



港股研究 | 公司深度 | 晶苑国际 (2232.HK)

“织”道系列 5——晶苑国际：基稳链固，一体启新

报告要点

晶苑国际为全球多品类制衣龙头，2016 年公司收购 Vista，成功进军运动服和户外服领域，当前已与优衣库、GAP、Levi's、UA 等多个头部品牌建立合作。当前制衣规模稳健扩容，运动仍为最好的细分赛道，行业格局长期向好，二线供应份额提升空间大、速度快。公司多元布局可快速响应下游品牌的品类策略转变，交叉销售构建差异化竞争优势，供应链端建立全球生产体系，实现当地产能配套及产能灵活调配，享受劳动力成本及节税优势，并通过自动化、共创模式、工艺改进提高固定资产利用率，优化员工管理提高人工效率。此外，公司垂直一体化布局进行中，有望通过缩短交期、提高附加值、强化稳定性，获得品牌更多订单并提升盈利水平。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

晶苑国际 (2232.HK)

港股研究 | 公司深度

投资评级 买入 | 首次

“织”道系列 5——晶苑国际：基稳链固，一体启新

晶苑国际：全球制衣龙头，入局运动驱动成长

晶苑国际为全球多品类制衣龙头，近年来布局运动品类驱动成长。晶苑国际为全球服装代工行业的先驱者，产品矩阵相较同业更为多元均衡，品类涵盖休闲服、运动服、牛仔服、贴身内衣、毛衣等。2016 年公司收购 Vista，成功进军运动服和户外服领域，布局高景气赛道引领公司营收提速，当前已与优衣库、GAP、Levi's、UA 等多个头部品牌客户建立深度合作。公司为家族制企业，实控人罗乐风夫妇持股 76.5%，管理团队经验丰富，二代接班稳定传承，此外公司经营现金流较充足，分红率呈现提升趋势。

制衣长期格局优化，看好运动赛道景气度

制衣行业稳健扩容，运动仍为最好的细分赛道。2024 年，全球服装代工行业规模约为 5181 亿美元，近五年复合增速为 0.6%，其中运动行业空间广阔且未来增长确定性相对较强，品类特征决定产业链各环节盈利能力较优且集中度较高，仍为我们长期看好的优质赛道。

格局长期向好，二线供应商份额提升空间大、速度快。当前，国内对美出口成衣的依存度高，但向外转移趋势明显，而在当下关税成本日益抬升的催化下，纺企布局海外产能的必要性与优越性进一步提升，预计尾部厂商逐步出清，具备海外产能的厂商竞争优势愈发显著。当前头部供应商在品牌中的供应占比趋于稳定，二线优质供应商有望攫取更大的份额空间，理论上最受益行业出清带来的格局优化。

好的定位&深耕供应链筑稳基本面，一体化蓄势待发

定位：好赛道、优客户、多品类。赛道：当前公司赛道布局完善，休闲维稳，运动带来确定性&弹性，牛仔望迎景气边际改善机会。**客户：**深度绑定优质老客筑稳基本盘，拓展运动新客份额提升空间较大。**品类：**多元布局可快速响应下游品牌的品类策略转变，及时获取订单并提升供应链地位，交叉销售构建差异化竞争优势。

造河：降本提效，打造供应链壁垒。晶苑已布局全球化生产网络，实现当地产能配套及产能灵活调配，**降本：**较早布局海外产能使晶苑具备相较同行更低的综合所得税率，且享受到发展中国家劳动成本红利。**提效：**通过改进技术工艺、提高自动化水平、强化员工管理，公司有效赋能生产制造，资产利用率呈现提升趋势并处于业内较优水平。

拓宽：内化上游，垂直一体化布局。短期，公司通过初步的垂直一体化布局缩短交期、减低成本、提升生产稳定性，有望获得品牌更多订单，同时提升自身盈利水平；长期，通过内化面料研发形成业务闭环，竞争力远高于仅参与成衣加工环节的制衣商，有望获得更高的估值溢价。

盈利预测与估值

展望来看，收入端，公司产能布局调整趋于稳定，下游老客品类扩张&份额提升叠加运动新客拓展带来订单增量，有望在三年内维持双位数以上增长；利润端，受益于自动化能力提升的降本增效以及一体化带来的毛利率提升，业绩增速预期高于收入。预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 2.3、2.6、3.0 亿美元，对应 PE 分别为 7、6、5X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

1、下游需求恢复不及预期；2、原材料价格波动；3、产能爬坡不及预期；4、海外加征关税风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 4.37

注：股价为 2025 年 6 月 26 日收盘价



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

晶苑国际：全球制衣龙头，入局运动驱动成长	6
多品类服装代工龙头，收入修复、利润稳升	6
发展复盘：行业先驱，纵横布局	8
管理：股权集中的家族企业，二代接班再出发	10
行业长期格局优化，看好运动赛道景气度	11
制衣行业稳健扩容，运动仍为最好的细分赛道	11
格局长期向好，二线供应商份额提升空间大	14
好的定位&深耕供应链筑稳基本面，一体化蓄势待发	17
定位：好赛道、优客户、多品类	17
造河：降本提效，打造供应链壁垒	21
拓宽：内化上游，垂直一体化布局	28
风险提示	32

图表目录

图 1：2024 年，公司实现营收 24.7 亿美元，同比+11.8%	7
图 2：2024 年，公司实现净利润 2 亿美元，同比+22.6%	7
图 3：公司毛利率与净利率实现稳中有升	7
图 4：公司管理费用率呈现逐年下降趋势	7
图 5：2024 年，公司休闲服/运动户外服占比分别为 28%/22%	8
图 6：2024 年，公司亚太/美国市场占比分别为 40%/38%	8
图 7：公司分品类营收增速拆分	8
图 8：公司分品类毛利率情况	8
图 9：晶苑国际发展历史	9
图 10：晶苑国际股价及估值复盘	10
图 11：公司股权结构（截至 2024/12/31）	10
图 12：除 2024 年以外公司历年来净现比均在 1 以上	11
图 13：公司分红率呈现提升趋势	11
图 14：2024 年全球服装零售额达 1.45 万亿美元	12
图 15：运动鞋服行业增速显著优于其他品类	13
图 16：运动产业链各环节均能产生大市值公司，并享有较好的估值水平	14
图 17：运动服品牌集中度明显高于其他服装品类	14
图 18：中国成衣出口仍对美国依存度较高	15
图 19：中国/东南亚国家服装出口美国占比逐年下降/提升	15
图 20：Nike 产能结构中中国占比逐年减少	16
图 21：Adidas 产能结构中中国占比逐年减少	16
图 22：品牌对制造商考核趋于全面、严格	16
图 23：品牌商供应链集中趋势有所放缓，二线供应商份额提升空间大	17
图 24：2017 年及 2024 年晶苑国际营收结构	18

图 25: 2006 年及 2024 年申洲国际营收结构	18
图 26: 运动行业增速高, 且在服装行业景气下行阶段更具韧性	18
图 27: 未来全球休闲服市场规模预计维持约 5%左右增速	18
图 28: 近期复古回潮, 牛仔为 Top2 关键词	18
图 29: 主要服装制造商客户结构	19
图 30: 公司第一大客户销售额及占比	20
图 31: 优衣库女装占比显著提升	20
图 32: 晶苑通过交叉销售提高单一客户的销售额	21
图 33: 公司东南亚产能占比逐年提升	22
图 34: 公司与下游品牌主要生产国布局重合度	22
图 35: 各国劳动力成本、结构、素质、增速比较: 越南&印尼&柬埔寨相对具备优势	23
图 36: 公司综合所得税率目前处于行业中游	24
图 37: 公司人均薪酬处于同业较低水平	24
图 38: 越南牛仔工厂自动化智能仓库	25
图 39: 自动化 T 恤制造流程	25
图 40: 制造流程的自动化及可拓展方案	26
图 41: 公司共创模式	26
图 42: 2024 年各职级员工培训情况	27
图 43: 公司品质记分卡及目标	27
图 44: 晶苑国际与申洲国际每月平均员工流失率比较	28
图 45: 公司人均创收及人均创利均呈增长趋势	28
图 46: 公司“固定资产周转率*毛利率”指标近年来提速	28
图 47: 公司持续收购、自建布厂, 进行产业链垂直一体化整合布局	29
图 48: 面料制造环节人工成本占比低于成衣制造	29
图 49: 申洲国际为 Nike 研发的 Flyknit 技术	29
图 50: 2020 年, 一体化布局的企业业绩波动幅度低于非一体化企业	30
图 51: 纺织制造产业链各环节利润分配	30
表 1: 主要服装代工上市公司情况一览	6
表 2: 公司管理人员情况	10
表 3: 服装代工企业市占率测算	12
表 4: 主要运动赛事及其赞助商情况	13
表 5: 国内制衣龙头产能布局情况	15
表 6: 公司核心合作品牌经营情况一览	19
表 7: 晶苑部分交叉研发产品	21
表 8: 部分国家企业所得税税收政策梳理	23
表 9: 公司在咨询系统、装配、增资工艺、智能服务技术上的改良与升级概览	25
表 10: 共创模式下的技术/产品创新	27
表 11: 不同布料自供比例下的毛利率改善测算	31
表 12: 晶苑国际盈利预测	31

晶苑国际：全球制衣龙头，入局运动驱动成长

多品类服装代工龙头，收入修复、利润稳升

晶苑国际为全球多品类制衣龙头，与下游多个头部品牌建立长期合作。晶苑国际创立于1970年，2017年在联交所上市，具备50余年的服装代工历史，为全球服装代工行业的先驱者，2016年公司在业内按产量计排名第一，按产值计排名第二。相较同业，公司的产品矩阵更为多元、均衡，品类涵盖休闲服、运动服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、户外服等，并与全球前十大服装品牌中的七家建立长期合作，主要客户包括优衣库、GAP、Levi's、Victory's Secret、UA等。FY2024，公司分别实现营收/净利润24.7/2.0亿美元，同比+13.4%/+22.6%。

表 1：主要服装代工上市公司情况一览

公司	成立时间	市值 (亿元)	2024 年代工品类	主要客户	2024 年收入 (亿元)	2024 年净利润 (亿元)
晶苑国际	1970	132	休闲服 (28%)、运动服(22%)、牛仔服(21%)、贴身内衣(18%)、毛衣(11%)	优衣库、GAP、Levi's、Victory's Secret、UA	178	14.4
申洲国际	1990	786	运动服 (69%)、休闲服装 (25%)、内衣 (5%)、其他 (1%)	Nike、优衣库、Adidas、Puma	287	62.4
聚阳实业	1990	158	成衣 (98%)：流行服饰、运动服饰、睡衣服饰；针织布	GAP、Target、迅销、Nike、UA	80	9.2
儒鸿	1977	271	成衣：运动服、休闲服、内衣、泳衣等	lululemon、Nike、UA	82	14.8
广越	1995	21	成衣：羽绒服、树脂棉服、高级针织成衣、功能性外套	Adidas、VF、Montbell、lululemon	37	0.9
盛泰集团	2007	38	成衣 (62%)：轻奢、休闲、运动	拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、FILA	36	0.5
鲁泰 A	1988	46	衬衣 (23%)	Uniqlo、Burberry、PVH、BOSS	60	4.1

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所 注：市值截至 2025/5/28

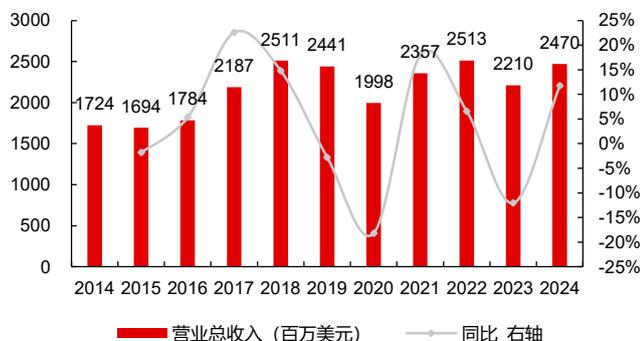
公司收入经历波动后逐步修复，利润率稳中有升。分阶段来看：

1) 2015~2017 年：收入&利润双升。 营收提速明显主因收购 Vista 后品类扩张至运动户外品类，叠加共创模式下主要品类的订单增加，毛利率在客户结构优化&产能外迁降低成本下，提升~3pct 至 20%，拉动利润提升；

2) 2018~2023 年：收入波动，利润率维稳。 2018 年大客户市占率提升下公司订单增速可观，但因成本控制不佳当年毛利率承压。而后受中美贸易摩擦影响，公司加速收缩国内产能并转移至海外，期间公司预计由于扩产谨慎导致收入增速承压，2023 年在海外去库影响下收入再度下滑，但在稳定的成本控制与品类结构调整下公司毛利率长期稳定在 19% 左右，且在自动化能力提升&工厂运营成熟下管理费用率逐年下滑，净利率稳步提升至 7% 以上，盈利能力逐年改善；

