

晶苑国际 (02232.HK)

多品类全球制衣龙头，垂直整合加速增长

公司作为全球制衣龙头，凭借多元化品类与共创模式深度绑定优质客户。未来伴随头部客户持续成长、公司垂直整合与自动化布局不断深入，有望获得新老客户更多订单份额，同时降本增效，提高盈利能力。预计 2024 年-2026 年归母净利润同比增速为 23%、17%、16%。对应 24PE9X，25PE8X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

- 深耕 50 年的全球制衣龙头。**晶苑国际自 1970 年创立，2017 年于香港联交所上市，拥有 50 余年行业经验，产品覆盖休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣以及运动服户外服五大类，客户包括优衣库、GAP、李维斯、维密、阿迪达斯、UA、耐克、lululemon 等国际知名服装品牌。产能全球布局，分布于中国、越南、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡，并于 2021 年开始向上游垂直整合。2023 年公司实现营收 21.77 亿美元，归母净利润 1.63 亿美元，分红比例 41%。24H1 下游需求恢复，公司营收 10.94 亿美元，同比+8.4%，归母净利润 0.84 亿美元，同比+14.1%，中期分红比例 60%。
- 凭借多元化品类与共创模式积累优质客户，主要客户自身成长性好，公司份额提升可期。**公司通过多元化产品组合的开发创新与交叉推广、独特的共创模式（区别于传统 OEM）在研发生产各环节提供增值服务，从而积累并巩固优质客户资源。主要客户中，优衣库销售强劲（FY24 收入+14%，尤其欧洲+36%/北美+33%），阿迪复苏（24Q1-Q3 收入+10%，其中 EMEA 地区+17%），lululemon 保持双位数增长（FY23 收入+19%），UA 和 Nike 略有承压（但晶苑的供应体量尚小），多品牌最新指引有边际改善，品牌存货已处于正常水平。随着客户自身的持续成长、公司与客户合作的不断深入，晶苑订单增长、份额提升可期。
- 垂直一体化&自动化布局持续提高效率。**公司较早实现产能的全球化布局，从 2023 年员工数量来看，越南已成为第一大生产基地，员工数量占比近 50%，其次是中国占 18%、孟加拉 13%、柬埔寨 13%、斯里兰卡 7%。自 2021 年以来，公司分别收购了一家越南面料厂和一家孟加面料厂，向上游垂直整合，并将继续通过内在增长及收购机会扩大面料产能、提高自产比例。此外，公司在各环节持续进行数字化、自动化的工艺创新和流程改造，重新布局工厂以精简生产工序。一体化和自动化的布局，将有效降低生产成本，缩短交期，提高效率。
- 盈利预测及投资建议：**公司 2017 年开始进军运动服户外服品类，中间经历多轮外部环境压力，体量仍有较大增长空间。未来伴随头部客户持续成长、公司垂直整合与自动化布局不断深入，公司有望获得新老客户更多订单份额，并交叉辐射其他品类，同时降本增效，提高盈利能力。预计公司 2024 年-2026 年收入规模分别为 25.01 亿美元、28.32 亿美元、32.14 亿美元，同比增速分别为 13%、13%、13%。归母净利润规模分别为 2.01 亿美元、2.35 亿美元、2.74 亿美元，同比增速分别为 23%、17%、16%。对应 24PE9X，25PE8X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**汇率及原材料价格大幅波动的风险；工厂招工不及预期的风险；下游需求不及预期导致公司接单承压的风险。

强烈推荐（首次）

消费品/轻工纺服
 目标估值：NA
 当前股价：4.92 港元

基础数据

总股本（百万股）	2853
香港股（百万股）	2853
总市值（十亿港元）	14.0
香港股市值（十亿港元）	14.0
每股净资产（港元）	4.0
ROE（TTM）	11.9
资产负债率	28.7%
主要股东	Pandanus Associates Inc.
主要股东持股比例	5.95%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	15	46	86
相对表现	-3	13	43



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

刘丽 S1090517080006
 liuli14@cmschina.com.cn
 唐圣炀 S1090523120001
 tangshengyang@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	2513	2210	2501	2832	3214
同比增长	7%	-12%	13%	13%	13%
营业利润(百万元)	256	205	234	272	317
同比增长	11%	-20%	14%	16%	17%
归母净利润(百万元)	173	163	201	235	274
同比增长	6%	-5%	23%	17%	16%
每股收益(元)	0.06	0.06	0.07	0.08	0.10
PE	10.4	11.0	9.0	7.7	6.6
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9

资料来源: wind、招商证券 (货币单位: 美元)

正文目录

一、 晶苑国际：多品类全球制衣龙头.....	5
1、 全球领先的服装制造商.....	5
2、 股权结构集中且稳定，核心管理层经验丰富.....	7
3、 收入利润重拾增长，盈利能力提升.....	8
二、 与优质客户共同成长，一体化&自动化提高效率.....	11
1、 多元化产品拓宽合作领域，积累优质头部客户资源.....	11
2、 特有的共创模式优势突出，设计研发能力强.....	15
3、 全球化产能布局完善，垂直一体化整合进行中.....	16
4、 自动化及先进管理提高生产效率.....	19
三、 盈利预测及投资建议.....	20
四、 风险提示.....	20

图表目录

图 1: 晶苑国际发展历程.....	5
图 2: 晶苑国际产品组合.....	6
图 3: 晶苑国际上市以来市值复盘.....	6
图 4: 晶苑国际股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）.....	7
图 5: 2014-2024H1 晶苑国际营收（亿美元）及增速.....	8
图 6: 2014-2024H1 晶苑国际归母净利润（亿美元）及增速.....	8
图 7: 2014-24H1 晶苑国际分产品营收占比.....	9
图 8: 2014-24H1 晶苑国际分产品收入规模（亿美元）.....	9
图 9: 2014-24H1 晶苑国际分地区营收占比.....	9
图 10: 2014-24H1 晶苑国际分地区收入规模（亿美元）.....	9
图 11: 2014-24H1 晶苑国际整体毛利率、归母净利率及 ROE.....	10
图 12: 2018-24H1 晶苑国际分产品毛利率.....	10
图 13: 2016-24H1 晶苑国际存货周转天数.....	10
图 14: 2016-24H1 晶苑国际应收账款周转天数.....	10
图 15: 2014-24H1 晶苑国际经营性现金流净额/归母净利润.....	10
图 16: 2017-24H1 晶苑国际分红率.....	10
图 17: 晶苑国际主要客户.....	11
图 18: 优衣库品牌营收（百亿日元）及 YOY.....	12

图 19: 迅销集团欧美地区营收 (百亿日元) 及 YOY	12
图 20: 阿迪达斯营收 (亿欧元) 及 YOY	12
图 21: 阿迪达斯欧美地区营收 (亿欧元) 及 YOY	12
图 22: 安德玛营收 (亿美元) 及 YOY	12
图 23: 安德玛欧美地区营收 (亿美元) 及 YOY	12
图 24: lululemon 营收 (亿美元) 及 YOY	13
图 25: lululemon 美洲地区营收 (亿美元) 及 YOY	13
图 26: 耐克营收 (亿美元) 及 YOY	13
图 27: 耐克欧美地区营收 (亿美元) 及 YOY	13
图 28: 晶苑国际第一大客户收入 (亿美元) 及 YOY 及占比	14
图 29: 2014-2023 制衣龙头头部客户集中度 (Top1 客户)	15
图 30: 2014-2023 制衣龙头头部客户集中度 (Top5 客户)	15
图 31: 晶苑国际共创模式	15
图 32: 晶苑国际研发费用支出 (亿美元) 及研发费用率 (%)	16
图 33: 中洲国际、晶苑国际、儒鸿毛利率对比	17
图 34: 2014-2016 晶苑国际各区域产能占比 (按产能件数)	18
图 35: 2021-2023 晶苑国际各区域产能占比 (按员工数量)	18
图 36: 晶苑国际垂直一体化进程	18
图 37: 中洲国际、儒鸿、晶苑国际人均创收 (万元/人) 对比	19
图 38: 中洲国际、儒鸿、晶苑国际人均创利 (万元/人) 对比	19
表 1: 晶苑国际核心管理层简介	7
表 2: 品牌客户最新收入指引	13
表 3: 2024 年各地区头部服装品牌	13
表 4: 2024 年各地区头部运动服装品牌	14
表 5: 晶苑国际共创模式下成功推出的重要产品	15
表 6: 全球成衣制造龙头对比	16
表 7: 晶苑国际五大生产基地覆盖品类	17
表 8: 晶苑国际生产过程的关键技术及设备	19
表 9: 晶苑国际盈利预测 (亿美元)	20
附: 财务预测表	22

一、晶苑国际：多品类全球制衣龙头

1、全球领先的服装制造商

晶苑国际自 1970 年创立，2017 年于香港联交所上市，是全球领先的服装制造商。公司拥有 50 余年丰富的行业经验，品类覆盖休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣以及运动服户外服五大类，客户包括优衣库、GAP、李维斯、维密、阿迪达斯、UA、耐克、lululemon 等国际知名服装品牌。产能分布于中国、越南、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡，并于 2021 年开始向上游垂直整合。2023 年，公司实现营业收入 21.77 亿美元，归母净利润 1.63 亿美元，分红比例 41%。24H1 营收 10.94 亿美元，同比增长 8.4%，归母净利润 0.84 亿美元，同比增长 14.1%，中期分红比例 60%。

