

2025 年 12 月 1 日

维珍妮 (2199.HK)：全球贴身内衣制造龙头， 依托核心技术拓展品类边界

民银国际研究团队

分析师： 何丽敏

电话： 37288036

Email： liminhe@cmbcint.com

评级

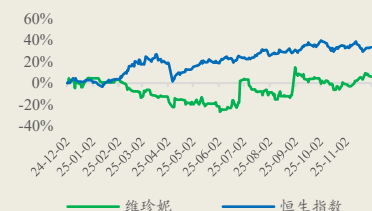
买入

维珍妮 (2199.HK)

目标价 (港元)	2.60
潜在升幅/降幅	+19.3%
目前股价 (港元)	2.18
52 周内股价区间 (港元)	2.39 / 1.50
总市值 (亿港元)	26.7
近 3 月日均成交额 (百万港元)	0.3

注：截至 2025 年 12 月 1 日收盘价

股价表现



资料来源：iFind、民银国际

公司概况：维珍妮是全球贴身内衣制造行业第一梯队制造商，采用 IDM 模式并依托三大核心工艺，业务覆盖贴身内衣/运动产品/消费电子配件/胸杯。FY25 公司营收/ 经调整净利润分别为 78.4/ 4.0 亿元。

依托三大核心技术，拓展品类边界至运动服，持续优化客户结构：

公司以电脑开模、立体模压成型、无缝贴合三大核心技术构建多元技术矩阵，从传统贴身内衣起步，逐步拓展至运动内衣、紧身裤、功能运动服及消费电子配件。运动产品为第二大品类，FY25 公司贴身内衣/运动产品/消费电子配件/胸杯分别占总收入 54%/ 37%/ 5%/ 3%。公司近年发力 Bonding 运动服，FY25/FY26H1 该品类收入分别同比 +50%/ +40%，1H FY26 Bonding 运动服占运动产品收入达 4 成以上。客户结构多元化，公司从早期依赖维密 (FY2014 收入占比 35%)，拓展至优衣库，以及 NIKE、Adidas、Lululemon、On 等国际运动品牌。

越南产能布局成熟，国内迁厂已近尾声，未来减债控费提效可期：

(1) 维珍妮越南/中国产能分别占比 85%/15%，越南产能基地按品类进行规划，共 6 个工厂，可满足美国市场供应并有效控制关税风险；国内产能从深圳迁至肇庆已近尾声，未来将持续推进生产效率提升。

(2) 利润端，过往两年公司受到深圳搬厂至肇庆的相关重组费用、利息费用影响，FY25 重组成本、利息费用分别为 2.2/ 3.4 亿港元。

(3) 后续资本开支可控，预计 FY26 资本开支约 2.5 亿，未来 3 年每年 1.5 亿以内，而 FY19 资本开支峰值达 12.1 亿港元。FY25 公司 EBITDA 为 10.6 亿港元，未来 3-4 年公司目标减债至少 10 亿港元，结合减债计划及降息预期，利息费用有望节省，费用具备优化空间。

首次覆盖维珍妮并给予买入评级，目标价 2.60 港元：

预计公司 FY26E-FY28E 营收分别为 77.6/ 83.0/ 87.3 亿元，同比分别 -1.0%/ +6.9%/ +5.3%，经调整归母净利润分别为 4.5/ 5.2/ 5.5 亿元，同比 +12.5%/ +14.0%/ +7.5%。目标价对应 FY26E PE 为 7.1 倍。

表：盈利预测和财务指标

百万港元	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	7,017	7,840	7,761	8,297	8,734
收入同比增速	-10.9%	11.7%	-1.0%	6.9%	5.3%
毛利率	22.6%	23.4%	23.2%	23.4%	23.6%
归母净利润	143.2	183.9	272.6	386.2	554.9
经调整归母净利润	316.5	402.4	452.6	516.2	554.9
经调归母净利润同比	-24.2%	27.1%	12.5%	14.0%	7.5%
EPS (HKD)	0.117	0.150	0.223	0.315	0.453
PE@2.18HKD	8.4	6.6	5.9	5.2	4.8

注：公司财年以 3/31 结束；资料来源：Wind、民银国际预测

目 录

第一部分：公司分析	6
一、投资亮点	6
（一）三大核心技术行业领先，客户结构持续优化	6
（二）以核心工艺拓展品类，发力 Bonding 服装及运动产品	8
（三）越南+国内产能布局成型，盈利能力具备修复空间	10
二、盈利预测与投资建议	12
第二部分：鞋服 OEM 行业概览及趋势分析	13
三、对等关税落地，鞋服 OEM 行业格局稳定，明后年关税分担影响有望逐步淡化 .	13
（一）鞋服 OEM-品牌商-消费者关税分担推演及观点	14
（二）对等关税落地，全球鞋服 OEM 产能布局格局稳定	19
四、鞋服 OEM 行业概览——特征及趋势	20
（一）产业链主要位于东南亚与中国，品牌商浓缩供应链	20
（二）鞋服 OEM 行业：企业竞争力在于多元产能布局、研发创新、生产管理效率、绑定 优质客户共成长	24
（三）纺织服装 OEM：垂直一体化、快速反应、优秀企业通过提份额及拓客户穿越周期	28
风险提示	33

图表目录

图 1: 贴身内衣供应链层级.....	6
图 2: 维珍妮研发费用率为 3% 以上.....	6
图 3: 维珍妮的部分技术标和创新解决方案.....	7
图 4: 维珍妮客户结构 (截至 FY25)	8
图 5: 维密、优衣库和前五客户占公司收入比.....	8
图 6: 维珍妮通过注塑成型、点胶技术核心技术拓品类.....	9
图 7: 公司运动产品、Bonding 服装收入	9
图 8: 维珍妮产品结构.....	9
图 9: 维珍妮员工人数 (万人)	11
图 10: 公司产能分布 (按收入贡献)	11
图 11: 维珍妮资本开支.....	11
图 12: 肇庆厂房搬厂费用 (特殊重组费用)	11
图 13: 华利越南工厂原材料本地采购比例 56%.....	14
图 14: 越南面料自给率<50%, 2020 年为 25%	14
图 15: 鞋服代工制造-品牌商-消费者关税成本分担推演 (采用对等关税越南 20%)	15
图 16: 鞋服价值链各环节占比.....	17
图 17: 各环节对美关税分担能力决定要素.....	17
图 18: 鞋服 OEM 公司对美收入占比	18
图 19: 鞋服 OEM 公司产能分布	18
图 20: 美国对各地区的对等关税 (截止 2025/11)	19
图 21: 美国的纺织服装进口来源结构 (按地域)	19
图 22: 美国鞋类进口来源结构 (按地域)	19
图 23: 2024 年全球服装出口额为 5,480 亿美元.....	20
图 24: 各国服装额出口占全球服装出口总金额 (按出口金额)	20
图 25: 2024 年国际运动品牌耐克、阿迪达斯、Lululemon、昂跑的供应链结构 (按地域) ...	21
图 26: 中国纺织服装出口额 (亿美元)	22
图 27: 中国纺织服装出口按国别出口结构.....	22
图 28: 中国占越南服装面料进口额的 67%.....	22
图 29: 越南纺织品进口、出口金额 (亿美元)	22
图 30: NIKE 鞋履代工厂数量和前 4 大占比	23
图 31: NIKE 服装代工厂数量和前 5 大占比	23
图 32: 阿迪达斯鞋履合作供应商数量<服装	23
图 33: 阿迪达斯合作大于 20 年供应商占比.....	23
图 34: 2020-2023 年 NIKE 对代工厂的分级, FY23 年金/银/铜级分别为 0/11/446 个.....	24
图 35: 1990-至今, 鞋履代工、服装代工公司的海外设厂历程	26
图 36: 鞋履和服装代工龙头企业的产能分布 (2024 年)	26
图 37: 申洲、儒鸿标志性面料研发案例.....	27
图 38: 申洲国际来自优衣库客户的收入与迅销公司收入增速接近.....	27
图 39: 申洲国际占主要品牌客户采购份额.....	28
图 40: 申洲来自阿迪达斯客户的收入增速持续>Adidas 公司服装收入增速	29
图 41: 纺织服装制造各环节上市公司的盈利能力 (2024 年)	30

表 1: 维珍妮电脑开模、立体模压成型、无缝贴合三大核心技术.....	7
表 2: 维珍妮公司的业务结构（截至 FY26H1）	9
表 3: 维珍妮公司的产能布局（截至 FY25）	10
表 4: 纺织鞋服制造可比公司估值表.....	12
表 5: 关税对运动品牌商盈利能力的影响、应对策略（截至 25Q2 自然季）	16
表 6: 假设品牌商完全通过牺牲自身毛利的方式承担关税成本.....	16
表 7: 鞋履制造、纺织服装供应链公司盈利能力.....	18
表 8: 纺织服装制造龙头的产能布局（截至 2024 年）	25
表 9: 运动服装 OEM 制造龙头公司梳理（截至 2024 年）	32
表 10: 纺织服装制造龙头公司财务指标、业务环节、收入结构（截至 24 年，亿美元）	32
表 11: 服装 OEM 公司人均创收（万元人民币）	33

财务报表分析与预测 - 维珍妮 (2199.HK)

资产负债表					
单位: 百万港元					
会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
流动资产	2,992	3,493	3,604	3,903	4,168
货币资金	623	908	1,185	1,200	1,447
应收账款	1,027	1,051	990	1,056	1,146
存货	1,225	1,378	1,268	1,481	1,406
预付和其他应收款项	111	155	160	164	169
其他	4	1	1	1	1
非流动资产	5,611	5,401	5,291	5,099	4,928
物业、厂房及设备	4,210	3,935	3,791	3,562	3,356
有使用权资产	469	508	534	560	588
于联营公司的投资	397	418	418	418	418
投资物业	116	115	115	115	115
其他	420	425	433	444	450
资产总计	8,603	8,894	8,895	9,002	9,096
流动负债	1,502	1,927	1,865	1,894	1,822
短期借款	621	663	613	513	463
应付账款	390	429	387	483	431
应计费用及其他应付款	414	744	766	789	812
应交税费	36	62	70	80	86
租赁负债-流动	41	28	29	29	30
其他	0	0	0	0	0
非流动负债	3,730	3,804	3,716	3,582	3,442
长期借款	3,533	3,572	3,472	3,322	3,172
租赁负债-非流动	82	109	111	113	116
其他	116	123	134	147	155
负债合计	5,232	5,730	5,581	5,476	5,265
股本	95	95	95	95	95
储备	3,275	3,069	3,219	3,431	3,736
所有者权益	3,370	3,164	3,314	3,526	3,831
负债及权益合计	8,603	8,894	8,895	9,002	9,096

现金流量表					
会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
除税前净利润	152	221	337	477	694
折旧摊销	518	488	419	406	384
财务费用	335	342	229	198	168
营运资金变动	-133	139	159	-150	-37
已付所得税	-132	-13	-64	-91	-139
其它	8	18	0	0	0
经营活动现金流	747	1,195	1,080	840	1,070
投资活动现金流	-393	-396	-301	-203	-206
筹资活动现金流	-252	-341	-501	-622	-618
现金净增加额	102	457	277	15	246
现金期初金额	675	623	908	1,185	1,200
汇率变动	-154	-173	0	0	0
现金期末金额	623	908	1,185	1,200	1,447

利润表					
单位: 百万港元					
会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
营业收入	7,017	7,840	7,761	8,297	8,734
营业成本	-5,433	-6,007	-5,963	-6,352	-6,669
毛利	1,584	1,833	1,799	1,945	2,064
销售费用	-152	-174	-188	-203	-215
管理费用	-561	-634	-660	-693	-727
研发费用	-267	-303	-318	-338	-358
其他支出	-149	-185	-152	-102	28
营业利润	454	536	480	610	792
财务费用净额	-335	-342	-229	-198	-168
分占联营公司损益	33	27	85	65	70
除税前溢利	152	221	337	477	694
所得税	-9	-37	-64	-91	-139
净利润	143	184	273	386	555
归母净利润	143	184	273	386	555
EPS (HKD)	0.12	0.15	0.22	0.32	0.45
若撇除特殊重组成本:					
经调整归母净利润	317	402	453	516	555

主要财务比率					
会计年度	FY24A	FY25A	FY26E	FY27E	FY28E
成长性					
营业收入yoy	-10.9%	11.7%	-1.0%	6.9%	5.3%
归母净利润yoy	-62.6%	28.4%	48.2%	41.7%	43.7%
经调整归母净利润yoy	-24.2%	27.1%	12.5%	14.0%	7.5%
盈利能力					
毛利率	22.6%	23.4%	23.2%	23.4%	23.6%
归母净利率	2.0%	2.3%	3.5%	4.7%	6.4%
经调整净利率	4.5%	5.1%	5.8%	6.2%	6.4%
ROA	1.7%	2.1%	3.1%	4.3%	6.1%
ROE	4.1%	5.6%	8.4%	11.3%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	60.8%	64.4%	62.7%	60.8%	57.9%
负债权益比	39.2%	35.6%	37.3%	39.2%	42.1%
流动比率	2.0	1.8	1.9	2.1	2.3
净负债比率	105%	105%	87%	75%	57%
营运能力					
存货周转天数	89	79	81	79	79
应收账款周转天数	45	48	48	45	46
应付账款周转天数	25	25	25	25	25
每股资料 (HKD)					
每股收益	0.12	0.15	0.22	0.32	0.45
每股净资产	2.75	2.58	2.71	2.88	3.13
估值比率					
PE@2.18HKD	8.4	6.6	5.9	5.2	4.8
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7

