

# 高分红、稳健增长的全球服饰 代工制造头部企业

## 核心观点

公司是全球服饰代工制造头部企业，服务于优衣库、Levi's、GAP、阿迪达斯等国际服装品牌客户，产品包括休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣等多元化组合，布局以东南亚为核心的多地区生产基地。公司凭借多元化制造经验和基地布局、垂直整合的供应链、自动化智能化的生产管理，受益于行业快反需求提升趋势。展望 26 年，美国关税税率已落定、或受益于降息带来需求改善，主要客户业务如优衣库、adidas 等增速展望较为乐观，尤其是海外市场增长强劲。同时公司加码欧洲市场，25H2 引入一家欧洲领先的客户，并拟在欧洲周边地区如埃及布局新基地。2024 年公司现金分红比例 69.6%（剔除特别股息为 60.1%），25H1 为 60.3%、比例稳定向上，股息率（TTM）5.46%。

## 事件

**公司拟收购埃及土地。**公司拟使用内部资金收购一幅位于埃及 New October City 的地块，总占地面积约 80 万平方米，代价为 30.4 百万美元，该收购拟待当地政府批准。公司拟使用该地块在埃及兴建厂房及配套设施，以扩张服装及面料业务产能，分散地缘政治风险，为全球客户提供更灵活可靠的生产解决方案。

## 简评

### 一、公司竞争优势

**1、全球服装制造头部企业，从休闲服饰扩展至多元化产品组合，柔性化小批量生产能力比较强，跨品类交叉营销提升在客户内份额。**公司于 1970 年由罗乐风先生和罗蔡玉清女士在中国香港共同建立，如今在 5 个国家拥有 20 多个配备自动化制造设施的工厂，每年为全球领先的服装品牌交付超过 4.7 亿件成衣。公司 2017 年于中国香港上市，2024 年实现收入 24.7 亿美元/+13.4%，14-24 年 CAGR 为 3.8%，归母净利润 2.01 亿美元/+22.6%，14-24 年 CAGR 为 9.4%。25H1 公司实现收入 12.29 亿美元/+12.4%，归母净利润 0.98 亿美元/+17.0%，毛利率 19.7%/+0.2pct，净利率 8.0%/+0.3pct。

公司现已扩展至包括休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服及户外服的多元化产品组合。分品类看，**1）休闲服：**25H1 收入 3.40 亿美元/+11.4%，毛利率 20.5%/+0.8pct（生产效率提升）；

## 晶苑国际(2232.HK)

调升

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2026 年 02 月 11 日

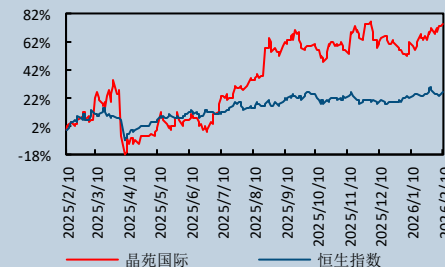
当前股价：7.47 港元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.64/4.01	11.66/8.07	57.26/28.64
12 月最高/最低价 (港元)		7.57/3.93
总股本 (万股)		285,282.20
流通 H 股 (万股)		285,282.20
总市值 (亿港元)		213.11
流通市值 (亿港元)		213.11
近 3 月日均成交量 (万)		395.81
主要股东		
罗乐风及罗蔡玉清联名		55.00%

### 股价表现



### 相关研究报告

【中信建投纺织制造】晶苑国际(2232):  
19.01.25 切入运动打开交叉销售通道,共创业务  
提升附加值

2) 运动服及户外服：25H1 收入 3.13 亿美元/+12.4%，毛利率 20.7%/-0.2pct；3) 牛仔服：25H1 收入 2.62 亿美元/+10.3%，毛利率 16.4%/-0.1pct；4) 贴身内衣：25H1 收入 2.10 亿美元/+9.5%，毛利率 20.8%/+1.3pct（生产效率提升）；5) 毛衣：25H1 收入 1.05 亿美元/+29.2%，毛利率 20.4%/-2.2pct（常规款销量增加）。

2、以越南为主，在东南亚多个国家有产能布局，适应大客户的产地多元化需求，拟在埃及建设新基地。公司拥有多年海外工厂运营经验，在 2005 年以前的全球纺织品配额制度阶段，公司即通过在马来西亚、毛里求斯成立工厂，打破出口至美国和欧洲的配额限制，积累了在国际贸易中以英语经营及向当地团队授权的早期经验，1970 年代中期公司已经在全球不同国家经营多个制造基地。当前，公司主要在越南、中国大陆、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡经营成衣生产基地，根据员工人数推算，2024 年上述地区产能占比分别约为 54%、16%、12%、11%、6%。根据公司按卸货港口口径的分地区收入来看，2025 年亚太地区、北美洲（主要为美国）、欧洲、其他国家收入占比 38.9%、37.6%、20.6%、2.9%，根据公司公告，考虑人效因素后，越南实际产能占公司总产量超过 6 成，是公司面向北美市场的主要出口基地，公司海外产能足以覆盖美国市场。公司亦积极评估于欧洲周边地区设立新生产基地，如此次公告拟收购埃及土地用于建厂，以加强对欧洲市场的竞争力，适应大客户的产地多元化需求，为品牌客户提供更具地区多元化的采购选择。