图 1：晶苑国际发展历程

	1970年代	1980年代	1990年代	2000年代	2010年代	2020年代
品类	<ul style="list-style-type: none"> 1970年成立，开始从事毛衣业务 1976年开展休闲服业务 	<ul style="list-style-type: none"> 1982年开展梭织业务 		<ul style="list-style-type: none"> 收购Martin International Holdings并开设贴身内衣类别 将梭织业务转型为专注于牛仔服的业务 	<ul style="list-style-type: none"> 2016年底收购Vista，2017年起进一步将产品类别扩展至运动服及户外服产品 	
产能	<ul style="list-style-type: none"> 在马来西亚及毛里求斯开设工厂 		<ul style="list-style-type: none"> 在马达加斯加及中国江苏省建立工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 在越南及孟加拉国开设工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 在柬埔寨开设工厂 	<ul style="list-style-type: none"> 2021年底开始向上游垂直整合
数字化		<ul style="list-style-type: none"> 实施先进的工业工程及电脑化程序 		<ul style="list-style-type: none"> 应用SAP企业资源规划系统(ERP) 		

资料来源：公司官网、招商证券

当前公司服装产品包括休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣以及运动服及户外服五大类，对应 2023 年收入占比分别为 28%、22%、18%、10%、22%。公司于 1970 年成立时开展毛衣业务，1976 年开始休闲服装业务，1982 年开设梭织分部并于 2005 年转型为专注于牛仔服产品，2004 年开始贴身内衣业务，2016 年通过收购 Vista 将品类扩展至运动服及户外服产品。

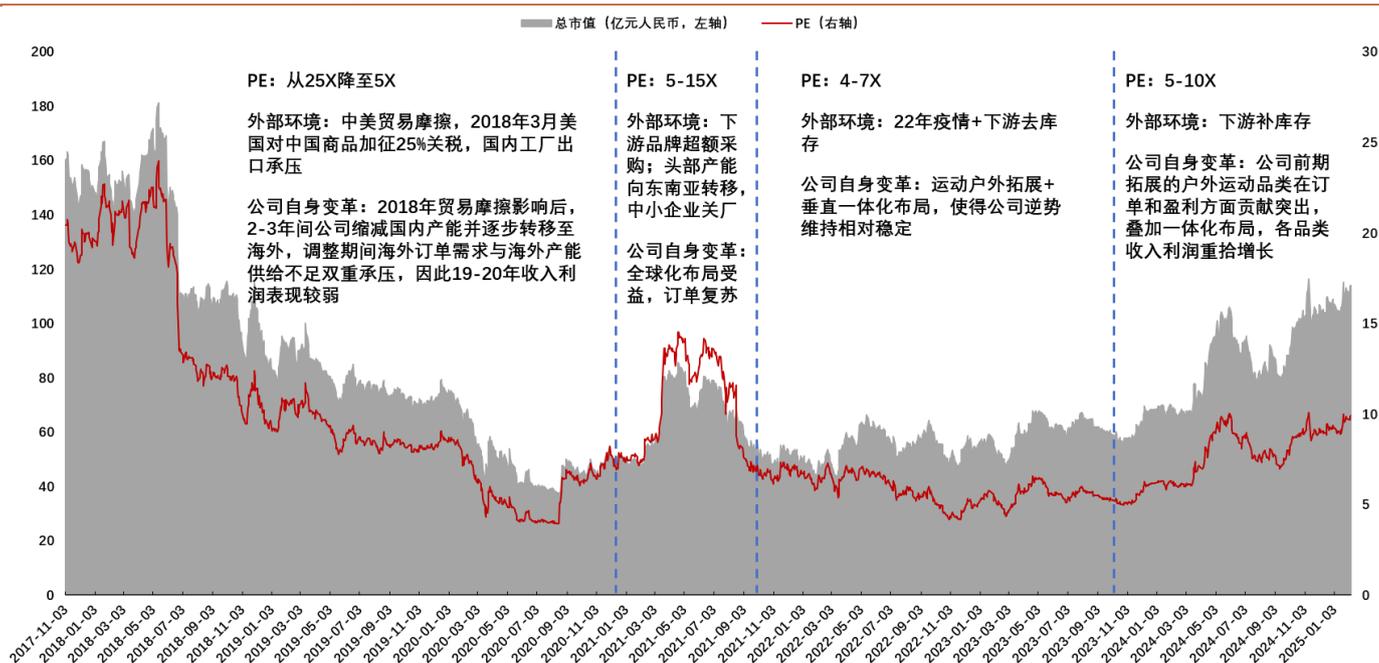
图 2: 晶苑国际产品组合



资料来源: 公司官网、招商证券

回顾上市以来的表现, 可将公司分为四个发展阶段: **1) 2018-2020 年:** 中美贸易摩擦导致国内工厂出口承压, 公司此后 2-3 年间缩减国内产能并逐步转移至海外, 调整期间海外订单需求与海外产能供给不足双重承压, 因此 19-20 年收入利润表现较弱, PE 从 25X 降至 5X。 **2) 2021 年:** 下游品牌超额采购, 头部产能向东南亚转移, 中小企业关厂, 公司受益于全球化布局, 订单有所复苏。 PE 处在 5-15X 区间。 **3) 2022-2023 年:** 疫情及下游库存问题影响行业订单需求, 公司凭借前期运动户外品类的拓展以及垂直一体化布局逆势维持相对稳定。 PE 处在 4-7X 历史低位。 **4) 2024 年以来:** 下游进入补库周期, 公司各品类产品收入利润重拾增长, PE 略有恢复至 5-10X。

图 3: 晶苑国际上市以来市值复盘

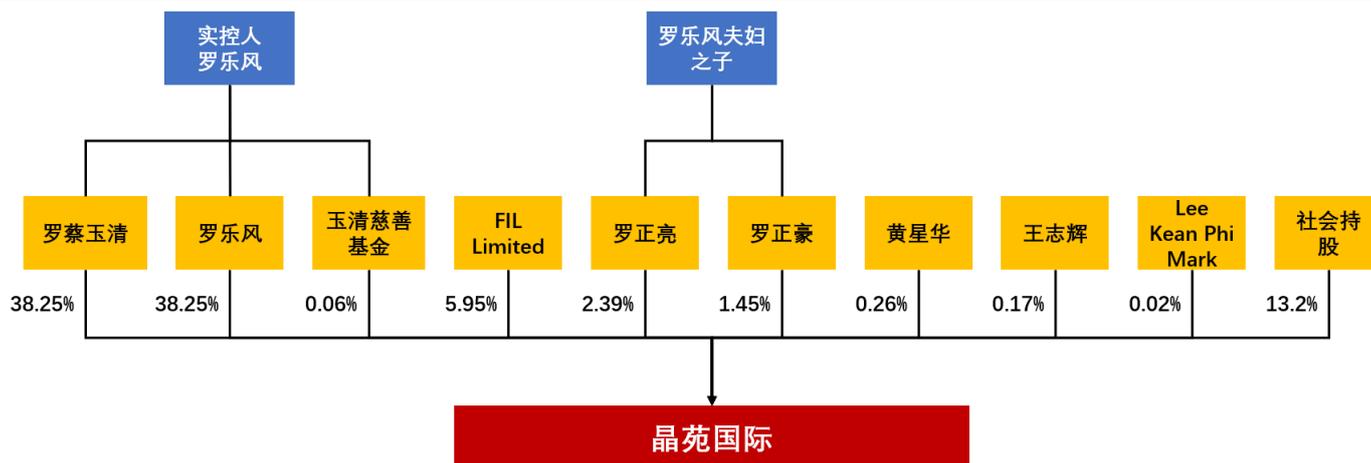


资料来源: wind、公司公告、招商证券

2、股权结构集中且稳定，核心管理层经验丰富

公司股权结构稳定，控制权集中。截至 2024 年中报，公司实际控制人、董事长罗乐风先生直接持股 38.25%，通过妻子罗蔡玉清和玉清慈善基金分别间接持股 38.25%、0.06%，合计持股 76.56%。罗乐风夫妇之子罗正亮、罗正豪兄弟分别持股 2.39%、1.45%。FIL Limited 持股 5.95%，公司执行董事黄星华、非执行董事王志辉、非执行董事 Lee Kean Phi Mark 分别持股 0.26%、0.17%、0.02%。

图 4：晶苑国际股权结构（截至 2024 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网、招商证券

核心管理团队行业经验丰富，稳定性强。公司主要高级管理人员从事服装制造行业多年且保持稳定，积累了丰富的生产、销售和管理经验。创始人罗乐风先生与太太罗蔡玉清在公司成立后即参与经营管理，管理经验丰富；罗氏夫妇之子罗正亮与罗正豪兄弟大学毕业后分别于 1988 年、2005 年加入公司并在公司内部成长至今；执行董事黄星华等其他高管也具备数十年的行业经验。

