

超盈国际控股(02111)

报告日期: 2026年02月23日

弹性化纤面料龙头，东南亚产能拓展加码

——超盈国际控股深度报告

投资要点

□ **全球弹性化纤面料龙头制造商**，于1994年创立，以内衣织带业务起家，03年切入内衣弹性织物面料市场，12年切入运动市场打造第二成长曲线，并于东南亚进行海外产能布局。受益于户外弹性服饰高景气度，公司以全球化产能布局+强大研发创新能力逐步提升运动品牌订单份额，增长潜力巨大。

□ **全球弹性面料龙头，切入运动服装面料打造发展新动能**

公司作为全球弹性化纤面料龙头制造商，于1994年创立，以内衣织带业务起家，2003年切入内衣弹性织物面料市场，到2014年港股上市时已成长为全球内衣面料龙头，并开启切入运动服装市场打造第二成长曲线。

2023年运动服装弹性织物面料、内衣弹性织物面料、弹性织带、蕾丝收入占比分别为51.9%/26.7%/19.9%/1.5%，14-23年收入CAGR分别为32%、1%、3%、5%，运动服装弹性面料成为收入增长主引擎。

□ **弹性化纤产业链景气度高，运动服装面料空间广阔**

公司作为弹性服饰面料制造商，处于高景气弹性服饰赛道产业链中游。从上游原材料端来看，锦纶和氨纶产量稳步向上，价格逐渐走低，原料价格下降带来成本端红利，有望进一步打开终端应用场景。从下游客户端来看，受益于弹性面料终端消费需求旺盛，公司凭借全球化产能布局叠加较强的研发创新能力，切入运动品牌客户并逐渐提升份额。

□ **成功切入运动品牌供应链，越南产能持续加码，全球化布局提升竞争力**

注重创新研发，产品具备竞争力，上市以来研发费用率保持2%-3%，拥有300余个专利发明，2011年以来持续获得中国高新技术企业认证，2016年成立超盈技术研究院定期聘请专家对员工进行培训，2018年切入顶尖户外品牌始祖鸟供应链，规模处行业中等水平毛利率净利率均处行业第一梯队，彰显公司重视面料专利创新，研发能力筑深厚护城河。

从客户角度来看，公司深度绑定维密、爱慕、黛安芬等内衣品牌，逐步成长为全球内衣面料龙头，2012年起切入运动服装面料市场，与优衣库、FILA、Lululemon、UA、Nike、Adidas等品牌绑定，以全球化产能布局+强大研发创新能力逐步提升订单份额，未来增长潜力巨大。

从产能布局来看，前瞻性海外布局响应客户偏好，越南产能建设加码。公司在全球有三大生产基地，国内与国外产能保持1:1的均衡配置，目前越南/斯里兰卡的产能占比约为30%/20%，25年启动越南新产能建设，预计项目一期有望提升总设计年产能10%-15%。

□ **盈利预测与估值**

公司作为弹性面料制造商龙头，成立以来凭借强大的制造效率逐步深入绑定维密等内衣品牌龙头，12年切入FILA、Lululemon等运动品牌，东南亚弹性面料产能稀缺，以全球化产能布局+强大研发创新能力逐步提升运动品牌订单份额，未来增长潜力巨大。预计公司25-27年归母净利润分别为6.0/6.5/6.9亿港元，同比分别-2%/+9%/+7%，截止2/23收盘价，对应PE为5.9/5.4/5.1倍，预计公司分红率为50%，对应25年股息率约8.5%，高分红低估值兼具成长性标的，首次覆盖，给予“买入”评级。

□ **风险提示**

全球贸易摩擦，终端需求不及预期，产能拓展不及预期

投资评级: 买入(首次)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 周敏
 执业证书号: S1230525080004
 zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK\$3.39
总市值(百万港元)	3,524.95
总股本(百万股)	1,039.81

股票走势图



相关报告

财务摘要

(百万港元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,061.3	5,075.0	5,506.9	6,042.6
(+/-) (%)	20.49%	0.27%	8.51%	9.73%
归母净利润	608.1	595.8	646.9	693.6
(+/-) (%)	75.29%	-2.03%	8.59%	7.22%
每股收益(港元)	0.58	0.57	0.62	0.67
P/E	5.8	5.9	5.4	5.1

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 公司简介：全球弹性面料制造龙头，积极拓展运动客户	6
1.1 发展历程：内衣面料起家，积极拓展运动面料业务	7
1.2 股权结构集中，高管团队从业经验丰富	8
1.3 财务分析：运动弹性面料收入迅速增长，利润率恢复向上	9
2 户外高景气度，弹性面料产业链朝气蓬勃	12
2.1 客户端：弹性服饰赛道景气度高，头部品牌加速入局	12
2.2 采购端：化纤产业供应链完备，技术创新与规模化生产提供保障	14
3 竞争优势：切入运动品牌客户打造新动能，海外布局优势凸显	16
3.1 重视面料专利创新，研发能力筑深厚护城河	16
3.2 前瞻布局海外供应链，提升综合竞争力	18
3.3 内衣品牌客户长久深入合作，切入运动品牌客户打造新动能	20
4 盈利预测：运动弹性面料空间广阔，稳健增长可期	22
4.1 盈利预测：运动服装弹性面料成为增长主引擎	22
4.2 估值及投资建议：估值具备性价比，股息率 9%	23
5 风险提示	25

