

# 晶苑国际 (02232.HK)

## 订单品类扩充，产能效率提升，制造龙头稳健成长

**公司是服饰制造行业龙头之一，未来业务规模有望持续扩张。**1) 公司合作下游龙头品牌公司，包括优衣库、Levis、GAP、Adidas等，所生产的产品品类包括休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、以及针织布料。2) 2024年公司收入同比+13%至24.7亿美元/净利润同比+23%至2.0亿美元，2025H1收入同比+12%至12.3亿美元/净利润同比+17%至0.98亿美元，预计未来效率提升及订单增长有望持续驱动公司业绩增长。

**产能：积极布局一体化产业链，产能持续扩张以匹配订单需求。**1) 公司国际化布局较早，目前员工人数约8万人，每年合计成衣出货量超过4.7亿件，2024年末在越南、中国、孟加拉国、柬埔寨、斯里兰卡的员工占比分别达到54.3%/16.1%/11.3%/11.9%/5.9%。2) 2024~2025年间公司持续补充产能、招聘员工，预计效率爬坡与提升将在2026年继续体现。我们估计公司2025~2026年产量CAGR有望达到高单位数，匹配公司订单规模增长。3) 近年来公司开始投资整合上游面料工厂，一体化垂直产业链逐渐完善，有望进一步夯实产业优势、提升市场份额。

**订单：运动品类持续快速增长，核心客户合作稳定。**1) 分品类来看，2025H1休闲服占比28%/运动服及户外服占比26%/牛仔服占比21%/贴身内衣占比17%/毛衣占比9%。2) 分客户来看，2024年公司第一大客户（估计迅销集团）订单收入占比超过三分之一，第二~第五大客户（估计主要包括Levis、GAP、Adidas等）订单收入占比28%，其他客户订单收入占比36%，客户结构合理。公司凭借共创业务模式及多年沉淀经验，从设计研发、披露生产等多环节服务客户，深化客户资源并积极丰富拓展品类，过去运动及户外品类订单规模迅速扩张并驱动公司收入持续增长。

**业绩预计持续健康增长。**我们预计2025-2027年公司收入分别为27.4/29.8/32.5亿美元，同比分别+11%/+9%/+9%，主要系产能扩张和品类丰富驱动。同时伴随着产业链效率+订单结构优化，预计未来公司盈利质量平稳有升，我们预计2025~2027年公司归母净利润分别为2.32/2.65/2.97亿美元，同比分别增长15.7%/14.2%/12.0%，利润增速预计持续快于收入。

**高分红具备吸引力。**公司现金流稳定，2017~2023年公司派息比例多在30%~50%之间，2024年派息比例提升至70%，公司表示基于目前对于未来现金流的预期，我们估计未来股息派付仍有提升空间。

**投资建议。**我们认为公司合理股价区间9.15~9.57港元，对应2026年PE为12.6~13.2倍（当前股价对应2026年PE为10.3倍），空间23%~29%。结合DCF模型及公司相对估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**产能扩张风险；行业竞争加剧风险；经济环境及订单波动风险；测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	2,177	2,470	2,739	2,980	3,246
增长率 yoy (%)	-12.6	13.4	10.9	8.8	8.9
归母净利润(百万美元)	163	200	232	265	297
增长率 yoy (%)	-5.4	22.6	15.7	14.2	12.0
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.06	0.07	0.08	0.09	0.10
净资产收益率 (%)	11.4	13.1	13.1	13.0	12.7
P/E (倍)	16.6	13.6	11.7	10.3	9.2
P/B (倍)	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2

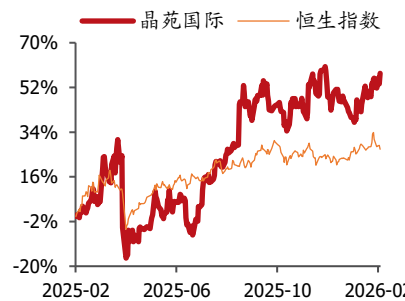
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为2026年02月06日收盘价

### 买入 (首次)

#### 股票信息

行业	服装家纺
02月06日收盘价(港元)	7.44
总市值(百万港元)	21,225.00
总股本(百万股)	2,852.82
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	4.64

#### 股价走势



#### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1,135	1,360	1,668	2,014	2,393
现金	543	427	565	752	965
应收票据及应收账款	248	450	500	544	592
其他应收款	39	53	59	64	70
预付账款	0	0	0	0	0
存货	239	281	312	339	368
其他流动资产	65	148	232	315	398
非流动资产	840	894	960	1,015	1,074
长期投资	0	1	1	1	1
固定资产	551	599	598	597	596
无形资产	246	162	120	82	46
其他非流动资产	42	132	241	336	431
资产总计	1,975	2,254	2,628	3,029	3,467
流动负债	481	665	805	938	1,076
短期借款	64	147	230	314	397
应付票据及应付账款	141	180	199	217	235
其他流动负债	276	338	375	408	444
非流动负债	55	54	53	53	53
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	55	54	53	53	53
负债合计	536	719	857	991	1,129
少数股东权益	4	5	5	6	6
股本	4	4	4	4	4
资本公积	1,558	1,667	1,902	2,169	2,468
留存收益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	1,434	1,531	1,765	2,032	2,331
负债和股东权益	1,975	2,254	2,628	3,029	3,467

**现金流量表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	313	106	208	239	264
净利润	163	200	232	265	297
折旧摊销	84	84	30	27	23
财务费用	13	11	4	5	7
投资损失	1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	66	-190	-29	-26	-28
其他经营现金流	-16	0	-28	-30	-33
投资活动现金流	-88	-168	-151	-133	-130
资本支出	-44	-109	13	13	13
长期投资	0	-1	0	0	0
其他投资现金流	-45	-58	-164	-146	-143
筹资活动现金流	-135	-54	79	78	76
短期借款	-38	83	83	83	83
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	104	110	234	267	299
其他筹资现金流	-201	-247	-238	-273	-306
现金净增加额	88	-117	138	187	213

**利润表 (百万美元)**

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,177	2,470	2,739	2,980	3,246
营业成本	1,760	1,983	2,199	2,391	2,595
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	27	39	43	47	52
管理费用	185	181	201	219	235
研发费用	32	32	40	44	48
财务费用	13	11	-3	-17	-15
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	35	27	30	33	36
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	-1	-1	-1	-1
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	173	233	255	279	317
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	195	248	287	328	367
所得税	31	47	55	62	70
净利润	164	201	232	265	297
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	163	200	232	265	297
EBITDA	293	344	314	337	375
EPS (美元/股)	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
成长能力					
营业收入(%)	-12.6	13.4	10.9	8.8	8.9
营业利润(%)	-13.4	34.8	9.5	9.2	13.7
归属母公司净利润(%)	-5.4	22.6	15.7	14.2	12.0
获利能力					
毛利率(%)	19.2	19.7	19.7	19.8	20.1
净利率(%)	7.5	8.1	8.5	8.9	9.1
ROE(%)	11.4	13.1	13.1	13.0	12.7
ROIC(%)	11.7	12.5	11.5	10.7	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	27.1	31.9	32.6	32.7	32.6
净负债比率(%)	-33.3	-18.2	-18.9	-21.5	-24.3
流动比率	2.4	2.0	2.1	2.1	2.2
速动比率	1.9	1.6	1.7	1.8	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	8.9	7.1	5.8	5.7	5.7
应付账款周转率	12.9	12.4	11.6	11.5	11.5
每股指标 (元)					
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	0.07	0.08	0.09
每股净资产(最新摊薄)	0.50	0.54	0.62	0.71	0.82
估值比率					
P/E	16.6	13.6	11.7	10.3	9.2
P/B	1.9	1.8	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	2.0	3.8	7.6	6.8	5.7

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 02 月 06 日收盘价

## 内容目录

1. 公司业务：服饰制造龙头之一，份额有望持续提升	5
2. 行业情况：短期订单谨慎，中长期格局优化	7
3. 订单：深化客户合作关系，运动及户外品类引领增长	11
3.1 核心客户迅销集团：深度合作多年，占比超过三分之一	13
3.2 运动品类：赛道成长性强，业务规模迅速扩张	15
3.3 其他休闲客户：品类丰富，份额具备持续提升空间	17
4. 产能：延展一体化产业链，后续产量扩张、稳健释放	18
4.1 短期成长性较好：积极招聘，2025 年迎来产能释放	18
4.2 国际化产能布局：匹配全球订单业务需求	19
4.3 共创业务模式与一体化产业链：积极布局上游，参与产品研发	21
4.4 自动化与智能化：坚持长期主义建设，生产效率持续提升	23
5. 财务分析与盈利预测	24
6. 估值与投资建议	27
风险提示	28

## 图表目录

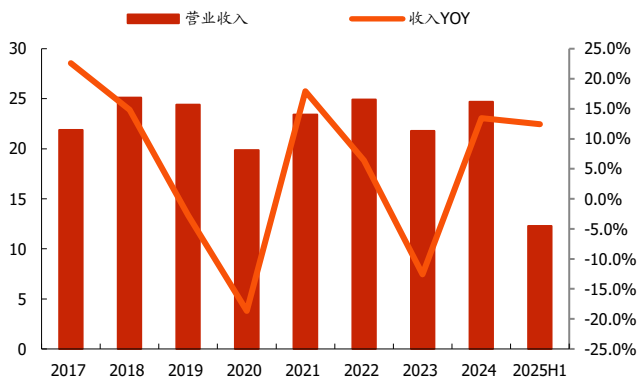
图表 1: 2017 年-2025H1 公司营业收入及 YOY (亿美元)	5
图表 2: 2017 年-2025H1 公司净利润及 YOY (亿美元)	5
图表 3: 公司上市以来总市值 (亿港元, 截至 2026/2/5 收盘)	5
图表 4: 公司面向全球市场	6
图表 5: 公司生产基地分布	6
图表 6: 公司发展历程	6
图表 7: 公司企业架构	7
图表 8: 2017-2024 年股利支付率 (%)	7
图表 9: 2017-2024 年股息率 (%)	7
图表 10: 2024/02-2025/12 中国服饰针纺类/社零总额当月同比 (%)	8
图表 11: 2024/01-2025/11 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY	8
图表 12: 2024 年至 2025/12 欧元区 20 国零售销售指数当月同比	8
图表 13: 2022Q1~2025Q4 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现 (日元)	8
图表 14: 2021/01-2025/11 美国服饰行业批发商及零售商库销比	9
图表 15: 中国纺织服装、服饰业产成品存货及同比 (亿元)	9
图表 16: 2024 年美国从各国进口服饰类产品金额及占比 (亿美元, %)	10
图表 17: 2010-2024 年纺织服装、服饰业大中型工业企业单位数 (个)	10
图表 18: 晶苑国际/申洲国际市占率测算 (公司收入规模/全球服饰出口金额, 以美元口径计算)	10
图表 19: 上游刚性人力成本难以压缩 (美元/月)	11
图表 20: FY2017-2025 Adidas 独立供应工厂/Nike 服装类工厂数量	11
图表 21: Nike (FY2025) 及 Adidas (FY2024) 服装类产品生产所在地分布	11
图表 22: 2024 年申洲国际/华利集团/丰泰集团/裕元集团/健盛集团分地区产量占比	11
图表 23: 公司核心品牌客户	12
图表 24: 2015-2024 年公司分品类营业收入 (百万美元)	12
图表 25: 2025H1 公司分品类营业收入占比	13
图表 26: 2015-2024 年公司分品类营业收入 YOY	13
图表 27: 2017~2024 年公司第一大客户订单收入 YOY (亿美元)	13
图表 28: 2024 年分客户销售占比	13
图表 29: FY2025 迅销集团分地区营业收入占比	14
图表 30: FY2016-2025 迅销集团分地区营业收入 YOY	14
图表 31: 晶苑集团占迅销集团采购份额 (估计)	14
图表 32: 申洲国际占迅销集团采购份额 (估计)	14
图表 33: 迅销集团存货周转天数 (天)	15

图表 34:	迅销集团单季度营业总收入及 YOY (亿日元)	15
图表 35:	2019-2024 年全球各区域运动服市场规模复合增长率	16
图表 36:	运动鞋服上下游产业链龙头公司	16
图表 37:	2024 年公司分部利润率	16
图表 38:	2017-2024 年运动服及户外服收入及 YOY (百万美元)	16
图表 39:	公司运动品牌客户单季度收入 YOY 及指引	17
图表 40:	公司运动品牌客户库存周转天数及同比变化 (天)	17
图表 41:	公司休闲品牌客户 (迅销集团、GAP、Levis、H&M、VS) 单季度收入 YOY	18
图表 42:	公司员工人数变化 (人)	19
图表 43:	2014-2024 年公司资本支出及占营业收入比例 (百万美元)	19
图表 44:	2014-2024 年公司折旧费用及占营业收入比例 (百万美元)	19
图表 45:	2015-2024 年公司分地区营业收入 (百万美元)	20
图表 46:	2024 年公司分地区营业收入占比	20
图表 47:	2015-2024 年公司分地区营业收入 YOY	20
图表 48:	公司需求端、供给端均布局国际化	21
图表 49:	2024 年末公司分地区雇员人数占比	21
图表 50:	2020-2025H1 研发费用及费用率 (亿美元)	22
图表 51:	公司核心产品品类 (运动及户外服、休闲服、贴身内衣、针织服等)	22
图表 52:	传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比	23
图表 53:	纺织服装制造公司产业链覆盖范围 (晶苑国际逐渐向上游布局产业链条)	23
图表 54:	公司提升生产自动化水平	23
图表 55:	公司现代化中心自动化 T 恤制造相关机械设备	23
图表 56:	2017-2025H1 公司人均创收 (美元)	24
图表 57:	2017-2024 年公司 ROIC	24
图表 58:	2017-2027E 营业总收入、YOY 及预测 (百万美元)	24
图表 59:	2020-2027E 分业务收入增速预测	25
图表 60:	2017-2027E 公司毛利率及预测	25
图表 61:	2020-2027E 公司分品类毛利率	25
图表 62:	2022-2027E 公司销售/管理/研发费用率及预测	26
图表 63:	2022-2027E 公司归母净利润、YOY 及预测 (百万美元)	26
图表 64:	2017-2025H1 公司经营性/投资性/筹资性现金流量净额 (亿美元)	27
图表 65:	敏感性分析 (港元)	27
图表 66:	可比公司估值表 (股价截至 2026/2/6)	28