3、资本开支投向垂直整合、自动化升级，提升利润率和快速响应能力。公司采用共创模式服务品牌客户，为客户提供差异化的增值服务，并加强向上游布厂的垂直整合，以提升供应链整合程度和快速反应能力。继 2010 年与互太纺织合资投资布厂后（公司占有 25% 股权），2021-2022 年公司收购越南、孟加拉布厂，2024 年末公司越南北部自建布厂开始施工，当前正按计划推进。公司近年来亦持续投资于自动化措施、优化数据驱动流程，包括升级自动化设备、引入新工艺、人工智能等，以完善管制架构、战略规划及政策体系，创造出充裕的营运灵活性，进而提升生产效率。

## 二、公司增长逻辑

1、公司第一大客户为日本头部休闲服装企业，前五大客户收入占比为 64.1%，主要客户业务增速展望较为乐观，尤其是海外市场增长强劲。晶苑国际战略选择与特定全球领先品牌服装公司合作，如优衣库、Levi's、GAP、Adidas、UA、Nike、Lululemon 等。2016 年在全球领先品牌服装公司中有 7 家是公司客户，目前服务 30 多个客户的 50 多个品牌，客户优势突出，2024 年公司来自前五大客户收入占比为 64.1%。公司第一大客户为日本头部休闲服装企业，自 1996 年合作于其品牌初创阶段，2024 年来自第一大客户收入 8.99 亿美元，占公司收入的 36.4%。从主要客户来看，核心客户均给出积极的增长指引，如优衣库上调预期，预计 FY26 收入增长 11.7%，其中欧美地区增长强劲，FY26Q1 欧洲、美国地区收入增速均在 30%+，并预计全年双位数增长；Adidas 也预计 FY25 收入增长 9% 等。展望 26 年，在美国降息预期以及当前库存低位下，纺服制造订单预计展望良好。

2、持续引入新的大客户、合作全球领先品牌，加码非美市场布局（比如欧洲），25 年下半年引入一家领先的欧洲品牌客户。公司持续引入新的大客户，2016 年公司通过收购 Vista 进入运动服及户外服业务领域，2020-2022 年陆续导入 Adidas、Nike、Lululemon 等运动类大客户，推动运动服及户外服业务收入从 2017 年的 2.17 亿美元快速增长至 2024 年 5.55 亿美元，CAGR 达 14.4%。25 年下半年，公司与一家领先的欧洲品牌客户建立全新合作伙伴关系，加码公司在欧洲和快时尚领域的布局。

3、服饰行业供应份额向头部品牌集中，公司把握行业快反需求提升趋势，有望获取更高客户份额。2024 年全球服饰零售额 14458 亿美元/+1.5%，14-24 年 CAGR 为 0.4%，长期看市场需求稳定，户外服饰在疫情后增速领先。分品类看：1) 运动服饰：2024 年零售额 2393 亿美元/+3.7%，14-24 年 CAGR 为 3.4%，2) 户外服饰：2024 年零售额 390 亿美元/+6.0%，14-24 年 CAGR 为 2.9%，3) 内衣：2024 年零售额 1260 亿美元/+1.0%，14-24 年 CAGR 为 1.2%，4) 牛仔服：2024 年零售额 989 亿美元/+1.4%，14-24 年 CAGR 为 -0.3%。从竞争格局来看，2024 年全球品牌服饰市占率前十分别为 Zara、优衣库、H&M、Nike、Shein、Adidas、Lululemon、Primark、Old Navy、Levi's，CR10 合计 10.3%，头部品牌份额呈现逐步集中趋势。近年来，在运动休闲“Athleisure”等趋势带动下，服饰品牌客户拓展多元化产品类别，市场趋势要求服装品牌迅速回应市场反馈，客户更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。晶苑国际凭借多元化产品制造

