

# 【广发纺服&海外】晶苑国际 (02232.HK)

## 全球制衣巨头，护城河宽，未来有望保持稳健增长

### 核心观点：

- **公司为全球制衣巨头，布局五大核心品类，拥有近五十年行业经验。**据公司招股书及财报，公司成立于1970年，布局休闲服/运动及户外服/牛仔服/内衣/毛衣五大核心品类，各品类均占据市场领先地位。
- **成衣制造行业：头部企业市场份额有望提升。**(1)根据 statistic 数据，全球服装市场规模大，近年稳健增长，其中运动子行业增速较高。(2)全球成衣制造行业集中度较低，布局垂直一体化产能的头部企业盈利水平更优。(3)在品牌端柔性快反和质量要求提升、国内各类成本提升、中美贸易摩擦背景下，头部企业市场份额有望进一步提升。
- **公司护城河宽：优质客户资源、海外多国制造平台、卓越研发能力支持共创业务模式、交叉品类销售。**(1)公司客户资源优质且深度绑定，主要客户自身成长性较强，库销比已经恢复健康，加之供应商集中化趋势，助力公司成长。(2)布局海外多国产能，享受多重优惠条件。(3)公司设计研发能力卓越，通过共创模式与客户紧密合作，共同设计和研发具有较高技术壁垒的产品，建立排他性合作关系，提升合作黏性和产品附加值。(4)多品类经营使公司在交叉销售上成效显著。
- **展望未来：(1)持续推进产业链垂直一体化+自动化技改，助力盈利水平有望提升。**根据公司财报及官网，公司2021-2022年收购越南及孟加拉的两间布厂后，继续推进垂直一体化；推进全方位技改，2024年在越南建立首个现代化中心进行先进设备开发。(2)近年来公司美国收入占比下降，有望进一步减少贸易摩擦风险。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2024-2026年EPS分别为0.07/0.08/0.09美元/股。参考可比公司估值，给予2025年9倍PE，对应合理价值0.74美元/股，按2024.12.15汇率(1美元=7.78港元)，折合5.77港元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**主要客户销售下滑、汇率波动、贸易摩擦加剧的风险。

### 盈利预测：

单位:美元百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	2,491	2,177	2,476	2,805	3,167
增长率 (%)	6.4%	-12.6%	13.7%	13.3%	12.9%
EBITDA	351	293	326	363	404
归母净利润	173	163	204	235	269
增长率 (%)	5.9%	-5.4%	25.0%	15.0%	14.3%
EPS (元/股)	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09
市盈率 (P/E)	5.2	6.5	7.6	6.6	5.8
ROE (%)	12.9%	11.4%	13.1%	13.8%	14.4%
EV/EBITDA	1.5	2.0	2.9	2.4	1.9

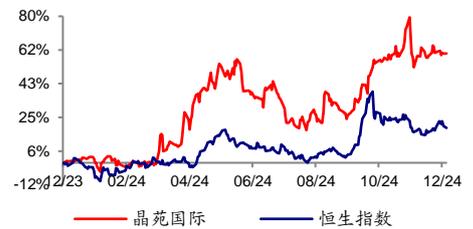
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级	买入
当前价格	4.26 港元
合理价值	5.77 港元
报告日期	2024-12-17

### 基本数据

总股本/流通股本 (亿股)	28.53/28.53
总市值/流通市值 (亿港元)	121.53/121.53
一年内最高/最低 (港元)	4.79/2.73
30日日均成交量/成交额 (亿)	0.01/0.03
近3个月/6个月涨跌幅 (%)	25.29/18.04

### 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

### 相关研究：

联系人：

董建芳-

dongjianfang@gf.com.cn

## 目录索引

一、全球成衣制造巨头，布局五大核心品类，近年来推进产业链垂直一体化 .....	5
(一) 业务概况：全球成衣制造巨头，近年来积极进行产业链垂直一体化布局 .....	5
(二) 公司经营历史复盘：出海先行者，近年运动品类成为重要驱动力，布局产业链垂直一体化有望提升盈利能力 .....	6
(三) 实控人控股权稳定，核心管理团队资历深厚 .....	11
(四) 重视投资者回报，分红率呈现提升趋势，股息率高 .....	12
二、成衣制造行业：行业空间广阔，布局垂直一体化产能的企业盈利水平更优，市场份额有望向头部企业集中 .....	13
三、核心竞争力：优质客户资源、海外多国制造平台、卓越研发能力支持共创业务模式、交叉品类销售 .....	18
(一) 深度绑定全球服饰品牌巨头，客户资源优质 .....	18
(二) 布局海外多国产能，享受多重优惠条件，减少贸易摩擦风险 .....	21
(三) 设计研发能力卓越，共创业务模式提升合作黏性和产品附加值 .....	22
(四) 交叉品类销售，拓展合作空间 .....	24
四、展望未来：垂直一体化+技改助力盈利水平有望提升，美国收入占比下降有望减少贸易摩擦风险 .....	25
(一) 持续推进产业链垂直一体化+自动化技改，助力盈利水平有望提升 .....	25
(二) 公司美国收入占比下降，有望进一步减少贸易摩擦风险 .....	27
五、盈利预测与投资建议 .....	28
六、风险提示 .....	30
(一) 主要客户销售下滑风险 .....	30
(二) 汇率波动风险 .....	30
(三) 贸易摩擦加剧风险 .....	30

## 图表索引

图 1 : 晶苑国际发展历程.....	5
图 2 : 公司历年营业收入 (亿美元) 及同比增速.....	8
图 3 : 公司历年净利润 (亿美元) 及同比增速.....	8
图 4 : 公司历年分业务收入占比.....	8
图 5 : 公司历年休闲服装收入 (亿美元) 及增速.....	8
图 6 : 公司历年运动户外服装收入 (亿美元) 及增速.....	8
图 7 : 公司历年牛仔收入 (亿美元) 及增速.....	8
图 8 : 公司历年内衣收入 (亿美元) 及增速.....	9
图 9 : 公司历年毛衣 (亿美元) 及增速.....	9
图 10 : 公司历年销售毛利率及销售净利率.....	10
图 11 : 公司历年期间费用率.....	10
图 12 : 公司历年分产品毛利率.....	10
图 13 : 全球服装整体零售额 (百亿美元) 及同比增速.....	13
图 14 : 全球运动服饰零售额 (百亿美元) 及同比增速.....	13
图 15 : 主要成衣制造公司 2023 年收入 (亿人民币).....	15
图 16 : 主要成衣制造公司 2023 年净利润 (亿人民币).....	15
图 17 : 主要成衣制造公司 2023 年毛利率.....	15
图 18 : 主要成衣制造公司 2023 年净利率.....	15
图 19 : 主要成衣制造公司市值对比 (亿人民币, 2024.12.3).....	15
图 20 : 世界纺服代工产业链迁移历程.....	16
图 21 : 2001 年全球服装出口份额.....	16
图 22 : 2022 年全球服装出口份额.....	16
图 23 : 公司五大品类全球产能布局.....	21
图 24 : 历年公司员工数量分地区占比 (2017-2023).....	21
图 25 : 公司历年研发费用 (亿美元) 情况.....	22
图 26 : 公司 2014-2023 年申请专利数量 (个).....	22
图 27 : 公司共创业务模式.....	23
图 28 : 阿迪达斯镂空针织休闲运动网状 T 恤.....	25
图 29 : 安德玛 × 巴黎世家运动针织鞋面.....	25
图 30 : 公司越南首个现代化中心和越南牛仔服工厂的智能仓库.....	26
图 31 : 公司利用自动化解决方案将制作基本款 T 恤的时间减少 15%.....	26
图 32 : 公司历年分地区收入占比.....	27
表 1 : 晶苑国际股权结构 (截至 2024H1).....	11
表 2 : 晶苑国际高管简历梳理 (截至 2024H1).....	11
表 3 : 公司历年分红情况.....	12
表 4 : 主要成衣制造公司对比 (2023 年).....	14
表 5 : 主要成衣制造公司海外产能情况 (2023 年).....	17
表 6 : 公司海外各生产基地的人工/水电成本、棉花进口配额、关税优惠与我国对比情况.....	17

表 7：公司主要产品及合作客户 .....	18
表 8：公司前五大及第一大客户情况.....	18
表 9：公司主要客户营收（亿美元）及增速.....	19
表 10：公司主要客户业绩指引（截至 2024.12.10） .....	20
表 11：公司主要客户移动库销比 .....	20
表 12：晶苑国际主要附属公司（2023） .....	21
表 13：近年公司共创模式下的部分创新产品.....	24
表 14：公司盈利预测（亿美元） .....	29
表 15：可比公司估值（收盘价截至 2024.12.16，单位：人民币元） .....	29

## 一、全球成衣制造巨头，布局五大核心品类，近年来推进产业链垂直一体化

### (一) 业务概况：全球成衣制造巨头，近年来积极进行产业链垂直一体化布局

公司为全球制衣巨头，布局五大品类，拥有近五十年行业经验。公司成立于1970年，产品主要分为五个类别，包括休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣及毛衣。根据公司招股书，2016年，在全球服装制造行业，公司按产量计排名第一，按产值计排名第二；根据Wind（美元兑人民币汇率按照2024.12.3计算，1美元=7.1996人民币），2023年，公司营收为158.74亿元人民币（YOY-12.6%），归母净利润为11.81亿元人民币（YOY-5.2%）。公司于2017年11月上市，根据公司财报及招股书，公开财务数据最早可追溯至2014年，公司2014-2023年的营收和归母净利润CAGR分别为2.8%、8.0%。

公司各产品类别在市场上均占据领先地位，并进行上游垂直扩充，拓展针织布料生产。根据公司财报，公司总部位于中国香港，产能分布于越南、中国、柬埔寨、孟加拉及斯里兰卡，2023年，公司成衣年产量约4.7亿件，员工人数约6.5万人，越南/中国/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡/其他地区的员工人数占比分别为49.2%/17.5%/12.8%/12.8%/7.0%/0.7%（注：员工人数占比和产能占比非完全对应关系），2024H1，公司员工人数进一步提升至7万人（YOY+9.4%）。

根据公司招股书和财报，公司拥有近五十年的行业经验，与全球各大服装品牌长期紧密合作（公司与其中许多客户合作10-30余年），主要客户包括UNIQLO、GAP、Levi's、维密、Adidas、Nike、Lululemon、安德玛、PUMA等，2023年，第一大客户优衣库收入占比32.7%，前五大客户收入占比62.2%。

图1：晶苑国际发展历程



数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

## （二）公司经营历史复盘：出海先行者，近年运动品类成为重要驱动力，布局产业链垂直一体化有望提升盈利能力

### 1. 成长能力分析

公司作为服装制造行业知名公司，自身发展史也充分体现了我国服装代工行业各阶段的发展特征。复盘公司发展历程，可以大致分为以下四个阶段：

#### 第一阶段：初创期，服装出口配额制度阶段，出海建厂先行者（1970-2005年）。

根据公司招股书，晶苑国际于1970年由罗乐风(其父亲是有“针织大王”之称、休闲品牌Bossini堡狮龙创始人罗定邦)在香港建立，从事毛衣业务；1970年代初期，公司开始向海外拓展，在马来西亚及毛里求斯成立工厂。毛里求斯拥有低成本的免配额环境以及临近欧洲的地理位置，并且早期在毛里求斯开工厂为公司积累了在国际贸易中以英语经营及向当地团队授权的经验；1970年代中期，公司已在不同国家经营多个制造基地，与Mast Industries合资成立子公司Sinotex，在斯里兰卡进行服装制造；1978年12月，中国实施改革开放吸引外资，公司于是将生产业务扩展至广东省；1980年，公司开始现代化进程，优化生产流程，提高生产力，对管理及财务系统实施计算机程序化，以支持公司发展。除中国、斯里兰卡及毛里求斯设立的基地外，公司亦于牙买加设立生产基地；1990年代中期，罗乐风先生意识到配额制度即将结束，首先将日本设为目标市场，测试公司在无配额限制市场的竞争力。公司开始从初创的迅销公司接获订单（此后迅销旗下优衣库品牌成为世界零售服装巨头之一）；1990年直至2000年期间，公司继续在马达加斯加及中国江苏省建立生产基地；2001年，中国成为WTO成员国后，公司将牛仔服作为扩展策略的核心产品，并将公司的梭织分部转型为专注于牛仔服的分部；2003年，公司在广东中山建立了专门的牛仔服工厂，工厂两年后开始生产；2004年，公司收购Martin International Holdings（Marks&Spencer为其主要客户之一），将产品类别拓展至内衣；2005年，公司开始在越南开设工厂。