## 1. 公司业务：服饰制造龙头之一，份额有望持续提升

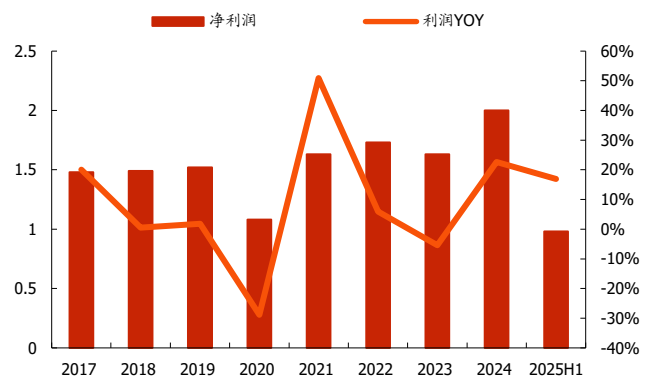
公司是服饰制造行业龙头之一，产品品类丰富，在全球各地拥有产能布局。1) 公司生产的产品品类包括：休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、以及针织布料。2024年公司收入同比+13%至24.7亿美元/净利润同比+23%至2.0亿美元，2025H1收入同比+12%至12.3亿美元/净利润同比+17%至0.98亿美元。2) 产能布局上，公司在越南、中国、柬埔寨、孟加拉国及斯里兰卡合计拥有约20个配备自动化设施的工厂，员工人数约8万人，每年合计成衣出货量超过4.7亿件。

图表1: 2017年-2025H1公司营业收入及YOY(亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

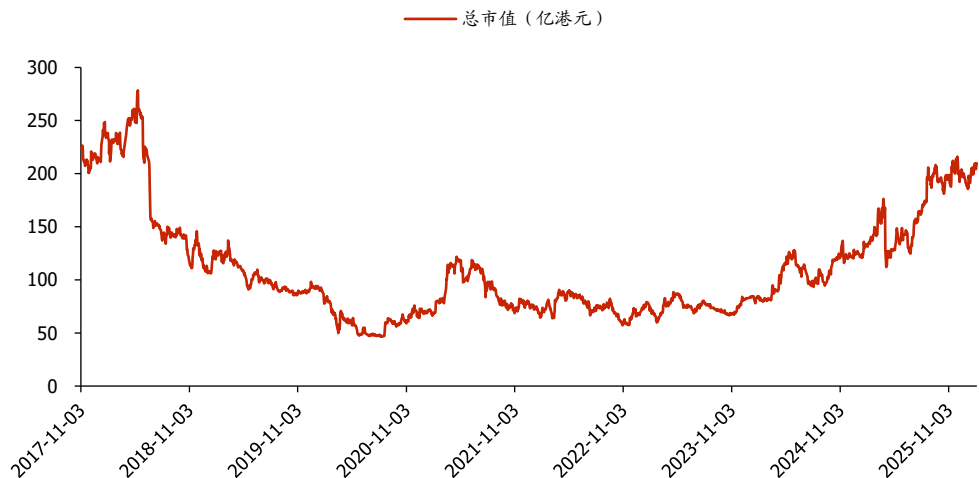
图表2: 2017年-2025H1公司净利润及YOY(亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司近年来通过扩展品类、扩充产能驱动业务规模增长，市值持续提升。公司于2017年11月上市，上市初期市值较高(280亿港元)。后续伴随着行业及公司业绩波动，总市值震荡下降至50亿港元以下。随后几年，市值总体呈现上升趋势，近年来伴随着公司优化产品和客户结构，提升自动化/智能制造生产工艺，重新开启产能及品类增长周期，收入及业绩呈现稳健增长趋势。2025年3月10日晶苑国际被纳入恒生综合指数成份股，后续资本市场关注度持续提升，当前市值约210亿港元。

图表3: 公司上市以来总市值(亿港元, 截至2026/2/5收盘)

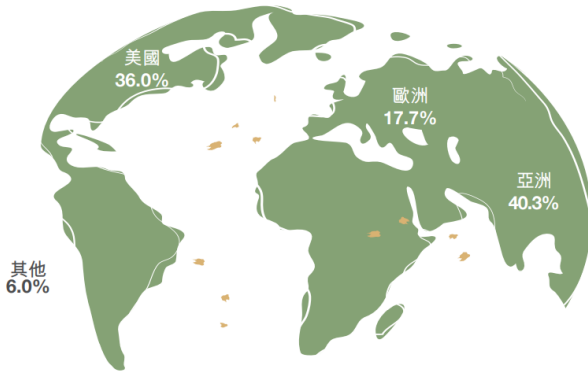


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

**发展历程：公司深耕服装制造赛道五十余年，过去持续丰富产品订单品类，与全球领先服装品牌商建立深度合作。**1) 公司成立于1970年，总部位于中国香港，开始从事毛衣及休闲服业务，在马来西亚及毛里求斯开设工厂。2) 1982年公司开始布局梭织品类业务，将业务扩充至中国内地、牙买加及斯里兰卡。3) 1990年代公司下游客户散布于美国、欧洲、日本等各地，公司进一步在马达加斯加及中国江苏省建立工厂。4) 2000年代公司在越南及孟加拉国开设工厂，收购 Martin International Holdings 并开设贴身内衣类别，并将梭织业务转型为专注于牛仔服的业务，在工厂建设方面注重自动化系统的建设于打造。5) 2010S 公司在柬埔寨开设工厂，将产品类别扩展至运动服及户外服品类，运动品类近年来持续快速增长，成为公司业务增长的主要驱动因素之一。

图表4: 公司面向全球市场

图表5: 公司生产基地分布



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

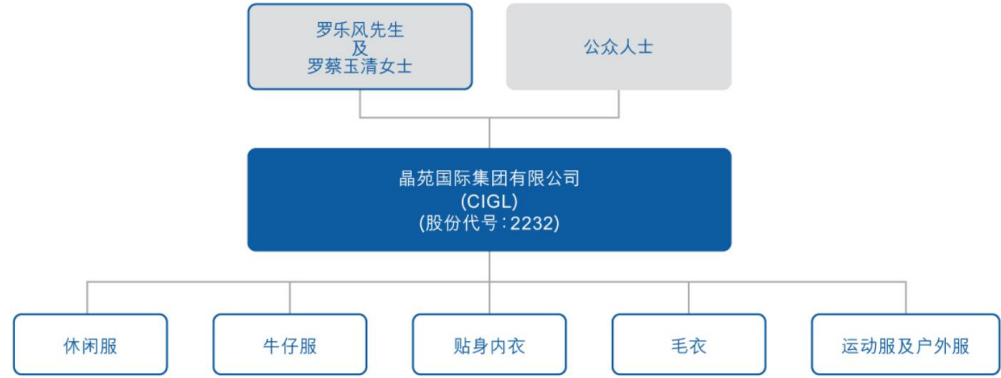
图表6: 公司发展历程



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

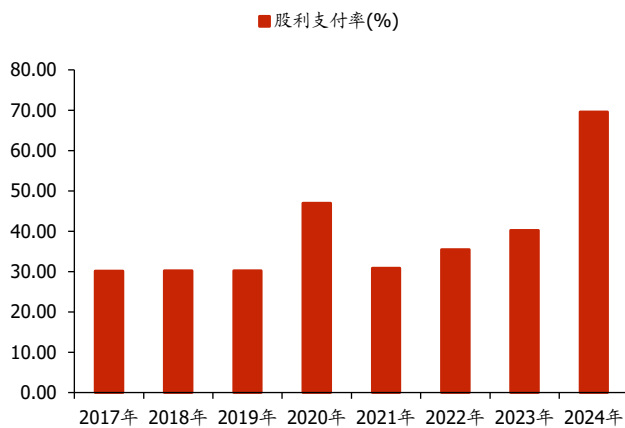
公司现金流稳定，2020~2023年股息率在5%到7%之间，2024年提升至9%，公司计划后续提高分红。2017~2023年公司派息比例多在30%~50%之间，2024年派息比例提升至70%，考虑公司基于目前对于未来现金流的预期，我们估计未来股息派付仍有提升空间。

图表7: 公司企业架构



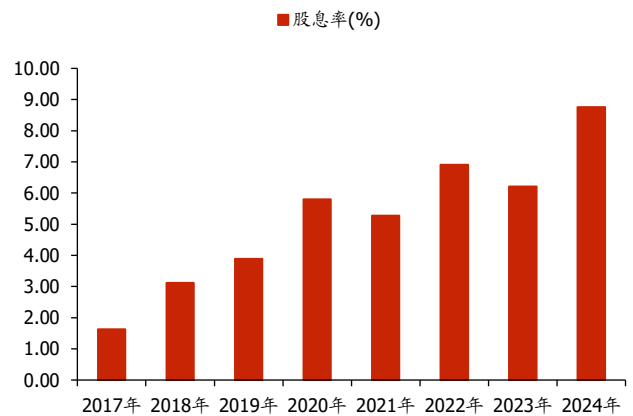
资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表8: 2017-2024年股利支付率(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 2017-2024年股息率(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

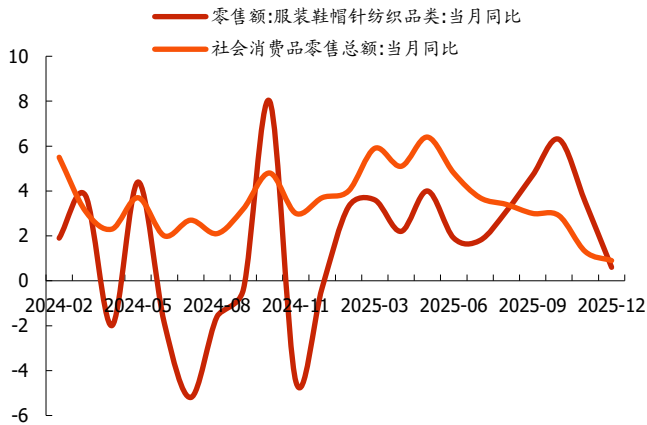
## 2. 行业情况: 短期订单谨慎, 中长期格局优化

行业层面: 1) 需求方面, 我们认为当前行业下游渠道库存整体可控, 全球主要消费市场美国、欧洲服饰终端零售表现稳健, 中国服饰消费也在逐步弱复苏过程中, 品牌商下单意愿短期谨慎、后续有望表现稳健或改善。2) 供给层面, 我们判断产业布局全球化、格局优化是服饰制造行业的长期趋势, 优质资源有望向头部制造商集中。

1、需求端: 纺织服饰行业发展成熟, 需求体量稳定, 其中美国、欧洲、中国、日韩等国家是服装品类重要的消费市场。从终端零售景气度变化来看, 2025H2以来美国市场健康增长, 欧洲市场增速略慢, 中国市场以弱复苏为主, 日本市场同比表现平淡。

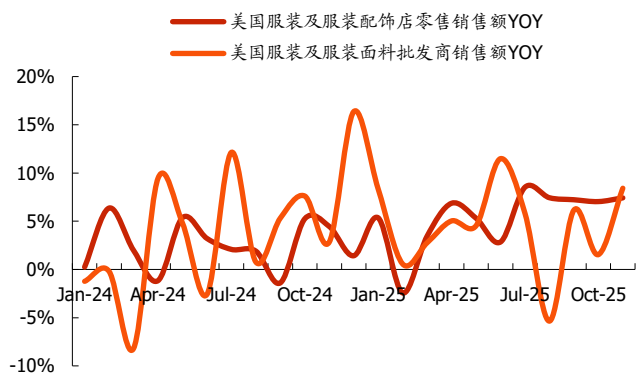
- **中国**：2025年1-12月服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长**3.2%**（同期社会消费品零售总额累计同比增长**3.7%**），12月单月同比增长**0.6%**（同期社会消费品零售总额单月同比增长**0.9%**），我们判断进入12月增速放慢主要系天气气温波动，整体国内可选消费市场以弱复苏为主。
- **美国**：2025年1-11月服装及服装配饰店零售额同比**+5.5%**，1-11月服装及服装配饰店批发商销售额同比**+4.2%**，呈现稳健增长态势。
- **欧洲**：2024H2~2025H1期间欧元区20国零售销售指数在同比均有增长，增速多在**2%~4%**之间，趋势相对稳健。2025H2以来有所降速，零售销售指数同比增速下滑至**1%~2.5%**之间，我们预计近期欧洲市场零售表现基本平稳。
- **日本**：2025Q1~Q4日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出分别为7416/8442/6582/9047日元，同比分别**-3%/+3%/+0%/+6%**，累计来看平稳为主。