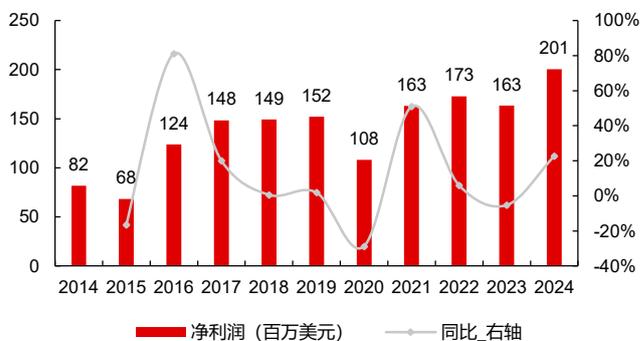
3) 2024 年: 收入利润齐升。2024 年海外下游品牌去库结束后公司订单增长恢复正增, 运动品类占比提升带动毛利率、净利率延续增长, 步入增长新阶段。

图 1: 2024 年, 公司实现营收 24.7 亿美元, 同比+11.8%



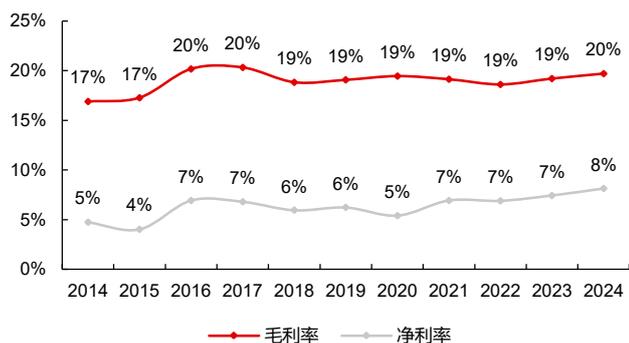
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 2: 2024 年, 公司实现净利润 2 亿美元, 同比+22.6%



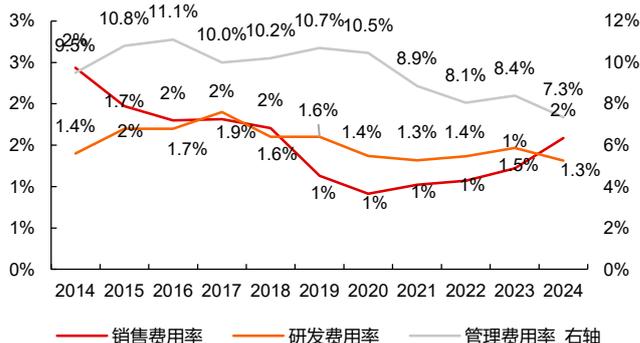
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 3: 公司毛利率与净利率实现稳中有升



资料来源: Wind, 长江证券研究所

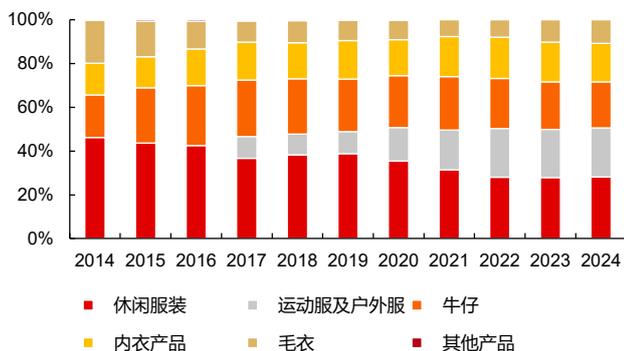
图 4: 公司管理费用率呈现逐年下降趋势



资料来源: Wind, 长江证券研究所

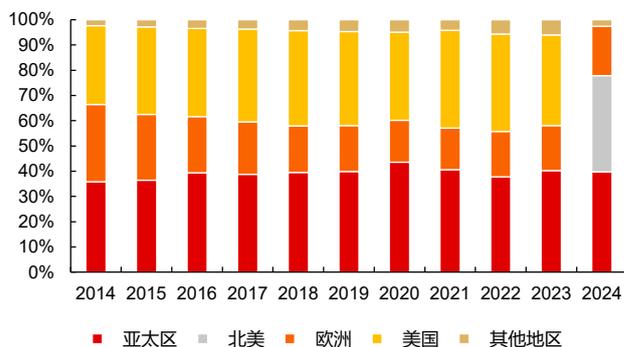
收入分结构来看, 运动及户外产品占比逐渐提升, 成为近年来营收增长主要驱动。分品类, 公司 2017 年后运动及户外品类占比逐年提升, 供应份额提升叠加赛道景气度更优下运动及户外增速高于其余品类, 2017~2024 年营收 CAGR 达 14%, 2024 年收入占比已达 22%仅次于休闲服装。此外, 运动及户外毛利率位于 17%~21%, 近年趋势提升下 2024 年毛利率达 20.6%, 仅次于毛衣和内衣, 为最景气且盈利较优的品类。分地区, 公司主要市场为亚太与北美, 2024 年占比分别达 40%/38%。

图 5：2024 年，公司休闲服/运动户外服占比分别为 28%/22%



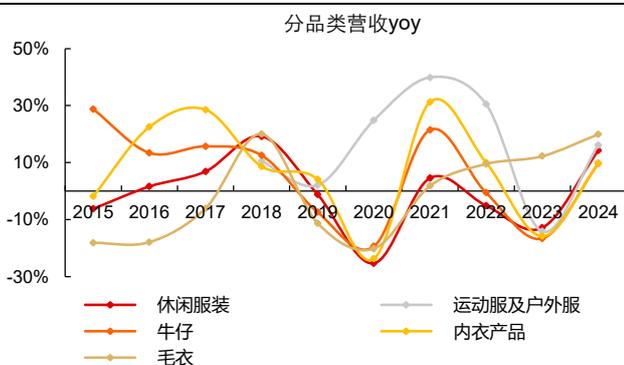
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 6：2024 年，公司亚太/美国市场占比分别为 40%/38%



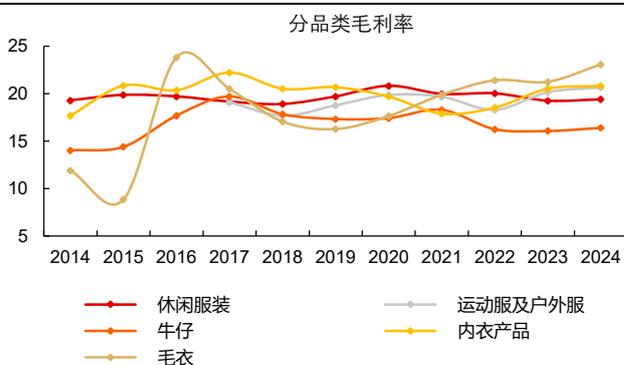
资料来源：Wind，长江证券研究所 注：2024 财年分地区收入口径有变化

图 7：公司分品类营收增速拆分



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 8：公司分品类毛利率情况



资料来源：Wind，长江证券研究所

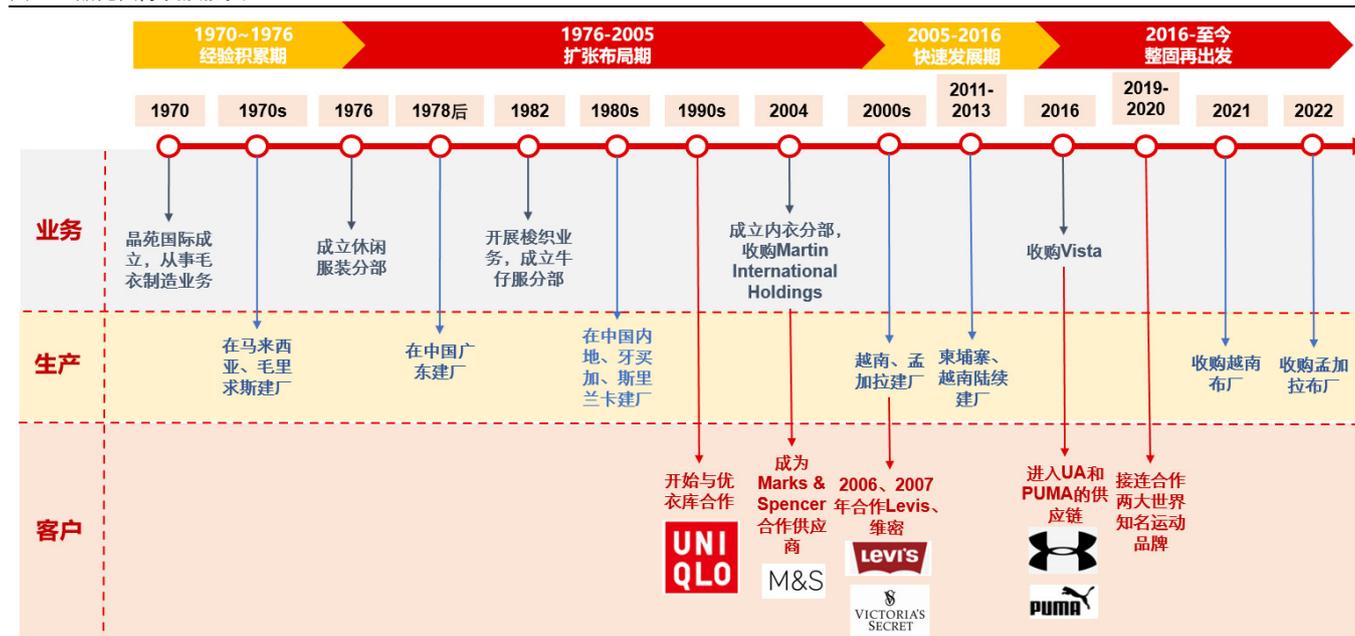
发展复盘：行业先驱，纵横布局

复盘公司五十余年发展历史，主要可划分为四个阶段：

- 经验积累期（1970~1976）：**1970 年，创始人罗乐风及其妻子罗蔡玉清共同成立晶苑集团，以毛衣业务起家。配额制度背景下，公司在 70 年代初尝试出海建厂，并在低成本的免配额环境与临近欧洲的地理位置下选定了马来西亚与毛里求斯作为海外建厂的第一站。70 年代，公司与 Mast Industries 合资成立子公司 Sinotex，为公司带来大量中国劳动力及出口配额、在中国设立及经营生产基地的早期经验以及对西方风格与中国家族式管理的洞察。
- 扩张布局期（1976~2005）：**1976 年公司成立休闲服装部，并以此为基础构建起之后的多品类矩阵，依次成立牛仔服分部、内衣分部。生产方面，公司 1980 年后开始现代化进程，实施先进的工业工程及电脑化程序，并将生产基地扩张至中国、牙买加、斯里兰卡、越南、孟加拉等地，建立全球生产网络。1990 年代中期，罗乐风先生意识到配额制度即将结束，具备高品质和竞争力价格的制造商将取代过往配额厂商，于是首先将日本设为目标市场，测试公司在无配额限制市场的竞争力，并开始与优衣库建立长期、稳定的合作关系，2004 年与 H&M 建立牛仔服业务合作并之后拓展至贴身内衣及休闲服，并于当年收购 Martin International Holdings，成为 Marks & Spencer 合作供应商。

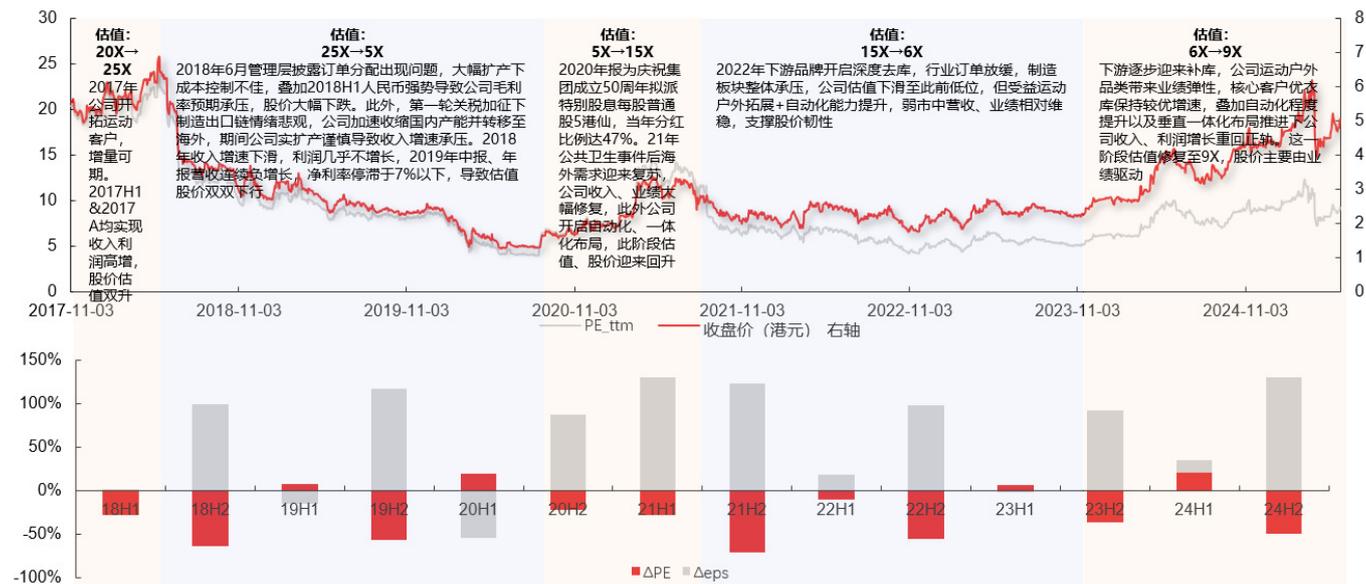
- 3) **快速发展期 (2005~2016)**: 2005 年起配额制度逐步取消, 全球制衣行业竞争加剧, 公司上一阶段在产能与客户方面的布局积累使其脱颖而出, 之后又在 2006 年成为 Levi's 战略合作伙伴, 成为其全球最大供应商之一, 2007 年又与全球知名内衣品牌合作, 共同打造众多核心产品。**综合来看, 公司一方面通过收购供应商进行客户拓展, 另一方面凭借交叉销售与共创能力获得口碑进行合作扩张。**此外公司顺势作出专注于主要生产基地、发展大型制造设施的决定, 在越南、孟加拉等地继续建厂, 2016 年产能占比达 39%、15%, 并为其规模发展奠定生产能力基础, 2016 年公司已成为全球制衣龙头, 市占率位居前二。
- 4) **整固再出发 (2016~至今)**: 公司收购 Vista (一家制造设施位于越南及柬埔寨的新加坡运动成衣制造商), 进入 UA 和 PUMA 的供应链, 从而成功进军高景气的运动和户外服赛道, 引领公司营收 2017-2019 年增长提速, 之后晶苑陆续与更多全球头部运动品牌建立合作。产能维度, 2018 年贸易摩擦加速了公司产能外迁, 2022 年中国产能降低至 17% (员工人数占比维度) 后维稳, 基本完成产能转移。此外, 公司通过收购越南、孟加拉的上游布厂持续推进一体化进程, 并已成功通过部分下游客户的认证, 未来有望升级为全球纵向一体化制衣巨头。

