

晶苑国际(02232)

报告日期: 2025 年 02 月 05 日

多品类制衣龙头，产销共振迎来增长提速

——晶苑国际深度报告

投资要点

□ 一句话核心推荐逻辑:

晶苑国际作为多品类制衣龙头，交叉研发生产能力适配下游品牌需求，持续拓展新客户并提升在大客户中的份额，驱动收入增长超预期。

□ 赛道β和公司α如何看？

赛道β：全球服装零售市场规模长期增长平缓，短期受终端销售及库存调节影响波动，随着 22-23 年欧美品牌去库存周期结束，2024 年纺织服装出口呈复苏态势。当前除了 Nike 以外的大部分海外龙头均恢复高单至低双位数的增速，叠加龙头品牌均持续向核心供应商倾斜份额，我们预计 2025 年成衣制造赛道β乐观向上。

公司α：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、工艺、品控、服务能力，目前已搭建五个品类的多元化产品组合，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。近年来受益于大客户优衣库的良好增速，叠加新进入多个运动龙头的供应链，未来成长性预计优于制衣行业平均。

□ 主要的预期差在哪里？

市场预期：公司所处成衣制造赛道增速缓慢，且公司已做到头部体量，持续成长乏力。**预期依据：**公司近十年/近五年收入 CAGR 分别为 2.8%/2.5%，全球服装零售市场规模 2010-2023 年 CAGR 仅 1.3%。

我们认为：公司未来三年业绩复合增速预计双位数，并且保持 60% 左右的分红率。**预测依据：**1) 拓展运动及户外服后，交叉品类研发能力进一步增强，适配当下“运动+时尚”流行趋势，有望持续拓展新客户且提升大客户份额；2) 24 年以来加快招工以提升产能，历史员工数量与订单趋势高度匹配；3) 24 年中期分红率提升至 60%，目前账上现金充裕。

□ 潜在的催化剂是什么？

1. 大客户收入超预期或指引上调；2. 晶苑持续招工且产能利用率饱和；3. 晶苑业绩增速超预期，或增速高于行业平均；4. 晶苑进一步提高分红率。

□ 盈利预测与估值分析

我们预计 2024-2026 年公司收入 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 8.7/7.5/6.5 倍，显著低于同行制衣龙头。考虑到公司稳健增长预期及分红率，给予 25 年 10X 目标 PE，对应 179.7 亿港元目标市值，目标价 6.31 港元/股，当前对应上行空间 34%。

□ 主要的风险因素提示

全球贸易政策变动，大客户销售不及预期或转移订单，原材料价格大幅波动

投资评级：买入(维持)

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

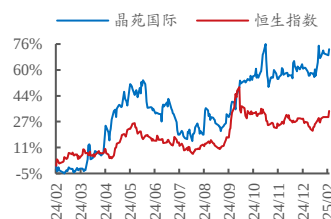
执业证书号：S1230523080010

zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$4.70
总市值(百万港元)	13,408.26
总股本(百万股)	2,852.82

股票走势图



相关报告

1 《卓越的跨国制衣集团，追寻朝阳永不停歇》 2024.11.07

财务摘要

(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,177	2,471	2,812	3,178
(+/-) (%)	-12.6%	13.5%	13.8%	13.0%
归母净利润	163	198	231	267
(+/-) (%)	-5.4%	20.9%	16.7%	15.6%
每股收益(美元)	0.11	0.13	0.15	0.18
P/E	10.5	8.7	7.5	6.5

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 这是一家怎样的公司？	5
1.1 公司治理	5
1.2 主营业务	6
1.3 商业模式	6
1.4 竞争格局	7
2 公司所处赛道有 β 吗？	9
2.1 细分赛道发展阶段	9
2.2 细分赛道景气变化	9
2.3 景气变化驱动逻辑	10
3 公司经营情况有 α 吗？	13
3.1 公司的市场地位	13
3.2 核心竞争壁垒	14
3.2.1 产品端	14
3.2.2 客户端	15
3.2.3 产能端	17
3.3 经营边际变化	18
3.4 公司的 α 如何	21
4 未来主要预期差在哪？	23
4.1 市场如何预期	23
4.2 最重要预期差	23
4.3 与众不同认识	23
5 股价上涨由何驱动？	25
5.1 预期差的跟踪检验指标	25
5.2 驱动股价上涨的催化剂	25
6 盈利预测与估值	26
7 主要风险因素提示	28

图表目录

图 1: 晶苑国际股权结构图 (截至 2024 年中报)	5
图 2: 晶苑国际产品矩阵及主要客户	6
图 3: 纺织制造产业链图谱	6
图 4: 晶苑 “Co-creation 共创” 业务模式流程图	7
图 5: 纺织服装主要出口国出口额占全球比例	7
图 6: 美国成衣主要进口国市占率 (单位: %)	7
图 7: 全球服装零售市场规模 (零售额口径)	9
图 8: 全球服装销售量规模 (零售口径)	9
图 9: 中国纺织服装出口额月度同比增速 (单位: %)	10
图 10: 越南纺织服装出口额月度同比增速 (单位: %)	10
图 11: Nike 收入及库存季度变化	11
图 12: Adidas 收入及库存季度变化	11
图 13: 晶苑国际发展历程	13
图 14: 晶苑五大产品类别	14
图 15: 晶苑历年研发投入	15
图 16: 晶苑持有的部分专利技术	15
图 17: 晶苑五大品类的主要客户 (2017 年招股书披露)	16
图 18: 晶苑 2000 年后在东南亚建厂历程	17
图 19: 晶苑目前全球产能布局	17
图 20: 晶苑全球五大生产基地的员工数量占比	18
图 21: 自动化制造设备	18
图 22: 智能化系统及品控流程	18
图 23: 晶苑全球工厂数量	19
图 24: 晶苑员工总数 (2020 年之前为大约数)	19
图 25: 晶苑收入规模与员工数量高度正相关	20
图 26: 晶苑垂直整合产业链大事件	20
图 27: 晶苑国际历年毛利率与净利率	22
图 28: 晶苑国际历年费用率	22
表 1: 晶苑高管团队从业经验丰富	5
表 2: 成衣制造龙头公司市占率测算	8
表 3: 海外品牌商最新预期指引一览	11
表 4: Nike 供应链情况一览	11
表 5: Adidas 供应链情况一览	12
表 6: 全球前十大服装品牌市占率变化 (单位: %, 灰底为晶苑客户)	13
表 7: 晶苑五大类产品概况及发展过程	14
表 8: 公司交叉研发的成功案例	15
表 9: 晶苑与部分大客户的合作情况	16
表 10: 晶苑大客户收入及占比情况	17
表 11: 晶苑五大类产品收入及占比	19
表 12: 晶苑国际历年分红统计 (单位: 万美元)	21
表 13: 全球成衣制造龙头公司对比 (以 2023 年为例)	21