图表10: 2024/02-2025/12 中国服饰针纺类/社零总额当月同比 (%)



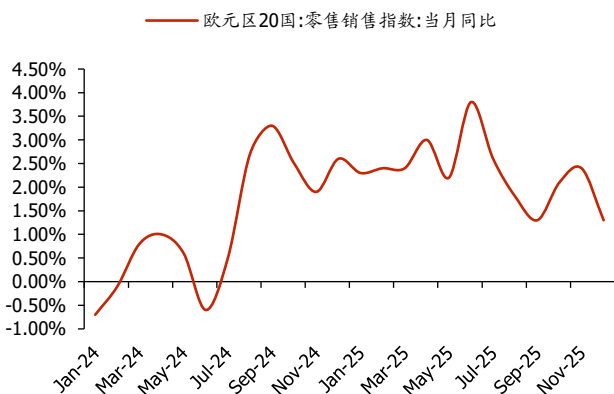
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表11: 2024/01-2025/11 美国服装及面料批发商/零售商销售额 YOY



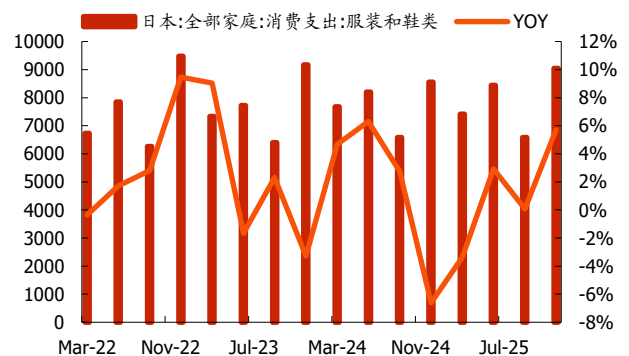
资料来源: Wind, 美国人口普查局, 国盛证券研究所

图表12: 2024年至2025/12 欧元区20国零售销售指数当月同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表13: 2022Q1~2025Q4 日本全部家庭服装和鞋类季度消费支出表现 (日元)

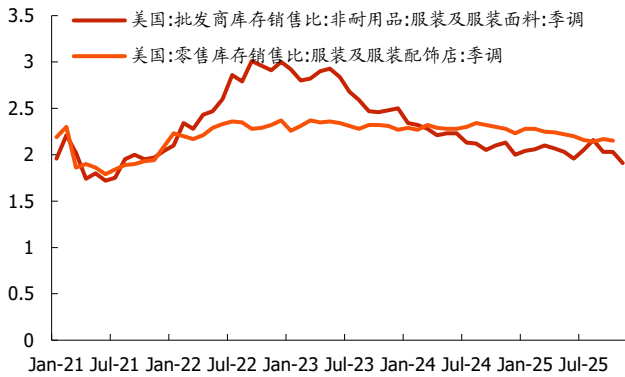


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

过去行业累库、去库周期影响上游制造短期订单节奏，我们判断目前下游库存基本正常。此前（2022~2023年）服饰行业下游经历去库阶段，我们判断近期美国、中国等重要下游市场库存基本保持健康。1)中国服饰市场：因客流环境及消费力变化带来的扰动，2022

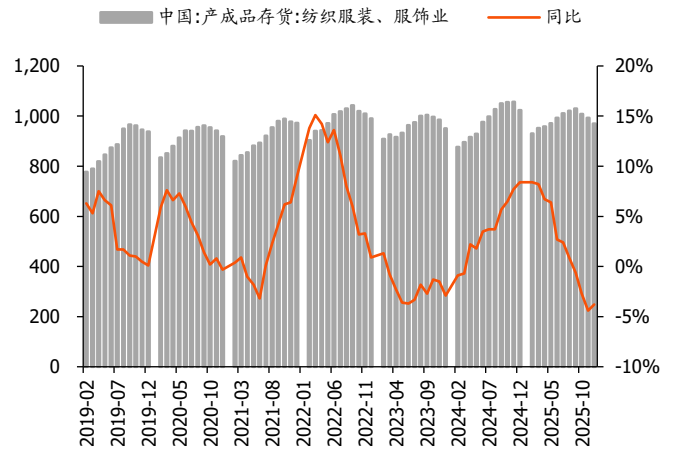
年初期行业存货存在积压（2022H1期间中国纺织服装行业产成品存货同比增长10%以上），后续得益于品牌商下单谨慎并积极去化库存，行业库存逐步恢复健康水平，2025年12月末行业产成品存货同比-3.8%。2）美国服饰市场：2023年以来美国服饰零售商库存金额保持稳定、批发商库存金额整体呈现下降态势，2025年10月美国服饰类品批发商/零售商库销比分别为2.03/2.15，我们判断下游渠道库存目前基本稳定在良性状态。

图表14: 2021/01-2025/11 美国服饰行业批发商及零售商库销比



资料来源: Wind, 美国人口普查局, 国盛证券研究所

图表15: 中国纺织服装、服饰业产成品存货及同比(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

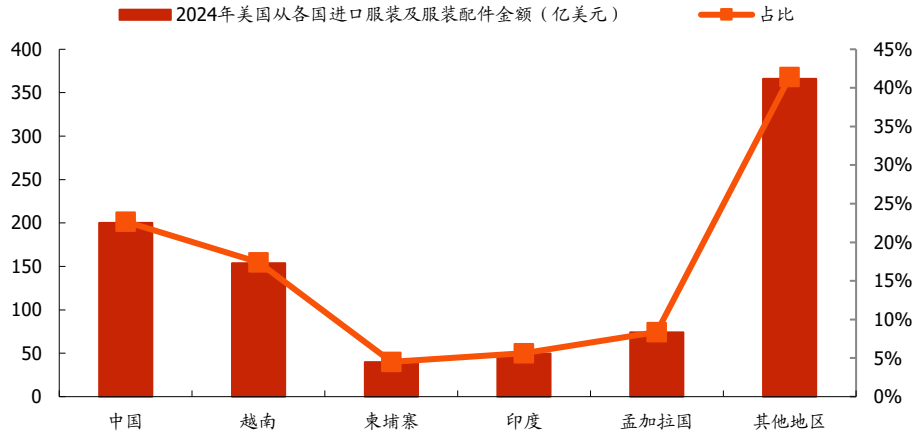
由于关税政策波动、经济环境存在不确定性，品牌商下单节奏更加灵活，我们判断2026年制造商订单能见度偏低、建议持续跟踪变化。1）考虑上游制造刚性成本难以压缩+服装品牌往往加价倍率较高，我们判断关税成本的变动以向终端传递为主、产业链消化为辅，终端涨价或影响下游消费需求，同时上游制造商利润率影响相对可控。①服装产品的制造成本预计约占制造商收入的70%~85%，约占整个产品价值链的20%左右，成本相对来说难以压缩。②服装品牌往往加价倍率较高，我们判断向消费者传递关税成本相对容易（以美国向越南征收20%对等关税为例，假设Nike品牌加价倍率为5~6倍，我们测算若该20%成本全部向下游传导，加价倍率不变情况下或致使终端价格上涨3%~4%）。2）由于关税政策变化或对品牌定价策略及终端消费需求带来影响，我们判断对经济环境的谨慎判断使得品牌商下单意愿相对保守、下单节奏预计更加灵活，进而使得2026年制造商订单能见度降低，建议持续跟踪核心品牌经营表现及预期变化。

**2、供给端：过去服饰制造产业链从中国逐步向东南亚地区转移（尤其是下游成衣制造），这一趋势有望持续。同时，基于品牌商优化供应链的诉求，优质订单资源向头部、肩部优质制造商集中，中长期行业集中度预计持续提升。**

在过去十数年间，纺织制造产业链从中国逐步向东南亚等国家转移，未来趋势预计持续。过去百年内，服装产业链经历了从欧美→日港台→中国大陆→东南亚的迁徙过程。21世纪初期中国纺织业快速崛起并发展成熟，2013年中下游产能开始逐步向东南亚转移，其背后驱动因素包括人力成本的相对优势、国际贸易政策的变化等，我们判断未来这一趋势有望持续。与此同时，过去多数中国头部制造商（包括晶苑国际在内）也已形成中国+东南亚多元化的产能构成，未来将进一步丰富、扩大海外产能布局。

➢ 以美国服装产品进口来源地为例：①2000年美国进口服装中，13%来自中国；②2010年美国进口服装中，高达41%来自中国；③2024年美国进口服装中，仅23%来自中国，同期美国从越南、柬埔寨、印度、孟加拉进口的服装占比分别达17%/5%/6%/8%，预计伴随着国际贸易关系变化+产业链向东南亚转移，估计未来该比例将进一步提升。可见，过去美国服装进口较依赖中国，但目前依赖度已经大大降低；取而代之的是，东南亚地区作为采购来源地的重要性在持续提升。

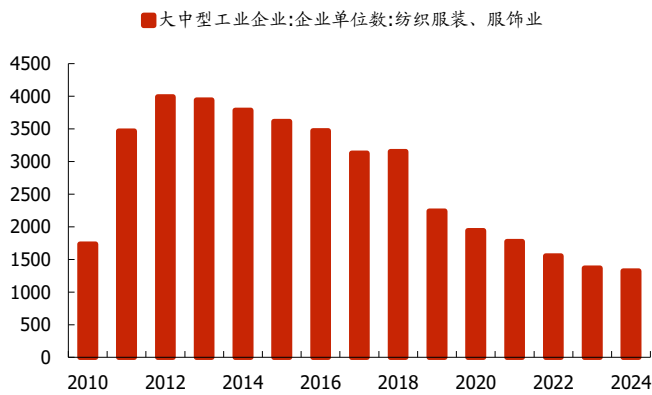
图表16: 2024年美国从各国进口服饰类产品金额及占比(亿美元, %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

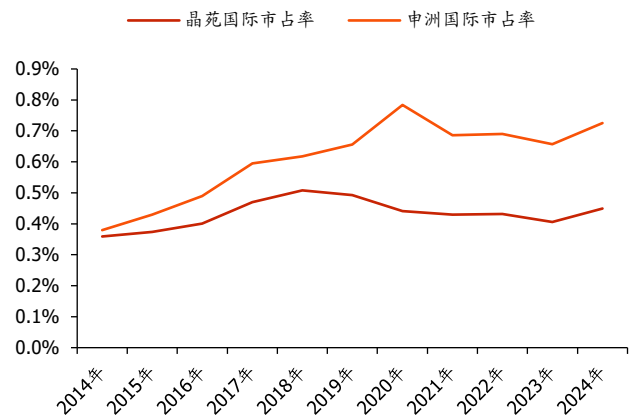
在竞争格局方面, 服装品类是典型的非标品, 品牌商及制造商竞争格局均较分散, 但近年有集中化趋势。1) 以制造龙头为例, 成衣制造龙头申洲国际 2024 年营业收入仅 287 亿人民币/晶苑国际 24.7 亿美元, 鞋类制造龙头裕元集团 2024 年营业收入(剔除宝胜国际收入)为 56.2 亿美元, 我们判断行业市占率均仅为低单位数。2) 我们认为未来中长期产业链资源有望进一步向头部制造商倾斜: 在头部制造商优势凸显的同时、尾部落后产能在行业动荡中波动出清, 行业竞争格局集中化趋势加速。

图表17: 2010-2024年纺织服装、服饰业大中型工业企业单位数(个)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

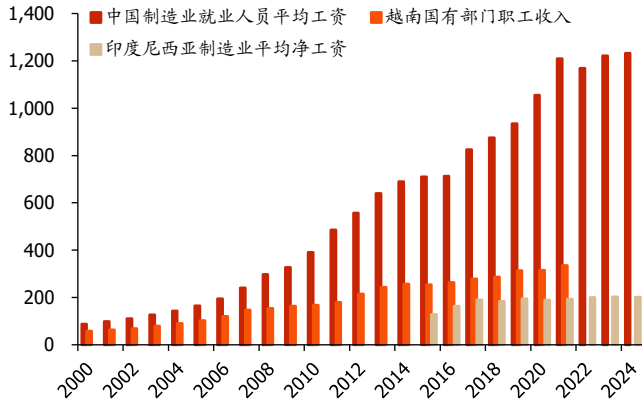
图表18: 晶苑国际/申洲国际市占率测算(公司收入规模/全球服饰出口金额, 以美元口径计算)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算, 仅供参考