表 1：晶苑国际核心管理层简介

姓名	职务	年龄	加入公司时间	简介
罗乐风	董事会主席 执行董事	86	1970	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。在服装制造行业积累逾 60 年经验。于 2007 年 12 月退任行政总裁。
罗蔡玉清	副主席 执行董事	80	1970	与罗先生在 1970 年共同创办集团。自 1993 年 1 月公司成立以来一直担任董事，监督公司的财务及行政职能，积累逾 50 年企业管理经验。
罗正亮	副主席 行政总裁 执行董事	59	1988	1988 年毕业于多伦多大学取得文学学士学位，同年加入集团，起初任职于毛衣分部生产部门，自 1994 年 3 月起担任执行董事，于 2003-2007 年担任集团副行政总裁，并于 2008 年擢升为集团行政总裁。2025 年 1 月获委任为晶苑国际集团有限公司董事会副主席。在成衣制造业积累约 30 年经验，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	61	1983	1983 年加入集团，此后先后任毛衣分部业务助理、海外销售经理、海外业务经理、休闲装分部销售经理、高级销售经理、日本业务总经理助理、日本业务副总经理、副营运总经理、销售及营运总经理、总裁等职位。自 2011 年 1 月起获委任为公司执行董事，主要负责监督休闲装及毛衣分部、支持企业职能并制订策略及管治政策。
罗正豪	销售及营运 高级副总裁 执行董事	46	2005	2001 年 6 月毕业于多伦多大学获商业学士学位。2001-2005 年就职于花旗集团。2005 年加入集团，随后调任至休闲装分部，2007 年后先后任推销助理经理、销售助理总经理、助理总经理、销售及营运总经理。2014 年起获委任为销售及营运高级副总裁，2021 年 1 月获委任为公司执行董事。

姓名	职务	年龄	加入公司时间	简介
李伟君	首席财务官	53	2018	1995年11月毕业于加拿大多伦多大学，取得商学学士学位。1996年11月从加拿大约克大学取得工商管理硕士学位。2018年12月获委任为晶苑国际集团有限公司首席财务官，拥有约12年财务及投资管理经验。
黄河	牛仔服分部总裁	58	1992	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。1992年10月起加入集团，担任休闲装分部品质控制主管，其后自1999年起调至牛仔服分部担任运营经理，随后获擢升为总经理。于2016年1月获委任为公司牛仔服分部总裁。
卢永盛	贴身内衣分部总裁	65	2003	2003年加入集团，担任总经理，随后获擢升为ACCI集团主席。2005年调任为贴身内衣分部代理总裁，自2006年起获擢升为贴身内衣分部总裁，主要负责监督贴身内衣分部整体运营。

资料来源：wind、公司公告、招商证券

3、收入利润重拾增长，盈利能力提升

2014-2023年公司营业收入从17.01亿美元增加至21.77亿美元，归母净利润从0.82亿美元增加至1.63亿美元，9年实现利润翻倍。分阶段来看：

1) 2014-2018年快速增长：受益于公司前期产能扩张以及运动户外品类的拓展，营业收入从17.01亿美元增至24.96亿美元，CAGR为10.1%；归母净利润从0.82亿美元增至1.49亿美元，CAGR为16.2%。

2) 2018-2020年双重承压：受2018年中美贸易摩擦影响，此后2-3年间公司缩减国内产能并逐步转移至海外，调整期间海外订单需求与海外产能供给不足双重承压，公司营业收入从24.96亿美元降至19.85亿美元，CAGR为-10.8%；归母净利润从1.49亿美元降至1.08亿美元，CAGR为-14.9%。

3) 2021-2023年逆势维稳：受疫情和下游服装去库存的影响，公司营业收入从23.41亿美元降至21.77亿美元，CAGR为-3.57%；归母净利润保持1.63亿美元持平，CAGR为0.11%。

4) 2024年以来重拾增长：服装行业进入补库存阶段，24H1公司营业收入、归母净利润分别为10.94亿美元、0.84亿美元，同比分别+8.37%、+14.08%。

图 5：2014-2024H1 晶苑国际营收（亿美元）及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 6：2014-2024H1 晶苑国际归母净利润（亿美元）及增速



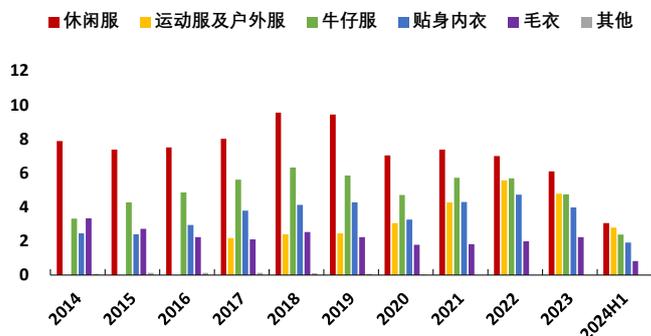
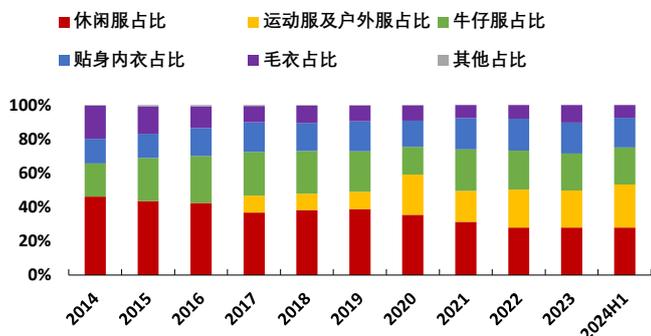
资料来源：公司公告、招商证券

分产品看，运动服及户外服品类增速领先，营收贡献显著提升。2017-2023年公司休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣营收CAGR分别为-4.48%、14.09%、-2.78%、0.78%、1.01%，期间休闲服营收占比从37%降至28%，运动服及户外服营收占比从10%增至25%，牛仔服营收占比从26%降至22%，贴身内衣营收占比从17%增至18%，毛衣营收占比从10%降至8%。

24H1 休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣营收分别为 3.05 亿美元、2.78 亿美元、2.38 亿美元、1.92 亿美元、0.81 亿美元，同比分别+6.89%、+9.51%、+7.36%、+8.66%、+12.65%。

图 7: 2014-24H1 晶苑国际分产品营收占比

图 8: 2014-24H1 晶苑国际分产品收入规模 (亿美元)



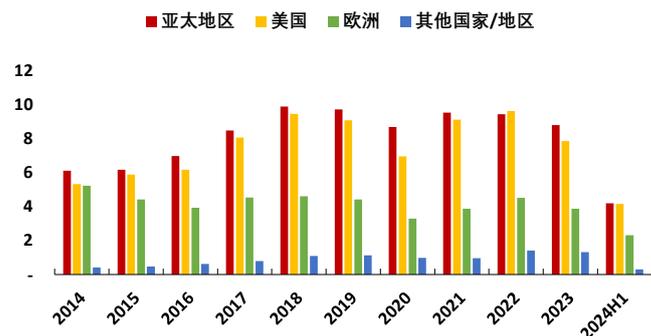
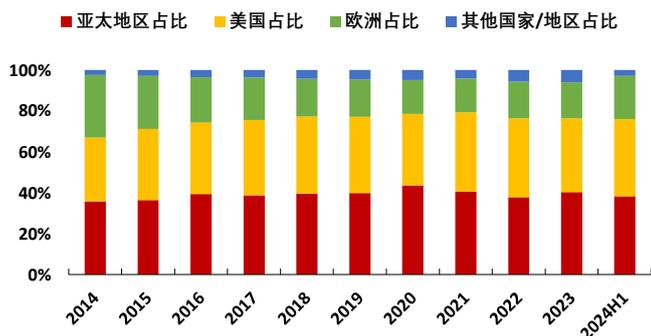
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

分地区看, 亚太地区占比接近 40%, 美国占比接近 40%, 欧洲占比 20%。2018-2023 年受贸易摩擦影响, 欧美收入占比下滑, 亚太和其他地区占比提升, 24H1 欧美地区恢复更明显。

图 9: 2014-24H1 晶苑国际分地区营收占比

图 10: 2014-24H1 晶苑国际分地区收入规模 (亿美元)



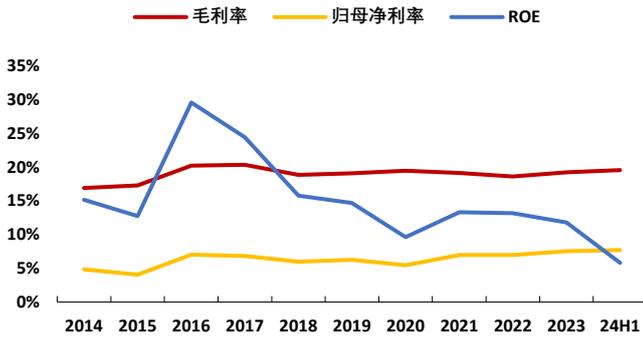
资料来源: 公司公告、招商证券

资料来源: 公司公告、招商证券

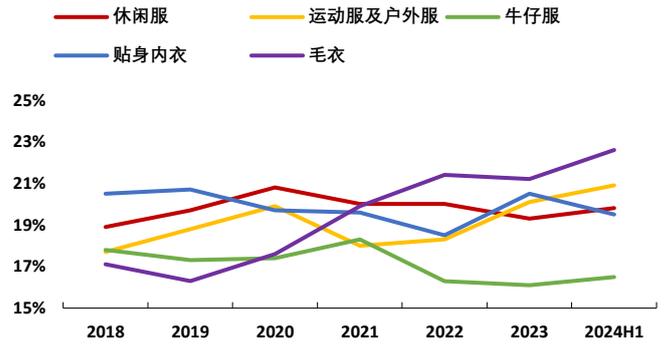
品类结构优化&垂直整合推动盈利能力提升。2014-2023 年公司毛利率从 16.9% 提升至 19.2%，归母净利率从 4.8% 提升至 7.5%。24H1 毛利率 19.5%，同比 +0.4pct，归母净利率 7.7%，同比 +0.4pct。毛利率提升主要由于运动户外分部占比提升、自动化和垂直一体化提高生产效率。