#### 第二阶段：快速发展期，出口服装配额逐渐消除，公司成为行业领军者之一（2005-2016年，其中2014-2016年收入、净利润CAGR分别为1.7%、23.0%）

尽管中国于2001年已成为WTO的成员，但直至2005年西方国家才开始解除他们的贸易壁垒，而向欧盟及美国出口服装的配额制度分别直至2008年及2009年才消除，开启全球服装行业自由竞争时代。根据公司招股书，公司审势作出专注于主要生产基地、发展大型制造设施的策略决定。公司在中国、越南、斯里兰卡以及孟加拉成立的工厂，为未来十年壮大奠定了基础。2011年-2013年，公司继续在柬埔寨及越南建立新工厂；2016年，公司成长为全球制衣巨头，根据公司招股书，2016年，在全球服装制造行业，公司按产量计排名第一，按产值计排名第二，拥有跨越5个国家自营制造设施，每年交付约3.5亿件成衣。

根据wind，2015-2016年，公司收入同比变化分别为-0.8%、4.4%，净利润同比变化分别为-17.1%、82.4%。2015年收入同比微降主要系公司主动拒绝部分无利可图的订单；2016年收入同比增长，主要系公司共创模式（依据客户需求进行共同研发设计）下休闲服、牛仔服及内衣销售订单增多。**分业务来看**，休闲服装收入同比变化分别为-6.1%、+1.5%；牛仔服装收入同比变化分别为+28.6%、+13.4%；内衣收入同

比变化分别为-2.0%、+22.5%；毛衣收入同比变化分别为-18.3%、-18.0%。此阶段牛仔服收入占比从2014年的20%到2016年的27%，内衣收入占比从2014年的14%提升至2016年的17%，而休闲服装和毛衣收入占比有所下降。

**第三阶段：运动品类成为重要驱动力，布局产业链垂直一体化（2017年至今，其中2017-2023年收入、净利润CAGR分别为0.2%、1.6%）**

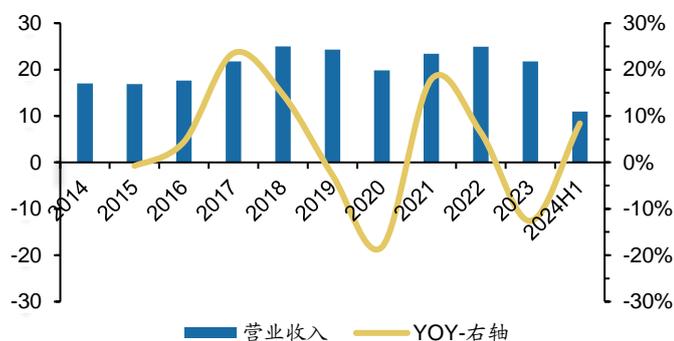
**通过收购形式进入运动品牌市场。**2016年12月，公司收购Vista（一家制造设施位于越南及柬埔寨的新加坡运动成衣制造商），进入Under Armour和PUMA的供应链，从而使公司的产品组合扩充至运动服和户外服产品，2017年公司运动服和户外服产品开始贡献收入；2020年进入Adidas的供应链；2021年进入Nike的供应链；2022年进入lululemon的供应链。公司现有主要运动和户外服客户包括Adidas、Nike、Lululemon、安德玛、PUMA、北面等。

**海外布局布厂，推进垂直整合发展进程。**根据公司财报，2021年收购越南布厂。2022收购孟加拉布厂后，公司计划继续推进产业链垂直一体化进程。2023年，公司积极推进已收购的越南、孟加拉国两间布厂创新和升级；在成功向品牌客户推介合成纤维布料产品后，公司积极申请棉制布料产品的认证；围绕客户的核心关注点成本和短交期，公司计划不断加大布料产量，同时计划提高使用自产布料制造成衣的比例。

根据wind, 2017-2023及2024H1, 公司收入分别同比变化+23.5%、+14.6%、-2.7%、-18.2%、+17.9%、+6.4%、-12.6%、+8.4%，净利润分别同比变化+20.2%、+0.0%、+2.0%、-28.9%、+50.9%、+6.1%、-5.2%、+13.5%。其中，2017年公司收入同比增长23.5%，主要系公司共创模式及交叉销售模式下，休闲服、牛仔服及贴身内衣销售订单增多、客户的供应商整合策略使得公司市场份额提升、以及收购Vista。2018年，尽管全球经济放缓以及中美贸易摩擦，但公司在主要客户中扩大市场份额，收入同比增长14.6%。2019年中美贸易局势持续紧张，收入同比微降2.7%，公司加快将产能从国内转移至海外的步伐。2020年收入、净利润同比下降主要系疫情影响。2021年，受益于疫情阶段性缓解，消费环境改善，及新增运动客户订单拉动，收入同比提升17.9%。2022年，受益于海外疫情缓解拉动消费，收入同比增长6.4%，其中运动服及户外服类别的收益增长最为显著。2022年全球各国疫情相关政策重新开放后，品牌端预判销售将迎利好，以及为免于物流延误导致的供应短缺的情况，品牌客户的下单速度普遍快于销售额的实际增长。2023年，由于品牌客户库存水平高导致整体采购显著放缓；高通胀影响下之消费支出相对疲软，收入同比下降12.6%。2024H1，伴随品牌客户库存水平基本恢复健康，公司收入恢复正增长8.4%。**分业务来看**，2017-2023及2024H1, 休闲服装收入同比变化分别为+7.0%、+19.1%、-1.2%、-25.4%、+4.6%、-5.2%、-12.8%、+6.9%；牛仔服装收入同比变化分别为+15.7%、+12.5%、-7.5%、-19.4%、+21.5%、-0.5%、-16.7%、7.4%；内衣收入同比变化分别为+28.6%、+8.7%、+4.1%、-23.8%、+31.3%、+10.0%、-15.9%、+8.7%；毛衣收入同比变化分别为-5.8%、+20.0%、-11.5%、-20.2%、+1.7%、+9.4%、+12.6%、+12.7%。运动户外服装2017年开始贡献收入，2018-2023及2024H1运动户外服装收入同比变化分别为+10.6%、+2.1%、+25.0%、+40.0%、+30.4%、-14.2%、+9.5%。此阶段休闲服装的收入占比此阶段继续下降，从2017年的37%下降至2023年的28%，牛仔服收入占比从2017年的26%下降至2023年的22%，运动户外服装收入占公司总

收入比重迅速提升，由2017年的10%提升至2023年的22%，此外内衣和毛衣收入占比小幅提升。

图2：公司历年营业收入（亿美元）及同比增速



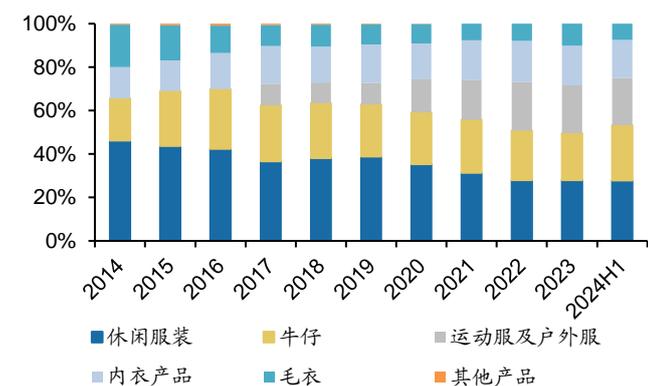
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司历年净利润（亿美元）及同比增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：公司历年分业务收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图5：公司历年休闲服装收入（亿美元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图6：公司历年运动户外服装收入（亿美元）及增速



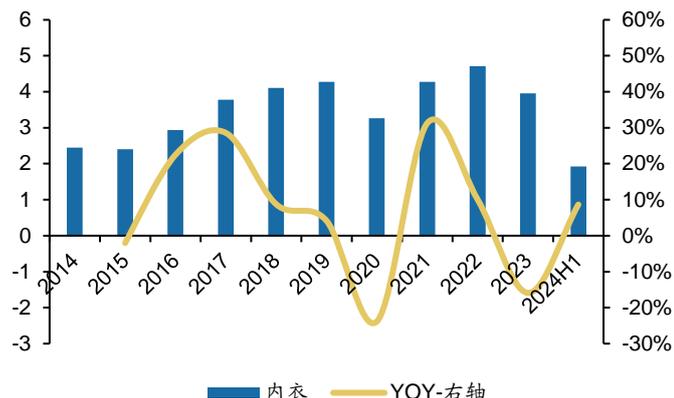
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图7：公司历年牛仔收入（亿美元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图8：公司历年内衣收入（亿美元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图9：公司历年毛利（亿美元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

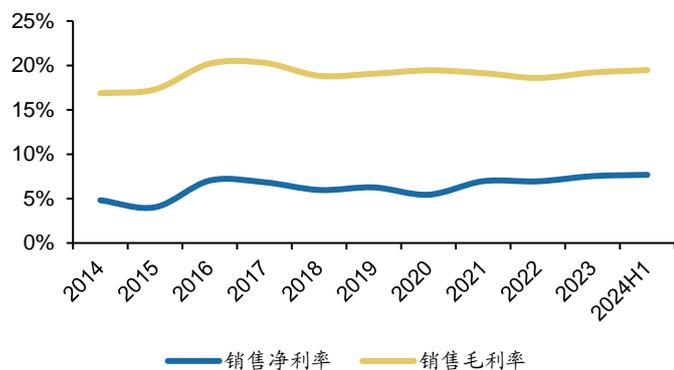
## 2. 盈利能力分析

**毛利率来看：**公司毛利率由2014年的16.9%增至2015年的17.3%，主要系牛仔服及贴身内衣产品的毛利率增长，2016年毛利率进一步提升至20.2%，主要系高附加值产品占比增加(如通过共创服务开发的无钢圈胸围)，海外产能占比提升，生产成本降低，以及优化客户及产品组合。2017年公司毛利率基本稳定。2018年人民币升值导致中国经营业务的成本急剧上升（以当时产能主要集中于中国的牛仔服业务最受影响），加之公司2018年上半年加大扩展海外产能的步伐及规模，新设施投产初期未达最佳效率，新入职员工经验尚浅等因素，毛利率同比下降1.5个百分点；2019年毛利率回升，主要系海外新建产能营运水平逐渐成熟，以及公司减少非核心客户，运动服及户外服的毛利率得以提升；2020年，公司减少部分工厂的日常开支及精简部分管理架构，提高各个部门的整体管理效率，毛利率小幅提升0.3个百分点。2021年，毛利率略有下降，主要系公司为获取订单适度让利。2022年，毛利率同比下降0.5个百分点，主要系牛仔服及贴身内衣方面中国生产基地的规模调整所产生的资产减值。2023年，毛利率回升至19.2%，主要系控制生产成本及自动化水平提升；2024H1，毛利率同比提升0.4个百分点，主要系公司凭借更专业的运动服制造经验（包括由缝制演进至黏合），生产效率提升，提供优质无缝产品，实现运动服及户外服分部的毛利率增长，另外大部分客户结束去库存周期，带动产能利用率提升，对公司毛利率亦产生正面影响。