能力，纵向共创模式+垂直整合，把握行业快反需求提升趋势，有望获取更高客户份额，抓住机遇取得较快增长。

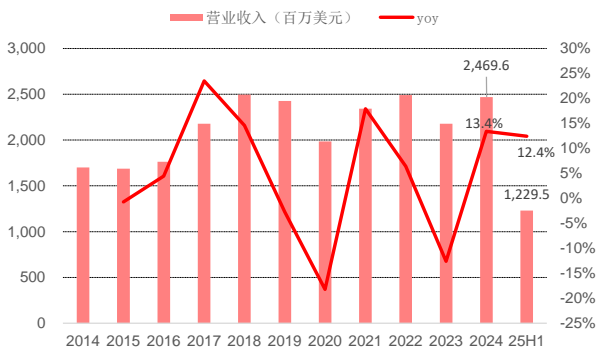
### 三、公司投资逻辑

**稳健增长+高股息率标的。**公司长期稳健经营，14-24年收入CAGR为3.8%、归母净利润CAGR为9.4%，毛利率、净利率亦稳定向上提升。截至2025年中员工人数79000人，较年初增加5.3%，我们预计25-27年收入和业绩可保持稳健增速（在暂不考虑欧洲周边新基地的情况下）。截至2025年6月30日，公司账面现金资产5.12亿美元，上半年公司资本开支规模0.60亿美元（2024年为1.60亿美元），预计全年资本开支与2024年接近。2024年公司宣布派发55周年特别股利，当年现金分红1.40美元，现金分红比例69.6%（剔除特别股利后现金分红比例为60.1%）。2025年8月公司宣派中期股息每股16.3港仙，中期现金分红约0.59亿美元，现金分红比例60.3%。以截至2026年2月10日市值计算，股息率（TTM）达5.46%。

**盈利预测：**我们预计公司2025-2027年营业收入分别为26.9、29.6、32.3亿美元，同比分别增长9.0%、9.9%、9.2%，归母净利润分别为2.28、2.55、2.80亿美元，同比分别增长14.0%、11.7%、9.8%，对应当前PE分别为11.9x、10.7x、9.7x。

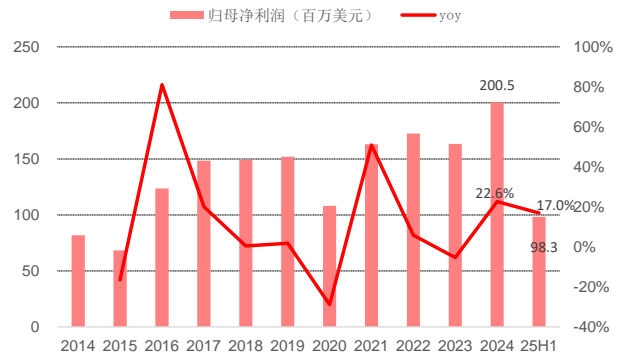
**风险提示：**1) **大客户订单风险：**公司大部分收入来自少量大客户，2022-2024年公司前五大客户收入占比分别为59.8%、62.2%、64.1%，第一大客户收入占比分别为30.1%、32.7%、36.4%，若大客户自身经营状况恶化或者对公司订单分配下降，则或对公司收入及业绩造成不利影响。2) **消费者需求波动风险：**全球服饰需求近年来整体保持稳定，但部分年度受通胀等宏观因素及库存周期影响，可能存在阶段性需求下滑，影响公司订单，或对业绩形成不利影响。3) **全球产能运营风险：**公司生产基地广泛分布于越南、中国大陆、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡等全球多个国家，生产成本与各国劳工成本、税收条件、政府支持等因素相关，若部分基地生产要素条件出现不利变化，或影响公司的盈利能力。

图 1: 晶苑国际收入及增速（百万美元）



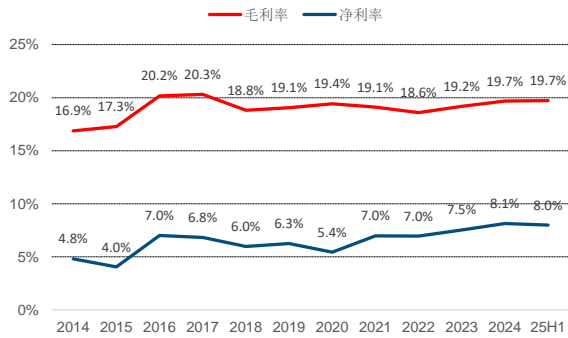
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 2: 晶苑国际归母净利润及增速（百万美元）



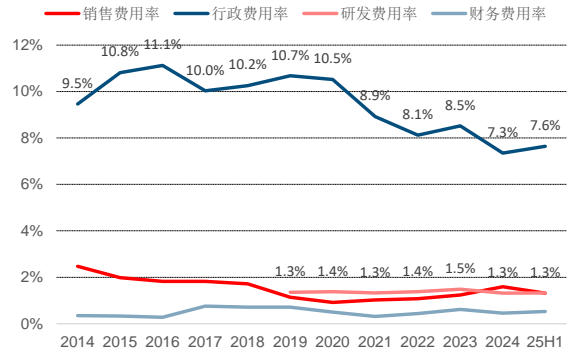
数据来源：公司公告，中信建投证券

图 3: 晶苑国际毛利率、净利率



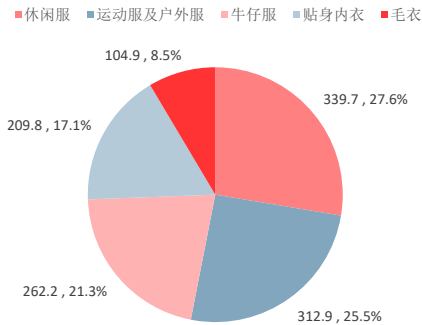
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 4: 晶苑国际期间费用率