E = 民银国际预测

资料来源: 公司公告、Wind、民银国际预测

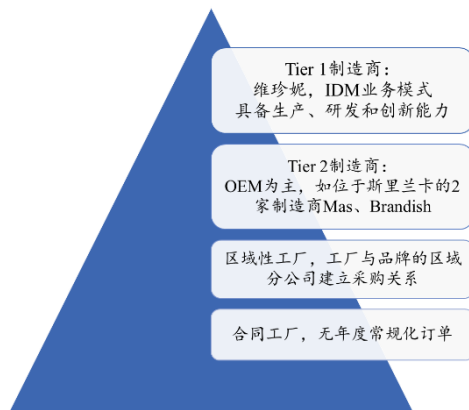
第一部分：公司分析

一、投资亮点

（一）三大核心技术行业领先，客户结构持续优化

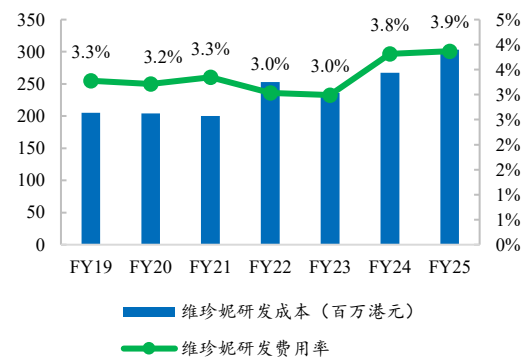
公司在贴身内衣制造行业为第一梯队的制造商，业务以贴身内衣为基础，并延展至运动品类（例如运动胸围、紧身裤、功能运动服装等）及消费电子配件几大板块。贴身内衣制造领域具有工序多、结构复杂的特点，对形体贴合度和穿着舒适度有一定的工艺技术要求。公司持续投入研发和工艺技术创新，通过自动化、模板化和信息化提升生产效率，公司过往研发费用率保持 3% 以上，FY25 公司研发费用为 3.0 亿港元，研发费用率达到 3.9%。

图 1：贴身内衣供应链层级



资料来源：民银国际整理

图 2：维珍妮研发费用率为 3% 以上



来源：公司公告、民银国际整理

维珍妮是全球领先的内衣业务制造商，采用 IDM 业务模式，以电脑开模、立体模压成型、无缝贴合三大核心技术打造多元技术矩阵。具体而言：

（1）电脑开模：维珍妮早在 1999 年已引入电脑开模技术，是行业首家引进数字开模、虚拟样板设计开发及 Fitting 的企业，并以此迅速转型成为创新设计制造商（IDM），而同期国内基本通过手工制作石膏模来制作内衣模具。

（2）立体模压成型：2017 年公司推出模杯注塑成型技术，液体材料在精密模具中低温发泡成型后形成模杯，对比传统的热压成型技术，注塑模杯在透气性、形体结构的包容/支撑/保护性能、可视化镂空图案上具备综合性优势。

（3）无缝贴合：无缝贴合技术相较传统车缝工艺，全方位地提升内衣产品功能性及穿着体验，例如无钢圈文胸里采用硅胶贴合，平衡舒适性和承托性。公司无缝贴合技术包括点胶贴合、硅胶贴合，亦在越南有布局 Santoni 无缝产能。

表 1：维珍妮电脑开模、立体模压成型、无缝贴合三大核心技术

核心环节	核心技术	技术详情及应用
1、模杯制作 2、定型	电脑模具设计与制作	早在 1999 年采用电脑开模技术，将 CAD/CAM 系统应用于内衣模具制作，对比同期的手工开模，大幅提升精度和质量稳定性，公司积累了丰富的模具数据库，采用五轴机床制模。
	立体模压成型	注塑成型：维珍妮全球独家技术，是 2017 年以来维珍妮在模杯加工的重大创新，将液体特殊材质注入维珍妮精密模具，通过 3D 低温发泡成型，是精密开模和立体成型的融合。
3、贴合 Bonding	无缝贴合	<p>相较传统的车缝，该技术能减少皮肤与车缝线摩擦的不适感；维珍妮在 03-04 年与两家欧洲供应商合作开发引进，后期衍生出点胶粘合、硅胶粘合等。</p> <p>点胶贴合技术：可做到胶水拉伸和面料拉伸弹性系数保持基本一致，如应用于 Leggings（李宁揉柔裤）等。点胶工艺相较传统车缝，能做到胶水和面料的弹性及拉伸性能保持基本一致，解决车缝线迹带来的摩擦和勒痕，升级穿着体验。</p> <p>硅胶贴合技术：一项软支撑技术，应用于维密中国果冻条内衣等产品。例如在 Leggings 腰头面料之间采取硅胶贴合，均匀分布压力，达到柔软不勒不外翻的穿着体验。</p>

资料来源：公司年报、民银国际整理

图 3：维珍妮的部分技术标和创新解决方案



资料来源：公司官网、民银国际整理

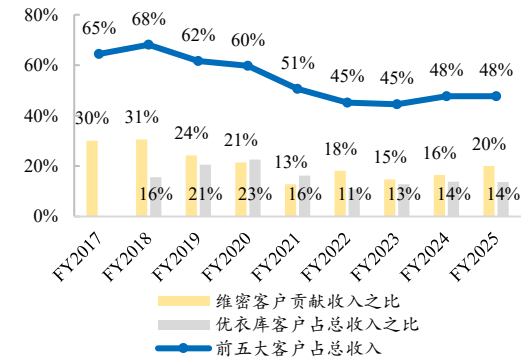
维珍妮与国际头部品牌深度合作，客户结构持续优化：

公司早期收入集中依赖于传统内衣客户订单，近年来重点拓展运动内衣市场，客户结构逐渐向多元化趋势发展。FY2014 公司来自维密单一客户的收入贡献之比高达 35%。近年来随着女子运动市场发展，公司客户从传统内衣客户发展至运动品牌，产品品类从传统内衣发展至运动内衣、运动紧身裤、运动外衣、消费电子配件等。截至 FY25，来自维密/优衣库的收入贡献之比分别达 20%/14%，运动品牌客户 NIKE、UA、Adidas、Lululemon、On 等也占据可观比例。

图 4：维珍妮客户结构（截至 FY25）

贴身 内衣	产品：胸围/内裤/塑身内衣/泳装等。 客户包括维密、优衣库、Hanes brands、PVH 等。
运动 产品	产品：运动 bra/运动紧身裤/功能性运动服装。客户包括 Adidas、Nike、Lululemon、On、Under Armour 等。
消费 电子	产品：VR 装置配件/平板电脑配件等。 客户包括 Oculus、Microsoft 等。

图 5：维密、优衣库和前五客户占公司收入比



资料来源：公司调研、业绩会、民银国际整理

来源：公司调研、业绩会、民银国际整理

（二）以核心工艺拓展品类，发力 Bonding 服装及运动产品

公司通过电脑开模、立体模压成型、无缝贴合三大核心技术拓展品类边界，品类从传统贴身内衣到运动内衣、运动紧身裤拓展至 Bonding 运动服装和消费电子配件，以运动板块引领增长。具体而言：

（1）在贴身内衣领域，公司是维密的主力供应商，为维密供应的产品具备时尚、功能性和舒适度的统一。通过在 Hanes、维密、PVH 等国际贴身内衣品牌积累的研发及制造经验后，逐步接入 UA、NIKE、Adidas 等品牌的运动胸围供应链并成为其运动胸围的主力供应商。

（2）近年公司切入 Bonding 服装，以 Bonding 贴合技术进入紧身裤、包括 Polo 服、跑步服、夹克等运动服领域。例如公司在 2021 年发力运动紧身裤，区别于通过面料切入的同行制造公司，公司通过点胶工艺替代传统车缝工艺，点胶工艺能实现胶水贴合部分和面料拉伸弹性的基本一致性，解决穿着时带来摩擦和勒痕的痛点。在 Bonding 服装领域，公司聚焦 Leggings、Polo、Jacket、Running collections 等主要单品进行研发及制造。相较于传统的人工车缝服装，Bonding 服装具备较好的质感和功能性，解决了边缘和包边摩擦、防风防水、耐久性、高温洗水性能等痛点，在外观、弹性手感、透气性有出色表现。并且，Bonding 服装自动化和模板化比例较传统贴身内衣相对高，意味着对新员工的所需训练时间相对少，具备一定工艺门槛、定价、生产效率的优势。据业绩会，FY25 Bonding 服装收入同比增长超过 50%，贡献公司全年 6 成收入增量。

图 6：维珍妮通过注塑成型、点胶技术核心技术拓品类

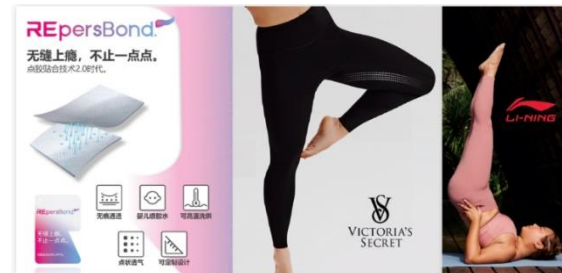
维珍妮注塑成型技术在运动内衣应用
产品应用案例：Lululemon Air Support、UA Infinity 系列、优衣库 beauty light、维密小冰杯



维珍妮通过点胶技术切入 Leggings

产品应用案例：

维密中国魔术裤、揉揉裤



资料来源：维珍妮、品牌官网、民银国际整理

资料来源：维珍妮、品牌官网、民银国际整理

表 2：维珍妮公司的业务结构（截至 FY26H1）

单位：百万港元	2021-03-31	2022-03-31	2023-03-31	2024-03-31	2025-03-31	FY25H1	FY26H1
	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024	FY2025	2024-09-30	2025-09-30
贴身内衣	2,886	4,716	4,425	4,121	4,243	2,248	2,099
占收入之比	48%	57%	56%	59%	54%	57%	55%
yoy		63%	-6%	-7%	3%	2%	-7%
毛利	613	1,189	1,108	977	1,047	552	507
贴身内衣毛利率	21.2%	25.2%	25.1%	23.7%	24.7%	24.6%	24.2%
运动产品	1,596	2,191	2,436	2,312	2,934	1,327	1,505
占收入之比	27%	26%	31%	33%	37%	33%	39%
yoy		37%	11%	-5%	27%	33%	13%
毛利	299	514	566	494	653	303	341
运动产品毛利率	18.7%	23.5%	23.3%	21.4%	22.3%	22.9%	22.7%
消费电子配件	291	496	371	286	409	244	112
占收入之比	5%	6%	5%	4%	5%	6%	3%
yoy		70%	-25%	-23%	43%	52%	-54%
毛利	70	125	82	53	79	49	20
消费电子配件毛利率	23.9%	25.2%	22.0%	18.5%	19.4%	20.0%	18.0%
胸杯及配件	914	581	323	298	254	159	124
占收入之比	15%	7%	4%	4%	3%	4%	3%
yoy		-36%	-44%	-8%	-15%	-12%	-22%
毛利	196	134	72	60	53	34	26
胸杯毛利率	21.5%	23.1%	22.4%	20.2%	21.1%	21.6%	20.9%
鞋类	287	363	324				
占收入之比	5%	4%	4%				
总收入	5,974	8,347	7,879	7,017	7,840	3,978	3,840
yoy		-6%	-6%	-11%	12%	12%	-3%
整体毛利率	1,238	2,045	1,902	1,584	1,833	938	894
	20.7%	24.5%	24.1%	22.6%	23.4%	23.6%	23.3%

资料来源：公司公告、民银国际整理

图 7：公司运动产品、Bonding 服装收入

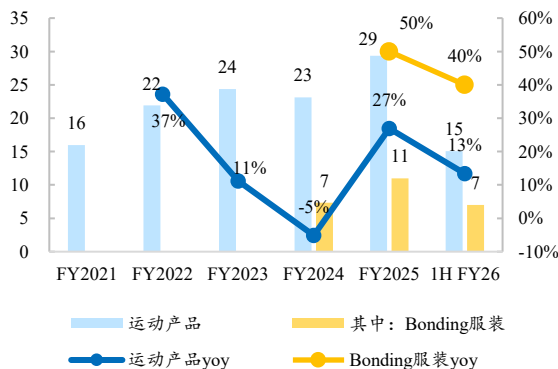
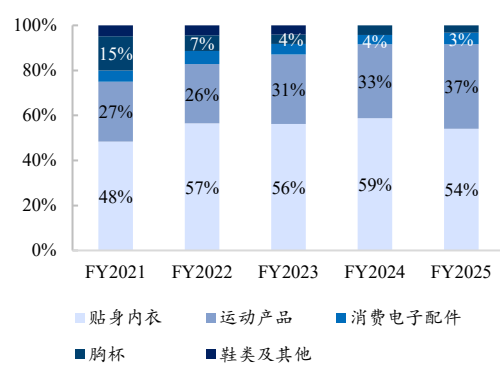


图 8：维珍妮产品结构



资料来源：公司公告、民银国际整理

来源：公司公告、民银国际整理

(三) 越南+国内产能布局成型，盈利能力具备修复空间

公司产能主要分布在越南和中国，FY25 中国/越南产能分别贡献 15%/85% 的全年收入。具体而言：

(1) 国内产能基地主要定位研发中心、为国际品牌在中国的销售供应产品，以及服务中国本土品牌商。国内产能自 2023 年从深圳逐步转移至肇庆，2024 年 10 月已 100%完成产线转移，2025 年下半年陆续转移研发部门。

