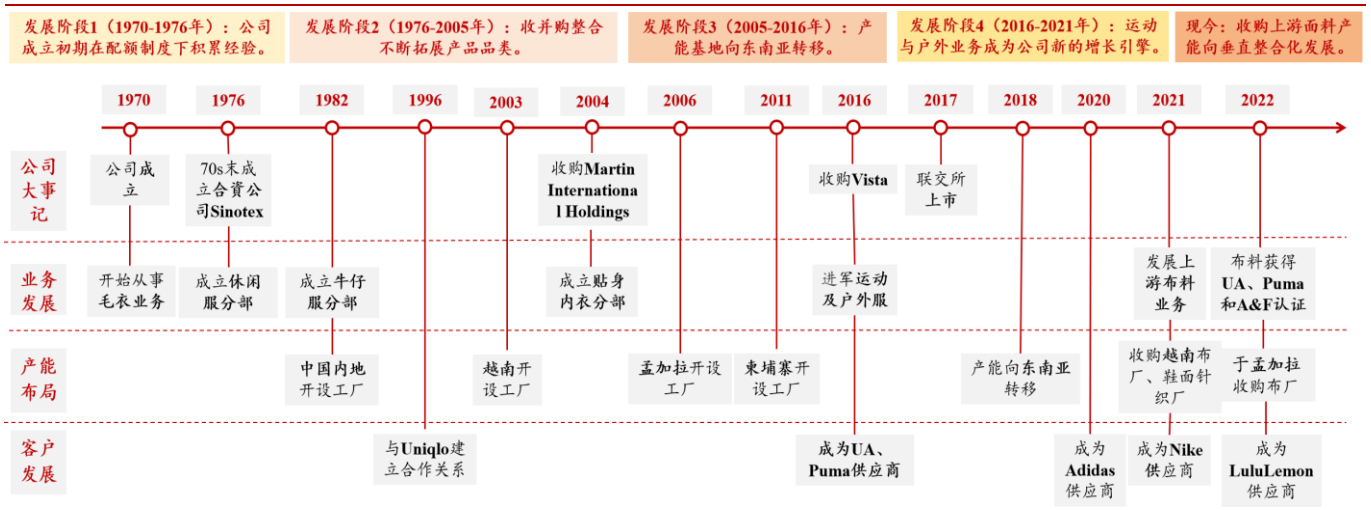
1976-2005 年：收并购整合不断拓展品类。1976 年设立休闲服分部，此后休闲服一直为公司第一大业务。1982 年开展梭织业务，后于 2005 年转型为专注于牛仔服生产。2004 年收购 Martin 拓展贴身内衣业务，进一步拓展欧洲市场。90 年代出于对配额制取消的预期，公司主动开拓日本市场以摸索经验，与刚起步的优衣库建立合作。

2005-2016 年：配额制取消后加快全球化扩张。2001 年中国加入 WTO，2005 年配额制度逐步取消，全球服装行业自由竞争时代开启，公司自 2000 年起扩大在内地的投资额，并相继于越南（2003 年）、孟加拉（2006 年）、柬埔寨（2011 年）建立生产基地，其中越南逐渐成为最大生产基地，中国成为核心研发基地。

2016-2021 年：运动户外品类成为新增长引擎。2016 年公司通过收购 Vista 进入运动户外服市场，2020-2022 年相继成为 Adidas、Nike、Lululemon 的供应商，并在运动内衣和功能性毛衣业务上取得突破。

2021 年至今：收购上游面料产能向垂直整合化发展。公司于 2021、2022 年分别于越南和孟加拉购入布厂，更好地满足客户对垂直产业链的需求，正在规划自建布厂以进一步提升面料交付速度。公司还于 2021 年收购针织鞋面厂拓展技术，提升毛衣产品功能性。

图2：晶苑国际发展历程



资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

1.2 复盘：19 年以来逆势下前进，盈利能力稳中有升

近年来收入有所波动，24 年处于修复向上阶段。公司近十年（2014-2023 年）收入 CAGR 为 2.8%，期间收入录得双位数增长的年份有：2017 年（全球经济上行带动订单增长+收购 Vista 带来增量）、2018 年（大客户提升市场份额）、2021 年（消费复苏及下游补库）；而收入出现下滑的年份有：2019 年（中美贸易摩擦）、2020 年（消费、生产停滞）、2023 年（下游去库存）。进入 2024 年，品牌客户去库存周期结束，采购订单修复增长，24H1 晶苑收入/归母净利润同比分别增长 8.4%/14.1%。

表1：晶苑国际历史业绩概况

单位：百万美元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	1,700.7	1,688.5	1,763.4	2,178.0	2,496.0	2,427.7	1,985.3	2,341.4	2,491.0	2,177.3	1,093.7
YOY		-0.7%	4.4%	23.5%	14.6%	-2.7%	-18.2%	17.9%	6.4%	-12.6%	8.4%
归母净利润	81.8	68.3	123.7	148.4	149.2	151.9	108.1	163.1	172.7	163.5	84.0
YOY		-16.5%	81.1%	20.0%	0.5%	1.8%	-28.8%	50.9%	5.9%	-5.4%	14.1%
净利率	4.8%	4.0%	7.0%	6.8%	6.0%	6.3%	5.4%	7.0%	6.9%	7.5%	7.7%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

毛利率高度稳定在 19%-20% 左右，各产品水平较为接近。公司近十年毛利率基本稳定在 19%-20% 左右，其中 2014-2016 年提升 3.3pp 主要系产能从中国迁移至成本更低的东南亚，以及优化客户及产品组合、提升生产效率；2018 年毛利率下降主要系人民币升值及海外加快扩产导致成本增加超过预算；2023 年在收入下降的情况下，毛利率逆势提升，主要得益于自动化水平的提升，通过重新布局工厂及精简生产工序提高员工效率。

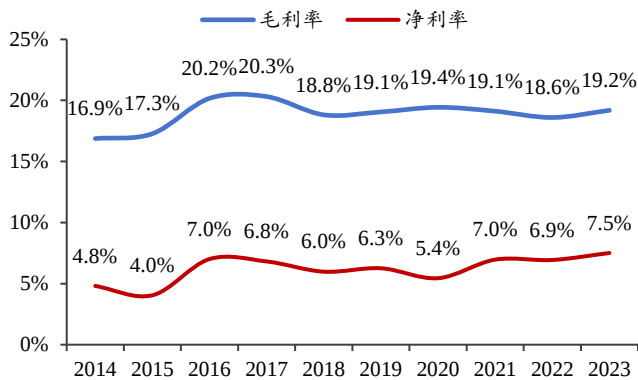
良好控费下，净利率稳中提升至 7% 以上。公司近十年归母净利润 CAGR 为 8.0%，凭借自动化生产深化、产品结构优化等，净利率呈稳中有升趋势，近几年基本稳定在 7%-8% 水平。

表2：晶苑国际毛利率复盘

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
整体毛利率	16.9%	17.3%	20.2%	20.3%	18.8%	19.1%	19.4%	19.1%	18.6%	19.2%	19.5%
其中：休闲服	19.3%	19.9%	19.7%	19.1%	18.9%	19.7%	20.8%	20.0%	20.0%	19.3%	19.8%
运动服及户外服				19.1%	17.7%	18.8%	19.9%	18.0%	18.3%	20.1%	20.9%
牛仔服	14.0%	14.4%	17.7%	19.7%	17.8%	17.3%	17.4%	18.3%	16.3%	16.1%	16.5%
贴身内衣	17.7%	20.8%	20.4%	22.2%	20.5%	20.7%	19.7%	19.6%	18.5%	20.5%	19.5%
毛衣	11.9%	8.9%	23.8%	20.5%	17.1%	16.3%	17.6%	19.9%	21.4%	21.2%	22.6%

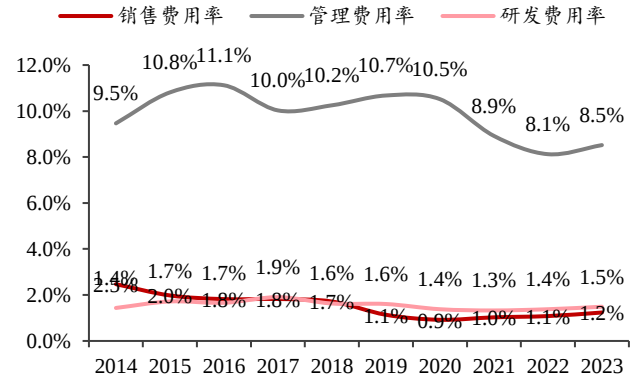
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图3：晶苑国际历年毛利率与净利率



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图4：晶苑国际历年费用率



资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

19 年以来 PE 处于 10 倍以下的较低水平。随着 2018 年上半年中美贸易摩擦加剧，叠加欧洲经济放缓，晶苑 PE 估值从 20 倍左右逐步回落至 10 倍以下，在 2020、2022-2023 年的业绩压力最大时期，PE 最低水平达到 5 倍左右。2024 年以来随着业绩修复，市值有所上行，但预计当前估值仍处于较低水平。

图5：晶苑国际市值及 PE 复盘（2017 年 11 月上市至今）



资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：历史 PE 按照当年净利润计算，24 年 PE 按照浙商盈利预测计算得到

1.3 拆分：运动户外服为核心驱动，第一大客户平稳

17年后新品类运动户外服成为收入增长的主要驱动。公司于2016年底收购Vista，从而扩充运动服及户外服品类，并陆续成为UA、PUMA、Adidas、Nike、Lululemon等头部运动品牌供应商，新客户不断加入叠加健康锻炼意识提升和户外风潮兴起，该品类成为公司收入保持稳定或增长的主要驱动。2017-2023年运动服及户外服收入CAGR达14.1%，占比从10%提升至22%。

与此同时，2017-2023年休闲服/牛仔服/贴身内衣/毛衣的收入CAGR分别为-4.5%/-2.8%/0.8%/1.0%，休闲服和牛仔服占比持续下降。但2023年毛衣收入逆势增长，主要得益于公司为毛衣产品增加更多运动设计元素，从传统毛衣提升至适合运动的性能毛衣，由此拓展运动品牌客户对毛衣的订单需求。