毛利率分产品看, 运动户外、毛衣、休闲服品类毛利率提升。2018-2023 年公司运动服及户外服毛利率从 17.7% 增至 20.1%，毛衣毛利率从 17.1% 增至 21.2%，休闲服毛利率从 18.9% 略增至 19.3%，贴身内衣毛利率 20.5% 持平，牛仔服毛利率从 17.8% 降至 16.1%。运动服及户外服作为公司的重点发展品类，毛利率显著提升；毛衣毛利率显著提升则主要系产品组合改善（功能性产品增加、除上装以外裙子裤子下装产品增加），运动品牌客户拓宽传统毛衣的客户群所致。

图 11: 2014-24H1 晶苑国际整体毛利率、归母净利率及 ROE 图 12: 2018-24H1 晶苑国际分产品毛利率



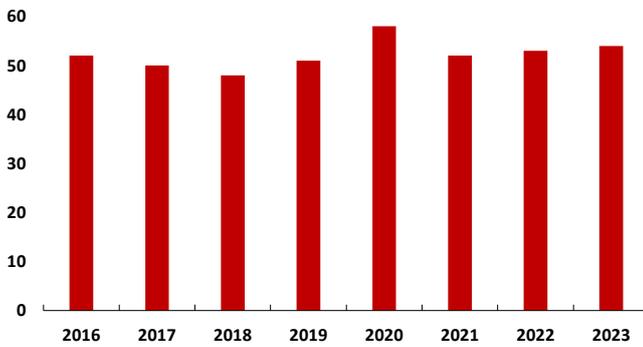
资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

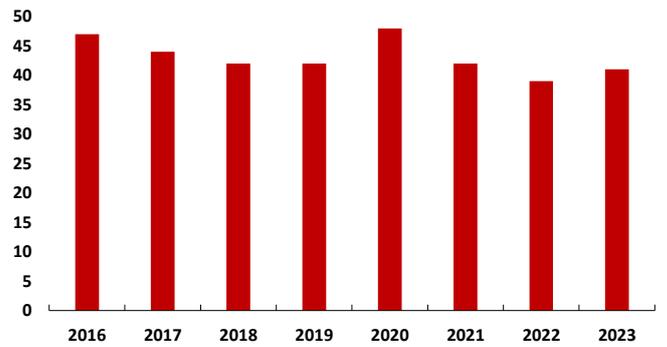
存货和应收账款周转效率保持稳定。2021-2023 年公司存货周转天数维持在 52 天左右, 应收账款天数维持在 40 天左右, 近年保持稳定, 受疫情环境与下游需求影响略有波动。

图 13: 2016-24H1 晶苑国际存货周转天数



资料来源: 公司公告、招商证券

图 14: 2016-24H1 晶苑国际应收账款周转天数



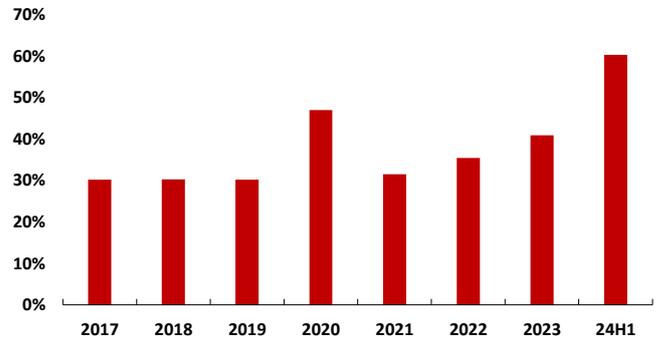
资料来源: 公司公告、招商证券

经营现金流充足, 分红率提升。公司历年经营性现金流净额/归母净利润比值基本高于 100%, 盈利质量较高, 现金流充足。历年分红率在 30% 以上, 24H1 分红率提升至 60%。

图 15: 2014-24H1 晶苑国际经营性现金流净额/归母净利润 图 16: 2017-24H1 晶苑国际分红率



资料来源: 公司公告、招商证券



资料来源: 公司公告、招商证券

二、与优质客户共同成长，一体化&自动化提高效率

1、多元化产品拓宽合作领域，积累优质头部客户资源

公司客户主要包括多个市场的全球领先品牌服装公司，服务 30 多名客户并覆盖超过 50 个品牌。受益于多元化的产品组合，公司通过结合不同产品的制造工艺开发新产品类别并与原有产品交叉推广，从而巩固老客户关系、赢得新客户。休闲及毛衣品类中，公司 1996 年即开始合作彼时规模尚小的客户优衣库，并在多年来与其共同创造了大量品牌畅销品；牛仔服品类中，2006 年开始合作 Levi's；贴身内衣品类中，2007 年开始合作维密；2017 年以来，公司通过收购 Vista 将品类扩展至运动服及户外服领域，逐步成为了安德玛、PUMA、阿迪、耐克、lululemon 等头部运动品牌的供应商。

图 17：晶苑国际主要客户

品类	主要客户
休闲服	    
牛仔服	     
贴身内衣	    
毛衣	   
运动服及户外服	     

资料来源：公司官网、招股书、招商证券

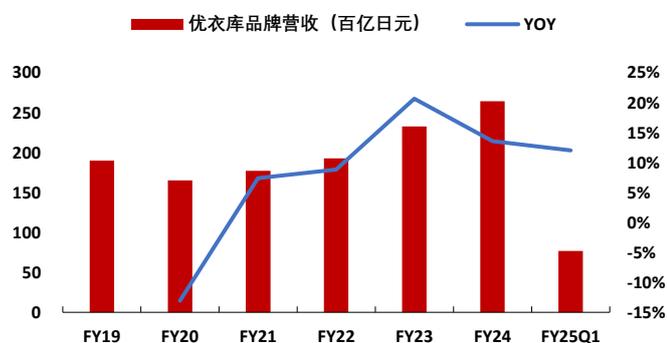
主要客户自身销售表现及成长性较好。

(1) 从最近完整财年的营收增速看：优衣库（尤其欧美地区）销售强劲，运动户外品牌中阿迪复苏，lulu 保持双位数增长，UA 和 Nike 略有承压（但晶苑的供应体量尚小）。优衣库品牌 FY24 营收同比+14%，母公司迅销集团欧洲营收+36%/北美+33%；阿迪达斯 2023 年营收固定汇率下同比-5%，但 2024 年前三季度恢复明显，24Q1-Q3 营收+10%，其中 EMEA 地区（欧洲中东非洲）+17%/北美-6%；安德玛 FY24 营收同比-3%，其中 EMEA 地区+9%/北美-8%；lululemon FY23 营收同比+19%，其中美洲+12%；耐克 FY24 营收固定汇率下同比+1%，其中 EMEA 持平/北美-1%。

(2) 从最新指引看：优衣库长期平均双位数增长，运动品牌预期边际改善。优衣库未来 10 年收入平均增速将达到 12%以上，Adidas 预计 2024 年固定汇率下收入同比增长 10%，UA 预计 FY25 收入同比下滑 10%（其中北美下滑 12-13%，EMEA 持平），lululemon 预计 FY24 收入同比增长 9%。Adidas、UA、lululemon 全年指引较此前均有上调，预期边际改善。

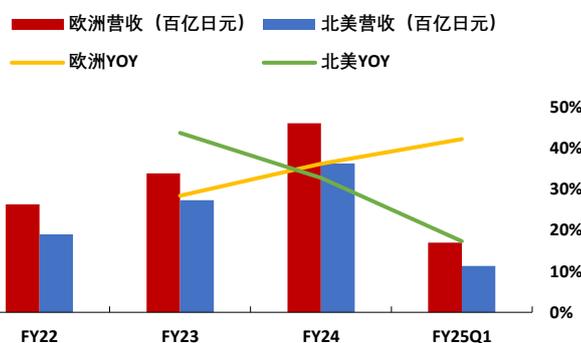
(3)从存货看: 周转天数已处于正常水平。综合 2024 年前三季度, 优衣库(106 天)、Adidas(141 天)、UA(140 天)、lululemon(131) 天、Nike(105 天) 的存货周转天数与过去相比基本已处于正常水平。

图 18: 优衣库品牌营收(百亿日元)及 YOY



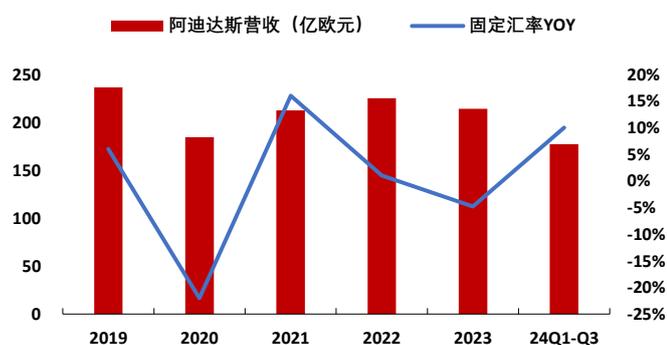
资料来源: 迅销公司公告、招商证券(注: FY24 为截至 24 年 8 月 31 日的财年)