**期间费用率来看：（1）销售费用率：**公司销售费用率一直维持在较低水平，2014-2020年整体呈下降趋势，分别为2.44%、1.97%、1.80%、1.82%、1.71%、1.13%、0.91%。2021-2023年公司销售费用率呈上升趋势，分别为1.02%、1.07%、1.22%。期间，销售费用上升的原因是冠状病毒在公司生产基地仍然持续，生产营运受到干扰，为满足准时出货的要求，公司使用了空运，导致销售及分销支出有所增加。**（2）管理费用率：**2020-2023年分别为10.45%、8.86%、8.05%、8.39%。其中，2020年管理费用率较高的原因是，2020年公司精简管理结构，对CMUK分部附属公司进行重组，产生一次性成本13.2百万美元。**（3）财务费用率：**2014-2016年分别为0.34%、0.33%、0.27%；2017-2019年分别为0.76%、0.71%、0.71%，其中，财务费用率激

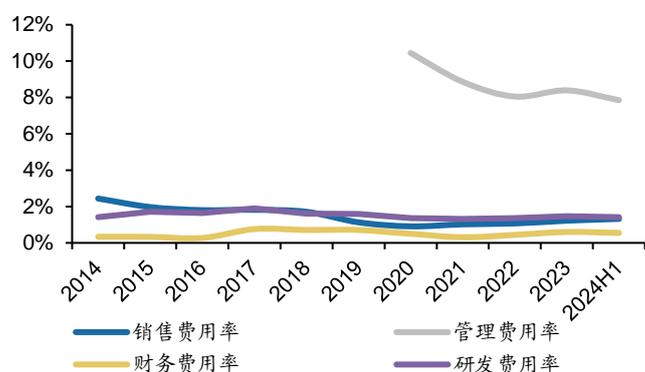
增的原因是收购Vista产生的贷款所致；2020-2023年分别为0.50%、0.31%、0.44%和0.60%。

图10: 公司历年销售毛利率及销售净利率



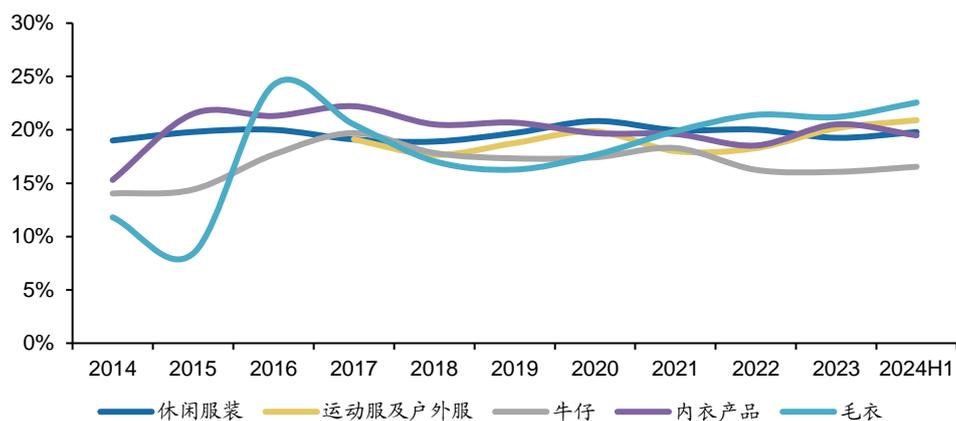
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图11: 公司历年期间费用率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图12: 公司历年分产品毛利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

### (三) 实控人控股权稳定，核心管理团队资历深厚

公司实际控制人为罗乐风夫妇，控股权稳定且集中。截至2024H1，公司实控人罗乐风及其配偶罗蔡玉清合计持有公司2184.10万股（占公司总股本76.56%），实际控制人控股权稳定且集中。

表1: 晶苑国际股权结构（截至2024H1）

排名	股东名称	股权性质	持股数量（股）	占总股本比例
1	罗乐风	权益持有人	306,610,590	10.75%
		配偶权益	308,437,090	10.81%
		与另一人共同持有权益	1,569,052,100	55.00%
2	罗蔡玉清	权益持有人	306,610,590	10.75%
		配偶权益	306,610,590	10.75%
		可影响受托人的酌情信托成立人 与另一人共同持有权益	1,826,500 1,569,052,100	0.06% 55.00%
3	罗正亮	权益持有人	68,074,080	2.39%
4	黄星华	权益持有人	7,497,360	0.26%
5	王志辉	权益持有人	4,806,000	0.17%
6	罗正豪	权益持有人	41,345,680	1.45%
7	LEE Kean Phi Mark	权益持有人	591,000	0.02%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**核心管理层在公司任职多年，行业及管理经验丰富。**根据公司财报，公司管理层在公司任职多年，熟悉公司运作机制，对品牌运营有深刻见解。罗正亮先生系家族长子，1988年加入公司，2008年接任行政总裁，具有丰富的行业经验与专业知识。

表2: 晶苑国际高管简历梳理（截至2024H1）

姓名	职务	简历
罗乐风	董事会主席、执行董事	1970年与罗太太共同创办集团，自1993年1月公司成立以来一直担任公司董事。凭借在成衣制造行业积逾60年经验，对集团发展成为全球领先企业起到了推动作用，罗乐风先生亦为香港理工大学总裁协会荣誉主席、香港管理专业协会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	1970年与罗乐风先生共同创办集团，自1993年1月公司成立以来一直担任公司董事。自集团成立以来一直监督财务及行政职能，并积逾50年企业管理经验。
罗正亮	行政总裁、执行董事	罗正亮先生最初于1988年加入集团，起初任职于毛衣分部生产部门，曾担任集团副行政总裁、集团行政总裁、执行董事。凭借在成衣制造业积累约30年经验，罗正亮先生现主要负责制订及监督集团整体发展策略及营运。
黄星华	执行董事、针织部总裁	黄星华先生最初于1983年5月加入集团，曾担任毛衣分部业务助理、海外销售经理、海外业务经理、休闲服分部销售经理、高级销售经理、日本业务助理总经理、日本业务副总经理、副营运总经理、销售及营运总经理、总裁（T恤营运）、执行董事。现为针织部总裁，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。
罗正豪	执行董事、针织部销售及营运高级副总裁	2005年9月作为见习行政人员加入集团，曾担任推销助理经理、销售助理总经理、助理总经理、销售及营运总经理。加入本集团前，2001年至2005年曾任职于花旗集团。自2001年1月起担任公司执行董事及企业发展委员会成员，2014年4月获委任为针织部销售及营运高级副总裁。
李伟君	首席财务官	于2018年12月1日获委任为首席财务官、公司企业发展委员会成员。

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 根据公司2024.12.3公告，罗正亮先生2025.1.1开始担任公司董事会副主席

#### (四) 重视投资者回报，分红率呈现提升趋势，股息率高

公司自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2024H1末账上现金充足，实控人持股稳定且集中，公司分红率有望维持较高水平。根据wind，公司2024H1股息率约为3.56%（按照报告期的最后一个交易日收盘价计算），在全部港股中排名前10%。

表3: 公司历年分红情况

报告期	净利润(万元)	现金分红总额(万元)	股利支付率(%)	ROIC(%)	每股股利(CNY)	每股股利年增长率(%)	股息率(%)
2014	50,055.26	-	-	9.24	-	-	-
2015	44,341.55	-	-	8.35	-	-	-
2016	85,777.39	-	-	16.13	-	-	-
2017	96,986.48	28,872.52	30.12	13.35	0.1	-	1.63
2018	102,393.45	30,984.02	30.25	10.43	0.11	5.67	3.12
2019	105,971.27	32,487.92	30.18	10.9	0.11	3.06	3.89
2020	70,524.38	33,068.42	46.93	7.98	0.12	3.73	5.8
2021	103,991.49	33,300.07	30.83	11.65	0.11	-2.86	5.27
2022	120,296.75	43,392.04	35.43	11.91	0.15	33.01	6.91
2023	115,787.27	46,864.76	40.19	11.12	0.16	8.7	6.21
2024H1	59,873.67	35,926.13	60.1	5.66	0.13	-	3.56

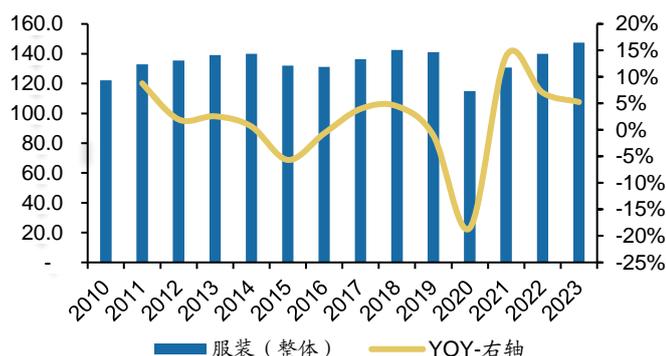
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 股息率按照报告期的最后一个交易日收盘价计算

## 二、成衣制造行业：行业空间广阔，布局垂直一体化产能的企业盈利水平更优，市场份额有望向头部企业集中

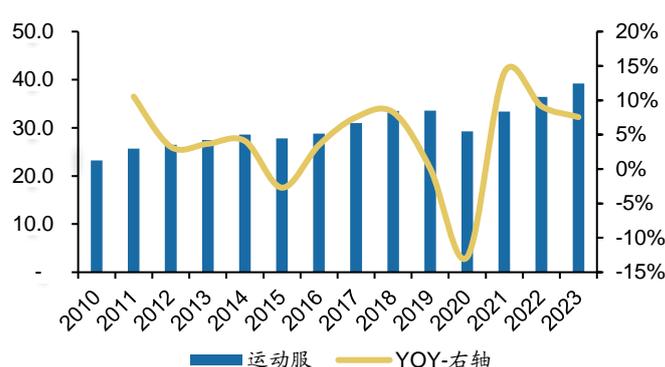
全球服装市场规模大，近年来稳健增长，其中运动子行业增速较高。根据statistic数据，2010-2023年全球服装零售市场规模从1.22万亿美元增长至1.47万亿美元，CAGR为1.8%，整体来看维持稳健增长，从细分类别来看，运动子行业增速较高，2010-2023年CAGR为4.3%。

图13：全球服装整体零售额（百亿美元）及同比增速



数据来源：statistic，广发证券发展研究中心

图14：全球运动服饰零售额（百亿美元）及同比增速



数据来源：statistic，广发证券发展研究中心

全球成衣制造行业集中度较低，市场份额有望向头部企业集中。根据中国服装协会数据，2024H1，仅我国的服装行业规模以上企业就有13635家，申洲国际/晶苑国际/聚阳实业（2023年）营收分别为250/154/75亿元人民币，占全球市场份额分别为0.63%/0.39%/0.19%（2023年，按市场份额=公司营收/全球服装出口总额计算），行业竞争格局较为分散。

