

2025 年 01 月 07 日

多品类成衣代工龙头，未来有望加速成长

晶苑国际 (2232.HK)

投资要点：

我们分析，未来公司通过全品类布局及研发设计优势有望提升份额，未来有望提升至双位数增长：（1）短期来看，我们认为 25 年优衣库、及运动户外品牌有望构成重要驱动，贡献收入增速高于平均；24 年自身业绩偏弱的 NIKE、PUMA 有望好转；公司 24 年以来公司快速招工，也为 25 年奠定了增长基础；（2）中期来看，一方面，公司运动、户外品类客户体量相对同业仍较小，老客户份额提升及新客户拓展仍存在较大开拓空间；另一方面，公司此前以服装代工为主，而目前公司通过收购面料工厂补齐短板，未来有望提升利润率；（3）长期来看，公司具备休闲、运动、牛仔、毛衣等多品类设计和代工能力，客户中拓品类、交叉销售仍有较大空间。预计公司 24 - 26 年营收为 24.71/28.13/31.84 亿美元、增速为 13.5%/13.8%/13.2%；预计 24 - 26 年归母净利润为 1.96/2.35/2.81 亿美元，对应 EPS 为 0.07/0.08/0.10 美元，25/01/03 收盘价 4.39 港元，对应 24 - 26 PE 为 8.2/6.8/5.7X，仍处于估值中底部，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 历史回顾：16 年进军运动户外，21 年垂直布局

公司成立于 1970 年，拥有近 50 年行业经验，根据招股书，16 年公司在全球服装制造业按产量/产值排名第一/第二。公司产能分布于越南、中国、柬埔寨、孟加拉及斯里兰卡，主营产品覆盖休闲服/运动服及户外服/牛仔服/贴身内衣/毛衣五大品类。公司主要客户包括 UNIQLO、Levi's、GAP、维密、阿迪、UA、A&F、PUMA 等，2023 年第一大客户收入占比 32.7%，前五大客户收入占比 62%。

► 公司优势：五大品类产品布局、客户黏性高、海外先发布局

（1）客户优质，根据招股书 16 年公司已服务于全球十大顶尖服装品牌中的 7 家，与优衣库合作近 30 年，通过共创模式优势深度绑定客户；（2）公司 1970 年代开始海外布局，具备先发优势；（3）多品类布局，交叉销售产生协同效应。同业对比来看，晶苑成衣产品覆盖最全面，但在人效、成衣价格、毛利率和净利率方面仍有提升空间。

► 成长驱动：客户份额提升+垂直一体化带来盈利能力提升

1) 短期预计快速招工补充产能；2) 公司 16 后开始运动户外服市场，份额仍有较大提升空间，且存在拓品类空间；3) 持续布局垂直一体化+自动化升级，带来盈利能力提升。

► **风险提示：**海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产能爬坡不及预期风险；汇率波动风险；客户拓展不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格（港元）：	
最新收盘价（港元）：	4.39
股票代码：	2232
52 周最高价/最低价（港元）：	4.88/2.72
总市值（亿港元）	125.24
自由流通市值（亿港元）	125.24
自由流通股数（百万）	2,852.82



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	2490.97	2177.33	2471.13	2813.13	3183.59
YoY(%)	6.39%	-12.59%	13.49%	13.84%	13.17%
归母净利润 (百万美元)	172.73	163.48	196.04	235.20	280.67
YoY(%)	5.90%	-5.35%	19.91%	19.98%	19.33%
毛利率 (%)	18.60%	19.19%	19.49%	19.69%	19.89%
每股收益 (美元)	0.06	0.06	0.07	0.08	0.10
ROE	0.13	0.11	0.12	0.13	0.13
市盈率	5.15	6.50	8.20	6.84	5.73

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1美元=7.8港元）

正文目录

1. 公司简介：多品类服装代工龙头，向上延伸至面料	5
1.1. 发展历程：16年进军运动户外，21年垂直布局	5
1.2. 股权结构：股权集中，接班人储备明确	10
1.3. 资本市场表现：PE 估值在 4-17 倍间波动	11
2. 行业分析：服装零售平稳增长，成衣制造龙头效应凸显	12
2.1. 零售行业运动服增速最高，品牌供应链集中化趋势明显	12
2.2. 海外布局：越南、柬埔寨人工和税率优惠逐步减少，未来印尼重要性凸显	15
2.3. 同业对比：对比同业，晶苑国际盈利能力仍有提升空间	19
3. 公司优势：五大品类产品布局，研创能力强、客户黏性高、海外先发布局	23
3.1. 拥有优质客户资源，共创模式深度绑定大客户	23
3.2. 海外布局先发优势	25
3.3. 多品类布局，交叉销售产生协同效应	26
4. 成长驱动：客户份额拓展+垂直一体化带来盈利能力提升	26
4.1. 短期预计快速招工补充产能	26
4.2. 老客户份额提升+新客户放量	27
4.3. 持续布局垂直一体化+自动化升级，带来盈利能力提升	28
5. 盈利预测与投资建议	29
5.1. 盈利预测	29
5.2. 投资建议	31
6. 风险提示	31

图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利润及增速	8
图 2 公司历年员工人数及增速	8
图 3 历年分品类收入增速	8
图 4 公司毛利率、归母净利率及剔除其他收入后净利率	9
图 5 期间费用率	10
图 6 分品类毛利率	10
图 7 上市至今股价走势（港元）（前复权）	12
图 8 公司 PE Band	12
图 9 全球服装市场零售额（亿美元）	13
图 10 全球运动服市场零售额（亿美元）	13
图 11 各品类服装全球零售额 14-24 年 CAGR	13
图 12 全球服饰及运动服零售额 CR10	13
图 13 2015-2024 财年 NIKE 不同产品供应商工厂数量	14
图 14 2018-2023 年 ADIDAS 合作伙伴与工厂数量	14
图 15 2018-2023 年 ADIDAS 生产基地数量减少	14
图 16 2014-2023 财年 PUMA 独立供应商数量	14
图 17 Adidas 各国成衣采购占比	18
图 18 NIKE 各国成衣采购占比	18
图 19 同业毛利率对比	22
图 20 同业净利率对比	22
图 21 2023 年同业毛利率及净利率对比	22
图 22 2023 年同业费用率对比	22
图 23 五大客户收入（亿美元）及增速	24
图 24 公司各国员工人数占比	26
图 25 海外品牌收入增速	27
图 26 海外品牌存货增速	27
图 27 公司在不同生产工序加强流程数码化	29
图 28 公司自动化 T 恤制造	29

表 1 晶苑五大类产品概况及发展过程	5
表 2 公司大事记	错误!未定义书签。
表 3 大股东 (截至 2024H1)	10
表 4 公司管理层介绍	10
表 5 ADIDAS 独立制造合作伙伴情况	14
表 6 越南、柬埔寨、印尼、中国生产要素价格对比	15
表 7 越南、柬埔寨、印尼服装制造业税率	17
表 8 各服装主要出口地区对中国/越南/柬埔寨/印尼关税政策比较	17
表 9 欧盟/美国/日本原产地监管政策	18
表 10 同业对比 (2023 年)	19
表 11 同业对比 (2023 年)	20
表 12 人效和平均工资	22
表 13 主要客户情况	23
表 14 共创业务模式核心内容	24
表 15 公司共创模式下部分研发成果	25
表 16 海外品牌近期业绩及指引	27
表 17 按产品收入拆分	30
表 18 可比公司估值	31

1. 公司简介：多品类服装代工龙头，向上延伸至面料

1.1. 发展历程：16 年进军运动户外，21 年垂直布局

越南员工人数占比一半。晶苑国际于 1970 年成立，2017 年上市，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。根据财华社 20 年数据，公司成衣约产量 4.7 亿件、工人 6.5 万人，在越南/中国/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡/其他地区占比分别为 49.2%/17.5%/12.8%/12.8%/7.0%/0.7%，24H1 新增 5000 人至 7 万人。

运动收入占比 22%，客户第一大/CR5 占比 33%/62%。公司 16 年收购 Vista 开始拓展运动及户外服装，23 年主营产品休闲服/运动服及户外服/牛仔服/贴身内衣/毛衣收入占比分别达 28%/22%/21%/18%/10%。分地区来看，23 年亚太/美国/欧洲/其他地区占比 40.3%/36.0%/17.7%/6.0%。公司与全球顶尖品牌服装企业长达数十年的合作关系、主要客户包括 UNIQLO、Levi's、GAP、维密、阿迪、UA、A&F 等，2023 年第一大客户收入占比 32.7%，前五大客户收入占比 62.2%。

23 年公司收入/净利分别为 21.77/1.63 亿美元，同比增长-12.59%/-5.35%，收入和利润下滑主要由于下游去库存。24H1 公司收入/净利分别为 11.06/0.84 亿美元，同比增长 8.64%/14.08%。分品类来看，24H1 休闲服/运动服及户外服/牛仔服/贴身内衣/毛衣收入同比增长 6.9%/9.5%/7.5%/8.4%/12.4%，收入增长主要受益于运动及户外服销量增长，以及毛衣添加运动元素。从产能来看，24Q2 公司加速人员补充，上半年增加 5000 人，快速招聘新人补充产能。2024H1 毛利率/归母净利率提升 0.4/0.5PCT 至 19.5%/7.6%，其中运动服及户外服毛利率提升 0.9PCT，由于生产效率提升以及运动服制造经验（包括由缝制演进至黏合）提升；归母净利率提升高于毛利率主要由于其他收入（包括汇兑收益、政府补助等）增加。

表 1 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	在 2016 年亚洲服装制造行业毛衣产品的产量计排名第三，按产值计排名第四。	2.23 亿美元 占比 10.2%	Gap、Marks & Spencer、UNIQLO、Abercrombie & Fitch
休闲服	1976	主要产品包括休闲服及绘图 T 恤。公司 2016 年亚洲服装制造行业休闲服的产量计排名第二，按产值计排名第三。	6.08 亿美元 占比 27.9%	UNIQLO、H&M、GU、Marks & Spencer、Abercrombie & Fitch 及 Gap
牛仔服	1982	于 1982 年开设梭织分部，并于 2005 年转而专注于牛仔服产品，于 2016 年，在亚洲服装制造行业牛仔服产量计排名第一，按产值计排名第一。	4.73 亿美元 占比 21.7%	Gap、Levi's、Target、Abercrombie & Fitch、Lee、H&M
贴身内衣	2004	2016 按亚洲服装制造行业贴身内衣的产量计排名第二，按产值计排名第二。	3.96 亿美元 占比 18.2%	Victoria's Secret、PINK、H&M、UNIQLO、Marks & Spencer、GU
户外服及运动服	2016	通过收购 Vista 于 2016 年推出运动服及户外服的单独产品类别。	4.78 亿美元 占比 21.9%	Under Armour、The North Face、PUMA