图 19: 迅销集团欧美地区营收(百亿日元)及 YOY



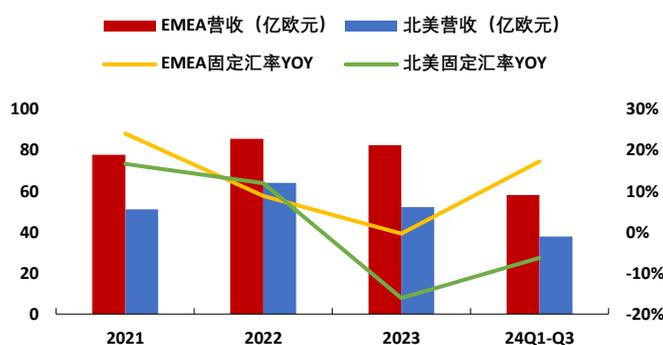
资料来源: 迅销公司公告、招商证券(注: FY24 为截至 24 年 8 月 31 日的财年)

图 20: 阿迪达斯营收(亿欧元)及 YOY



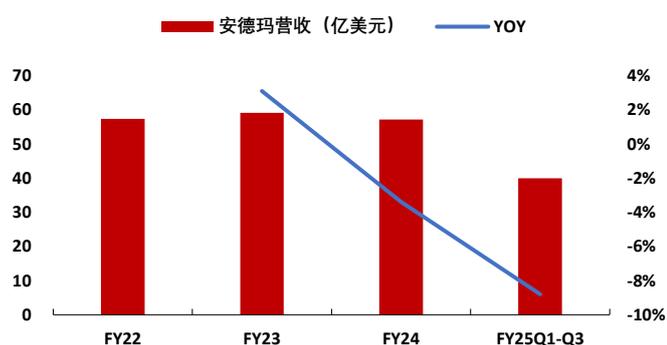
资料来源: Adidas 公告、招商证券(注: 2020、2023 年为非固定汇率下的 YOY)

图 21: 阿迪达斯欧美地区营收(亿欧元)及 YOY



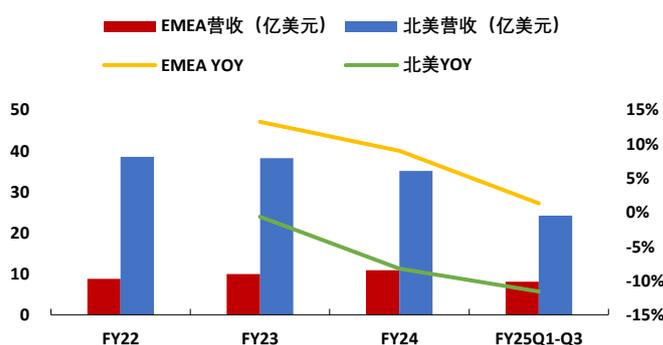
资料来源: Adidas 公告、招商证券

图 22: 安德玛营收(亿美元)及 YOY



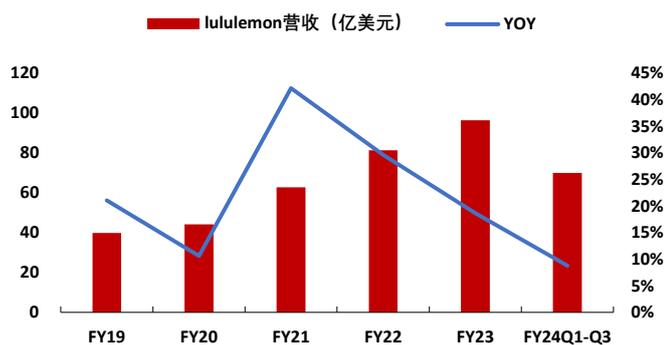
资料来源: UA 公司公告、招商证券(注: FY24 为截至 24 年 3 月 31 日的财年)

图 23: 安德玛欧美地区营收(亿美元)及 YOY



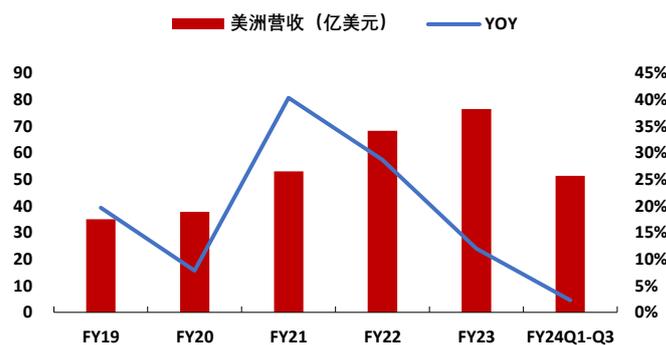
资料来源: UA 公司公告、招商证券(注: FY24 为截至 24 年 3 月 31 日的财年)

图 24: lululemon 营收 (亿美元) 及 YOY



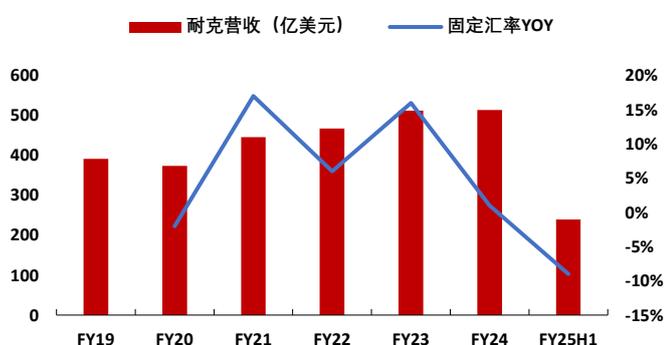
资料来源: lululemon 公告、招商证券 (注: FY23 为截至 24 年 1 月末的财年)

图 25: lululemon 美洲地区营收 (亿美元) 及 YOY



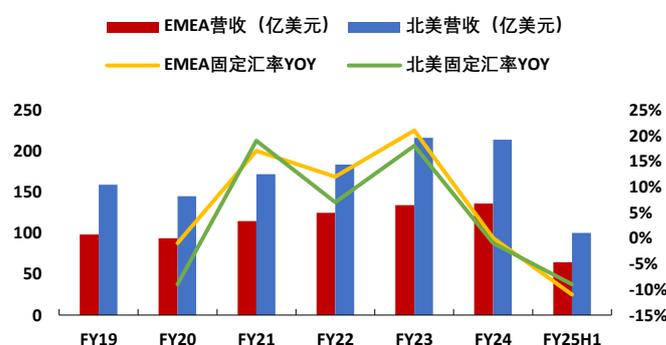
资料来源: lululemon 公告、招商证券 (注: FY23 为截至 24 年 1 月末的财年)

图 26: 耐克营收 (亿美元) 及 YOY



资料来源: Nike 公告、招商证券 (注: FY24 为截至 24 年 5 月 31 日的财年)

图 27: 耐克欧美地区营收 (亿美元) 及 YOY



资料来源: Nike 公告、招商证券 (注: FY24 为截至 24 年 5 月 31 日的财年)

表 2: 品牌客户最新收入指引

品牌公司	最新指引	指引较上次变化
迅销 (优衣库、GU 等)	预计 FY25: 集团综合收入同比+9.5% 长期: 在 FY24 的基础上未来 10 年收入增加 2 倍以上 (经计算 CAGR 约 12%以上)	-
Adidas	预计 2024 全年固定汇率下收入同比+10% (此前指引: 高单位数增长)	上调
UA	预计 FY25 收入同比-10% (此前: 低双位数下滑), 其中北美下滑 12-13% (此前: 下滑 14-16%), EMEA 持平 (不变)	上调
Lululemon	预计 FY24 收入为 104.52-104.87 亿美元, 同比+9% (此前: 增长 8-9%)	上调
Nike	预计 FY25Q3 收入同比下滑低双位数	-

资料来源: 各公司公告、招商证券

根据欧睿数据, 2024 年全球、美国、西欧和亚太地区头部服装品牌和头部运动服品牌中, 晶苑国际合作的已知客户占比达一半以上。

表 3: 2024 年各地区头部服装品牌

排名	全球 TOP10		美国 TOP10		西欧 TOP10		亚太 TOP10	
	品牌服装公司	市场份额	品牌服装公司	市场份额	品牌服装公司	市场份额	品牌服装公司	市场份额
1	Zara	1.6%	Old Navy	2.3%	Zara	3.6%	Uniqlo	3.3%
2	H&M	1.3%	Nike	2.0%	H&M	3.2%	Nike	0.9%
3	Uniqlo	1.3%	Shein	1.8%	Primark	3.1%	adidas	0.8%
4	Nike	1.3%	lululemon	1.7%	Shein	1.6%	HLA	0.8%

5	Shein	1.3%	American Eagle Outfitters	1.3%	Marks & Spencer	1.6%	Bosideng	0.7%
6	adidas	1.0%	Victoria's Secret	1.3%	adidas	1.3%	Zara	0.7%
7	Primark	0.6%	Hanes	1.2%	Nike	1.3%	Anta	0.6%
8	lululemon	0.6%	Under Armour	1.1%	Next	1.2%	H&M	0.5%
9	Old Navy	0.6%	Levi's	1.0%	C&A	1.1%	Fila	0.5%
10	Levi's	0.6%	Carter's	0.9%	Decathlon	0.9%	Shimamura	0.5%