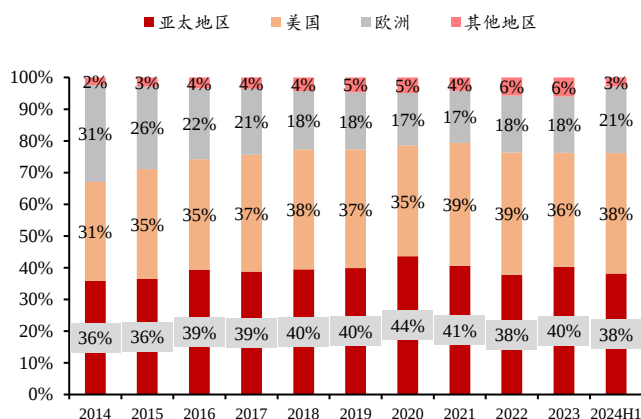
表3：晶苑五大类产品收入及占比

单位：百万美元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR (17-23年)
休闲服	785	737	748	800	953	942	703	735	697	608	-4.5%
同比		-6%	2%	7%	19%	-1%	-25%	5%	-5%	-13%	
占比	46%	44%	42%	37%	38%	39%	35%	31%	28%	28%	
运动服及户外服				216	239	244	305	427	557	478	14.1%
同比					11%	2%	25%	40%	30%	-14%	
占比				10%	10%	10%	15%	18%	22%	22%	
牛仔服	332	427	484	560	630	583	470	571	568	473	-2.8%
同比		29%	13%	16%	13%	-7%	-19%	21%	-1%	-17%	
占比	20%	25%	27%	26%	25%	24%	24%	24%	23%	22%	
贴身内衣	245	240	294	378	411	428	326	428	471	396	0.8%
同比		-2%	22%	29%	9%	4%	-24%	31%	10%	-16%	
占比	14%	14%	17%	17%	16%	18%	16%	18%	19%	18%	
毛衣	333	272	223	210	252	223	178	181	198	223	1.0%
同比		-18%	-18%	-6%	20%	-11%	-20%	2%	10%	12%	
占比	20%	16%	13%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	10%	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

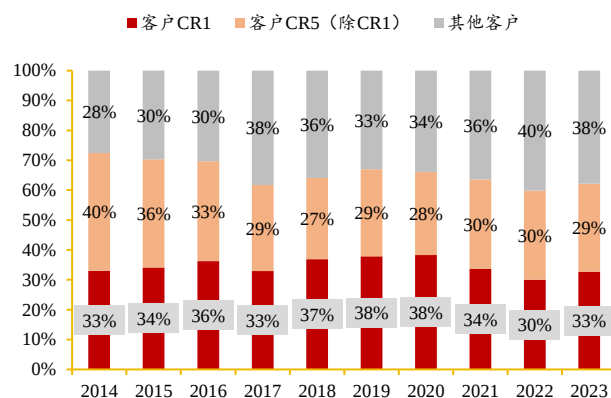
第一大客户贡献1/3收入，8成收入来自亚太和北美。客户集中度来看，第一大客户收入占比稳定保持在30%以上，也是2018年以来唯一占比超过10%的客户，采购的产品涵盖晶苑的五大品类。前五大客户占比稳定在60%以上，集中度低于制衣同行申洲国际（23年CR5为86%）、聚阳实业（23年CR3为67%），高于盛泰集团（23年CR5为47%）。分地区来看（按照产品卸货港统计），亚太地区/美国/欧洲收入大概占比4:4:2，此外还有少量其他地区销售，2017年以来各地区占比保持稳定。

图6：晶苑收入占比按地区拆分



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图7：晶苑收入占比按客户拆分



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 管理层：接班人梯队明确，股权结构集中稳定

罗氏家族及高管团队从业经验丰富，较早储备接班梯队。创始人罗乐风先生自14岁起便接触家族毛衣业务，在成衣制造领域拥有60多年经验，系晶苑的掌舵人。罗蔡玉清女士自集团成立以来负责财务及行政管理，具有50余年管理经验。

罗正亮先生系家族长子，1988年加入晶苑，2008年接任集团行政总裁，为公司第二代接班人。目前公司已储备第三代接班人，系罗乐风四子罗正豪，与罗正亮相差13岁，公司形成共识待罗正亮65岁退休后将交棒罗正豪，接班梯队明确。公司其他高管团队成员平均拥有逾20年行业经验，并且在充分激励下，高管团队的持续性及稳定性良好。

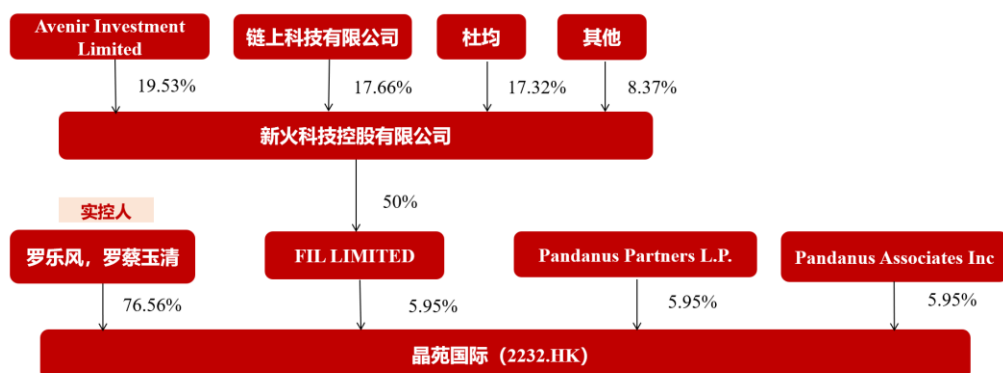
表4：晶苑高管团队从业经验丰富

姓名	职务	年龄	加入时间	介绍
罗乐风	董事会主席 执行董事	85	创始人	在成衣制造行业积累超过60年经验，对本集团发展成为全球领先企业起到了推动作用。目前为香港职业训练局荣誉院士、云南大学客座教授、香港理工大学总裁协会荣誉主席、香港管理专业协会资深会员以及香港羊毛化纤针织业厂商会有限公司名誉会长及会董。
罗蔡玉清	董事会副主席 执行董事	79	创始人	为罗乐风先生的太太，自本集团成立以来一直负责财务及行政职能，并积累逾50年企业管理经验。
罗正亮	行政总裁 执行董事	58	1988	为罗乐风先生的长子，1988年加入晶苑，2008年正式接任集团行政总裁，现主要负责制订及监督本集团整体发展策略及营运。加拿大多伦多大学经济学和商科毕业，曾担任香港纺织及成衣研发中心董事、香港纺织业联合会有限公司董事。
罗正豪	执行董事	45	2005	为罗乐风先生的四子，2005年加入晶苑，现任针织部销售及营运高级副总裁。2001年毕业于多伦多大学，获授商业学士学位，曾任职于花旗集团。
黄星华	执行董事	60	1983	1983年加入晶苑，现任针织部总裁，主要负责监督休闲服、运动服和户外服及毛衣分部，支持企业职能并制订策略及管治政策。
黄河	部门总裁	57	1992	1992年加入晶苑，现任牛仔服分部总裁。1989年自香港理工学院（现称香港理工大学）取得纺织及制衣学高级文凭。
李伟君	首席财务官	52	2018	毕业于多伦多大学，获颁一级荣誉商学士学位，其后获加拿大约克大学颁授工商管理硕士学位。曾任珠海大横琴置业有限公司的首席财务官、数家于香港联交所上市的公司，积累了有关财务及会计、并购、库务、投资者关系及企业管治职能方面的丰富经验。

资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

股权结构稳定集中，罗氏夫妇合计持股76.6%。截至24年中期，罗氏夫妇合计持有晶苑国际76.56%的股份，持股集中，为公司实控人。此外新火科技通过FIL LIMITED持有晶苑国际5.95%的股份，Pandanus Partner L.P.和Pandanus Associates Inc各持有晶苑国际5.95%的股份。

图8：晶苑国际股权结构图（截至 2024 年中报）



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

账上现金充裕，24 年中期分红率提高至 60%。晶苑自 2017 年上市以来，每年分红率均保持在 30% 以上，2023 年提升至 40%，2024 中期分红提升至 60%。公司 24H1 末账上货币资金 5.43 亿美元，大股东持股集中，我们认为公司的分红能力及分红意愿均乐观，考虑到当前 PE 估值在 10 倍以下，若 24H2 保持 60% 分红率水平，24 年全年股息率 7%+，具有较强吸引力。

表5：晶苑国际历年分红统计（单位：万美元）

	净利润	现金分红总额	分红率	股息率
2017	14,843	4,470	30.1%	1.6%
2018	14,919	4,513	30.2%	3.1%
2019	15,190	4,584	30.2%	3.9%
2020	10,809	5,073	46.9%	5.8%
2021	16,311	5,029	30.8%	5.3%
2022	17,273	6,120	35.4%	6.9%
2023	16,348	6,570	40.2%	6.2%
2024H1	8,401	5,049	60.1%	3.6%

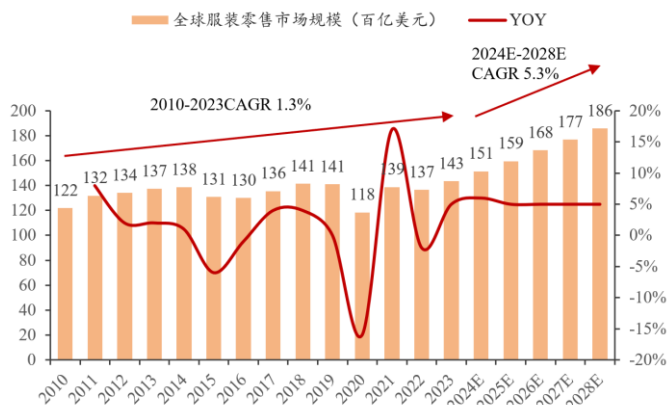
资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 制衣行业：规模缓增，格局变化带来成长机会