图 9: 晶苑国际发展历史



资料来源: 公司官网, 公司公告, 长江证券研究所

图 10: 晶苑国际股价及估值复盘

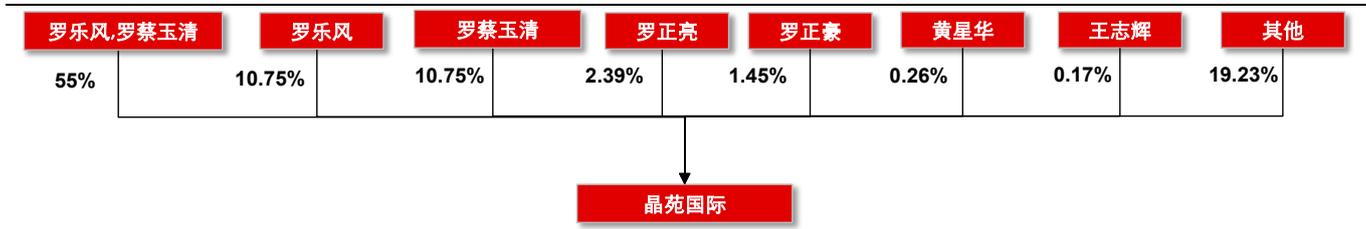


资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 股价及 PE ttm 数据截至 2025/5/28

管理: 股权集中的家族企业, 二代接班稳定传承

家族制企业, 实际控制人持股比例超 80%。截至 2024 年报, 公司实控人罗乐风及其妻子罗蔡玉清合计持股 76.5%, 罗氏夫妇之子罗正亮、罗正豪兄弟分别持股 2.39%、1.45%, 罗氏家族合计持股 80.3%, 股权集中度较高且较为稳定。

图 11: 公司股权结构 (截至 2024/12/31)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

管理团队经验丰富, 二代接班稳定传承。公司主要高管长期从事服装制造行业, 积累了丰富的生产、销售及管理经验。创始人罗乐风先生及其妻子罗蔡玉清自公司成立起即参与经营管理; 家族成员有序融入管理层并逐步承担重要职责, 新生代管理层已晋升至关键领导岗位, 其子罗正亮于 2008 年接任行政总裁, 四子罗正豪 2014 年起任职针织部销售及营运高级副总裁, 积累了丰富专业知识与管理经验; 此外, 执行董事黄星华等其他高管亦具备数十年行业经验, 团队整体呈现高稳定性与资深行业背景。

表 2: 公司管理人员情况

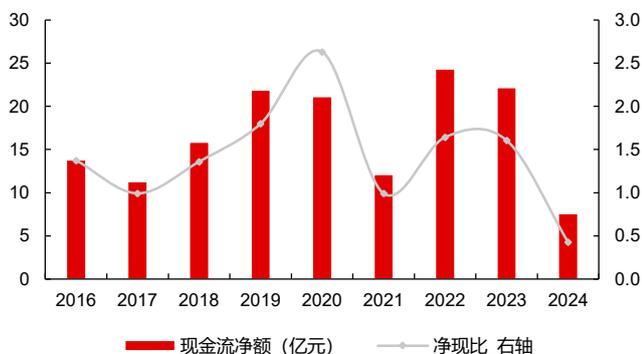
姓名	性别	年龄	职务	简历
罗乐风	男	86	董事会主席、执行董事	1970 年与妻子罗蔡玉清共同创办集团, 自 1993 年 1 月公司成立以来一直担任公司董事。凭借在成衣制造行业积逾 60 年经验, 对集团发展成为全球领先企业起到了推动作用, 罗乐风先生亦为香港理工大学总裁协会荣誉主席、香港管理专业协会资深会员、中国香港羊毛化纤业厂商会有限公司克誉主席以及中国香港纺织业联合会理事委员会成员

罗蔡玉清	女	80	董事会副主席、执行董事	罗乐风妻子，1970 年与罗乐风先生共同创办集团，自 1993 年 1 月公司成立以来一直担任公司董事。自集团成立以来一直监督财务及行政职能，并积逾 50 年企业管理经验
罗正亮	男	59	行政总裁、董事会副主席、执行董事	罗乐风长子，1988 年加入集团，起初任职于毛衣分部生产部门，曾担任集团副行政总裁、集团行政总裁、执行董事。凭借在成衣制造业积累约 30 年经验，罗正亮先生现主要负责制订及监督集团整体发展策略及营运
黄星华	男	61	执行董事、针织部总裁	于 1983 年 5 月加入集团，曾担任毛衣分部业务助理、海外销售经理、海外业务经理、休闲服分部销售经理、高级销售经理、日本业务助理总经理、日本业务副总经理、副营运总经理、销售及营运总经理、总裁 (T 恤营运)、执行董事。现为针织部总裁，主要负责监督休闲服、运动服和户外服及毛衣分部，支持企业职能并制订策略及管治政策
罗正豪	男	46	执行董事、针织部销售及营运高级副总裁	罗乐风四子，2005 年 9 月作为见习行政人员加入集团，曾担任推销助理经理、销售助理总经理、助理总经理、销售及营运总经理。加入本集团前，2001 年至 2005 年曾任职于花旗集团。自 2001 年 1 月起担任公司执行董事及企业发展委员会成员，2014 年 4 月获委任为针织部销售及营运高级副总裁
李伟君	男	53	首席财务官	加入本公司前，李伟君先生为珠海大横琴置业有限公司的首席财务官。此前，李伟君先生曾任职数家于香港联交所上市的公司，包括中国粮油控股有限公司及思捷环球控股有限公司。李伟君先生从中积累到有关财务及会计、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，中商情报网，长江证券研究所 注：标黄为罗乐风家族成员

公司经营现金流较充足，分红率呈现提升趋势。公司历年来净现比均在 1 以上，2024 年下滑较多主因保理安排减少导致贸易应收款项增加。现金流充沛叠加盈利能力稳定下，公司分红比例近年来呈现提升趋势，历年分红比例在 30% 以上，2024 年分红比例达 70%，分红能力较优且有望继续维持。

图 12：除 2024 年以外公司历年来净现比均在 1 以上



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 13：公司分红率呈现提升趋势



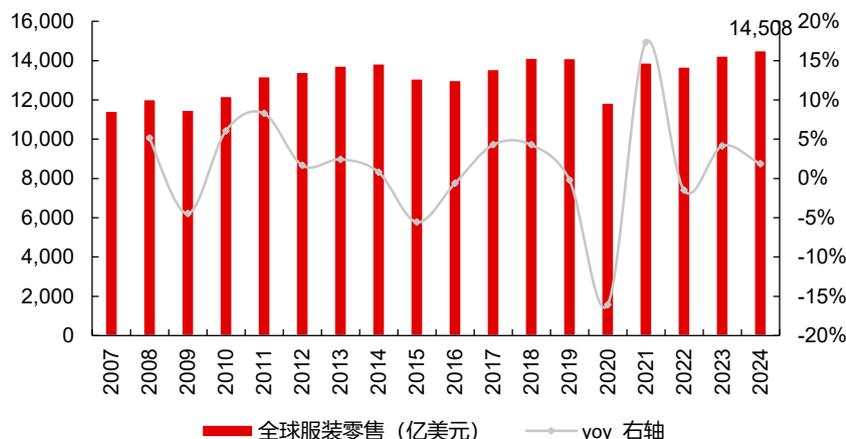
资料来源：Wind，长江证券研究所

行业长期格局优化，看好运动赛道景气度

制衣行业稳健扩容，运动仍为最好的细分赛道

服装代工行业规模大、集中度低，2024 年龙头测算市占率不到 1%。根据欧睿数据，2024 年全球服装零售额达 1.45 万亿美元，假设平均折扣/平均加价倍率为 7 折/4 倍，全球服装代工行业规模约为 5181 亿美元，近五年复合增速 0.57%。测算来看，申洲国际/晶苑国际/聚阳实业 3 家服装代工龙头 2024 年市占率仅为 0.8%/0.5%/0.2%，行业集中度偏低，格局较为分散。

图 14：2024 年全球服装零售额达 1.45 万亿美元



资料来源：欧睿，长江证券研究所

表 3：服装代工企业市占率测算

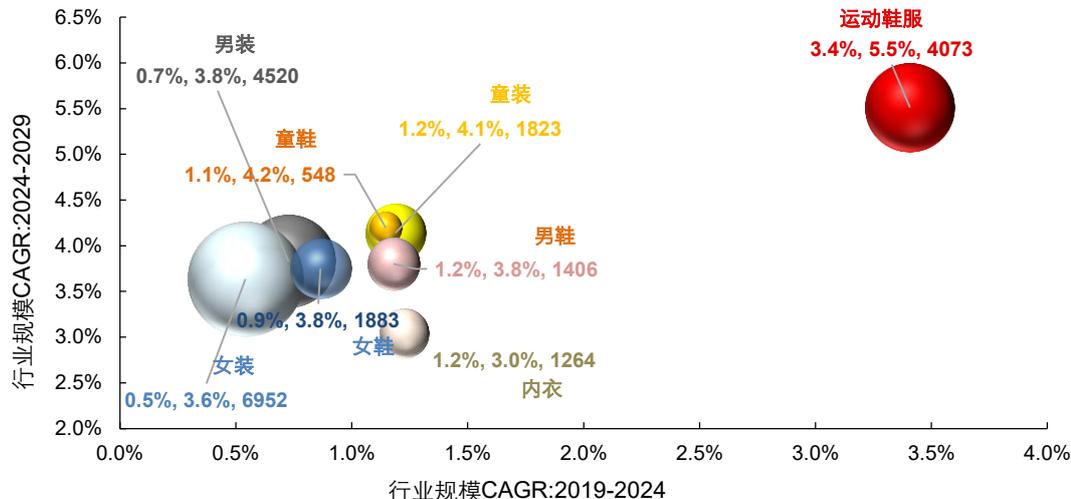
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全球服装代工测算规模 (亿美元)	5,046	5,036	4,227	4,960	4,885	5,087	5,181
申洲国际销售额 (亿美元)	31	33	35	37	40	35	40
市占率	0.6%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.7%	0.8%
晶苑国际销售额 (亿美元)	25	24	20	24	25	22	25
市占率	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%
聚阳实业销售额 (亿美元)	8	9	9	10	11	11	11
市占率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
盛泰集团销售额 (亿美元)	8	8	7	8	9	7	5
市占率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
广越销售额 (亿美元)	4	5	4	5	7	5	5
市占率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源：欧睿，Wind，长江证券研究所

➤ 目前，运动仍是鞋服领域最好的细分赛道

运动赛道景气高、空间广、确定性强。伴随运动文化传播、体育锻炼意识深化、运动时尚风起，基于渗透率提升，运动行业有望维持高景气。此外，运动产品承载了消费者对健康体魄和生活态度的追求，具备健康精神附加价值，因此存在消费升级属性，进一步增强了行业增长的确定性。欧睿数据显示，2024 年全球运动鞋服市场规模超 4000 亿美元，2019-2024 年行业 CAGR 达 3.4%；从细分品类增速来看，运动鞋服行业增速亦显著优于其他品类，当前仍为鞋服行业景气度最优的赛道。