表 14: 晶苑国际毛利率复盘.....	22
表 15: 晶苑国际历史业绩概况.....	23
表 16: 晶苑国际收入分产品预测（单位：百万美元）.....	26
表 17: 晶苑国际利润率及费用率预测.....	27
表 18: 可比公司估值对比.....	27
表附录: 三大报表预测值.....	29

1 这是一家怎样的公司？

1.1 公司治理

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。

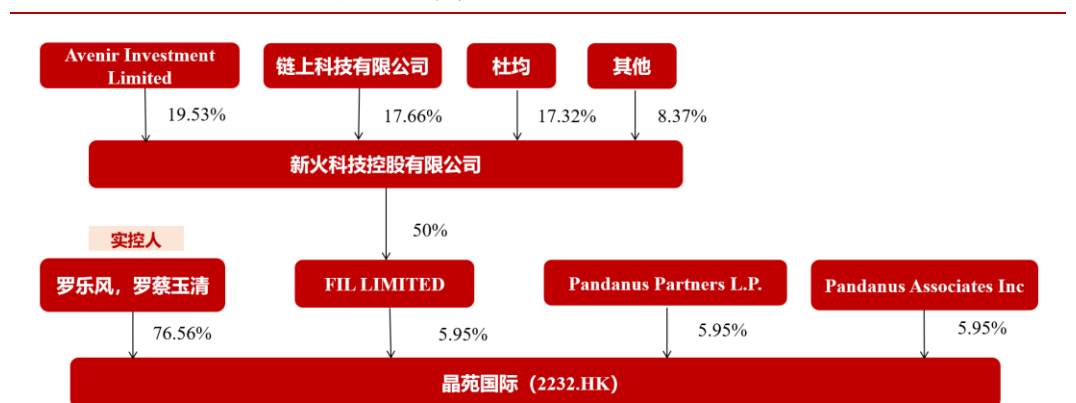
表1：晶苑高管团队从业经验丰富

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1：晶苑国际股权结构图（截至2024年中报）

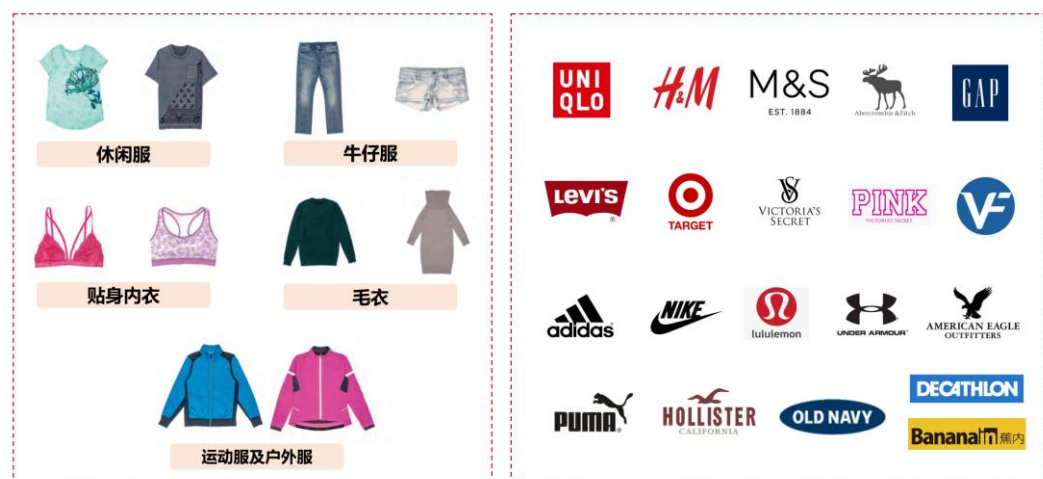


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

1.2 主营业务

全球领先的成衣制造商，产品矩阵丰富，深度绑定全球头部品牌客户。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。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；并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年公司营业收入21.8亿美元，归母净利润1.6亿美元。

图2：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

1.3 商业模式

纺织制造产业链包括纺丝、织布、印染、后整理、裁剪、缝纫等环节，晶苑国际从事的成衣制造环节处于产业链下游，并直接面向服装品牌商。此外，晶苑于2021、2022年分别收购越南、孟加拉的布厂，目前晶苑还正在越南自建第一间布厂，向产业链上游延伸。相较纺丝和织布，制衣环节工序更加复杂繁多，因此劳动密集型特征更为突出。