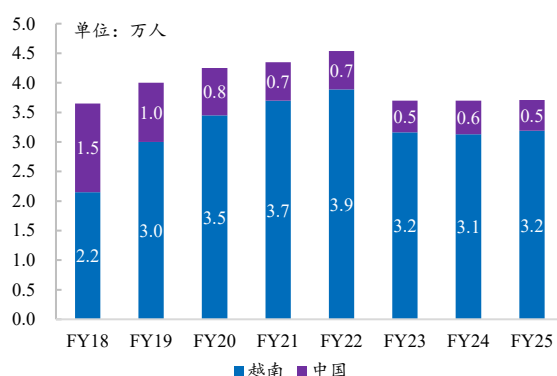
(2) 越南产能基地按品类进行规划，划分成 A/ B/ C/ D/ E/ Santoni 超级工厂。公司自 2016 年以来设立越南产能基地，目前越南产能布局已成熟。FY25 集团约 44%的收入来自美国，均由越南工厂供应，关税风险可控。

表 3：维珍妮公司的产能布局（截至 FY25）

产能基地	产能布局
中国	<p>国内基地主要定位是研发、配合国际品牌伙伴 China-for-China 业务，以及中国国内品牌，FY25 中国产能贡献集团总收入约 15%。公司总部位于中国香港，公司在广东深圳、肇庆设有生产基地。2023 年中广东肇庆基地陆续投产，肇庆厂区已于 2024 年 10 月完成深圳产线的 100%转移，FY25 利用率近 60%，因期间有部分产线安装和升级工作。截至 2025/9/30 深圳、肇庆人数分别 1,500、3,500 人。</p> <p>深圳产能转移至肇庆的历程：23 年 6 月消费电子配件产能完成转移，23 年 9 月胸杯产能完成转移；24 年 10 月贴身内衣及运动产品产能完成转移并陆续爬坡，2025 年下半年研发相关部门将陆续转移。</p>
越南	<p>越南生产基地贡献集团总收入的 85%，越南产能大约在 FY22 建设成熟。FY26H1 越南产能利用率为 80%，截至 2025/9/30 共 30,580 人。A/B/C/D/E 厂均位于海防越南新加坡工业园，Santoni 厂位于兴安。</p> <p>A 厂：贴身内衣，2016 年投产；B 厂：胸杯，2017 年投产</p> <p>C 厂：运动胸围，2018 年投产；D 厂：新技术工艺，2019 年投产</p> <p>E 厂：Bonding 服装和丝网印刷，2019 年投产；</p> <p>Santoni 厂：无缝一体织，2021 年投产。</p>

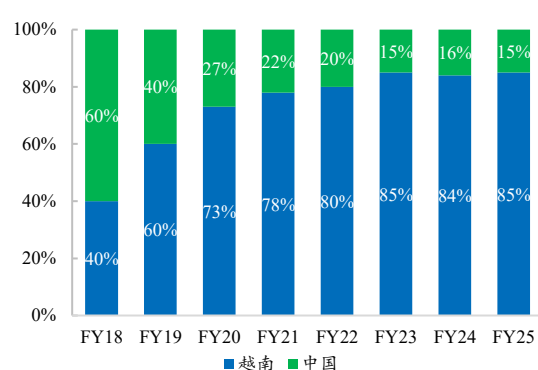
资料来源：公司公告、民银国际整理

图 9：维珍妮员工人数（万人）



资料来源：公司公告、民银国际整理

图 10：公司产能分布（按收入贡献）



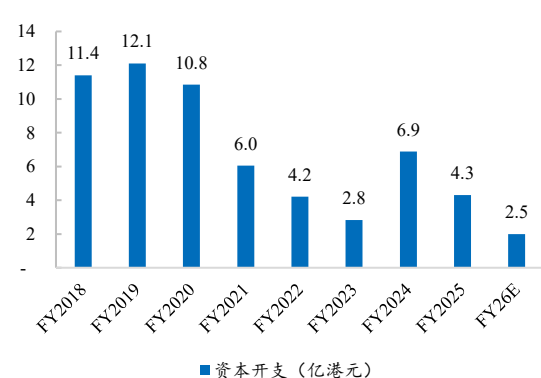
来源：公司公告、民银国际整理

随着深圳产能转移至肇庆工厂接近尾声，公司盈利能力具备提升空间，原因：

(1) 深圳搬厂至肇庆预计 FY27 完成，预计 FY26 搬厂相关费用约 1 亿港元。公司将持续推进降本增效工作，提升生产效率，据 FY25 业绩会，公司已针对海防一厂和肇庆厂推行专项提升计划，改善毛利率。

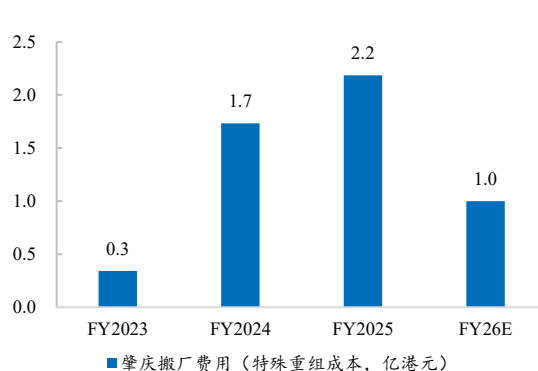
(2) 越南产能布局成熟，预计未来资本投入可控，结合减债计划和降息展望，利息费用具备节省空间。未来几年财年资本性支出将大幅减少。其中 FY25 资本开支为 4.3 亿港元，较 FY19 高峰期的 12.1 亿港元大幅减少，预计 FY26 资本开支有望降低至 2.5 亿港币；据业绩会，并继续严控资本支出，未来 3 年每年资本开支预计 1.5 亿以内，这为降低债务提供空间。债务方面，截至 2025/9/30，公司有息负债为 42.3 亿港币，净资产负债比率为 105.2%，未来 3-4 年公司目标减少至少 10 亿港元债务。FY25 公司经营活动产生的净现金流为 12 亿港元，经调整 EBITDA 为 12.7 亿港元，期内净财务费用达 3.4 亿港元，未来减债和节省利息费用具备可行性和空间。

图 11：维珍妮资本开支



资料来源：公司公告、民银国际整理

图 12：肇庆厂房搬厂费用（特殊重组费用）



来源：公司公告、民银国际整理

二、盈利预测与投资建议

首次覆盖维珍妮并给予买入评级，目标价 2.60 港元：

预计公司 FY26E-FY28E 营收分别为 77.6/ 83.0/ 87.3 亿元，同比分别-1.0%/ +6.9%/ +5.3%，经调整归母净利润分别为 4.5/ 5.2/ 5.5 亿元，同比+12.5%/ +14.0%/ +7.5%。目标价对应 FY26E PE 为 7.1 倍。

投资观点：（1）维珍妮是全球贴身内衣制造行业第一梯队制造商，采用 IDM 模式并依托电脑开模、立体模压成型、无缝贴合三大核心工艺，从传统贴身内衣起步，逐步拓展至运动内衣、紧身裤、功能运动服装及消费电子配件。运动产品为第二大品类，FY25 贴身内衣/运动产品/消费电子配件/胸杯分别占总收入 54%/ 37%/ 5%/ 3%。公司近年发力 Bonding 运动服，FY25/FY26H1 该品类收入同比+50%/ +40%，1H FY26 Bonding 运动服占运动产品收入达 4 成以上。

（2）客户结构更趋多元，公司从早期依赖维密（FY2014 收入占比 35%），拓展至优衣库，以及 NIKE、Adidas、Lululemon、On 等国际运动品牌。

（3）越南产能布局成熟，国内迁厂已近尾声，未来减债控费提效可期。维珍妮越南/中国产能分别占比 85%/15%，越南产能基地按品类进行规划，共 6 个工厂，可满足美国市场供应并有效控制关税风险；国内产能从深圳迁至肇庆已近尾声，未来将持续推进生产效率提升。

（4）利润端方面，过往两年公司受到搬厂费用、利息费用的影响。后续预计 FY26 资本开支约 2.5 亿，未来 3 年每年 1.5 亿以内，而 FY19 资本开支峰值达 12.1 亿港元。FY25 公司 EBITDA 为 10.6 亿港元，未来 3-4 年公司目标减债 10 亿港元，结合减债计划及降息预期，利息费用有望节省，费用具备优化空间。

表 4：纺织鞋服制造可比公司估值表

日期	2025/12/1	当地货币	收入（亿报表货币）			收入yoy		归母净利润(亿, 报表货币)			归母净利润yoy		PE			股息率	报表	市值
代码	公司简称	市值(亿)	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	TTM	货币	货币
2313.HK	申洲国际	1,052.3	286.6	321.3	354.2	12%	10%	62.4	65.8	74.0	5%	13%	15.5	14.7	13.0	3.8%	CNY	HKD
2232.HK	晶苑国际	214.5	24.7	27.4	30.0	11%	10%	2.0	2.3	2.6	15%	13%	13.8	12.0	10.6	5.4%	USD	HKD
2199.HK	维珍妮	26.7	78.4	77.6	83.0	-1%	7%	4.0	4.5	5.2	13%	14%	6.6	5.9	5.2	3.1%	HKD	HKD
2111.HK	超盈国际	34.2	50.6	50.9	54.5	1%	7%	6.1	6.2	6.7	1%	8%	5.6	5.6	5.1	8.6%	HKD	HKD
1476.TW	儒鸿	1,183.9	368.3	383.8	407.7	4%	6%	66.4	51.9	64.3	-22%	24%	17.8	22.8	18.4	3.9%	TWD	TWD
1477.TW	聚阳	789.4	355.2	347.5	364.5	-2%	5%	41.1	35.2	38.7	-15%	10%	19.2	22.5	20.4	5.9%	TWD	TWD
0551.HK	裕元集团	260.6	81.8	81.7	84.7	0%	4%	3.9	3.5	3.8	-11%	9%	8.5	9.7	8.9	8.0%	USD	HKD
1836.HK	九兴控股	137.9	15.5	15.7	16.4	2%	5%	1.7	1.6	1.7	-8%	10%	10.4	11.3	10.3	9.6%	USD	HKD
300979.SZ	华利集团	737.5	240.1	257.1	287.9	7%	12%	38.4	34.3	40.5	-11%	18%	19.2	21.5	18.2	5.2%	CNY	CNY
均值													13	14	12			

注：维珍妮归母净利润采用经调整归母净利润作为计算口径，撇除重组成本；
资料来源：Bloomberg、民银国际整理

第二部分：鞋服 OEM 行业概览及趋势分析

我们的观点：（1）纺服 OEM 行业具有周期性，行业规模、格局相对稳定，行业 OEM 企业在品牌商客户的去库/补库周期中，会具备相似的业绩波动特征，品牌商补库周期往往是较好的行业性 EPS 和估值共振的机会。需要注意的是，在补库周期中，纺服制造商之间也有不一致的业绩弹性，取决于其所在的制造环节（例如运动面料/制衣/制鞋/辅料）及客户结构。

（2）鞋服消费趋势的变迁也会带来结构性的机会，推动部分纺服 OEM 公司形成业务结构和盈利能力的改善，需关注公司的业务基因、客户结构及景气度。例如 Athleisure 运动休闲风和复古时尚，以巴黎世家“老爹鞋”爆品的诞生，推动了以时尚和高端女鞋制造业务起家的九兴控股收入结构、盈利能力提升。

（3）公司分析层面，公司产能布局及 CAPEX 投入周期也需重点关注。国际贸易政策、劳动力成本、品牌方的要求、上下游产业链配套推动了过往纺服 OEM 从中国往东南亚地区扩充产能。国际贸易政策不确定性下，中国+海外产能布局有效分散风险，产能布局的位置、方式、工厂管理能力与盈利能力息息相关。品牌商对转运风险的管理亦在增强，例如过往东南亚产地的服装面料大多仍由中国进口。若公司处于大型 CAPEX 投入周期（如 2015 年前后国内纺织 OEM 公司先后在越南建厂），需注意产能爬坡期、利息、折旧对盈利能力的影响。

三、对等关税落地，鞋服 OEM 行业格局稳定，明后年关税成本分担影响有望逐步淡化

我们的观点：（1）关税分担：25H2 预计鞋服 OEM 企业仍存关税分担风险（分担力度普遍 2~3%），但明后年关税分担对鞋服 OEM 企业影响将逐步淡化。长期而言额外关税成本将回归消费者承担，方式为新品提价、品牌寻求终端折扣改善等。尽管鞋服 OEM 制造企业以 FOB 形式出货，从交货形式上不需要承担关税，但考虑到品牌商盈利压力，对于发货地往美国的订单，鞋服 OEM（包括成衣制造、面料制造）或需与品牌阶段性共渡难关。