近年来，各品牌越发重视产品质量、质量稳定性、产品创新能力，国内品牌的品质要求也逐渐在向国际中高端品牌看齐，原有拼价格的发展模式难以为继。加之现在税收、环保、社保要求日益趋严，国内人力成本提升，众多中小企业没有足够的资金和技术实力进行规模扩张、产品升级换代，技术改造，不足以支撑现在的市场需求，中小微成衣制造企业面临多方面压力，在此背景下，预计成衣制造行业头部企业有望占据更多市场份额。根据《商业新知》，2024年，在其调查的30家美国服装公司中，超过60%的公司明确表示从2017以来不同程度地进行了供应商精简，例如接受采访的一家领先的运动服装品牌将其合同工厂从363家削减至291家，数量下降19.8%，一家知名的专业服装品牌将其供应商从800家减少到250家，数量减少68.8%；一家针对年轻人的特色服装品牌，其供应商数量从150家减少到119家左右，数量减少20.7%，一家拥有多个牛仔裤和运动服装品牌的公司将其合同工厂从1000家减少到340家左右，数量减少达到66%。品牌端越发倾向于扩大核心供应商份额，与拥有多个国家业务或垂直制造能力的“超级供应商”合作。

布局垂直一体化产能的头部制衣企业盈利能力通常更为占优。对比来看，布局针织品类+面料成衣垂直一体化产能的服装企业（如儒鸿、申洲国际），主要系：（1）

更加有效地控制从原料采购到布料生产、成衣制造的整个流程，有效降低中间环节成本；（2）能够更快地响应市场变化和客户需求，缩短产品从设计到上市的时间，有助于抓住市场机会；（3）在面料研发和工艺创新方面具有更强的壁垒，能够与核心客户合作研发新面料，提高技术水平，增强与客户的粘性，增强其市场竞争力，因此盈利能力通常更为占优。

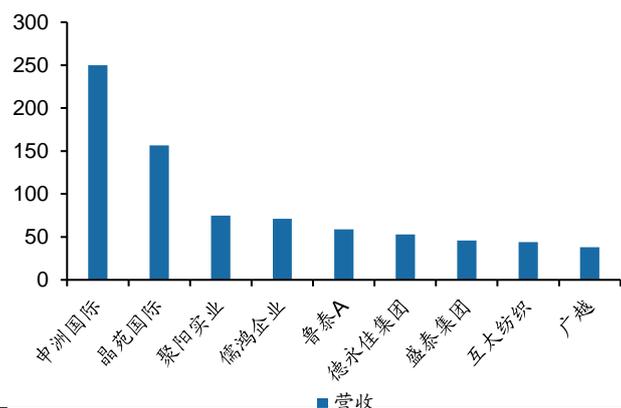
**表4：主要成衣制造公司对比（2023年）**

	成立时间	产能分布	主要客户	主要产品	全球市场份额
申洲国际	1990	布料：中国、越南；制衣：中国、越南、柬埔寨	NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA 等	成衣	0.63%
晶苑国际	1970	中国、越南、孟加拉、柬埔寨、斯里兰卡	优衣库、Levis、GAP、Victoria's Secret、Nike、Adidas、Lululemon 等	成衣	0.39%
聚阳实业	1990	印尼、越南、柬埔寨、中国、菲律宾	-	成衣、布料	0.19%
儒鸿企业	1977	针织布：中国台湾，越南；成衣：越南、柬埔寨、印尼（在南非、越南及中国大陆等地设有策略联盟代工厂）	-	针织布、成衣	0.18%
鲁泰 A	1988	面料：中国、越南；服装：中国、越南、柬埔寨、缅甸	-	色织布、成衣	0.15%
德永佳集团	1975	中国，越南	-	针织布、棉纱、成衣	0.13%
互太纺织	1997	越南	优衣库、安踏、维珍妮、CK 等	纺织产品(包括优质全棉及化纤针织布)	0.11%
广越	1995	越南、中国、罗马尼亚、约旦	Nike、Adidas、Reebok、Puma、The North Face、Patagonia、Mont-Bell、Timberland、Merrell、PRADA、ARC'TERYX 等	成衣	0.10%
盛泰集团	2007	纱线：越南；面料：中国、越南；成衣：中国、越南、柬埔寨等	HUGO BOSS AG、Devanlay S.A.、Uniqio、拉夫劳伦、斐乐、上海和兆	棉花、棉纱、面料和成衣	0.12%

数据来源：公司财报，Wind，trading economics，广发证券发展研究中心

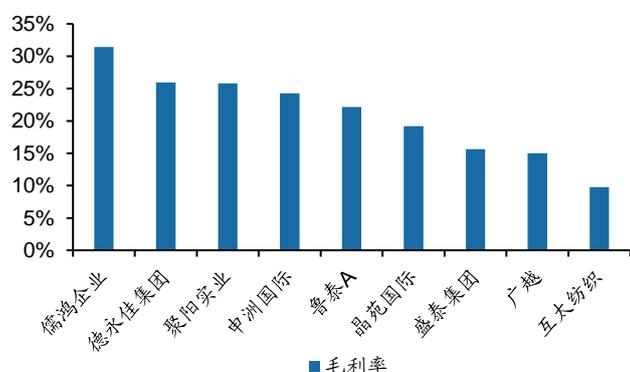
注：市场份额=公司营收/全球服装出口总额（全球服装出口总额2023年为5480.5亿美元），美元兑人民币汇率按照2024.12.3计算，1美元=7.1996人民币；

图15: 主要成衣制造公司2023年收入 (亿人民币)



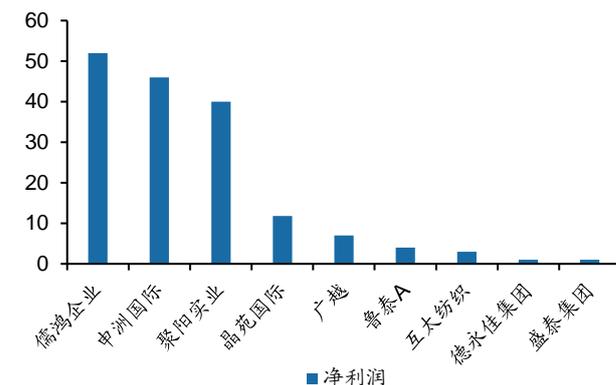
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: 主要成衣制造公司2023年毛利率



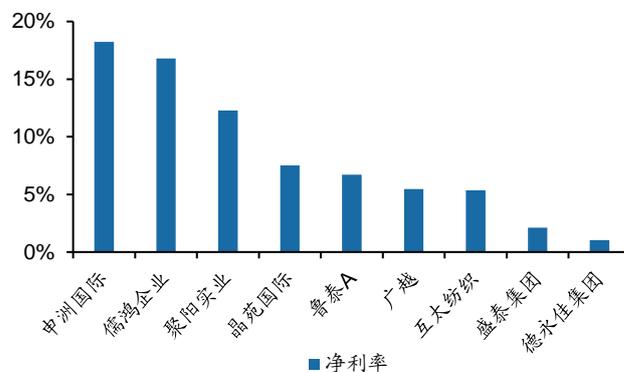
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图16: 主要成衣制造公司2023年净利润 (亿人民币)



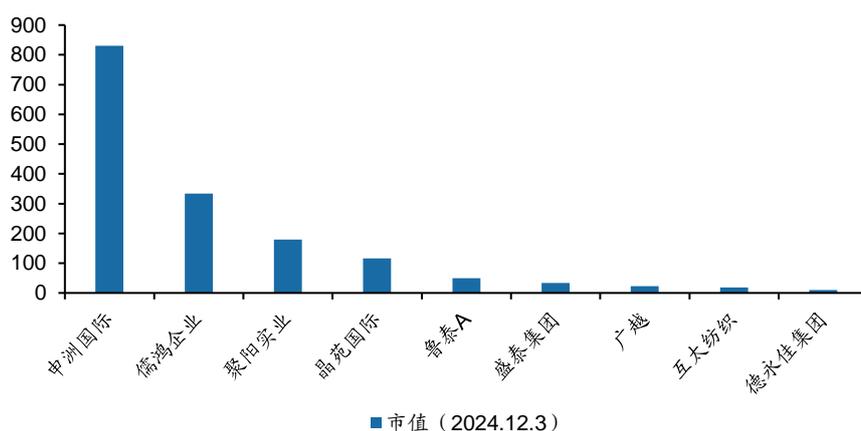
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图18: 主要成衣制造公司2023年净利率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图19: 主要成衣制造公司市值对比 (亿人民币, 2024.12.3)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

此外, 国内各类成本提升和贸易摩擦的背景下, 我国制衣产能向东南亚转移, 有能力海外建厂的头部制衣企业有望占据更多市场份额。纺织制衣企业呈现向低成本地

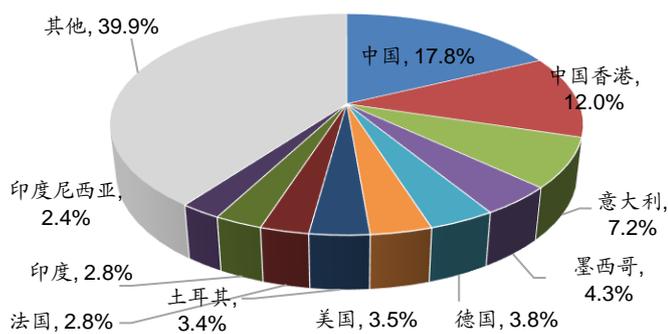
区迁移的趋势。原材料价格、劳动力成本、能源价格是纺织制衣行业最主要的生产成本，此外不同国家的企业所得税率、关税优惠政策也成为驱动行业迁移的考量因素。2001年中国加入WTO后逐步成为全球纺织制造中心；2012年后，东南亚国家劳动力优势凸显，成本驱动下，制衣环节逐渐由以孟加拉国、越南、印度、柬埔寨、印度尼西亚为代表的南亚及东南亚发展中国家承接，2018年以来，美国对中国贸易摩擦逐渐升级，头部企业具备较强的资金实力和管理能力，海外布局产能，可以提升海外供应链交付能力，降低生产成本，更好满足境外客户订单需求，减少贸易摩擦风险，进一步巩固和抢占市场份额。根据各公司财报或可持续发展报告，在披露海外产能占比的主要成衣制造公司中，海外产能已占据较高比例。

图20: 世界纺服代工产业链迁移历程



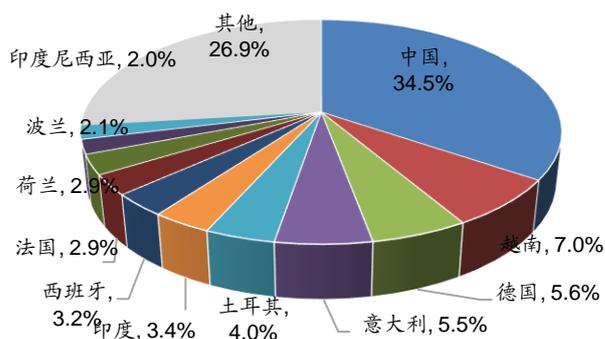
数据来源：前瞻产业研究院，广发证券发展研究中心

图21: 2001年全球服装出口份额



数据来源：UN comtrade，广发证券发展研究中心

图22: 2022年全球服装出口份额



数据来源：UN comtrade，广发证券发展研究中心

**表5: 主要成衣制造公司海外产能情况 (2023年)**

中洲国际	大中华区/越南/柬埔寨的员工人数占比分别为 32.56%/34.31%/33.14%
晶苑国际	越南/中国/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡/其他地区的员工人数占比分别为 49.2%/17.5%/ 12.8%/ 12.8%/7.0%/0.7%
聚阳实业	未披露
儒鸿企业	针织布生产方面, 在越南设有越南织染厂。成衣生产方面, 在越南设有仁泽厂、展鹏厂、进雄厂、隆安厂及在柬埔寨设有金边成衣厂等, 在印尼设有印尼厂。另在南非赖索托、越南及中国大陆等地, 设有策略联盟代工厂 (未披露具体占比数据)
鲁泰 A	中国/外籍员工占比分别为 51%/49%, 面料的境内/境外产能占比分别为 80%/20%, 服装的境内/境外产能占比分别为 40%/60%
德永佳集团	香港及澳门/中国大陆/印尼的员工人数占比分别为 6.18%/92.49%/1.33%
互太纺织	中国内地/香港、日本及其他/越南的员工人数占比分别为 66%/2%/32%
广越	未披露
盛泰集团	未披露

