

晶苑国际 (02232)

证券研究报告

2025年04月01日

客户优势显现，乐观预期 2025

公司是全球领先的成衣制造企业

公司自 1970 年成立以来，专注于为全球知名品牌提供一站式成衣生产解决方案。经过 50 多年的发展，公司已经成为全球领先的服装制造商，并于 2017 年成功在香港联交所上市 (02232.HK)。公司的核心品类包括休闲服、运动及户外服、牛仔服、贴身内衣和毛衣，其中大部分产品类别是其在类别的行业领导者。公司不断拓展其业务版图，凭借多品类及全球化生产布局，已在越南、中国、孟加拉、柬埔寨和斯里兰卡等五个国家设有约 20 座现代化工厂，员工总数接近 80,000 人，年产量超过 4.7 亿件，成为诸如 UNIQLO 等国际知名品牌的重要合作伙伴。

多年来盈利能力稳步提升，长期有望加速成长。从 2019 年到 2024 年，公司的收入和归母净利润在波动中前进，复合年增长率 (CAGR) 分别为 0.24% 和 5.64%。公司通过提升生产效率和加强成本控制，成功实现了利润的快速增长。2024 年公司下游品牌客户销售势头复苏使订单需求有所增加，公司实现总收入 24.7 亿美元，同增 11.8%；公司实现归母净利润 2.0 亿美元，同增 22.7%，显示出公司在营收和盈利能力方面的显著提升。公司下游品牌客户销售势头复苏使订单需求有所增加，业绩进入修复阶段。

共创模式下与优质客户密切合作

全球服装行业动态调整，公司适时推出共创业务模式。为调节环境并在该行业实现成功，全球服装品牌须迅速改变其从产品开发（包括时尚趋势及市场走向分析以及产品上架时间）、研发内容、日益注重可持续发展的制造及供应商安排到日益注重多渠道分销的交付及物流的开展业务的方式。公司像品牌营运商一样思考，公司的共创业务模式为客户提供增值服务，从时尚趋势及市场走向研究、产品理念设计、原材料开发及采购、产品及工业创新、样品制作、全球制造规划及优化、存货管理到物流和交付。

公司具备多国制造及领先的工艺优势。公司已经建立具有多国制造平台的庞大营运规模，其中包括跨越中国、越南、柬埔寨、孟加拉国及斯里兰卡五国的 20 个自营制造设施。同时公司拥有强大的工业创新团队，该团队持续优化公司的生产工艺设计及生产设备。根据香港生产力促进局提供的数据，对于公司的牛仔服生产，生产效率较香港生产力促进局所确定可资比较工厂的生产效率高约 30%至 50%。

公司积极展望 2025

2025 年伊始公司强势开局，有信心于年内取得理想的业绩突破。公司核心客户涵盖极具市场影响力的领先服装品牌。公司将继续与该等主要客户共同成长，并且不断提升渗透率，从而推动自身发展。公司对于 2025 年拥有充足的产能以应对不断增长的订单量充满信心。于 2024 年中期展开的产能扩张预期将助力实现 2025 年全年高效生产。受预期收益增长带来的规模经济所推动，公司的盈利能力预期将持续提高。公司仍将坚定不移地致力维持严格的成本控制、优化资源分配及最大限度地发挥人才潜质。公司精简销售、一般及行政开支以及其他营运开支，旨在实现纯利的增长率高于收益的增长率。

首次覆盖，给予“买入”评级

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 27.4 亿美元、30.11 亿美元以及 33 亿美元；归母净利润分别为 2.3 亿美元、2.7 亿美元以及 3.1 亿美元；对应 EPS 分别为 0.08 美元、0.09 美元、0.11 美元，给予公司 12xPE，按照 1 美元=7.77 港元兑换，对应目标市值 217 亿港元，目标价 7.60 港元。

风险提示：单一客户依赖风险；下游客户需求波动风险、研发设计风险、宏观环境变化风险等。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 5.75 港元

目标价格 7.60 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 2,852.82

港股总市值(百万港元) 16,403.73

每股净资产(港元) 4.16

资产负债率(%) 31.89

一年内最高/最低(港元) 6.21/3.11

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

内容目录

1. 晶苑国际：全球领先成衣制造企业.....	3
2. 盈利能力稳步提升，精细化管理助力长期增长.....	4
3. 共创模式下与优质客户密切合作.....	6
3.1. 高效制造及供应链管理支持多国制造.....	8
3.2. 拥有高效制造工艺，缩短生产周期.....	8
4. 2025 年展望乐观.....	9
5. 盈利预测与估值.....	9
6. 风险提示.....	11