图 15: 运动鞋服行业增速显著优于其他品类



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所 注: 球形大小代表规模 (单位: 亿美元)

营销资源的稀缺性决定了服装品牌端壁垒较高。运动产品功能性和体验感的输出需要营销投放, 以世界杯、NBA、NFL、马拉松等为代表的成熟职业竞技体育赛事具有巨大的推广效应, 赛事中诞生的一系列体育明星对于体育运动参与者和爱好者具有强引导效应; 优质的体育赛事及体育明星头部效应明显, 加之其合作通常具有排他性, 致使优质营销资源稀缺性强。因此绑定众多影响力较高的体育赛事和体育明星是体现产品力与品牌背书的最佳路径, 稀缺的营销资源和专业化的产品共同造就了运动品牌的高壁垒。

表 4: 主要运动赛事及其赞助商情况

赛事	主要合作方式	主要合作品牌及影响力	合作明细
世界杯	官方合作伙伴	ADIDAS	2002-2024 年间 6 届世界杯均为 ADIDAS 赞助
欧洲杯	官方合作伙伴	ADIDAS	2004-2024 年间 6 届欧洲杯均为 ADIDAS 赞助
NBA	赞助知名球星, 篮球鞋>队服	NIKE>ADIDAS	NIKE 头部资源: 乔丹, 詹姆斯, 杜兰特等
			ADIDAS 头部资源: 哈登, 利拉德, 米切尔等
			UA: 库里 PUMA: 艾顿, 考辛斯 李宁: 韦德, 巴特勒 安踏: 欧文、汤普森, 海沃德
马拉松	赞助顶尖运动员, 跑鞋>运动服	NIKE>ADIDAS	2023 年男子马拉松 1-3 名: Kelvin Kiptum (NIKE 跑鞋)、Eliud Kipchoge (NIKE 跑鞋)、Lawrence CHERONO (为止跑鞋)
NFL	球衣 > 运动装备	NIKE	NIKE 为其独家球衣供应商
CBA	篮球鞋>队服	李宁	独家赞助

资料来源: 各公司官网、fifa 官网、uefa 官网、世界田径官网等, 长江证券研究所

运动产业链各环节盈利能力较优且集中度相对其他品类更高。

1) 高利润空间: 品牌商基于较大比例的营销投放和研发支出, 持续进行消费者教育, 从而支撑品牌的高粘性、附加值 (定价倍率);

2) 高集中度: 产品功能性强、相对标准化, 叠加品牌壁垒较高, 运动鞋服行业从制造商、品牌商、零售商, 均体现出较高的集中度, 规模效应明显;

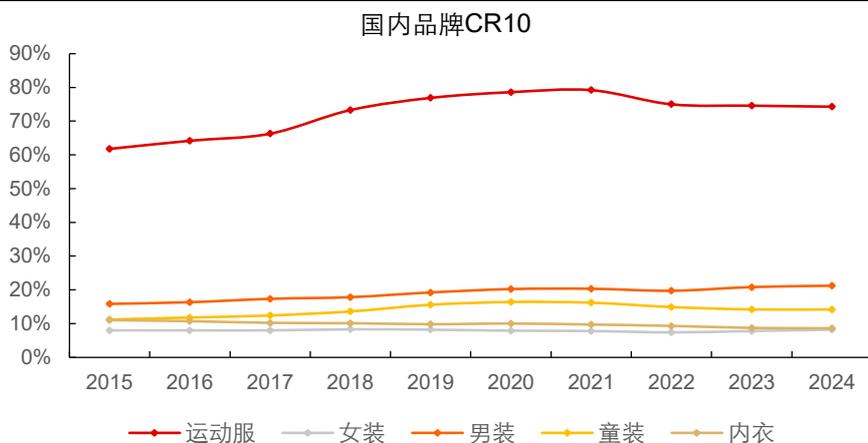
3) 估值溢价: 从二级市场的维度来看, 运动产业链从供应商、品牌商到零售商, 各环节都能成长出大公司且表现出不错的盈利, 也能享受一定的估值溢价。

图 16: 运动产业链各环节均能产生大市值公司, 并享有较好的估值水平

产业链位置	公司名称	总市值 (亿元)	营业收入 (亿元)	归母净利润 (亿元)	PE	2015年初至今涨跌幅%
供应商	申洲国际	817	287	62	13.1	192
	晶苑国际	137	178	14	9.5	-6
	裕元集团	177	588	28	6.3	-18
	儒鸿	284	82	15	19.2	81
	丰泰企业	288	198	13	22.0	181
品牌商	Nike	6,521	3,651	405	16.1	44
	Adidas	3,184	1,782	57	55.4	335
	lululemon	2,620	684	110	23.8	468
	UA	201	405	16	12.2	-81
	安踏体育	2,566	708	156	16.5	817
	李宁	368	287	30	12.2	346
零售商	滔搏	164	289	22	7.4	-55
	宝胜国际	24	185	5	5.0	-18
	FOOT LOCKER	164	580	-23	-7.0	-44

资料来源: Wind, 长江证券研究所 注: 总市值、PE、涨跌幅数据截至 2025/5/29, 营收与归母净利润取 2024 年数据

图 17: 运动服品牌集中度明显高于其他服装品类

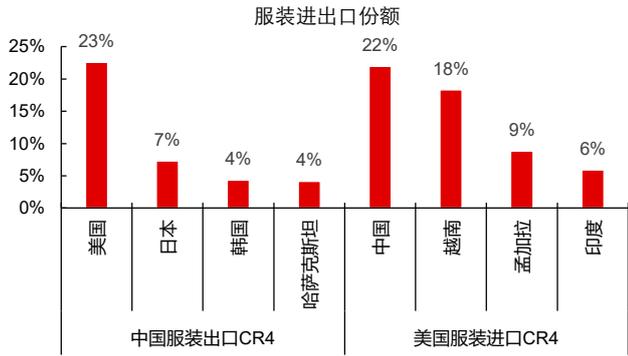


资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

格局长期向好, 二线供应商份额提升空间大

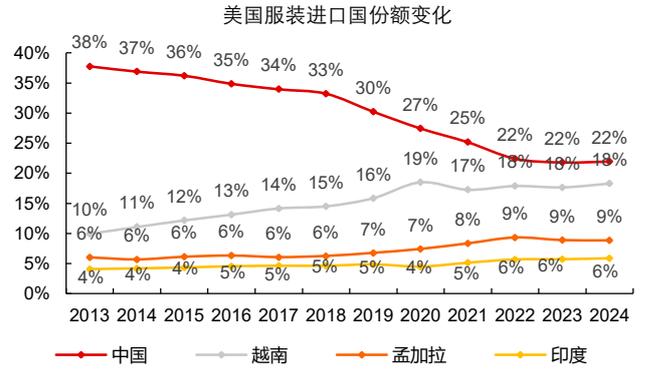
当前, 国内对美出口成衣的依存度高, 但向外转移趋势明显。格局上, 中国仍为美国第一大成衣出口国, 且出口对美依存度较高。趋势上, 全球纺织产业链已完成从美国→日韩→中国台湾→中国大陆四次转移, 正在进行从中国大陆→东南亚、南亚等的第五次转移。鞋服代工为典型的劳动密集型产业, 相比劳动要素成本逐步提升的国内, 东南亚地区已凭借更低的劳动力成本、较优惠的所得税、良好的贸易政策成为纺织产业链转移的主要承载地。根据 Trademap 数据, 2013 年以来近年来中国服装出口全球及美国的占比均呈现逐年下降, 而东南亚国家服装出口美国占比逐年提升, 国内服装制造产业向外转移趋势显著。

图 18: 中国成衣出口仍对美国依存度较高



资料来源: Trademap, 长江证券研究所

图 19: 中国/东南亚国家服装出口美国占比逐年下降/提升



资料来源: Trademap, 长江证券研究所

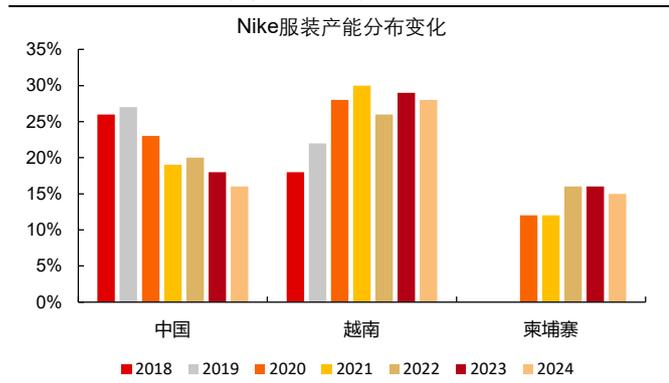
关税成本抬升下，布局海外产能的必要性与优势进一步提升。2018 年特朗普政府开启加征关税后中国出口美国关税税率逐步提高，第一轮关税加征后纺织行业加征 7.5%/25%；2025 年 2 月 1 日美国开启“加征关税 2.0”，4 月 10 日东南亚国家加征关税 10%并生效 90 天，5 月 12 日中国对美出口商品加征 30%并生效 90 天。中国和海外的关税税率差进一步拉大下，在海外低关税地区布局产能的制造商相较同业利润率受损度轻。加关之下，在生产管理壁垒高、客情稳定、供应格局集中且较紧缺的运动制衣行业中，品牌预计趋向于在不同制造商之间进行产能调配，如部分订单流向在低关税税率国家建厂且产能富余的制造商，预计尾部厂商逐步出清，具备海外产能的厂商竞争优势愈发显著。

表 5: 国内制衣龙头产能布局情况

公司	2024 年海外产能布局情况
晶苑国际	越南/中国/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡/其他地区的员工人数占比分别为 54.3%/16.1%/11.3%/11.9%/5.9%/0.5%
申洲国际	中国/越南/柬埔寨/其他地区的非流动资产占比分别为 44.9%/32%/20.8%/2.3%
儒鸿	面料生产：公司在中国台湾和越南设有面料生产基地 成衣生产：在越南、柬埔寨、中国大陆、印尼等地设有成衣生产基地
鲁泰 A	面料：境内/境外产能占比分别为 73%/27% 服装：境内/境外产能占比分别为 31%/69%

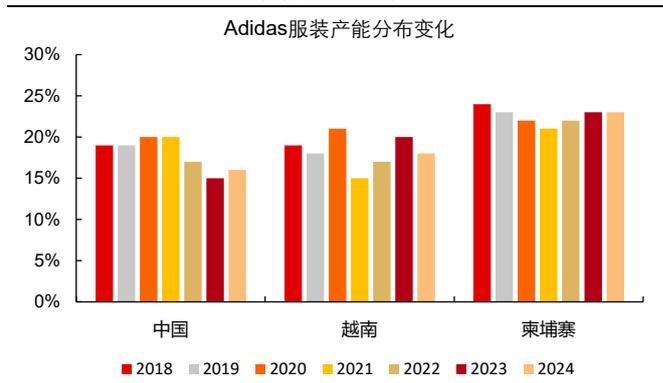
资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 20: Nike 产能结构中中国占比逐年减少