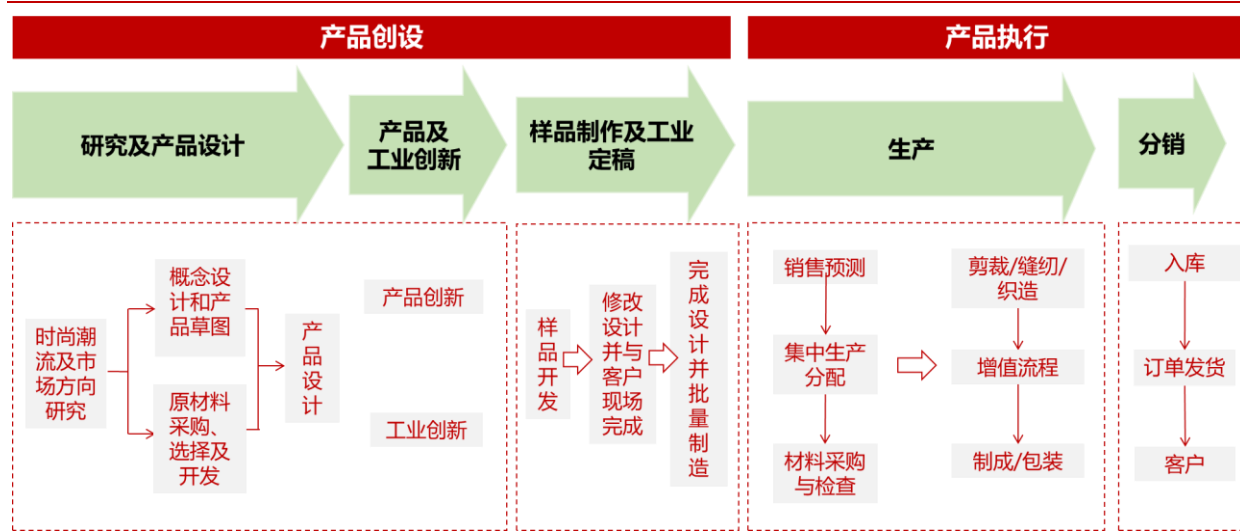
图3：纺织制造产业链图谱



资料来源：公开资料，浙商证券研究所绘制

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4：晶苑“Co-creation 共创”业务模式流程图

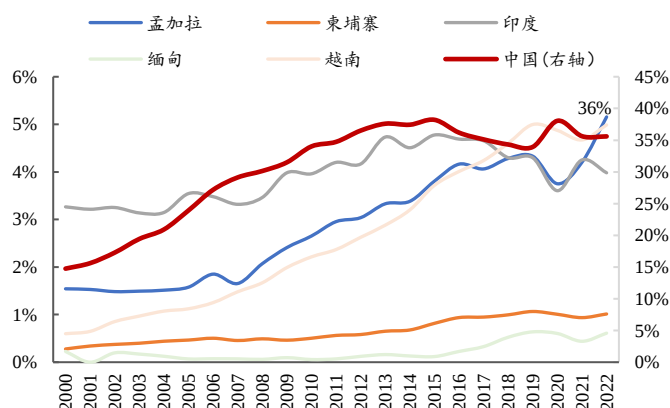


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.4 竞争格局

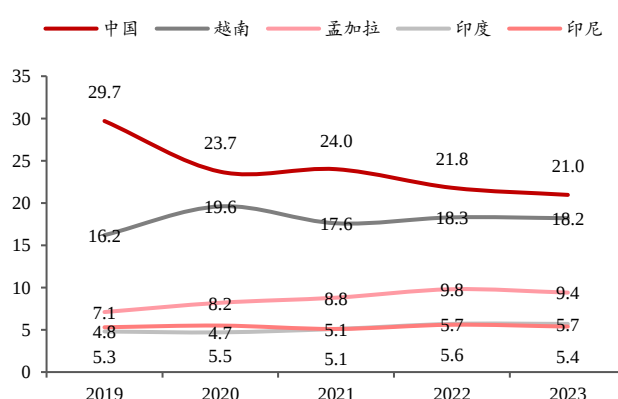
成本优势及贸易环境推动纺织制造业加速向东南亚迁移。2001 年中国加入 WTO 以及 2005 年纺服出口配额制度取消后，中国优质制造出口迎来了“黄金增长 10 年”。2012 年后，随着国内劳动力成本及工业用地成本不断上涨、国内外棉价差大幅提升，东南亚国家成本优势愈发凸显。此外，越南相继加入 TPP、FTA、RCEP 等自由贸易协定，为其带来显著的市场准入便利及关税优势，纺织制造业开始加速向东南亚国家转移。2018 年美国对中国进口商品加征关税，其中涉及 917 项纺织产品，加速纺织工厂外迁东南亚的趋势，尤其以越南、孟加拉的出口份额提升最为明显。

图5：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6：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% 左右，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2：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%

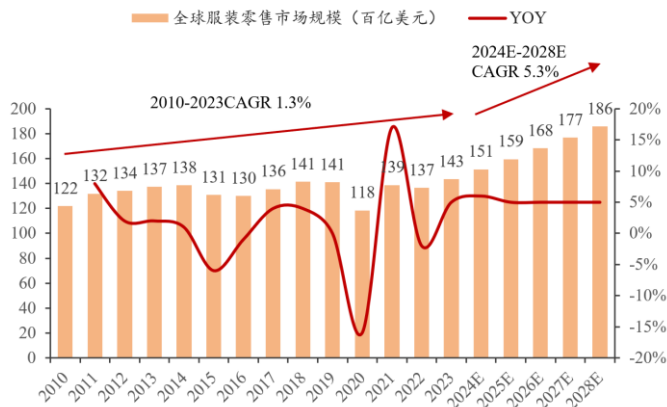
资料来源：WTO，Wind，浙商证券研究所

2 公司所处赛道有β吗？

2.1 细分赛道发展阶段

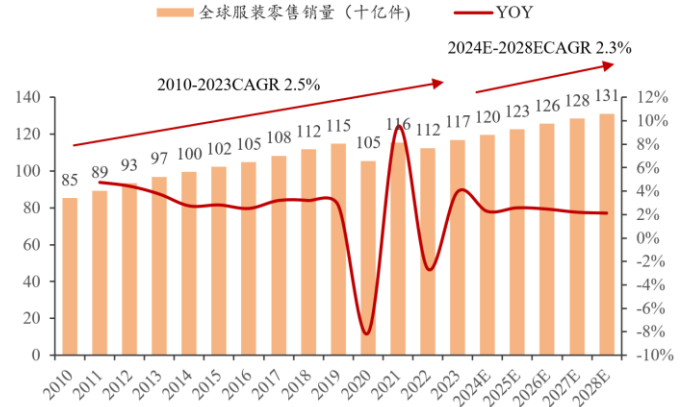
全球服装零售市场规模增长平缓，预计 24-28 年 CAGR 达 5%。根据欧睿数据，2010-2023 年全球服装零售市场规模从 1.22 万亿美元增长至 1.43 万亿美元，CAGR 为 1.3%，其中 2020-2023 年增长停滞，预计 2024-2028 年增长将提速，CAGR 达到 5.3%。销量方面，2010-2023 年从 85 亿件增长至 117 亿件，CAGR 为 2.5%，预计 2024-2028 年 CAGR 延续该水平。

图7：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8：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

从细分品类来看，运动服增速始终领先于其他品类。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%。

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%

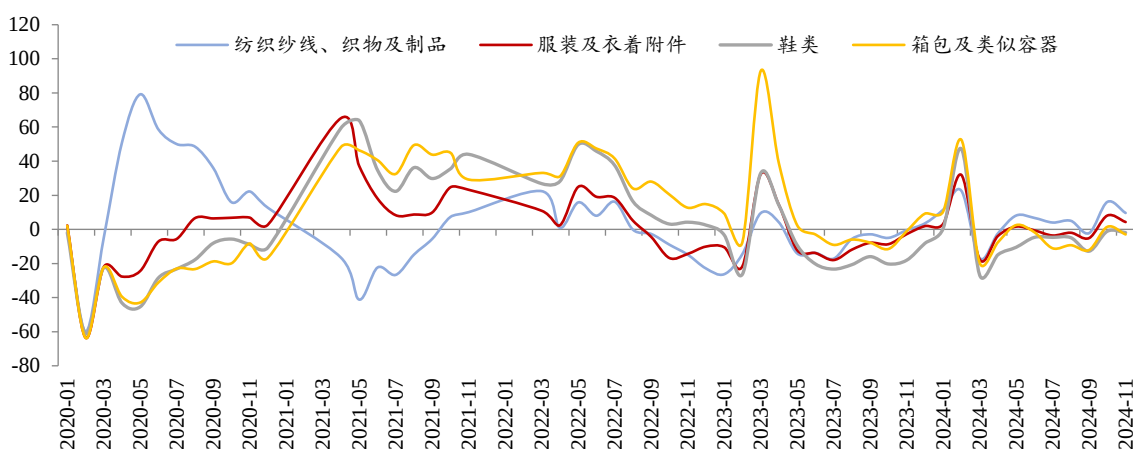
资料来源：Euromonitor，浙商证券研究所

2.2 细分赛道景气变化

22H2 至 23H2 中国纺织出口承压，2024 年呈复苏态势。根据国家海关总署数据，2021 年中国纺织服装出口额 3154.7 亿美元，同比增长 8.4%，为近年来景气度最高的一年。2022 年出口额 3233.4 亿美元，同比增长 2.6%，但 22Q4 下滑 13.9%，景气度转弱。2023 年出口