数据来源: 公司财报, 公司社会责任报告、公司股东会年报, 广发证券发展研究中心

注: 员工人数占比和产能占比非完全对应关系

**表6: 公司海外各生产基地的人工/水电成本、棉花进口配额、关税优惠与我国对比情况**

国家	越南	中国	孟加拉	柬埔寨	斯里兰卡
人工成本	2023年: 制造业平均工资 7326 千越盾/月, 折合 3864 美元/年 (按 1 美元兑 24270 越盾)	2023年: 制造业平均工资 76463 元/年, 折合 10659 美元/年 (按 1 美元兑 7.08 人民币)	2024年最低工资 12500 塔卡/月, 折合 1255.23 美元/年 (按 1 美元 = 119.5 塔卡)	2024年最低工资 204 美元/月, 年化 2448 美元/年	2024年最低工资 17500 卢比/月, 折合 723.14 美元/年 (按 1 美元=290.4 斯里兰卡卢比)
工业用电	2024年3月: 0.075 美元/kWh	2024年3月: 0.087 美元/kWh	2024年3月: 0.087 美元/kWh	2019年电价平均为 0.124 美元/kWh	2024年3月: 0.146 美元/kWh
工业用水	自 2021.8.5 起, 居民用水和工商业用水: 特别市和一级市为 3500-18000 越盾 (0.15-0.79 美元) /m <sup>3</sup> ; 2级-5级市中心为 3000-15000 越盾 (0.13-0.66 美元) /m <sup>3</sup> ; 农村为 2000-11000 越盾 (0.08-0.48 美元) /m <sup>3</sup>	广东省中山市 (2024): 1.8 元 /m <sup>3</sup> , 折合 0.25 美元 /m <sup>3</sup> (按 1 美元兑 7.08 人民币)	自 2016 年 12 月以来, 商业、工业和政府机构用水 32 塔卡/m <sup>3</sup> , 折合 0.27 美元/m <sup>3</sup> (按 100 孟加拉塔卡 = 0.84 美元)	自 2020 年 1 月起, 金边商业用水: ≤ 15m <sup>3</sup> (0.2375 美元/m <sup>3</sup> ); 16-45m <sup>3</sup> (0.275 美元/m <sup>3</sup> ); 46-100m <sup>3</sup> (0.35 美元/m <sup>3</sup> ); 101-200m <sup>3</sup> (0.425 美元/m <sup>3</sup> ); 201-500m <sup>3</sup> (0.525 美元/m <sup>3</sup> ); 501m <sup>3</sup> 以上(0.6 美元/m <sup>3</sup> )	斯里兰卡中小企业用水单价 56.00 卢比/吨 (0.19 美元 /m <sup>3</sup> ); 每月服务费根据月消费量 265-105000 卢比/吨 (0.85-351.17 美元/月)
棉花进口配额	不受配额限制	2023年: 进口棉花税配额 89.4 万吨、滑准税配额 75 万吨	不受配额限制	不受配额限制	不受配额限制
关税 (以对美国出口的男士衬衫为例)	19.7%	19.7%, 额外加 7.5%附加税	19.7%	19.7%	19.7%
公司适用所得税率	15%	25%	27.5%	达成若干规定后可于两年获豁免就溢利缴纳税款, 正常年份 20%	30%

数据来源: 商务部, 国家统计局, 中国纺织工业联合会, global petrol prices, trading economics, 越南投资服务中心, 全国水价网, 晶苑国际财报, 柬单网, 对外投资合作国别 (地区) 指南, 广发证券发展研究中心

### 三、核心竞争力：优质客户资源、海外多国制造平台、卓越研发能力支持共创业务模式、交叉品类销售

公司护城河宽：（1）深度绑定全球服饰知名品牌客户，与其中许多客户合作10-30余年。（2）布局海外多国产能，享受多重优惠条件，降低贸易摩擦风险。（3）依托强大的设计团队和设计研发能力，共创模式下与客户紧密合作，共同设计和研发具有较高技术壁垒的产品，建立排他性合作关系。（4）多品类经营使得公司在交叉研发、交叉销售上取显著成效，进一步拓展发展空间。

#### （一）深度绑定全球服饰品牌巨头，客户资源优质

公司与客户与国际品牌商客户合作历史悠久，优质的客户资源和紧密的合作关系是公司保持长期稳健增长的基础。公司1996年开始与UNIQLO合作，2005年上市以后开始与Nike、Adidas、PUMA等运动品牌合作，与品牌商客户的关系日益密切。21世纪以来主要品牌商客户均实现了全球业务扩张，规模迅速增长，公司得以依托客户的成长实现自身成长。

表 7：公司主要产品及合作客户

品类	营收占（2023）	客户品牌
休闲服	27.9%	FastRetailing（UNIQLO、GU）、H&M、Marks&Spencer、Abercrombie&Fitch 及 Gap
牛仔服	21.7%	Gap、Levi's、Target、Abercrombie&Fitch、VF(Lee)及 H&M
贴身内衣	18.2%	LBrands（Victoria'sSecret、PINK）、Marks&Spencer、FastRetailing（UNIQLO、GU）及 H&M
毛衣	10.2%	FastRetailing（UNIQLO、GU）、Marks&Spencer、Gap 及 Abercrombie&Fitch
运动服及户外服	22.0%	耐克、阿迪达斯、UnderArmour、VF(TheNorthFace)及 PUMA、露露乐蒙

数据来源：公司招股书，公司财报，广发证券发展研究中心

表 8：公司前五大及第一大客户情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
前五大营收（亿美元）	12.50	11.91	12.43	13.49	16.1	16.35	13.19	14.99	15.03	13.75
YOY-右轴	-	-4.7%	4.4%	8.5%	19.3%	1.6%	-19.4%	13.7%	0.2%	-8.5%
营收占比	72.5%	70.3%	69.7%	61.7%	64.1%	67.0%	66.0%	63.6%	59.8%	62.2%
第一大营收（亿美元）	5.69	5.78	6.46	7.2	9.27	9.25	7.65	7.92	7.16	7.23
YOY-右轴	-	1.5%	11.8%	11.4%	28.8%	-0.2%	-17.3%	3.5%	-9.6%	0.9%
营收占比	33.0%	34.1%	36.2%	32.9%	36.9%	37.9%	38.3%	33.6%	28.5%	32.7%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

主要客户自身成长性较强，库销比已经恢复健康，加之供应商集中化趋势助力，为公司订单可持续增长提供支撑。（1）公司各大客户为全球服装知名品牌，市场地位稳固、经营质量高，对未来财年的业绩展望乐观，有望为公司未来增长提供支撑。例如，根据迅销FY2023财报，其创始人柳井正将2023年定义为“第四次创业”的起点，提出5年内收达到5万亿日元（对应FY2023-FY2028年收入CAGR达12.5%），未来10年收入翻两番达10万亿日元（对应FY2023-FY2033年收入CAGR达13.7%）；公司从1996年开始与迅销合作，是其核心供应商之一。迅销旗下主品牌优衣库已经成为公司最大品牌客户，订单收入占比超30%，遥遥领先其他品牌，迅销旗下另一品牌GU也于2008年成为公司的休闲服重要客户，来自迅销的订单增长有望进一步带动公司业绩。（2）短期来看，公司各主要客户库销比已经恢复健康水平，根据wind，除Levi's、Abercrombie&Fitch（参考FY2024Q2数据）和安德玛外，公司主要客户的FY2024Q3（其中露露乐蒙参考FY2024Q2数据）的库销比水平低于FY2022Q1-FY2024Q2平均值。（3）品牌端的供应商集中化趋势：根据《商业新知》，2024年，在其调查的30家美国服装公司中，超过60%的公司明确表示从2017以来不同程度地进行了供应商精简，扩大核心供应商份额，越发愿意与拥有多个国家业务或垂直制造能力的“超级供应商”合作。

表 9: 公司主要客户营收 (亿美元) 及增速

	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
迅销	133.4	139.0	173.8	168.9	192.3	216.4	191.0	194.6	167.2	192.8
YOY		4.2%	25.1%	-2.8%	13.9%	12.5%	-11.8%	1.9%	-14.1%	15.3%
GAP	161.5	164.4	158.0	155.2	158.6	165.8	163.8	138.0	166.7	156.2
YOY		1.8%	-3.9%	-1.8%	2.2%	4.6%	-1.2%	-15.8%	20.8%	-6.3%
Levi's			45.5	49.0	55.8	57.6	44.5	57.6	61.7	61.8
YOY				7.7%	13.7%	3.4%	-22.7%	29.5%	7.0%	0.2%
Abercrombie&Fitch	41.2	37.4	35.2	33.3	34.9	35.9	36.2	31.3	37.1	37.0
YOY		-9.1%	-6.0%	-5.5%	5.0%	2.8%	0.9%	-13.7%	18.8%	-0.4%
VICTORIA'S SECRET						81.0	75.1	54.1	67.9	63.4
YOY							-7.3%	-27.9%	25.3%	-6.5%
耐克	278.0	306.0	323.8	343.5	364.0	391.2	374.0	445.4	467.1	512.2
YOY		10.1%	5.8%	6.1%	6.0%	7.5%	-4.4%	19.1%	4.9%	9.6%
阿迪达斯	177.1	184.8	203.2	253.4	250.6	264.8	244.1	240.4	239.9	237.8
YOY		4.4%	9.9%	24.7%	-1.1%	5.7%	-7.8%	-1.5%	-0.2%	-0.9%
安德玛	30.8	39.6	48.3	49.8	51.9	52.7	44.7	56.8	59.0	57.0
YOY		28.5%	21.8%	3.1%	4.4%	1.4%	-15.0%	27.0%	3.9%	-3.4%
彪马	36.2	37.0	38.2	49.4	53.1	61.6	64.4	77.1	90.2	95.4
YOY		2.2%	3.2%	29.3%	7.6%	16.0%	4.4%	19.7%	17.1%	5.8%
露露乐蒙	15.9	18.0	20.6	23.4	26.5	32.9	39.8	44.0	62.6	81.1
YOY		12.9%	14.7%	13.8%	13.0%	24.1%	21.0%	10.6%	42.1%	29.6%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**表10: 公司主要客户业绩指引 (截至2024.12.10)**