资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

图 21: Adidas 产能结构中中国占比逐年减少

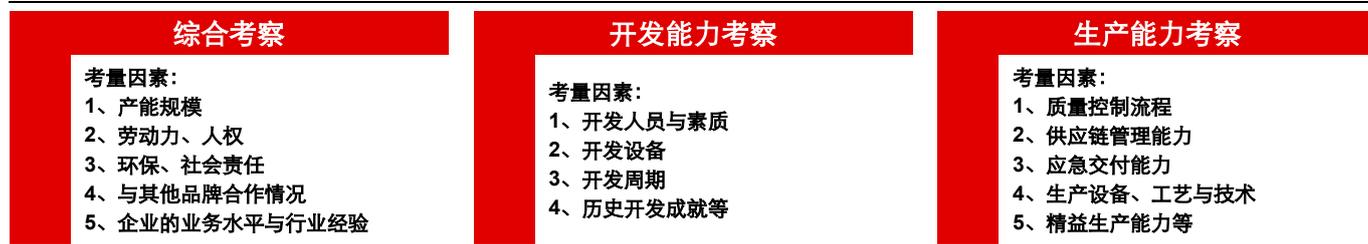


资料来源: 各公司公告, 长江证券研究所

二线优质制造商理论上最受益行业出清带来的格局优化, 供应份额提升空间大、速度快。

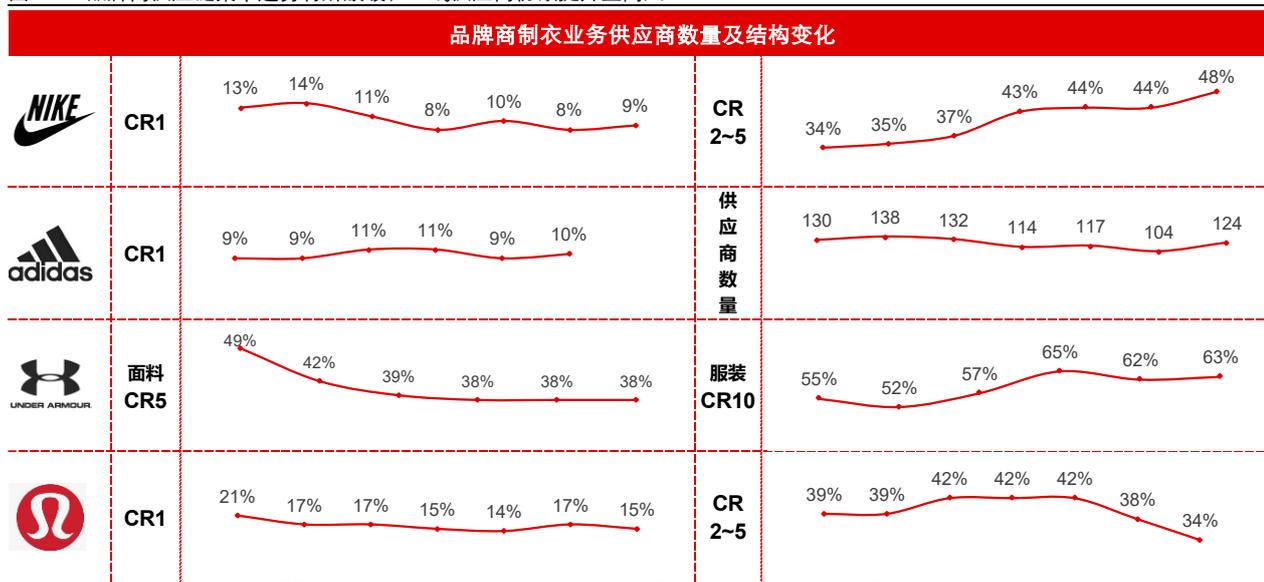
当前下游品牌对制造商考核趋于全面、严格, 品质与交期逐渐成为相较成本更重要的考核标准, 供应链尾部厂商逐步出清下优质制造可获取更多份额。从部分头部运动品牌的供应链结构来看, top1 份额基本呈现稳中有降, 当前头部供应商在品牌中的供应占比趋于稳定, 在原有的品类中进行份额提升的空间有限, 品牌商角度亦有意愿培养优质供应商分散风险并强化自身议价力, 因此二线优质供应商 (5~10 位) 在供应能力获得品牌方认可后的份额提升空间较大, 基数偏低下份额提升速度也较快, 受益行业尾部出清的产业红利最为显著。

图 22: 品牌对制造商考核趋于全面、严格



资料来源: 华利集团招股说明书, 长江证券研究所

图 23：品牌商供应链集中趋势有所放缓，二线供应份额提升空间大



资料来源：各公司公告，长江证券研究所 注：数据区间为 2018~2024 年，阿迪达斯未披露 2024 年第一大供应商占比数据

好的定位&深耕供应链筑稳基本面，一体化蓄势待发

定位：好赛道、优客户、多品类

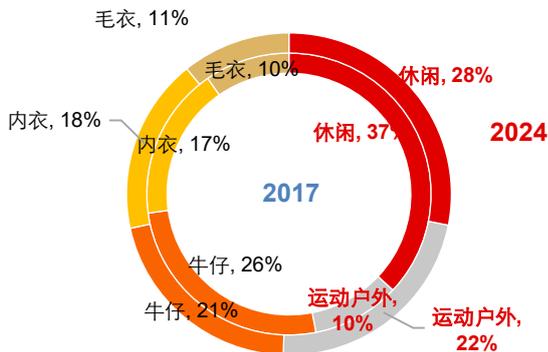
通过上文我们可知，优质制造商有望充分享受行业景气度以及竞争优势加强带来的市场份额提升。本部分我们将探讨：**晶苑国际为何是优质制造？**并从赛道、客户、品类三方面面对其定位进行刻画。

➤ 赛道：起家休闲，切入运动带来更强确定性&弹性

好的赛道布局可加码上游订单的确定性，同时更优的竞争格局使制造商能够通过优化产品体系等方式争取更多的订单，而不用频繁地开发新客户、适应新的生产要求与合作模式。

晶苑与申洲类似，均起步于休闲品牌代工业务随后拓展至运动，选择了具备稳健成长潜力的大市场。申洲初期客户为优衣库，2005 年战略性布局高成长的运动服饰子行业，先后与 Nike、Adidas、Puma 签订合作协议，及时搭乘运动赛道，运动服饰产品占比从 2006 年的 16%提至 2024 年的 69%。晶苑起家于休闲装，服务优衣库、H&M、GAP、Levi's 等休闲品牌客户，2017 年后陆续与 Adidas、Nike、Puma 签订合作协议，运动户外营收占比从 2017 年的 10%提升至 2024 年的 22%。

图 24：2017 年及 2024 年晶苑国际营收结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

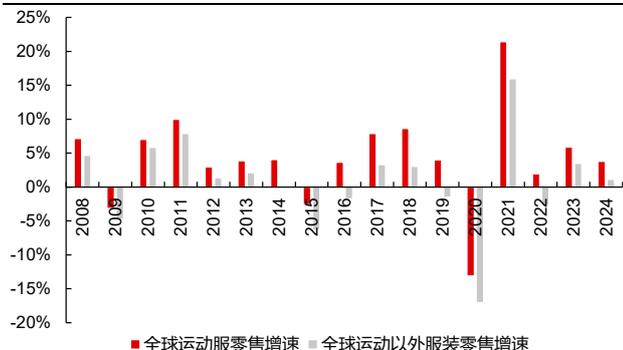
图 25：2006 年及 2024 年申洲国际营收结构



资料来源：Wind，长江证券研究所

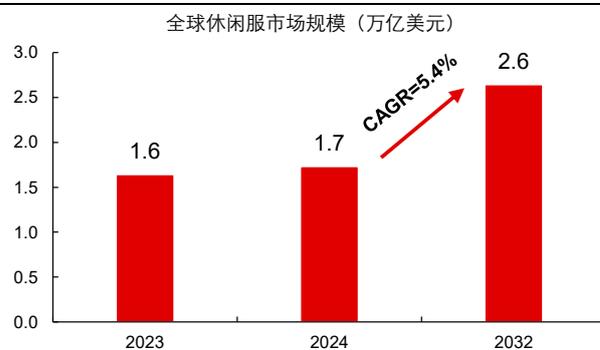
当前公司赛道布局完善，休闲维稳，运动带来确定性&弹性，牛仔望迎景气边际改善机会。服装消费品类作为日用消费品，整体增速平稳，增速差异多存在于不同国家以及不同品牌之间。时尚属性强的休闲品牌经营风险更高、业绩波动性强，未来全球休闲市场规模预计维持中位数左右增速；相对而言，运动鞋服行业增长趋势更优，而产品端的弱时尚&相对标准化以及品牌端的高壁垒，决定品牌商经营确定性强、竞争格局优，因此订单确定性与弹性也能相应传导到上游制造商。此外，近期复古潮流回归，一方面利好公司对运动品牌中时尚运动产品订单的获取，另一方面牛仔单品呈现复购周期兴起趋势，景气度有望边际改善。

图 26：运动行业增速高，且在服装行业景气下行阶段更具韧性



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 27：未来全球休闲市场规模预计维持约 5%左右增速



资料来源：wiseguyreports，长江证券研究所

图 28：近期复古回潮，牛仔为 Top2 关键词



资料来源：《2025 天猫服饰春夏趋势白皮书》，长江证券研究所

➤ 客户：合作优质客户，绑定龙头共同成长

合作优质品牌客户同样能够较好保障上游制造订单的确定性与弹性，服装行业相对分散，上游制造商可通过“绑定优质客户”和“挖掘前景好或体量大的潜在客户”共同扩宽其成长天花板。

公司积累了众多核心客户资源，充分受益优质客户景气。晶苑 1996 年开始与优衣库提供服装代工业务，之后通过收购工厂与口碑传播陆续与多个国际知名品牌建立合作，截至 2016 年已为超 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。合作品牌均为业内翘楚，经营质量高且多数未来指引较多为正增，在客户营收增长和供应份额提升双重推动下，公司订单有望持续受益下游优质品牌的景气。

表 6：公司核心合作品牌经营情况一览

合作公司	市值 (亿美元)	近 5 年营收 CAGR	最新财年营 收增速	最新业绩指引
迅销	1045	6.3%	12%	FY2025 营收达 3.4 万亿日元，同比+9.5%
GAP	105	-1.6%	1%	FY2025 收入同比+1.5%~2%
Levi's	71	2.0%	3%	FY2025 收入同比+1%~2%
Abercrombie&Fitch	42	6.4%	16%	FY2025 收入同比+3.5%~4.5%
VICTORIA'S SECRET	17	-3.7%	0.8%	FY2025 收入同比持平~+1.5%
Nike	912	5.6%	0%	取消全年指引
Adidas	443	0.0%	11%	FY2025 营收固定汇率下高个位数增长
UA	29	1.6%	-3%	FY2026 营收下滑 4%~6%
PUMA	40	9.9%	3%	FY2025 营收实现低~中单位数增长(固定汇率)
lululemon	363	21.6%	10%	FY2025 营收实现 111.5~113 亿美元(yoy: +5%~7%)

资料来源：各公司公告，Wind，长江证券研究所 注：市值截至 2025.5/28

横向比较而言，晶苑客户集中度偏低，在运动品牌中份额有较大提升空间。下图列示了业内主要制衣企业的客户结构，由于晶苑品类更为多元，订单来源分散导致客户集中度相较申洲、聚阳等同业更低。另一方面，申洲在运动品牌客户中的占比明显高于同类公司，晶苑则在运动客户供应链中仍处于起步阶段，后续有望凭借自身制造优势、丰富的龙头品牌合作经验进入放量阶段，将份额空间转化为订单增量。

图 29：主要服装制造商客户结构

主要服装制造商客户结构											
公司	运动品牌					休闲品牌					客户集中度
晶苑国际	Adidas	UA	Iulu	Nike	PUMA	Uniqlo	Levi's	GAP	A&F	H&M	CR5: 62.2%
	个位数					30%+					
申洲国际	Nike	Adidas	PUMA			Uniqlo					CR4: 80.7%
	20%+		10%+			20%+					
儒鸿	Nike	lululemon				Target	Costco				CR2: 25.5%
	10%+										
聚阳实业						GU	GAP	Kohi's	Target	H&M	CR3: 67.4%

资料来源：Wind，各公司公告，长江证券研究所 注：数据来自 2024 年公司年报

深度绑定巨头共同成长，高客户粘性造就品牌资源壁垒。公司 1996 年便开始凭借产品质量优势与当年处于发展初期的优衣库建立合作，奠定先发优势，伴随其共同成长并共创 HEATTECH、Airism 等新型面料，用于畅销单品中，2008 年又与优衣库母公司迅销的另一大品牌 GU 合作，深化合作关系，在长久的合作关系下双方实现深度绑定，而优衣库的持续成长也为晶苑的订单增长提供了有力保障。多年来晶苑 CR1 相较于同业更高且多年来维持 30% 以上，客户粘性得到充分验证。

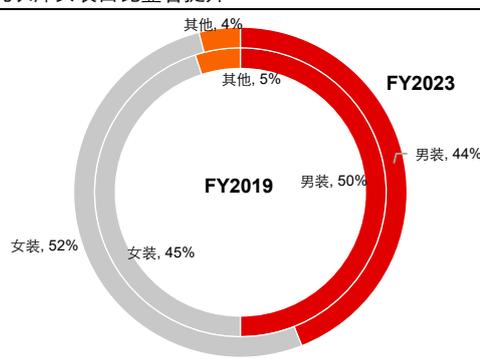
未来短期来看，优衣库为开拓欧美市场，预计需要差异化产品提升竞争力，并将进一步提升女装产品占比，利好具备多品类服装代工能力的晶苑，因此公司订单增速有望优于下游品牌增速。

图 30：公司第一大客户销售额及占比



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 31：优衣库女装占比显著提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