2.1 全球服装零售平稳增长，龙头品牌份额持续提升

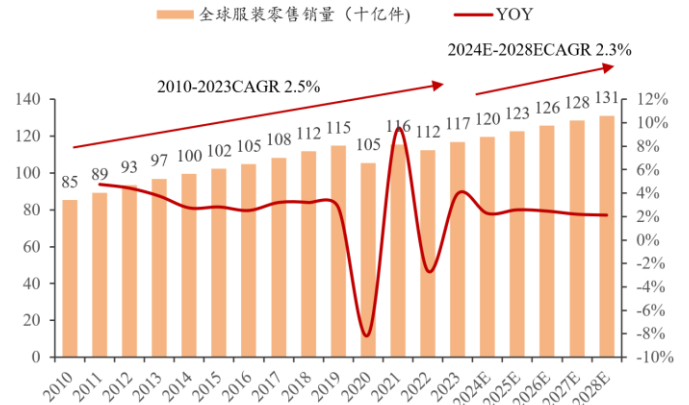
全球服装零售市场规模增长平缓，预计 24-28 年 CAGR 达 5%。根据欧睿数据，2010-2023 年全球服装零售市场规模从 1.22 万亿美元增长至 1.43 万亿美元，CAGR 为 1.3%，其中 2020-2023 年增长停滞，预计 2024-2028 年增长将提速，CAGR 达到 5.3%。销量方面，2010-2023 年从 85 亿件增长至 117 亿件，CAGR 为 2.5%，预计 2024-2028 年 CAGR 延续该水平。

图9：全球服装零售市场规模（零售额口径）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图10：全球服装销售量规模（零售口径）



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

从细分类别来看，运动服增速略快于其他品类。根据欧睿数据，晶苑涉及的五大品类中，运动服为增速最快的品类，2010-2023 年 CAGR 为 3.8%，2024-2028 年 CAGR 预计为 6.2%，依然快于其他品类；毛衣增速相对最慢，2010-2023 年 CAGR 为 0.1%，2024-2028 年 CAGR 预计为 4.0%。

表6：按产品类别划分全球服装零售市场规模（零售额口径，单位：百亿美元）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
休闲服	77.0	83.3	85.0	87.3	88.4	84.1	84.4	88.4	93.0	93.7	77.8	92.9	93.1	98.0	103.6	109.6	116.0	122.1	128.6
YOY		8%	2%	3%	1%	-5%	0%	5%	5%	1%	-17%	19%	0%	5%	6%	6%	6%	5%	5%
牛仔服	9.2	10.0	10.2	10.4	10.2	9.3	9.2	9.6	9.9	9.8	7.9	9.2	9.3	9.8	10.3	10.9	11.5	12.2	12.9
YOY		9%	2%	2%	-2%	-9%	-1%	5%	2%	-1%	-19%	17%	1%	5%	5%	5%	6%	6%	6%
毛衣	8.3	8.8	8.7	8.9	8.9	8.1	7.8	7.9	8.1	7.9	6.9	8.1	8.1	8.4	8.6	9.0	9.3	9.7	10.1
YOY		6%	-1%	2%	1%	-10%	-4%	2%	2%	-2%	-14%	18%	0%	4%	2%	4%	4%	4%	4%
贴身内衣	9.3	10.3	10.6	11.0	11.2	10.7	10.7	11.3	11.9	11.9	10.4	12.2	11.9	12.6	13.3	14.0	14.8	15.6	16.4
YOY		11%	3%	3%	2%	-4%	0%	6%	5%	0%	-13%	17%	-2%	5%	6%	6%	6%	5%	5%
运动服	14.3	15.6	16.1	16.7	17.2	16.6	17.1	18.3	19.8	20.6	17.7	21.7	22.0	23.1	24.6	26.2	27.9	29.5	31.3
YOY		10%	3%	4%	4%	-3%	4%	8%	9%	5%	-13%	21%	2%	6%	7%	7%	7%	7%	6%

资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

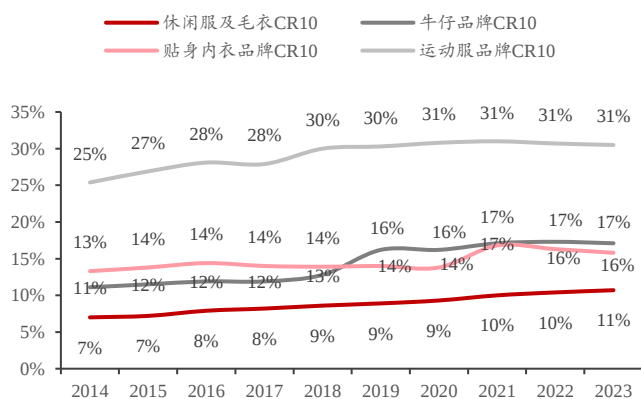
全球服装品牌 CR10 持续提升，马太效应明显。根据欧睿数据，2014-2023 年全球服装品牌 CR10 从 6.6% 提升至 9.9%，前 10 大品牌中有 7 个均是晶苑的客户，市占率之和从 5.2% 增长至 6.9%。各细分品类 CR10 均有明显的提升趋势，其中运动服品牌集中度最高，2023 年 CR10 高达 31%，休闲服市场最为分散，2023 年 CR10 为 11%。

表7：全球前十大服装品牌市占率变化（单位：% ，灰底为晶范客户）

		2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Zara	1.0	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
2	Nike	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4
3	H&M	1.3	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4
4	Uniqlo	0.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5	1.3	1.3	1.3
5	Adidas	0.8	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0
6	Shein	-	-	-	-	-	-	-	0.5	0.8	0.9
7	Levi's	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7	0.6
8	lululemon	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6
9	Primark	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
10	Old Navy	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
	CR10	6.6	6.8	7.5	7.7	7.9	8.3	8.5	9.1	9.7	9.9

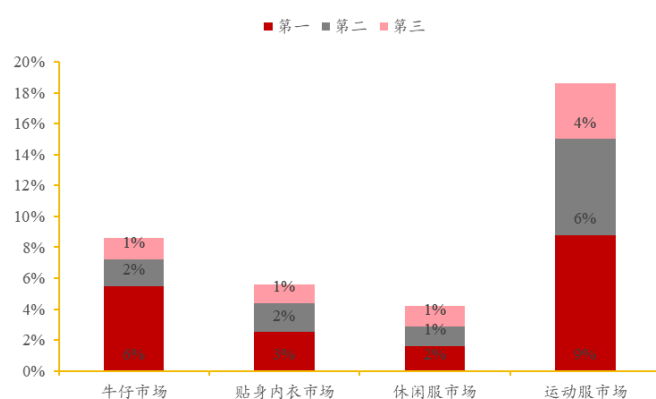
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图11：全球服装品牌细分品类 CR10 变化



资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

图12：23 年细分品类前三大品牌的市占率情况

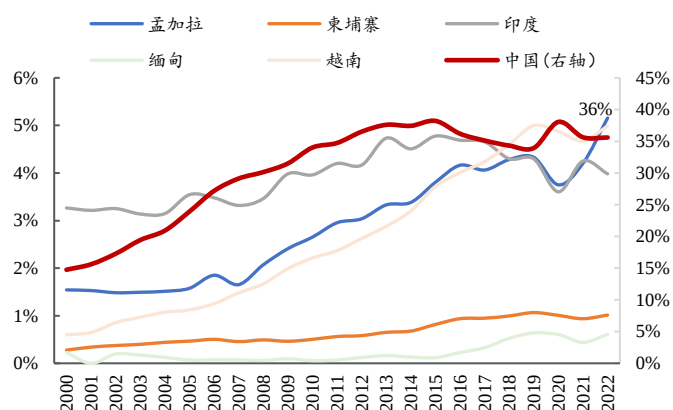


资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2.2 产能向东南亚转移中，中小企业出清带来整合机会

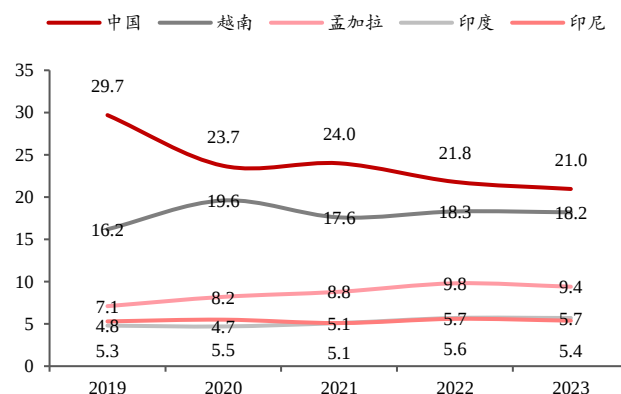
成本优势及贸易环境推动纺织制造业加速向东南亚迁移。2001 年中国加入 WTO 以及 2005 年纺服出口配额制度取消后，中国优质制造出口迎来了“黄金增长 10 年”。2012 年后，随着国内劳动力成本及工业用地成本不断上涨、国内外棉价差大幅提升，东南亚国家成本优势愈发凸显。此外，越南相继加入 TPP、FTA、RCEP 等自由贸易协定，为其带来显著的市场准入便利及关税优势，纺织制造业开始加速向东南亚国家转移。2018 年美国对中国进口商品加征关税，其中涉及 917 项纺织产品，加速纺织工厂外迁东南亚的趋势，尤其以越南、孟加拉的出口份额提升最为明显。

图13：纺织服装主要出口国出口额占全球比例



资料来源：WTO，浙商证券研究所

图14：美国成衣主要进口国市占率（单位：%）



资料来源：美国海关，浙商证券研究所

全球成衣制造行业集中度低，但中长期存在整合趋势。根据欧睿资料，亚洲成衣 OEM 制造市场高度分散，规模以上成衣制造商超过一万家。根据我们测算，2022 年晶苑市场份额仅 0.4%，仅次于申洲的 0.7%。相比头部制衣商，行业内大量存在的中小型制造商将因品牌公司日趋严格的要求、国内快速上涨的成本等而陆续退出市场，而龙头在产品研发、智能生产、海外扩张、垂直产业链布局等方面具有较深壁垒，预计行业未来将进一步整合。