图表目录

图 1：晶苑国际集团发展历程.....	3
图 2：股权结构稳定，管理团队经验丰富（截至 2025 年 3 月 25 日）.....	3
图 3：2019-2024 公司营业收入（亿美元）及 yoy.....	4
图 4：2019-2024 公司归母净利（亿美元）及 yoy.....	4
图 5：2019-2024 年公司毛利率及净利率（%）.....	5
图 6：2019-2024 年公司期间费用率（%）.....	5
图 7：2024 年公司分产品营收（亿美元）.....	5
图 8：2019-2024 年公司分产品毛利率表现（%）.....	5
图 9：2019-2024 年公司分地区营收表现（亿美元）.....	6
图 10：2024 年分地区收入占比（%）.....	6
图 11：晶苑国际共创业务模式.....	7
表 1：晶苑国际集团核心管理人员一览表.....	4
表 2：公司收入拆分（百万美元，%）.....	10
表 3：公司费用预测（百万美元，%）.....	10
表 4：可比公司 PE.....	11

1. 晶苑国际：全球领先成衣制造企业

公司是具备多元化产品组合的全球卓越成衣制造商。自 1970 年成立以来，公司专注于为全球知名品牌提供成衣生产解决方案。经过 50 多年的发展，公司已经成为全球领先的服装制造商，并于 2017 年成功在香港联交所上市（02232.HK）。

公司不断拓展其业务版图，凭借多品类及全球化生产布局，已在越南、中国、孟加拉、柬埔寨和斯里兰卡等五个国家设有约 20 座现代化工厂，员工总数接近 80,000 人，年产量超过 4.7 亿件。

与此同时，公司通过收购及合作，进一步扩展了其在牛仔服、内衣、运动服等领域的市场份额，成为诸如 UNIQLO、UA、VF、Levi's、Victoria's Secret 等国际知名品牌的重要合作伙伴，建立了长期稳定的客户关系。

多元化的产品组合以及其带来的跨分部机遇是公司取得行业领先地位及成功的关键差异化因素。公司的核心品类包括休闲服、运动及户外服、牛仔服、贴身内衣和毛衣，其中大部分产品类别是其所在类别的行业领导者。

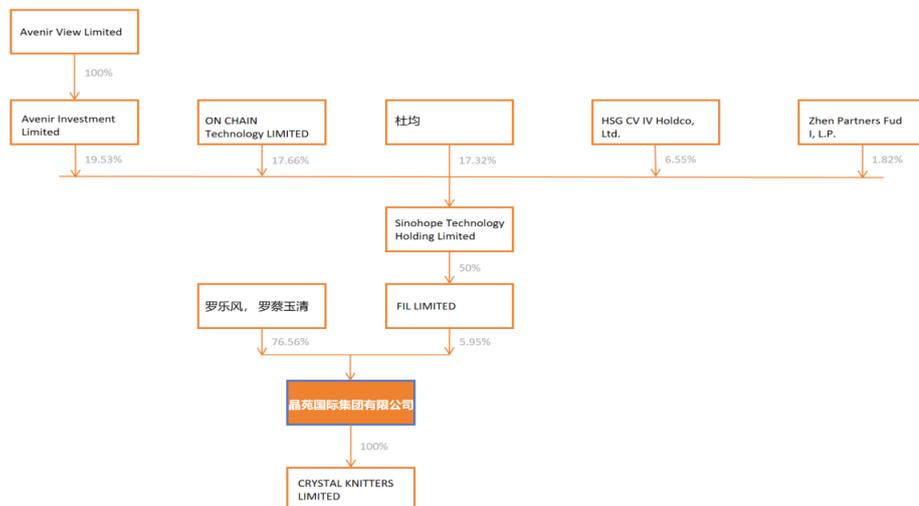
图 1：晶苑国际集团发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

股权结构稳定，管理团队经验丰富。公司拥有一套高度集中的股权结构，以确保公司战略决策的高效执行和业务持续发展。从股权看，罗乐风和罗蔡玉清合计持有 76.56% 股份，FIL LIMITED 持股比例为 6%，体现出投资者和创始团队的深度参与。创始团队保留控制权的同时，引入少数股东，可在不稀释核心权力的前提下获取外部资源。

图 2：股权结构稳定，管理团队经验丰富（截至 2025 年 3 月 25 日）



资料来源：wind，天风证券研究所

从管理团队来看，核心高管在服装制造行业积累了丰富的经验，在供应链管理、品牌合作和市场拓展方面具备深厚的专业背景。董事会主席罗乐风深耕行业逾 60 年，推动公司成为全球领先企业；副主席罗蔡玉清专注财务及行政管理，拥有 50 多年经验。

行政总裁罗正亮负责制订和监督本集团整体发展策略及营运，自 1988 年加入公司以来推动业务扩张。执行董事罗正豪、黄星华分别负责针织业务及休闲、运动和毛衣品类，牛仔服分部总裁黄河精通纺织制造，首席财务官李伟君则在财务及投资管理方面经验丰富。管理团队的专业能力为公司稳健发展提供了有力支持。