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司大事记

时间	事件
1970 年	晶苑集团 (Crystal Group) 于 1970 年成立：晶苑织造厂有限公司于香港成立。
1970 年代初期	在马来西亚及毛里求斯成立工厂。
1976 年	益力坚实业有限公司于香港成立。
1978 年	中国政府实施改革开放，将公司业务扩至中国广东省。
1970 年代末	与罗先生的长期友人 Martin Trust 先生创立的美国公司 Mast Industries 共同成立同等份额的合资公司 Sinotex
1981 年	晶苑工业有限公司于香港成立（开始针织类别，其后转型为牛仔服业务）；Sinotex(Lanka)Ltd. 有限公司于斯里兰卡成立（实施先进的工业工程和电脑化程序）。
1982 年	晶苑时装有限公司于香港成立（牛仔服业务）；晶苑马田香港于香港成立（内衣业务）。
1984 年	Sinotex (Mauritius) Ltd. 于毛里求斯成立。
1993 年	东莞晶苑工厂于中国东莞成立。（90 年代开始于 Fast Retailing 的 UNIQLO 品牌建立合作关系）
1990 年代末	继续在马达加斯加和中国江苏省建立生产基地。
2000 年代	继续在越南和孟加拉设立工厂。
2004 年	收购马丁国际控股公司（当时在伦敦证券交易所上市的公司）并开设贴身内衣类别。
2008 年	罗正亮先生晋升为行政总裁，接替罗先生的职位。
2011-2013 年	在柬埔寨和越南建立新工厂。
2016 年	成为全球服装制造行业的领导者（按产量计），拥有 20 个自营制造设施，员工约 70,000 人，每年交付约 3.5 亿件成衣
2016 年末	公司通过收购 Vista 进入运动户外服市场。
2017 年	成功于香港联合交易所有限公司主板上市
2018 年	晶苑国际将获纳入恒生综合大中型股指数成分股，并于 2018 年 3 月 5 日起正式生效
2019 年	晶苑国际在中国的工厂打造“闭环”牛仔产品。
2020 年	晶苑国际在中国的工厂推出全新可持续牛仔服系列—4Zero
2021 年	公司完成对越南布厂的 100%控股收购，进一步实现垂直整合。
2021 年	根据新科技针织协议，集团有条件地同意收购，而 Fashion Ft 有条件地同意出售新科技针织的 71.9%股份，新科技针织为一间于中国香港注册成立的有限公司。
2022 年	完成对孟加拉的布厂和越南的制衣工厂的收购，进一步扩大生产能力。
2023 年	0.2 亿美元收购 Successor Limited

资料来源：公司公告，华西证券研究所

复盘公司整体发展历史，我们可以将公司发展历程划分为 3 个阶段：

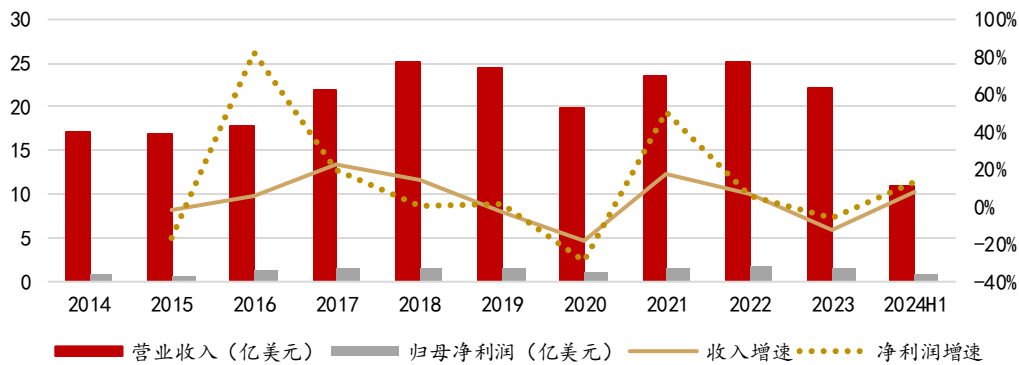
1970 年至 2005 年：创始人具备前瞻性预判，配额制度下先行出海。晶苑集团由创始人罗乐风和罗蔡玉清于 1970 年在中国香港成立，主要从事毛衣业务。由于国际市场受到配额制度的限制，1970 年代公司开始向海外拓展，在马来西亚和毛里求斯成立工厂逐步积累国际贸易经验；1978 年，中国政府开始实施改革开放政策，公司

将生产业务扩展至广东省；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，开始从初创立的迅销公司接获订单；1990-2000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；2004年，公司收购Martin，拓展内衣品类；2005年，公司开始在越南开设工厂。

2005年至2016年：加速全球布局。2005年，全球纺织品配额制度结束，公司开始加速海外生产基地建设，在越南、斯里兰卡及孟加拉国建立新工厂，实现快速发展。2014-2016年公司收入/归母净利CAGR为1.73%/22.97%，净利增速高于收入主要由于公司开始更专注于高利润率订单。1) 15年公司收入微降主要由于15年英国客户采购调整，减少了物流服务环节，拒绝低利润订单；16年净利下降16.5%主要受英国客户调整及外汇合约公允价值损失0.12亿美元。2) 分品类来看，14-16年休闲服装/牛仔/内衣/毛衣CAGR分别为-2.4%/20.7%/9.5%/-18.2%，休闲服装收入下降由于相对较低售价的简约风格产品的订单增加；牛仔及内衣收入增加主要受益于通过共创业务模式向客户提供增值服务贡献及新客户快速拓展；毛衣该阶段收入下降主要由于业务处于转型期，将毛衣生产由中国转向越南，同时开始专注于高利润客户。3) 14-16年随着公司规模扩张公司员工规模从6万人增至7万人。

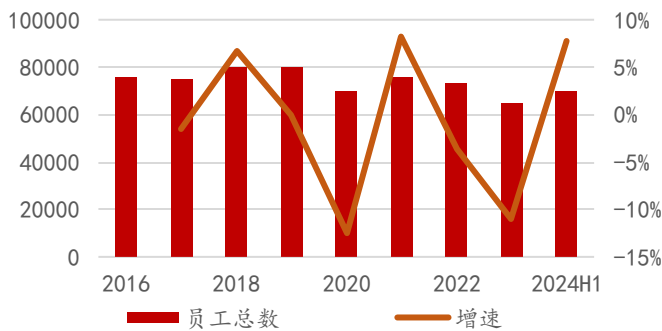
2016年至今，通过收购Vista进入运动户外服市场，开始垂直一体化布局。2016年12月，公司完成对Vista的收购，布局运动户外服赛道，成功打入Under Armour和PUMA的供应链体系。同时公司2021年开始拓展上游针织面料业务，21年收购越南布厂，22年收购孟加拉布厂，未来公司继续持续加大上游布局。2017-2023年公司收入/归母净利CAGR为0.2%/1.6%，净利增速高于收入主要由于利润率较高的运动户外服业务占比提升、以及收购新科技针织公司带来毛衣生产效率提升。1) 其中17、18、21年收入增速较高，17年收入+23%主要由于收购Vista开始贡献收入，以及公司共创模式及交叉销售模式下，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。18年收入+14.6%主要由于公司在主要客户中扩大市场份额；21年收入+17.9%，由于疫情放缓及新增运动客户订单。19、20、23年收入下滑，19年下滑由于中美贸易摩擦公司加快海外产能转移；20年下滑受疫情影响；23年下滑受品牌去库影响。2) 分品类来看，17-23年休闲服装/运动户外/牛仔/内衣/毛衣CAGR分别为-4.5%/14.2%/-2.8%/0.8%/1.0%，运动户外20-22年收入分别增长25%/40%/30%主要由于新客户拓展贡献；休闲服饰疫后恢复不及运动；毛衣保持增长主要由于产品添加运动设计元素。3) 17-19年公司员工从7.5万人增至最高8万人，20年受疫情影响降至7万人，21年有所恢复，23年最低降至6.5万人，但24H1随着订单恢复公司快速招工，增至7万人。

图1 历年公司收入、归母净利及增速



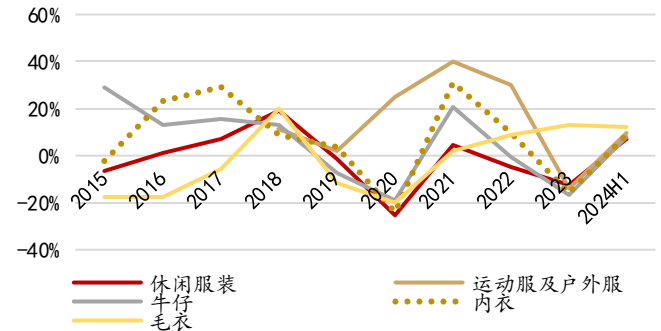
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 公司历年员工人数及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 历年分品类收入增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

公司历史毛利率主要在 16%-21% 区间波动，毛利率主要受产品结构、海外产能分布、客户结构、汇率、产能利用率等影响：

1) 16-17 年毛利率最高提升至 20.3%，主要由于高附加值产品占比提升，客户结构优化及海外产能占比提升带动成本下降；18 年毛利率下降 1.5PCT 主要由于人民币升值导致国内成本增加，叠加 18 上半年加快海外产能转移节奏，海外产能爬坡节奏影响；22 年毛利率下降 0.5PCT 主要由于中国生产基地的规模调整产生资产减值，导致牛仔及内衣毛利率下降；23 年毛利率提升由于控制生产成本及自动化水平提升；24H1 毛利率提升主要由于订单恢复带来生产效率有效提升，以及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。

2) 分产品来看，休闲服饰/运动户外/牛仔/内衣/毛衣历史毛利率范围为 18.9%-20.9%/17.7%-20.9%/14%-20%/15.3%-22.2%/8.4%-24.2%。休闲服饰整体毛利率相对稳定；运动户外 23 年毛利率提升 1.9PCT 主要由于生产效率提升；牛仔服 17 年毛利率最高提升至 19.7% 主要由于公司通过共创业务模式提供额外增值服务，从而提升利润较高产品销量，18 年下降主要由于人民币升值，而牛仔主要集在中国生产；内衣毛利率 15-17 年较快提升，主要由于客户结构改善；毛衣毛利率 15 年最低降至 8.4% 主

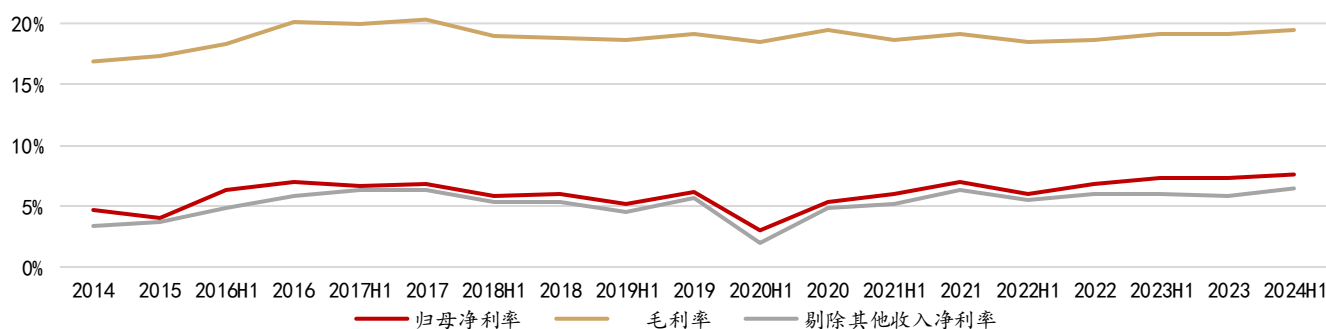
要由于毛衣材料成本增加、以及越南产能转移，16-17 年得到较快提升由于专注高利润率客户、22 年开始有所提升由于收购新科技针织公司，为毛衣业务提供技术支持。

公司历史归母净利润率/剔除其他收入后净利率在 3%-7.7%/3.4%-6.5%范围波动，其他收入主要包括利息收入、衍生金融工具公允价值变动、政府补助、汇兑收益等。

15 年归母净利润率下降 0.7PCT 至 4.03%主要由于英国客户调整以及外汇合约公允价值损失 0.12 亿美元，剔除其他收入影响净利率提升 0.3PCT 至 3.7%；20H1 归母净利润率下降 2.2PCT 至 3%，主要由于对客户 Ascena 确认贸易应收款项减值亏损约 0.13 亿美元、疫情导致部分工厂停工产生一次性成本 0.16 亿美元。16H1 净利率提升高于毛利率主要由于其他收入增加；21H1 净利率提升高于毛利率主要由于 20H1 存在较多一次性费用。