表8：成衣制造龙头公司市占率测算

单位：亿美元	2018	2019	2020	2021	2022
全球成衣进口额	4,943	4,954	4,501	5,488	5,760
申洲国际收入	30.5	32.5	35.3	37.4	39.9
占比	0.6%	0.7%	0.8%	0.7%	0.7%
晶苑国际收入	25.1	24.4	20.0	23.6	25.1
占比	0.5%	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%
聚阳实业收入	8.0	8.8	8.5	10.4	10.9
占比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源：WTO，Wind，浙商证券研究所

亚洲制衣龙头均深度布局东南亚，晶苑产品类别相比同行更为全面。成衣制造龙头集中于亚洲，包括中国内地的申洲国际、盛泰集团、鲁泰，台湾地区的聚阳实业、儒鸿、台南企业、振大环球，海外竞争同业以韩国为主，包括 Sae-A、Hansae、Hansoll、Youngone 等。在纺织制造各环节中，成衣制造是劳动密集型最为明显的环节，因此制衣龙头基本都在东南亚多国建设工厂。相比同行，晶苑的产品品类更为丰富，而申洲更聚焦针织服装、鲁泰更聚焦梭织。

表9：全球成衣制造龙头公司对比（以 2023 年为例）

公司名称	成立	上市	产能分布	主要客户	主要产品	产量 (亿件)	收入 (亿美元)	净利润 (亿美元)	毛利率 (%)	净利率 (%)
申洲国际	1990	2005 联交所	中国 (47%)、越南 (27%)、柬埔寨 (26%)	Nike、Uniqlo、Adidas、Puma	运动服 (72%)、内衣 (23%)、针织产品 (4%)	4.2	35.29	6.43	24.27	18.23
晶苑国际	1970	2017 联交所	中国(18%)、越南(62%)、柬埔寨(9%)、孟加拉(7%)、斯里兰卡(4%)	Uniqlo、Levi's、GAP、Victoria's secret、Adidas	休闲服 (28%)、运动服(22%)、牛仔服(21%)、贴身内衣(18%)、毛衣(10%)	4+	21.77	1.63	19.19	7.51
聚阳实业	1990	2002 台交所	中国、印尼、菲律宾、柬埔寨、越南	GAP、Target、迅销、Nike、Under Armor	成衣 (98%)：流行服饰、运动服饰、睡衣服饰	1.6	10.73	1.30	25.78	12.29
盛泰集团	2007	2021 上交所	中国、越南、柬埔寨	拉夫劳伦、Uniqlo、Lacoste、FILA、HUGO BOSS	成衣 (73%)：轻奢品牌、大众休闲品牌、运动品牌、百货品牌	0.4	6.57	0.14	16.24	2.09
鲁泰	1988	1997 深交所	中国 (40%)、越南、柬埔寨、缅甸 (海外合计 60%)	Uniqlo、TAL、PVH、HUGO BOSS、海澜之家	衬衣(22%)	0.2	8.42	0.56	22.98	6.65

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

3 公司壁垒：产业布局基础深厚，经营理念引领行业

晶苑拥有 50 余年的成衣制造经验，在全球激烈的行业竞争中经历多轮起伏，不断夯实自身的产品研发、生产工艺、品质把控、客户服务、高效生产等能力，目前已搭建跨越五个产品类别的高度多元化产品组合，以及多国制造平台，并与全球领先的服装品牌建立长期伙伴关系，这些核心竞争力共同打造了晶苑在全球领先的行业地位。

3.1 产品：五大品类协同经营，共创模式推动创新

3.1.1 持续完善产品矩阵，交叉研发销售产生协同

晶苑自创立以来，通过持续内部开发及策略性收购，不断扩充产品品类。目前产品分为五个分部，包括休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服及户外服，独一无二的多元化产品组合在全球成衣制造商中较为稀缺，能为客户提供一站式的采购方案。根据欧睿数据，在五个品类上，晶苑的产量产值均在亚洲成衣制造商中排名前列。

图15：晶苑五大产品类别



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

多次收购还在客户资源、地域覆盖等方面与原有业务形成互补。例如 2004 年收购 CM Holdings（英国贴身内衣制造公司），使得晶苑扩充内衣产品，并凭借知名的欧洲客户组合快速进入欧洲市场。2016 年 12 月以 1.9 亿美元收购 Vista（产能位于越南及柬埔寨的新加坡成衣制造商），使得晶苑扩充运动服和户外服，并陆续成功与 UA、PUMA、Nike、Adidas、Lululemon 等头部运动品牌建立合作关系。

表10：晶苑五大类产品概况及发展过程

品类	推出时间	发展过程	收入及占比 (2023)	主要采购客户
毛衣	1970	晶苑创立之初最早开始生产的产品	2.23 亿美元 占比 10.2%	Gap、Marks & Spencer、UNIQLO、Abercrombie & Fitch
休闲服	1976	公司销售占比最大的品类，最高时接近一半，但近年来占比有所下降，产品包括 T 恤、POLO 衫、背心、亚麻服等	6.08 亿美元 占比 27.9%	UNIQLO、H&M、Gap、GU、Marks & Spencer、Abercrombie & Fitch
牛仔服	1982	1982 年开设梭织分部，2005 年转型为专注于牛仔服产品，并将牛仔服规划为全球领导者的扩张策略的核心产品，目前公司系亚洲第一大牛仔裤制造商	4.73 亿美元 占比 21.7%	Gap、Levi's、Target、Abercrombie & Fitch、Lee、H&M
贴身内衣	2004	2004 年 6 月收购英国的 Martin 后开展内衣业务，借此进入欧洲市场，产品包括胸围及内裤。2016 年进军运动胸围市场，并从产业创新和功能性角度考虑成立了动作捕捉工作室	3.96 亿美元 占比 18.2%	Victoria's Secret、PINK、H&M、UNIQLO、Marks & Spencer、GU
运动服和户外服	2016	2016 年 12 月收购新加坡的 Vista 推出运动服，与原有产品线高度互补，成为公司 17 年上市以来增长的主要驱动力	4.78 亿美元 占比 21.9%	Under Armour、The North Face、PUMA、Nike、Adidas、Lululemon

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外，多品类经营使得晶苑在交叉研发、交叉销售上取得突破。一方面，公司有能力强交叉应用不同产品的核心工艺来开发新产品，例如推出“车缝毛衣”，即利用休闲服生产流程中的车缝技术生产，极大提高了毛衣的生产效率；公司有能力强生产“混合服装”，如毛衣与休闲服面料合并使用的服装；公司结合消费新趋势推出“运动休闲服装”，即在运动服和户外服的功能性中加入休闲服的设计；此外还有针织牛仔裤、运动贴身内衣、起居服系列等。

另一方面，公司能够在现有客户中拓展合作品类，实现内生式增长，同时亦能帮助客户共同成长，进一步巩固双方合作关系。例如已与 Under Armour 成功交叉销售运动休闲产品，并计划就其他产品开展进一步合作，23 年公司毛衣销售逆势取得双位数增长，同样受益于运动品牌客户的毛衣订单增加。

表11：公司交叉研发的成功案例

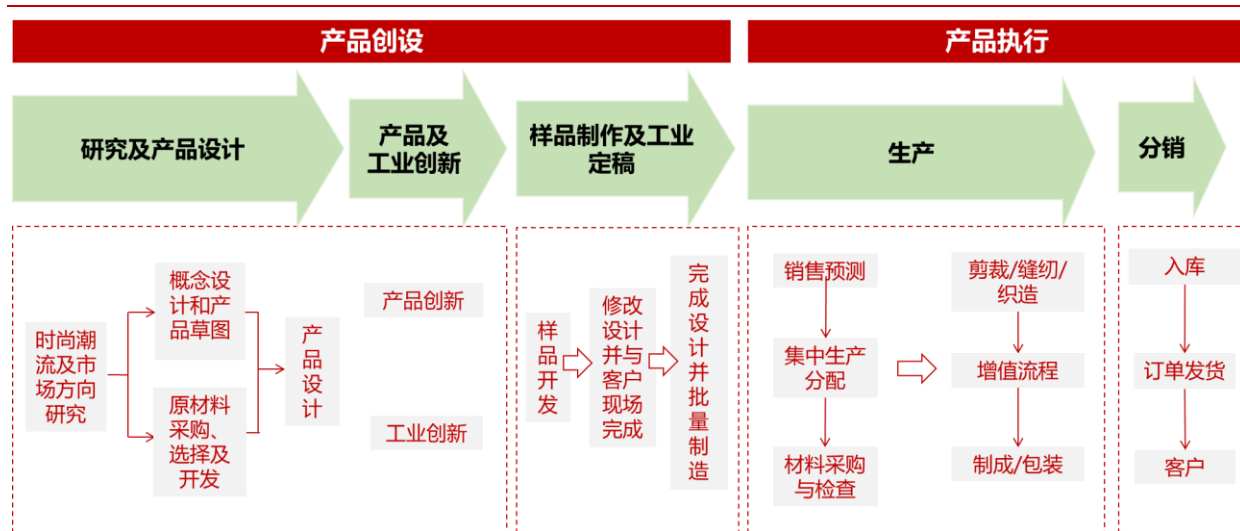
产品名称	创新点
起居服系列	成功交叉实施休闲服及毛衣的主要生产技术，开发一系列优质起居服产品。起居服的面料乃于毛衣生产线上织造，然后使用休闲服生产线的车缝技术拼装到一起以实现穿着舒适及成本效益。
混合服装	我们生产混合服装，当中糅合多种布料与质地以实现更好的产品观感及提高舒适度。我们的主要混合服装包括前胸毛衣后背 T 恤相对照面料的女士上衣，以及上身针织下摆印花编织的裙装。
车缝毛衣	开发了一款新式毛衣，利用休闲服生产流程的车缝技术，而非传统的毛衣缝盘技术生产，极大地减少了整体生产时间及成本。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.1.2 难以复制的共创模式，与客户共创畅销新品