资料来源：欧睿、招商证券（注：红色为已知晶苑客户，黑色尚不明确）

表 4: 2024 年各地区头部运动服装品牌

排名	全球 TOP10		美国 TOP10		西欧 TOP10		亚太 TOP10	
	品牌服装公司	市场份额	品牌服装公司	市场份额	品牌服装公司	市场份额	品牌服装公司	市场份额
1	Nike	7.9%	Nike	6.4%	adidas	9.1%	Nike	9.1%
2	adidas	5.9%	lululemon	5.3%	Nike	8.7%	adidas	8.6%
3	lululemon	3.7%	Under Armour	3.4%	Decathlon	6.2%	Anta	5.7%
4	Under Armour	2.5%	adidas	2.8%	Puma	3.6%	Fila	5.1%
5	The North Face	1.9%	Columbia	1.8%	Zara	2.2%	The North Face	4.9%
6	Puma	1.8%	Athleta	1.3%	Under Armour	2.1%	Li-Ning	4.9%
7	Decathlon	1.4%	The North Face	1.2%	The North Face	1.7%	Xtep	3.3%
8	Columbia	1.3%	Champion	1.2%	Intersport	1.4%	lululemon	2.7%
9	Anta	1.2%	Patagonia	1.1%	Patagonia	1.1%	Uniqlo	2.0%
10	Zara	1.1%	Puma	0.7%	ASICS	0.9%	Puma	1.9%

资料来源：欧睿、招商证券（注：红色为已知晶苑客户，黑色尚不明确）

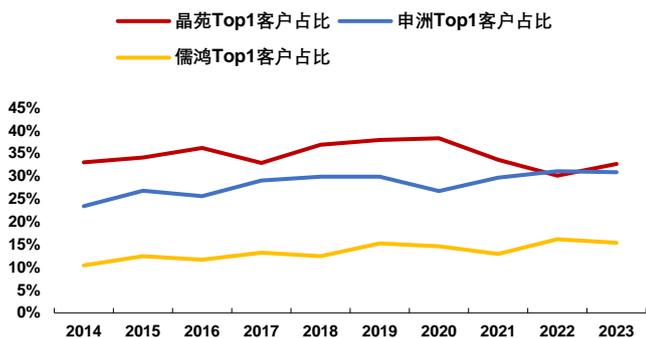
公司第一大客户收入占比 30%以上，前五大客户收入占比 60%以上。2023 年公司第一大客户收入占比约 33%，比同行申洲、儒鸿更高；2023 年公司前五大客户占比约 62%，与同行申洲国际（前五大客户占比约 86%）相比客户集中度较低。

图 28: 晶苑国际第一大客户收入（亿美元）及 YOY 及占比



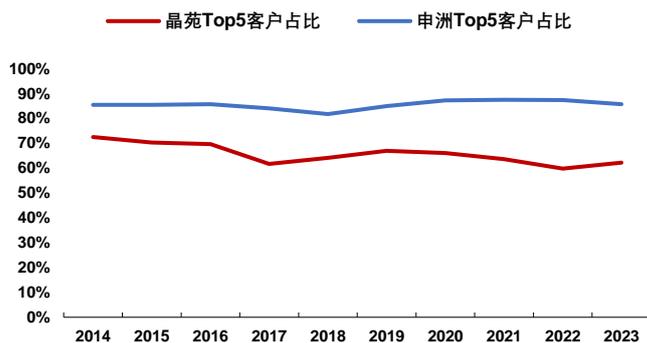
资料来源：公司公告、招商证券

图 29: 2014-2023 制衣龙头头部客户集中度 (Top1 客户)



资料来源: 各公司公告、招商证券

图 30: 2014-2023 制衣龙头头部客户集中度 (Top5 客户)

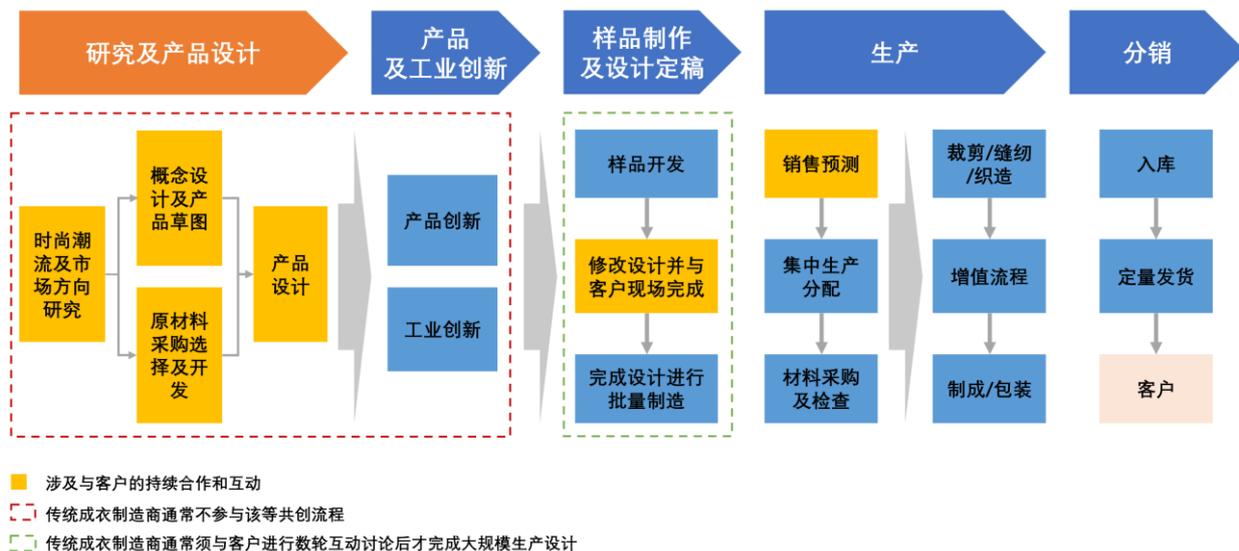


资料来源: 各公司公告、招商证券

2、特有的共创模式优势突出，设计研发能力强

公司拥有独特的共创模式，通过该模式在各个关键阶段向客户提供增值服务，进而提高客户粘性与市场份额。区别于传统 OEM 模式，在整个产品开发及生产过程中，公司像品牌运营商一样思考，向客户提供产品构想，将客户理念转化为产品设计，开发及采购原材料，并创新工序以优化生产成本。例如，公司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，获得较好的市场反馈。该模式有效提升了品牌客户的忠诚度，有助于公司提升市场份额。

图 31: 晶苑国际共创模式



资料来源: 公司招股书、招商证券

通过共创模式，公司成功推出了一系列重要产品，成为客户的畅销款。例如，共创起居服系列，交叉补充休闲服及毛衣的关键制造工艺，从而有效创造公司自身的全新产品类别；共创无钢圈胸围，采用无缝技术并以轻盈的材料代替传统钢丝，显著提高穿着舒适性，同时保持良好外形及支撑，对穿著者身体的压迫点减少，因而使无钢圈胸围成为客户的最畅销产品之一。

表 5: 晶苑国际共创模式下成功推出的重要产品

产品	开发时间	介绍
----	------	----

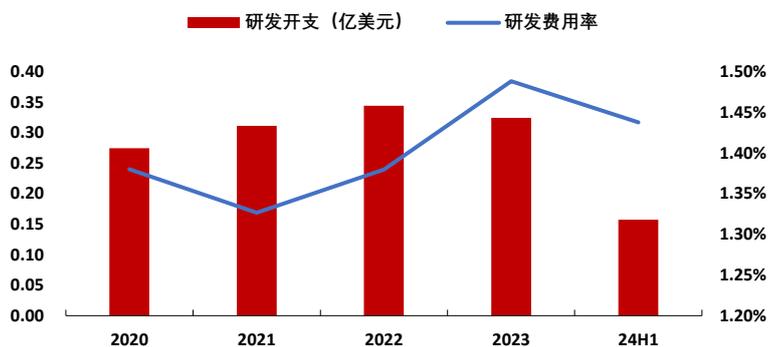
敬请阅读末页的重要说明

产品	开发时间	介绍
亚麻纤维系列	2013 年	公司开发并生产出具有优良品质及合理成本的亚麻纤维服装，并进一步拓展至亚麻纤维混纺或具有更多特点的仿亚麻纤维布料领域。
修身美臀牛仔裤及镭射牛仔裤	2014 年	一种新的女士牛仔裤，具有新颖技术，加强塑形及轮廓效果；亦通过镭射技术加强了牛仔裤的后整效果。
车缝毛衣	2015 年	利用休闲服生产工艺的缝制技术（而非传统的毛衣缝盘技术）生产的新毛衣，该技术大幅缩减了整体生产时间及成本。
无钢圈胸围	2015 年	通过采用无缝技术并以轻盈的材料代替传统钢丝，显著提高穿着舒适性，同时保持良好外形及支撑，对穿著者身体的压迫点减少。
起居服系列	2016 年	交叉使用休闲服及毛衣的关键制造工艺并开发一系列优质起居服产品。起居服系列已经是当时客户最成功的产品之一。
混合服装		综合多种布料及质地，以实现更好产品外观及更高舒适性。主要混合服装包括具有毛衣正面及 T 恤背面对比组成的女士上衣、由针织上衣和印花编织下装组成的女装裙。

资料来源：公司招股书、招商证券

公司持续投入研发，建立研发网络。2020-2023 年公司研发费用率稳定在 1.3%-1.5%，每年研发投入金额稳定在 2500-3500 万美元。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）多地设立多个研发中心，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洗水技术），全方位满足客户需求。

图 32: 晶苑国际研发费用支出（亿美元）及研发费用率（%）



资料来源：公司公告、招商证券

3、全球化产能布局完善，垂直一体化整合进行中

全球化&一体化布局是头部成衣制造商的必经之路。全球成衣制造龙头中，市场份额位于前列的申洲国际、聚阳实业、儒鸿企业都实现了一定程度的产能全球化和一体化布局，他们产能分布于中国、越南、柬埔寨、印尼、斯里兰卡等地，同时产品端实现了从面料到成衣的一体化生产，在交期和成本控制方面优势明显。