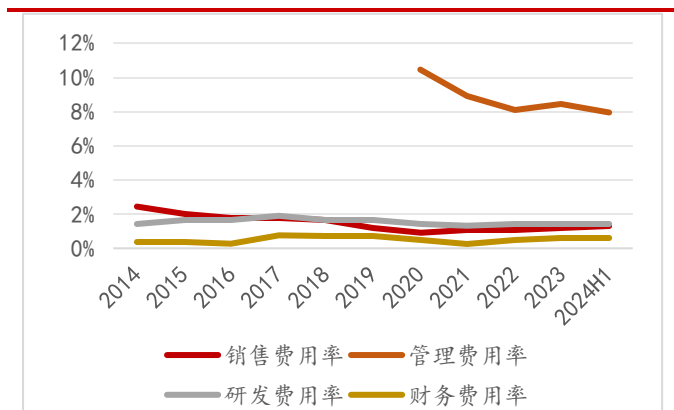
从期间费用率来看：1) 公司销售费用率主要在 1%-2.4%范围波动，14 年最高为 2.4%，15-20 年呈下降趋势至 0.91%，主要由于员工成本减少；20-22 年从 0.91%增长至 1.1%主要由于疫情期间为满足准时出货，公司使用了空运；2) 公司管理费用率 20-23 年整体呈下降趋势，从 10.5%下降至 8.4%，20 年管理费用率较高主要由于公司精简管理结构，对 CMUK 分部附属公司进行重组，产生一次性成本 0.13 亿美元；3) 2014-2016 年财务费用率从 0.34%下降至 0.27%；2017-2019 年提升至 0.71%-0.76%，主要由于收购 Vista 产生的贷款所致；2020-2023 年降至 0.31%-0.5%。

图 4 公司毛利率、归母净利润率及剔除其他收入后净利率



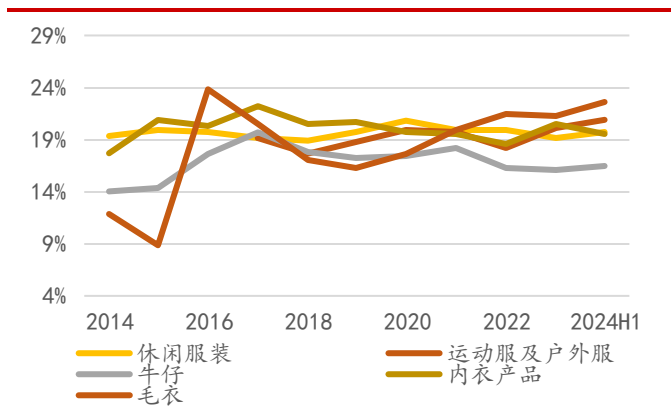
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 期间费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 分品类毛利率



资料来源：wind，华西证券研究所

1.2. 股权结构：股权集中，接班人储备明确

罗氏夫妇为实控人，股权相对集中。截止至 2024H1，实控人罗乐风及其配偶罗蔡玉清合计持有 76.56% 股权，股权相对集中，上市时罗氏夫妇持股比例 80.67%，22 年减持至 76.56%，此后保持该持股比例。此外 Pandanus Associates Inc 通过 FIL LIMITED（21 年进入，21/4 以 4 港元/股减持 36.8 万股至 5.99%）持有晶苑国际 5.95% 的股份。

创始人拥有 60 余年成衣制造经验，接班人储备明确。创始人罗乐风先生在服装制造行业拥有 60 多年经验，其配偶罗蔡玉清女士自集团成立以来负责财务及行政管理，拥有超 50 年管理经验。罗乐风先生长子罗正亮先生 1988 年加入公司，2008 年接任集团行政总裁，为公司第二代接班人；罗乐风四子罗正豪 14 年委任为销售及营运高级副总裁，公司管理相对稳定。

表 3 大股东及管理层持股（截至 2024H1）

大股东	持股比例
罗乐风, 罗蔡玉清	76.56%
FIL Limited (21 年进入)	5.95%
罗正亮 (罗乐风长子)	2.39%
黄星华	0.26%
王志辉	0.17%
罗正豪 (罗乐风四子)	1.45%
李先生	0.02%
合计	86.8%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 公司管理层介绍

姓名	年龄	职位	简历
----	----	----	----

罗乐风	85	董事会主席、执行董事	与罗太太在 1970 年共同创办集团，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。于 2007 年 12 月退任行政总裁。此外，罗乐风先生致力于发展并推动企业文化、商业道德及可持续性，有关事宜更获载入其在二零一六年出版的《大我为先—迈向世界第一的製衣企业》一书中。
罗蔡玉清	79	董事会副主席、执行董事	与罗乐风先生在 1970 年共同创办集团。自 1993 年 1 月公司成立以来一直担任本公司董事。自本集团成立以来，罗太太一直监督其财务及行政职能，并积逾 50 年企业管理经验。成立玉清慈善基金（现称为玉清慈善基金受托人法团），旨在提供财务支援帮助学生教育，并自 2004 年 10 月起一直担任该基金捐赠人及受托人，其后自 2005 年起一直担任主席。自 2017 年 2 月起，罗太太一直担任中国香港各界妇女联合协进会名誉主席。
罗正亮	58	行政总裁、执行董事	1988 年加入晶苑国际，2003-2007 年担任副行政总裁，2008 年提升为集团行政总裁。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本集团整体发展策略及营运。
黄星华	60	执行董事、针织部总裁	自 2011 年 1 月起一直担任执行董事。彼现为针织部总裁，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。黄星华先生最初于 1983 年 5 月加入集团，担任毛衣分部业务助理，及后自 1986 年起担任海外销售经理，其后担任海外业务经理直至 1990 年为止。1996 年 6 月，担任休闲服分部销售经理，自此担任多个职位。
罗正豪	45	执行董事、针织部销售及营运高级副总裁	自 2021 年 1 月起担任公司执行董事及企业发展委员会成员，于 2014 年 4 月获委任为针织部销售及营运高级副总裁。彼于 2005 年 9 月作为见习行政人员加入集团，直至 2007 年 3 月。后调任至休闲服分部，于 2007 年 4 月至 2007 年 8 月担任推销助理经理；于 2007 年 9 月至 2008 年 7 月担任销售助理总经理；加入本集团前，罗正豪先生于 2001 年至 2005 年曾任职于花旗集团。彼于 2016 年获颁中国香港青年工业家奖。
李伟君	52	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

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.3. 资本市场表现：PE 估值在 4-17 倍间波动

2017 年 11 月上市至今（截至 2024 年 12 月 30 日），公司股价下跌 19.8%，跑输恒生指数 76.5PCT，总市值为 126.95 亿港元。公司上市以来累计融资金额 39.97 亿港元，累计现金分红金额为 32.35 亿港元，17-23 分红率在 30-50%范围，24H1 分红率提升至 60%。

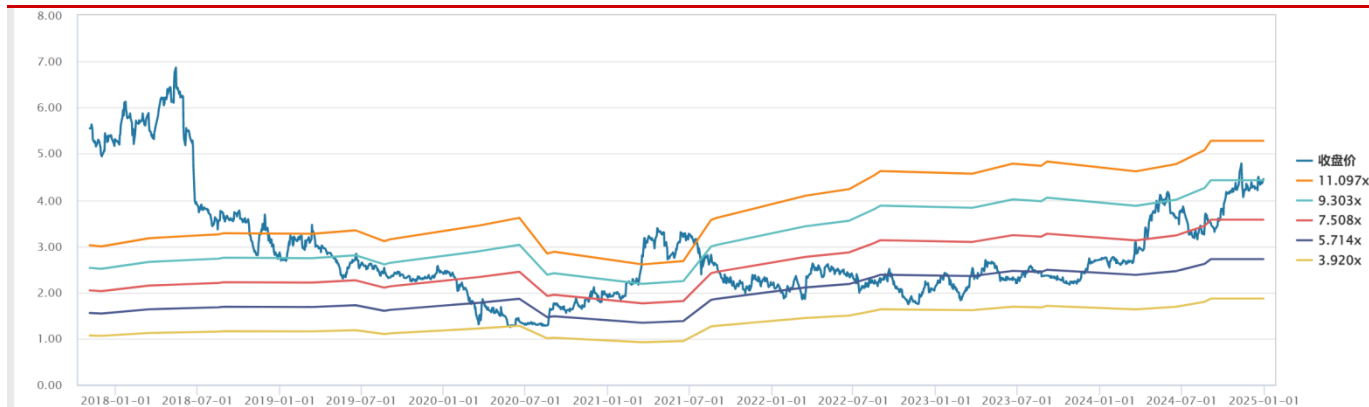
2017 年 11 月公司上市，当时为过去两年中国香港本土公司在港股上市募资额最大的 IPO，上市首日涨 5.2%至 7.89 港元/股；18 年 3 月公司发布 17 年业绩，纯利同比增 20.1%，带动公司股价最高涨至 6.89 港元/股（2018/5/14），对应 PE 为 17X；随着 18 年中美贸易摩擦加剧，人民币升值导致国内成本增加，叠加公司加快海外产能转移节奏，公司盈利能力下滑，股价最低至 2.20 港元/股（2019/5/2），对应 PE 为 5X。2020 年初，公司受到新冠疫情影响，最低至 1.22 港元（2020/5/28）、PE 跌至 4X；20 年公司庆祝集团成立 50 周年，派发每股 5 港仙特别股息，股价有所上涨；随着国内疫情得到迅速控制，叠加国外疫情产生的订单回流，公司股价、PE 值上涨，股价最高升至 3.62 港元，对应估值 8 倍（2021/3/22）。21 年下半年东南亚疫情爆发，叠加终端市场消费需求减弱，海外进入去库存阶段，公司业绩、股价双跌，最低跌至 1.73 港元（2022/11/22），对应 PE 3.7X。23 年下半年随着优衣库、Nike、阿迪达斯等品牌去库存数据及调整业绩指引，股价开始上涨；24H1 公司净利+14%，公司派发中期股息每股 0.138 港元，带动股价涨至 4.88 港元/股（2024/11/12），对应 10XPE，目前公司处于估值中底部。

图 7 上市至今股价走势（港元）（前复权）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 公司 PE Band



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 行业分析：服装零售平稳增长，成衣制造龙头效应凸显

我们分析，晶苑国际的成功除了自身能力外，也顺应了 3 个行业趋势：（1）16 年切入运动赛道；（2）海外布局先行者；（3）打造多元化产品组合，形成交叉销售协同效应。

2.1. 零售行业运动服增速最高，品牌供应链集中化趋势明显

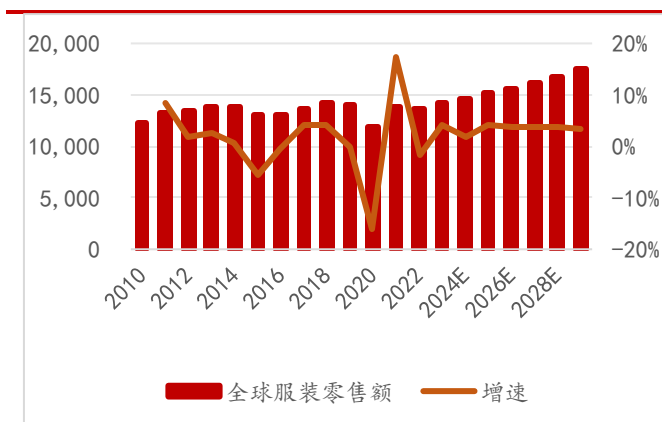
近几年行业增长缓慢，市场规模空间广阔。根据 Euromonitor 数据，2024 年全球服装零售额为 1.45 万亿美元，2014-2024 年行业规模 CAGR 为 0.5%，其中 20 年受