额 2936.4 亿美元，同比下降 8.1%，延续疲软态势。2024 年 1-11 月累计出口额 2730.6 亿美元，同比增长 2.0%，呈现复苏态势；其中纺织品/服装出口额同比分别+4.6%/-0.2%。

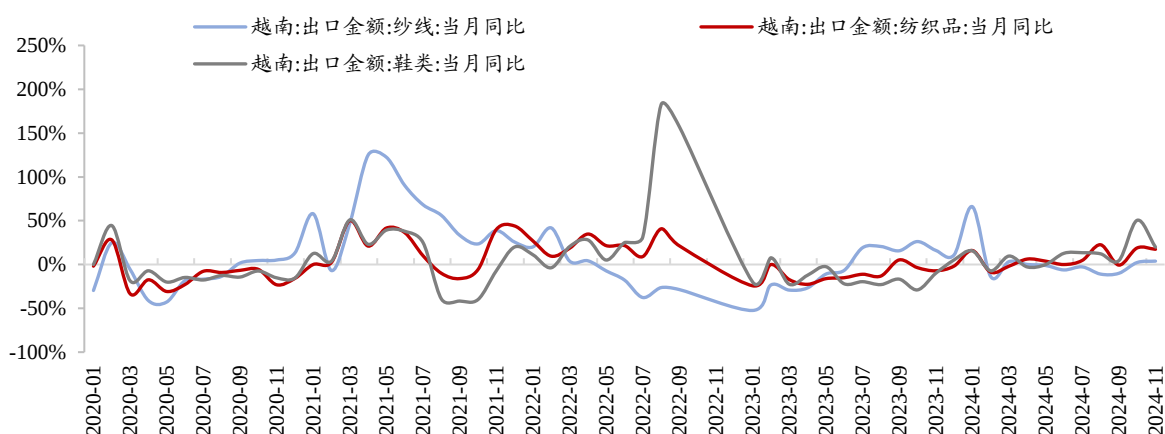
图9：中国纺织服装出口额月度同比增速（单位：%）



资料来源：国家海关总署，浙商证券研究所

越南作为另一大纺织出口国，景气度变化与中国较为一致。根据越南海关数据，2024 年 1-11 月越南纺织服装出口额 336.5 亿美元，同比增长 10.6%，在 2023 年承压的低基数上，呈现明显的复苏趋势。

图10：越南纺织服装出口额月度同比增速（单位：%）

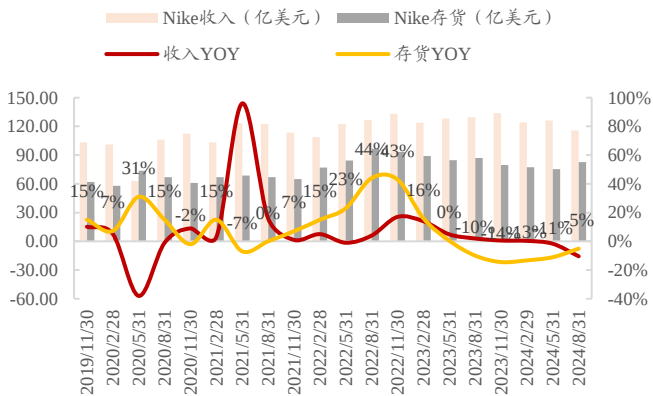


资料来源：越南统计局，浙商证券研究所

2.3 景气变化驱动逻辑

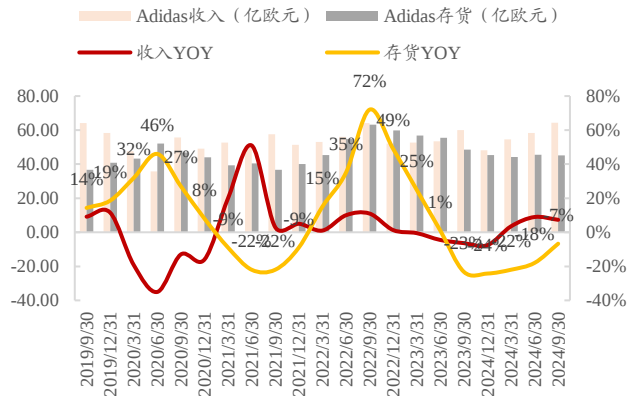
海外龙头品牌商的库存调节及自身销售趋势，是上游景气度变化的主要原因。20H2-21H1 曾出现消费回暖但供应链不稳定的情况，终端渠道到货延迟时有发生，为保障供应稳定，海外品牌在 2021 年下单较为激进，库存水平逐渐走高。然而 2022 年起欧美终端消费转弱，消化高库存成为海外品牌的首要课题，导致 22H2 至 23H2 期间中国、越南纺织出口订单低迷。随着去库存结束，2024 年欧美品牌采购与自身终端销售逐渐匹配。目前来看，除 Nike 还在内部调整外，大部分海外龙头对自身成长要求仍在高单到低双位数水平，其中尤其 Asics、亚玛芬、DECKERS 等细分领域龙头持续领跑。

图11: Nike收入及库存季度变化



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图12: Adidas收入及库存季度变化



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

表3: 海外品牌商最新预期指引一览

品牌	最新指引时间	最新指引财年	最新收入指引目标
Nike	2024/10/1	2025/5/31	由于更换 CEO 暂不提供指引
Adidas	2024/10/10	2024/12/31	收入+10%
Puma	2024/11/6	2024/12/31	收入+中单位数
DECKERS	2024/10/24	2025/3/31	收入+12%
Lululemon	2024/8/29	2025/1/31	收入 +8%-9%
Asics	2024/11/8	2024/12/31	收入+19%
迅销集团 (Uniqlo)	2024/10/10	2025/8/31	收入+9.5%
亚玛芬体育	2024/11/19	2024/12/31	收入+16%-17%

资料来源: 各公司公告, 浙商证券研究所

此外, 海外品牌龙头向核心供应商倾斜份额, 市场集中度预计持续提升。以 Nike、Adidas 为例, 鞋服品类都有收缩供应商数量、集中订单采购的趋势, 对研发、交期、品质、垂直一体化能力突出的核心供应商会给予充分订单支持。同时在龙头企业产能中, 越南、印尼、柬埔寨为代表的东南亚国家重要程度持续提升。