表 1: 晶苑国际集团核心管理人员一览表

姓名	职位	背景
罗乐风	董事会主席、执行董事	具有逾 60 年成衣制造行业经验，推动公司成长为全球领先企业，在行业内享有极高声誉，并长期参与行业相关机构及学术合作。
罗蔡玉清	董事会副主席、执行董事	作为公司联合创始人，自企业成立以来负责财务及行政管理，拥有超过 50 年企业运营经验。
罗正亮	行政总裁、执行董事	1988 年加入公司，2008 年接任行政总裁，负责制订和监督本集团整体发展策略及营运。毕业于加拿大多伦多大学，曾任香港纺织业相关机构董事。
罗正豪	执行董事	负责针织业务销售及运营，拥有丰富的行业经验。2001 年毕业于多伦多大学商业学士学位，曾在花旗集团工作。
黄星华	执行董事	现任针织部总裁，负责休闲服、运动及户外服和毛衣业务，并支持企业职能并制订策略及管制政策，具备深厚的生产及管理经验。
黄河	牛仔服分部总裁	负责牛仔服业务，具备超 30 年行业经验。毕业于香港理工大学（前香港理工学院），精通纺织及制衣管理。
李伟君	首席财务官（CFO）	拥有财务、会计及投资者关系管理经验，曾任职多家上市公司，持有多伦多大学商学士学位及加拿大约克大学 MBA 学位。

资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 盈利能力稳步提升，精细化管理助力长期增长

24 年迎来业绩修复期，有望加速成长。从 2019 年到 2024 年，公司的收入和归母净利润在波动中前进，复合年增长率（CAGR）分别为 0.24%和 5.64%。尽管 2019-2024 年收入端 CAGR 增长缓慢，但公司通过提升生产效率和加强成本控制，成功实现了利润的快速增长。整体来看，公司业绩波动与下游景气度息息相关，收入端在 2019 年受到中美贸易摩擦影响、2020 年新冠疫情下产能利用率下降、2023 年海外客户去库存导致订单下滑。2024 年公司下游品牌客户销售势头复苏使订单需求有所增加，公司实现总收入 24.7 亿美元，同增 11.8%；公司实现归母净利润 2.0 亿美元，同增 22.7%，显示出公司在营收和盈利能力方面的显著提升，业绩开始进入修复阶段。

图 3: 2019-2024 公司营业收入（亿美元）及 yoy

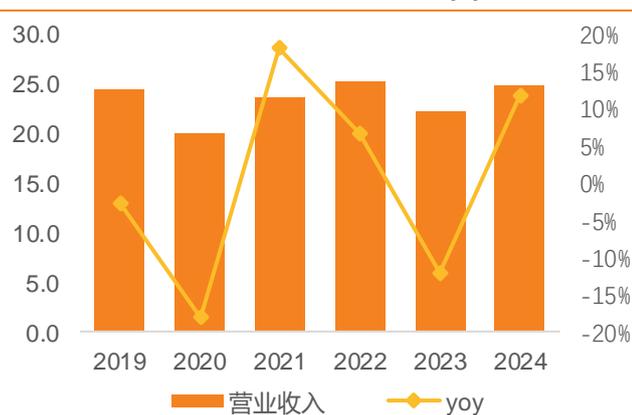


图 4: 2019-2024 公司归母净利润（亿美元）及 yoy



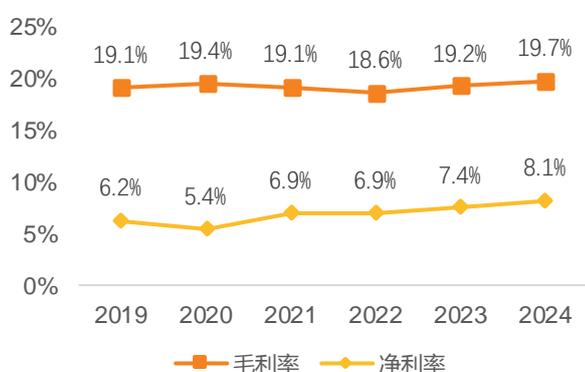
资料来源: wind, 天风证券研究所

资料来源: wind, 天风证券研究所

盈利能力看,公司的毛利率和净利率表现出较强的稳定性。2019年,公司毛利率为19.1%,净利率为6.2%;2024年,毛利率为19.7%,净利率为8.1%。尽管在2020年受到疫情影响,净利率有所下降,但整体来看,公司毛利率和净利率均呈现稳步上升趋势。特别是在2023年,公司通过优化成本控制和提高生产效率,毛利率同比提升0.6个百分点,显示出公司在不利市场环境下仍具备较强的盈利能力。24年公司毛利率19.7%同增0.5pct,主要系生产运营效率优化。