疫情影响下降 16%，21 年弹性复苏，22-24 年增长缓慢，根据 Euromonitor 预测，预计 25-29 年将以 3.5% 以上复合增速增长至 1.7 万亿美元，行业市场空间广阔。

从细分品类来看，运动服子行业增长快于其他品类。根据 Euromonitor 数据 14-24 年童装/男装/女装/外套/牛仔/内衣/运动服 CAGR 分别为 1.7%/0.5%/0.3%/0.2%/-0.35%/1.2%/3.9%，牛仔增速最慢近 10 年呈负增长；运动服增速最快，21 年受疫情减缓，户外运动热度崛起，21 年运动零售额增长 21%，23-24 放缓至 4-5% 增速。根据 Euromonitor 预测，预计 25-29 年将以 5% 以上复合增速增长至 5300 亿美元。

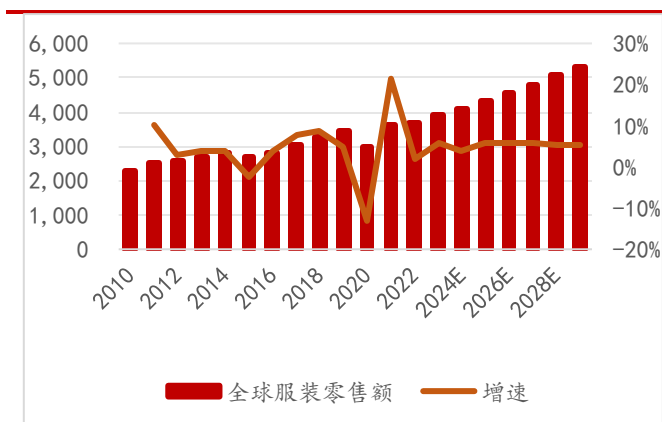
从竞争格局来看，运动服品牌集中度更高。2024 年全球服装零售额 CR10 为 12%。其中 Inditex/迅销/HM 为前三名，24 年市占率分别达 2.3%/1.5%/1.4%。对比服装整体，运动服饰集中度更高，24 年 CR10 达 28%，其中 Nike/Adidas 24 年市占率分别达 15.7%/8.2%。

图 9 全球服装市场零售额（亿美元）



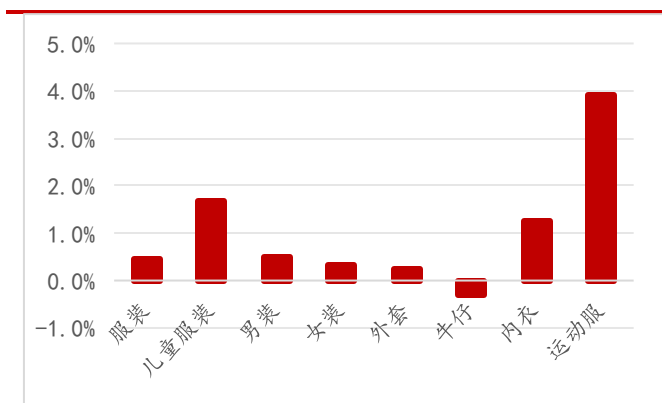
资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 10 全球运动服市场零售额（亿美元）



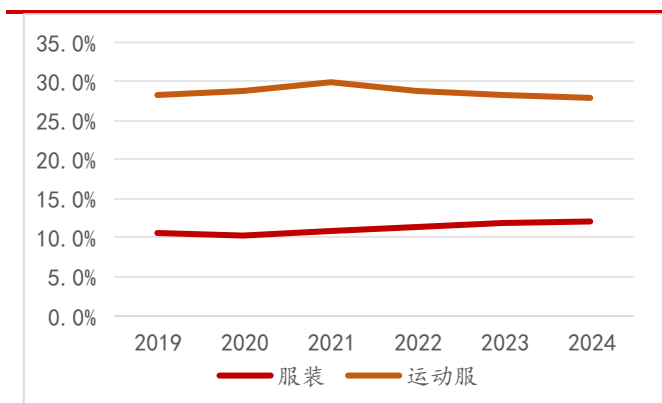
资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 11 各品类服装全球零售额 14-24 年 CAGR



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 12 全球服饰及运动服零售额 CR10

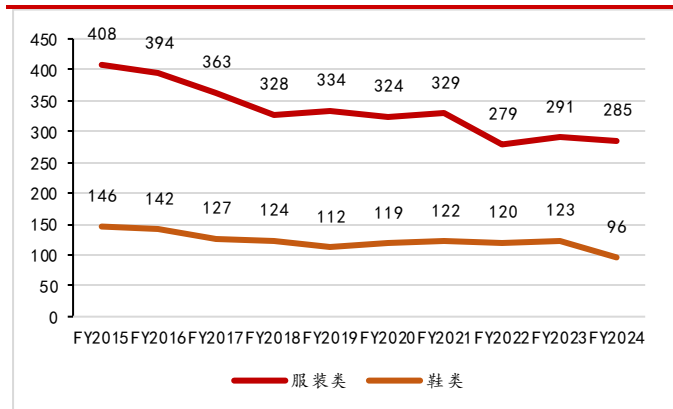


资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

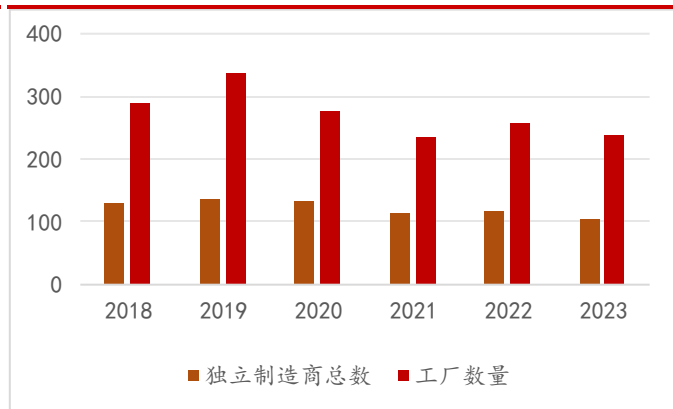
运动鞋服行业中的知名品牌的供应商已经开始向头部集中，以此保证品质的稳定以及降低供应链管理成本。FY2015-FY2024，NIKE 的服装类工厂数量从 408 家减至 285 家；鞋类工厂从 146 家减 96 家，服装类前五大供应商产能占比从 36% 上升至 51%。

2018-2023 年，ADIDAS 的独立制造商从 130 家降至 104 家，其中 74%合作时间超过 10 年，供应商的生产基地从 289 家下降至 237 家。FY2014-FY2023PUMA 的独立供应商数量从 203 家降至 158 家。

图 13 2015-2024 财年 NIKE 不同产品供应商工厂数量 图 14 2018-2023 年 ADIDAS 合作伙伴与工厂数量

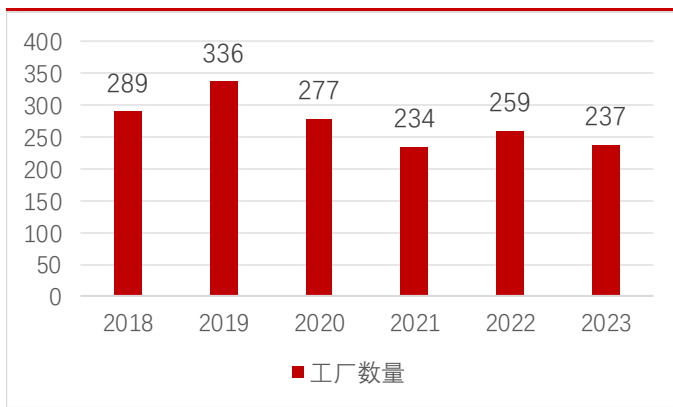


资料来源：NIKE 公司公告，华西证券研究所



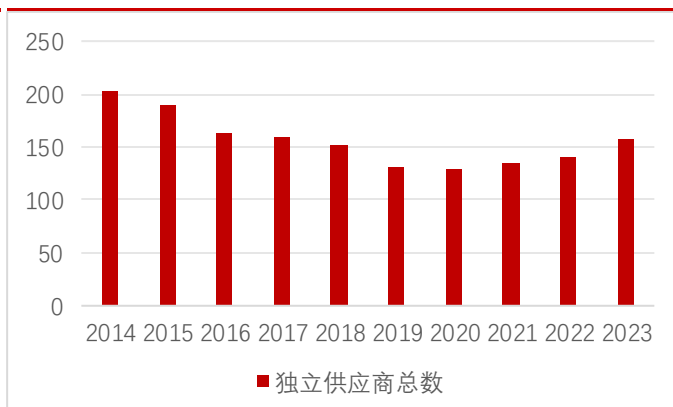
资料来源：ADIDAS 公司公告，华西证券研究所

图 15 2018-2023 年 ADIDAS 生产基地数量减少



资料来源：ADIDAS 公司公告，华西证券研究所

图 16 2014-2023 财年 PUMA 独立供应商数量



资料来源：PUMA 公司公告，华西证券研究所

表 5 ADIDAS 独立制造合作伙伴情况

ADIDAS 独立制造合作伙伴情况	2022				2023			
	总计	鞋类	服装类	配件类	总计	鞋类	服装类	配件类
独立制造合作伙伴数量	117	25	62	33	104	24	55	32
作为独立制造合作伙伴的平均年数	20	21.5	19.6	19.5	20.8	22.5	20.0	20.8
合作关系<10 年	28%	40%	24%	27%	26%	33%	22%	31%

合作关系介于 10-20 年	35%	24%	37%	37%	36%	25%	40%	31%
合作关系>20 年	37%	36%	39%	36%	38%	42%	38%	38%

资料来源：ADIDAS 年报， 华西证券研究所

2.2. 海外布局：越南、柬埔寨人工和税率优惠逐步减少，未来印尼重要性凸显

纺织制造行业为劳动密集型行业，同时也是成本敏感性行业，伴随人力成本变化、经贸协定引起的贸易成本变化以及各国经济发展政策调整，目前全球纺织行业开始向东南亚国家转移。东南亚海外产区的优势主要有：（1）人工和能耗成本低，根据表 6，越南、柬埔寨、印尼最低工资约为国内的 40-65%；（2）税收优惠政策：越南对于满足条件的海外投资项目提供企业所得税率优惠及“四免九减半”的税收政策；柬埔寨给予合格投资项目最高 6 年利得税免税等优惠政策；（3）关税优惠，越南是亚洲签署自由贸易协定最多的国家之一。根据第一财经，2020 年越南与欧盟签署的自由贸易协定（EVFTA）已生效，欧盟取消了越南 77%的纺织品关税，同时双方货品 99%的关税将在 10 年内陆续取消、由低关税逐步演变为零关税；日本根据 RECP 削减关税。（4）受国际贸易摩擦影响，有海外工厂的纺织企业有望受益。

据新加坡《联合早报》23 年 11 月 30 日报道，越南从 24 年 1 月 1 日起大幅提高三星、英特尔等跨国公司的实际税率，由最低 5%大幅升至 15%。报道称，新法从 2024 年 1 月 1 日开始生效，适用于连续 4 年中，两年的综合营业额至少为 7.5 亿欧元的在越投资的外资企业。越南公司税率为 20%，但多年来一直向大型外国企业征收低至 5%的有效税率和实行长时间的零税期。越南国会通过新公司法案，意味着这些外国投资者将不再享有上述税收优惠。我们分析由于晶苑国际出海较早，早已不享受越南税率优惠政策，因此公司所得税率较为稳定，因此不受此类政策影响。

表 6 越南、柬埔寨、印尼、中国生产要素价格对比

	越南	柬埔寨	中国	印尼
最低工资	2022 年 7 月 1 日起一至四类地区月最低工资标准 195/173/150/133 美元/月	2023 年，柬埔寨将制衣、制鞋业最低工资标准提高至月薪 200 美元	350 美元/月	132 美元/月
水价（美元/立方米）	0.14-0.73	0.5	0.41	0.07-0.95
电价（美元/度）	0.08	0.25	0.08-0.12	0.03-0.04