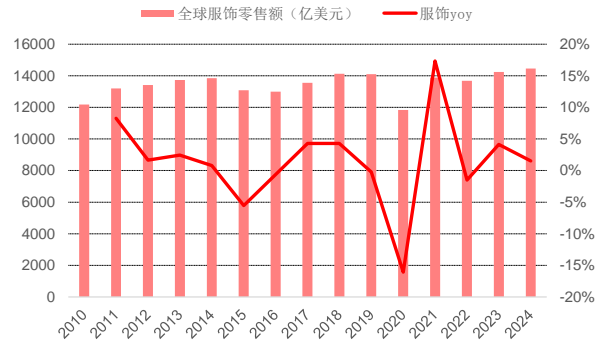
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 5: 晶苑国际分产品品类收入拆分 (25H1, 百万美元)



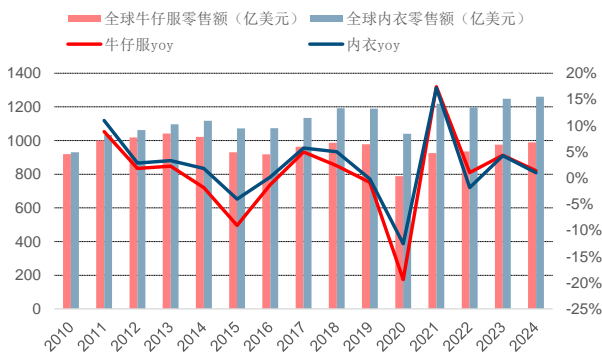
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 6: 全球服饰零售额 14-24 年 CAGR 为 0.4%



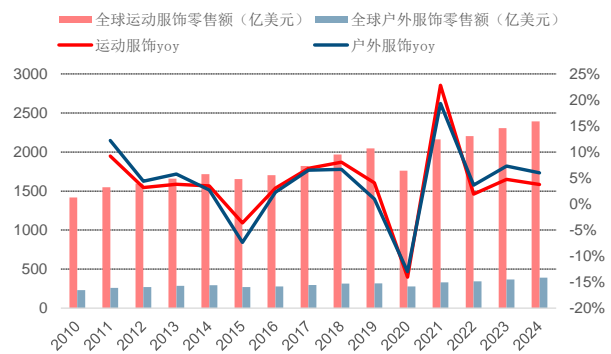
数据来源: 欧睿, 中信建投证券

图 7: 全球牛仔、内衣零售额 14-24 年 CAGR 为 -0.3%、1.2%



数据来源: 欧睿, 中信建投证券

图 8: 全球运动、户外服饰零售额 14-24 年 CAGR 为 3.4%、2.9%



数据来源: 欧睿, 中信建投证券

**图 9:全球品牌服饰份额 CR10 整体呈现集中趋势**

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Zara	1.1	1.2	1.2	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4	1.5	1.6
Uniqlo	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3	1.5	1.3	1.3	1.3	1.4
H&M	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3	1.4	1.4	1.3
Nike	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
Shein	-	-	-	-	-	-	0.5	0.9	1.1	1.3
adidas	0.8	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
lululemon	0.1	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5	0.6	0.6
Primark	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6
Old Navy	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Levi's	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Under Armour	0.4	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4
C&A	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Tommy Hilfiger	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Ralgh Lauren	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>CR10</b>	<b>7.7</b>	<b>8.4</b>	<b>8.4</b>	<b>8.7</b>	<b>9.0</b>	<b>8.9</b>	<b>9.0</b>	<b>9.6</b>	<b>10.0</b>	<b>10.3</b>

数据来源: 欧睿, 中信建投证券

**图 10:晶苑国际全球客户资源丰富、分布在多个产品品类**

	收入占比 (2024)	毛利率 (2024)	开始经营时间	核心客户
休闲服	28.1%	19.4%	1976	Fast Retailing (Uniqlo、GU)、H&M、Marks & Spencer、Abercrombie & Fitch及Gap;
运动服及户外服	22.5%	20.6%	2016	Under Armour、VF (The North Face) 及PUMA
牛仔服	21.0%	16.4%	1982	Gap、Levi's、Target、Abercrombie & Fitch、VF (Lee)及H&M
贴身内衣	17.6%	20.8%	2004	L Brands (Victoria's Secret、PINK)、Marks & Spencer、Fast Retailing (UNIQLO、GU) 及 H&M
毛衣	10.8%	23.1%	1970	Fast Retailing (UNIQLO、GU)、Marks & Spencer、Gap及Abercrombie & Fitch

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**图 11:晶苑国际 2024 年前五大客户收入占比 64.1%、第一大客户收入占比 36.4%，核心客户驱动增长**