表4: Nike 供应链情况一览

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
鞋类相关						
鞋类工厂	112	122	191	120	123	96
分布国家	12	12	14	11	11	11
最大的单个鞋类工厂占鞋类生产量比重	9%	9%	9%	8%	9%	9%
越南占比	49%	50%	51%	44%	50%	50%
中国占比	23%	22%	21%	20%	18%	18%
印度尼西亚占比	21%	24%	24%	30%	27%	27%
4家占比超过10%的供应商合计占鞋类采购量比重	61%	61%	61%	58%	58%	57%
成衣相关						
成衣工厂	334	329	344	279	291	285
分布国家	36	38	33	33	33	33
最大的单个成衣工厂占成衣生产量比重	14%	11%	8%	10%	8%	9%
中国占比	27%	28%	19%	20%	18%	16%
越南占比	22%	23%	30%	26%	29%	28%
柬埔寨占比	未披露	12%	12%	16%	16%	15%

前五大供应商合计占成衣采购量比重	49%	48%	51%	54%	52%	51%
------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源: Nike 年报, 浙商证券研究所

表5: Adidas 供应链情况一览

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总体情况						
合作供应商数量	130	138	132	114	117	104
合作供应商旗下工厂数量	289	304	277	234	259	237
鞋类生产						
生产总数 (百万双)	409	448	379	340	419	311
亚洲生产占比	97%	98%	97%	96%	97%	97%
越南生产数量占比	42%	43%	42%	30%	32%	38%
印度尼西亚生产数量占比	28%	28%	29%	36%	34%	32%
中国生产数量占比	18%	16%	15%	15%	16%	14%
最大合作工厂生产数量占比	11%	8%	8%	8%	7%	8%
成衣生产						
生产总数 (百万件)	457	528	465	482	482	328
亚洲生产占比	91%	91%	93%	91%	91%	91%
柬埔寨生产数量占比	24%	23%	22%	21%	22%	23%
中国生产数量占比	19%	19%	20%	20%	17%	15%
越南生产数量占比	18%	19%	21%	15%	17%	20%
最大合作工厂生产数量占比	9%	9%	11%	11%	9%	10%

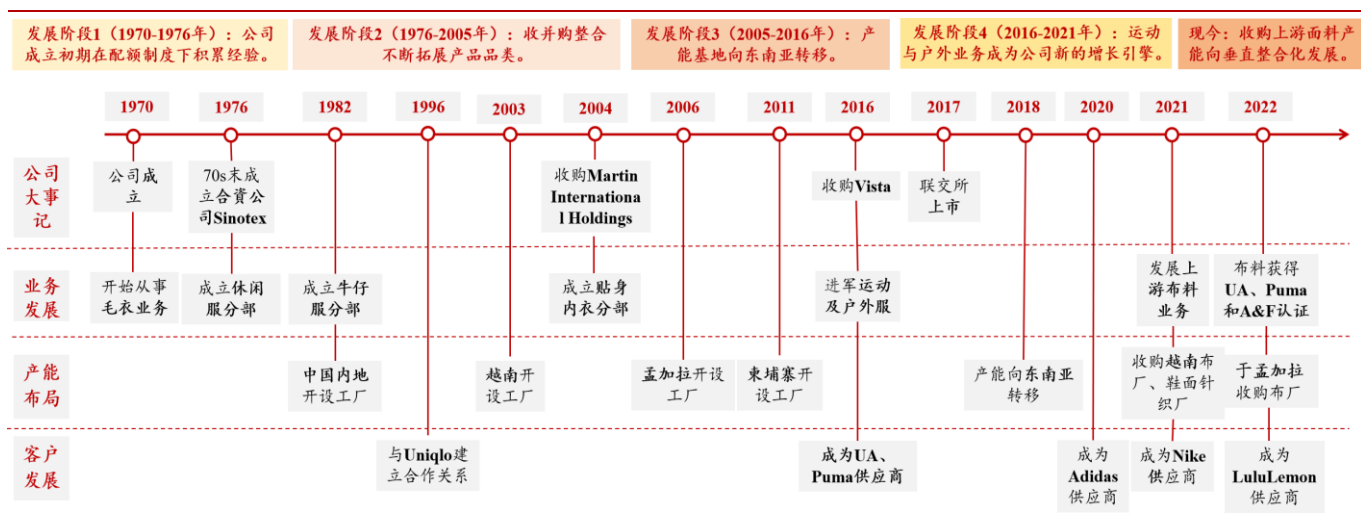
资料来源: Adidas 年报, 浙商证券研究所

3 公司经营情况有 α 吗？

3.1 公司的市场地位

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。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）。

图13：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

全球前10大服装品牌中有7家均是晶苑客户，且马太效应明显。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6：全球前十大服装品牌市占率变化（单位：%、灰底为晶苑客户）

		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

3.2 核心竞争壁垒

3.2.1 产品端

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14：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7：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；此外还有针织牛仔褲、运动贴身内衣、起居服系列等。

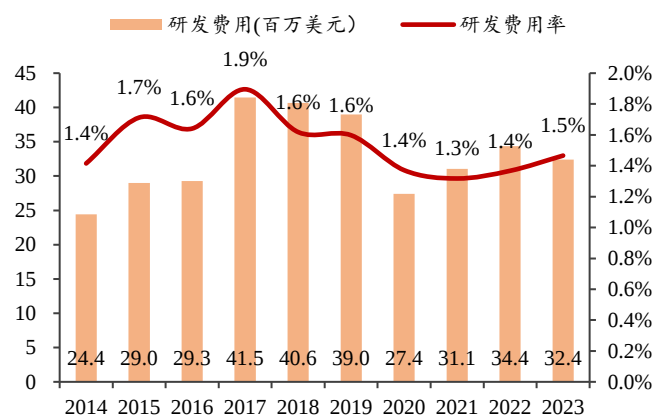
表8：公司交叉研发的成功案例

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

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褲）、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15：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16：晶苑持有的部分专利技术

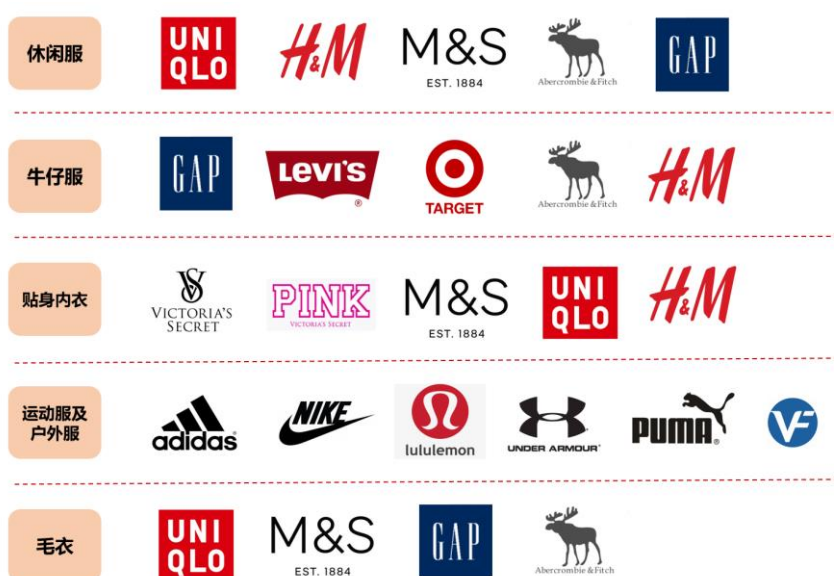
专利名称	专利类型	专利拥有人	注册时间
一种双头缝纫机	实用新型	英商马田	2011
一种RFID仓储系统	实用新型	英商马田	2014
布线框	实用新型	中山益达	2009
牛仔褲刷洗效果的模板	实用新型	中山益达	2009
一种烫钻机的压力测试系统	实用新型	中山益达	2015
一种绣花防护罩	实用新型	东莞晶苑	2012
一种服装自动折叠包装机及其处理工艺	发明	东莞晶苑	2012
一种用于服装后处理的吸线机及其处理工艺	发明	东莞晶苑	2012
发光缝盘	设计	东莞晶苑	2016
一种自动扫粉机	发明	东莞晶苑	2016