资料来源：《中国居民赴越南投资税收指南》《中国居民赴柬埔寨投资税收指南》，中国人社部，华西证券研究所（中国最低工资按浙江一档最低工资）

表 7 越南、柬埔寨、印尼服装制造业税率

国家	政策
柬埔寨	据柬埔寨政府发布的规定：1) 自 2022 年 2 月 24 日起三年内公共投资者自上市公司取得的利息或股息可享受 50% 增值税税收减免优惠；2) 销售豁免海关进口关税的产品可享受增值税免税；3) 在柬埔寨境内外发生且直接服务对象为柬埔寨非居民的服务，增值税税率为 0%。
越南	1) 出口加工区享受免增值税待；2) 经济区、高科技区、工业区根据提供货物、服务性质的不同，享受免增值税、零税率和增值税税率为 5% 的不同待遇。
印尼	投资额超过 1 万亿盾的企业可享受为期 10 年至 25 年的减税或者免税 20% 至 100% 的优惠；投资额达到 0.5 万亿盾以上、1 万亿盾以下企业可享受 5 年至 15 年的减税或者免税 20% 至 100% 优惠。

资料来源：《中国居民赴越南投资税收指南》，《中国居民赴柬埔寨投资税收指南》、《中国居民赴印尼投资税收指南》，华西研究证券所

表 8 各服装主要出口地区对中国/越南/柬埔寨/印尼关税政策比较

进口地区/出口国		关税情况
欧盟	对中国	进口关税 12% CIF
	对越南	已与越南签订《越南与欧盟自由贸易协定》（EVFTA），协议于 2020 年 8 月生效，在协议生效 3-7 年后，大部分服装产品在越南将享受零关税优惠。
	对柬埔寨	欧盟委员会 2020 年 2 月 12 日晚宣布，欧盟将部分撤销柬埔寨目前享有的“EBA”待遇，涉及部分服装鞋类，决议将从 2020 年 8 月 12 日生效。
	对印尼	进口关税 5-20% cost
美国	对中国	进口关税 14-30% cost，加征 7.5% cost
	对越南	进口关税 13.3% cost
	对印尼	进口关税 5-20% cost
日本	对中国	进口关税 10-15% cost
	对越南	根据日本与越南自由贸易协定，日本对越南实行零关税政策。
	对柬埔寨	2022 年 1 月 1 日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）对日本和柬埔寨生效，开始削减关税
	对印尼	2022 年 1 月 1 日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）对日本生效；2023 年 1 月 2 日起，RCEP 对印度尼西亚生效，开始削减关税

资料来源：商务部公共信息服务，新华社，经济日报，东盟国际贸易投资，华西证券研究所

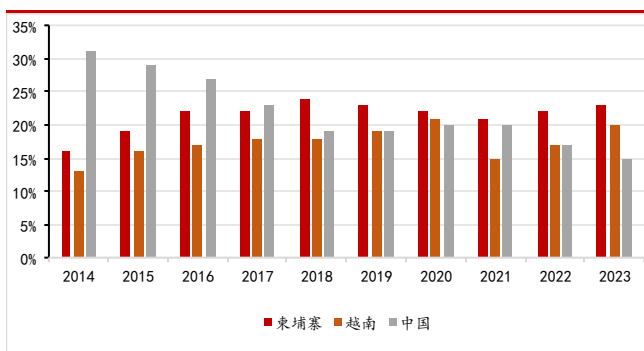
表 9 欧盟/美国/日本原产地监管政策

进口地区	原产地监管政策
欧盟	纺织产品的标签须正确标注原产国，一件纺织品的纺纱、织造、整理或者缝制几个制造过程中至少有两个环节在欧盟生产，才被视为是原产于欧盟国家的纺织品；如从第三国进口的产品，应强制规定附有原产标签。
美国	根据 FTC 的原产地规则指南，对于可标注为美国国产商品的，必须符合以下标准：产品必须在美国完成最终和最重要的装配过程；构成产品价值的全部或绝大部分是美国产品，如果有外国部件，该外国部件必须是“可忽略的”；如果含有外国部件或原料，还需考虑该外国部件或原料与最终产品之间的关系，如：用进口钢材在美国铸造的钢管不能被视为美国原产；如果使用外国部件或原料，但是在美国完成最终和最重要的装配过程，则该商品不能被标记为美国原产，但可被标记为美国组装
日本	日本与中国根据 RCEP 协定使用区域累积原则，使得产品原产地价值成分可在 15 个成员国构成的区域内进行累积。根据此前成员国间双边自贸协定原产地规则不能算作某国原产的某一产品，经过区域价值累积后，将可能被认定为 RCEP 区域原产，享受 RCEP 优惠关税。

资料来源：商务部公共信息服务，南京海关，国际商报，华西证券研究所

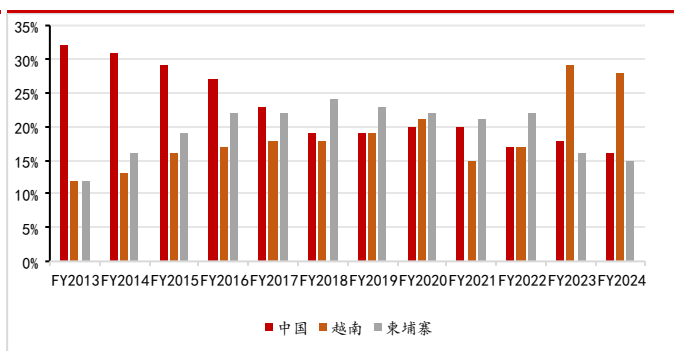
全球运动品牌龙头成衣生产基地逐渐向东南亚转移。FY2020 越南成为 NIKE 最大的成衣采购地，FY2013-FY2024，NIKE 在中国的成衣采购占比从 32%下降至 16%；在越南采购占比从 12%增长至 28%；在柬埔寨采购占比从 12%增长至 15%。2018 年柬埔寨成为 ADIDAS 的最大成衣采购地，FY2014-FY2023 从 16%增长至 23%；在越南的采购占比从 13%至 20%；在中国的采购占比从 31%降至 15%。

图 17 Adidas 各国成衣采购占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 18 NIKE 各国成衣采购占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3. 同业对比：对比同业，晶苑国际盈利能力仍有提升空间

对比同业来看，晶苑国际成衣产品覆盖最全面，涵盖针织休闲、运动、内衣、毛衣及梭织牛仔服；申洲主要生产针织运动类用品、休闲服装及内衣服装，主要以棉制品起家，近些年也在提升自己的化纤能力；鲁泰聚焦梭织；盛泰集团成衣客户涵盖轻奢及休闲运动，成衣产品包含针织及梭织。1) 从体量来看，申洲国际规模最大，23年收入体量达 249.7 亿元，晶苑国际次之，根据表 10 主要由于晶苑国际成衣价格低于申洲，我们分析主要由于休闲服饰及内衣均价较低且占比相对较高；鲁泰和盛泰单价较高主要由于其产品为中高档衬衫等；2) 从成长性来看，19-23 年聚阳实业收入 CAGR 为 5%，高于其他公司，主要由于公司在疫情期间开发医用防护服；晶苑国际增速低于申洲主要由于近几年休闲品类增速不及运动。3) 从海外布局及所得税率来看，儒鸿、聚阳实业及晶苑国际所得税率相对较高，主要由于出海布局较早，不再享受税收优惠政策。

表 10 同业对比 (2023 年)

公司名称	收入 (亿元) / 19-23cagr	净利 (亿元) / 19-23cagr	产品结构/19-23CAGR	产能/19-23CAGR	毛利率	毛利率结构	价格
申洲国际	249.70 (2.45%)	45.57 (-2.75%)	运动: 72.2% (2.52%) 休闲: 22.7% (1.30%) 内衣: 4.3% (7.36%) 其他: 0.8% (6.83%)	成衣: 4.2 亿件 (-0.16%)	24.26%	-	成衣: 59.45 元/件
儒鸿	71.34 (2.32%)	11.98 (4.75%)	针织布: 37.73% (7.89%) 成衣: 62.27% (-0.49%)	成衣: 443.5 (万打) (-0.03%)	31.43%	-	成衣: 53.43 元/件
盛泰集团	46.18 (-4.47%)	1.04 (-21.10%)	成衣: 73.43% (-5.39%) 面料: 19.73% (-0.12%) 纱线: 6.70% (-5.51%) 其他: 0.15% (-56.14%)	成衣: 4030.4 万件 (-10.63%) 针织面料: 12,726.43 吨 (-3.43%) 梭织面料: 3,726.28 万米 (-11.31%) 纱线: 10,194.32 吨 (9.41%)	15.65%	成衣: 17.33% 面料: 11.32% 纱线: 3.75% 其他: 75.05%	成衣: 79.52 元/件
晶苑国际	156.51 (-2.46%)	11.58 (1.85%)	休闲: 27.9% (-10.37%) 牛仔: 21.7% (-5.10%) 运动: 21.9% (18.25%)	4.7 亿件	19.18%	休闲: 19.3% 牛仔: 16.1% 运动: 20.1%	成衣: 33.3 元/件

			内衣：18.2% (-1.88%) 毛衣：10.3% (-0.06%)			内衣：20.5% 毛衣：21.2%	
鲁泰 A	58.98 (-3.20%)	4.03 (-19.32%)	面料：70.87% (-3.69%) 服装：22.31% (0.76%) 电和汽：3.60% (8.04%) 其他：3.22% (-18.26%)	面料：20,230.04 万米 (-4.21%) 服装：2006.98 万件 (2.39%)	22.15%	面料：23.79% 服装：25.64% 电和汽：-6.24% 其他：19.54%	成衣：67.86 元/件
聚阳实业	75.98 (4.97%)	9.24 (20.31%)	成衣：98% (4.87%) 布料买卖及其他：2% (-3.56%)	成衣：13813 (千打) (0.95%)	25.78%	-	成衣：42.34 元/件

资料来源：各公司公告，财华社，华西证券研究所（申洲国际单价用产量计算，晶苑国际根据财华社 20 年数据 4.7 亿产能计算）

表 11 同业对比 (2023 年)

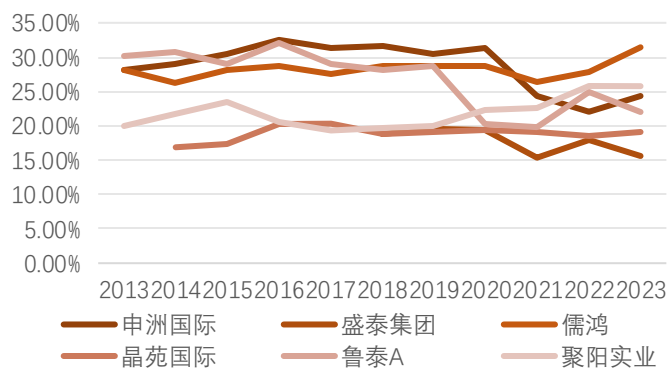
公司名称	净利率	大客户	CR5 占比	生产基地	所得税率	收入分地区占比
申洲国际	18.31%	PUMA、ADIDAS、NIKE、UNIQLO	85.68%	中国浙江省和安徽省、越南、柬埔寨	15.9%	中国大陆：28.5% 欧盟：20.1% 美国：15.6% 日本：14.7% 其他区域：21.1%
儒鸿	16.81%	NIKE、LULULEMON 等	15.38% (最大客户)	中国台湾省、越南、柬埔寨、印度尼西亚、中国内陆	22.5%	美洲：46.89% 亚洲：35.61% 欧洲：11.59% 中东地区：4.14% 纽澳地区：0.86% 非洲地区：0.91%
盛泰集团	2.24%	拉夫劳伦、优衣库、拉科斯特、CK、Tommy Hilfiger、雅戈尔、斐乐	53.24%	中国浙江省、湖南省和安徽省、越南、柬埔寨、澳洲	6.2%	境内：40.85% 境外：59.15%