分客户收入 (百万美元)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
前五大客户	1,233.0	1,187.0	1,229.1	1,343.8	1,599.9	1,626.6	1,310.3	1,489.1	1,489.6	1,354.3	1,583.0
占比		yoY									
	72.5%	-3.7%	3.5%	9.3%	19.1%	1.7%	-19.4%	13.6%	0.0%	-9.1%	16.9%
第一大客户	561.2	575.8	639.1	717.2	920.6	919.6	760.1	787.7	748.6	712.8	898.6
占比		yoY									
	33.0%	2.6%	11.0%	12.2%	28.4%	-0.1%	-17.3%	3.6%	-5.0%	-4.8%	26.1%
非前五大客户收入	467.7	501.5	534.3	834.2	896.1	801.1	675.0	852.3	1,001.4	823.0	886.6
占比		yoY									
	27.5%	7.2%	6.5%	56.1%	7.4%	-10.6%	-15.7%	26.3%	17.5%	-17.8%	7.7%
	27.5%	29.7%	30.3%	38.3%	35.9%	33.0%	34.0%	36.4%	40.2%	37.8%	35.9%

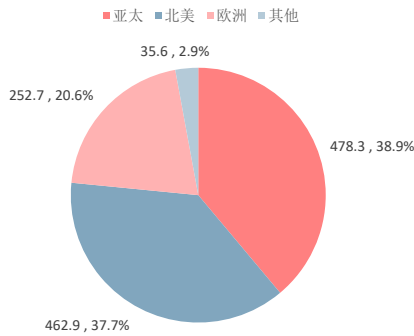
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**图 12:晶苑国际主要客户近期财报表现及指引**

公司	财报期	FY26指引	1QFY26	4QFY25	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24
	自然年截止日		2026/8/31	2025/8/31	2025/5/31	2025/2/28	2024/11/30	2024/8/31	2024/5/31	2024/2/29	2023/11/30
迅捷 (优衣库母公司)	收入 (亿美元)		1027.7	783.8	56.6	62.7	59.5	51.2	49.5	52.7	55.3
	YOY	预计FY26收入+11.7% (上调, 此前为+10.3%)	14.8%	6.3%	7.7%	13.6%	10.4%	18.4%	13.3%	4.7%	13.3%
	存货周转天数		103	119	110	102	109	115	110	105	114
Levi's	收入 (亿美元)		15.4	14.5	15.3	18.4	15.2	14.4	15.6	16.4	15.1
	YOY	上调指引, 增长3% (前次为增长1-2%)	7.0%	6.4%	3.2%	12.0%	0.4%	7.8%	-7.8%	3.4%	-0.4%
	存货周转天数		199	200	180	159	185	187	169	173	180
GAP	收入 (亿美元)		39.42	37.25	34.6	41.5	38.3	37.2	33.9	43.0	37.7
	YOY	上调指引, 增长1.7%-2% (前次为增长1-2%)	3%	0%	2.2%	-3%	1.7%	4.9%	3.4%	1.3%	-6.7%
	存货周转天数		94	93	93	78	91	85	89	75	94
Adidas	收入 (亿欧元)		66.3	59.5	61.5	59.7	64.4	58.2	54.6	48.1	60.0
	YOY	上调指引, 收入约9%增长 (此前为高个位数增长, 剔除Yeezy影响后, 双位数增长)	3.0%	2.2%	12.7%	24.0%	7.3%	9.0%	3.5%	-7.6%	-6.4%
	存货周转天数		151	162	154	143	130	141	151	158	154
A&E	收入 (亿美元)		36.0	23.1	11.0	49.5	33.6	21.5	10.2	42.8	28.3
	YOY	调整指引, 收入增长6%以上 (此前指引收入增长6%-7%)	6.9%	7.0%	7.5%	15.6%	19.0%	21.6%	22.1%	15.8%	13.2%
	存货周转天数		130	121	121	106	135	123	120	111	142
Victoria's Secret	收入 (亿美元)		14.7	14.6	13.5	21.1	13.5	14.2	13.6	20.8	12.7
	YOY	上调指引, 收入增长3.5%-4% (此前为增长1.6%-2.9%)	9.3%	3.0%	-0.4%	1.2%	6.5%	-0.7%	-3.4%	3.0%	-4.0%
	存货周转天数		114.27	99.6	102.28	88.5	116	102	103	93	114
UA	收入 (亿美元)		13.3	13.3	11.3	11.8	14.0	14.0	11.8	13.3	14.9
	YOY	上调全年指引, 预计FY26收入下滑4% (前次预测为下滑4-5%)	-0.1%	-4.7%	-4.2%	-11.4%	-5.7%	-10.7%	-10.1%	-4.8%	-6.1%
	存货周转天数		129.0	155	160	146	135	142	151	127	124
Nike	收入 (亿美元)		124.3	117.2	111.0	112.7	123.5	115.9	126.1	124.3	133.9
	YOY	3QFY26下降低单位数	0.6%	1.1%	-12.0%	-9.3%	-7.7%	-10.4%	-1.7%	0.3%	0.6%
	存货周转天数		97	104	102	106	105	112	98	103	101
lululemon	收入 (亿美元)		25.7	25.3	23.7	36.1	24.0	23.7	22.0	32.1	22.0
	YOY	上调指引, 收入增长5-6% (前次指引增长2-4%)	7.1%	6.5%	7.3%	13%	8.7%	7.3%	10.0%	15.6%	18.7%
	存货周转天数		147	145	141	102	146	130	129	103	158
VF	收入 (亿美元)		28.76	28.0	17.6	21.4	28.3	27.6	19.1	23.7	29.6
	YOY	预计FY26收入同比持平至增长, 4QFY26收入同比持平至+2%	1.5%	2.0%	-0.5%	-4.6%	1.9%	-5.5%	-8.6%	-13.4%	-16.1%
	存货周转天数		127	134	209	154	141	143	191	144	157
Puma	收入 (亿美元)		19.56	19.42	20.76	22.89	23.1	21.2	21.0	19.8	23.1
	YOY	维持指引, 低双位数下降, 将开始去库存, 预计持续至26年末	-15.3%	-8.3%	-1.3%	15.5%	-0.1%	-0.2%	-3.9%	-9.8%	-1.8%
	存货周转天数		180	182	167	143	141	150	146	157	148
Inditex	收入 (亿欧元)		98.1	100.8	82.7	112.1	93.6	99.2	81.5	103.4	87.6
	YOY	增长5%	4.9%	1.7%	1.5%	8.4%	6.8%	7.3%	7.1%	8.7%	6.7%
	存货周转天数			79.8	98.1	69.5	88.0	75.7	91.6	73.0	98.5