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3.2.2 客户端

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17: 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9: 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

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。

表10: 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%

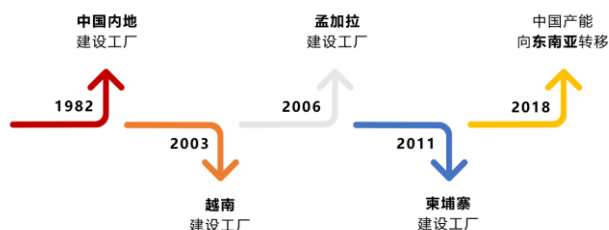
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

3.2.3 产能端

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18: 晶苑 2000 年后在东南亚建厂历程



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

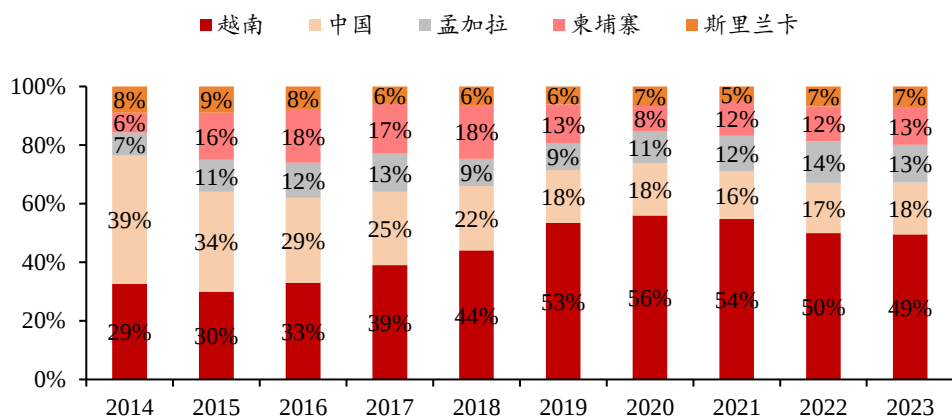
图19: 晶苑目前全球产能布局



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

国内占比逐渐降低, 越南员工占比提升至 1/2, 成为最大基地。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20: 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

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% 仓储容量, 并且减少 50% 人员需求。

图21: 自动化制造设备



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图22: 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

3.3 经营边际变化

近年来顺利进入运动龙头品牌供应链, 成为公司增长核心动力。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。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11: 晶苑五大类产品收入及占比

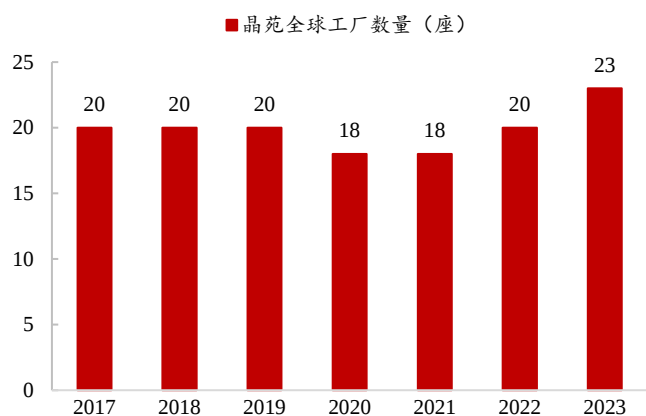
单位: 百万美元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	CAGR (17-23年)
休闲服	785	737	748	800	953	942	703	735	697	608	-4.5%
同比		-6%	2%	7%	19%	-1%	-25%	5%	-5%	-13%	
占比	46%	44%	42%	37%	38%	39%	35%	31%	28%	28%	
运动服及户外服				216	239	244	305	427	557	478	14.1%
同比					11%	2%	25%	40%	30%	-14%	
占比				10%	10%	10%	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

24 年以来快速招聘新员工以补充产能, 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。

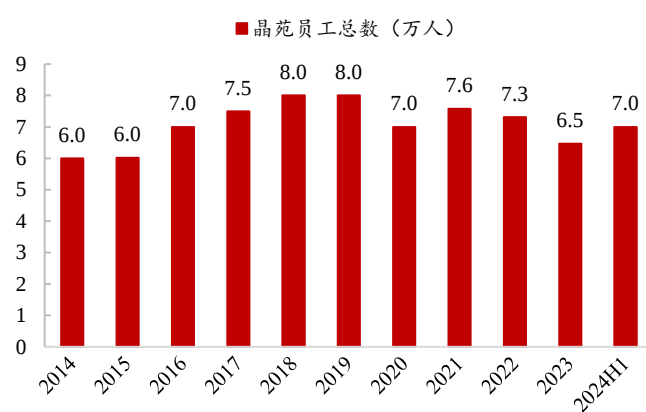
公司往年员工数量与当期的收入规模具有较强的正相关性, 因此人效及毛利率得以保持高度平稳, 展现公司极强的精细化管控能力。因此我们认为公司今年加大招聘力度展现了对明后年订单增长的乐观预期。

图23: 晶苑全球工厂数量



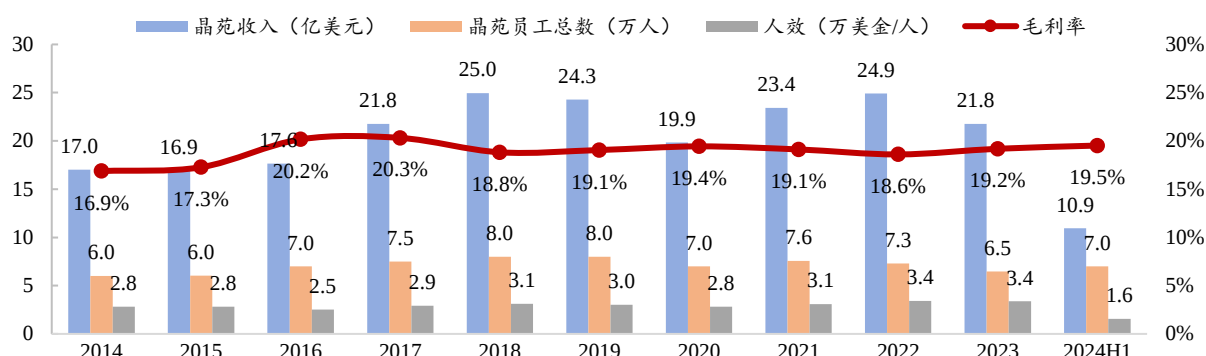
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图24: 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25：晶苑收入规模与员工数量高度正相关