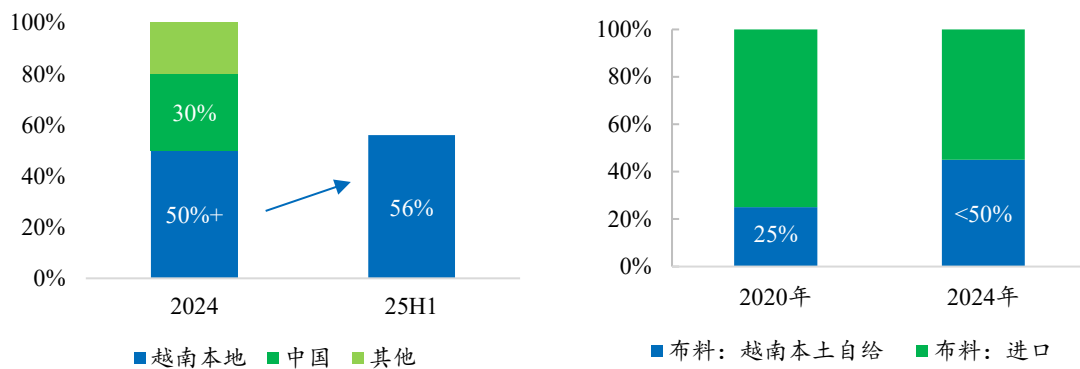
（2）鞋服供应链行业格局方面：预计东南亚未来仍将是鞋服制造的主要产地，格局稳定，纺织鞋服供应链回流美国的可能性极小。纺织鞋服 OEM 的成衣及鞋履制造业为劳动密集型行业，东南亚产地具备劳动力成本优势。上游纱线、面料制造虽然更资本密集，但考虑物流成本和快速交期，其需靠近成衣及鞋履制造厂来布局。并且，除关税和劳动力成本以外，鞋服 OEM

建厂需考虑地缘政治、安全性、基础设施、物流、文化等多因素，建厂、供应链上下游、熟练员工培训配套等需多年积累，非一朝一夕。

(3) 对等关税新规下，鞋服供应链趋势、哪类企业受益？

上游产能（如纱线/面料/鞋中底等）转移加速，原因是品牌方、成衣制造商和制鞋商寻求提升本地采购比例，更好符合原产地规定和溯源要求。以上游运动面料为例，已在东南亚当地布局大型规模化产能的公司具先发优势，显著受益。过往，制衣/制鞋环节往东南亚转产程度，较上游纱线/面料/中底环节充分，因此目前上游纱线/面料/鞋中底等仍一定程度依赖中国产能。

图 13: 华利越南工厂原材料本地采购比例 56% 图 14: 越南面料自给率<50%, 2020 年为 25%



资料来源：公司公告、民银国际整理

来源：越南工贸部、越南人民报网、民银国际整理

(一) 鞋服 OEM-品牌商-消费者关税分担推演及观点

“对等关税”在供应链、品牌商、消费者三个环节分担能力的决定要素？

主要国际品牌已开始通过新品提价+寻求零售折扣改善+供应链共担方式来消化额外关税成本。假设品牌商完全通过牺牲毛利率方式吸收关税，其将对美国业务毛利率产生单位数负面影响，对等关税无法被品牌独自吸收。

图 15: 鞋服代工制造-品牌商-消费者关税成本分担推演 (采用对等关税越南 20%)

关税前	供应链FOB出厂价格假设 (美元)		10					
	原对美出口运动鞋服的基础综合关税		15%					
	加上海运费、清关等, 品牌商综合采购成本		15					
	不同类型品牌加价倍率不同, 假设加价倍率分别		4	5	6	8	10	
	不同加价倍率对应, 对应的终端吊牌价 (美元)		40	50	60	80	100	
	综合零售折扣为70折		70%					
	假设品牌为全直营, 终端零售额(美元)		28	35	42	56	70	
	假设品牌为全直营, 毛利额		13.0	20.0	27.0	41.0	55.0	
	假设品牌为全直营, 毛利率		46.4%	57.1%	64.3%	73.2%	78.6%	
加关税	加征20%关税, 额外关税成本 (美元)		2					
情景1	消费者完全承担关税: 终端吊牌价提价, 升幅为额外关税成本 (2.0美元)							
	终端吊牌价上升至		42	52	62	82	102	
	对应吊牌价涨价幅度		5.0%	4.0%	3.3%	2.5%	2.0%	
情景2	品牌商完全承担关税: 品牌商牺牲毛利							
	品牌商综合采购成本增加2.0美元至		17					
	终端吊牌价维持 (美元)		40	50	60	80	100	
	综合零售折扣为70折		70%					
	假设品牌为全直营, 终端零售额(美元)		28	35	42	56	70	
	假设品牌为全直营, 毛利额 (美元)		11	18	25	39	53	
	假设品牌为全直营, 毛利率下降为		39%	51%	60%	70%	76%	
	毛利率下降幅度 (百分点)		-7.1	-5.7	-4.8	-3.6	-2.9	
	情景2	供应链、品牌、消费者共同承担						
假设供应链让利5% (面料+制衣两个环节), FOB出厂价(美元)		9.5 (原出厂价10美金)						
加征20%关税, 关税成本 (美元)		1.9						
供应链让利+额外关税, 产品成本共增加		1.4						
加上海运费、清关等, 品牌商综合采购成本		16.4						
不同类型品牌加价倍率不同, 假设加价倍率分别为		4	5	6	8	10		
终端吊牌价提升2%至 (美元)		40.8	51.0	61.2	81.6	102.0		
假设零售折扣从原70折提32个百分点至72折		72%						
终端零售额(美元)		29.4	36.7	44.1	58.8	73.4		
通过提价+提折扣, 品牌和零售覆盖的关税成本		1.4	1.7	2.1	2.8	3.4		
假设品牌为全直营, 毛利额 (美元)		13.0	20.3	27.7	42.4	57.0		
假设品牌为全直营, 毛利率计算得		44.2%	55.3%	62.8%	72.1%	77.7%		
毛利率下降幅度 (百分点)		-2.3	-1.8	-1.5	-1.1	-0.9		
情景3		消费者+品牌承担关税: 提折扣+牺牲毛利率						
		假设零售折扣从原70折提升5个百分点至75折		75%				
	加上海运费、清关等, 品牌商综合采购成本		17					
	不同类型品牌加价倍率不同, 假设加价倍率分别为		4	5	6	8	10	
	终端吊牌价维持 (美元)		40	50	60	80	100	
	假设品牌为全直营, 终端零售额(美元)		30	37.5	45	60	75	
	假设品牌为全直营, 毛利额 (美元)		13	20.5	28	43	58	
	假设品牌为全直营, 毛利率下降为		43%	55%	62%	72%	77%	
	毛利率下降幅度 (百分点)		-3.1	-2.5	-2.1	-1.5	-1.2	

资料来源: 民银国际测算

表 5：关税对运动品牌商盈利能力的影响、应对策略（截至 25Q2 自然季）

品牌	成本增加额	品牌商应对策略
NIKE	关税增量成本 15 亿美元 影响 FY26 毛利率 0.75-1.2pp	(1)降低从中国产地的鞋产品进口至美国比例：从 16%降至个位数,在不同国家之间分配生产以优化关税成本。与供应商、零售商共同应对关税成本上升。(2) 25 秋季起分阶段推行针对性价格上调。
Adidas	商品成本增加 2 亿美元	(1)供应链：中国产能 90%供中国本土市场，其余供非美；与越南/印尼/柬埔寨等供应商合作分配生产，使得关税和 FOB 成本最低。与供应商、零售商三方共同承担关税成本。(2) 新产品自主定价
LULU	全年毛利率指引下降 3pp, 其中 1.9pp 降幅来自关税	战略性定价措施 与供应商谈判、公司费用管控
Deckers	全年面临 1.85 亿美元成本 负面影响，指引全年毛利率同比下降	(1) 供应商共担成本：已对冲约 7500 万美元关税影响，占原 1.5 亿美元预估成本影响的 50% (2) 提价：2025/7/1 起分阶段提价。
Amer	较小	球类球拍业务：Wilson 品牌某些产品涨价 10%

资料来源：公司公告、季度业绩电话会、民银国际整理

表 6：假设品牌商完全通过牺牲自身毛利的方式承担关税成本（供应链、消费者不分担），国际运动品牌美国收入占比、公司盈利能力影响测算

公司名称	毛利率（%）		净利润率（%）		假设加 价倍率	北美毛利率影响 假设供应链不分担 假设完全品牌承担，吊 牌价/折扣不变	美国收 入占比	公司毛利率影 响（百分点）
	2023	2024	2023	2024				
阿迪达斯	47.5	50.8	-0.4	3.2	6-8	-3.7	22%	-0.8
PUMA	46.3	47.4	3.5	3.2	6-8	-3.7	24%	-0.9
亚玛芬体育	52.5	55.7	-4.7	1.4	6-8	-3.7	36%	-1.3
VSCO	35.6	36.8	5.5	1.8	6-8	-3.7	88%	-3.3
耐克	43.5	44.6	9.9	11.1	6-8	-3.7	43%	-1.6
Under armou	44.9	46.1	6.3	4.1	6-8	-3.7	61%	-2.3
威富 VF	52.6	52.0	1.0	-9.3	6-8	-3.7	45%	-1.7
德克斯户外	50.3	55.6	14.2	17.7	5-10	-3.2	67%	-2.1
Lululemon	58.6	59.2	16.1	17.1	5-10	-3.2	61%	-2.0
ONON	59.6	60.6	4.4	10.5	6-10	-3.2	64%	-2.0
迅销	51.9	53.9	11.4	12.7	2.5	-8.0	9%	-0.7

资料来源：Bloomberg、民银国际整理

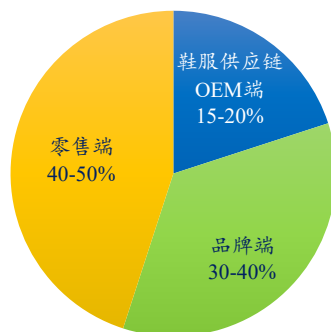
各环节对美关税分担能力的决定要素如下：

对于品牌商及零售端：品牌定价能力（体现为加价倍率）、品牌的库存管理及折扣控制能力、美国业务占比是三大核心要素。因为对于品牌商而言，定价能力和加价倍率更高，所需提价力度更小，消费者也更愿意接受。折扣控制能力方面，例如运动品牌普遍终端折扣在 70-75，若终端折扣能提升 2 个百分点，作用类似于提价。

鞋服 OEM 代工商：是否为品牌的核心供应商/在品牌供应链网络中是否具备独特地位与能力、产能布局、美国业务占比是三大核心要素。鞋服 OEM 商在与品牌谈判时，我们认为品牌方会侧重先保障其供应链网络中的核心供应商，OEM 代工商在品牌供应链的独特地位也是重要因素。例如超盈国际是在越南较早布局的规模化弹性化纤面料供应商，规模化高品质的弹性化纤面料产能在越南具备一定稀缺性，将受益本轮上游产能（如纱线/面料/鞋中底等）转移加速。产能布局方面，目前东南亚各地对等关税差距不明显（例如越南 46%、印尼 32%）。

图 16：鞋服价值链各环节占比

鞋服价值链各环节占比



资料来源：民银国际整理

图 17：各环节对美关税分担能力决定要素

品牌商及零售端	供应链
✓ 品牌定价能力 (例如体现为 加价倍率)	✓ 是否为品牌的核心 供应商，在品牌供 应链网络中是否具 备独特地位与能力
✓ 品牌库存管理+ 折扣控制能力	✓ 产能布局
✓ 美国业务占比	✓ 美国业务占比

资料来源：民银国际整理

鞋服代工制造商的对美订单占比、客户结构、产能分布：

美国对全球主要地区加征关税，推升商品成本，带来潜在的通胀和衰退风险，需求端或承压，影响下游国际运动鞋服品牌商。

对于运动鞋服 OEM 公司：由于东南亚主要产地包括越南/柬埔寨/孟加拉/印尼均被普遍加征关税，加征幅度类似，对于美国订单的生产分配而言，通过调节订单生产地以规避关税风险的空间相对有限。

各 OEM 公司 2024 年对美收入占比：申洲 16%、晶苑 38%（北美）、裕元制造 27%、华利 40%、九兴 47%（北美）、维珍妮 43%。

各 OEM 公司产能地分布：①申洲，中国/越南/柬埔寨分别占 45%/28%/27%；②晶苑，中国/越南/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡分别占 17%/ 50%/ 13%/ 13%/ 7%；③裕元制造，中国/越南/印尼/其他分别占 11%/ 31%/ 54%/ 4%；④九兴控股，中国/越南/其他 27%/ 51%/ 22%。

图 18: 鞋服 OEM 公司对美收入占比

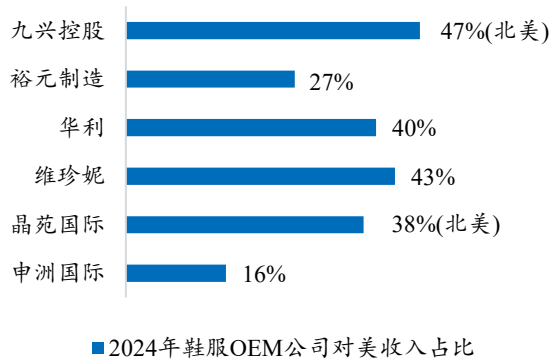
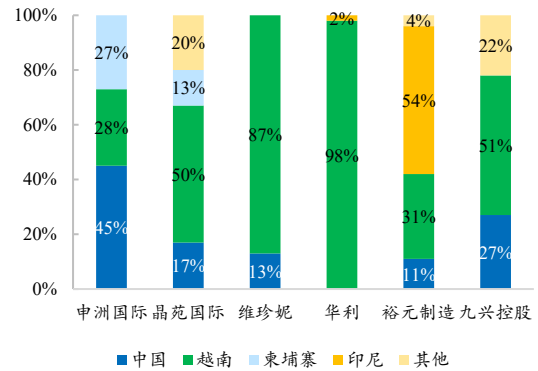