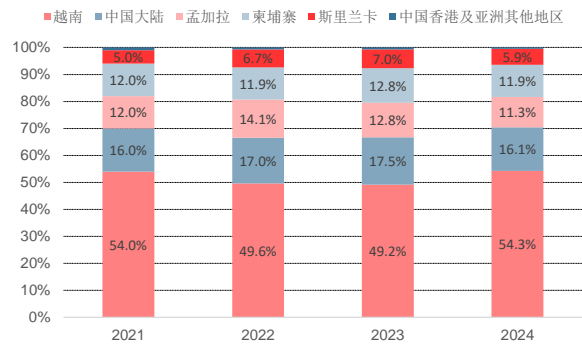
数据来源: 各公司公告, 中信建投证券

图 13: 晶苑国际分地区收入拆分 (25H1, 百万美元)



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 14: 晶苑国际员工人数分地区占比



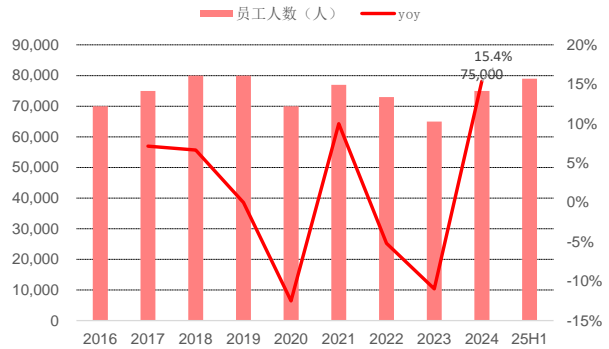
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 15: 晶苑国际产能地区分布图

	休闲服	牛仔服	贴身内衣	毛衣	运动服及户外服	研发中心
越南	√	√	√	√	√	
中国大陆	√	√	√	√	√	√
孟加拉	√		√	√		
柬埔寨	√	√	√		√	
斯里兰卡	√		√			