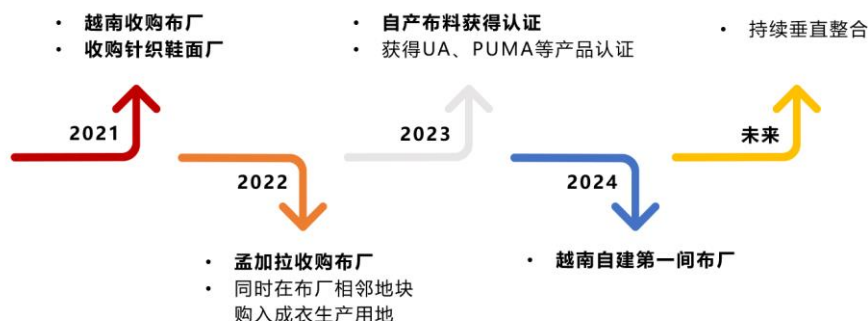


资料来源：公司公告，Wind，浙商证券研究所

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26：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

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12: 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

3.4 公司的 α 如何

与全球制衣龙头相比, 晶苑产品类别更为全面、布局东南亚更为充分。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、Hansac、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, 目前晶苑国内产能占比仅 18%, 低于申洲、鲁泰等同行, 受贸易摩擦影响程度、各项成本均更有优势。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, 因此晶苑受单一品类景气度波动的影响相对较小。

表13: 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	主要品类	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

晶苑毛利率高度稳定在 19%-20%左右, 净利率稳中提升至 7%以上, 成本和费用管控能力领先行业。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

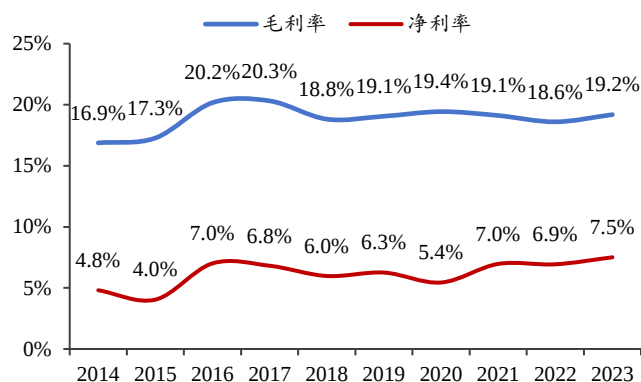
精简生产工序提高员工效率。公司近十年归母净利润 CAGR 为 8.0%，凭借自动化生产深化、产品结构优化等，净利率呈稳中有升趋势，近几年基本稳定在 7%-8% 水平。

表14: 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%

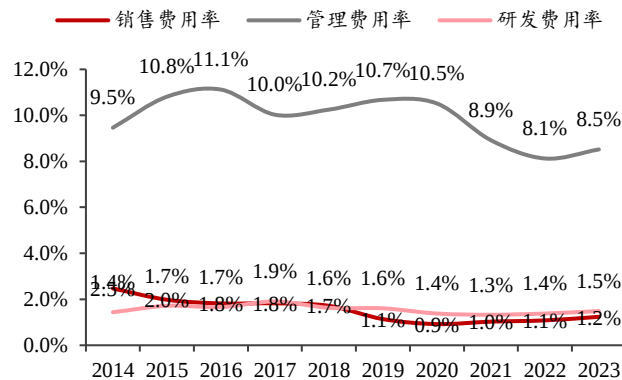
资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

图27: 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28: 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

4 未来主要预期差在哪？

4.1 市场如何预期

市场预期：公司所处成衣制造赛道增速缓慢，且公司已做到头部体量，持续成长乏力。**预期依据：**2010-2023 年全球服装零售市场规模 CAGR 仅 1.3%，晶苑作为全球第二大成衣制造商，近 10 年/近 5 年收入 CAGR 分别为 2.8%/-2.5%，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）。

表15：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

4.2 最重要预期差

我们预期：公司未来三年业绩复合增速预计双位数，并且保持 60% 左右的分红率。**预测依据：**1）拓展运动及户外服后，交叉品类研发能力进一步增强，适配当下“运动+时尚”流行趋势，有望持续拓展新客户且提升大客户份额；2）24 年以来加快招工以提升产能，历史员工数量与订单趋势高度匹配；3）24 年中期分红率提升至 60%，目前账上现金充裕。

驱动因素：

1. 大客户优衣库订单增长：迅销与晶苑合作近 30 年，目前占晶苑收入 1/3，迅销 2023 年提出未来十年收入翻两番（CAGR 达 13.7%）且不再扩大供应商数量。晶苑的多品类交叉生产研发能力，匹配迅销拓展全球市场的愿景，预计伴随迅销成长的同时，份额还有望进一步提升。

2. 新品类运动户外服增长：晶苑自 2017 年拓展运动服及户外服品类后，2017-2023 年该品类收入 CAGR 达 14.1%，成为晶苑核心增长驱动。2020-2022 年晶苑接连进入 Adidas、Nike、Lululemon 供应链，合作深化空间巨大，且客户去库存结束后的增长目标积极（Adidas、Lululemon 新财年指引收入+10%/+8~9%）。

3. 员工数量及产能增长：晶苑 2024Q1 面临产能瓶颈后迅速反应，24H1 末已新招员工 5000 人、员工总数增至 7 万人，并且下半年还在持续招聘。公司往年员工数量与收入规模具有强相关性，我们认为新员工增量将在下半年及明后年持续体现。

4.3 与众不同认识

1. 对公司核心竞争壁垒的认知不同

市场认识到晶苑生产的品类矩阵丰富，包含针织、梭织两种织法，以及运动、休闲、潮流等多种风格，因此综合能力较强，能够抵御全球潮流趋势变化导致的单品类订单波动的风险，但公司的成长性相对偏弱。

我们认为公司不仅具有稳健性，而且多品类能力使其能够获得超过行业平均的增速。原因是近年来运动+时尚成为流行趋势，各品牌龙头对跨品类交叉新品的需求大幅提升，而晶苑的能力恰好适配这种需求，因此近年来能够顺畅进入 Nike、Adidas、Lululemon 等运动龙头供应链，并不断获得订单倾斜。此外，公司切入运动及户外服领域后，将运动相关的面料及工艺运用至毛衣、牛仔等传统品类，使其重新焕发增长活力，业务协同效应突出。