迅销	公司预计 FY2024 收入将达 340 百亿日元(同比+9.5%), 归母净利 38.5 百亿元(同比+3.5%)
GAP	公司预计 FY2024 公司收入同比上升 1.5%-2%, 预计 FY2024 公司营业利润同比增幅为 60%区间的中高位
Levi's	公司预计 FY2024 货币中性收入同比增长约 1.5%-2%
Abercrombie&Fitch	公司预计 FY2024 收入同比上升 14%-15%
VICTORIA'S SECRET	公司预计 FY2024 收入同比上升约 1%-2%, 营业利润为 3.15-3.45 亿美元 (同比+20.28%-40.49%)
耐克	根据公司 FY25Q1 财报: 鉴于即将更换 CEO, 公司决定取消全年业绩指引, 但公司预计营收预期将有所放缓, 下半年营收趋势会较上半年改善
阿迪达斯	公司预计 2024 年货币中性收入同比增长约 10%, 预计营业利润将达到约 12 亿欧元 (算一下 YOY)
安德玛	公司预计 FY2025 营业收入将以低双位数的百分比下降
彪马	公司预计 FY2024 货币调整后的营收增速为中单位数
露露乐蒙	公司预计 FY2024 营收为 104.52-104.87 亿美元, 同比增长 9%或 7% (不含第 53 周)。

数据来源: 各公司财报, 广发证券发展研究中心

**表 11: 公司主要客户移动库销比**

	FY22	FY22	FY22	FY22	FY23	FY23	FY23	FY23	FY24	FY24	FY24	FY22Q1-
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	FY24Q2 均值
迅销	16.2%	15.9%	21.0%	23.7%	18.9%	14.4%	16.2%	16.9%	14.2%	13.5%	15.2%	17.1%
GAP	19.6%	19.8%	19.1%	15.3%	14.9%	14.7%	16.0%	13.4%	13.0%	13.9%	15.3%	16.0%
Levi's	16.6%	17.8%	20.6%	23.0%	21.3%	21.4%	22.4%	20.9%	19.0%	19.8%	20.7%	20.3%
Abercrombie &Fitch	29.4%	32.1%	30.4%	19.1%	17.6%	21.7%	29.8%	23.4%	22.5%	26.1%	-	25.2%
VICTORIA'S SECRET	17.6%	17.8%	20.1%	17.3%	17.5%	18.1%	21.5%	17.4%	17.4%	18.0%	-	18.3%
耐克	16.5%	18.0%	20.5%	19.0%	17.6%	16.5%	16.9%	15.5%	15.0%	14.6%	16.5%	17.0%
阿迪达斯	20.4%	24.1%	26.9%	25.4%	25.2%	24.9%	22.2%	21.1%	20.5%	20.6%	20.1%	23.1%
安德玛		14.3%	18.0%	20.2%	20.2%	22.5%	19.5%	19.1%	16.8%	20.1%	20.5%	19.0%
彪马	22.6%	26.2%	29.3%	26.5%	24.6%	24.2%	21.3%	21.0%	21.0%	23.0%	21.3%	24.0%
露露乐蒙	19.2%	20.7%	23.3%	17.9%	18.6%	18.8%	18.1%	13.8%	13.7%	14.3%	-	17.8%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 布局海外多国产能，享受多重优惠条件，减少贸易摩擦风险

公司生产基地全球化布局，2023年公司海外员工数量占比82%。根据公司财报，公司早在20世纪70-80年代就开始海外建厂，具备多年的国际制造及贸易运营经验，截至2023年底，公司的自有产能位于中国、越南、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡，共计23个工厂（包括制衣厂和布厂），2023年，国内/国外员工人数占比分别为18%/82%（注：员工人数占比和产能占比非完全对应关系）。

表12: 晶苑国际主要附属公司（2023）

营运国别	附属公司名称	位置	业务
中国	晶苑时装有限公司	中国香港	服装贸易
	晶苑织造厂有限公司	中国香港	提供企业服务
	晶苑马田(香港)有限公司	中国香港	服装贸易
	晶苑工业有履公司	中国香港	服装贸易
	晶苑益力坚直案有限公司	中国香港	服装贸易
	Crystal Eeganoe [Macao] Limited	中国澳门	服装贸易
	Seiko [Macao] Limited	中国澳门	服装贸易
	中山益达服装有限公司	广东中山	服装制造
	东莞晶苑毛织制衣有限公司	广东东莞	服装制造
越南	英商马田纺织品（中国-中山）有限公司	广东中山	服装制造
	Cnystal Martin(Vietnam)Company Limited	越南河内	服装制造
孟加拉	Regent Garment Factory Limited	越南河内	服装制造
	Amigo Bangladesh Ltd	孟加拉达卡	服装制造
斯里兰卡	Crystal Martin Aoparel Bangladesh Limited	孟加拉达卡	服装制造
	Crystal Martin Ceylon(Priwate)Limited	斯里兰卡科伦坡	服装制造
柬埔寨	Y Da Manufacturer Co..Ltd.	柬埔寨金边	服装制造
英国	CrystalMartin International Limited	英国	服装贸易
新加坡	Crystal SLGlobal Pte.Ltd	新加坡	服装贸易

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

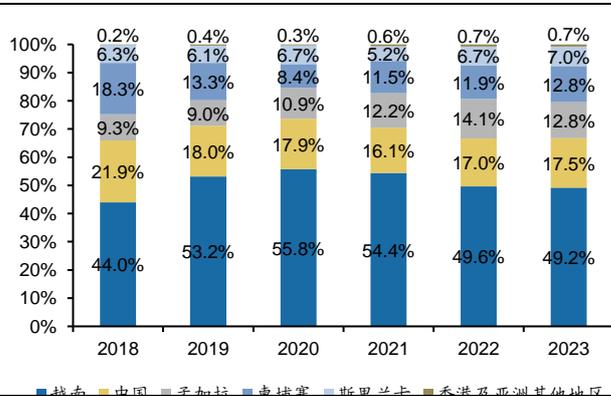
注：以上公司均为全资控股

图23: 公司五大品类全球产能布局



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图24: 历年公司员工数量分地区占比（2017-2023）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

公司全球化产业链布局，享受多重优惠条件，有望减少贸易摩擦风险，提升海外客户接单能力。（1）公司可根据市场情况、客户需求灵活调配产能，可以有效降低贸易摩擦风险。根据公司财报，公司的产能布局充分考虑市场、贸易政策、客户需求等，不同生产基地分别主要面向全球不同市场，提高了公司快速反应的能力，并可根据市场情况、客户需求灵活调配产能，可以有效降低贸易摩擦风险。（2）降低生产成本：海外生产基地可以充分利用东南亚的人力/水/电成本优势、税收优惠、出口关税优惠，降低生产成本。虽然近年东南亚人工工资水平有所上涨，但是与国内相比目前仍处于较低水平。

### （三）设计研发能力卓越，共创业务模式提升合作黏性和产品附加值

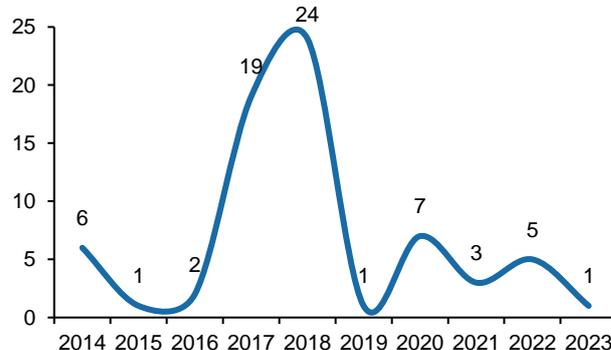
公司具备强大的设计团队和卓越的设计研发能力，共创模式下提升客户合作黏性和产品附加值。多数服装代工企业只涉及成衣制造，在产品研发过程中通常处于被动，单一OEM模式下代工企业可替代性强，产品附加值小，议价能力弱，利润率较低。公司基于强大的设计团队和卓越的设计研发能力，采用ODM模式，依据客户需求进行研发设计以及生产。根据公司财报，2021-2023年和2024H1，公司研发投入分别为3106/3436/3240/1572万美元，研发费用率分别为1.3%/1.4%/1.5%/1.4%，公司在中山市（贴身内衣与牛仔裤）、东莞市（休闲服与毛衣）、中国台湾（布料研发）、越南（运动及户外服）多地布局多个研发中心，并与欧洲技术合作伙伴Jeanologia成立研发中心（牛仔服开发及加速可持续水洗技术），共创研发领域包括时尚趋势研究、产品理念设计、原材料开发、产品创新、样品制作、存货管理到物流及交付等，全方位满足客户需求。

图25：公司历年研发费用（亿美元）情况



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图26：公司2014-2023年申请专利数量（个）

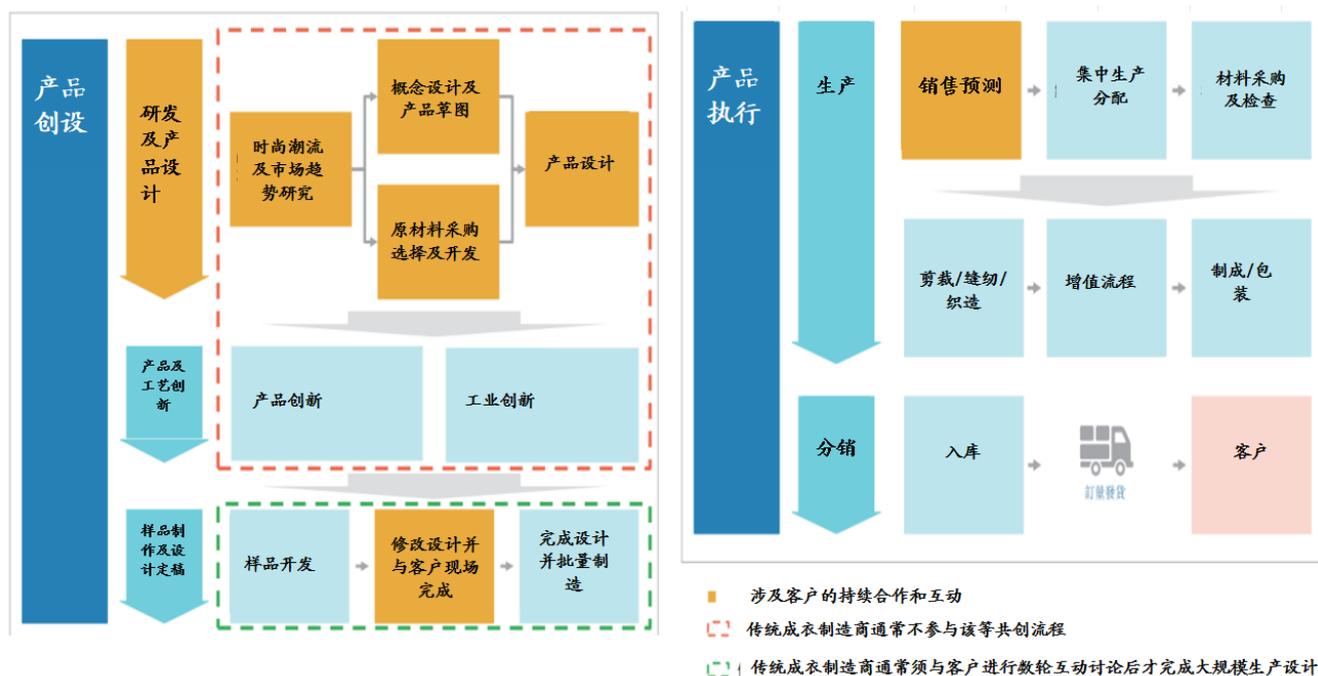


数据来源：企知道专利数据库，广发证券发展研究中心

公司共创模式发展历程：流程时间从12周缩短为数天。（1）早期版本：2015年以来，公司逐渐发展共创业务模式。①由公司的设计团队向客户的设计团队进行产品设计简报，通常需时约四周，②客户的设计团队向其买家团队进行有关采纳产品设计的内部简报，通常需时约四周，③遵循其采纳的内部设计，由客户的买家团队与我们的销售团队商讨价格、供应链安排及交货时间表，通常需时约四周。整个共创程序通常需约12周或更长时间。（2）改进版本：将采纳及采购决策程序由上述约12周