图 19: 鞋服 OEM 公司产能分布



资料来源: 公司年报、民银国际整理

资料来源: 公司年报、民银国际整理

表 7: 鞋履制造、纺织服装供应链公司盈利能力

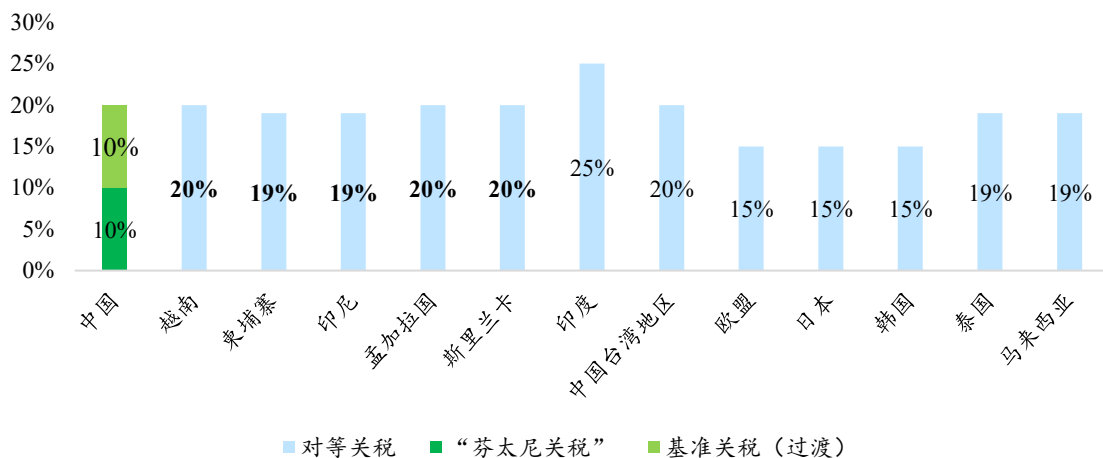
公司名称	净利润率 (%)			毛利率 (%)			EBITDA 率 (%)		
	2019	2023	2024	2019	2023	2024	2019	2023	2024
鞋履制造:									
裕元集团	3.0	3.5	4.8	24.9	24.4	24.4	9.6	10.1	11.3
华利集团	12.0	15.9	16.0	23.5	25.6	73.2	17.3	23.0	22.9
九兴控股	6.2	9.5	11.1	19.0	24.6	24.8	9.0	13.4	15.5
钰齐-KY	10.0	8.9	9.4	19.7	18.9	19.1	16.4	17.0	15.6
丰泰	8.4	5.8	6.7	24.4	20.7	22.6	14.2	11.0	12.1
纺织服装制造:									
申洲国际	22.5	18.3	21.8	30.3	24.3	28.1	28.0	22.5	25.9
晶苑国际	6.3	7.5	8.1	19.1	19.2	19.7	11.8	13.1	12.6
维珍妮	4.6	2.0	/	22.7	22.6	/	15.3	14.0	/
超盈国际	8.3	8.3	12.0	24.0	23.9	26.8	19.6	21.0	23.9
儒鸿	15.3	16.8	18.0	28.9	31.4	30.9	22.4	24.1	23.4
来亿-KY	/	4.9	10.1	/	13.5	19.8	/	10.6	16.1
聚阳	7.0	12.3	11.6	20.1	25.8	25.3	11.1	16.6	16.5

资料来源: Bloomberg、民银国际整理

（二）对等关税落地，全球鞋服 OEM 产能布局格局稳定

纺织服装 OEM 公司产能主要布局在东南亚+中国，对等关税力度在可承受范围，全球鞋服 OEM 行业格局将维持稳定。7 月对等关税落地，东南亚国家普遍在 20% 附近，较此前 4 月东南亚国家 37%~49% 的力度温和。截至 11 月 1 日，中国为 20%（10% 过渡期基准关税，芬太尼关税在 25 年 11 月从年初的 20% 降至 10%），若进一步考虑 2018-19 年的 301 关税则更高；越南 20%、孟加拉国 20%、印尼 19%。

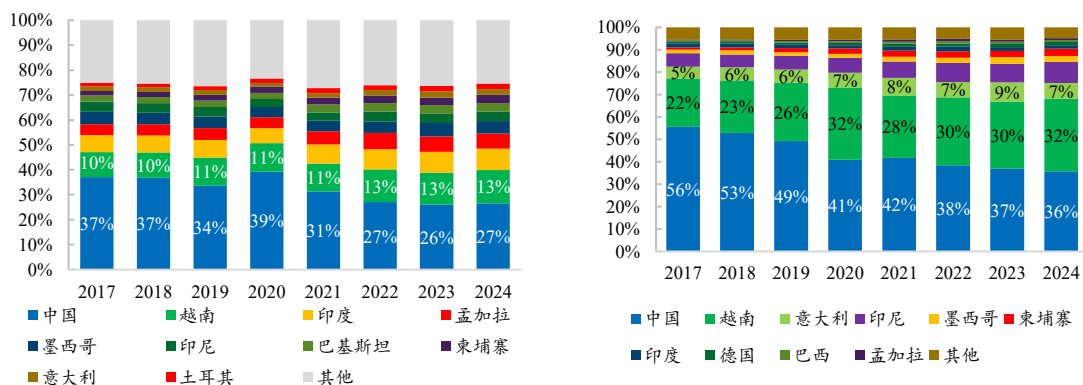
图 20：美国对各地区的对等关税（截止 2025/11）



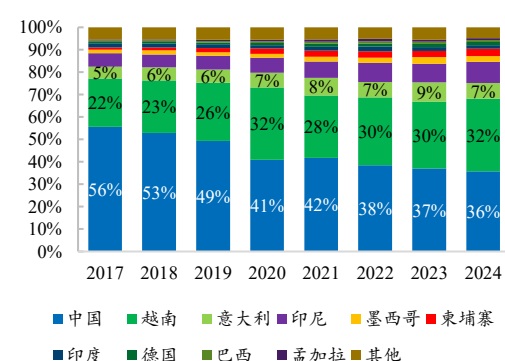
资料来源：Whitehouse、民银国际整理

美国纺织鞋服对东南亚及中国产地的依赖度：从进口国家结构来看，2017-24 年中国始终是美国纺织服装、鞋类的第一大进口来源国。纺织服装品类，2017、21、24 年美国纺织服装进口来源地，中国分别为 37%/ 31%/ 27%。

图 21：美国的纺织服装进口来源结构（按地域） 图 22：美国鞋类进口来源结构（按地域）



资料来源：USITC Trade Shifts Report、民银国际整理



资料来源：USITC、民银国际整理

四、鞋服 OEM 行业概览——特征及趋势

（一）产业链主要位于东南亚与中国，品牌商浓缩供应链

劳动力成本是全球鞋服产业区域重心转移关键，贸易政策是助推因素

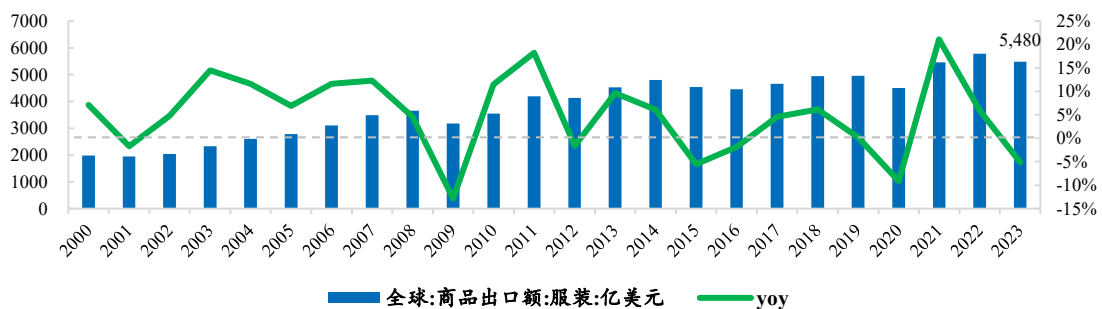
全球纺织及鞋履制造产业历经多轮转移，考虑到成衣及鞋履制造的劳动力密集属性，劳动力成本驱动是关键，产业及贸易政策、生产国基础设施等也是产业转移助推因素。20 世纪以来纺织产业的转移历程：

（1）20 世纪 50-60 年代，美国劳动力成本上升，日本凭借相对劳动力成本优势，以及相对完备的工业基础设施优势接棒纺织产业转移；

（2）20 世纪 70 年代-90 年代，“亚洲四小龙”韩国、中国台湾、中国香港等以更具优势的劳动力成本，承接纺织鞋履制造的产业转移；于 90 年代，中国台湾的鞋履制造企业也陆续启动东南亚的产能布局。

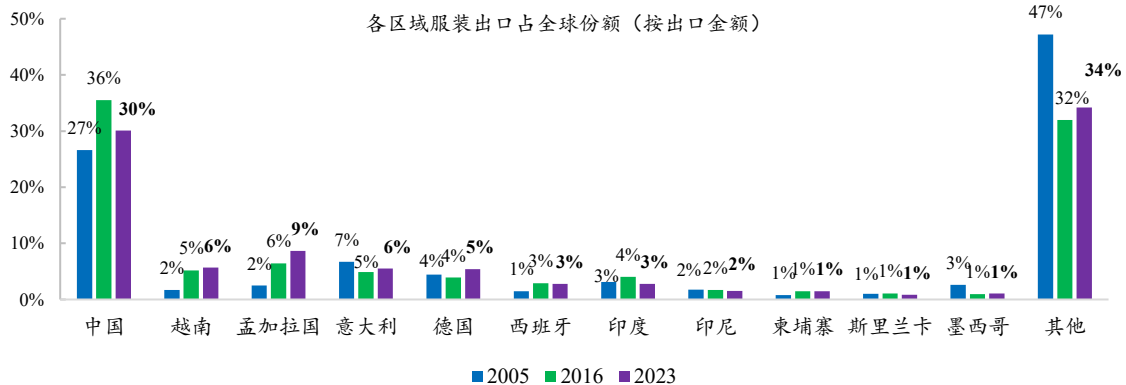
（3）中国大陆加入 WTO，具备劳动力成本等禀赋优势，结合开放、安全的发展环境，成为纺织产业中心；随着中国内地劳动力成本提升，东南亚凭借劳动力、产业及贸易政策助推纺织鞋履制造业转移。

图 23：2024 年全球服装出口额为 5,480 亿美元



资料来源：WTO、民银国际整理

图 24：各国服装额出口占全球服装出口总金额（按出口金额）



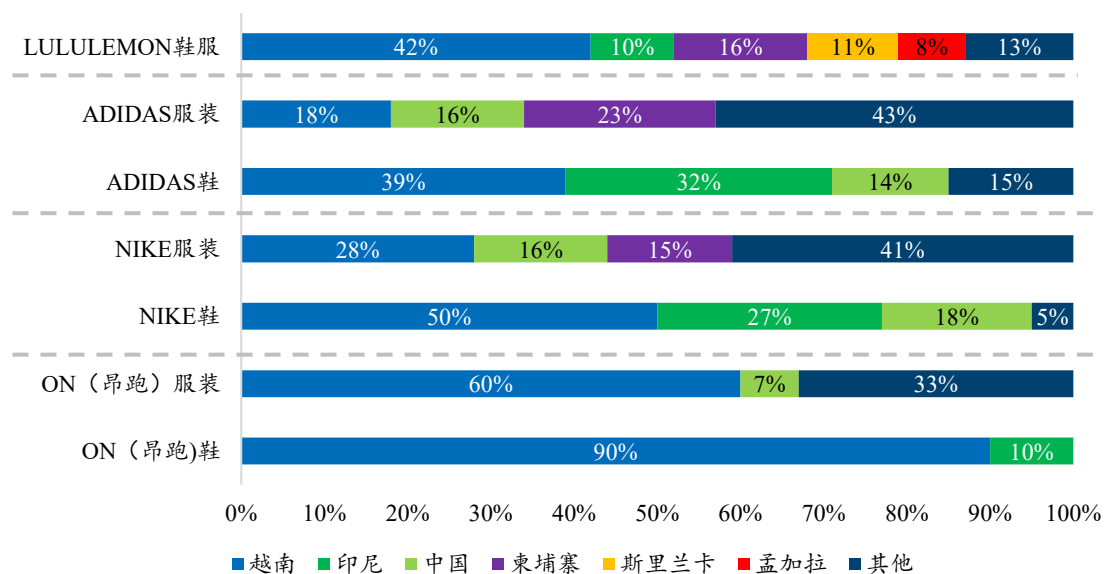
资料来源：WTO、民银国际整理

国际运动品牌的鞋服供应链以东南亚+中国为主，鞋供应链集中度>服装

中国产能主要出货往中国（China for China），其次往欧洲等非美地区；东南亚产能则出货往全球。运动鞋履供应链集中度高于运动服装，主要集中在越南和印尼。以耐克公司 2024 财年为例，耐克鞋履合作供应商少于服装，NIKE 的鞋履/服装合作制造商分别为 15/ 68 个。耐克鞋履代工制造分布方面，越南占比 50%、印尼 27%、中国 18%。而昂跑（ON）鞋履制造产地分布，越南高达 90%，集中度明显。