		Hugo Boss、 李宁、查尔 Eagle 等				
晶苑国际	7.49%	UNIQLO、 ADIDAS、PUMA	62.2%	中国广东省、越南、柬埔寨、 孟加拉国及斯里兰卡	8.8%	亚太地区 40.30% 欧洲 17.70% 美国 36.00% 其他国家/地区 6.00%
鲁泰 A	14.03%	Burberry、 Hugo boss、 海澜之家、优 衣库	17.68%	中国山东省、越南、缅甸、 柬埔寨	9.3%	内销：39.13% 日韩：6.09% 欧美：15.66% 东南亚：28.38% 其他：10.74%
聚阳实业	12.64%	GAP、GU、 Target 等	67%（前三 大客户）	越南、印尼、孟加拉等	19.7%	美洲：67.67% 其他：32.33%

资料来源：各公司公告，招股书，各公司官网，华西证券研究所

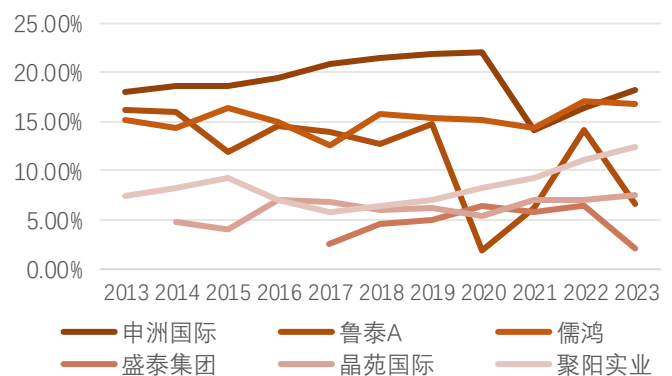
从毛利率来看，晶苑国际毛利率相对同业较低，根据招股书 17H1 公司成本组成原材料 / 员工成本 / 分包成本 / 折旧及摊销 / 其他杂项占比为 59.6%/22.3%/7.6%/2.8%/7.7%，其原材料成本主要包括棉、化纤布料、纱线及配件等，我们分析晶苑国际毛利率低于同业主要由于：1) 儒鸿主要由于销售定价较高，且以化纤为主、原材料成本较低；2) 鲁泰 A 主要受益于低价库存以及产能利用率回升；3) 申洲国际为针织面料、成衣垂直一体化生产企业，其面料生产研发经验及规模高于晶苑国际。从净利率来看，晶苑国际低于同业主要由于其毛利率较低及管理费用率相对较高，根据招股书 17H1 公司管理费用中员工成本占比 59.4%，我们分析公司管理费用率高于申洲国际也受公司产能分布相对更分散，以及共创模式服务带来较大费用影响。从人效及人均工资来看，公司低于同业，23 年盛泰集团人效较高主要由于公司进行基地整合员工数量发生较大变化，晶苑人均薪资较低主要由于其海外基地布局占比较大。

图 19 同业毛利率对比



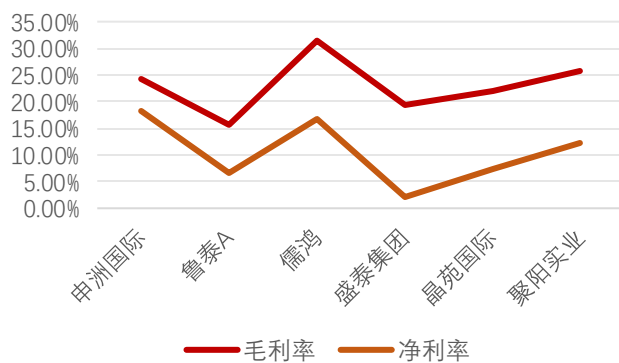
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 20 同业净利率对比



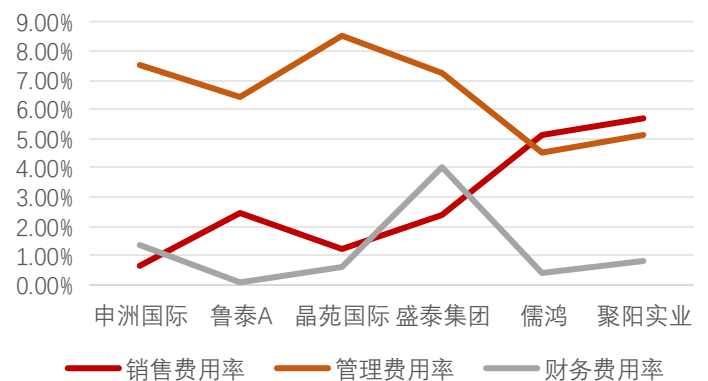
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 21 2023 年同业毛利率及净利率对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 22 2023 年同业费用率对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

表 12 人效和平均工资

项目		申洲国际	盛泰集团	鲁泰 A	晶苑国际
2023	总员工数	92030	14208	23522	65000
	人效 (万元)	27.16	32.74	25.34	24.08
	平均工资 (万元/年)	7.59	4.37	6.53	5.63
2022	总员工数	94340	29190	23028	73000
	人效 (万元)	29.48	20.44	30.13	23.97
	平均工资 (万元/年)	8.16	4.48	7.04	5.66

资料来源：wind，华西证券研究所

3. 公司优势：五大品类产品布局，研创能力强、客户黏性高、海外先发布局

3.1. 拥有优质客户资源，共创模式深度绑定大客户

核心客户资源优质稳定。根据公司招股书 2016 年公司已服务于全球十大顶尖服装品牌中的 7 家，为超过 30 位客户、总计逾 50 个品牌提供优质服务，与十大主要客户建立了长达 10 至 30 年的深厚合作关系。依托公司强研发、强设计能力以及快反优势，14-16 年公司前五大客户占比基本达 70%，17 年开始由于新增运动户外服类，前五大占比有所下滑；17-19 年大客户占比整体呈上升趋势；20-22 年受疫情影响前五大客户占比下降至 60%，但 23 年开始有所恢复，我们分析主要由于品牌去库尾声，公司订单有所恢复。

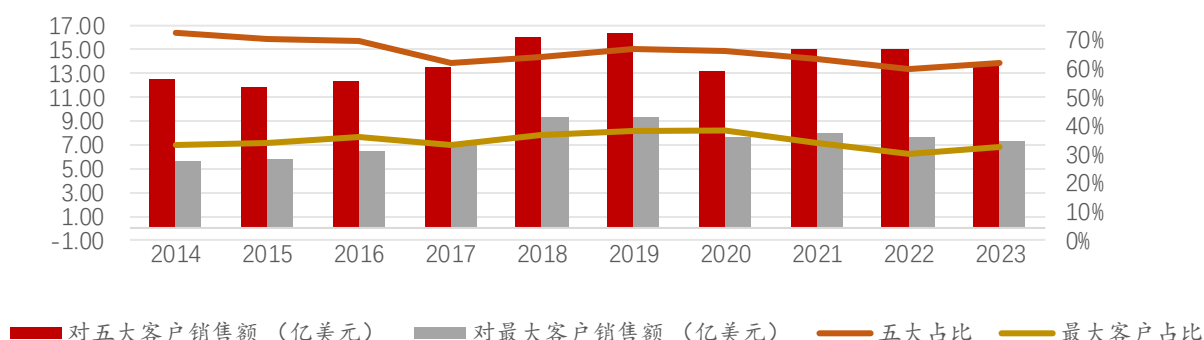
与优衣库合作近 30 年。1996 年在配额制度取消后，公司以日本设为目标市场测试公司竞争力，与 Fast Retailing（优衣库母公司）开始合作，之后优衣库大获成功，2008 年公司与迅销旗下 GU 也开始合作。14-23 公司第一大客户占比 30%-39%，即采购份额为 5.7-9.3 亿美元（18-19 采购额达顶峰 9.3 亿美元）。

表 13 主要客户情况

客户名称	开始合作时间	品牌	产品	合作历程与获得奖项
Fast Retailing	1996	UNIQLO	毛衣、贴身内衣及休闲服	1996 年开始与优衣库合作，共同创造大量 UNIQLO 的畅销产品；2008 年，开始与 GU 合作。15 年获 UNIQLO 优质供应商奖
Hennes & Mauritz AB	2004	H&M	牛仔服、贴身内衣及休闲服	2004 年开始合作牛仔产品，后拓展至贴身内衣及休闲服，协助 H&M 整合各地制造优势，有力支撑其全球扩展步伐，助推增长目标实现。贴身内衣部门荣获 H&M 颁发的“白金供应商”称号，休闲服部门则荣膺“黄金供应商”。
Levi Strauss & Co.	2006	Levi's	牛仔服	2006 年开始合作牛仔服产品，成为 Levi's 在全球范围内最大供应商之一，共同打造及推出知名产品，共同开发环保的可持续生产技术。
Marks & Spencer	2004	/	贴身内衣及休闲服等	1928 年在 CM Holdings（2004 年被晶苑收购）开始合作，一直保持 Marks & Spencer 前十名供应商的地位，拥有共同审核系统。
Under Armour	2016	/	运动服装	2016 年通过收购 Vista 成为 UA 供应商，Vista 与 UA2005 年开始合作

资料来源：招股书，华西证券研究所

图 23 五大客户收入（亿美元）及增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

通过共创模式深度绑定客户资源，提升产品附加值。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。通过共创业务模式在多个阶段为客户提供服务，从时尚趋势及市场走向研究、产品概念设计、原材料开发及采购、产品及工业创新、样品制作、全球生产规划及优化、存货管理到物流及交货。

1) **深度参与客户产品设计研发，建立独特的研创壁垒，深度绑定客户。**在共创模式下，公司不再仅仅是传统的代工企业，而是深度参与到产品的设计和研发环节。通过与客户紧密合作，共同打造具有独特设计和创新功能的产品，为产品增加了附加值。例如，集团与最大品牌客户携手，利用先进的毛衣针织技术开发热销裤装，并与领先的运动服品牌共创全新的图案设计，获得较好市场反馈，使得产品在市场上更具竞争力。

2) **流程时间从 12 周缩短为数天。**通过较早地与客户的关键决策者沟通并提出产品理念，减少反馈次数和所需时间；同时凭借自身的现场开发能力快速落实产品规格，利用自行开发的自动化设备缩短生产时间，以及先进的 IT 系统和紧密的供应链合作提高交货效率。较短的产品开发周期使得晶范国际能够更快地响应市场需求，推出新产品。

3) **降低生产成本。**由于公司参与创设产品，可建议所选的原材料，因此能以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。同时，通过创新工序和优化生产流程，提高了生产效率，减少了浪费和不必要的成本支出，进一步提升了产品的盈利能力。

表 14 共创业务模式核心内容

名称	介绍
恰当产品	与客户紧密合作的经验赋予了深刻的行业洞察力，涵盖了设计潮流、面料选材到技术创新等全方位视角，能够精准预测哪些产品将激发市场反响，提出反映客户审美倾向的概念提案，驱动销售增长。
恰当时间	与客户建立的紧密合作关系及对全球时尚动态的深刻洞察，公司得以提前且迅速启动产品创意与开发进程，达成快速上市的目标。直接沟通关键决策人，确保产品规格快速确定，原料及时到位，随即进入生产阶段。加之自主研发自动化设备及工业创新成果的应用，显著提升了生产效率