➤ **品类：多元布局与客户及时共振，交叉销售构建差异化优势**

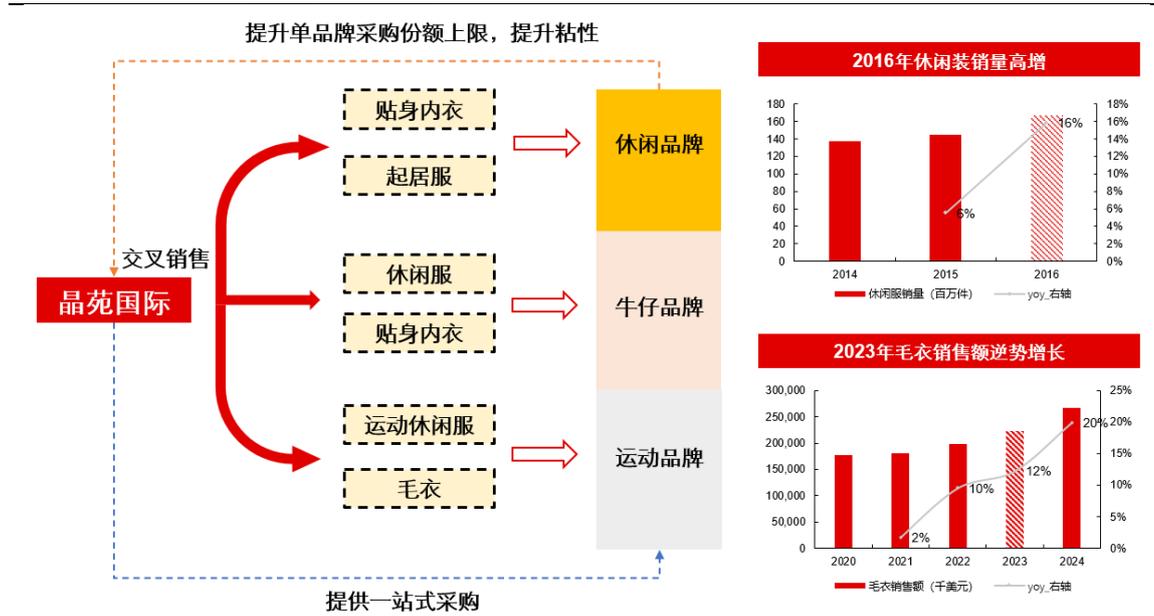
相较申洲，晶苑的代工品类更为多元、分散，在牺牲了一定的规模效应下，晶苑构建了差异化竞争优势。

一方面，**多元化供应商可快速响应下游品牌的品类策略转变，及时获取订单并提升供应链地位。**垂类供应商在自身擅长的代工品类领域具备较强竞争优势，往往能够在下游该品类红利期迎来弹性增长，但在潮流转换、红利消退期间订单增速下滑幅度也更大，且短期内难以回弹。而像晶苑这样的多元化供应商，在下游品牌进行品类扩张或者风格切换的策略转换期能够凭借丰富的多品类代工经验快速响应，与下游品牌形成共振，及时获取订单，并有望提升供应链地位、扩大供应份额。

另一方面，**多元化供应商可即多元化布局带来的交叉销售与交叉研发模式，二者协同下为其制造高附加值产品与客户拓展进行了有效赋能。**

1) **交叉销售可拓展原有客户中的销售品类，实现一站式采购。**公司基于多元化的产品组合和稳固的客户关系，可在客户中开展多品类销售模式，即从一个产品类别延伸至多个类别，并在若干客户所拥有的不同品牌方面寻找突破，从而实现份额增长。比如向 UA 销售运动休闲产品，向优衣库、H&M 等休闲装客户销售内衣等，2016 年向牛仔客户销售休闲服大幅增加当年休闲服销量，2023 年运动客户毛衣订单增加促使毛衣销售逆势取得 12% 增长。因此，晶苑通过交叉销售突破单一客户单一品类份额上限的同时，凭借一站式采购能力进一步深化与下游品牌的合作粘性。

图 32：晶苑通过交叉销售提高单一客户的销售额



资料来源：公司招股书，公司公告，长江证券研究所

2) 交叉研发实现跨品类工艺创新，有效提升产品附加值。晶苑凭借对多品类服装制造核心工艺的理解与经验，可实现跨品类的工艺融合及技术创新。例如采取休闲服生产工艺的缝制技术生产的“车缝毛衣”，大幅缩减整体生产时间及成本，在毛衣生产线上织造，而后使用休闲服生产线的车缝技术进行拼装的起居服系列等，有效提升了产品的附加值或生产效率。

表 7：晶苑部分交叉研发产品

交叉研发产品	技术创新
车缝毛衣	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，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，大幅缩减整体生产时间及成本
起居服系列	交叉使用休闲服及毛衣的关键制造工艺进行开发，面料在毛衣生产线上织造，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。起居服系列已经成为公司客户的最成功产品之一
混合服装	生产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。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

资料来源：公司招股书，长江证券研究所

造河：降本提效，打造供应链壁垒

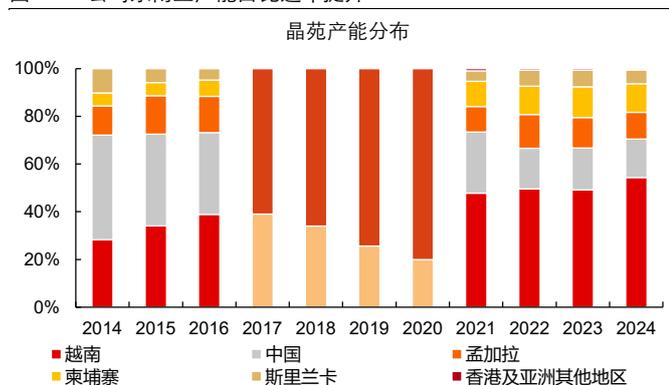
全球化生产布局，奠定供应链基本竞争力

晶苑已布局全球化生产网络，建立国内为高端/快反产品生产基地、东南亚为主要生产基地的供应体系。公司早在上世纪 70 年代开始在马来西亚、毛里求斯、牙买加、孟加拉、越南等全球各地设厂，具备先发优势并积累了丰富的海外工厂经营经验。2018 年后受关税加征影响公司加快产能外迁进度，截至 2024 年公司越南/中国/孟加拉/柬埔寨/斯里兰卡员工人数占比分别为 54%/16%/11%/12%/6%，可近似反映产能布局。以越南为主

的海外工厂承担主要订单，中国工厂则负责研发以及高端或快反产品的生产，形成国内为枢纽，全球布点的跨国生产制造体系。

全球化生产布局使公司实现当地产能配套及产能灵活调配，形成供应链竞争力与抗风险能力。较早的海外工厂运营经验使公司具备全球多地工厂管理能力，在多个海外国家形成“当地生产、当地供应”的产能配套能力，可更快速地向品牌商当地厂商供货并做到及时反馈调整，目前来看公司的生产地区布局已可满足品牌方多数地区的产能配套。另一方面，伴随关税成本趋高，多地产能布局有效强化了公司应对贸易摩擦的抗风险能力，而品牌方部分订单预计流向在低关税税率国家建厂且产能富余的制造商，具备灵活调配产能能力的晶苑有望承接这部分订单转移。

图 33：公司东南亚产能占比逐年提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：2014~2016 年为产能布局，2017~2020 年为销售额按生产地区分布，2021~2024 年为员工数分布

图 34：公司与下游品牌主要生产国布局重合度

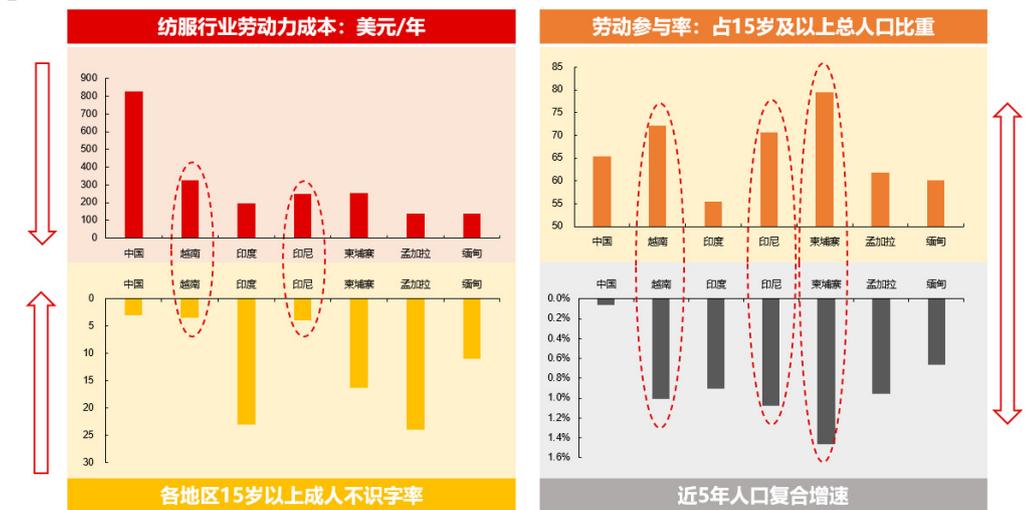
	中国	越南	孟加拉	柬埔寨	印度	印尼	斯里兰卡
优衣库	✓	✓	✓		✓	✓	
GAP	✓	✓	✓		✓		
Nike	✓	✓		✓		✓	
Adidas	✓	✓		✓			
PUMA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	
UA	✓	✓					
lululemon	✓	✓	✓	✓			✓
晶苑国际	✓	✓	✓	✓			✓

资料来源：各公司公告，长江证券研究所

另一方面，成熟的海外生产布局可带来较强的降本效应。

劳动力、原材料、土地等低要素成本与节税效应带来成本优势。东南亚等发展中国家在人力成本方面具备显著优势，综合比较劳动力成本、人口素质、劳动参与率与人口增速来看，越南、印尼、柬埔寨具备较高的禀赋优势，因此也成为多数制造企业产能转移的主要承接地。此外，租金、所得税、进口国关税优惠等税收优惠政策进一步强化东南亚地区的竞争优势，具体来看越南与印尼的标准所得税税率为 20%，较国内 25%的水平略低，且越南经济区投资的企业可享受“四免九减半”政策，虽然在 BEPS 2.0 支柱二下越南与印尼均开始实施 15%全球最低税，但整体税收成本仍低于国内。

图 35: 各国劳动力成本、结构、素质、增速比较: 越南&印尼&柬埔寨相对具备优势



资料来源: Wind, Statista, 长江证券研究所 注: 箭头所指为禀赋优质方向

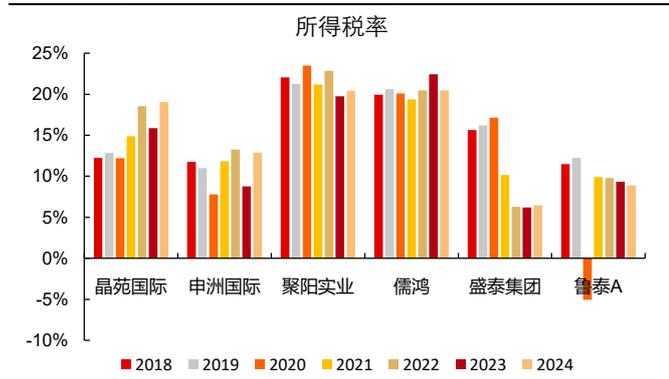
表 8: 部分国家企业所得税税收政策梳理

国家	企业所得税税收政策及税收优惠
中国	普通企业 25% 税率, 高新技术企业 15% 所得税率
越南	普通企业所得税率 20%, 经济区/高科技区企业从获利年度开始前 4 年全免, 后 9 年减半征收。此外, 2024 年起越南实施全球最低税 (15%), 若企业跨国集团合并收入超 7.5 亿欧元, 需按 15% 补税 (晶苑国际符合该条件)
印度	普通企业所得税率 30%。位于经济特区的企业, 前 5 年所得税全免, 后 6 到 10 年, 减免 50% 出口收入的应纳税所得额, 之后的第 11 到 15 年, 如满足特定条件, 减免高达 50% 的应纳税所得额。落后地区合资企业 10 年内减征所得税 25%。产品全部出口的企业、出口加工区和自由贸易区的国内外企业, 5 年内免征所得税。企业进口用于生产出口商品的机器设备零部件和原材料免征关税
印尼	一般类企业的所得税税率降为 22%。2025 年 1 月 1 日起实施 15% 的全球最低税率
柬埔寨	普通企业所得税率 20%。合格投资项目 (QIP) 可享受首次盈利起 3-9 年免税, 免税期后对于应纳税额的 25%~75% 征收过渡税率
缅甸	普通企业所得税率 25%。从投产之年算起, 最高连续 7 年免税+5 年税收减半+5 年再投资税收继续减半, 优惠期结束后按 25% 征收

资料来源: 《2024 年越南税务手册》, 丝路印象, 国家税务总局, 长江证券研究所

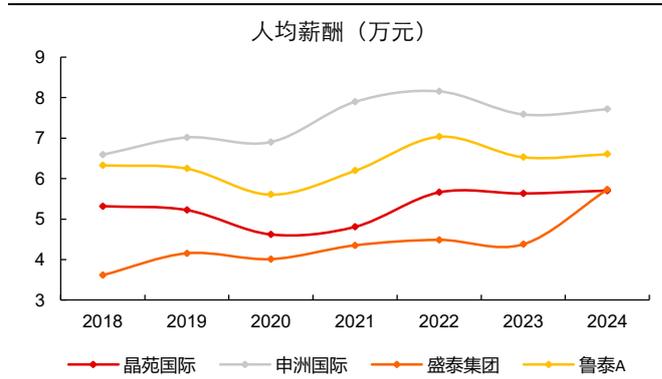
反映至经营层面, 较早布局海外产能使晶苑具备相较同行更低的综合所得税率, 且享受到发展中国家劳动成本红利。比较来看, 晶苑较早布局海外产能使其具备更低的综合所得税率, 但伴随部分优惠政策到期后有所提升, 当前处于行业中游水平。此外, 由于其海外基地布局占比较大, 公司人均薪酬处于同业较低水平, 具备一定劳动力成本优势。