期间费用控制方面表现出色,24年期间费用率显著优化。过去五年,公司期间费用率整体呈现下降趋势,尤其管理费用率从2019年的10.7%下降至2024年的7.3%,主要是公司通过优化运营流程和提升管理效率,成功降低了管理费用率;财务费用率从2019年的0.7%下降至2024年的0.5%,继续保持良好的财务状况;销售费用率从1.1%略上升至1.6%,加大营销与推广力度。整体看公司通过优化管理、提高效率和调整市场策略,逐步提升了整体运营水平。

图 5: 2019-2024 年公司毛利率及净利率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019-2024 年公司期间费用率 (%)



资料来源: wind, 天风证券研究所

公司产品结构较为多元,休闲服/运动及户外服/牛仔为前三大主要品类。2024年,公司实现总收入24.70亿美元,收入占比看,休闲服/运动及户外服/牛仔服/贴身内衣/毛衣的收入分别为6.9/5.6/5.2/4.4/2.7亿美元,收入占比分别为28%/23%/21%/18%/11%。毛利率看,24年休闲服装的毛利率为19.4%,运动服及户外服的毛利率为20.6%,牛仔服的毛利率为16.4%,贴身内衣的毛利率为20.8%,毛衣的毛利率为23.1%。其中毛衣的毛利率最高,显示出其在产品组合中的高附加值。具体来看,24年各品类毛利率均有提升,其中休闲服毛利率+0.1pct/运动服及户外服+0.5pct/牛仔+0.3pct/内衣+0.3pct/毛衣+1.8pct;毛衣的毛利率有所提高,主要由于经营杠杆及生产效率提高。运动服客户的高性能毛衣持续产生可观毛利。

图 7: 2024 年公司分产品营收 (亿美元)

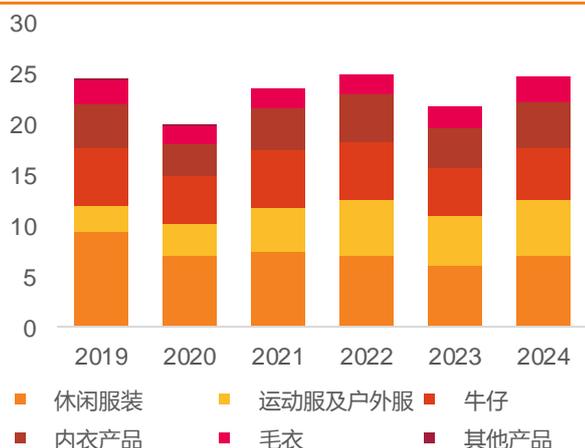
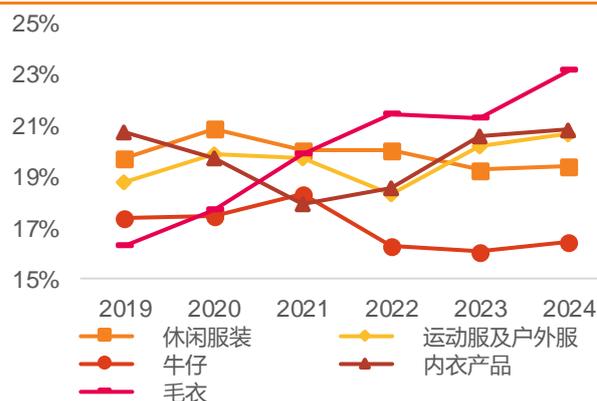


图 8: 2019-2024 年公司分产品毛利率表现 (%)

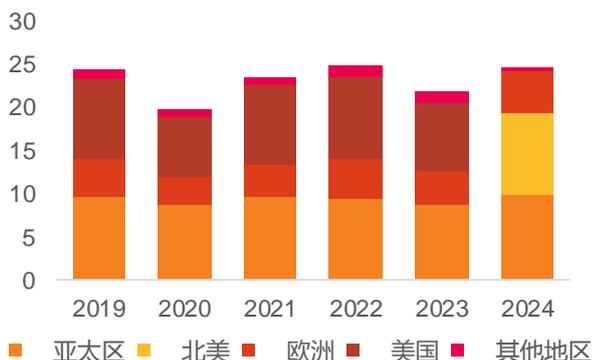


资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

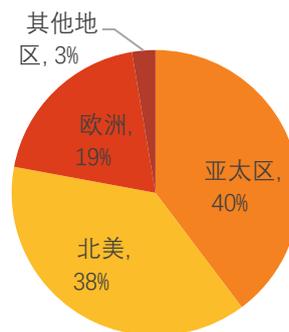
公司的主要收入来源为亚太区和北美，欧洲业务取得快速拓展。亚太地区主要包括日本、中国及韩国，2024 年亚太地区+北美两个地区的收入分别占总收入的 40%和 38%，分别同比增长 12%/20%左右。欧洲地区（主要包括英国、法国、德国及荷兰）的收入虽然占比相对较小，但增长速度最快，同比增长 24%。这些数据显示公司在全球多个市场都有稳定的收入来源，尤其是在亚太区和北美市场表现尤为突出。同时，欧洲市场的快速增长也表明公司在该区域的业务扩展取得了显著成效。