的总流程时间缩短为数天。①通过较早较快地与客户的关键决策者提出产品理念及共同开发，减少反馈次数及所需时间。公司亦凭借本身的现场开发能力在短时间内落实产品规格，包括产品设计、原材料开发、产品制成及产品实验室测试。②由于公司参与创设产品使公司可建议所选的原材料，因此，公司可藉着就同类原材料向供应商发出更大额的采购订单以降低原材料成本。③透过利用自行开发的自动化设备缩短生产时间，以及利用先进的IT系统及与供应链合作伙伴的紧密合作提高交货效率，缩短产品执行程序所需的时间。

图 27: 公司共创业务模式



数据来源：公司招股书，广发证券发展研究中心

在共创模式下，公司致力于与客户紧密合作，共同设计和研发具有较高技术壁垒的产品，建立排他性合作关系。公司自主研发多种工艺，为客户提供独特的解决方案，解决各类技术难题，往往难以被竞争对手复制或超越。此外，通过共创模式，公司与客户之间建立排他性合作关系，不仅保护了双方的知识产权，还确保了技术的专属性，使得公司在激烈的市场竞争中保持领先地位。

**表13: 近年公司共创模式下的部分创新产品**

产品名称	年份	创新点
“Smart-Fit” 塑形牛仔系 列	2024	利用 3D 虚拟技术, 对牛仔裤在不同身体部位 (如腹部、腰部和大腿) 产生的压力点进行了广泛分析, 这种分析使设计师能够创造曲线优美的工程细节, 勾勒和塑造不同的体型, 对可能影响拉伸性的每个参数进行了微调, 以在舒适性、耐用性和塑形功能之间取得完美平衡。该系列提供不同的剪裁细节廓形和各种水洗和饰面, 以满足紧身牛仔裤的各种偏好。
可回收创新 牛仔布料	2023	与 Advance Denim 合作, 由可回收物料构成, 包括回收的消费前再生棉、再生氨纶及回收聚酯纤维等, 牛仔部将可回收物料与 Infinity Blue Wash 可持续水洗技术相结合, 生产具有独特布料特性和色调的环保牛仔裤
可降解牛仔 布料 Wash Minus 清洁 抗菌系列	2023 2022	与 Prosperity Textile 合作, 该系列专注可持续物料的应用, 推出舒适弹力、具独特牛仔纹路和特色的牛仔服装。 与先进专利抗菌技术公司 Noble Biomaterials 合作, 推出 Wash Minus 系列。通过结合 Noble 的崭新 Ionic+抗菌技术, 将正电离子在后整工序时加入牛仔服中, 令有效消除异味的银离子使牛仔裤保持洁净和无异味
“新.牛仔” 系列	2020	与 Levi's 旗下 The R Collective 合作, 推出“新.牛仔”的可追溯牛仔系列, 该系列由获奖设计师李显峰设计, 晶苑国际的中国牛仔服工厂中山益达服装有限公司制造。
BMETM 印 制服装	2018	在服装上印上生物形态演变“BMETM”, 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。
起居服系列	2016	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。
车缝毛衣	2015	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, 较大程度地减少了整体生产时间及成本。
无钢圈内衣	2015	采用无缝粘合技术, 取代传统的钢圈轻薄材料—热塑性橡胶, 夹在罩杯的泡沫层中间, 较大程度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。
修身美臀牛 仔裤及镭射 牛仔裤	2014	一款新型创新技术女士牛仔裤, 产生修身塑形效果, 并通过激光技术使牛仔裤裤型多样。
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。

数据来源: 公司官网, 公司财报, 广发证券发展研究中心

#### (四) 交叉品类销售, 拓展合作空间

根据公司财报, 公司覆盖产品种类较为全面, 具备多品类产品的核心研发能力和工艺技术, 可提供多元化的产品组合, 满足品牌客户于不同服装领域的需求。

根据公司招股书, (1) 公司向休闲装客户多进行领域交叉品类销售 (例如公司与优衣库、H&M、Target 等客户在贴身内衣等多种产品领域合作); (2) 与运动品牌客户在运动休闲风格服装、毛衣等产品积极合作 (例如公司与安德玛合作的运动休闲服装); (3) 向毛衣客户进行交叉品类销售 (例如向优衣库、Marks & Spencer、Gap 及 Abercrombie & Fitch 等客户销售的起居服系列)。

进行交叉品类销售, 一方面有利于公司充分利用现有客户资源提升销售额, 拓展更大的合作空间, 另一方面也有利于公司深度绑定各大品牌客户, 增强合作黏性, 减少客户切换不同品类的供应商的沟通成本, 进一步巩固双方合作关系。

图28: 阿迪达斯镂空针织休闲运动网状T恤



数据来源: 淘宝官网, 广发证券发展研究中心

图29: 安德玛 × 巴黎世家运动针织鞋面



数据来源: 淘宝官网, 广发证券发展研究中心

## 四、展望未来：垂直一体化+技改助力盈利水平有望提升，美国收入占比下降有望减少贸易摩擦风险

### （一）持续推进产业链垂直一体化+自动化技改，助力盈利水平有望提升

公司持续推进产业链垂直一体化，有利于降低中间环节成本，提升快反订单的接单能力，在面料研发和工艺创新方面具有更强的壁垒，与客户加强排他性合作等，从而提升盈利水平、提升市场份额。根据公司财报和官网，公司于2021年及2022年分别收购越南及孟加拉的两间布厂后，公司计划继续推进产业链垂直一体化进程，并在越南自建第一间布厂。2023年，公司自产布料获得UA、PUMA以及 A&F等客户的产品认证，2024年，公司正在申请棉制布料产品的认证，围绕客户的核心关注点成本和短交期，公司预计将不断提升布料产量，同时提高使用自产布料制造成衣的比例。

垂直整合对公司长期发展具有重要意义。品牌客户疫情后去库存结束后，对制造商提出了更高的要求，公司向产业链上游延伸的战略布局有利于更好响应客户需求。伴随自有布厂的成熟度提升以及布厂与制衣工厂之间的紧密合作，公司垂直一体化能力不断提升，有利于公司（1）更加有效地控制从原料采购到布料生产、成衣制造的整个流程，有效降低中间环节成本；（2）能够更快地响应市场变化和客户需求，降低供应链风险，提升快反订单的接单能力，缩短交期，（3）在面料研发和工艺创新方面具有更强的壁垒，能够与核心客户合作研发新面料，增强与客户的合作黏性和排他性，增强其市场竞争力，从而进一步提升盈利水平。

公司积极技改，加速自动化系统转型，有利于公司增强产品开发能力、缩短交期、降低人工成本、减少资源浪费，从而提升盈利水平、增强竞争力。根据公司财报，公司持续专注技术升级及实施自动化，使其更具灵活性，以满足客户更具挑战性要求的订单，从而进一步加快获得市场份额，公司将在其位于不同国家的生产中心之间共享成功的范例和经验，创造可持续的生产优化流程。根据公司官网，公司二十

多年来一直采用 SAP 解决方案来标准化和改进业务流程，公司近期应用的 SAPS/4HANA，通过标准化、简化和自动化业务流程，改进产品生命周期管理和企业资源规划，这些部署可以增强产品定制化开发能力、缩短交货时间并优化订单履行能力，提升产量并减少浪费。根据公司官网，2021年，公司订单履行效率在自动化系统的带动下提高了19%，未来公司计划部署SAP Manufacturing Execution 或 Manufacturing Integration and Intelligence应用程序，以及利用可扩展的AI技术和机器学习应用程序进一步加强系统转型，以进一步增强业务弹性。

2022年公司的越南牛仔服工厂的智能仓库启用，增加100%仓储容量，能够存储400万码的面料和200万件成品服装，减少50%人员需求，并可提供 24/7全天候服务。

2024年，公司在越南投资建立了首个现代化中心，主要进行自动化机器开发和制造。现代化中心由两个主要区域组成，一是智能实验室，在这里进行机器开发和制造、机器人开发以及定制测试和模拟，二是各种自动化应用和数字化技术部门，涉及机器控制、机器人装卸、织物处理和自动组装等环节。此外，公司计划扩大该中心，以便在配备新技术的生产环境中进行开发试点。

传统服装代工企业为劳动密集型企业，生产自动化水平的提升可以降低对于人工的依赖度，生产更加精细化、可度量、可重复，保证产品质量，也给产能的快速扩张创造了有利条件。在服装品牌商进行全球扩张、对于供应链的快速反应的要求持续提高的市场环境下，供应链厂商能够实现快速交货是维护与客户稳定合作、增强市场竞争力，更有利于降低人工成本，提升盈利能力。

图30: 公司越南首个现代化中心和越南牛仔服工厂的智能仓库



数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

图31: 公司利用自动化解决方案将制作基本款T恤的时间减少15%

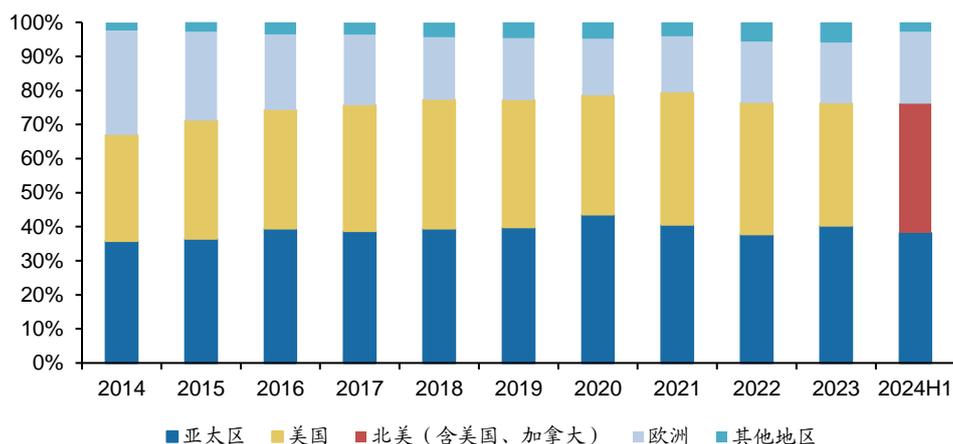


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

## （二）公司美国收入占比下降，有望进一步减少贸易摩擦风险

根据公司财报，近年来公司美国收入占比下降，2021-2023年，公司来自美国收入占比为38.8%/38.5%/36.0%，2024H1公司来自北美（含美国、加拿大）的收入占比为37.9%。加之2019年以来，公司加快将产能从国内转移至海外的步伐，2023年，国内/国外员工人数占比分别为18%/82%（注：员工人数占比和产能占比非完全对应关系），海外产能占比较高，有望进一步规避贸易风险。

图32：公司历年分地区收入占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

## 五、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

**营收：**2024-2026年，预计公司营业收入分别为24.76/28.05/31.67亿美元，YOY+13.7%/13.3%/12.9%。对收入进行拆分，其中：

**休闲服：**2024-2026年，预计收入分别为6.89/7.79/8.8亿美元，YOY+13.0%/13.0%/13.0%，主要系休闲服主要客户迅销（优衣库）业绩指引乐观（根据优衣库财报，FY2024，对应2023年9月-2024年8月，预计收入增速约11%，FY2023-FY2033收入CAGR预计13%+），且公司与迅销自1996年开始合作，共创模式下与客户深度绑定，争取订单能力较强。

**运动服及户外服：**2024-2026年，预计收入分别为5.56/6.67/7.88亿美元，YOY+16.0%/20.0%/18.0%，主要系公司近年来积极拓展运动类客户，预计原有客户市场份额提升空间较大，以及积极拓展运动户外品类新客户。