全球服装供应链以越南、中国、柬埔寨为主，其次斯里兰卡等。2024 年，Adidas 合作服装制造商的产地分布中，柬埔寨占 23%、越南 18%、中国 16%；Adidas 鞋制造商的产地分布中，越南/印尼/中国分别占 39%/ 32%/ 14%。

图 25：2024 年国际运动品牌耐克、阿迪达斯、Lululemon、昂跑的供应链结构（按地域）



资料来源：公司公告、民银国际整理

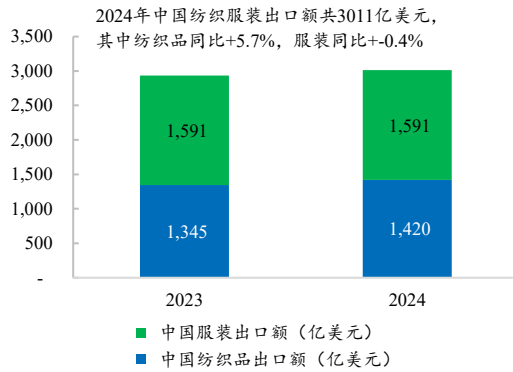
中国目前依然是全球最大的纺织品及服装出口国

(1) 按产品类别，2024 年中国纺织品及服装的出口总值为 3,011 亿美元，同比+2.8%。出口结构中，纺织品出口金额为 1,420 亿美元，同比+5.7%，其中作为纱线/面料的出口金额同比分别+3.1%/ +6.7%；服装出口金额为 1,591 亿美元，同比+0.4%，针织和梭织类服装呈量升价跌现象。

(2) 按地区，美国/欧盟/东盟/日本是中国纺织服装的主要出口地，分别占中国纺织服装出口额的 17%/ 13%/ 18%/ 5%。对美出口而言，2024 全年中国纺织服装对美累计出口 509.6 亿美元，同比+9.1%，市场占比回升至

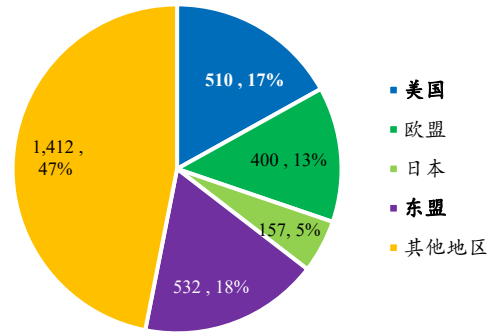
16.9%，高于 2023 年（15.9%）和疫情前 2019 年的水平（16.5%）。受部分发达经济体服装需求缓慢复苏以及品牌商补库存需求的影响，2024 年中国出口至欧美市场的服装产品增幅同比由负转正，日本市场服装出口降幅同比收窄。

图 26：中国纺织服装出口额（亿美元）



资料来源：纺织经济信息网、民银国际整理

图 27：中国纺织服装出口按国别出口结构



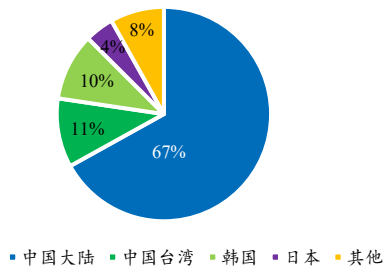
资料来源：纺织经济信息网、民银国际整理

越南面料进口依赖度较高，越南 2/3 的进口面料来自中国

2024 年越南进口的面料金额约 149.1 亿美元，同比+14.5%。从中国内地进口面料金额约为 99.8 亿美元，同比+19.9%，占越南进口面料总金额的 67.0%（2023 年为 64.0%），越南从韩国、中国台湾进口的面料分别占越南进口面料总金额的 10.2%/ 10.0%，而 2023 年分别为 11.8%/ 10.4%）。2024 年越南进口面料金额，占其纺织服装出口金额约 40.3%。

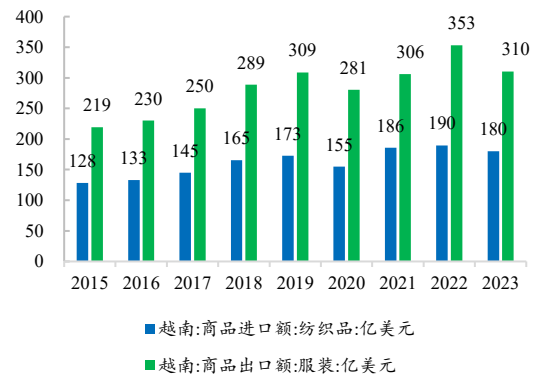
图 28：中国占越南服装面料进口额的 67%

24 年越南面料进口金额 149.1 亿美元，同比+14.5%；从中国大陆进口面料额 99.8 亿美元，占 67%，同比+20%



资料来源：申洲国际年报、越南海关、民银国际整理

图 29：越南纺织品进口、出口金额（亿美元）



资料来源：WTO、民银国际整理

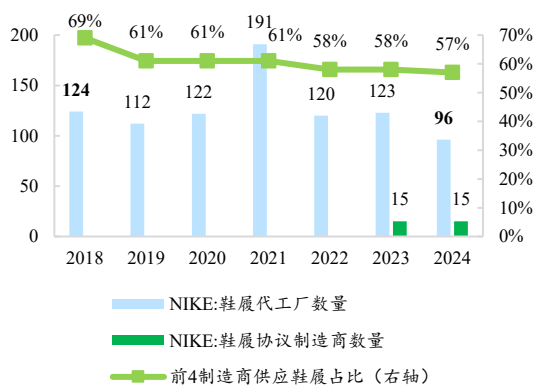
近年国际运动品牌商倾向于浓缩供应链，核心供应商受益

国际运动品牌商供应链浓缩，利好强研发实力、具备快速且稳定交付能力的头部供应商。考虑到鞋供应链集中度>服装，服装供应链的集中度提升潜力更大。例如耐克和阿迪达斯：

(1) 耐克鞋履代工厂数量由2018年的124个降至2024年的96个；耐克服装代工厂的数量从2018年的328个降低至2024年的285个，耐克服装前5供应商的供应占比，从2018年的47%提升到2024年的51%；

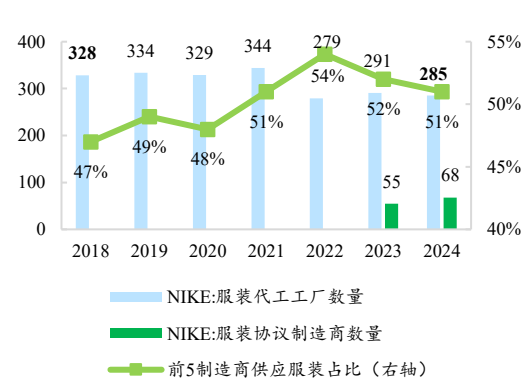
(2) 阿迪达斯鞋服合作供应商数量从2019年的138个降至23年104个。2024年随着品牌复兴，合作供应商数量有所回升。公司合作的鞋履、服装制造商，平均合作年限分别达22.5、20.0年，鞋履、服装合作年限>20年的供应商占比均达37%。

图 30：NIKE 鞋履代工厂数量和前 4 大占比



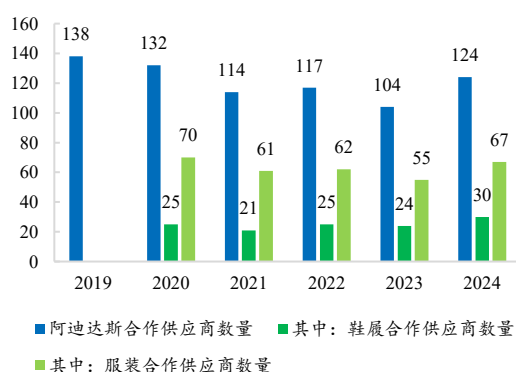
资料来源：公司年报、民银国际整理

图 31：NIKE 服装代工厂数量和前 5 大占比



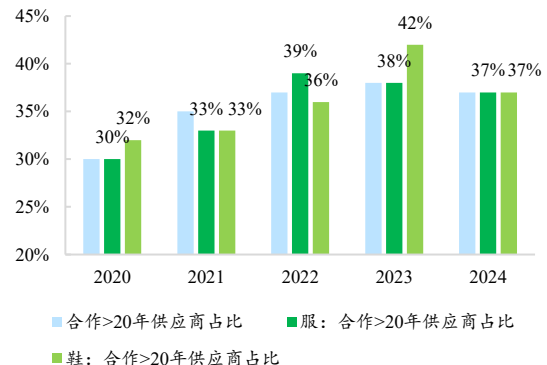
资料来源：公司年报、民银国际整理

图 32：阿迪达斯鞋履合作供应商数量<服装



资料来源：公司年报、民银国际整理

图 33：阿迪达斯合作大于 20 年供应商占比



资料来源：公司年报、民银国际整理

国际运动品牌商对合作供应商严格的考核准则，考核指标主要包括产品交付质量、交期及时性、成本、可持续发展四方面，并要求符合国际道德及商业准则。NIKE 公司通过《行为准则》和《领导力标准准则》设定其供应商的期望，2012 年推出 Nike 制造指数 (NIKE Manufacturing Index, MI)，按四大类别，根据权重对工厂进行评分：可持续性表现（包括劳动用工情况）和三个传统制造指标（成本、质量和按时交货）。于 FY23，NIKE 公布了对代工厂的分级，FY23 年金/银/铜级代工厂分别为 0/11/446 个。

图 34：2020-2023 年 NIKE 对代工厂的分级，FY23 年金/银/铜级分别为 0/11/446 个

Sustainable Manufacturing & Sourcing Index (SMSI) Factory Ratings		FY20	FY21	FY22	FY23
Gold	World-leading manufacturing standards and innovation	0	0	0	0
Silver	Industry-leading manufacturing standards and innovation	15	14	14	11
Bronze	Baseline compliance with our supplier Code of Conduct	432	424	370	446
Red	Serious issues or failure to return to compliance; remediation plans in place to address or under review to exit	16	61	186	144
No Rating	Enrollment in process	0	102	4	1
Zero Tolerance	Critical issues demanding immediate action; remediation steps to address the issue or under review to exit	0	5	38	32

资料来源：NIKE Impact Report、民银国际整理

（二）鞋服 OEM 行业：企业竞争力在于多元产能布局、研发创新、生产管理效率、绑定优质客户共成长

具备较强订单获取能力的鞋服 OEM 企业往往具备几个特征——多元化的产能布局（中国+东南亚）、高效率的生产管理，以稳定的供应能力和研发创新能力获取订单，与优质品牌客户共同成长。

多元产能布局满足品牌方对稳定供应和风险分散的需求

近年以来，供应链稳定性受到海运港口波动、国际贸易摩擦、区域关税政策、工厂因疫情而停产等因素影响，品牌商存在提升供应链稳定性、风险分散、供应链本地化（local-for-local）的需求，因此鞋服供应链企业出于获取订单和顺应品牌需求的目的，在东南亚+中国布局海外产能。台资鞋服 OEM 企业例如裕元、九兴、丰泰、华利、儒鸿等龙头企业，90 年代分别在越南、印尼、孟加拉、柬埔寨等地布局产能；而中国内地的鞋服 OEM 企业亦先后布局东南亚+中国产能，例如申洲国际则在 2000s 在越南、柬埔寨布局面料和成衣产能，而维珍妮、超盈则在 2010s 以来在越南、斯里兰卡等布局。

表 8：纺织服装制造龙头的产能布局（截至 2024 年）

项目	申洲国际 2313.HK	儒鸿 1476.TW	晶苑国际 2232.HK	超盈国际 2111.HK	维珍妮 2199.HK
成立时间	1990，总部宁波	1977，总部中国台湾	1970，总部中国香港	2003，总部东莞	1998，总部中国香港
环节	面料+制衣垂直一体化	面料+制衣垂直一体化	制衣为主，2021至今新增面料产能以垂直整合	面料	制衣
内地产能	成衣：宁波、安徽等地； 面料：宁波	1998 无锡设立成衣厂	1990s 在广东东莞、中山等设厂	广东东莞市麻涌镇	广东深圳、肇庆
面料产能	越南占 50%，约 400 吨 中国占 50%，约 400 吨 面料 100%自供成衣制造	中国台湾： 800 万码/月 越南： 700 万码/月	24 年面料自给率 10%以内，25 年该比例计划 20%（运动+休闲类）	中国占 50%； 海外占 50% （越南、斯里兰卡分别约 25%）	/
成衣产能	中国占 45%； 东南亚占 55%，其中越南、柬埔寨分别约 26-27%	共 1120 万件/月； 自有产能 700 万件/月（越南/印度尼西亚/柬埔寨）； 策略联盟基地 420 万件/月	（按员工占比） 中国占 16%； 东南亚占 84%，其中越南 54%、孟加拉 11%、柬埔寨 12%、斯里兰卡 6%	/	中国占 17%； 越南占 83%；
员工人数及规模	员工共 10.26 万人，年产成衣 5.5 亿件，年面料产能 25 万吨	共 2.07 万人	7.5 万人，年产成衣超 4.7 亿件	共 1.1 万人； 2024 年弹性面料、织带、蕾丝年设计产能为 2.8/20.0/0.45 亿米	3.9 万人
海外产能扩张时间	2005 年布局柬埔寨成衣； 2013 年布局越南	2004 年布局越南成衣，2008 年建立越南面料产地； 2013 年布局柬埔寨成衣	1970s: 马来西亚及毛里求斯设厂； 2000s: 越南及孟加拉设厂； 2010s: 柬埔寨设厂； 2016: 收购 Vista 扩展运动客户	2016 年布局越南 2017 年布局斯里兰卡	2016-2021 完成越南布局