晶苑在数十年行业经验中摸索出差异化的“Co-creation 共创”的业务模式，该模式是晶苑成功的基石，难以被其他成衣制造商复制。传统 OEM 成衣制造商通常不参与设计、原材料选择以及早期生产规划，而是等待客户下单后做出报价。随着消费者喜好、时尚趋势变化加快，供应商的成败越来越取决于能否满足客户复杂的需求、为客户提高附加值。在共创模式下，晶苑会像品牌商一样思考，主动提供产品构想，或将客户理念转化为产品设计，开发及采购适合的原材料，并创新工序以优化成本。

图16：晶苑“Co-creation 共创”业务模式流程图



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

“共创”模式的核心内涵包括开发“恰当产品”，以“恰当成本”将其商业化生产，并在“恰当时间”内交付客户。除了前文提到的交叉研发的创新产品“车缝毛衣”、“起居服系列”等，晶苑还与客户共创开发了诸多招牌的畅销产品，例如“无钢圈内衣”、“激光牛仔裤”等。在产品的创设过程中，晶苑除了较快提出产品设计，还会在开发和样品测试中邀请客户的关键决策者参与，减少反馈次数和等待时间，使得创设的过程可缩短至12周内甚至几天，客户得以最快速度上架潮流新品，显著提高产品的成功率和盈利能力。

表12：共创模式的内涵及成效

	具体做法及成效
恰当产品	与客户的数十年伙伴关系让公司深入了解全球时尚趋势、市场走向以及客户需求，能够响应体现客户时尚风格的产品理念。例如：通过创新工艺帮客户推出 环保的牛仔裤产品线 ；共创 起居服系列 ，交叉两种工艺，创造全新产品系列；采用无缝技术并以轻盈材料代替传统钢丝的 无钢圈胸围 ，提高穿着舒适性，同时保持良好外形及支撑，对穿着者身体的压迫感减少。
恰当时间	能够较早较快与客户提出产品理念及新品开发，在开发和样品测试过程中联系客户的关键决策者，减少反馈次数和所需时间，凭借现场开发能力在短时间落实产品规格，包括设计、原材料、工艺等， 可以将产品创设过程缩短至12周甚至几天 ，由此可以快速交付客户上架，使该产品有较高成功商业化率和盈利能力。
恰当成本	能够开发新工艺或技术帮助确保成本效益，凭借对原材料的洞悉发现适合产品的新布料。例如 车缝毛衣 ，大幅缩减生产时间和成本。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

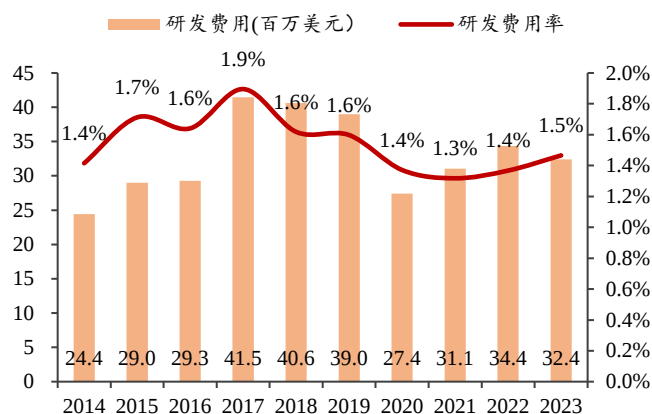
表13：公司共创模式下的创新产品

产品名称	年份	创新点
亚麻系列	2013	亚麻是一种自然纤维，对制造者而言费力且昂贵，但以其特别的温度调节性能而著称。公司成功地帮助客户生产质量始终如一、成本合理的亚麻纤维服装，进一步向具有更多功能性特点的亚麻混纺或仿亚麻纤维扩展。
修身美臀牛仔褲及激光牛仔褲		一款新型创新技术女士牛仔褲，产生修身塑形效果，并通过激光技术使牛仔褲褲型多样。
无钢圈内衣	2015	一类无钢圈内衣，采用无缝粘合技术，取代传统的钢圈轻薄材料一热塑性橡胶，夹在罩杯的泡沫层中间，而这极大地提高了穿着舒适度，同时保持良好的形状及支撑，减少穿戴者身体的受力点。
BME™ 印制服装	2018	一款新式服装，在服装上印上生物形态演变“BME™”，新型聚氨酯，以对穿用者提供按压以改善血流及肌肉群，在改善其体能的同时保护其免受伤害。
SmartLife 服装		公司策略性投资一家英国智能服装技术公司 SmartLife Inc.Ltd.，并开始联合开发一款加入针织“线性电子传感器”的新颖服装，可监控心电图、表面肌电图及阻抗充气造影等重要健康信号，以测量呼吸、步数及速度的加速度测量以及供汗液分析的电流皮肤反应。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

晶苑持续投入大量资源开展研发，专利技术成果丰硕。基于共创模式，晶苑每年研发投入均在 2-4 千万美金左右，研发费用率保持在 1.3%-1.9% 之间。晶苑已在中山市（负责贴身内衣与牛仔裤）、东莞市（负责休闲服与毛衣）、台湾地区（布料研发）、越南（负责运动服及户外服）多地开设多个研发中心，并与欧洲技术合作伙伴 Jeanologia 成立研发中心（开发及加速可持续洗水技术的商业化，用于牛仔服后整理工序更环保的技术）。上市时公司已拥有 48 项专利，涵盖生产设备、产品、管理系统等多种核心技术。

图17：晶苑历年研发投入



资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

图18：晶苑持有的部分专利技术

专利名称	专利类型	专利拥有人	注册时间
一种双头缝纫机	实用新型	英商马田	2011
一种 RFID 仓储系统	实用新型	英商马田	2014
布线框	实用新型	中山益达	2009
牛仔裤刷洗效果的模板	实用新型	中山益达	2009
一种烫钻机的压力测试系统	实用新型	中山益达	2015
一种绣花防护罩	实用新型	东莞晶苑	2012
一种服装自动折叠包装机及其处理工艺	发明	东莞晶苑	2012
一种用于服装后处理的吸线机及其处理工艺	发明	东莞晶苑	2012
发光缝盘	设计	东莞晶苑	2016
一种自动扫粉机	发明	东莞晶苑	2016

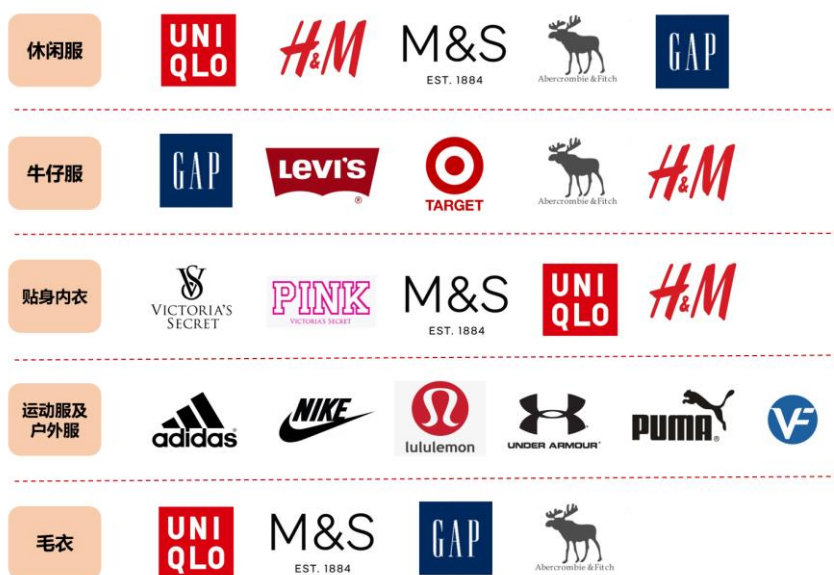
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2 客户：伴随卓越品牌成长，运动新客增量可期

3.2.1 陪伴头部服装品牌成长，运动新客户注入活力

与优秀的客户共同成长是晶苑走向龙头制造商的关键。全球前十大服装品牌中有 7 家系晶苑客户，并且多个客户与晶苑合作时间达到 10-30 年之久。晶苑凭借领先的产品设计、优质生产、快速且准时的交付能力，赢得全球头部的服装品牌的青睐和信任；同时，晶苑亦在策略上重点选择他们认为有较大增长潜力且要求更多增值服务的服装品牌作为客户。

图19：晶苑五大品类的主要客户（2017 年招股书披露）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表14：晶苑大客户收入及占比情况

单位：百万美元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
第一大客户	561	576	639	717	921	920	760	788	749	713
YOY		3%	11%	12%	28%	0%	-17%	4%	-5%	-5%
/总收入	33%	34%	36%	33%	37%	38%	38%	34%	30%	33%
前三大客户	1003	959	975	1065						
YOY		-4%	2%	9%						
/总收入	59%	57%	55%	49%						
前五大客户	1233	1187	1229	1344	1600	1627	1310	1489	1490	1354
YOY		-4%	4%	9%	19%	2%	-19%	14%	0%	-9%
/总收入	73%	70%	70%	62%	64%	67%	66%	64%	60%	62%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

与优衣库合作近30年，见证并伴随其一同成长。90年代中期，创始人罗乐风先生意识到配额制度将会结束，意味着客户可以从任何国家采购，从前依靠配额优势的制造商将面临更激烈的竞争。出于远见，罗先生试水当时不受配额制影响的日本市场，以测试公司应对无配额限制市场的竞争能力。在此背景下，晶苑于1996年首次结识Fast Retailing（迅销），彼时迅销仅是一家小规模成衣零售商，但其后迅速以经营UNIQLO品牌大获成功，晶苑亦一路见证并伴随优衣库快速成长。在接近30年的合作里，晶苑与优衣库共同创造大量畅销产品，2008年还开始与迅销旗下的GU合作。