图 36：公司综合所得税率目前处于行业中游



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 37：公司人均薪酬处于同业较低水平



资料来源：Wind，长江证券研究所

➤ 自动化能力不断深化，共创模式形成差异化竞争

服装制造商降本的同时如何增效？核心在于通过工艺改进、自动化程度提升带来的固定资产利用效率提升，以及通过管理能力带来的人工效率提升。

技术工艺创新赋能生产，自动化水平持续提升。晶苑通过持续的工艺创新、流程改造及智能技术服务提升单位生产效率，加大对增值工艺的探索和应用推广，推进数字化转型，赋能生产制造流程。公司持续推进自动化及智能工厂建设，2022 年公司在越南牛仔工厂建设全天候运转的自动化智能仓库，减少必要人力 50%；2023 年在越南建设休闲服自动化基地，引入超 300 部自动化机器及机器人，效率优化后 2023/2024 年基础款 T 恤生产时间分别相比 2020 年减少 15%/34%。此外，公司于 2021 年开始着力打造智能工厂，并推出适用于成衣厂与布厂的生产逻辑模型 FLAP 和 FLOCK，国内休闲服智能工厂已实现车缝、后整到验针的自动化流程，海外布厂则在自动化升级下实现产能增长。

表 9: 公司在咨询系统、装配、增值工艺、智能服务技术上的改良与升级概览

改进类型	具体介绍
咨询系统	无线射频辨识解决方案，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 与无线射频辨识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
装配	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 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，提高生产力而降低成本 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
增值工艺	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 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
智能服务技术	可水洗 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，长江证券研究所

图 38: 越南牛仔工厂自动化智能仓库



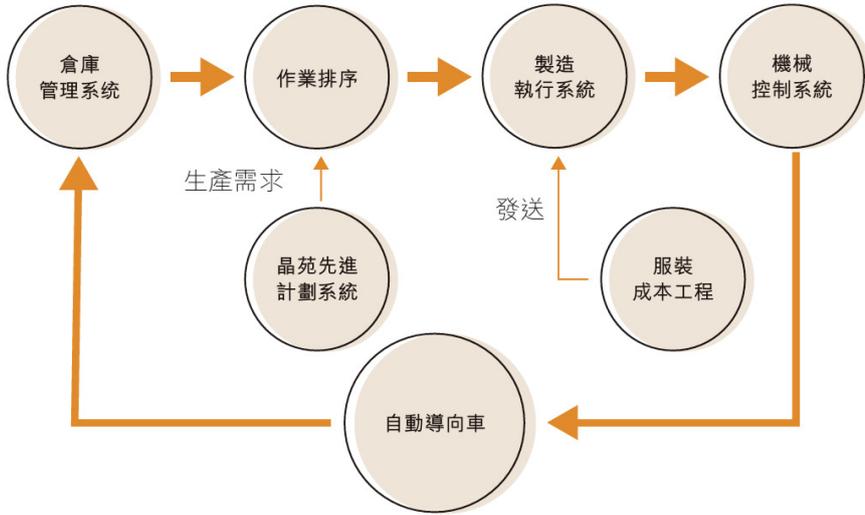
资料来源：公司官网，长江证券研究所

图 39: 自动化 T 恤制造流程



资料来源：公司官网，长江证券研究所

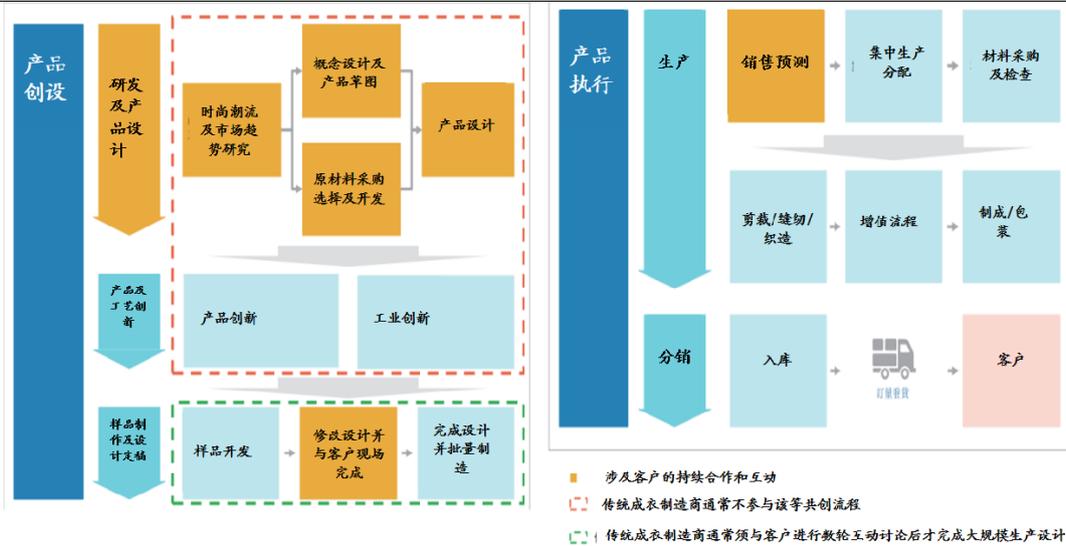
图 40：制造流程的自动化及可拓展方案



资料来源：公司官网，长江证券研究所

另一方面，晶苑通过共创模式在前端环节为客户提供增值服务，深化行业洞察的同时提升客户粘性。公司以恰当成本在恰当时间提供恰当产品，在产品创始及执行过程中主动向客户提出产品方案，并将客户概念转化为产品设计、开发及原材料采购、工业流程创新。公司可较早与产品决策者沟通有效降低了重复沟通和退回反馈带来的效率损耗，另一方面因参与创设产品对于原材料厂商拥有建议权，有效降低采购成本。共创模式下，公司推出亚麻纤维系列、修身美臀牛仔裤及激光牛仔褲等创新产品，深化下游行业洞察的同时有效提升了客户粘性，该模式具备一定壁垒。

图 41：公司共创模式



资料来源：公司招股书，长江证券研究所

表 10: 共创模式下的技术/产品创新

技术/产品	推出时间	具体介绍
亚麻纤维系列	2013	具有一贯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
修身美臀牛仔裤及激光牛仔	2014	新型女士牛仔裤，这种女裤具有新颖技术，有效创造加强塑形及轮廓效果；我们亦通过激光技术加强这些牛仔裤的后整效果
无钢圈胸围	2015	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
新型聚氨酯 BME 技术	2018	采用新型聚氨酯材料，应用于运动服和户外服，能改善穿着者的体能，并加大防护效果，可有效提升运动表现，同时为穿着者在不同户外环境下提供更好的保护
Smart-fit 牛仔布	2024	在设计和产品开发过程中利用 3D 虚拟技术，对牛仔裤在不同身体部位（如腹部、腰部和大腿）产生的压力点进行了广泛分析。这种分析使设计师能够创造曲线优美的工程细节，勾勒和塑造不同的体型，同时有策略地激活拉伸控制区域以实现最佳效果

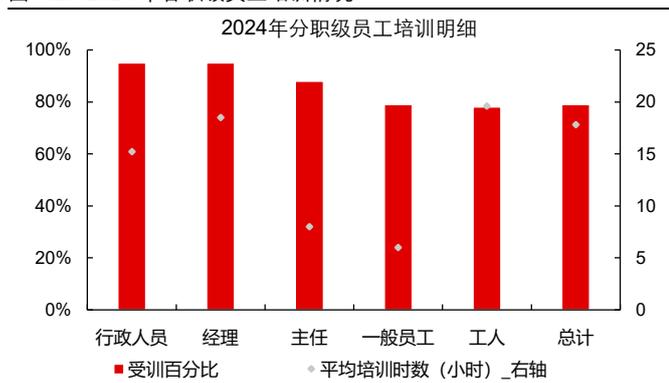
资料来源：公司招股书，NTMT 纺织新材料，长江证券研究所

定期培训保障员工效率，福利、平权活动防止流失

身为传统制造业，员工管理仍为发展的基本盘。基于良好的薪酬福利体系、完善培养体系、晋升通道建设等，公司可有效降低员工的流动率、储备熟练工，进而在设备自动化的基础上进一步提升生产效率。

提供定期培训，保障生产质量，赋能经营管理。晶苑为集团所有级别员工提供培训，培训包括 1) 客户要求培训：工人的晨会、在职培训及有关客户要求及品质标准的复修简报；2) 计划培训：管理及领导技能、技术技能、沟通技能、女性赋权、人才发展及合规等结构性课堂培训。每年的定期培训有效保障了生产质量，2024 年客户首次尾期验货通过率达 99.9%，瑕疵率仅为 0.9%，均超过集团原定目标。

图 42: 2024 年各职级员工培训情况



资料来源：公司公告，长江证券研究所

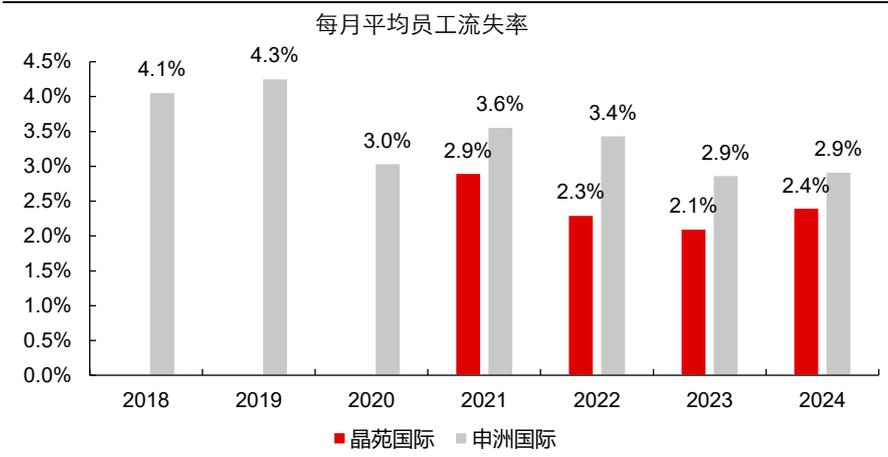
图 43: 公司品质记分卡及目标



资料来源：公司公告，长江证券研究所

完善员工福利+推动平权，晶苑员工流失率低于同业。晶苑在多方面推行员工福利制度，例如：1) 在所有运营国家推行员工福祉计划；2) 在越南牛仔服工厂举办视力检查，为有需要的工人免费提供优质眼镜；3) 在越南、中国及柬埔寨推出多项员工心声计划。此外，公司通过女性赋权促进性别平等，集团女性员工占比近 70%，在越南贴身内衣工厂开展 RISE Respect 计划，赋能 190 名变革者，并将 Gap 的 P.A.C.E. 女性赋权计划拓展至柬埔寨运动服工厂。从结果来看，公司的平均月度员工流失率低于同业，稳定性较优。

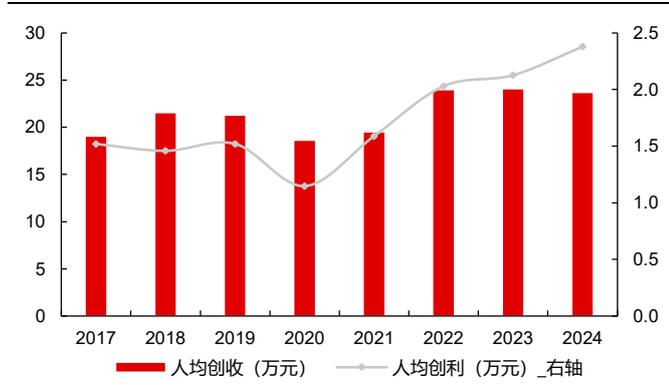
图 44：晶苑国际与申洲国际每月平均员工流失率比较



资料来源：公司公告，长江证券研究所

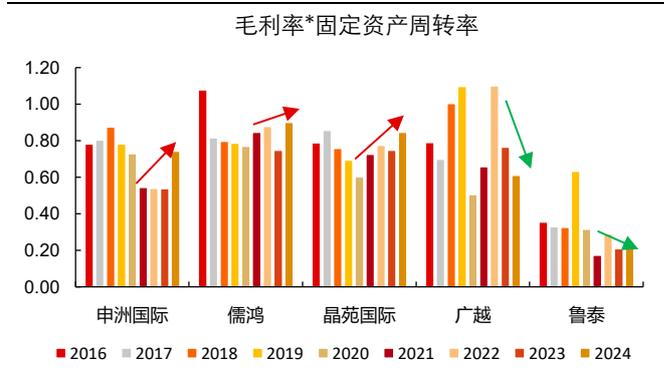
从结果来看，通过改进技术工艺、提高自动化水平、强化员工管理，公司有效赋能生产制造，资产利用率呈现提升趋势并处于业内较优水平。经营层面，公司人均创收及人均创利近年来均呈逐年增长趋势。另一方面，部分制衣基于精益开发，资产周转率往往慢于只参与部分环节的企业，但毛利率更优，因此我们引入“固定资产周转率*毛利率”来综合衡量制衣企业的资产利用率，公司精益生产、自动化改进及员工赋能方面成效显著，综合指标表现近年来提速明显，当前处于业内较优水平。