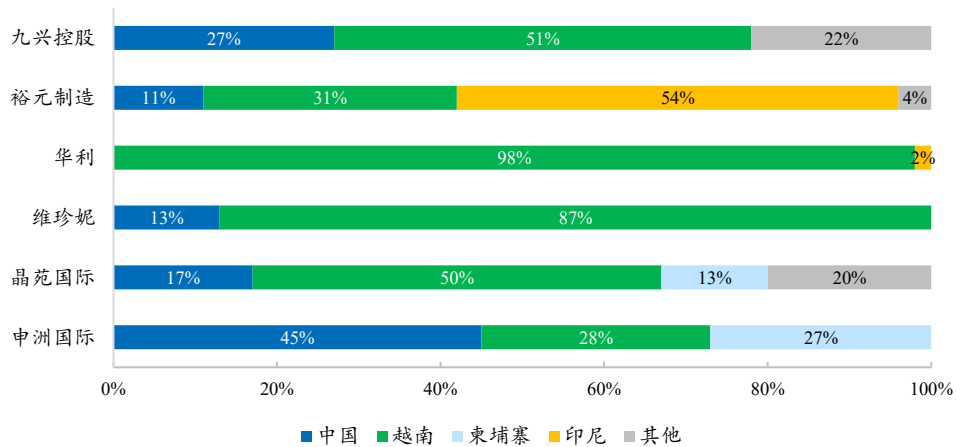
资料来源：年报及业绩会、招股书、WIND、民银国际整理

图 35：1990-至今，鞋履代工、服装代工公司的海外设厂历程

	1980-1990	1991-1995	1995-2000	2001-2005	2006-2010	2011-2015	2016-2020	2021-2025
鞋履 OEM	裕元制造	印尼 越南	墨西哥		柬埔寨 孟加拉	缅甸		印尼
	九兴控股		越南			印尼 孟加拉	越南	印尼
	丰泰	印尼	越南	越南	越南 印度	印度	印尼 越南	
	华利集团			越南	越南	越南	越南	越南 印尼
服装 OEM	申洲国际			柬埔寨成衣		柬埔寨成衣 越南(面料、 成衣)	柬埔寨成衣 越南成衣	柬埔寨成衣 越南(面料)
	儒鸿			越南(成衣)	越南(面料) 越南(成衣)	柬埔寨		印尼
	晶苑国际			越南(成衣)	孟加拉(成衣)	柬埔寨(成衣)		越南(面料) 孟加拉(面料)
	超盈国际						越南 斯里兰卡	越南
	互太纺织			斯里兰卡		越南	越南	越南
	德永佳							越南

资料来源：公司公告、民银国际整理

图 36：鞋履和服装代工龙头企业的产能分布（2024 年）



资料来源：公司公告、民银国际整理

核心供应商以产品研发创新能力帮助品牌穿越周期

近年在宏观环境及需求端不确定的背景下，品牌商倾向支持具备研发创新能力的 Tier 1 核心供应商，与核心供应商协同研发并推出新品，转化为消费者需求。核心供应商亦以共同研发的畅销新品，加强与品牌商的合作关系、获得增量订单，并提升在品牌客户的采购占比和份额。

对于运动服装而言，服装 OEM 创新空间和功能性更多体现在面料，成衣制造环节也有部分工艺创新空间。例如，申洲与 NIKE 合作的 Flyknit 鞋面、申洲

与优衣库合作的 Airsim 面料、儒鸿和超盈供应 lululemon 的化纤弹性面料等，成衣部分例如维珍妮在功能性服装和 Leggings 制造中用到的无缝粘合技术。

对于运动鞋履而言，研发创新更多体现在帮助品牌把新材料和创意性设计概念在应用层面落地。鞋履中底材料的研发创新空间体现在化工厂商，而鞋履厂商更多是协作品牌方落地应用设计理念（例如鞋形、新鞋材落地为中底应用等）。

图 37：申洲、儒鸿标志性面料研发案例

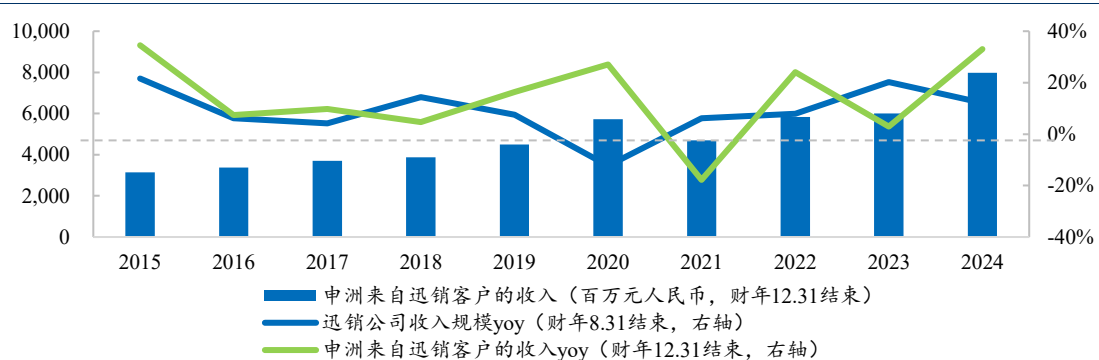


资料来源：公司官网、民银国际整理

供应商绑定优质品牌客户共成长

以申洲国际为例，申洲国际自 1997 年以来已进入优衣库供应链，优衣库一直是申洲的核心客户，2005 年起与 NIKE、Adidas、PUMA 三大国际运动品牌持续合作，2024 年优衣库/ NIKE/ Adidas/ Puma 四大客户分别贡献申洲国际收入 28%、26%、18%、10%。测算申洲占各品牌的采购份额，占优衣库约低双位数（约 13-14%），占耐克约中双位数（16-17%），占阿迪达斯约高双位数（18-19%），占彪马 30% 以上。而丰泰企业则深度绑定耐克，耐克占丰泰营收在 80% 以上，耐克约 1/6 的鞋履由丰泰代工制造。

图 38：申洲国际来自优衣库客户的收入与迅销公司收入增速接近



资料来源：WIND、民银国际整理

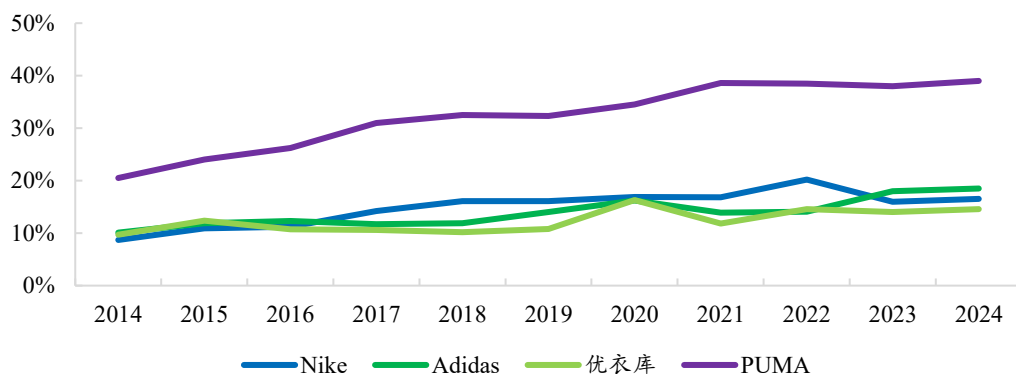
（三）纺织服装 OEM：垂直一体化、快速反应、优秀企业通过提份额及拓客户穿越周期

纺织服装 OEM 行业特征：（1）运动服装 OEM 行业集中度<运动鞋履 OEM。纺织服装制作的工序复杂度低于鞋履，生产环节主要包括棉及化纤原材料-纱线-面料-成衣。各环节之间具备一定独立性，部分环节门槛相对低。

（2）由于多变的外部环境，品牌方客户希望最大化市场响应能力，对供应商的交付质量及交付效率、快速反应、产品创新能力提出更高要求。例如阿迪达斯 2024 年公司继续在大中华区、印度、巴西和阿根廷等多个市场增加本地采购（local-for-local）。而 2023 年以来阿迪达斯在中国实现品牌势能和动销重新向上，阿迪达斯中国的改革要点是中国团队更大的本土设计自主权、更多的本土生产、更短的交货时间。在 2022 年 4 月以前，中国跑市场阿迪达斯产品有 50%是中国工厂生产的，2024 年期末该比例上升到 80%，2025 年 4 月可达 90%。阿迪达斯的苏州柔性供应链，支持着阿迪达斯中国灵活快速相应本土市场——例如从下单到上市，中间仅需 6 个月甚至更短，而此前达 9-12 个月。

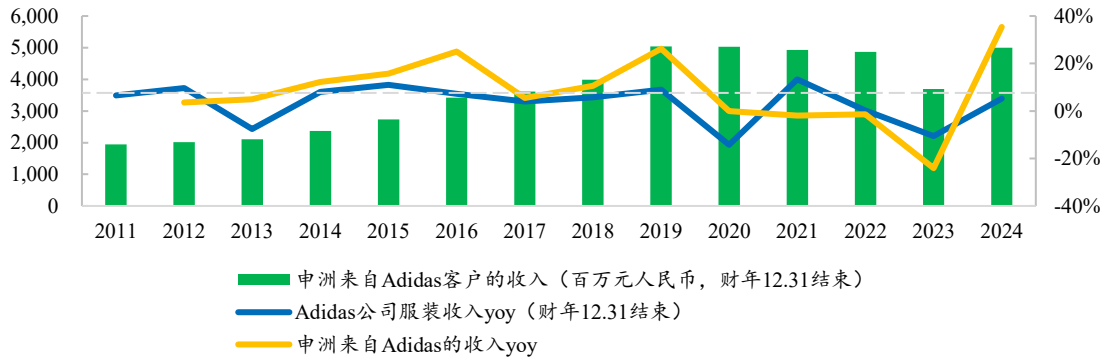
（3）优秀制造商通过提份额+拓客户抵御周期波动。以申洲国际为例，2024 年来自 Uniqlo、Adidas、Nike、Puma 的收入分别同比+33%/+35%/-4%/+11%，尽管公司来自 Nike 的营收下滑，但公司 24 年受益于在优衣库和阿迪达斯的份额提升，让其抵御来自单一客户的波动，并且公司近两年接入拉夫劳伦、Lacoste、POLO、安踏李宁等本土运动品牌新客户，减缓了 22-24 年国际运动品牌客户在中国市场增长承压造成的订单压力。

图 39：申洲国际占主要品牌客户采购份额



资料来源：WIND、民银国际整理

图 40：申洲来自阿迪达斯客户的收入增速持续>Adidas 公司服装收入增速



资料来源：WIND、民银国际整理

垂直一体化 OEM 服装制造龙头拥有较强盈利能力

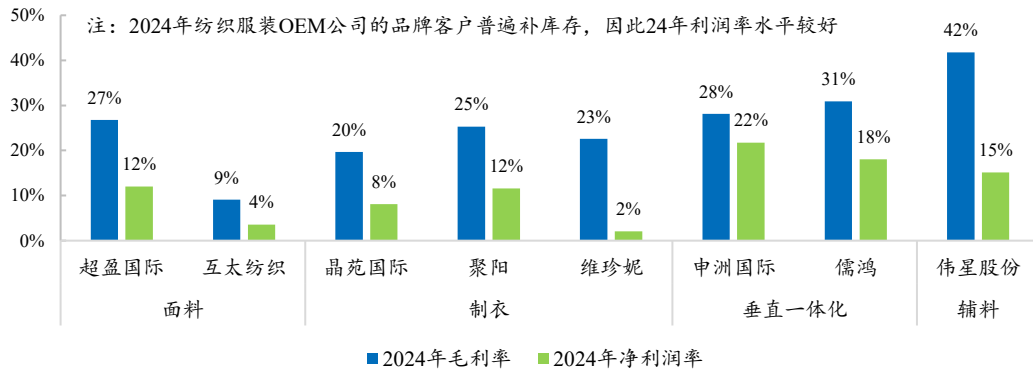
制衣各环节的门槛有所差异，面料制造商的特点是资本密集型，需要资金量和面料研发的行业经验，对接成衣工厂+品牌客户；而成衣制造商特点为劳动密集型，对工厂生产管理、员工培训具有较高要求，直接对接品牌客户。例如申洲国际、儒鸿等垂直一体化较为成熟的企业，其优势在于：

一是提升品牌客户粘性和互动：与核心品牌客户合作研发面料，更早和客户进行生产周期铺排，更灵活地相应市场变化；

二是缩短各环节衔接时间、优化交期、提升快单响应速度和交付稳定度：疫情后品牌经历过海运船期紧张、阶段性库存高企后，普遍要求供应商缩短 lead-time。对于纯成衣制造厂商，其面临面料厂和成衣厂客户优先级不同、满产高峰期上游面料和中游制衣厂的入库验收及排单协调对交付速度和稳定度考验。

三是提升盈利能力：垂直一体化对于纺服制造 OEM 公司的毛利率、整体生产效率有显著正向影响。2024 年，垂直整合较为成熟的申洲国际、儒鸿毛利率分别为 28.1%、30.9%，面料制造公司超盈 2024 年毛利率为 26.8%，近年开始布局面料的成衣制造商晶苑国际的毛利率为 20%。