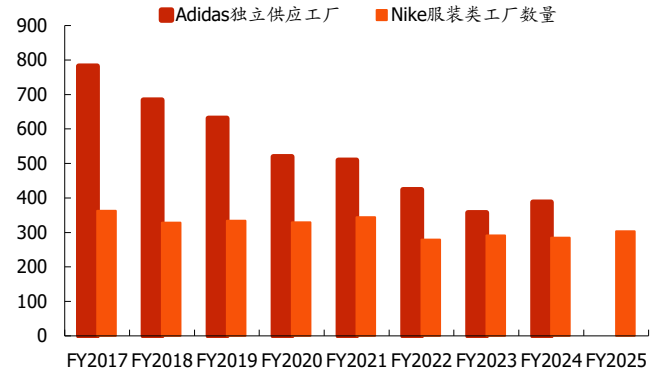
➤ 市场对于柔性供应链的需求提升, 龙头制造商优势凸显, 小微企业或逐步出清。1) 需求层面: 为降低终端销售不确定性带来的库存风险, 我们判断目前下游运动品牌商缩减期货比例、增加下单频率, 对供应链反应速度的要求在提升, 因此兼具速度、规模与质量的头部一体化的供应商竞争优势在加强, 订单资源向头部制造商加速集中。FY2025 Nike 公司服装/鞋类供应链产地中, 中国占比分别为 15%/17%(FY2016 年分别为 26%/29%); FY2024 Adidas 服饰/鞋类供应链产地中, 中国占比分别为 16%/14%(FY2015 年分别为 29%/23%)。2) 供给层面: 行业格局震荡, 产业链利润存在波动, 小微企业可能由于现金流无法支撑长期发展、无力顺应产业趋势进行自动化产能建设等原因面临出清, 龙头公司份额有望提升。

图表19: 上游刚性人力成本难以压缩 (美元/月)



资料来源: 国家统计局, 越南统计局, 印尼央行, Wind, 国盛证券研究所  
注: 计算采用历史汇率

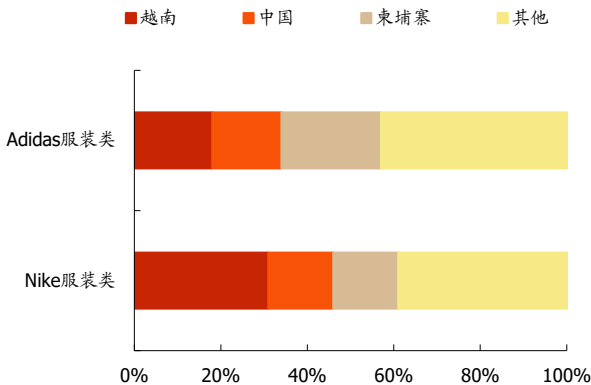
图表20: FY2017-2025 Adidas 独立供应工厂/Nike 服装类工厂数量



资料来源: Wind, 各公司公告, 仅供参考

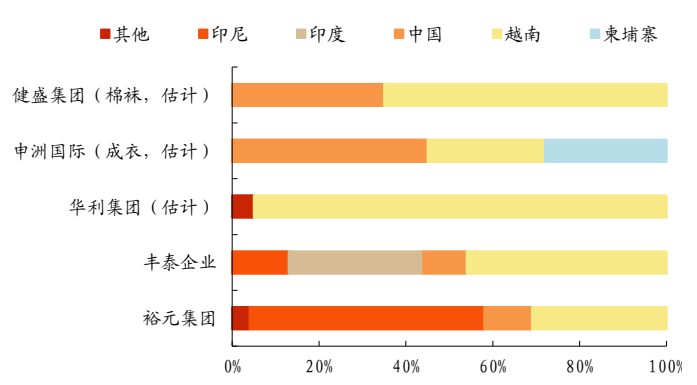
➤ 基于分散风险的需求, 品牌商对于国际化、一体化产业链的需求进一步提升, 而龙头制造商在这方面具备先发优势、有望提升市场份额。1) 行业层面: 综合考虑资源、成本及关税因素, 我们判断以越南、印尼为代表的东南亚国家工厂在综合成本及稳定性方面仍具备竞争优势。据国家统计局数据, 中国制造业从业人员平均薪资为8999元/月, 明显高于越南、印尼人均薪资水平。2) 品牌商需要布局更加国际化的供应链以分散经营风险。我们判断龙头制造商凭借海外基地的先发优势, 持续增强国际化基地建设, 满足客户需求。

图表21: Nike (FY2025) 及 Adidas (FY2024) 服装类产品生产所在地分布



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 2024 年中洲国际/华利集团/丰泰集团/裕元集团/健盛集团分地区产量占比



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所测算, 仅供参考

### 3. 订单: 深化客户合作关系, 运动及户外品类引领增长

公司核心客户包括 UNIQLO、Levi's、GAP、维密、阿迪达斯、UA 等。公司服务于全球市场的头部品牌服装公司。据公司公告, 客户数量多达 30 余个/品牌数量多达 50 余个。早期公司主要服务于迅销集团 (Fast Retailing), 我们判断多年来位列其核心供应商前列。除此之外, 公司与多个其他品牌客户保持长年稳定的业务关系, 并通过强化竞争优势持续提升所占份额。

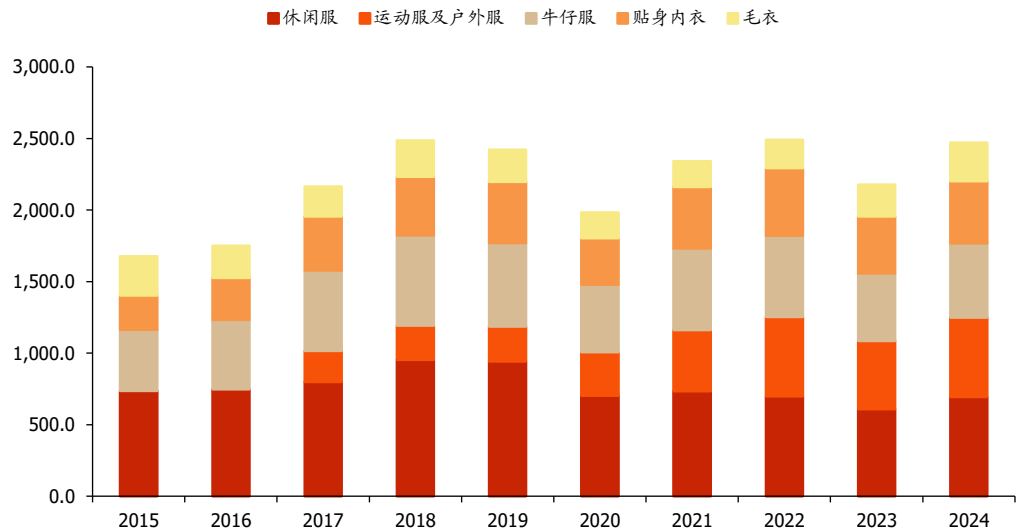
图表23: 公司核心品牌客户



资料来源: 各品牌微信公众号, 国盛证券研究所

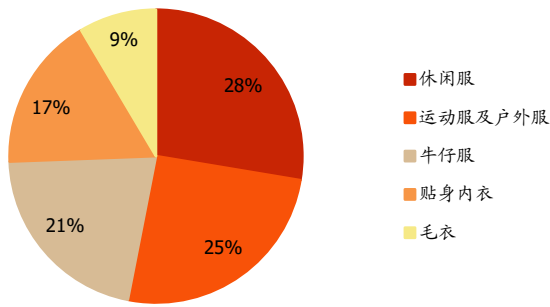
2016年公司通过收并购切入运动及户外品类赛道, 自此之后, 运动品类成为近年增长的主要动力。1) 早在1970S公司就开始从事毛衣及休闲服制造业务, 并于2000S将业务拓展至贴身内衣、牛仔服品类; 2016年底公司成功收购Vista及其附属公司, 通过此业务布局成功进军运动及户外服饰制造业务, 在运动市场需求快速增长的带动下, 2020~2024年公司运动服及户外服品类销售收入同比分别+24.1%/+39.9%/+30.5%/-14.2%/+16.1%, 带动公司期间收入实现稳健增长。2) 从当前品类占比来看, 2025H1休闲服占比28%/运动服及户外服占比26%/牛仔服占比21%/贴身内衣占比17%/毛衣占比9%。

图表24: 2015-2024年公司分品类营业收入(百万美元)



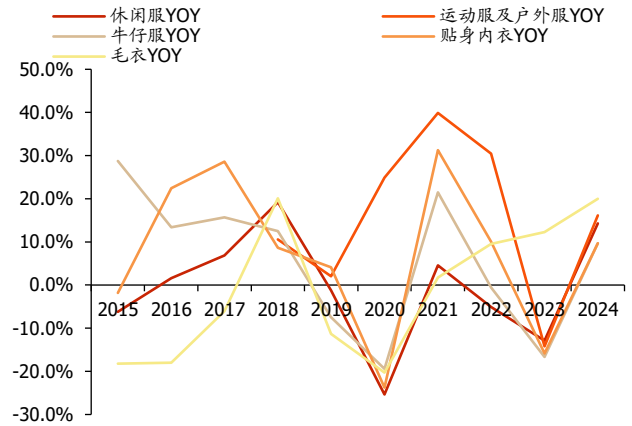
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表25: 2025H1 公司分品类营业收入占比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表26: 2015-2024 年公司分品类营业收入 YOY

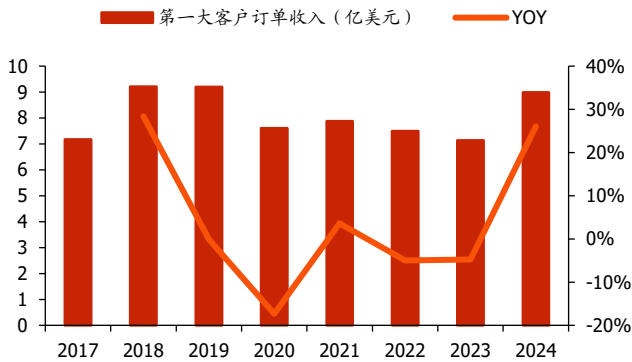


资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

### 3.1 核心客户迅销集团: 深度合作多年, 占比超过三分之一

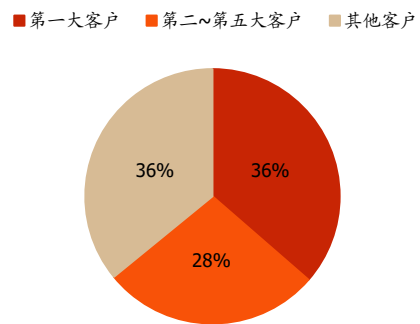
目前公司基本形成核心大客户(迅销集团)+优质品牌客户集群的订单结构。1)从结构占比来看,2024年公司第一大客户(估计迅销集团)订单收入占比超过三分之一,第二~第五大客户订单收入占比仅28%,其他客户订单收入占比36%。2)迅销集团是全球快时尚龙头Uniqlo、GU品牌的母公司,公司是其重要的战略合作供应商,双方已维持长达数十年的稳定合作关系。近年来公司与迅销集团合作订单金额规模估计约在7~10亿美元不等,2020~2024年同比分别-5%/-5%/+26%。

图表27: 2017~2024 年公司第一大客户订单收入 YOY (亿美元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

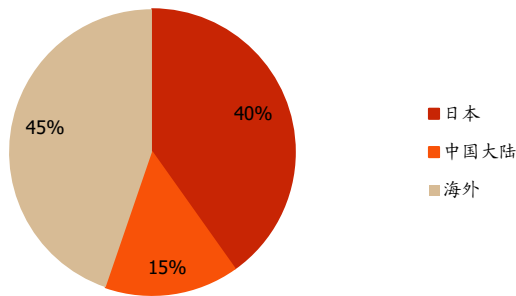
图表28: 2024 年分客户销售占比



资料来源: Bloomberg, Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

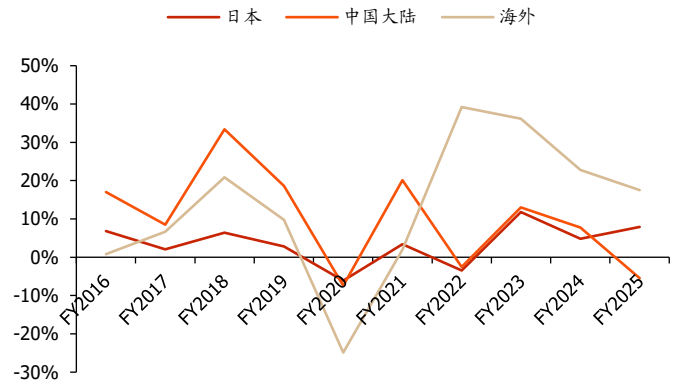
迅销集团业务规模持续扩张,增速表现领先其他休闲服饰品牌,主要得益于其在海外市场的扩张。据wind数据FY2022~FY2025迅销集团其他海外地区(日本、中国大陆除外的海外地区)营收同比快速增长39%/36%/23%/18%,同期日本地区营收同比分别-3%/+12%/+5%/+8%,中国大陆地区营收同比分别-3%/+13%/+8%/-5%(FY2025迅销集团来自日本/中国大陆/其他海外地区的营业收入占比分别为40%/15%/45%)。

图表29: FY2025 迅销集团分地区营业收入占比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 迅销集团截至 2025/8/31 的 12 个月记为 2025 财年