图 45：公司人均创收及人均创利均呈增长趋势



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 46：公司“固定资产周转率*毛利率”指标近年来提速



资料来源：Wind，长江证券研究所

拓宽：内化上游，垂直一体化布局

服装相较于鞋类制作工艺相对简单，品牌对原料采购及研发的把控力度相对较弱，因此服装供应商对原材料及产业链参与程度的选择权更强。服装供应商除参与劳动力密集的成衣加工环节外，还可通过参与技术密集型的面料研发环节，将产业链的布局延伸至织布、印染等环节，形成垂直一体化布局，从而保障产品品质、控制成本与交货周期，拓宽自身护城河。

2021年起公司持续收购、自建布厂，进行产业链垂直一体化整合布局。晶苑分别在2021年和2022年在越南和孟加拉各自收购了一家布厂，并在2022年10月收购了毗邻越南布厂的一家成衣厂，用于未来在单一地点进行垂直整合的试点项目。2023年公司自产

针织布料获得部分客户认证，2024 年末在越南北部自建工厂。预计未来公司将持续通过自建、收购进行垂直一体化整合，提高布料自供服装生产的比例。

图 47：公司持续收购、自建布厂，进行产业链垂直一体化整合布局

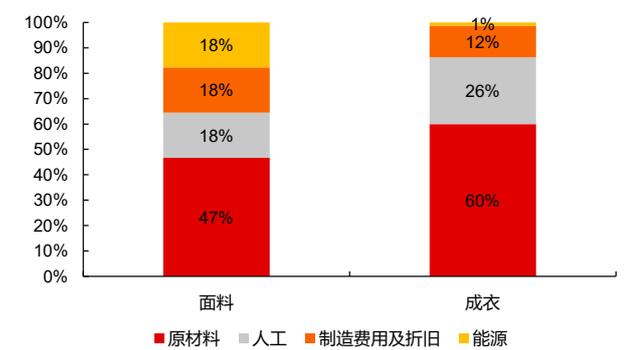


资料来源：公司公告，长江证券研究所

对于公司而言，过去由于休闲装占据主要品类，而休闲装款式多、单款订单量小、时尚趋势变动快，面料更换频繁、规模效应弱，很容易产生库存和损耗，但运动品牌对面料的需求确定性较高可大量储备，因此在运动品类占比逐步提升后晶苑具备了做一体化的条件和基础。具体来看，服装制造向产业链上游延伸，形成纵向一体化的主要优势在于以下三点：

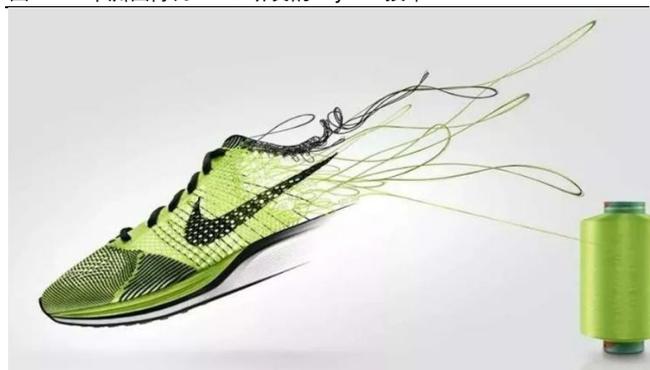
提供高附加值、差异化产品，强化品牌粘性。垂直一体化的制衣企业可在满足基本订单生产需求的同时，通过主动推进面料升级、实现研发成果的高效转化，相较于劳动密集型的成衣制造，面料制造为技术密集型产业，因此通常是做出高附加值、差异化产品的关键。如申洲持续加大自主研发投入推出功能性面料，为 Nike 打造 Flyknit、Dri-fit、Techfleece 等产品，其中 Flyknit 跑鞋将织毛衣技术应用至制鞋，实现了极度的轻盈、贴合度和透气性，也使得申洲成功进入 Nike 的核心供应链中。

图 48：面料制造环节人工成本占比低于成衣制造



资料来源：公司公告，长江证券研究所 注：以鲁泰 A 面料及服装业务成本结构为例

图 49：申洲国际为 Nike 研发的 Flyknit 技术

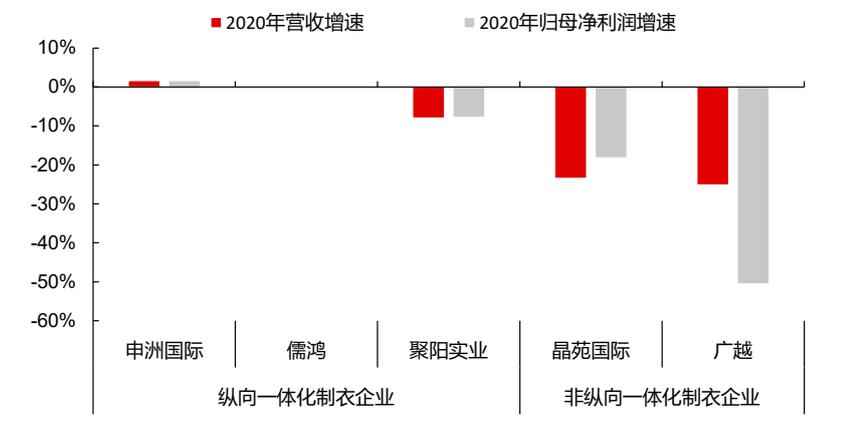


资料来源：Sneakerfreaker，长江证券研究所

缩短交期，生产稳定性得到更好保障。传统制衣流程里，品牌商需要分别向面料厂和制衣厂下订单，面料厂生产完成后再由制衣厂缝制交付，这种模式效率低下，往往需要 2 个月时间甚至更久才能交货。而纵向一体化企业所有部门同一起点、多通道齐头并进，相比传统模式具备更短的交货周期，业内平均交货周期约 3 个月，申洲则可缩短至 45 天，急单可在 15 天内完成，交期显著领先同业。此外一体化布局可显著降低对外部供

供应链的依赖，维持订单生产稳定性，对比来看，在遭遇公共卫生事件期间，形成一体化布局的企业业绩波动性低于非一体化企业。

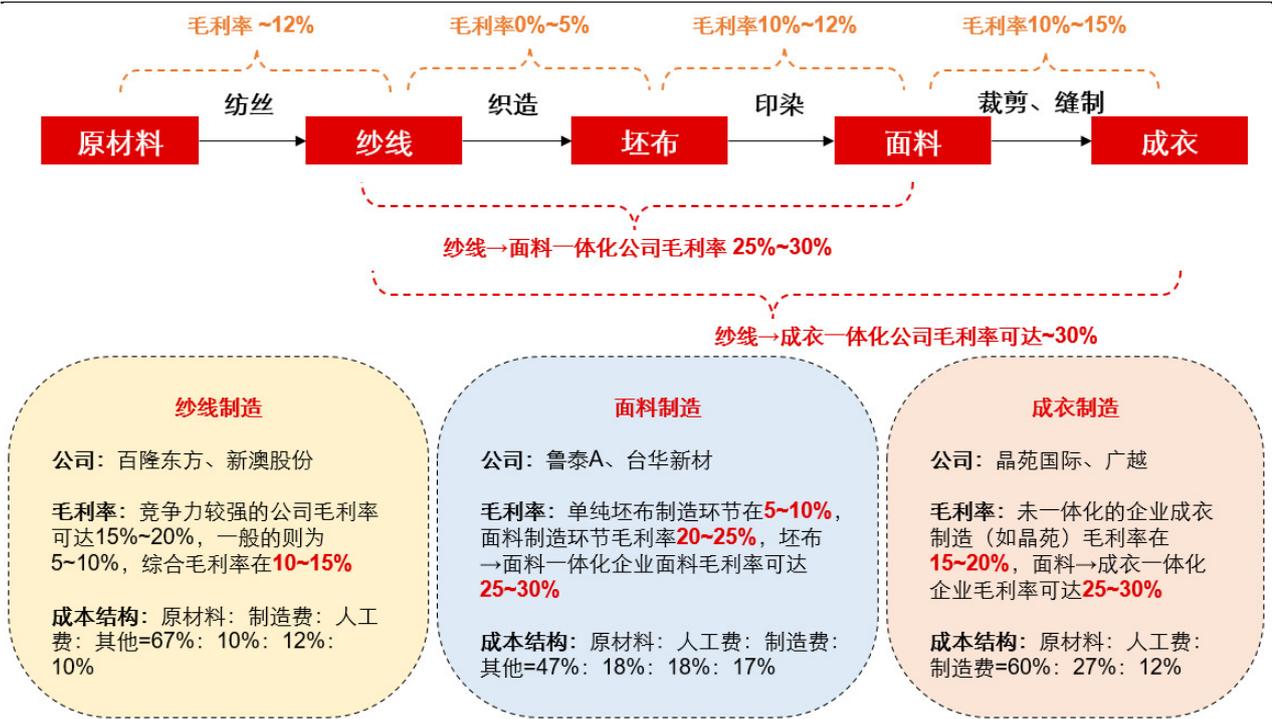
图 50：2020 年，一体化布局的企业业绩波动幅度低于非一体化企业



资料来源：Wind，长江证券研究所

面料自供攫取上游环节利润空间，提升盈利能力。分产业链环节来看，面料制造属于利润较丰厚的环节，毛利率约为 10%~12%，而形成垂直一体化的企业毛利率水平显著更高。向上游拓展后可获取本应是上游制造商的利润部分，控制原材料成本，另一方面，由于产品附加值提升、交期缩短等优势，代工厂可有效强化自身议价力，进一步提升毛利率。在此，我们仅考虑一体化通过降低原材料成本对对毛利率的优化，在不同对的布料自供比例下测算不同一体化程度下毛利率的改善幅度，当形成面料→成衣一体化后，在 40%/60%/80%自供比例下公司毛利率预计改善 1.7pct/2.5pct/3.3pct；当形成坯布→成衣一体化后，在 40%/60%/80%自供比例下公司毛利率预计改善 2.2pct/3.4pct/4.5pct。

图 51：纺织制造产业链各环节利润分配



资料来源：各公司公告，Wind，长江证券研究所 注：纱线制造成本结构数据取自百隆东方 2024 年报，面料及成衣制造成本结构数据取自鲁泰 A 2024 年报

表 11: 不同布料自供比例下的毛利率改善测算

Δ毛利率测算	布料自供占比		
	40%	60%	80%
2024 年毛利率	20%		
总成本	143		
总收入	178		
原材料成本占比	48%		
原材料成本	68.4		
假设面料生产毛利率	12%		
坯布→面料一体化后面料成本	66	64	63
一体化后总成本	140	138	137
一体化后毛利率	21%	22%	23%
毛利率改善	1.7%	2.5%	3.3%
假设坯布→面料生产毛利率	17%		
纱线→面料一体化后面料成本	64	62	60
一体化后总成本	139	137	135
一体化后毛利率	22%	23%	24%
毛利率改善	2.2%	3.4%	4.5%

资料来源: 长江证券研究所

短期而言, 晶苑通过初步的垂直一体化布局缩短交期、减低成本、提升生产稳定性, 有望获得品牌尤其运动品牌的更多订单, 同时提升自身毛利率水平, 营收增长的同时业绩增速将更高; 长期而言, 一体化布局完善下公司有望具备更强的面料研发能力以及更高的转化效率, 产品结构升级会体现在其自身盈利的改善上, 从而形成“加大面料研发投入→高效销售转化→盈利能力改善&订单量增加→进一步加大研发投入”的业务闭环。也因此, 内化面料研发的一体化企业竞争力远高于仅参与成衣加工环节的制衣商, 有望获得更高的估值溢价。

展望来看, 收入端, 公司产能布局调整趋于稳定, 下游老客品类扩张&份额提升+运动新客拓展带来订单增量, 有望在三年内维持双位数以上增长; 利润端, 受益于自动化能力提升的降本增效以及一体化带来的毛利率提升, 业绩增速预期高于收入。预计 2025-2027 年公司分别实现归母净利润 2.3、2.6、3.0 亿美元, 对应 PE 分别为 7.0、6.1、5.3X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 12: 晶苑国际盈利预测

单位/百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万美元)	2470	2747	3098	3463
(+/-)(%)	13%	11%	13%	12%
归母净利润 (百万美元)	200	226	261	299
(+/-)(%)	23%	12%	16%	15%
EPS (美元/股)	0.07	0.08	0.09	0.10
P/E	7.93	7.05	6.10	5.33

资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、下游需求恢复不及预期：目前海外零售恢复仍需进一步验证，弱消费需求持续偏弱则可能导致公司订单情况不及预期。
- 2、原材料价格波动：公司盈利能力和原材料价格有一定相关性，若后续原材料价格波动较大，可能对公司利润率产生影响。
- 3、产能爬坡不及预期：若存在产能爬坡较慢等情况则可能影响订单交付。
- 4、海外加征关税风险：若美国对中国或东南亚等地区加征关税，则可能让公司业绩大幅下滑。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。