图 41：纺织服装制造各环节上市公司的盈利能力（2024 年）



资料来源：公司年报、iFind、Bloomberg、民银国际整理

服装 OEM 同业对比：申洲国际、晶苑国际、超盈国际、维珍妮

申洲国际：公司过往验证其持续成长和穿越周期的能力，竞争优势包括强研发能力、垂直一体化生产、多元产能布局，为客户提供优质产能，并凭借以上竞争优势和国际头部运动及休闲品牌深度绑定，盈利能力领跑行业。
具体而言：（1）申洲国际作为 ODM 制造商具备强研发能力，与国际头部运动品牌深度合作，例如与 NIKE 共同开发 Flyknit 面料和与优衣库合作 AIRism 面料。（2）垂直一体化生产，增加客户粘性并提升生产效率和交付稳定性，实现优秀的盈利能力。（3）多元海外工厂布局。公司面料及成衣的产能配套有效规避地缘政治风险——国内面料+成衣制造形成闭环，东南亚面料+成衣制造形成另一闭环。并且，公司持续投入数字化改造，提升供应链效率和交付质量。公司目前中国/越南/柬埔寨成衣产能占比分别为 45%/27%/27%，中国产能应对本土需求，海外产能应对海外订单需求。

申洲是全球最大垂直一体化针织成衣制造商之一，公司主要客户贡献较为集中，收入的地区分布均衡。2024 年公司收入、净利润分别为 286.6/ 62.4 亿元。2024 年申洲来自迅销、阿迪达斯、耐克、Pumas 的四大客户收入分别占总收入 28%/ 18%/ 26%/ 10%，客户也包括 Lululemon、国内安踏李宁等运动品牌、POLO、拉夫劳伦等。2024 年申洲来自中国大陆、欧盟、美国、日本、其他区域的收入占比分别为 28%/ 18%/ 16%/ 17%/ 21%。

晶苑国际：公司是多品类的全球制衣巨头，2024 年公司收入、净利润分别为 24.7/ 2.0 亿美元。公司在五大品类占据头部领先优势，实现品牌客户多品类交叉销售，具有出色的研发能力和充分多元化布局的海外产能。

具体而言：（1）深度绑定优质品牌客户，并实现多品类经营，实现交叉销售上，受益于供应链浓缩趋势。公司布局休闲/牛仔/内衣/毛衣/运动户外五

大品类（2024 年该五大品类收入分别占 28%/ 21%/ 18%/ 11%/ 22%）。公司主要客户包括 Uniqlo、Levis、GAP、阿迪达斯、维密、A&F、UA、Lululemon、NIKE 等，最大客户为 Uniqlo（占 24 年收入的 36%），前五大客户销售额在 24 年占总收入 64.1%。（2）公司具有出色的设计研发能力，具备能力满足品牌客户在外观时尚性呈现、功能性复合需求，帮助客户推出创新产品。（3）多元化布局海外产能，持续推进产能垂直一体化，实现与客户更早的产能铺排和提升交付，有效提升客户粘性和提升交付效率，盈利能力具备提升空间。公司收入地域以亚太和北美为主，24 年来自亚太/北美/欧洲的收入分别占总收入 40%/ 38%/ 19%。2024 年各成衣产能占比（按员工人数计）为中国 16%、越南 54%、孟加拉 11%、柬埔寨 12%、斯里兰卡 6%。

维珍妮：公司是 IDM 模式的内衣代工龙头，FY25 公司收入、经调整净利润分别为 78.4/4.02 亿港元。公司具备电脑数字化开模、立体模压成型技术、无缝贴合三大核心工艺优势，近年顺利实现品类拓展，涵盖贴身内衣、运动产品、消费电子配件、胸杯及配件四大板块，FY25 贴身内衣/运动产品/消费电子配件/胸杯及配件的收入分别为 42.4/ 29.3 / 4.1/ 2.5 亿元，同比分别 +3%/ +27%/ +43%/ -15%。公司主要品牌客户包括维密、优衣库、NIKE、Adidas、UA 等，近年也开发了新客户例如 ON、Lulu 等。

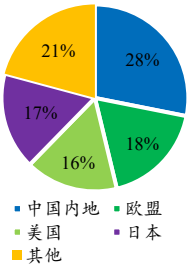
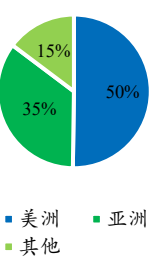
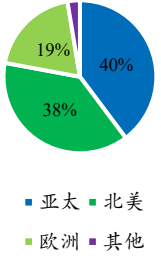
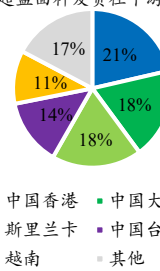
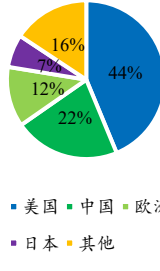
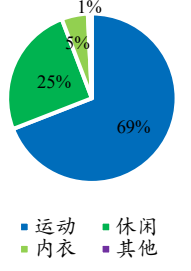
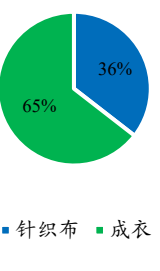
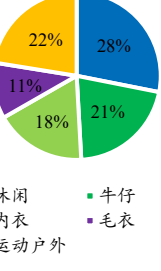
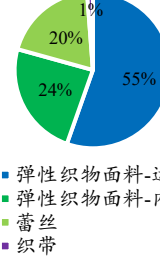
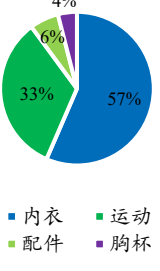
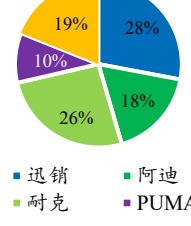
超盈国际：公司为弹性化纤面料制造商，公司主要供应国际运动品牌及内衣品牌客户，近年公司对国际品牌客户的持续切入是主要成长动力。公司在越南的化纤弹性面料产能规模位于当地头部，将受益于新关税规则下品牌商提升本土采购比例的需求。2024 年公司收入、净利润分别为 50.6/ 5.9 亿港元。2024 年运动服弹性织物面料、内衣弹性织物面料、弹性织带、蕾丝分别占收入 55%/ 24%/ 20%/ 1%。**竞争优势如下：**（1）公司通过较强面料研发能力和交付稳定性，持续切入运动品牌客户，运动面料是最大增长驱动力，24 年占总收入 55.4%，近 10 年复合增长率达 31%。公司第一大客户为 Uniqlo，其次为 GAP、VS、UA、Lululemon 等，合作下游制衣厂亦为行业头部梯队。（2）新关税规则下品牌商具备动力提升本土采购比例，而公司在越南的化纤弹性面料产能规模位于当地头部（24 年越南基地产值规模达 10 亿港币）。公司海外产能能够覆盖对美出货敞口，公司目前产能为 50%海外（一半越南、一半斯里兰卡），50%国内。从品牌客户角度，公司来自美国的业务占大概 50%。

表 9：运动服装 OEM 制造龙头公司梳理（截至 2024 年）

单位： 亿美元	申洲国际 2313.HK	儒鸿 1476.TW	晶苑国际 2232.HK	超盈国际 2111.HK	维珍妮 2199.HK
涉及 环节	面料+制衣 垂直一体化	面料+制衣 垂直一体化	制衣为主， 开始拓展面料	面料	制衣
营收	39.1	11.2	24.7	6.5	9
归母净利润	8.5	2.0	2.0	0.8	0.2
毛利率	28%	31%	20%	27%	23%
归母净利率	22%	18%	8%	12%	2%
EBITDA Margin	26%	23%	13%	24%	14%
5年收入CAGR	4.8%	5.5%	0.3%	6.8%	2.3%
5年利润CAGR	4.7%	9.1%	5.7%	14.7%	-12.7%
品类	运动服为主、 其次休闲服	运动服为主+、 部分面料外销	综合性成衣制造、 休闲服/运动服/牛 仔/内衣比例接近	运动面料为主，其 次内衣面料、以及 蕾丝、织带	贴身内衣裤、运动 胸围、运动紧身裤 等

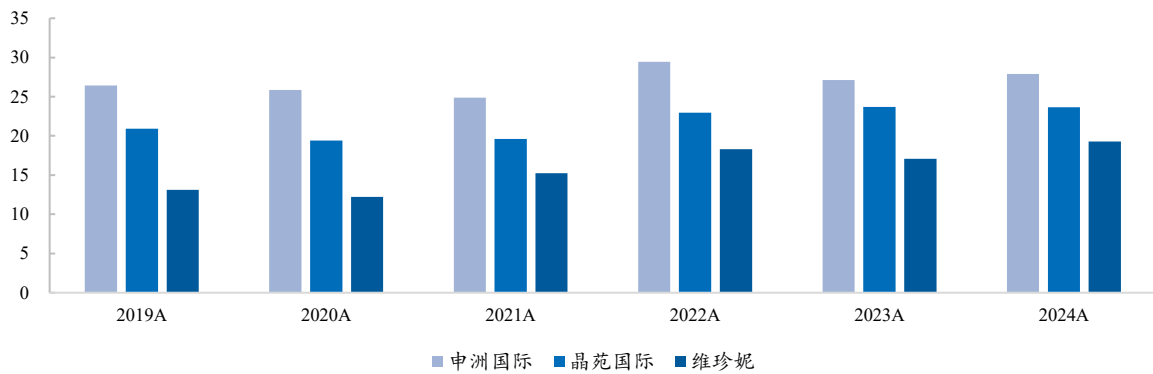
资料来源：年报及业绩会、招股书、WIND、民银国际整理

表 10：纺织服装制造龙头公司财务指标、业务环节、收入结构（截至 2024 年，亿美元）

单位： 亿美元	申洲国际 2313.HK	儒鸿 1476.TW	晶苑国际 2232.HK	超盈国际 2111.HK	维珍妮 2199.HK
收入 结构 (按出 货地)					
收入 结构 (品类)					
客户 结构		主要客户 Nike、 Lululemon、Under Armour 等。 2024 年 Nike 约占 儒鸿收入 14%。	(1)休闲：迅销等 (2)牛仔：GAP、 Levis、A&F 等； (3)内衣：维密、迅 销等；(4)运动户 外：Adidas、NIKE、 Lulu、UA 等	主要客户包括： 迅销、GAP、维 密、Lululemon、 UA 等。公司 20% 为内销，80%为海 外生意。	主要客户包括： 维密、优衣库、阿 迪达斯、耐克、 Lululemon、UA 等；

资料来源：年报及业绩会、招股书、WIND、民银国际整理

表 11：服装 OEM 公司人均创收（万元人民币）



资料来源：公司公告、民银国际整理

风险提示

国际贸易摩擦超预期；

终端需求波动及核心客户订单波动风险；

劳动力工资增长超预期，或原材料价格、汇率、海运船期或价格大幅波动；

对等关税政策超预期变动，带来的供应链结构调整风险。

行业评级体系（基准为 MSCI 中国指数）

增持：未来 12 个月行业股票指数强于基准

中性：未来 12 个月行业股票指数基本与基准持平

减持：未来 12 个月行业股票指数弱于基准

公司评级体系（基准为公司所在行业的 MSCI 中国行业指数）

买入：未来 12 个月个股股价表现强于基准

持有：未来 12 个月个股股价表现基本与基准持平

卖出：未来 12 个月个股股价表现弱于基准

分析师声明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写；(ii) 其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的有联系者（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日内将买卖或交易本文所提述的股票；(ii) 他们或其各自的有联系者并非本报告提述的任何公司的雇员；及 (iii) 他们或其各自的有联系者没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

民银证券有限公司

CMBC Securities Company Limited

网站：<https://www.cmbccap.com/>

地址：香港中环交易广场 1 期 45 楼

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些司法管辖区不能出售或分发。

此报告由民生商银国际控股有限公司（“民银国际”）的附属公司民银证券有限公司（“民银证券”）编写和发布。民银证券持有香港证券及期货监察委员会第 1，4 类牌照。此报告所载资料的来源皆被民银证券认为可靠。此报告所载的见解，分析、预测、推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。民银国际和任何附属公司（包括民银证券，统称“民银集团”）或任何个人不能担保其准确性或完整。

此报告所载的资料、意见及推测反映民银证券于最初发表此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，包括但不限于市场波动、流动性限制及汇率波动等。若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。

此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。

民银证券及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问、投资银行或其他金融服务业关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。(5)民银集团的投资银行或资产管理团队可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。(6)此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他民银集团成员专业人员的意见不同或相反。投资者应注意其可能存在影响本报告客观性的潜在利益冲突，并独立判断相关信息。

投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询独立的专业意见。民银集团不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接或间接或相关之损失负上任何责任。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其（但不限于）此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士（根据 1933 年美国证券法 S 规则的解释），民银证券也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得民银证券的授权，任何人不得以任何目的复制、派发或出版此报告。民银证券保留一切权利。

规范性披露

民银集团拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于 1% 或完全不拥有该上市公司的财务权益。

民银集团的雇员包括分析员或其有联系者（参照证监会持牌人守则中的定义）并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。

民银集团在过去 12 个月未与此报告提到的上市公司有任何投资银行或庄家活动相关的业务关系。