表 6: 全球成衣制造龙头对比

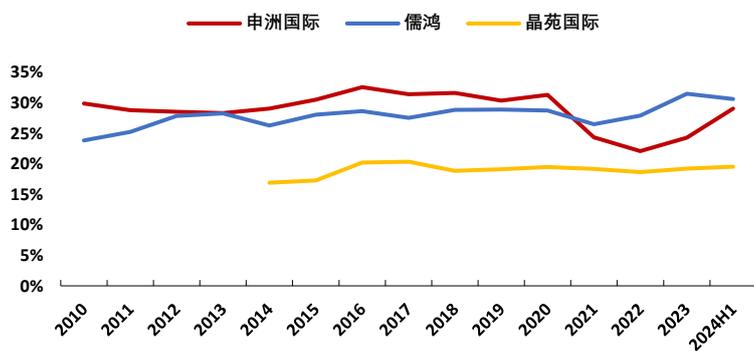
公司	成立时间	上市时间	产能分布	主要客户	产品	营收(亿美元)	净利润(亿美元)	净利率
申洲国际	1990	2005	面料: 中国、越南 成衣: 中国、越南、柬埔寨	耐克、优衣库、阿迪达斯、彪马	面料+成衣(针织运动、休闲服装及内衣)	35.17	6.42	18.3%
晶苑国际	1970	2017	中国、越南、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡	优衣库、H&M、M&S、Gap、Levi's、Target、VF、维密、PINK、安德玛、彪马、耐克、阿迪、lululemon	成衣为主(休闲服、运动户外、牛仔服、内衣、毛衣)	21.77	1.63	7.5%

公司	成立时间	上市时间	产能分布	主要客户	产品	营收(亿美元)	净利润(亿美元)	净利率
聚阳实业	1990	2003	中国大陆、中国台湾、越南、柬埔寨、菲律宾、印尼	OLD NAVY、GAP、ZARA、GU、H&M、HANES Brands、Walmart、Abercrombie&Fitch、Target、DICK'S SPORTING GOODS、KOHLS、TOMS、SANMAR、CATO、OAKLEY、NET、JOE FRESH	面料+成衣(智能服饰、睡衣&家居服&礼品套装、运动服)	10.60	1.30	12.3%
儒鸿	1977	2011	针织面料: 中国台湾、越南 成衣: 越南、柬埔寨、印尼、中国大陆	Lululemon、耐克	针织面料+成衣	10.06	1.69	16.8%
维珍妮	1998	2015	越南、深圳、肇庆、中国香港	维密、耐克、阿迪达斯、优衣库、迪桑特、可隆	贴身内衣、运动产品、消费电子配件、胸杯及其他配件、鞋类	8.97	0.18	2.0%
鲁泰	1988	2000	面料: 中国、越南 服装: 中国、越南、柬埔寨、缅甸	优衣库、PVH、HUGO BOSS	色织布面料+成衣	8.42	0.57	6.8%
超盈国际	2003	2014	中国、越南、斯里兰卡	曼妮芬、爱慕、Triumph、维密、PINK、SPANX、MARKS&SPENCER、安莉芳、华歌尔、Chantelle、安德玛、lululemon、athletica、安踏、斐乐、耐克、阿迪达斯、特步、李宁	弹性织物面料(运动服装&内衣)、弹性织带、蕾丝	5.38	0.44	8.3%

资料来源: 各公司公告、招商证券 (注: 营收、净利润、净利率为 2023 年数据, 但考虑到行业去库存, 利润率可能偏低)

垂直一体化对于制衣行业的生产效率和毛利率有较大的正向影响。对比申洲国际、晶苑国际、儒鸿的毛利率, 晶苑国际毛利率低于 20%, 而申洲国际和儒鸿毛利率在 30%左右, 后者较早布局面料产能, 多年来垂直一体化优势更为明显。

图 33: 申洲国际、晶苑国际、儒鸿毛利率对比



资料来源: 公司公告、招商证券

(1) 公司全球化产能布局完善

公司五大生产基地分别位于中国、越南、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡, 东南亚产能占比提升。2014-2016 年从产能件数来看, 中国和越南占比较高, 共占 70% 以上, 柬埔寨、孟加拉和斯里兰卡占比较低, 多年来东南亚产能占比持续提升, 中国产能占比下降。2021-2023 年从员工数量看, 越南已成为第一大生产基地, 员工数量占比接近 50%, 中国、柬埔寨、斯里兰卡员工数量占比均有所提升。

表 7: 晶苑国际五大生产基地覆盖品类

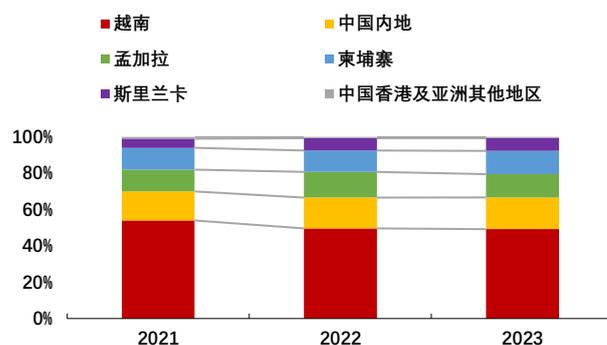
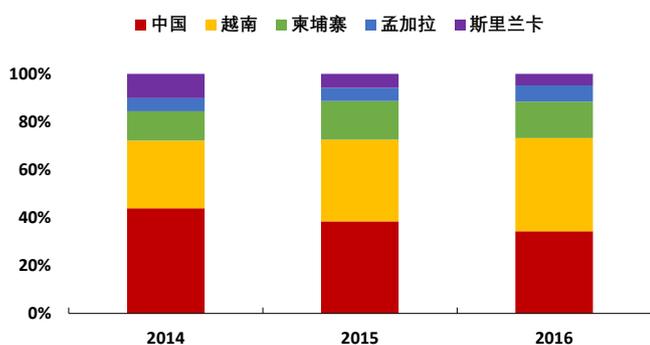
地区	覆盖品类
----	------

地区	覆盖品类
中国大陆	休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服及户外服
越南	休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服及户外服
柬埔寨	休闲服、牛仔服、贴身内衣、运动服及户外服
孟加拉	休闲服、贴身内衣、毛衣
斯里兰卡	休闲服、贴身内衣

资料来源：公司官网、招商证券

图 34：2014-2016 晶苑国际各区域产能占比（按产能件数）

图 35：2021-2023 晶苑国际各区域产能占比（按员工数量）



资料来源：招股书、招商证券

资料来源：公司公告、招商证券

（2）垂直一体化整合进行中

自 2021 年以来,公司通过收购的方式在多地布局面料产能,进行上游垂直整合。2021-2022 年,公司分别收购了一家越南面料厂和一家孟加拉面料厂,用于支持公司在越南和孟加拉制衣工厂的长期面料需求,并收购了毗邻上述越南面料厂的一家工厂,作为公司未来在单一地点垂直整合的试点项目。

图 36：晶苑国际垂直一体化进程



资料来源：公司公告、招商证券

目前公司已成功向品牌客户推荐合成纤维布料产品,正在申请棉质布料产品的认证。考虑到客户对成本和短交期的关注,公司将继续通过内在增长及收购机会,扩大布料的产能和产量,提高使用自产布料制造成衣的比例。随着自有面料工厂的逐步成熟以及面料工厂与制衣工厂之间的合作,将有效促进公司休闲服及运动服业务的市场拓展。

4、自动化及先进管理提高生产效率

公司持续提升自动化水平，从而提高订单灵活性与生产效率。随着自动化设备的应用，公司在生产过程中的各环节持续进行数字化、自动化的工艺创新和流程改造，重新布局工厂以精简生产工序，并在不同生产基地中推广成功经验。

表 8：晶苑国际生产过程的关键技术及设备

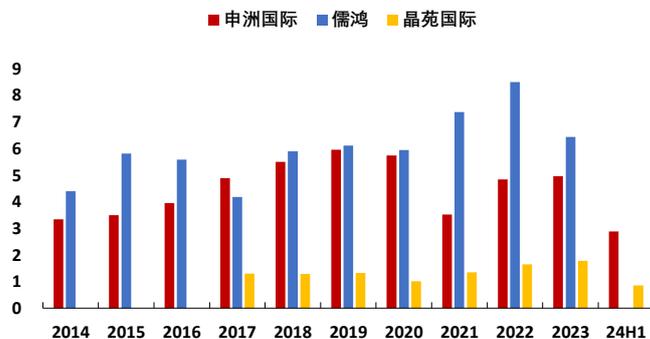
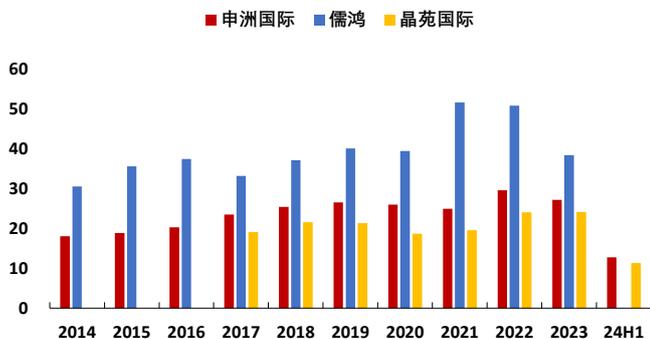
咨询系统	无线射频识别解决方案，其改进生产管理、实时生产状况及数据收集，使生产计划及控制及内部物流安排更加有效
装配	与无线射频识别解决方案及生产系统整合的自动服装吊挂系统，以实现精益生产
	格柏裁布机，自动高效、精确裁布
	日本 Shima Seiki 自动织造机，无需人工操作而生产精密、复杂图案
	自动嵌线/插针机，以自动将线/骨钩针插入套管
增值工艺	自家研发黏合无缝机，用以黏合胸围杯边
	多种自动化机器，包括自动落裤头耳仔机、自动间钮牌机及自动装袋机，提高生产力而降低产本
	自动印浆配方机，提高印花配方的准确度及精密度，有效降低整体印浆消耗及更好控制存货；是纺织业同类机器首创
	高清数码印花机，生产传统方法不可能实现的高清复杂图案
	无水镭射技术，能创建任何图案包括点、线、字和图，透过电脑管理程序执行相关程序
智能服务技术	E-Flow 洗衣机，利用纳米雾化技术将软油分子纳米化，因而不需任何过水工序，达至零排放水
	自家研发花边检查机器，利用镭射光束量度及检查花边宽度差异
	SmartLife 织物技术平台，使用传感器以持续监控人的生命体征
	可洗水 LED 套环及可折叠 LED 条带，融入运动服及其他户外服以增强夜间可视性
	Bio-Morphologic Evolution (「BMETM」)，直接印在服装上的一种新型聚氨酯，向穿著者提供压力，可改善血液流动、增强表现及耐力并防止受伤