2.对公司短期增长确定性的认知不同

市场认为在当下终端需求不确定性较强的背景下，服装品牌龙头均倾向于缩短订单周期、以确保库存安全，因此尽管晶苑 2024 年呈现明显的修复性增长趋势，但 2025 年能否持续增长尚难以确定。

我们认为欧美品牌去库存结束后，成衣制造订单恢复平稳增长已是大趋势，晶苑 24 年上半年生产端已面临瓶颈，截至 24H1 末已新招员工约 5000 人，且下半年还在持续招工，考虑到员工效率提升需要周期，我们预计 24H2 及 25 年产能将持续爬坡。公司历史毛利率高度稳定，主要是基于公司能够基于预期订单调节未来若干季度所需的员工数量，因此我们认为公司 2025 年增长确定性较强。

5 股价上涨由何驱动？

5.1 预期差的跟踪检验指标

1.大客户自身收入指引：大客户优衣库占公司收入 1/3 以上，优衣库自身收入指引将极大影响晶苑订单增长预期。

2.晶苑员工数量及产能利用率：晶苑历史员工数量与订单趋势高度相关，产能利用率亦可反应当下订单旺盛程度。

3.晶苑收入及利润增速：晶苑半年度及年度的业绩增速，可检验当前增速趋势。

4.晶苑分红率：晶苑半年度及年度分红率将验证公司高股息的持续性。

5.2 驱动股价上涨的催化剂

1.大客户收入超预期或指引上调：若优衣库上调指引或销售超预期，市场对晶苑的收入增速预期预计上调，或增长信心增强。

2.晶苑持续招工且产能利用率饱和：若晶苑员工数量持续增长，且产能利用率保持饱和状态，证明公司订单增长强劲，市场对公司业绩增速的信心将增强。

3.晶苑业绩增速超预期，或增速高于行业平均：若晶苑 25 年业绩增速亮眼且明显高于同行，证明公司自身 α 较强，凭借大客户优势及新拓展运动户外服，持续抢占市场份额。

4.晶苑进一步提高分红率：若晶苑进一步提高分红率，证明公司重视股东回报，且现金流充沛，股息率将进一步提升。

6 盈利预测与估值

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，并且开拓全球市场的过程中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**：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，并且快速拓展户外新客户，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

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 8.7/7.5/6.5 倍，显著低于同行制衣龙头。考虑到公司稳健增长预期及分红率，给予 25 年 10X 目标 PE，对应 179.7 亿港元目标市值，目标价 6.31 港元/股，当前对应上行空间 34%，维持“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	945.5	45.57	58.09	65.53	73.76	20.7	16.3	14.4	12.8
鲁泰 A	46.6	4.03	3.97	5.41	5.87	11.5	11.7	8.6	7.9
盛泰集团	31.2	1.04	0.72	1.67	2.16	29.9	43.4	18.7	14.5
健盛集团	41.0	2.70	3.28	3.79	4.31	15.1	12.5	10.8	9.5
平均						19.3	21.0	13.1	11.2
晶苑国际	17.2	1.63	1.98	2.31	2.67	10.5	8.7	7.5	6.5

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 2025 年 2 月 4 日收盘数据

7 主要风险因素提示

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(百万港元)					利润表(百万港元)				
	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,135	1,383	1,569	1,810	营业收入	2,177	2,471	2,812	3,178
现金	543	622	742	875	营业成本	1,760	1,982	2,252	2,540
交易性金融资产	0	0	0	0	毛利润	418	489	560	638
应收账款	248	301	324	382	销售费用	27	30	32	35
其他应收及预付账款	39	41	43	45	管理费用	185	205	231	259
存货	239	311	351	396	其他收入及收益	32	23	26	27
其他	65	107	109	111	营业利润	205	243	284	327
非流动资产	840	788	735	681	财务费用	13	3	3	3
权益性投资	17	17	17	17	以权益法核算的投资	1	1	1	1
其他长期投资	0	0	0	0	除税前溢利	195	241	281	325
固定资产	551	499	446	392	所得税	31	43	51	59
无形资产	246	246	246	246	净利润	163	198	231	267
有使用权资产	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0
其他	26	26	26	26	归属母公司净利润	163	198	231	267
资产总计	1,975	2,170	2,304	2,491	EBITDA	205	254	297	344
流动负债	481	529	537	561	EPS (最新摊薄)	0.11	0.13	0.15	0.18
短期借款	64	111	92	89	主要财务比率				
应付款项	141	164	183	208	成长能力				
预收账款	0	25	25	25	营业收入	-12.59%	13.47%	13.81%	13.02%
其他	276	229	237	239	营业利润	-19.62%	18.31%	16.68%	15.31%
非流动负债	55	57	60	63	归属母公司净利润	-5.35%	20.95%	16.66%	15.58%
长期借款	0	0	0	0	获利能力				
其他	55	57	60	63	毛利率	19.19%	19.80%	19.92%	20.09%
负债合计	536	586	597	624	净利率	7.51%	8.00%	8.20%	8.39%
少数股东权益	4	0	0	0	ROE	11.74%	13.08%	14.02%	14.92%
归属母公司股东权益	1,434	1,584	1,706	1,867	ROIC	11.50%	12.31%	13.55%	14.44%
负债和股东权益	1,975	2,170	2,304	2,491	偿债能力				
现金流量表(百万港元)					资产负债率	27.13%	27.00%	25.93%	25.05%
	2023E	2024E	2025E	2026E	净负债比率	37.23%	36.99%	35.00%	33.42%
经营活动现金流	313	169	262	263	流动比率	2.36	2.62	2.92	3.23
净利润	163	198	231	267	速动比率	1.78	1.95	2.19	2.44
折旧摊销	84	72	74	76	营运能力				
财务费用	13	3	3	3	总资产周转率	1.14	1.19	1.26	1.33
投资损失	(1)	(1)	(1)	(1)	应收帐款周转率	8.94	9.00	9.00	9.00
营运资金变动	66	(103)	(45)	(82)	应付帐款周转率	12.88	13.00	13.00	13.00
其他	(14)	0	(0)	0	每股指标(元)				
投资活动现金流	(88)	2	(31)	(3)	每股收益	0.11	0.13	0.15	0.18
资本支出	44	21	21	22	每股经营现金	0.21	0.11	0.17	0.17
其他	44	(23)	10	(20)	每股净资产	0.95	1.05	1.13	1.24
筹资活动现金流	(135)	(93)	(111)	(127)	估值比率				
短期借款	(38)	47	(19)	(3)	P/E	10.53	8.71	7.46	6.46
长期借款	0	0	0	0	P/B	1.20	1.09	1.01	0.92
其他	(97)	(140)	(92)	(124)					
现金净增加额	88	79	120	133					

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>