图 9：2019-2024 年公司分地区营收表现（亿美元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：2024 年分地区收入占比（%）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 共创模式下与优质客户密切合作

全球服装行业的动态正在发生剧变。为了适应环境并在该行业取得成功，全球服装品牌须迅速改变其从产品开发（包括时尚趋势及市场走向分析以及产品上架时间）、研发内容、日益注重可持续发展的制造及供应商安排到日益注重多渠道分销的交付及物流的开展业务的方式。

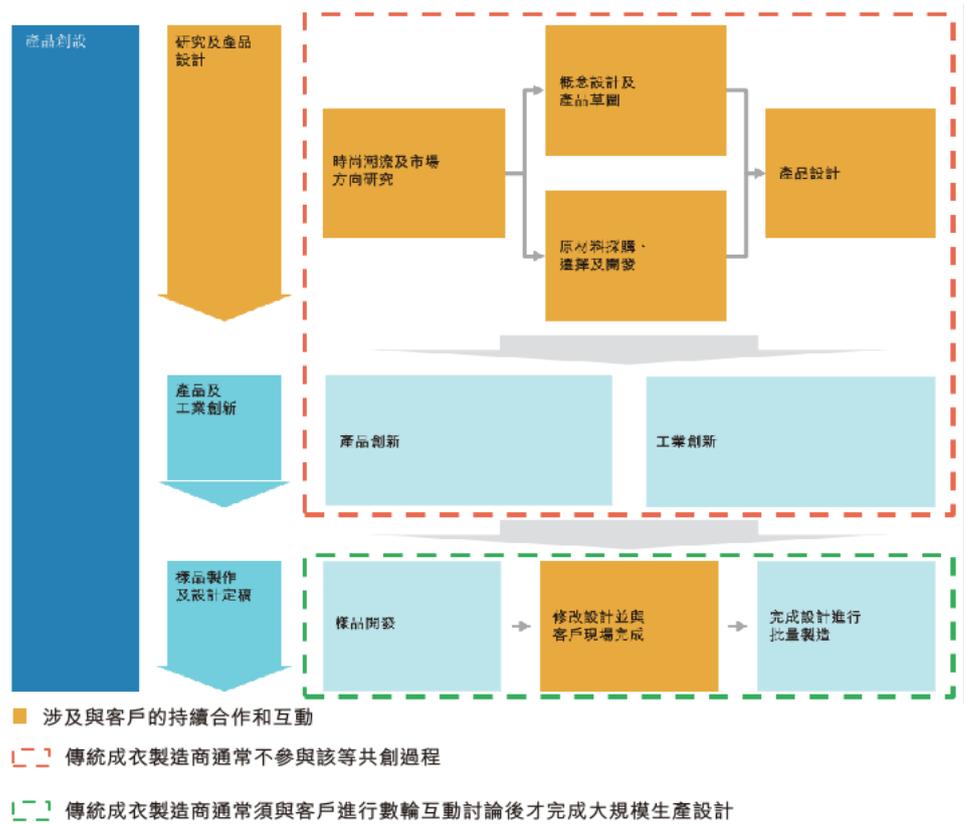
与向全球服装品牌提供一站式采购平台的供应商的合作关系是全球服装品牌实现成功的关键因素，该平台以恰当成本在恰当时间向其提供恰当产品。公司将这种差异化的业务模式称为共创，该模式由公司通过与众多全球领先的服装品牌的数十年行业经验发展而来，满足客户在不断变更的行业环境中的复杂需求。

公司像品牌营运商一样思考，公司的共创业务模式为客户提供增值服务，从时尚趋势及市场走向研究、产品理念设计、原材料开发及采购、产品及工业创新、样品制作、全球制造规划及优化、存货管理到物流和交付。公司的客户非常重视公司共创业务模式的裨益，其他成服制造商无法轻易复制该模式。

共创业务模式使公司面对客户拥有以下优势：

- 1) 缩短产品开发时间：**通过较早较快地与客户的关键决策者提出产品理念及共同开发，可以减少反馈次数及所需时间，同时凭借本身的现场开发能力在短时间内落实产品规格，包括产品设计、原材料开发、产品制成及产品实验室测试；
- 2) 降低原材料成本：**由于公司参与创设产品，可向客户就所选原材料进行建议，因此公司可以就同类原材料向供应商发出更大额的采购订单；
- 3) 缩短产品交货时间：**透过利用自行开发的自动化设备缩短生产时间，以及利用先进的 IT 系统及与供应链合作伙伴的紧密合作提高交货效率，缩短产品执行程序所需的时间。