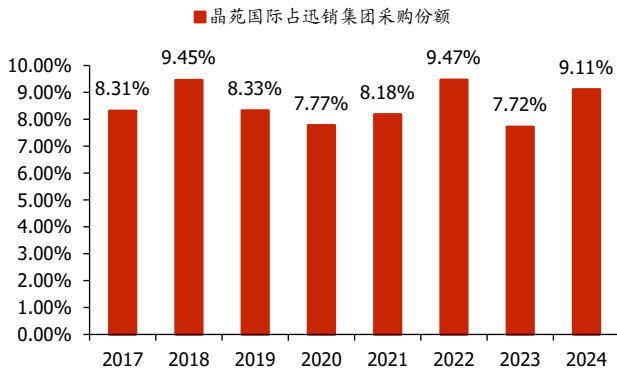
图表30: FY2016-2025 迅销集团分地区营业收入 YOY



资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 迅销集团截至 2025/8/31 的 12 个月记为 2025 财年

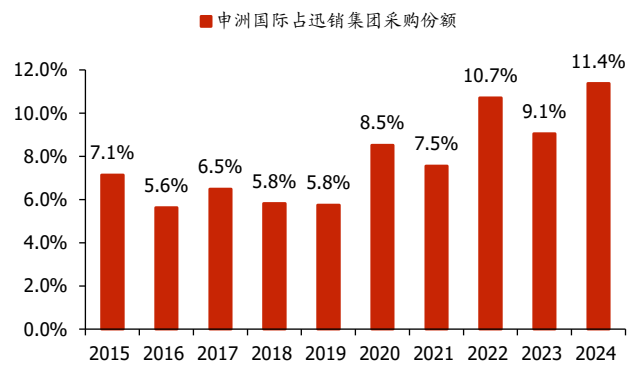
从供应商角度来看, 我们估计晶苑国际占迅销集团全品类采购份额接近 **10%**, 未来预计平稳有升。1) 我们按照制造商订单收入、品牌商营业成本金额估算其采购份额占比(以历史汇率计算), 估计晶苑集团在 2017~2024 年间占迅销集团(全品类)采购份额稳定在 8%~10% 左右。2) 与同业相比, 我们估计成衣制造龙头申洲国际占迅销集团(全品类)采购比例从 2019 年前的中高单位数提升至 2024 年的超过 11%。考虑晶苑国际当前也在稳步扩张产能、积极拓展上游产业链并强化竞争优势, 我们判断未来晶苑占迅销集团份额比例有望继续有提升空间。

图表31: 晶苑国际占迅销集团采购份额(估计)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 份额=晶苑国际订单份额/迅销集团营业成本, 以财年口径(迅销集团截至 2024/8/31 的 12 个月记为 2024 财年), 历史汇率计算

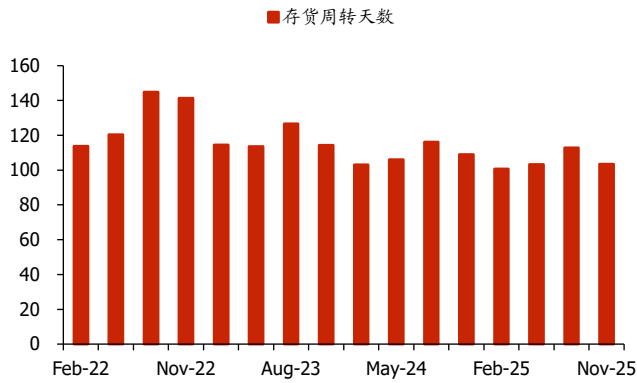
图表32: 申洲国际占迅销集团采购份额(估计)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所 注: 份额=申洲国际订单份额/迅销集团营业成本, 以财年口径(迅销集团截至 2024/8/31 的 12 个月记为 2024 财年), 历史汇率计算

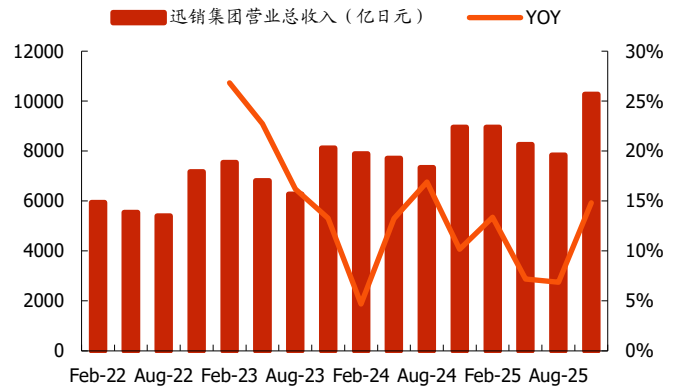
近期迅销集团业务发展顺利、运营状态健康, 我们判断公司与其合作相关订单稳健增长。最近三个季度迅销集团营业总收入同比分别同比增长 7%/7%/15%, 保持相对健康的稳健增长, 基本符合或略超 Bloomberg 一致预期。展望 FY2026, 公司上修盈利预测, 预计全财年营收同比增长 11.7%至 38000 亿日元, 事业溢利同比增长 17.9%至 6500 亿日元, 归母净利润同比增长 3.9%至 4500 亿日元, 预计业务增长表现良好。

图表33: 迅销集团存货周转天数(天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表34: 迅销集团单季度营业总收入及 YOY (亿日元)



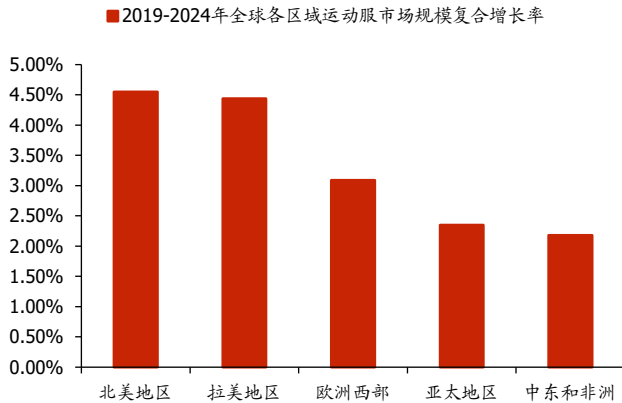
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

### 3.2 运动品类: 赛道成长性强, 业务规模迅速扩张

运动鞋服市场竞争格局高度集中, 同时品类属性决定了运动产品制造的竞争壁垒更加明显, 奠定上下游产业链“强强联合”的局面。

- **从空间来看:** 运动品类景气相对较好, 龙头品牌业务体量大, 订单成长空间广阔。1) 据前瞻产业研究院数据, 2019-2024 年全球各区域运动服市场规模基本均以稳健的 CAGR 增长, 其中北美地区/拉美地区增速领先, 期间市场规模 CAGR 分别达到 4.55%/4.44%。2) 由于竞争格局高度集中, 运动鞋服行业诞生出较多的大规模品牌, 龙头公司 Nike FY2025 营业收入体量达 463 亿美元/Adidas 2024 年营业收入达 273 亿欧元, 肩部品牌 Puma、Skechers、Lululemon、UA 等品牌规模也相对可观。
- **从品类属性优势来看:** 运动服装具备较强的专业属性, 便于制造商通过面料研发、产品开发等方式与客户形成深度绑定, 进而形成差异化壁垒。运动服装往往具备吸湿排汗、柔软亲肤、速干等特征, 功能属性较强。我们分析其供应链具备以下特征: 1) 品牌商多将重心放在鞋类科技研发、品牌营销、渠道管理等方面, 而服装多数采取外包生产, 并与制造商共同进行产品研发, 以形成上下游产业链的紧密联合。2) 运动品类 SKU 数量相对较少, 单一产品订单规模相对较大, 相关制造商生产有望具备规模效应, 能够有效保证较高的排单及生产效率、并分摊研发等费用投入。

图表35: 2019-2024年全球各区域运动服市场规模复合增长率



资料来源: 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

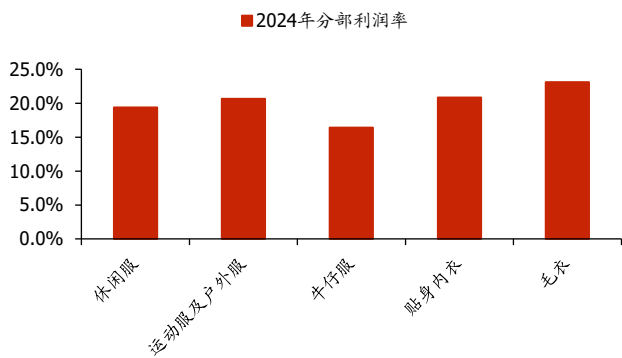
图表36: 运动鞋服上下游产业链龙头公司



资料来源: 各公司公告, 各公司官网, 国盛证券研究所绘制, 仅供示意参考

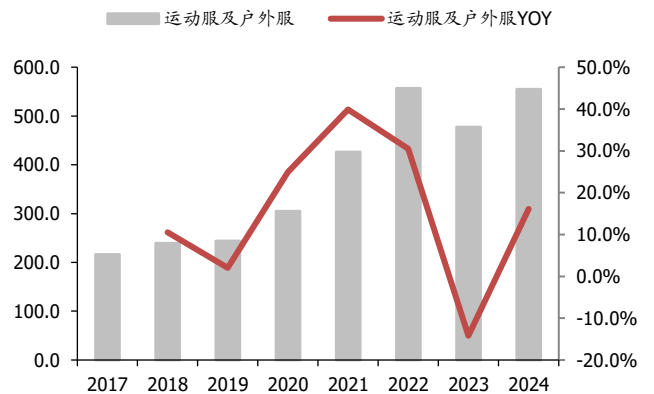
公司 2016 年通过收购 Vista (一家新加坡成衣制造商, 产能位于越南及柬埔寨) 切入运动及户外品类赛道, 并持续获取增量优质订单、增强核心优势。1) 公司运动及户外服业务规模从 2017 年的 2.2 亿美元增长至 2024 年的 5.5 亿美元, CAGR 达 14%, 是该期间增速最快的业务板块; 2) 盈利质量方面, 2024 年运动及户外服分部利润率达 20.6%, 仅次于毛衣分部的 23.1%。

图表37: 2024年公司分部利润率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表38: 2017-2024年运动服及户外服收入及 YOY (百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

具体来看, 目前公司主要合作的运动品牌包括 Adidas 等, 近年以来相关订单规模基本保持快速增长趋势。得益于公司在运动品牌客户中的份额逐步提升, 我们判断 2025~2026 年相关订单快速增长, 中长期将持续驱动公司业务规模扩张。

- 在公司合作的运动品牌客户中, Adidas 收入稳健增长 (近三个季度收入同比分别 +13%/+2%/+3%), Nike、UA、VF 收入表现相对较弱, 建议关注收入指引变化, 或对上中游制造商订单景气度带来影响。
- 此前国际运动品牌商曾经历库存去化周期, 当前我们判断下游品牌客户库存运营周转趋近健康。据 Wind 及 Bloomberg 数据, Nike/Adidas/PUMA/VF/UA 最近报告期存货周转天数分别为 97/157/162/130/134 天。我们判断品牌客户对未来增长判断相对谨慎, 下单节奏预计更加灵活。

图表39: 公司运动品牌客户单季度收入 YOY 及指引

单季度收入YOY				公司口径指引	
Nike	2025/5/31	2025/8/31	2025/11/30	Nike预计FY2026Q3收入下降低单位数, 其中北美地区将实现温和增长, 大中华区的销售表现预计同FY2026Q2相似。	
	-12%	1%	1%		
	超出预期	超出预期	略超预期		
Adidas	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	公司预计2025年adidas品牌营收同比增长双位数, 预计公司整体营收增长9% (考虑Yeezy)。	
	13%	2%	3%		
	略超预期	低于预期	略低于预期		
Puma	2025/3/31	2025/6/30	2025/9/30	公司预计2025年营收预期为下降低双位数。	
	-1%	-8%	-15%		
	超出预期	低于预期	低于预期		
VF	2025/6/28	2025/9/27	2025/12/27	公司预计FY2026Q1收入将持平 (按固定美元增长2%) 其中预计北面将大致与Q3的增长持平, Timberland的增长将放缓, 预计Vans将下降大约中个位数。	
	-8%	2%	1%		
	超出预期	超出预期	超出预期		
UA	2025/6/30	2025/9/30	2025/12/31	公司预计2026财年收入将下降4%, 其中北美收入预计将下降约8%, 亚太地区收入预计将下降约6%, EMEA地区预计增长约9%。	
	-4%	-5%	-5%		
	符合预期	超出预期	略超预期		

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 是否超预期系与 Bloomberg 一致预期相比)

图表40: 公司运动品牌客户库存周转天数及同比变化 (天)

	库存周转天数同比变化			库存周转天数 (天)			产品库存及供应链管理策略
	2025/5/31	2025/8/31	2025/11/30	2025/5/31	2025/8/31	2025/11/30	
Nike	1	-8	-8	102	104	97	截至2025年11月末, 公司库存同比下降3%至77亿美元, 目前北美、EMEA市场已经回归正常, 大中华区、部分亚太地区以及匡威业务库存问题仍需解决。
Adidas	2	11	16	154	158	157	公司存货水平有所增长, 主要系: 1) 去年库存基数太低; 2) 公司积极备货世界杯相关货品。
Puma	-6	-2	12	152	165	162	截止2025年9月末公司库存周转天数162天, 同比+12天, 我们判断主要系销售收入表现承压。
VF	18	-13	-10	209	146	130	公司积极清理vans库存, 为推出新品奠定基础。
UA	9	-2	0	160	138	134	FY2026Q2 (截至2025/12/31) 库存周转天数同比持平为134天。公司在FY2025财年开始缩减25%的SKU, 目前已经完成, 未来计划在SKU和款式上更高效。