近年来快速进入龙头运动品牌客户供应链，增长空间显著。晶苑于2016年收购Vista成为UA、PUMA的供应商，并在2020、2021、2022年接连通过自主拓展成为Adidas、Nike、Lululemon的供应商。2017-2023年晶苑的运动服及户外服收入CAGR达14.1%，占比从10%提升至22%。龙头运动品牌体量庞大，随着与晶苑合作持续深化，未来有望持续为晶苑带来显著的增量订单。

表15：晶苑与部分大客户的合作情况

客户名称	开始合作	合作产品	合作过程	客户颁发奖项
Fast Retailing	1996	牛仔服 贴身内衣 休闲服 毛衣 运动服及户外服	1996年开始与UNIQLO合作，共同创造大量畅销单品；2008年开始与GU合作。双方拥有相似的企业文化，均渴望在各自领域成为世界领先者，向全球范围内的消费者交付优质的服装	优质供应商奖 A级工厂
Levi's	2006	牛仔服	2006年开始合作牛仔服产品，成为其全球范围内最大供应商之一，共同打造推出知名产品，不断加快可持续产品开发共创	最具实力合作伙伴奖
H&M	2004	牛仔服 贴身内衣 休闲服	2004年开始合作牛仔服产品，后拓展至贴身内衣及休闲服。晶苑帮助其整合不同制造地点的优势，支持其向国际扩张	白金供应商 黄金供应商 最佳快速供应商
Marks & Spencer	2004	贴身内衣 休闲服、毛衣	1928年在CM Holdings（2004年被晶苑收购）开始合作，一直保持前十大供应商地位	
L Brands	2007	贴身内衣	2007年开始与Victoria's Secret合作，共同打造多款核心产品，包括蕾丝软围、主打内裤及少数其他产品；2010年开始与旗下的PINK合作	最佳按时交付表现奖 年度最佳供应商奖
Under Armour	2016	运动服及户外服	2016年通过收购Vista成为UA供应商（Vista早在2005年开始与UA合作，最初主要合作高尔夫服装）	

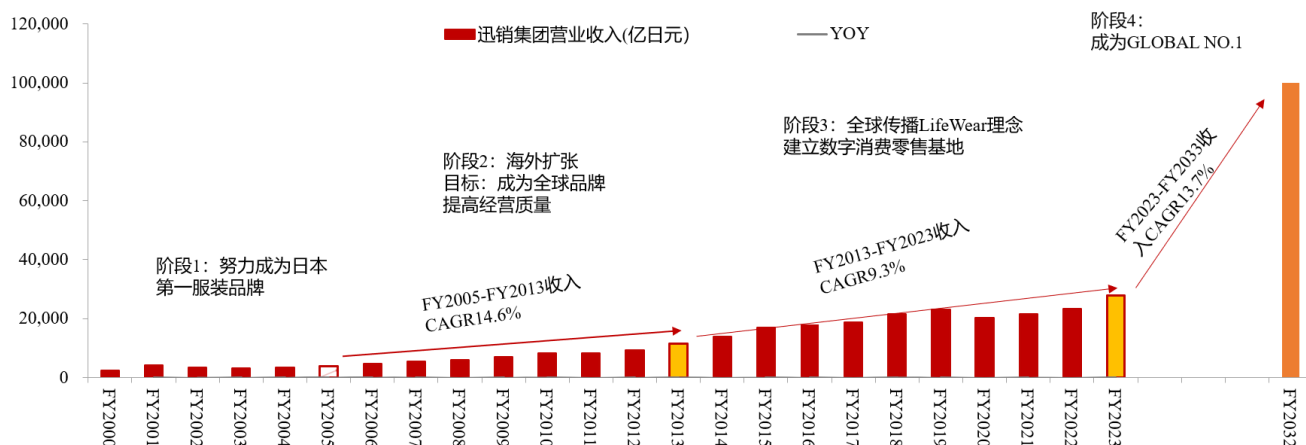
资料来源：公司公告，公司官网，浙商证券研究所

3.2.2 大客户迅销第四次创业，核心供应商份额有望提升

迅销集团目标未来 10 年收入翻两番，CAGR 达 14%，利好核心供应商。2023 年 4 月迅销集团在 FY23 中期业绩会上将 2023 年定义为“第四次创业”的起点，提出 5 年内收入达到 5 万亿日元（折合 334 亿美元），未来 10 年收入翻两番达 10 万亿日元（折合 669 亿美元），对应 CAGR 要达到 13.7%。同时迅销表示希望不再扩大供应商的数量，与现有核心供应商成长。

复盘迅销集团前几次创业：第二次创业系 FY2005-2013，该阶段迅销立足日本国内经验，加快海外市场扩张，收入 CAGR 达 14.6%；第三次创业系 FY2013-2023，该阶段迅销在全球传播 LifeWear 理念，并发力数字零售，收入 CAGR 达 9.3%。FY2023 开始的第四次创业，迅销目标成为全球第一的服装企业，进入“全球即本地”的实施阶段，实现路径包括进一步完善数字零售模式、扩大 GU 及 theory 等全球品牌业务，以及在全球构建人才最大化的企业组织等。“质价比”已成为当下消费主流趋势，优衣库较低的加价倍率、严格的品控均顺应时代趋势，我们认为迅销有望实现在全球进一步提升市场份额的目标。

图20：迅销集团历史收入及发展阶段复盘



资料来源：Wind，迅销集团公告，浙商证券研究所

3.3 产能：全球运营经验丰富，生产管理理念先进

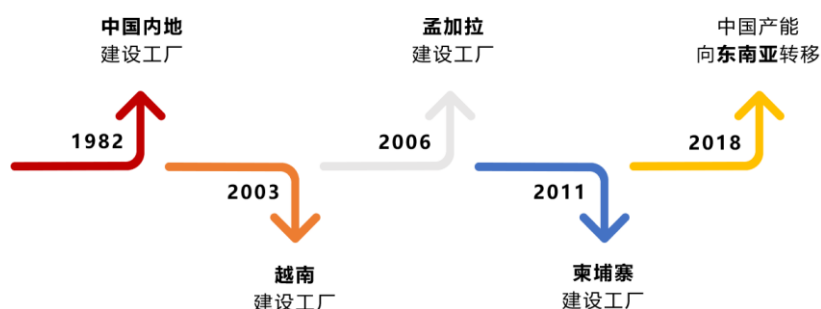
3.3.1 海外产能区域优势显著，24 年加速扩充员工

早期在配额制度下，晶苑自 70 年代起在全球多地设厂，产能分散。早期服装出口欧美受配额限制，成衣制造商不得不付出昂贵的成本来购买配额，或在豁免出口配额限制的国家成立低成本的生产基地。晶苑亦早在 1970 年代初即开始向海外拓展，最初在马来西亚及毛里求斯成立工厂，到 70 年代中期已在不同国家经营多个制造基地。出于追逐配额和低廉成本，制衣厂如同游牧民族，晶苑设厂足迹曾涉及中国内地、澳门地区、马来西亚、斯里兰卡、牙买加、迪拜、蒙古、摩洛哥、越南、孟加拉、柬埔寨等国，甚至一度远赴非洲，于毛里求斯、马达加斯加投资，最高记录为同一期间在 11 个国家设厂。

配额制结束后，晶苑陆续将产能集中至成本低且离香港近的东南亚。2000 年之后随着配额制逐步取消，全球制衣行业进入自由竞争时代，晶苑决定集中资源在香港总部附近的低成本地区设厂，以更容易管理运营、补给运输。2000 年后，晶苑陆续在越南、孟加拉、柬埔寨等东南亚国家建厂。同时晶苑保留中国内地的工厂，因为内地的劳动力熟练度和供

应链成熟度高，晶苑一般将高附加值或需快速反应的订单分配至中国工厂，而将数额庞大、款式简约的订单分配至成本更低的东南亚工厂，最大化发挥各地产能的优势。

图21：晶苑 2000 年后在东南亚建厂历程



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

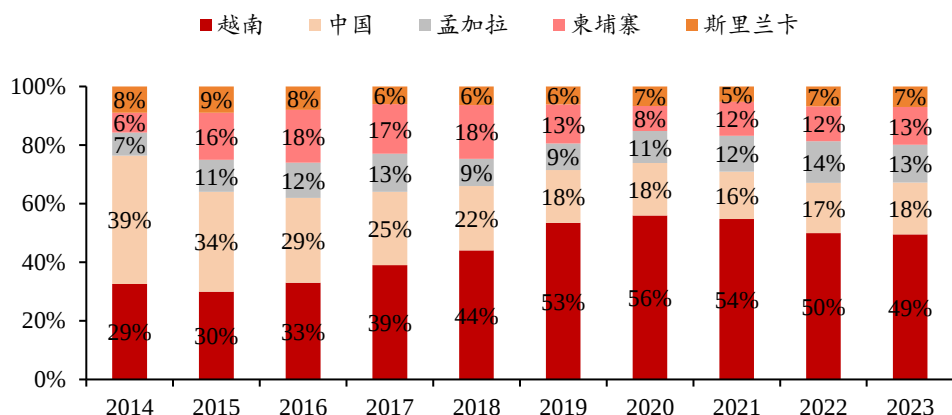
图22：晶苑目前全球产能布局总览



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

越南员工占比高达 1/2，国内占比逐渐降低。随着内地劳动力成本上升，以及中国贸易摩擦加剧，2018 年后晶苑推行产能重新分配计划，决定提高非中国生产基地的（尤其是越南）的产能。2014 至 2023 年间，中国的员工数量占比从 39%下降至 18%，而越南占比从 29%提升至 49%。