恰当成本 依托在工业与成本工程领域的深耕，成功研发出新型生产工艺与技术，确保经济效益的同时，也因对原料的深刻理解，发掘适用于产品的创新面料

资料来源：招股书，华西证券研究所

表 15 公司共创模式下部分研发成果

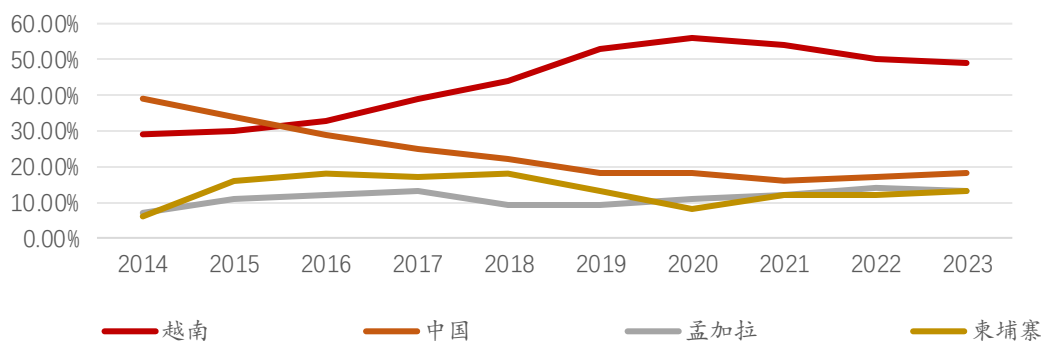
名称	年份	产品介绍
亚麻系列	2013	追求亚麻产品革新，克服传统制作难题，打造优质平价的亚麻服饰，涵盖多款设计，如印花 T 恤等。鉴于其独特性与高端需求，定位于高增值领域，计划拓展并交叉销售，捕捉更大商机。
修身美臀牛仔裤及镭射牛仔裤	2014	新型创新技术女士牛仔裤，产生修身塑形效果，通过镭射技术使牛仔裤裤型多样。修身美臀牛仔裤及镭射牛仔裤是公司在市面上的流行产品。
无钢圈胸围	2015	采用无缝技术，以热塑性橡胶替代钢圈，提升内衣舒适度，优化身形支撑，减缓身体压力。
起居服系列	2016	交叉实施休闲服及毛衣的主要生产技术，开发一系列优质起居服产品。起居服的面料乃于毛衣生产线上织造，然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	/	创新混搭设计，前毛衣后 T 恤，上针织下印花，碰撞出别致美感与舒适享受。
车缝毛衣	2015	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。
SmartLife 服装	/	携手 SmartLife Inc. Ltd.，共同研发内置传感器的智能服装，监测多项健康参数，为运动与医疗领域提供实用数据解析，引领未来智能穿戴潮流。

资料来源：招股说明书，华西证券研究所

3.2. 海外布局先发优势

70 年代开始出海，23 年海外员工占比 82%。根据公司招股书，1970 年公司开始海外拓展，率先在马来西亚及毛里求斯成立工厂，使得公司快速积累海外生产经营经验；1980 年代公司在牙买加设立生产基地；2003 年开始先后布局越南、孟加拉、柬埔寨等东南亚国家建立工厂，具有先发优势，享受到早期柬埔寨及越南的劳动力成本优势、税收及关税优惠，同时结合产能快速扩张形成规模优势，满足客户低价、分散、稳定、高效的供应需求。同时保留中国生产基地，利用高人效及高研发优势，与海外基地形成互补。16 年越南员工人数占比超过中国，19 年中美贸易摩擦影响，越南员工占比超 50%，截至 23 年越南/中国/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡/其他地区员工占比分别为 49.2%/17.5%/ 12.8%/12.8%/7.0%/0.7%。

图 24 公司各国员工人数占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 多品类布局，交叉销售产生协同效应

晶苑自创立以来，通过内部积极开发与策略性收购并行的方式，不断丰富和拓展产品品类，目前公司已形成休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服及户外服产品布局，为品牌客户提供了便捷高效的一站式采购解决方案。

多元化布局带来交叉研发与交叉销售协同效应。1) 在交叉研发领域，公司凭借对不同产品核心工艺的深入理解与掌握，实现了跨品类的技术融合与创新。例如，“车缝毛衣”的推出，巧妙运用了休闲服生产流程中的车缝技术，大幅提升了毛衣的生产效率；“混合服装”则将毛衣与休闲服面料巧妙结合，创造出新颖的产品形态；“运动休闲服装”更是结合消费新趋势，将运动服和户外服的功能性与休闲服的时尚设计相融合，满足了消费者对于多元化服装功能的需求。此外，针织牛仔褲、运动贴身内衣、起居服系列等创新产品，也都是交叉研发的成果体现。2) 在交叉销售方面，公司基于自身丰富的产品品类和广泛的客户资源，积极开展跨品类销售策略。根据招股书，公司积极向休闲装客户开展领域交叉品类销售，与优衣库、H&M 等客户在贴身内衣等多个产品领域展开合作；向毛衣客户进行交叉品类销售，像向优衣库、Marks & Spencer、Gap 及 Abercrombie & Fitch 等客户销售起居服系列产品。

4. 成长驱动：客户份额拓展+垂直一体化带来盈利能力提升

4.1. 短期预计快速招工补充产能

24H1 员工人数+8%，随着订单增长，有望维持快速招工补充产能。公司员工人数在 18-19 年最高达 8 万人，20 年受疫情影响员工减少 1 万人至 7 万人，21 年订单有所恢复员工快速招至 7.6 万人，体现公司快速招工及员工培训能力。23 年受品牌去库存影响，订单减少，员工减少 0.8 万人至 6.5 万人；24 年随着订单恢复，24Q1 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。我们分析对比高峰期 8 万员工产能，员工产能扩充仍存在较大增长空间，同时伴随新招员工熟练度提升，有望带来产能利用率提升。

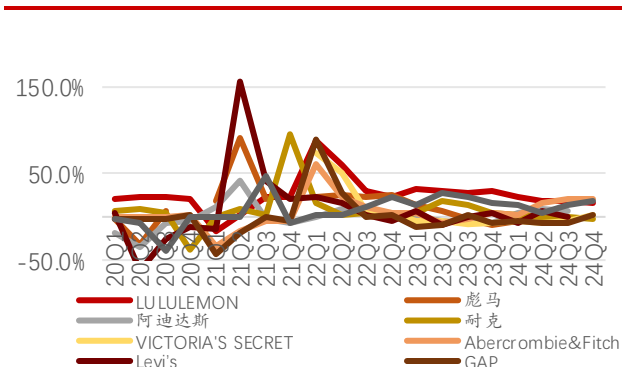
4.2. 老客户份额提升+新客户放量

短期来看，疫情期间，由于消费者对于运动休闲服装需求增长，以及品牌公司对消费复苏节奏较为乐观，为避免物流受限导致缺货风险，各品牌 21 年末开始增加备货，但 22 年随着疫情缓和，物流受阻压力减小，库存商品集中到岸，导致各品牌终端库存压力大幅增长，叠加欧美通货膨胀导致消费疲软，行业库存压力进一步加深。海外市场进 22Q3 入去库存阶段，根据各品牌库存数据，大多品牌已于 23Q4 库存增速转负，库存逐渐恢复至健康水平，上游制造端迎来订单拐点。

从老客户来看，收入增长主要来自品牌自身增长及份额提升，根据各品牌业绩指引，对未来财年业绩持有乐观展望，有望为公司的未来发展提供有力支持。23 年 4 月，迅销集团在 FY23 中期业绩会议上将 2023 年被界定为“第四次创业”的起始点。迅销集团提出了明确的收入目标：在 5 年时间内，实现收入达到 5 万亿日元（约合 334 亿美元），对应 CAGR 12.5%；在未来 10 年，收入要翻两番，达到 10 万亿日元（约合 669 亿美元），对应 CAGR 13.7%。我们认为公司凭借与迅销 30 余年合作经验及快反能力，有望进一步提升在迅销采购份额占比。

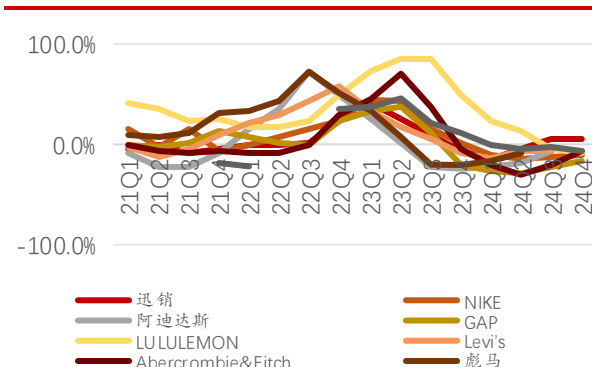
从新客户来看，2017 年公司通过 Vista 接入 Under Armour、The North Face 及 PUMA 等重要运动品牌客户，随后陆续拓展其他运动品牌客户，新客户目前体量较小，凭借公司共创模式、研发能力及快反等优势有望实现快速放量。

图 25 海外品牌收入增速



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

图 26 海外品牌存货增速



资料来源：各公司公告，华西证券研究所

表 16 海外品牌近期业绩及指引

		24Q2	24Q3	最新业绩指引
Nike	收入增速 (剔除汇率影响)	-9% (至 24/8/31)	-9% (至 24/11/30)	耐克预计 2025 财年第二财季营收将下降约 8%，值得关注的是，2025 财年，耐克大中华区的营收已连续两个季度下滑，且第二季度降幅进一步扩大，综合上半年财年数据，其在中国市场已实现营收 33.77 亿美元，同比下滑 6%。
	中华区收入增速 (剔除汇率影响)	-3%	-11%	
	存货及增速	82.53 亿美元 (-5.12%)	79.81 亿美元 (0.03)	

阿迪达斯	收入增速 (剔除汇率影响)	11% (剔除汇率影响)	10% (24/9/30)	基于第二季度业绩好于预期，阿迪达斯上调全年业绩指引。阿迪达斯预计，2024 年营收将以高个位数的速度增长（此前指引中高单增长），营业利润达 12 亿欧元左右（此前指引 7 亿欧元）。
	中华区收入增速	+8% (剔除汇率影响)	+9% (剔除汇率影响)	
	存货增速	45.44 亿欧 (-18%)	45.24 亿欧 (-7%)	
PUMA	收入增速 (剔除汇率影响)	-0.2%	+5.0%	彪马调整了 2024 年的业绩预期，将全年 EBIT 预期范围缩至 6.2 亿-6.7 亿欧元（此前预期 6.2-7 亿欧元），维持销售额增长预测，即经货币调整后的销售额将实现中个位数增长。彪马第二季度营收趋势略有减弱，且 2024 财年息税前利润预期区间下调，市场“可能会对彪马的业绩持谨慎态度”。
	亚太地区收入增速	+1.9%	+3.0%	
	存货增速	19.61 亿欧 (-8.6%)	18.11 亿欧 (-3.3%)	
UA	收入增速 (剔除汇率影响)	-10.12%	-10.70%	预计全年收入将以低两位数的速度下降，运营亏损在 2.2 亿美元-2.4 亿美元，（此前的预期为亏损 1.94 亿美元-2.14 亿美元）每股摊薄亏损预计为 0.58 美元至 0.61 美元，（此前预期为亏损 0.53 美元-0.56 美元）调整后每股摊薄收益预计为 0.19 美元-0.22 美元。
	存货增速	11.20 亿美元 (-15.21%)	11.06 亿美元 (-3.32%)	
lululemon	收入增速	+7.33% (至 24/7/28)	+8.73% (至 24/10/27)	Lululemon 第三季业绩表现强劲，销售额及每股盈利均超越预期。该公司预计本财年营收在 104.5 亿美元至-104.9 亿美元之间，高于此前预期（103.75-104.75 亿美元）。截至 10 月 27 日季度收入增长 8.73%至 24 亿美元，高于预期。
	存货增速	14.29 亿美元 (-13.95%)	18.01 亿美元 (+8.25%)	
优衣库	收入增速	13.26% (至 24/5/31)	19.1% (至 24/8/31)	全财年营收 3.1308 万亿日元，同比增长 12.2%；营业利润 5009 亿日元，同比增长 31.4%；归母当期利润 3719 亿日元，同比增长 25.6%。预计下年全年综合收益 3.4 万亿日元，同比增长 9.5%，营业利润 5300 亿日元，同比增长 5.8%，归母当期利润 3850 亿日元，同比增长 3.5%。
	存货增速	25.97 亿美元 (-6.26%)	32.72 亿美元 (+4.93%)	