资料来源: Wind, Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所

### 3.3 其他休闲客户: 品类丰富, 份额具备持续提升空间

公司合作的其他休闲品牌客户包括 **Levis**、**GAP**、**VS** 等, 主要合作品类包括牛仔服、毛衣、贴身内衣等。我们判断公司大部分休闲品牌客户份额持续提升, 有望驱动中长期订单增长。

休闲服饰品牌赛道整体终端景气相对稳定, 公司通过产品拓展带来订单协同效应, 有望持续提升所占休闲客户采购份额。1) 公司积极拓展产品细分品类, 例如公司毛衣分部从上装拓展至裙子及裤子等下装产品, 从传统毛衣提升至适合运动的性能毛衣, 步入多元化之扩张轨道, 2023年毛衣分部取得创纪录的业绩。凭借公司运动服分部发展带来的协同效应, 毛衣分部亦扩大了其客户群, 推动销售额的进一步增长。2) 在原有订单基础上, 公司凭借供应链的快速反应能力亦获得额外追加订单。由于品牌客户的采购策略转向小批量订单, 部分热门产品系列脱销或库存水平较低, 品牌客户需要不断追加额外订单, 以满足市场对运动、毛衣及休闲产品的需求。

图表41: 公司休闲品牌客户 (迅销集团、GAP、Levis、H&M、VS) 单季度收入 YOY

		单季度收入YOY								
迅销集团	2023/11/30	2024/2/29	2024/5/31	2024/8/31	2024/11/30	2025/2/28	2025/5/31	2025/8/31	2025/11/30	
	13%	5%	13%	17%	10%	13%	7%	7%	15%	
GAP	2023/10/28	2024/2/3	2024/5/4	2024/8/3	2024/11/2	2025/2/1	2025/5/3	2025/8/2	2025/11/1	
	-7%	1%	3%	5%	2%	-3%	2%	0%	3%	
Levis	2023/11/26	2024/2/25	2024/5/26	2024/8/25	2024/12/1	2025/3/2	2025/6/1	2025/8/31	2025/11/30	
	3%	-8%	8%	0%	12%	-2%	0%	2%	-4%	
H&M	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29	2024/5/31	2024/8/31	2024/11/30	2025/2/28	2025/5/31	
	6%	6%	0%	-2%	3%	-3%	-1%	3%	-5%	
VS	2023/10/28	2024/2/3	2024/5/4	2024/8/3	2024/11/2	2025/2/1	2025/5/3	2025/8/2	2025/11/1	
	-4%	3%	-3%	-1%	6%	1%	0%	3%	9%	

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

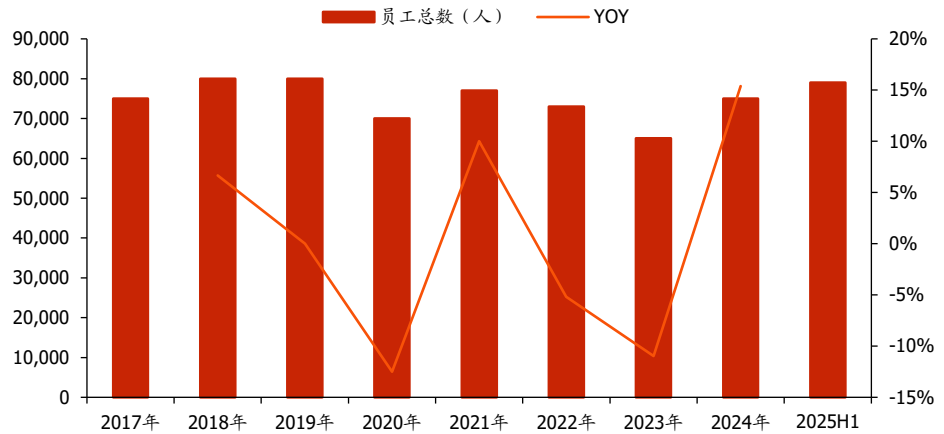
## 4. 产能: 延展一体化产业链, 后续产量扩张、稳健释放

### 4.1 短期成长性较好: 积极招聘, 2025 年迎来产能释放

**产能规模:** 公司年产成衣超过 4.7 亿件, 2024 年以来持续扩展员工人数以增加产能。从员工数量我们可以直观看到, 过去公司业务规模基本跟随着行业环境的变化而灵活波动: 2019 年公司业务规模同比基本稳定, 2020 年内迅速缩减, 2021 年伴随着经营环境的改善又迅速补充招工, 2022H2 至 2023 年内人员规模又再次缩减, 2024 年以来我们判断恢复快速增长, 有望持续助力 2025 年、2026 年以来的高效生产。

- **2024 年下游订单恢复健康增长, 公司快速反应、进行招聘以补充产能, 人力短缺问题在 2024H1 已经基本得到解决:** 2024Q1 起公司迅速进行招工, 优化生产规划及调度, 并进行大量针对性招聘工作, 人员补充率亦自第二季度起大幅提升。但由于培训需要时间, 新增的人手于 2024 年上半年带来的贡献相对有限。
- **2024H2~2025H1 新招聘工人效率逐步爬坡并贡献增量, 同时带动利润率的提升。** 随着 2024H2 以来产能规模提升, 我们判断公司营运效率有望预计将随产量增加而提升, 正向经营杠杆作用下利润率有望逐步提高。
- **综合考虑公司产能扩张进度及订单情况, 我们估计公司 2025~2026 年产量 CAGR 有望达到高单位数, 匹配公司业务规模增长。**

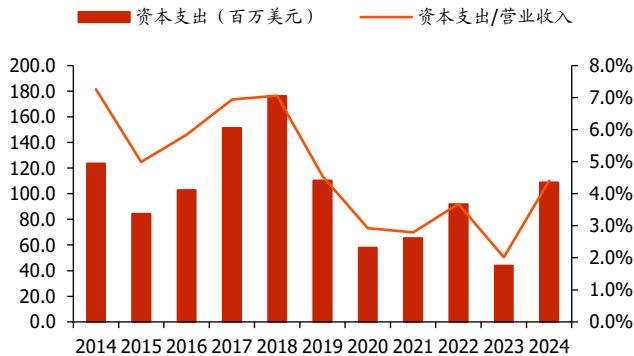
图表42: 公司员工人数变化(人)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

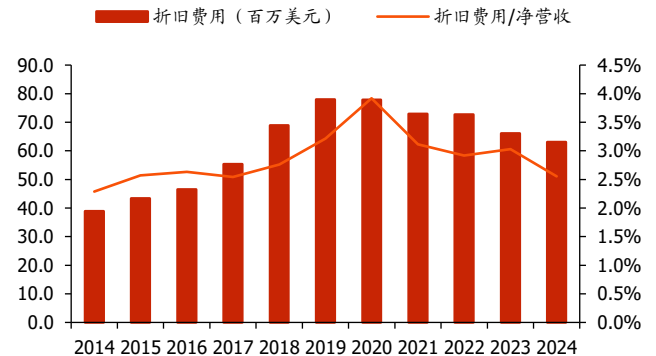
在财务表现方面, 由于 2024 年以来公司重新启动产能扩张, 我们估计后续资本开支预计短期增加。1) 2019 年以前公司处于产能快速扩张周期, 资本支出比例较大、折旧费用逐年增加。2) 在 2020~2023 年内公司用于产能规模扩张的支出有所下降, 我们判断主要系在波动的经济环境中公司以运营稳健为经营核心。3) 2024 年以来公司继续迈入产能健康增长的阶段, 同时招聘新员工, 后续有望持续贡献业务规模增量, 2024 年公司资本支出为 1.1 亿美元, 约为同期营收的 4.4% (较此前几年有明显提升), 全年折旧 0.6 亿美元, 约为同期营收的 2.6%。我们估计后续伴随着公司快速扩张产能, 前期布料工厂建设时资本开支预计较多, 后续成衣工厂扩张资本投入则相对较轻, 目前账上资金储备充裕、有望支持未来长期业务可持续发展。

图表43: 2014-2024 年公司资本支出及占营业收入比例(百万美元)



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表44: 2014-2024 年公司折旧费用及占营业收入比例(百万美元)



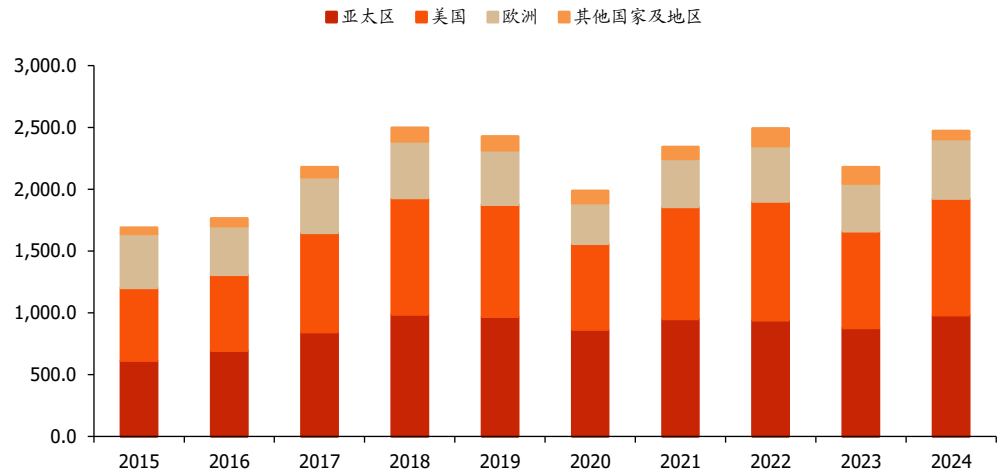
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

## 4.2 国际化产能布局: 匹配全球订单业务需求

公司面向全球订单需求, 包括美国、欧洲、日本等。1) 早期公司以欧洲、美国订单为主, 后续将业务拓展至日本等地区, 近年来公司亚太地区订单规模体量整体保持平稳, 而欧洲、美国在经历了 2019~2020 年间的规模收缩后迎来稳健修复。2) 从当前分地区占比

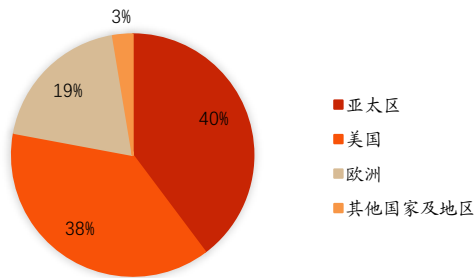
来看，2024 年公司亚太区（主要包括日本、中国及南韩）/美国/欧洲（主要包括法国、德国、荷兰、英国）/其他国家及地区订单占比分别为 40%/38%/19%/3%。

图表45: 2015-2024 年公司分地区营业收入（百万美元）



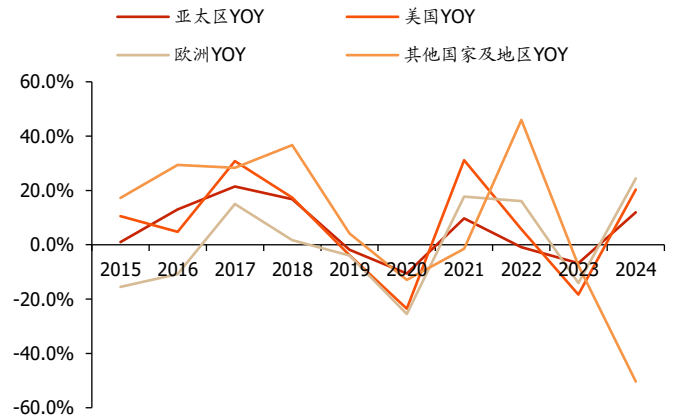
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表46: 2024 年公司分地区营业收入占比



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

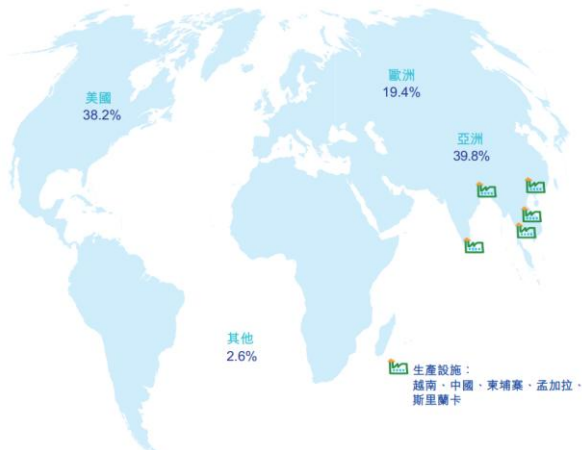
图表47: 2015-2024 年公司分地区营业收入 YOY



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

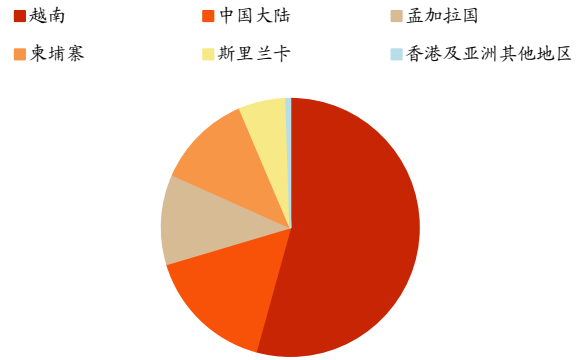
为满足来自全球各地的订单需求，公司较早开始建设海外工厂，并在当下形成了国际化的产能布局。据公司官网，早在 1970s 公司便开始海外工厂布局，2000s 在越南及孟加拉国建设工厂，2010s 在柬埔寨建设工厂，截至 2024 年末，公司在越南、中国、孟加拉国、柬埔寨、斯里兰卡的员工占比分别达到 54.3%/16.1%/11.3%/11.9%/5.9%。