图23：晶苑全球五大生产基地的员工数量占比

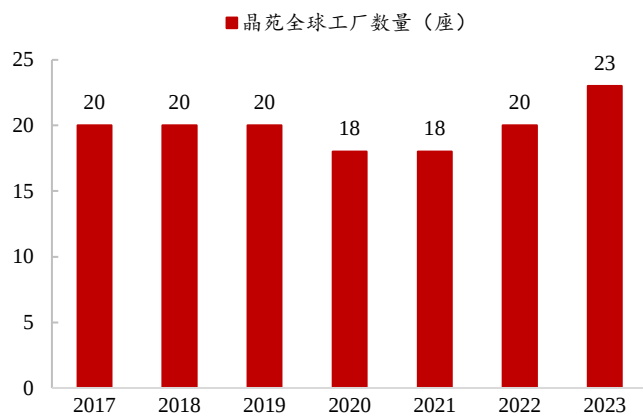


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

今年以来快速招聘新员工以补充产能，预计订单预期乐观。2023 年末晶苑在越南、中国、柬埔寨、孟加拉国和斯里兰卡 5 国共设有 23 家工厂，年内净增 3 家主要来自收购布厂；但由于订单减少，23 年员工人数净减少 0.8 万人至 6.5 万人。2024 年随着订单复苏，Q1 面临产能瓶颈，公司已迅速反应，优化生产规划及调度，并进行大量针对性招聘工作，截止 24H1 末已增聘 5000 名、总数增至 7 万名，下半年还将继续增加人手并提升产能。考虑到员工培训需要一定时间，新员工贡献的增量预计将在下半年及明后年持续体现。

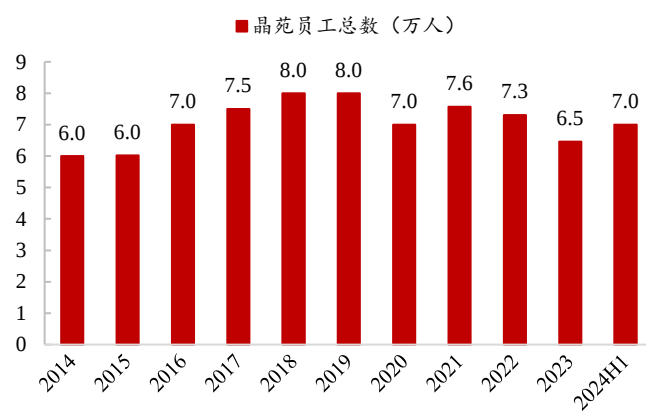
公司往年员工数量与当期的收入规模具有较强的正相关性，因此人效及毛利率得以保持高度平稳，展现公司极强的精细化管控能力。因此我们认为公司今年加大招聘力度展现了对明后年订单增长的乐观预期。

图24：晶苑全球工厂数量



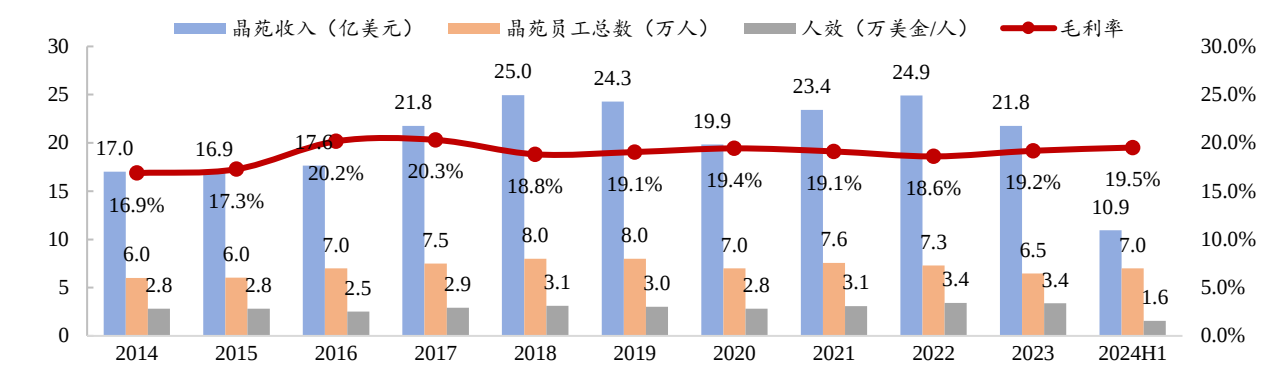
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图25：晶苑员工总数（2020 年之前为大约数）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图26：晶苑收入规模与员工数量高度正相关



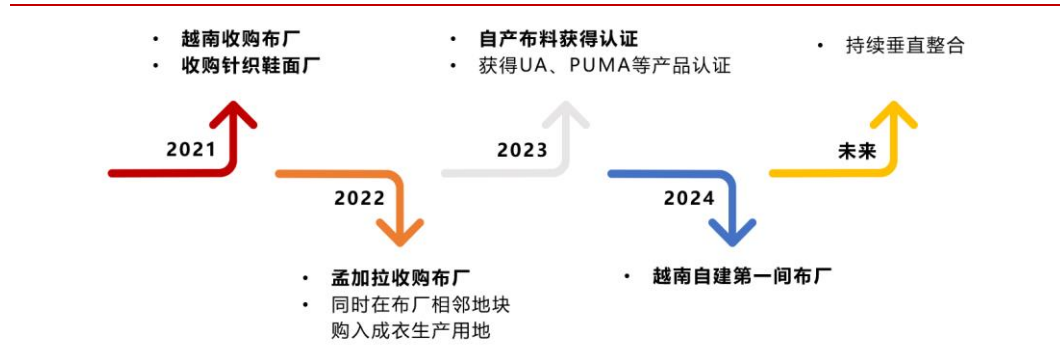
资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

3.3.2 垂直整合上游布厂，追求智能与环保的现代化工厂

2021 年以来收购、自建布厂以寻求垂直整合，产业链布局再获突破。针对东南亚物料供应的短板，晶苑于 2021、2022 年分别收购越南、孟加拉的布厂，2023 年自产布料获得 UA、PUMA 以及 A&F 等客户的产品认证，目前晶苑还正在越南自建第一间布厂。2021 年晶苑还收购了一家从事开发及生产平底鞋上部结构产品的公司“新科技针织”，可为公司的性能毛衣以及其他产品创新提供技术支持。

垂直整合对公司长期发展具有重要意义，有利于降低供应链风险，以及提升生产效率、研发能力及盈利能力。尤其是品牌客户去库存结束后，倾向于下达小批量、快交期的订单，以保持灵活应对市场变化的能力，如此一来便对制造商提出了更高的要求，晶苑向产业链上游延伸的战略布局有利于更好响应客户需求。

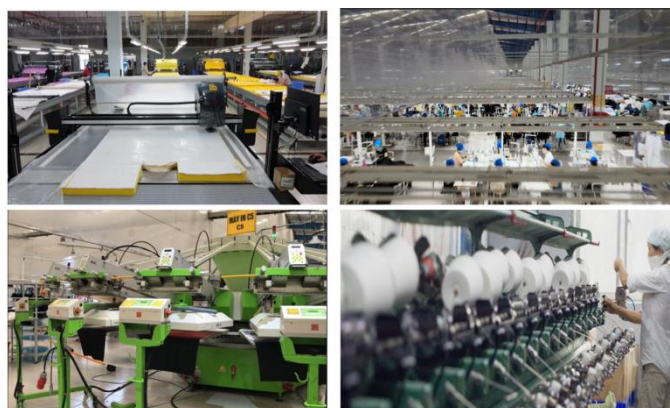
图27：晶苑垂直整合产业链大事件



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

晶苑于 1980 年代就开始现代化进程，以实施西方工业工程概念，优化生产流程，并就管理和财务系统实施电脑化程序。目前晶苑采用一系列 SAP 解决方案发展智能工厂，不但能改善产品生命周期管理，企业资源规划、数据管理系统、业务分析等，亦能帮助公司进一步实现产品定制，缩短产品交付时间以及改善订单履行能力。举例来看，2022 年公司的越南牛仔服工厂的智能仓库启用，无需人工即可进行入库与出库，减少 30%占地但能增加 100%仓储存量，并且减少 50%人员需求。

图28： 自动化制造设备



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

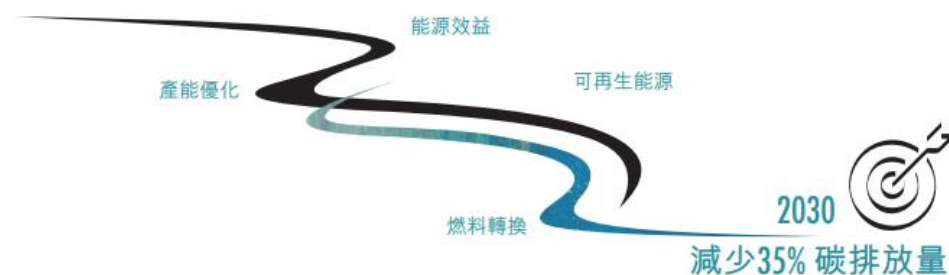
图29： 智能化系统及品控流程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

晶苑自 2007 年起落实可持续发展框架，把可持续发展元素融入业务运作。公司提出 2050 净零愿景，计划于 2030 年前减少 35%碳排放量及于 2050 年前实现净零排放的目标。为此公司将减碳实践融入日常运营，包括加强能源管控、安装太阳能光伏系统、扩大使用回用水、采用更洁净的燃料等。在产品研发上公司亦践行可持续环保理念，例如推出的 Second Life 牛仔系列为生产中产生的裁切废料注入新生命，可节约 70%用水量和 10%碳排放量。在 ESG（环境、社会和公司治理）各方面，晶苑均引领全球制衣行业，展现行业龙头社会责任。

图30： 晶苑 2030 年减碳中期目标



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4 盈利预测及估值

4.1 盈利预测

随着欧美品牌去库存结束，成衣制造行业订单自 2023 年下半年以来积极修复，晶苑在原有预期订单基础上，亦获得额外追加订单，24 年上半年生产端已面临瓶颈。公司加快新员工招聘，截至 24H1 末已新招员工约 5000 人，考虑到上半年持续招工及员工效率提升，我们预计 24H2 及 25 年产能将持续爬坡，为订单持续增长提供基础。**我们预计 24-26 年公司收入 24.7/28.1/31.8 亿美元，同比增长 13.5%/13.8%/13.0%。分产品来看：**

1) 休闲服：大客户优衣库收入增长预期乐观，并且在去库存后休闲服品牌对新产品系列需求提升，我们认为晶苑通过共创业务模式，能较快抓住市场复苏的基于，提高市场渗透率。预计 24-26 年休闲服收入 6.7/7.5/8.4 亿美元，同比增长 10%/12%/12%。