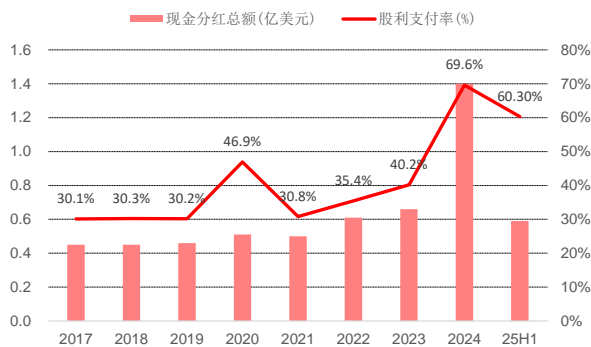
数据来源: 公司公告, 中信建投证券

图 16: 晶苑国际员工人数快速扩张



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

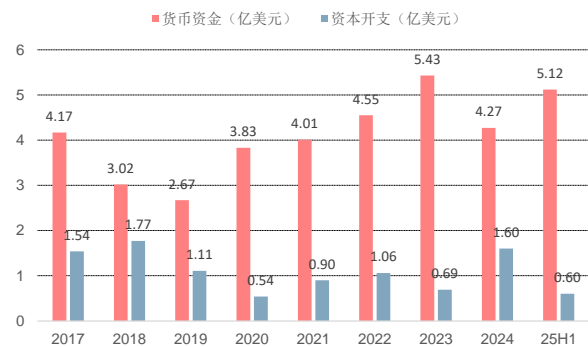
图 17: 晶苑国际现金分红总额及分红比例



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

注: 2024 年含特别股息, 若剔除后, 股利支付率为 60.1%

图 18: 晶苑国际现金资产及资本开支



数据来源: 公司公告, 中信建投证券

**图 19:晶苑国际收入拆分及预测**

晶苑国际 (百万美元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,341.4	2,491.0	2,177.3	2,469.6	2,692.6	2,959.2	3,231.5
yoy	17.9%	6.4%	-12.6%	13.4%	9.0%	9.9%	9.2%
毛利率	19.1%	18.6%	19.2%	19.7%	19.8%	19.9%	20.0%
净利润	163.3	173.2	164.1	200.8	228.9	255.7	280.7
yoy	51.1%	6.1%	-5.3%	22.4%	14.0%	11.7%	9.8%
净利率	7.0%	7.0%	7.5%	8.1%	8.5%	8.6%	8.7%
归母净利润	163.1	172.7	163.5	200.5	228.3	255.0	279.9
yoy	50.9%	5.9%	-5.4%	22.6%	13.8%	11.7%	9.8%

**分产品收入拆分**

<b>1、休闲服</b>	<b>735.0</b>	<b>697.5</b>	<b>607.6</b>	<b>694.2</b>	<b>749.8</b>	<b>832.3</b>	<b>915.5</b>
yoy	4.6%	-5.1%	-12.9%	14.3%	8%	11%	10%
毛利率	20.0%	20.0%	19.3%	19.4%	20%	20%	20%
占比	31.4%	28.0%	27.9%	28.1%	27.8%	28.1%	28.3%
<b>2、运动服及户外服</b>	<b>571.0</b>	<b>567.7</b>	<b>477.5</b>	<b>554.6</b>	<b>604.5</b>	<b>671.0</b>	<b>738.1</b>
yoy	87.2%	-0.6%	-15.9%	16.1%	9%	11%	10%
毛利率	18.3%	16.3%	20.1%	20.6%	21%	21%	21%
占比	24.4%	22.8%	21.9%	22.5%	22.5%	22.7%	22.8%
<b>3、牛仔服</b>	<b>426.6</b>	<b>556.5</b>	<b>473.2</b>	<b>518.9</b>	<b>555.2</b>	<b>591.3</b>	<b>629.8</b>
yoy	-9.3%	30.5%	-15.0%	9.7%	7%	7%	7%
毛利率	18.0%	18.3%	16.1%	16.4%	16%	17%	17%
占比	18.2%	22.3%	21.7%	21.0%	20.6%	20.0%	19.5%
<b>4、贴身内衣</b>	<b>427.9</b>	<b>470.9</b>	<b>396.4</b>	<b>434.8</b>	<b>465.2</b>	<b>507.1</b>	<b>547.7</b>
yoy	31.3%	10.0%	-15.8%	9.7%	7%	9%	8%
毛利率	19.6%	18.5%	20.5%	20.8%	22%	22%	22%
占比	18.3%	18.9%	18.2%	17.6%	17.3%	17.1%	16.9%
<b>5、毛衣</b>	<b>181.0</b>	<b>198.3</b>	<b>222.7</b>	<b>267.1</b>	<b>317.8</b>	<b>357.6</b>	<b>400.5</b>
yoy	1.8%	9.6%	12.3%	20.0%	19%	13%	12%
毛利率	19.9%	21.4%	21.2%	23.1%	21%	21%	21%
占比	7.7%	8.0%	10.2%	10.8%	11.8%	12.1%	12.4%

**分客户收入 (百万美元)**

	2021	2022	2023	2024
前五大客户	1,489.1	1,489.6	1,354.3	1,583.0
yoy	13.6%	0.0%	-9.1%	16.9%
占比	63.6%	59.8%	62.2%	64.1%
第一大客户	787.7	748.6	712.8	898.6
yoy	3.6%	-5.0%	-4.8%	26.1%
占比	33.6%	30.1%	32.7%	36.4%
第二-五名客户收入合计	852.3	1,001.4	823.0	886.6
yoy	26.3%	17.5%	-17.8%	7.7%
占比	36.4%	40.2%	37.8%	35.9%

数据来源: 公司公告、iFind, 中信建投证券预测

**资产负债表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>1,135</b>	<b>1,360</b>	<b>1,457</b>	<b>1,786</b>	<b>2,130</b>
现金	543	427	673	924	1,190
应收票据及应收账款合计	248	450	352	387	423
其他应收款	0	0	0	0	0
预付账款	36	51	49	54	58
存货	239	281	299	329	358
其他流动资产	69	151	84	93	101
<b>非流动资产</b>	<b>840</b>	<b>894</b>	<b>770</b>	<b>646</b>	<b>522</b>
长期投资	17	12	12	12	12
固定资产	551	599	506	412	318
无形资产	172	181	151	121	91
其他非流动资产	100	102	102	102	102
<b>资产总计</b>	<b>1,975</b>	<b>2,254</b>	<b>2,227</b>	<b>2,432</b>	<b>2,652</b>
<b>流动负债</b>	<b>481</b>	<b>665</b>	<b>499</b>	<b>548</b>	<b>598</b>
短期借款	64	147	0	0	0
应付票据及应付账款合计	133	180	162	178	194
其他流动负债	284	338	337	370	404
<b>非流动负债</b>	<b>55</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>	<b>54</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	54	54	54	54
<b>负债合计</b>	<b>536</b>	<b>719</b>	<b>553</b>	<b>602</b>	<b>652</b>
少数股东权益	4	5	5	6	7
股本	4	4	1,004	2,004	3,004
资本公积	1,431	1,527	527	-473	-1,473
留存收益	0	0	138	293	463
归属母公司股东权益	1,434	1,531	1,669	1,824	1,993
<b>负债和股东权益</b>	<b>1,975</b>	<b>2,254</b>	<b>2,227</b>	<b>2,432</b>	<b>2,652</b>