图表48: 公司需求端、供给端均布局国际化



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表49: 2024年末公司分地区雇员人数占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.3 共创业务模式与一体化产业链：积极布局上游，参与产品研发

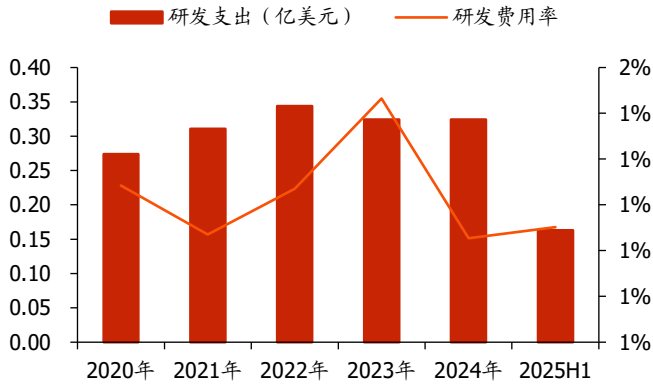
传统服饰制造商以 **OEM** 为主，负责环节仅包括产品的生产制造。而公司的共创业务模式使得公司能够同时深度参与前期的产品开发与设计、后期的仓储物流环节，与客户形成深度的绑定关系，同时形成较强的订单话语权。

**1、产品设计与开发：**1) 公司针对不同品类设立四个研发中心，分别位于中国东莞（休闲服及毛衣）、越南（运动服及户外服）、两处位于中国中山（内衣、牛仔服），形成研发设计与下游生产制造环节的深度匹配。在人才方面，公司建设完善包括从事产品开发与技术提升，包括布料、服装结构与式样领域的设计及技术人才，团队建设相对完备。2024年公司研发开约 32.4 百万美元，占同期公司收入的 1.3%。2) 通过对于行业趋势及市场风格的分析，公司能够有效参与开发设计并为品牌商提供相关的服务，在缩短产品设计生产周期的同时，以此形成客户关系的深度绑定。

**2、原材料采购与生产：**公司具备全球化采购能力，并能够发挥在采购方面的订单规模优势，以此实现成本节约。通过共创业务模式，公司灵活参与早期产品设计与订单确认，并对订单原材料选择及采购具备一定的主动权。

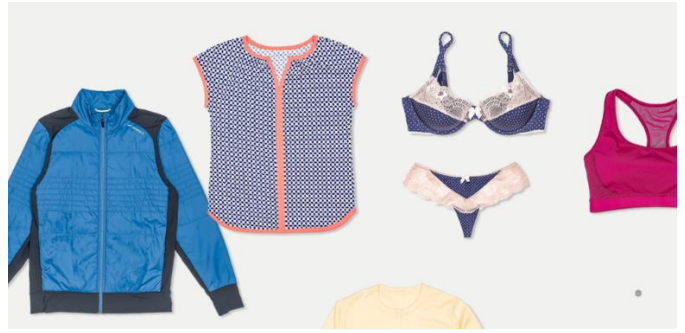
**3、物流及交货：**公司为客户提供 VMI 模式（供货商管理库存系统），通过数据共享系统积极监控客户仓库的存货水平并送货以将客户存货补充至适当水平，同时优化自身存货。

图表50: 2020-2025H1 研发费用及费用率 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表51: 公司核心产品品类 (运动及户外服、休闲服、贴身内衣、针织服等)

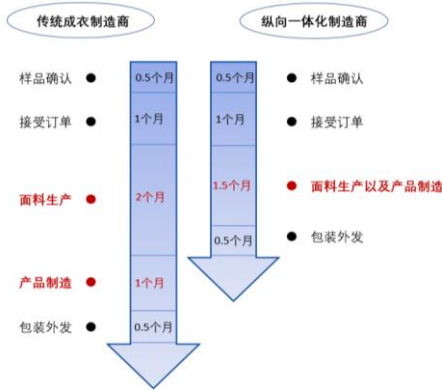


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

近年来公司开始投资整合上游面料工厂，一体化垂直产业链逐渐完善，上游面料自产占比提升。公司持续投资于垂直上游整合与智能制造，2021 年及 2022 年内分别收购越南及孟加拉国的面料工厂，2023 年积极推进面料工厂的创新与升级。据公司公告，未来公司预计将不断加大布料产量，同时提高使用自产布料制造成衣的比例。随着自有布厂的成熟度提升以及布厂与制衣工厂之间的紧密合作，有望促进公司休闲服及运动服业务的市场拓展。独立垂直化产业链的优势主要在于：

- 生产周期相对较短，能够快速响应订单需求，符合当前品牌商的供应链需求趋势。
  - 1) 品牌商在经历库存周期后更加注重供应链柔性化，对于快反、补货供应的需求在提升。
  - 2) 对于制造商而言，独立的、垂直一体化的工序模式在生产中能够减少物料衔接时间，相较于传统成衣制造模式而言，能够有效缩短生产周期（主要体现在产品设计及面料生产阶段），进而提升产品供应能力。公司持续专注升级及实施自动化，使其更具灵活性以满足客户更具挑战性要求的订单，据公司公告，公司从织片裁剪至运送制成品的生产流程一般约为 35~45 天。
- 节约成本，便于原材料的批量采购。一体化生产能够带来一定的物流成本的节约，同时降低单位固定生产成本，这与公司的共创业务模式需求互相匹配，且我们判断中长期有望助力公司盈利水平的提升。
- 利于产品和面料创新，并形成对下游客户的深度绑定，加强产业链话语权。公司致力于利用其完备产品线及共创业务模式，尤其是印花技术及专长于女装的优势，抓住市场复苏的机遇，提高市场渗透率。

图表52: 传统成衣制造与纵向一体化制造商生产周期对比



资料来源: 国盛证券研究所绘制, 国盛证券研究所

图表53: 纺织服装制造公司产业链覆盖范围(晶苑国际逐渐向上游布局产业链条)

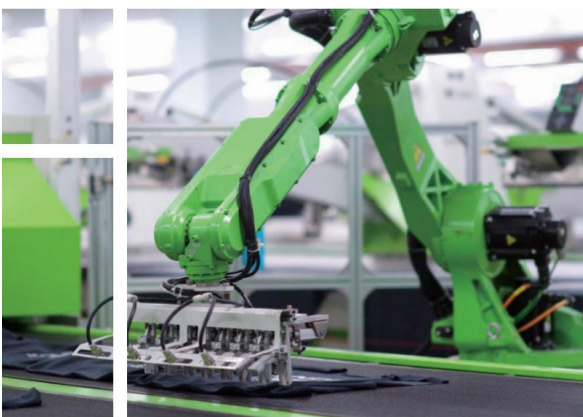
	棉花种植/加工	纺纱	织布	染整	成衣制造
中洲国际			●	●	●
健盛集团			●	●	●
鲁泰A	●	●	●	●	●
联发股份		●	●	●	●
新野纺织	●	●	●		
天虹纺织		●	●	●	●
百隆东方		●			
华孚时尚	●	●			
晶苑国际			●	← ●	●
维珍妮					●

资料来源: Wind, 国盛证券研究所绘制, 国盛证券研究所

#### 4.4 自动化与智能化: 坚持长期主义建设, 生产效率持续提升

公司坚持长期主义建设, 持续挖掘生产流程中提升自动化、智能化的机会, 助力高效生产。1) 公司越南基地的布厂、针织工厂、牛仔服工厂均致力于发掘生产系统中的自动化机会并持续优化。例如, 公司针织团队研发中心 2023 年起已在越南、柬埔寨、孟加拉的针织工厂引入机器及机械人超过 300 台; 越南布厂计划全面建设、翻新以引入全生产流程的自动化系统。2) 得益于全系统自动化水平的提高, 我们判断近年来工厂经营效率持续得到提升, 据公司公告, 2024 年基本款 T 恤生产时间较 2020 年减少 34% (2023 年的生产时间较 2020 年减少 15%, 生产效率逐年改善); 同时, 公司能够通过数据监控客户仓库存货水平, 以进行灵活调整与补充, 同时优化存货。

图表54: 公司提升生产自动化水平



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表55: 公司现代化中心自动化 T 恤制造相关机械设备

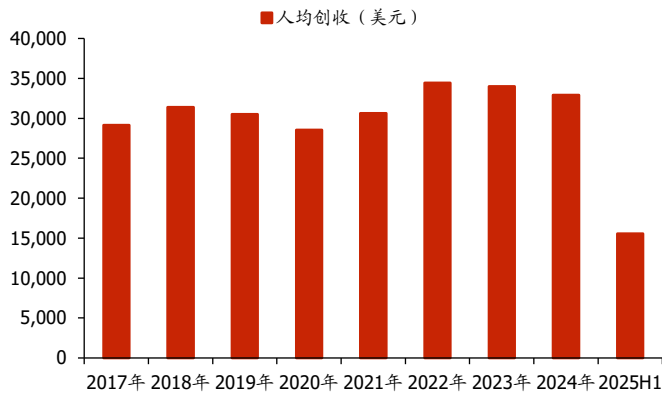


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

员工培训机制完善, 针对不同人员进行差异化培训, 以促进管理及生产效率的提升。作为劳动密集型行业, 对一线员工的管理水平中长期决定了公司业务规模及经营效率。公司为一线员工提供生产培训、为主管及前线生产管理人员提供管理技能培训, 2020-2024 年公司员工人均创收分别为 2.85/3.06/3.44/3.40/3.29 万美元, 整体基本呈现稳健上升

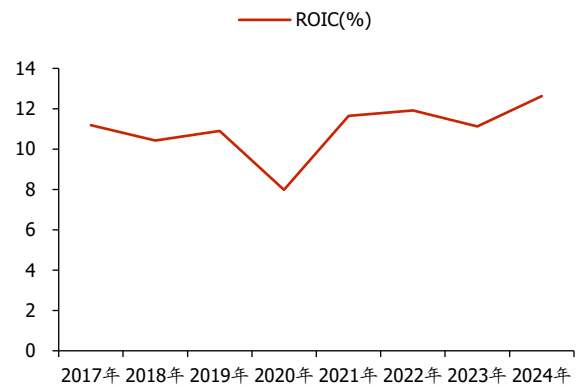
态势，我们判断主要系：1) 2020及2022年间公司灵活调整员工数量，以实现成本的有效管控；2) 老员工熟练度及生产效率稳中有升。

图表56: 2017-2025H1 公司人均创收 (美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表57: 2017-2024 年公司 ROIC



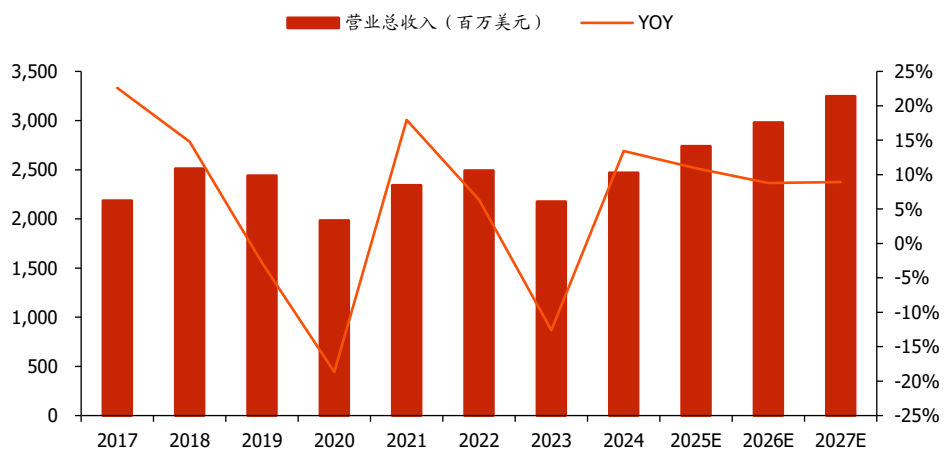
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 5. 财务分析与盈利预测

**营业收入:** 我们判断未来在产能扩张+品类订单丰富的驱动下，2025~2027年公司收入CAGR有望达到高单位数~10%左右。

**2024年起公司开始迈入规模稳健增长、盈利质量提升的阶段。**行业下游补库需求带动订单释放+公司产能扩张效果有所显现，2024年公司收入达到24.7亿美元，同比增长13.4%；净利润达到2.0亿美元，同比增长22.6%。2025H1公司收入同比+12%至12.3亿美元，净利润同比+17%至0.98亿美元。