2) 运动服及户外服：尽管短期内以 Nike 为代表的运动龙头收入增速放缓，但晶苑目前占运动品牌客户的比例尚低，持续获得份额的空间较大，并且公司近几年快速拓展运动类客户，预计未来老客户份额提升+新客户增量共同驱动该品类快速增长。预计 24-26 年运动服及户外服收入 5.5/6.6/7.8 亿美元，同比增长 16%/20%/18%。

3) 牛仔服：牛仔服前几年市场表现较为低迷，我们认为时尚喜好轮回有望带动牛仔服需求复苏，并且晶苑积极研发创新型轻便牛仔面料产品，有望协助客户打造多款畅销产品。预计 24-26 年牛仔服收入 5.5/6.2/6.9 亿美元，同比增长 16%/13%/12%。

4) 贴身内衣：23 年该品类下滑较大，我们预计 24 年将复苏性增长，随后保持稳健增长。预计 24-26 年贴身内衣收入 4.5/5.0/5.6 亿美元，同比增长 13%/12%/12%。

5) 毛衣：晶苑成功开发运动性能毛衣，促进 23 年毛衣销售逆势增长，我们预计 24 年有望延续亮眼增长，未来预计保持稳健增长。预计 24-26 年毛衣收入 2.5/2.8/3.0 亿美元，同比增长 13%/10%/8%。

毛利率方面，历史表现高度稳定，随着晶苑持续推进自动化及垂直一体化、与客户共创更多高附加值产品，我们预计生产效率将持续提升，毛利率预计稳重小幅提升。**预计 24-26 年公司综合毛利率为 19.8%/19.9%/20.1%**

表16：晶苑国际收入分产品预测（单位：百万美元）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2341.4	2491.0	2177.3	2470.7	2811.9	3178.2
YOY	17.9%	6.4%	-12.6%	13.5%	13.8%	13.0%
毛利率	19.1%	18.6%	19.2%	19.8%	19.9%	20.1%
休闲服	735.0	697.5	607.6	668.4	748.6	838.4
YOY	4.6%	-5.1%	-12.9%	10.0%	12.0%	12.0%
毛利率	20.0%	20.0%	19.3%	20.0%	20.0%	20.0%
运动服及户外服	426.6	556.5	477.5	553.9	664.7	784.4
YOY	39.9%	30.5%	-14.2%	16.0%	20.0%	18.0%
毛利率	18.00%	18.30%	20.10%	21.00%	21.30%	21.50%
牛仔服	571.0	567.7	473.2	548.9	620.2	694.7
YOY	21.5%	-0.6%	-16.7%	16.0%	13.0%	12.0%
毛利率	18.3%	16.3%	16.1%	16.8%	17.0%	17.5%

贴身内衣	427.9	470.9	396.4	447.9	501.6	561.8
YOY	31.3%	10.0%	-15.8%	13.0%	12.0%	12.0%
毛利率	19.6%	18.5%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
毛衣	181.0	198.3	222.7	251.6	276.8	298.9
YOY	1.8%	9.6%	12.3%	13.0%	10.0%	8.0%
毛利率	19.9%	21.4%	21.2%	22.8%	22.8%	22.8%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所预测

费用率方面，晶苑历史控费表现稳定，随着收入体量逐渐增长，规模效应将持续推动净利率提升。我们预计 24-26 年公司净利率为 8.0%/8.2%/8.4%，对应归母净利润为 1.98/2.31/2.67 亿美元，同比增长 21%/17%/16%。

表17：晶苑国际利润率及费用率预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	19.12%	18.60%	19.19%	19.80%	19.92%	20.09%
期间费用率	11.27%	10.58%	11.24%	10.90%	10.75%	10.65%
销售费用率	1.03%	1.08%	1.24%	1.20%	1.15%	1.10%
管理费用率	8.92%	8.12%	8.52%	8.30%	8.20%	8.15%
研发费用率	1.33%	1.38%	1.49%	1.40%	1.40%	1.40%
净利率	6.97%	6.93%	7.51%	8.00%	8.20%	8.39%
归母净利润（百万美元）	163.11	172.73	163.48	197.72	230.65	266.59
YOY	50.91%	5.90%	-5.35%	20.95%	16.66%	15.58%

资料来源：Wind，浙商证券研究所预测

4.2 估值及投资建议

晶苑作为能力卓越的全球制衣龙头，产品品类多元、全球产能布局完善、绑定头部优质品牌客户，尤其是新开拓的运动服及户外服品类仍在快速成长阶段，我们认为公司有望在传统赛道持续提升市场占有率，实现稳健增长。

我们预计公司 24-26 年实现收入 24.7/28.1/31.8 亿美元，同比增长 13%/14%/13%；实现归母净利润 1.98/2.31/2.67 亿美元，同比增长 21%/17%/16%，对应 PE 8/7/6 倍，显著低于同行制衣龙头。考虑到公司稳健增长预期及较低水位的估值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表18：可比公司估值对比

公司	市值	归母净利润				PE			
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
申洲国际	938.8	45.57	58.02	65.28	73.27	20.6	16.2	14.4	12.8
鲁泰 A	47.5	4.03	3.97	5.45	5.92	11.8	12.0	8.7	8.0
盛泰集团	32.4	1.04	0.72	1.67	2.16	31.1	45.1	19.4	15.0
健盛集团	39.1	2.70	3.27	3.78	4.31	14.5	12.0	10.3	9.1
平均						19.5	21.3	13.2	11.2
晶苑国际	15.9	1.63	1.98	2.31	2.67	9.7	8.0	6.9	6.0

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：晶苑国际市值及利润单位：亿美元；其余公司单位：亿元人民币；市值采用 2024 年 11 月 6 日收盘数据

5 风险提示

1、原材料价格波动风险：服装产品主要原材料（面料、纱线及辅料配件）占生产成本的比例较高，尽管公司建立了良好的库存管理体系来降低原材料波动的影响，但若原材料价格短时间内波动较大，公司可能无法及时向下游客户充分转嫁，对毛利率可能造成影响。

2、全球贸易政策变动风险：美国、日本及欧盟为公司主要出口国，尽管公司已通过全球化布局及国内外双循环战略来减少可能存在的贸易摩擦，但依然存在进口国在原材料原产地、关税等政策变动对公司订单和盈利能力造成影响的风险。

3、大客户销售不及预期或转移订单：公司前五大客户占比6成以上，第一大客户占比3成以上，若任何一个大客户停止合作或大幅减少订单，公司可能短期内难以将产能分配给其他客户，进而导致业绩出现较大波动。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万美元	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,135	1,383	1,569	1,810
现金	543	622	742	875
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	248	301	324	382
其他应收及预付账款	39	41	43	45
存货	239	311	351	396
其他	65	107	109	111
非流动资产	840	788	735	681
金融资产类	17	17	17	17
权益法核算的投资	0	0	0	0
固定资产	551	499	446	392
无形资产	246	246	246	246
有使用权资产	0	0	0	0
其他	26	26	26	26
资产总计	1,975	2,170	2,304	2,491
流动负债	481	529	537	561
短期借款	64	111	92	89
应付款项	141	164	183	208
预收账款	0	25	25	25
其他	276	229	237	239
非流动负债	55	57	60	63
长期借款	0	0	0	0
其他	55	57	60	63
负债合计	536	586	597	624
少数股东权益	4	0	0	0
归属母公司股东权	1,434	1,584	1,706	1,867
负债和股东权益	1,975	2,170	2,304	2,491

现金流量表

单位：百万美元	2023E	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	313	169	262	263
净利润	163	198	231	267
折旧摊销	84	72	74	76
财务费用	13	3	3	3
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	66	(103)	(45)	(82)
其它	(14)	0	(0)	0
投资活动现金流	(88)	2	(31)	(3)
资本支出	44	21	21	22
其他	44	(23)	10	(20)
筹资活动现金流	(135)	(93)	(111)	(127)
短期借款	(38)	47	(19)	(3)
长期借款	0	0	0	0
其他	(97)	(140)	(92)	(124)
现金净增加额	88	79	120	133

利润表

单位：百万美元	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,177	2,471	2,812	3,178
营业成本	1,760	1,982	2,252	2,540
毛利润	418	489	560	638
销售费用	27	30	32	35
管理费用	185	205	231	259
其他收入及收益	32	23	26	27
营业利润	205	243	284	327
财务费用	13	3	3	3
以权益法核算的投资收	1	1	1	1
除税前溢利	195	241	281	325
所得税	31	43	51	59
净利润	163	198	231	267
少数股东损益	1	0	0	0
归属母公司净利润	163	198	231	267
EBITDA	205	254	297	344
EPS（最新摊薄）	0.11	0.13	0.15	0.18

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-12.59%	13.47%	13.81%	13.02%
营业利润	-19.62%	18.31%	16.68%	15.31%
归属母公司净利润	-5.35%	20.95%	16.66%	15.58%
获利能力				
毛利率	19.19%	19.80%	19.92%	20.09%
净利率	7.51%	8.00%	8.20%	8.39%
ROE	11.74%	13.08%	14.02%	14.92%
ROIC	11.50%	12.31%	13.55%	14.44%
偿债能力				
资产负债率	27.13%	27.00%	25.93%	25.05%
净负债比率	37.23%	36.99%	35.00%	33.42%
流动比率	2.36	2.62	2.92	3.23
速动比率	1.78	1.95	2.19	2.44
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.19	1.26	1.33
应收帐款周转率	8.94	9.00	9.00	9.00
应付帐款周转率	12.88	13.00	13.00	13.00
每股指标(元)				
每股收益	0.11	0.13	0.15	0.18
每股经营现金	0.21	0.11	0.17	0.17
每股净资产	0.95	1.05	1.13	1.24
估值比率				
P/E	9.72	8.04	6.89	5.96
P/B	1.11	1.00	0.93	0.85
EV/EBITDA	5.70	5.20	4.52	3.99

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现-10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>