**现金流量表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>313</b>	<b>106</b>	<b>461</b>	<b>326</b>	<b>350</b>
净利润	164	201	229	256	281
折旧摊销	84	84	124	124	124
财务费用	13	11	1	-3	-4
其他经营现金流	51	-191	107	-51	-52
<b>投资活动现金流</b>	<b>-88</b>	<b>-168</b>	<b>23</b>	<b>23</b>	<b>23</b>
资本支出	-49	-109	0	0	0
其他投资现金流	-39	-59	23	23	23
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-135</b>	<b>-54</b>	<b>-238</b>	<b>-98</b>	<b>-107</b>
短期借款	-38	83	-147	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-97	-137	-91	-98	-107
<b>现金净增加额</b>	<b>90</b>	<b>-116</b>	<b>246</b>	<b>251</b>	<b>266</b>

资料来源: 公司公告、iFind, 中信建投证券预测

**利润表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,177</b>	<b>2,470</b>	<b>2,693</b>	<b>2,959</b>	<b>3,231</b>
营业成本	1,760	1,983	2,159	2,370	2,584
营业税金及附加	0	0	0	0	0
销售费用	27	39	35	39	42
管理费用	218	214	242	266	291
财务费用	13	11	1	-3	-4
其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-1	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>161</b>	<b>221</b>	<b>254</b>	<b>288</b>	<b>318</b>
其他非经营损益	35	27	28	28	28
<b>利润总额</b>	<b>195</b>	<b>248</b>	<b>283</b>	<b>316</b>	<b>347</b>
所得税	31	47	54	60	66
<b>净利润</b>	<b>164</b>	<b>201</b>	<b>229</b>	<b>256</b>	<b>281</b>
少数股东损益	1	0	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	<b>163</b>	<b>200</b>	<b>228</b>	<b>255</b>	<b>280</b>
EBITDA	293	344	408	437	467
EPS (元)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	-12.6	13.4	9.0	9.9	9.2
净利润(%)	-5.3	22.4	14.0	11.7	9.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	19.2	19.7	19.8	19.9	20.0
销售净利率(%)	7.5	8.1	8.5	8.6	8.7
ROE(%)	11.4	13.1	13.7	14.0	14.0
ROIC(%)	11.8	16.0	13.8	18.1	21.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	27.1	31.9	24.8	24.8	24.6
净负债比率(%)	-33.3	-18.2	-40.2	-50.5	-59.5
流动比率	2.4	2.0	2.9	3.3	3.6
速动比率	1.7	1.4	2.2	2.5	2.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	8.8	5.5	7.6	7.6	7.6
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.04	0.16	0.11	0.12
每股净资产(最新摊薄)	0.50	0.54	0.59	0.64	0.70
<b>估值比率</b>					
P/E	16.7	13.6	11.9	10.7	9.7
P/B	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	-0.9	-0.1	1.4	3.0	4.3

## 分析师介绍

### 叶乐

纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2025 年、2024 年“金牛奖”纺织服饰行业最佳分析师，2025 年“金麒麟”轻工和纺织服装行业最佳分析师，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护、IP 潮玩等消费产业研究。

### 张舒怡

纺服轻工及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现, 也即报告发布日后的 6 个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数作为基准; 新三板市场以三板成指为基准; 香港市场以恒生指数作为基准; 美国市场以标普 500 指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5% 之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10% 之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明: (i) 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 结论不受任何第三方的授意或影响。(ii) 本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作, 由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的, 不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投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, 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。

在遵守适用的法律法规情况下, 本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。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。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础, 不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料, 但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断, 该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更, 亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件, 而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

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。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策, 中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保, 亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内, 中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益, 也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点, 分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系, 分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可, 任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容, 亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有, 违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层  
 电话: (8610) 56135088  
 联系人: 李祉瑶  
 邮箱: lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路 528 号南塔 2103 室  
 电话: (8621) 6882-1600  
 联系人: 翁起帆  
 邮箱: wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心 35 楼  
 电话: (86755) 8252-1369  
 联系人: 曹莹  
 邮箱: caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场 2 期 18 楼  
 电话: (852) 3465-5600  
 联系人: 刘泓麟  
 邮箱: charleneliu@csci.hk