图表58: 2017-2027E 营业总收入、YOY及预测 (百万美元)

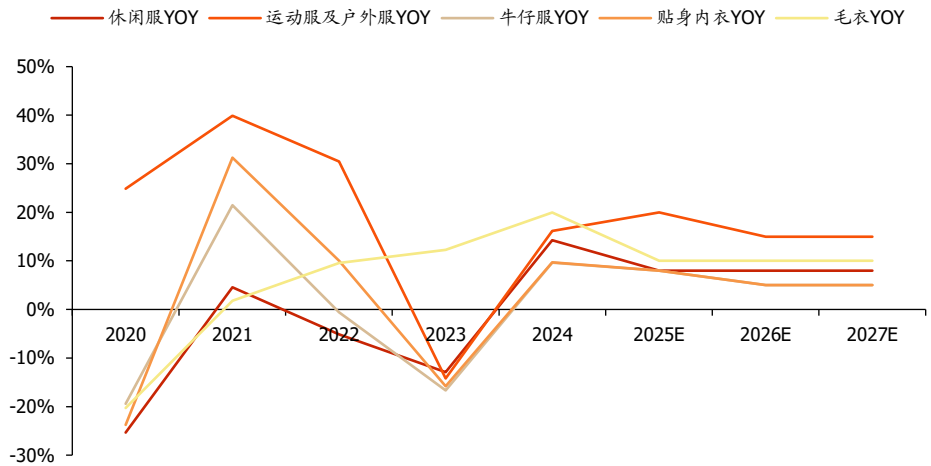


资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

➢ **分品类来看:** 自从公司进驻运动赛道之后，运动服及户外服品类业务规模快速扩张，2020~2024年公司运动服及户外服品类销售收入同比分别增长24.9%/39.9%/30.5%/-14.2%/+16.1%。从当前品类占比来看，2025H1休闲服占比28%/运动服及户外服占比26%/牛仔服占比21%/贴身内衣占比17%/毛衣占比9%，我们判断未来运动户外品类占比有望继续提升。

在产能驱动和品类扩张的共同带动下，我们预计未来公司收入有望保持稳健快速增长。我们预计 2025-2027 年公司收入分别为 27.4/29.8/32.5 亿美元，同比分别 +11%/+9%/+9%。其中估计运动服及户外服业务收入快速增长（得益于公司持续开拓并深化与运动客户的订单合作）、品类份额有望持续提升。

图表59: 2020-2027E 分业务收入增速预测

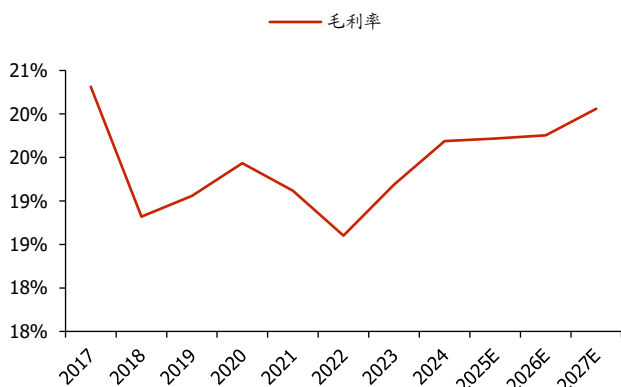


资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

**盈利质量:** 伴随着产业链效率+订单结构优化, 估计未来公司盈利质量预计平稳有升。

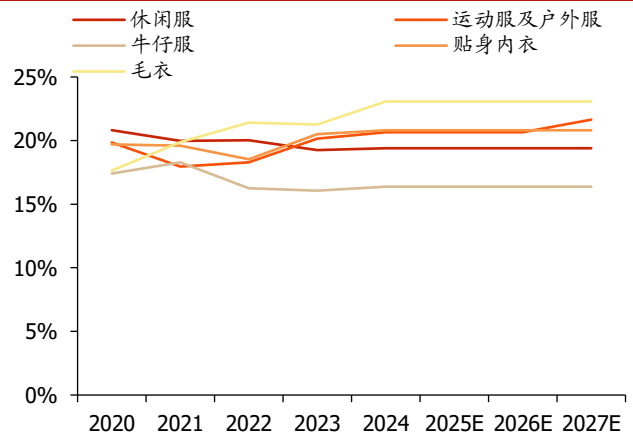
- 近年来积极延伸一体化产业链, 并通过自动化程度提升优化产能效率, 2022~2024 年毛利率分别为 18.6%/19.2%/19.7%, 净利率分别为 7.0%/7.5%/8.1%。我们判断未来公司盈利质量有望进一步提升, 预计 2025~2027 年毛利率分别为 19.7%/19.8%/20.1%。
- 分品类来看: 过去得益于产品系列的丰富, 公司毛衣品类毛利率持续走高, 从 2020 年的 17.6%提升至 2024 年的 23.1%; 与此同时, 伴随着业务规模的增长, 运动服及户外服毛利率从 2020 年的 19.9%缓慢提升至 20.6%, 预计后续有望在规模效应作用下进一步抬升。

图表60: 2017-2027E 公司毛利率及预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

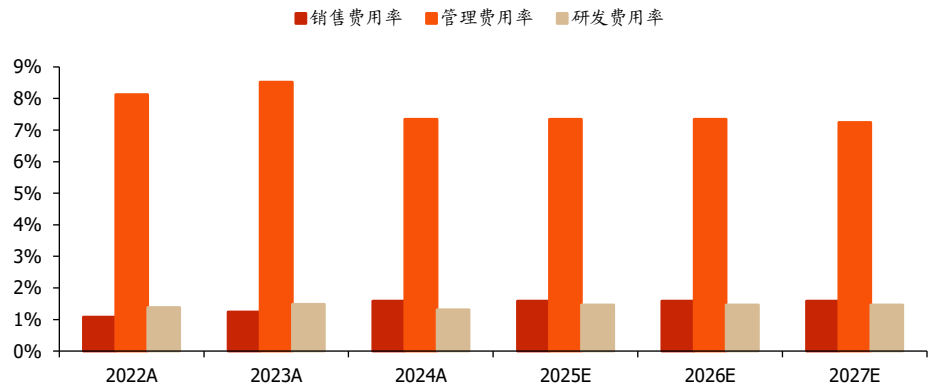
图表61: 2020-2027E 公司分品类毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

**费用率：**我们假设未来公司费用率保持平稳，预计2025年销售费用率/管理费用率/研发费用率分别为1.6%/7.3%/1.5%。

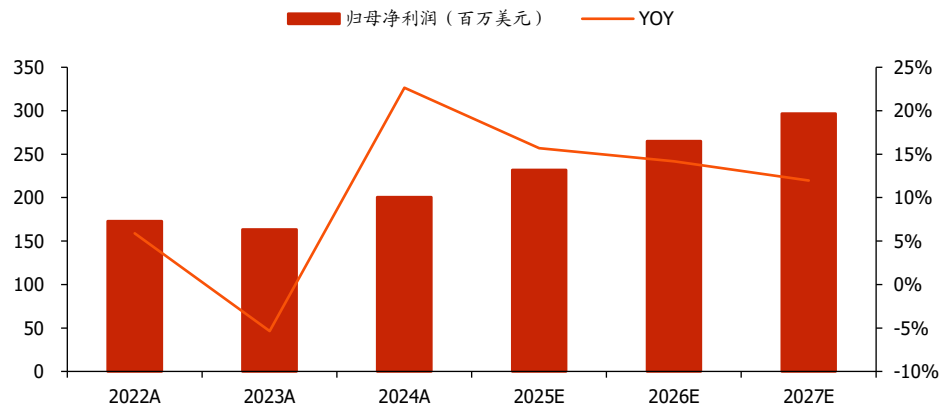
图表62: 2022-2027E公司销售/管理/研发费用率及预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

综合以上，在收入增长+盈利质量提升的共同作用下，过去公司归母净利润实现快速增长，我们判断未来趋势有望持续，预计2025~2027年公司归母净利润分别为2.32/2.65/2.97亿美元，同比分别增长15.7%/14.2%/12.0%，利润增速预计持续快于收入。

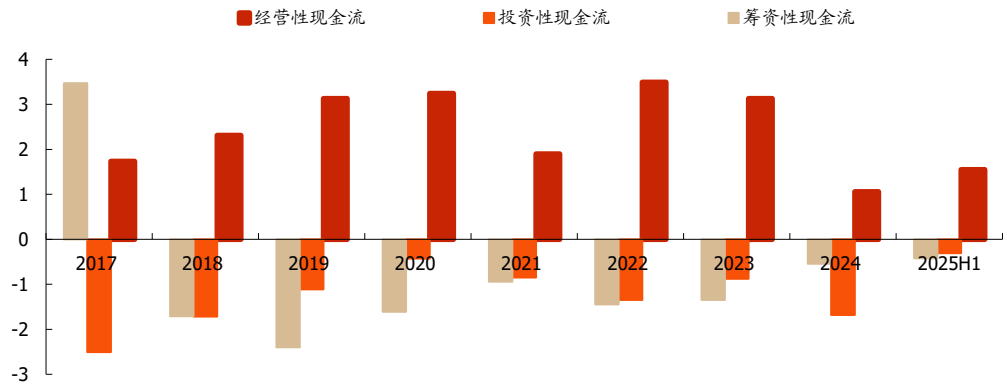
图表63: 2022-2027E公司归母净利润、YOY及预测(百万美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

**现金流：**考虑公司产能扩张进度，我们预计前期布料工厂建设时资本开支预计较多，后续成衣工厂扩张资本投入则相对较轻，过去公司现金流管理良好，2025H1末公司账上现金及现金等价物超过5亿美元，我们判断资金储备充裕、有望支持未来长期业务可持续发展。

图表64: 2017-2025H1 公司经营性/投资性/筹资性现金流量净额 (亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

## 6. 估值与投资建议

**绝对估值:** 按照 DCF 模型 FCFF 估值法, 假设永续增长率为 0.5%、市场预期收益率为 8%、无风险利率为 2%、β 值为 1.2, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 得出合理股价区间 9.15~9.57 港元。

图表65: 敏感性分析 (港元)

WACC \ 永续增长率	8.60%	8.80%	9.00%	9.20%	9.40%	9.60%	9.80%
0.35%	9.85	9.65	9.46	9.27	9.10	8.93	8.77
0.40%	9.88	9.68	9.48	9.30	9.12	8.95	8.79
0.45%	9.91	9.71	9.51	9.33	9.15	8.98	8.81
0.50%	9.94	9.74	9.54	<b>9.35</b>	9.17	9.00	8.84
0.55%	9.98	9.77	9.57	9.38	9.20	9.02	8.86
0.60%	10.01	9.80	9.60	9.41	9.22	9.05	8.88
0.65%	10.04	9.83	9.63	9.43	9.25	9.07	8.90

资料来源: 国盛证券研究所测算

**相对估值:** 1) 当前价格对应 2025~2027 年 PE 分别为 11.7/10.3/9.2 倍, 低于可比公司对应 PE 均值 (14.1/12.7/11.3 倍)。2) 考虑到公司是休闲服饰制造赛道龙头, 积极拓展运动及户外服饰业务, 市占率有望继续提升, 我们认为其在行业内具备良好的竞争力, 综合考虑业绩预期, 我们认为公司合理股价区间 9.15~9.57 港元, 对应 2026 年 PE 为 12.6~13.2 倍。

图表66: 可比公司估值表 (股价截至 2026/2/6)

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				PE		
			2024A	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
2232.HK	晶苑国际	212.2	2.0	2.3	2.6	3.0	11.7	10.3	9.2
2313.HK	申洲国际	954.5	62.4	64.7	74.5	82.9	13.1	11.4	10.3
300979.SZ	华利集团	588.3	38.4	32.5	39.1	44.6	18.1	15.1	13.2
603558.SH	健盛集团	41.5	3.2	3.8	3.6	4.0	11.1	11.7	10.4
可比公司平均							14.1	12.7	11.3

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所测算

注: 晶苑国际、申洲国际市值为亿港元 (汇率为 1 港元=0.89 人民币元), 晶苑国际归母净利润为亿美元 (汇率为 1 美元=7.81 港元), 其他数据单位为亿人民币元

**综合考虑盈利预测与估值水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。**1) 我们综合预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 2.32/2.65/2.97 亿美元, 同比分别增长 15.7%/14.2%/12.0%, 利润增速预计持续快于收入。2) 当前价格对应 2026 年 PE 为 10.3 倍。我们认为公司合理股价区间 9.15~9.57 港元, 对应 2026 年 PE 为 12.6~13.2 倍, 空间 23%~29%。3) 结合 DCF 模型及公司相对估值水平, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

## 风险提示

**产能扩张风险。**公司坚持产能扩张, 倘若资产建设表现不及预期, 或影响公司业绩表现。

**行业竞争加剧风险。**倘若行业竞争加剧、影响公司市占率表现, 或影响公司收入及利润。

**经济环境及订单波动风险。**公司下游客户为品牌商, 倘若行业终端经济波动, 或影响公司订单, 进而影响公司业务表现。

**测算误差风险。**本文盈利预测部分数据系测算, 存在测算误差风险。

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com