资料来源：公司招股书、招商证券

成效显著，公司将继续数字化及自动化进程，降低成本提高营运效率。从公司人效来看，2023 年人均创收 24 万元/人，人均创利 1.8 万元/人，较申洲和儒鸿相比仍有一定差距，但与 2021 年之前相比已有明显提升。

图 37：申洲国际、儒鸿、晶苑国际人均创收（万元/人）对比

图 38：申洲国际、儒鸿、晶苑国际人均创利（万元/人）对比



资料来源：wind、公司公告、招商证券

资料来源：wind、公司公告、招商证券

三、盈利预测及投资建议

未来业绩增长驱动因素：1、**下游服装品牌需求修复：**在经历去库存周期后，成衣制造行业订单逐渐修复，头部服装品牌自身成长性向好，存货恢复正常水平。公司 2024 上半年各品类收入均恢复增长趋势，下半年及以后有望延续。2、**公司运动户外分部持续壮大：**公司 2017 年开始运动服及户外服业务，中间经历多轮外部环境压力，体量仍有较大增长空间。未来伴随垂直一体化深入，公司与客户的合作范围与合作粘性将进一步增强，有望获得新老客户更多订单份额，同时通过生产协同提高毛利率水平。3、**其他品类也将受益于公司完善的产品矩阵与客户积累获得持续增长**，例如运动户外客户对功能性毛衣的需求也将带动公司毛衣品类获得订单增长和毛利率提升。

表 9：晶苑国际盈利预测（亿美元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
休闲服	6.97	6.08	6.81	7.62	8.54
YOY	-5.1%	-12.9%	12.0%	12.0%	12.0%
毛利率	20.0%	19.3%	19.5%	19.8%	20.0%
运动服及户外服	5.57	4.78	5.63	6.76	8.11
YOY	30.5%	-14.2%	18.0%	20.0%	20.0%
毛利率	18.3%	20.1%	21.0%	21.3%	21.5%
牛仔服	5.68	4.73	5.25	5.78	6.36
YOY	-0.6%	-16.7%	11.0%	10.0%	10.0%
毛利率	16.3%	16.1%	16.5%	16.8%	17.0%
贴身内衣	4.71	3.96	4.48	5.02	5.62
YOY	10.0%	-15.8%	13.0%	12.0%	12.0%
毛利率	18.5%	20.5%	21.0%	21.0%	21.0%
毛衣	1.98	2.23	2.52	2.82	3.16
YOY	9.6%	12.3%	13.0%	12.0%	12.0%
毛利率	21.4%	21.2%	21.5%	21.8%	22.0%
营业总收入	25.13	22.10	25.01	28.32	32.14
YOY	6.6%	-12.0%	13.2%	13.2%	13.5%
毛利率	18.4%	18.9%	19.4%	19.7%	19.9%
归母净利润	1.73	1.63	2.01	2.35	2.74
YOY	5.9%	-5.3%	22.9%	17.0%	16.5%
净利率	6.9%	7.4%	8.0%	8.3%	8.5%

资料来源：wind、公司公告、招商证券

预计公司 2024 年-2026 年收入规模分别为 25.01 亿美元、28.32 亿美元、32.14 亿美元，同比增速分别为 13%、13%、13%。归母净利润规模分别为 2.01 亿美元、2.35 亿美元、2.74 亿美元，同比增速分别为 23%、17%、16%。对应 24PE9X，25PE8X，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示

1、汇率及原材料价格大幅波动的风险：公司业务以出口为主，出口地分布于亚太欧美多地，此外公司原材料成本占销售成本比重约 60%，因此汇率及上游原材料价格大幅波动将影响收入与盈利能力。

2、工厂招工不及预期的风险：公司产能全球化布局，招工与产能扩张进度受多

种内外部因素影响，进而影响公司接单能力。

3、下游需求不及预期导致公司接单承压的风险：全球宏观经济波动将影响服装品牌终端销售表现及库存，并进一步影响对中上游制造公司的订单需求。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	1021	1135	1347	1561	1803
现金及现金等价物	455	543	687	822	973
交易性金融资产	0	0	0	0	0
其他短期投资	1	64	64	64	64
应收账款及票据	239	248	281	319	362
其它应收款	43	39	44	50	57
存货	280	239	269	304	345
其他流动资产	2	2	2	2	2
非流动资产	874	840	816	796	779
长期投资	17	17	17	17	17
固定资产	582	551	527	507	490
无形资产	249	246	246	246	246
其他	26	26	26	26	26
资产总计	1895	1975	2163	2357	2582
流动负债	490	481	468	526	594
应付账款	132	141	159	180	204
应交税金	24	19	19	19	19
短期借款	102	64	0	0	0
其他	232	257	290	327	371
长期负债	60	55	55	55	55
长期借款	0	0	0	0	0
其他	60	55	55	55	55
负债合计	550	536	523	581	648
股本	4	4	4	4	4
储备	1338	1431	1632	1766	1923
少数股东权益	4	4	5	6	7
归属于母公司所有者权益	1341	1434	1635	1770	1926
负债及权益合计	1895	1975	2163	2357	2582

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	349	313	260	285	317
净利润	173	163	201	235	274
折旧与摊销	93	84	82	79	76
营运资本变动	36	66	(18)	(21)	(23)
其他非现金调整	48	(1)	(5)	(8)	(9)
投资活动现金流	(135)	(88)	(51)	(50)	(49)
资本性支出	(92)	(44)	(60)	(60)	(60)
出售资产获得的现金	1	1	1	1	1
投资增减	3	65	0	0	0
其它	(43)	17	7	9	10
筹资活动现金流	(145)	(135)	(66)	(101)	(118)
债务增减	(78)	(60)	(64)	0	0
股本增减	0	0	0	0	0
股利支付	54	61	0	101	118
其它筹资	(12)	(13)	(2)	0	0
其它调整	(108)	(122)	0	(201)	(235)
现金净增加额	54	88	143	135	151

利润表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总营业收入	2513	2210	2501	2832	3214
主营业务收入	2491	2177	2469	2800	3178
营业成本	2028	1760	1983	2241	2537
毛利	463	418	486	559	641
营业支出	229	245	284	319	359
营业利润	256	205	234	272	317
利息支出	11	13	2	0	0
利息收入	0	0	5	6	7
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
非经常项目损益	(34)	0	0	0	0
除税前利润	213	195	240	281	327
所得税	39	31	38	45	52
少数股东损益	1	1	1	1	1
归属普通股股东净利润	173	163	201	235	274
EPS(元)	0.06	0.06	0.07	0.08	0.10

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业收入	7%	-12%	13%	13%	13%
营业利润	11%	-20%	14%	16%	17%
净利润	6%	-5%	23%	17%	16%
获利能力					
毛利率	18.4%	18.9%	19.4%	19.7%	19.9%
净利率	6.9%	7.4%	8.0%	8.3%	8.5%
ROE	12.9%	11.4%	12.3%	13.3%	14.2%
ROIC	14.5%	11.7%	12.4%	13.3%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	29.0%	27.1%	24.2%	24.6%	25.1%
净负债比率	5.4%	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	2.1	2.4	2.9	3.0	3.0
速动比率	1.5	1.9	2.3	2.4	2.5
营运能力					
资产周转率	1.3	1.1	1.2	1.2	1.2
存货周转率	6.9	6.8	7.8	7.8	7.8
应收帐款周转率	7.9	7.8	8.2	8.2	8.2
应付帐款周转率	11.7	12.9	13.2	13.2	13.2
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.06	0.07	0.08	0.10
每股经营现金	0.12	0.11	0.09	0.10	0.11
每股净资产	0.47	0.50	0.57	0.62	0.68
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.04	0.05
估值比率					
PE	10.4	11.0	9.0	7.7	6.6
PB	1.3	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.1	6.1	5.6	5.0	4.5

资料来源：wind、招商证券（货币单位：美元）

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，仅对中国境内投资者发布，请您自行评估接收相关内容的适当性。本公司不会因您收到、阅读相关内容而视您为中国境内投资者。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。