图 11：晶苑国际共创业务模式



资料来源：公司招股书，天风证券研究所

具体来看：

恰当产品： 公司与客户十年伙伴关系让公司深入了解全球时尚趋势及市场走向（从设计、布料到创新）以及洞悉客户产品需求及其品牌。这让公司了解哪些产品将使特定客户取得商业上的成功并使公司能够通过提出或响应体现客户时尚风格的产品理念而向客户提供产品。

此外，公司共创起居服系列，该系列交叉补充休闲服及毛衣关键制造工艺，从而有效创造公司自身的全新产品类别。公司已共同开发一种采用无缝技术并以轻盈的材料代替传统钢丝的无钢圈胸围，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公司客户的最畅销产品之一。

恰当时间： 通过与客户的密切伙伴关系以及公司对全球时尚趋势及市场走向的深入了解，公司能够较早较快地与客户提出产品理念及开展产品开发，实现加速上架。公司能够在产品开发过程中联系客户的关键决策者，从而让公司于短时间内落实产品规格、获取原材料及开始制造。

这一点加上公司自行开发自动化设备以及工业创新方面突破优化制造过程并让产品可以在较短反应时间内交付予客户上架，使该等产品具有颇高成功商业化率及盈利能力。

恰当成本： 凭借公司在工业及成本工程方面的努力，公司能够开发新制造工艺或技术帮助确保成本效益，同时凭借公司对原材料的洞悉发现适合产品的新布料。例如，公司通过在毛衣生产过程中利用车缝技术替代传统的缝盘工艺开发「车缝毛衣」，大幅缩减整体生产时间及成本。

此外，公司的制造平台提供为客户优化产品成本的多项关键效率。该等效率包括大规模全球采购能力、根据进出口关税或贸易政策选择制造地点以及由数十年服装生产经验（包括生产机器及工艺的制定、员工激励以及采用自动化机器及先进技术）带来的生产效率。

公司以客户为尊的产品开发方式让公司持续共创畅销产品。公司的团队专注于预计、满足及超越客户的期望。公司根据共创模式成功推出的关键产品包括：

亚麻纤维系列 – 公司于 2013 年成功开发并生产具有一贯优良质量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；

修身美臀牛仔裤及激光牛仔裤 – 公司 2014 年开发一种新的女士牛仔裤，这种女裤具有新颖技术，有效创造加强塑形及轮廓效果；公司亦通过激光技术加强这些牛仔裤后整效果；

无钢圈胸围 – 公司 2015 年通过采用无缝技术并以轻盈的材料代替传统钢丝开发一种显著提高穿着舒适性的无钢圈胸围；

起居服系列 – 公司 2016 年成功地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。起居服系列已经是公司客户的最成功产品之一；

混合服装 – 公司生产混合服装，该等服装综合多种布料及质地，以实现更佳产品外观及更高舒适性。公司的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以及由针织上衣和印花编织下装组成的女装裙；

车缝毛衣 – 公司于 2015 年开发一种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。

由于公司强大的共创能力，公司能够开发及推出商业上成功的创新产品以满足客户不断增长的需求，从而保持并加强公司的竞争优势及市场领导力。

3.1. 高效制造及供应链管理支持多国制造

公司已经建立具有多国制造平台的庞大营运规模，其中包括跨越中国、越南、柬埔寨、孟加拉国及斯里兰卡五国的 20 个自营制造设施。根据欧睿数据，亚洲服装制造行业在过去十年中一直整合，其整合乃受出于实现规模经济效应、供应链效益、遵守社会责任方面不断增多的要求以及不断收紧环境法规，而更加集中向拥有大规模产能供应商发订单所推动。

因此公司处于有利地位，可受益于市场整合趋势。自公司创立以来，长期一直在海外经营大规模制造设施。早在 1973 年公司在毛里求斯建立首个海外业务，公司也是将制造设施拓展至中国广东省边境以利用其当时较低成本基础的香港首批成服制造商之一。

公司于 2003 年冒险进入越南，目前是越南最大的国际公司（按服装出口量计）。结合这一先发优势、多年的国际贸易运营经验，该多国制造平台一直是公司能够吸引及挽留客户的关键推动因素之一；原因是公司能够结合不同制造地点的优势（例如较低进口关税、国际贸易政策利益、较低制造成本及强大的本土实力），以支持公司客户在其相关市场的拓展行动及不同增长策略。

3.2. 拥有高效制造工艺，缩短生产周期

公司已在 IT 平台方面作出巨额投资，该平台整合 SAP 企业资源计划系统、无线射频辨识解决方案及生产规划系统以提高公司的经营效率。这让学生能够迅速应对客户要求、密切监控生产负荷及能力、准确计划订单及生产调动，并进行实时监控。公司的 SAP 企业资源计划系统与公司的营运的成功整合使公司赢得「SAP 企业客户中心高级认证」。