资料来源：公司公告， 华西证券研究所（NIKE Q1-Q4 数据分别为截至 2/28、5/31、8/31、11/30 期间数据）

4.3. 持续布局垂直一体化+自动化升级，带来盈利能力提升

2021 年起，公司开始产业链垂直一体化布局，根据公司财报，2021 年和 2022 年，晶苑分别收购了位于越南和孟加拉的两间布厂。2021 年，晶苑还收购了“新科技针织”公司，该公司专注于开发及生产平底鞋上部结构产品，能够为晶苑的性能毛衣及其他产品创新提供有力的技术支持。

我们分析公司持续布局垂直一体化产业链，有利于：1) 降本增效，提升盈利能力，公司通过布局布厂产能，能够有效控制从原料采购到布料生产、成衣制造的全流程，降低中间环节成本，毛利率有望逐步提升；2) 强化面料研发能力，增强技术壁垒，公司本身在成衣设计及研发具有优势，通过拓展面料研发能力，有望进一步增强公司技术壁垒，增强与合作客户的黏性和排他性；3) 提升快反能力，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，公司垂直一体化布局有利于更好降低供应链风险，提升快反订单的接单能力，缩短交期，以适应品牌客户去库存后小批量、快交期的订单需求。

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，受益于先进的 SAP 解决方案提升晶苑国际的生产能力，增加产量，同时减少废物，集团在 2021 年的生产力和收入增长分别按年增加 140% 和 21%，而订单履行率亦提高了 19%；2022 年公司的越南牛仔服工厂的智能仓库启用，能够存储 400 万码的面料和 200 万件成品服装，并可提供 24x 小时全天候服务，为工厂增加 100% 仓储容量，减少 50% 人员需求；2024 年公司在越南投资建立了首个现代化中心，现代化中心由两个主要区域组成，分别为用于开发和制造机器的 smartLAB，是开发机械人及订制测试与模拟机器的所在地。另一个区域则为各种自动化应用和数码化技术，包括机器升级和改装、机械装卸、面料处理和自动组装的工作室。未来，团队正计划扩充中心，目标提供配备最新技术的生产环境为研发项目进行先导测试，加速其扩展。凭藉自动化方案，集团制作基础款 T 恤的生产时间同比 2020 年减少 15%。

图 27 公司在不同生产工序加强流程数码化



资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 28 公司自动化 T 恤制造



资料来源：公司官网，华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

我们预计 24 - 26 年公司收入 24.71/28.13/31.84 亿美元，同比增长 13.5%/13.8%/13.2%；随着公司垂直一体化持续布局，自动化升级，以及核心客户份额提升，共创模式服务成本得到稀释，净利率有望稳定提升，预计 24-26 年归母净利达 1.96/2.35/2.81 亿元。分产品来看：

1) 休闲服装：优衣库作为公司主要大客户，随着去库结束，以及公司开启“第四次创业”计划，自身成长较高，同时公司对核心供应链愈发重视，晶苑有望凭借其快反优势和设计能力进一步提升客户份额，预计 24-26 年休闲服收入分别为 6.99/7.90/8.93 亿美元，同比增长分别为 16%/15%/13%。

2) 运动户外服：晶苑国际在运动品牌客户市场占比小，这使其在该领域存在广阔增长空间。近年来，晶苑国际在拓展运动类客户方面成果显著，凭借其共创模式以及积极开拓面料研发，老客户市场份额存在较大提升空间，同时积极拓展运动户外品类新客户，预计 24-26 年运动服及户外服收入将达到 5.64/6.71/7.85 亿美元，同比增长分别为 18%/19%/17%。

3) 牛仔服：近几年牛仔服市场整体态势较为平稳，考虑到时尚周期性变化，牛仔服有望再次迎来市场需求的上涨。晶苑国际在牛仔服研发方面持续投入，创造性地推出轻便牛仔面料产品，有望带来老客户份额提升，预计 24-26 年牛仔服收入为 5.20/5.72/6.30 亿美元，同比增长分别为 10%/10%/10%。

4) 贴身内衣：晶苑国际一直高度关注贴身内衣的产品质量和穿着舒适度，并且不断对产品设计进行优化，致力于满足消费者不断变化的需求，考虑到共创模式以及与运动户外品类的交叉销售，预计 24-26 年贴身内衣收入将分别达到 4.36/4.92/5.51 亿美元，同比增长分别为 10%/13%/12%。

5) 毛衣：晶苑凭借其多品类布局优势，23 年成功开发出具备卓越运动性能的毛衣系列，带动毛衣收入增长 13%，凭借其研发能力及交叉销售优势，有望延续增长态势，预计 24-26 年毛衣收入分别为 2.52/2.87/3.25 亿美元，同比增长分别为 13%/14%/13%。

表 17 按产品收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿美元）	25.13	22.1	24.71	28.13	31.84
增速	6.59%	-12.05%	13.5%	13.8%	13.2%
归母净利（亿美元）	1.73	1.63	1.96	2.35	2.81
增速	5.9%	-5.35%	19.9%	20.0%	19.3%
归母净利率	6.8%	7.4%	7.9%	8.4%	8.8%
休闲服装收入（亿美元）	6.67	6.08	6.99	7.90	8.93
增速	-5.17%	-12.77%	16%	15%	13%
运动服及户外服收入（亿美元）	5.57	4.78	5.64	6.71	7.85
增速	30%	-14%	18%	19%	17%
牛仔收入（亿美元）	5.68	4.73	5.20	5.72	6.30
增速	-1%	-17%	10%	10%	10%
内衣产品收入（亿美元）	4.71	3.96	4.36	4.92	5.51
增速	10%	-16%	10%	13%	12%
毛衣收入（亿美元）	1.98	2.23	2.52	2.87	3.25
增速	9%	13%	13%	14%	13%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2. 投资建议

我们分析，（1）短期来看，随着海外市场去库结束，23 年末开始订单迎来积极修复，凭借品牌客户自身业绩修复能力及客户份额提升，公司订单预计稳定增长，同时公司 24 年以来快速招工，预计 25 年产能持续爬坡；（2）中期来看，公司凭借共创模式及交叉销售优势，同时运动品类客户体量对比同业仍相对较小，老客户份额及新客户拓展存在较大开拓空间，有望享受运动户外行业快速增长红利；3）长期来看，公司持续布局产业链垂直一体化以及自动化升级，有望带动公司盈利能力及技术壁垒提升。我们预计公司 24 - 26 年营收为 24.71/28.13/31.84 亿美元、增速为 13.5%/13.8%/13.2%；预计 24 - 26 年归母净利润为 1.96/2.35/2.81 亿美元，对应 EPS 为 0.07/0.08/0.10 美元，25/01/03 收盘价 4.39 港元，对应 24 - 26 PE 为 8.2/6.8/5.7X，仍处于估值中底部，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 18 可比公司估值

公司名称	收盘价	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
		EPS	EPS	EPS	PE	PE	PE
盛泰集团	5.59 元	0.14	0.29	0.37	38.73	19.43	15.08
鲁泰 A	6.56 元	0.51	0.64	0.70	12.86	10.30	9.39
申洲国际	62 港元	3.88	4.39	4.92	14.79	13.07	11.66
华利集团	77.46 元	3.32	3.84	4.40	23.30	20.15	17.62
均值					22.42	15.74	13.44

资料来源：wind，华西证券研究所（申洲国际 EPS 单位为港元/股，其他 EPS 单位为元/股）

6. 风险提示

海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产能爬坡不及预期风险；汇率波动风险；客户拓展不及预期风险；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	2209.81	2471.13	2813.13	3183.59	净利润	163.48	196.04	235.20	280.67
YoY (%)	-12.05%	11.83%	13.84%	13.17%	折旧和摊销	84.39	66.81	59.59	53.07
营业成本	1759.55	1989.56	2259.29	2550.45	营运资金变动	66.49	221.47	85.40	-42.01
营业税金及附加					经营活动现金流	312.97	482.13	378.16	289.88
销售费用	26.92	28.09	31.97	36.18	资本开支	-43.93	11.49	11.49	11.49
管理费用	185.46	185.73	202.30	217.62	投资	-63.14	0.00	0.00	0.00
财务费用	13.32	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流	-88.42	14.45	14.45	14.45
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.89	0.92	0.92	0.92	债务募资	-38.00	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-134.74	0.00	0.00	0.00
营业外收支					现金净流量	88.39	496.57	392.61	304.33
利润总额	195.09	233.94	280.67	334.93	主要财务指标				
所得税	30.96	37.13	44.55	53.16	成长能力	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	164.12	196.81	236.13	281.77	营业收入增长率	-12.59%	13.49%	13.84%	13.17%
归属于母公司净利润	163.48	196.04	235.20	280.67	净利润增长率	-5.35%	19.91%	19.98%	19.33%
YoY (%)	-5.35%	19.91%	19.98%	19.33%	盈利能力				
每股收益	0.06	0.07	0.08	0.10	毛利率	19.19%	19.49%	19.69%	19.89%
资产负债表 (百万美元)					净利率	7.51%	7.93%	8.36%	8.82%
货币资金	543.44	1040.02	1432.63	1736.96	总资产收益率 ROA	8.28%	8.86%	9.39%	9.81%
预付款项					净资产收益率 ROE	11.40%	12.02%	12.61%	13.08%
存货	238.99	348.07	318.58	433.99	偿债能力				
其他流动资产	1.55	0.00	0.00	0.00	流动比率	2.36	2.78	3.14	3.43
流动资产合计	1135.02	1451.99	1815.11	2234.85	速动比率	1.86	2.11	2.59	2.76
长期股权投资	16.95	16.95	16.95	16.95	现金比率	1.13	1.99	2.47	2.66
固定资产	550.59	484.61	425.23	371.79	资产负债率	27.13%	26.09%	25.28%	24.71%
无形资产	246.48	234.15	222.45	211.32	经营效率				
非流动资产合计	839.54	761.24	690.15	625.59	总资产周转率	1.13	1.18	1.19	1.19
资产合计	1974.56	2213.23	2505.27	2860.44	每股指标 (美元)				
短期借款	63.70	63.70	63.70	63.70	每股收益	0.06	0.07	0.08	0.10
应付账款及票据	141.30	167.65	183.19	212.86	每股净资产	0.50	0.57	0.65	0.75
其他流动负债	256.98	291.66	332.02	375.75	每股经营现金流	0.11	0.17	0.13	0.10
流动负债合计	481.14	523.00	578.91	652.31	每股股利	0.02	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	54.52	54.52	54.52	54.52	PE	6.50	8.20	6.84	5.73
非流动负债合计	54.52	54.52	54.52	54.52	PB	0.74	0.99	0.86	0.75
负债合计	535.66	577.53	633.43	706.83					
股本	3.65	3.65	3.65	3.65					
少数股东权益	4.46	5.23	6.16	7.26					
股东权益合计	1438.90	1635.71	1871.84	2153.61					
负债和股东权益合计	1974.56	2213.23	2505.27	2860.44					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。