**牛仔服：**2024-2026年，预计收入分别为5.34/5.88/6.47亿美元，YOY+13.0%/10.0%/10.0%，主要系公司近年来积极进行该品类共创研发，在原有客户的份额基础上有望稳健提升。

**内衣：**2024-2026年，预计收入分别为4.44/4.88/5.37亿美元，YOY+12.0%/10.0%/10.0%，主要系公司积极进行该品类共创研发，在原有客户的份额基础上有望稳健提升。

**毛衣：**2024-2026年，预计收入分别为2.52/2.82/3.16亿美元，YOY+13.0%/12.0%/12.0%，主要系公司积极进行交叉品类销售，比如与运动品牌客户在毛衣类产品积极合作，毛衣收入有望持续增长。

**毛利率：**2024-2026年，预计公司毛利率分别为19.7%/19.9%/20.2%，其中休闲服毛利率预计为19.8%/20.0%/20.1%，运动服及户外服毛利率预计为21.0%/21.5%/22.0%，牛仔服毛利率预计为16.6%/16.8%/17.0%，内衣毛利率预计为19.6%/19.6%/19.6%，毛衣毛利率预计为22.5%/22.8%/23.0%，毛利率提升主要系预计公司持续推进产业链垂直一体化和自动化技改，以及较高毛利率的产品收入占比逐步提升等因素。

**期间费用率：**2024-2026年，预计公司期间费用维持基本平稳，预计销售/管理/研发费用率维持在1.24%/8.52%/1.52%。

**所得税率：**预计所得税率与往年基本保持平稳。

表14: 公司盈利预测 (亿美元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入 (总)</b>	<b>24.91</b>	<b>21.77</b>	<b>24.76</b>	<b>28.05</b>	<b>31.67</b>
YOY	6.4%	-12.6%	13.7%	13.3%	12.9%
毛利率	18.6%	19.2%	19.7%	19.9%	20.2%
<b>休闲服</b>	<b>6.97</b>	<b>6.08</b>	<b>6.89</b>	<b>7.79</b>	<b>8.8</b>
YOY	-5.0%	-13.0%	13.0%	13.0%	13.0%
毛利率	20.0%	19.3%	19.8%	20.0%	20.1%
<b>运动服及户外服</b>	<b>5.57</b>	<b>4.78</b>	<b>5.56</b>	<b>6.67</b>	<b>7.88</b>
YOY	30.0%	-14.0%	16.0%	20.0%	18.0%
毛利率	18.3%	20.1%	21.0%	21.5%	22.0%
<b>牛仔服</b>	<b>5.68</b>	<b>4.73</b>	<b>5.34</b>	<b>5.88</b>	<b>6.47</b>
YOY	-1.0%	-17.0%	13.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.3%	16.1%	16.6%	16.8%	17.0%
<b>内衣</b>	<b>4.71</b>	<b>3.96</b>	<b>4.44</b>	<b>4.88</b>	<b>5.37</b>
YOY	10.0%	-16.0%	12.0%	10.0%	10.0%
毛利率	18.5%	20.5%	19.6%	19.6%	19.6%
<b>毛衣</b>	<b>1.98</b>	<b>2.23</b>	<b>2.52</b>	<b>2.82</b>	<b>3.16</b>
YOY	9.0%	13.0%	13.0%	12.0%	12.0%
毛利率	21.4%	21.2%	22.5%	22.8%	23.0%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.07/0.08/0.09 美元/股。参考可比公司估值, 给予 2025 年 9 倍 PE, 对应合理价值 0.74 美元/股, 按 2024.12.15 汇率 (1 美元 = 7.78 港元), 折合 5.77 港元, 首次覆盖给予“买入”评级。

(注: (1) 此处主要选取有 Wind 一致预期的港股纺织制造公司进行比较, 且申洲国际、裕元集团、九兴控股主要客户多为全球知名服装品牌, 与公司有一定重合, 且积极布局海外产能, 和公司具备相似性; 此外由于有 Wind 一致预期的港股纺织制造公司较少, 补充 A 股上市的鲁泰 A 进行参考, 鲁泰 A 主营业务为色织布和成衣制造, 亦积极布局海外产能, 和公司具备一定相似性; (2) 港股三家公司中, 申洲国际估值较高, 主要系根据 Wind 一致预期, 申洲国际业绩增速相对较高, 经营质量较高; 鲁泰 A 估值相对裕元集团、九兴控股较高, 除其越南产能逐渐释放有望带动业绩增长等基本面利好, 也与其在不同市场上市交易有关。)

表15: 可比公司估值 (收盘价截至2024.12.16, 单位: 人民币元)

公司	代码	收盘价(元)		EPS(元)		PE		
		2024/12/16	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
申洲国际	02313.HK	54.87	3.88	4.38	4.91	14.14	12.53	11.17
裕元集团	00551.HK	16.58	2.02	2.27	2.56	8.21	7.31	6.48
九兴控股	01836.HK	13.59	1.44	1.61	1.78	9.44	8.44	7.63
鲁泰 A	000726.SZ	6.97	0.51	0.64	0.7	13.67	10.89	9.96

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 盈利预测来自Wind一致预期

## 六、风险提示

### （一）主要客户销售下滑风险

公司订单收入较为集中，来自前五大客户收入占比在75%以上，主要客户业绩波动对公司收入影响较大。如果几大主要客户终端销售状况不及预期，将影响公司的产能安排，影响公司营收。

### （二）汇率波动风险

公司主要客户均为国际客户，出口收入占比较高，虽然海外产能占比提升增加了成本端的外币支出，但是仍存在一定的外汇敞口，因此业绩受到人民币汇率影响，如果短期人民币汇率维持在高位，甚至出现继续大幅升值的情况，则会影响公司的订单情况及盈利能力。

### （三）贸易摩擦加剧风险

在逆全球化思潮影响下，贸易保护主义导致的贸易摩擦会影响到国际贸易的稳定、有序运行，公司出口占比较高，伴随新一届美国大选结果落地，贸易摩擦存在一定程度上的加剧风险。

**资产负债表**

单位:美元百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	<b>1,021</b>	<b>1,135</b>	<b>1,265</b>	<b>1,417</b>	<b>1,593</b>
现金及现金等价物	455	543	668	747	844
应收账款及票据	239	248	282	319	361
存货	280	239	270	305	343
其他	46	105	45	45	45
<b>非流动资产合计</b>	<b>874</b>	<b>840</b>	<b>855</b>	<b>868</b>	<b>879</b>
固定资产净值	582	551	566	579	590
长期投资	17	17	17	17	17
商誉及无形资产	249	246	246	246	246
其他	26	26	26	26	26
<b>资产总额</b>	<b>1,895</b>	<b>1,975</b>	<b>2,120</b>	<b>2,284</b>	<b>2,472</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>490</b>	<b>481</b>	<b>503</b>	<b>526</b>	<b>552</b>
短期借款	102	64	64	64	64
应付账款及票据	132	141	160	180	203
其他	256	276	279	282	285
<b>非流动负债合计</b>	<b>60</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>55</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	60	55	55	55	55
<b>总负债</b>	<b>550</b>	<b>536</b>	<b>557</b>	<b>581</b>	<b>606</b>
普通股股本	4	4	4	4	4
储备	1,453	1,558	1,680	1,821	1,982
其他	-115	-127	-127	-127	-127
归母权益总额	1,341	1,434	1,557	1,698	1,859
少数股东权益	4	4	5	6	6
<b>股东权益合计</b>	<b>1,345</b>	<b>1,439</b>	<b>1,562</b>	<b>1,704</b>	<b>1,866</b>
<b>负债及股东权益合</b>	<b>1,895</b>	<b>1,975</b>	<b>2,120</b>	<b>2,284</b>	<b>2,472</b>

**利润表**

单位:美元百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>主营收入</b>	<b>2,491</b>	<b>2,177</b>	<b>2,476</b>	<b>2,805</b>	<b>3,167</b>
营业成本	2,028	1,760	1,989	2,245	2,528
毛利	463	418	487	559	639
其他收入	22	32	32	32	32
营销费用	27	27	31	35	39
行政管理费用	202	185	211	239	270
研发费用	34	32	38	43	48
其他营业费用合计	-34	0	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>256</b>	<b>205</b>	<b>238</b>	<b>273</b>	<b>313</b>
利息收入	0	0	6	7	8
利息支出	11	13	3	3	3
权益性投资损益	1	1	1	1	1
其他非经营性损益	2	2	2	2	2
除税前利润	213	195	244	280	320
所得税	39	31	39	44	51
<b>合并净利润</b>	<b>173</b>	<b>164</b>	<b>205</b>	<b>236</b>	<b>269</b>
少数股东损益	1	1	1	1	1
<b>归母净利润</b>	<b>173</b>	<b>163</b>	<b>204</b>	<b>235</b>	<b>269</b>

**现金流量表**

单位:美元百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>349</b>	<b>313</b>	<b>246</b>	<b>273</b>	<b>304</b>
合并净利润	173	164	205	236	269
折旧与摊销	93	84	85	87	89
营运资本变动	36	66	-43	-49	-54
其他非经营性调整	48	-1	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-135</b>	<b>-88</b>	<b>-37</b>	<b>-97</b>	<b>-97</b>
处置固定资产收益	1	1	2	2	2
资本性支出	-92	-44	-100	-100	-100
投资资产支出	-1	-63	60	0	0
其他	-43	17	1	1	1
<b>融资活动现金流净额</b>	<b>-145</b>	<b>-135</b>	<b>-85</b>	<b>-97</b>	<b>-110</b>
长期债权融资	-78	-60	0	0	0
股权融资	0	0	0	0	0
支付股利	54	61	82	94	108
其他	-120	-136	-166	-191	-218
<b>现金净增加额</b>	<b>54</b>	<b>88</b>	<b>124</b>	<b>79</b>	<b>96</b>
<b>期初现金余额</b>	<b>401</b>	<b>455</b>	<b>543</b>	<b>668</b>	<b>747</b>
<b>期末现金余额</b>	<b>455</b>	<b>543</b>	<b>668</b>	<b>747</b>	<b>844</b>

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
主营收入增长率	6.4%	-12.6%	13.7%	13.3%	12.9%
营业利润增长率	11.3%	-19.6%	15.8%	14.9%	14.3%
归母净利润增长率	5.9%	-5.4%	25.0%	15.0%	14.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.6%	19.2%	19.7%	19.9%	20.2%
净利率	6.9%	7.4%	8.2%	8.3%	8.4%
ROE	12.9%	11.4%	13.1%	13.8%	14.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	29.0%	27.1%	26.3%	25.4%	24.5%
有息负债率	5.4%	3.2%	3.0%	2.8%	2.6%
流动比率	2.1	2.4	2.5	2.7	2.9
利息保障倍数	23.5	15.7	84.0	96.4	110.1
<b>营运能力</b>					
应收账款周转天数	34.6	41.0	41.0	41.0	41.0
存货周转天数	49.7	48.9	48.9	48.9	48.9
应付账款周转天数	23.4	28.9	28.9	28.9	28.9
<b>每股指标</b>					
每股收益	0.06	0.06	0.07	0.08	0.09
每股净资产	0.47	0.50	0.55	0.60	0.65
每股经营现金流	0.12	0.11	0.09	0.10	0.11
<b>估值比率</b>					
PE	5.2	6.5	7.6	6.6	5.8
PB	0.7	0.7	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA	1.5	2.0	2.9	2.4	1.9

## 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。  
 李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。  
 董建芳：高级研究员，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 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。