公司已经实施专注于提高生产力的精益制造模式。公司拥有强大的工业创新团队，该团队持续优化公司的生产工艺设计及生产设备。根据香港生产力促进局提供的数据，对于公司的牛仔服生产，生产效率较香港生产力促进局所确定可资比较工厂的生产效率高约 30%至

50%。自 2008 年起公司已成功实施 2,000 项以上生产效率提高措施,包括减少原材料用量、减少生产时间、提高自动化水平及优化缝纫及洗衣技术。

过去数年来,公司已在多处生产设施安装 800 部以上自行开发的设备,大幅提高生产效率。此外根据香港生产力促进局提供的数据,对于公司毛衣生产,通过应用创新生产技术、安装先进设备及优化制造程序,公司于过去数年成功将生产效率提高 13%,生产成本降低 10%。根据香港生产力促进局提供的数据,公司认为该公司能够实现优于行业生产效率。凭借公司先进的 IT 系统以及公司与供应链伙伴的密切合作,公司经营高效及整合的供应链管理,令公司能够向客户交付可靠及敏锐响应的服务。

公司 SAP 企业资源计划系统提供从订单生成、采购、制造到物流的营运数据的可见性,令公司能够及时发现改善机会并利用公司强大的数据分析能力持续加强供应链管理。

4. 2025 年展望乐观

2025 年伊始公司强势开局,有信心于年内取得理想的业绩突破。公司核心客户涵盖极具市场影响力的领先服装品牌。公司将继续与该等主要客户共同成长,并且不断提升渗透率,从而推动自身发展。

公司品牌客户数十年来已展现出卓越的业务拓展能力。彼等业务遍及全球,能灵活减低区域经济及消费波动的影响。公司预期可从该等品牌客户迅速恢复的业务拓展中获得更多内生发展机遇。当前的市场趋势要求服装品牌迅速响应市场反馈,并提供更多选择。因此,市场日益青睐能够高效补货及灵活调整产能的服装制造商,而竞争力较弱的制造商或会退出市场。

凭借全面的生产组合、高效营运及领先的研发能力,公司已为把握该转变做好准备。透过共创模式,公司与品牌客户紧密合作,探索全新的产品类别。此外,垂直整合提高了生产灵活性,使公司能够满足客户的多元化需求。2025 年公司将专注于运动服、休闲服及贴身内衣,深化与主要品牌客户的合作。

公司对于 2025 年拥有充足的产能以应对不断增长的订单量充满信心。于 2024 年中期展开的产能扩张预期将助力实现 2025 年全年高效生产。受预期收益增长带来的规模经济所推动,公司的盈利能力预期将持续提高。

公司仍将坚定不移地致力维持严格的成本控制、优化资源分配及最大限度地发挥人才潜质。公司精简销售、一般及行政开支以及其他营运开支,旨在实现纯利的增长率高于收益的增长率。

2025 年资本开支计划与 2024 年相若,主要集中于升级自动化设备、扩大服装产能及建设布厂。公司的稳健现金流量确保其有能力为该等计划提供资金,同时维持稳定的股息派付。为贯彻对股东的承诺,公司将继续分享营运成果。公司一贯透过派发股息为股东提供稳定且不断增长的回报。

基于公司在可预见未来的预测现金流量状况,股息派付仍有提升空间。公司以提高股东回报为目标,将每年积极检讨股息分派框架,确保符合自身财务实力及长期发展目标。

5. 盈利预测与估值

我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 27.4 亿美元、30.11 亿美元以及 33 亿美元;归母净利分别为 2.3 亿美元、2.7 亿美元以及 3.1 亿美元,具体来看:

(1) 营收预测:客户和品类成长构成营收增长的主要驱动。主要客户优衣库业绩指引乐观,有望带动休闲服 2025-2027 年同增 12.0%/10.0%/10.0%。深化和头部运动品牌合作后有望持续提升内部分额,同时公司积极拓展新客户,预计运动服及户外服 2025-2027 年同增

15.0%/12.0%/12.0%。

牛仔服、贴身内衣在 2023 年营收同比下滑显著、2024 年企稳回升，凭借高性能畅销产品开发有望延续稳健增长，预计牛仔服和贴身内衣保持 8% 的增长中枢。毛衣筑牢品类优势，预计维持 10%-12% 左右的增长中枢。

(2) 费率预测：费率有望受益于一体化生产优势和产能提升带来的规模效应，预计运动服及户外服 2025-2027 年毛利率为 21.0%/21.5%/22.0%，其余品类毛利率表现稳定。管理费率受益于规模效应和内部精细化管理有望持续下降，预计 2025-2027 年为 8.8%/8.5%/8.2%。

表 2：公司收入拆分（百万美元，%）

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
营业收入	2,341	2,491	2,177	2,470	2,744	3,011	3,304
yoy	17.9%	6.4%	-12.6%	13.4%	11.1%	9.7%	9.7%
毛利率	19.1%	18.6%	19.2%	19.7%	20.0%	20.1%	20.3%
休闲服	735	697	608	694	778	855	941
yoy	4.6%	-5.1%	-12.9%	14.3%	12.0%	10.0%	10.0%
占比	31.4%	28.0%	27.9%	28.1%	28.3%	28.4%	28.5%
毛利率	20.0%	20.0%	19.3%	19.4%	20.0%	20.0%	20.0%
运动服及户外服	427	557	478	555	638	714	800
yoy	39.9%	30.5%	-14.2%	16.1%	15.0%	12.0%	12.0%
占比	18.2%	22.3%	21.9%	22.5%	23.2%	23.7%	24.2%
毛利率	18.0%	18.3%	20.1%	20.6%	21.0%	21.5%	22.0%
牛仔服	571	568	473	519	560	605	654
yoy	21.5%	-0.6%	-16.7%	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%
占比	24.4%	22.8%	21.7%	21.0%	20.4%	20.1%	19.8%
毛利率	18.3%	16.3%	16.1%	16.4%	16.5%	16.5%	16.5%
贴身内衣	428	471	396	435	470	507	548
yoy	31.3%	10.0%	-15.8%	9.7%	8.0%	8.0%	8.0%
占比	18.3%	18.9%	18.2%	17.6%	17.1%	16.8%	16.6%
毛利率	19.6%	18.5%	20.5%	20.8%	21.0%	21.0%	21.0%
毛衣	181	198	223	267	299	329	362
yoy	1.8%	9.6%	12.3%	20.0%	12.0%	10.0%	10.0%
占比	7.7%	8.0%	10.2%	10.8%	10.9%	10.9%	11.0%
毛利率	19.9%	21.4%	21.2%	23.1%	23.0%	23.0%	23.0%

资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：公司费用预测（百万美元，%）

	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025E	FY2026E	FY2027E
销售费用	24	27	27	39	41	36	40
费率	1.0%	1.1%	1.2%	1.6%	1.5%	1.2%	1.2%
管理费用	240	237	218	214	242	256	271
费率	10.2%	9.5%	10.0%	8.7%	8.8%	8.5%	8.2%
财务费用	7	11	13	11	14	15	17
费率	0.3%	0.4%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利润	163	173	163	201	232	271	307
yoy		5.9%	-5.4%	22.6%	16.0%	16.5%	13.2%

资料来源：wind，天风证券研究所

首次覆盖，给予“买入”评级。公司是全球领先的成衣制造商，我们选取国内代工企业申洲国际（成衣）和华利集团（运动鞋履）作为可比公司，两者 2025 年 PE 平均值为 14 倍。鉴于公司与申洲国际的业务更为接近，同时两者均在香港上市，因此给予公司 12 倍 PE，按照 1 美元=7.77 港元兑换，目标市值 217 亿港元，目标价 7.60 港元。

表 4：可比公司 PE

公司名称	归母净利润增速			PE		
	FY2025E	FY2026E	FY2027E	FY2025E	FY2026E	FY2027E
申洲国际	6.03%	12.04%	11.62%	12.24	10.93	9.79
华利集团	15.96%	14.75%	-	16.41	14.30	-
	平均值			14.33	12.62	9.79

资料来源：wind，天风证券研究所，注：wind 一致性预期（截至 2025 年 3 月 31 日）

6. 风险提示

单一客户依赖风险。由于公司业务集中在少数大客户，倘若任何一个停止与公司进行业务往来或大幅减少订货，会令公司承受巨额亏损风险。如果未能维持公司的现有客户关系或扩大公司的客户基础将对公司的经营业绩及财务状况造成重大不利影响。

客户下游需求波动风险。公司的所有客户为品牌服装公司。因此，公司的业务及经营业绩直接受客户产品需求影响。倘若主要客户由公司所生产的产品的销量下跌或未如预期般增长，客户可能削减采购订单的数量或压低采购价格，继而可能对公司的业务、财务状况及经营业绩造成重大不利影响。

研发设计风险。倘若公司无法预测、识别或及时回应不断变化的消费者喜好或市场趋势，或误判公司产品的市场，业务的增长及成功可能会受到重大不利影响，可能导致销售额严重下滑。

宏观环境变化风险。服装制造行业属全球性质。对客户销售可能会因全球贸易政策及贸易保护措施的不利变化及发展而受到影响，如设置新的贸易壁垒、制裁、抵制及其他措施，而这些因素并非公司所能控制。旨在促进全球贸易的双边或多边协议的影响可能会对成衣制造商（如本公司）造成重大影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com