图表目录

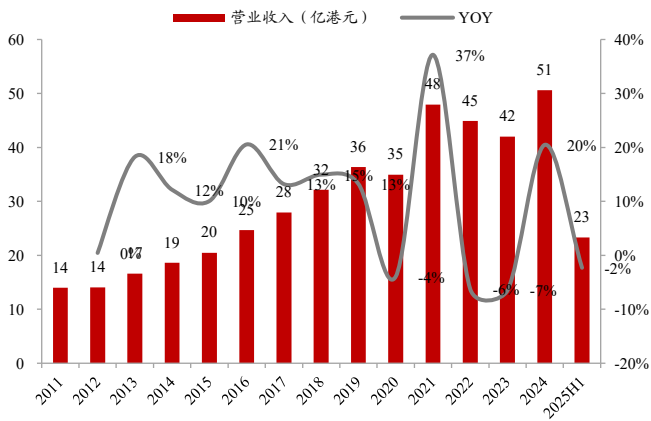
图 1: 2011-2025H1 年公司收入情况 (单位: 亿港元)	6
图 2: 2011-2025H1 年公司利润情况 (单位: 亿港元)	6
图 3: 公司产品主要包括运动服装弹性面料、内衣弹性面料、弹性织带以及蕾丝	7
图 4: 公司主要合作品牌客户	7
图 5: 前五大客户销售占比稳定 40%	7
图 6: 超盈国际发展历程	8
图 7: 公司股权结构 (截止 2025 年中报)	8
图 8: 运动服装板块占收入比重逐渐提升	10
图 9: 海外收入比重逐渐提升 (单位: 百万港元)	10
图 10: 内衣业务贡献高毛利率	10
图 11: 毛利率、净利率保持在较高水平	10
图 12: 超盈国际控股与可比公司毛利率、费用率及净利率对比	11
图 13: 人均创收能力对比 (单位: 万港元/人)	11
图 14: 人均盈利能力对比 (单位: 万港元/人)	11
图 15: 全球运动服市场规模及增速	12
图 16: 全球内衣市场规模及增速	12
图 17: 全球瑜伽服市场规模及增速	12
图 18: 中国防晒服市场规模及增速	12
图 19: 消费者更多关注内衣产品舒适性和面料材质	13
图 20: 健身及户外场景催生产品功能性	13
图 21: 主要品牌客户营收及增长情况 (单位: 亿港币)	13
图 22: 优衣库推出 AIRism 系列弹性防晒衣	14
图 23: FILA 推出高弹轻练套装并针对女性运动场景营销推广	14
图 24: 锦纶 6 产量趋于稳定	14
图 25: 锦纶 6 市场价格走低	14
图 26: 国内氨纶产量略有上升 (单位: 吨)	15
图 27: 氨纶市场价格走低	15
图 28: 2017 年公司投入高额资金扩张产能	16
图 29: 公司先进生产设施	16
图 30: 研发费用率处于行业较高水平	17
图 31: 2008 年至今公司共公告 320 个专利发明	17
图 32: 2016 年获评中国高新技术企业	17
图 33: 研发团队 150 人, 成立技术研究院	17
图 34: 供货顶尖户外品牌始祖鸟, 功能性面料研发能力突出	17
图 35: 14-24 年弹性织物面料产能 CAGR 达 17.1%	18
图 36: 2014-2024 员工数量 CAGR 达 11.4%	18
图 37: 越南义安省委常委委员会通过公司越南义安新项目	19
图 38: 东南亚国家纺织品出口额呈现增长趋势 (单位: 百万美元)	20
图 39: 下游成衣加工厂纷纷进行海外布局	20
图 40: 与内衣客户合作年限长, 新进入运动服装市场增长潜力大	20
图 41: 合作运动品牌 25 年全球运动服饰市场份额及排名	21
图 42: 合作内衣品牌 25 年全球内衣市场份额及排名	21

图 43: 超盈国际控股上市以来总市值与 PE 表现 (单位: 亿港元、倍)	23
图 44: 超盈国际控股 2024 年分红率达 50%, 对应 25 年股息率达 8.5%	24
表 1: 董事会和高管团队介绍	9
表 2: 超盈国际控股及其可比公司收入与增速对比 (单位: 亿港元)	9
表 3: 锦纶 66 和锦纶 6 性能对比	15
表 4: 面料公司中, 超盈收入规模居中, 毛利率净利率均为第一梯队	18
表 5: 公司全球化产能分散布局	19
表 6: 越南、斯里兰卡人力成本显著低于中国	20
表 7: 公司来自前两大客户的收入情况 (单位: 百万港元)	21
表 8: 超盈国际控股收入拆分以及预测 (单位: 百万港元)	22
表 9: 超盈国际控股盈利预测	23
表 10: 可比公司估值 (截止 2026/2/5 市值)	24
表附录: 三大报表预测值	26

1 公司简介：全球弹性面料制造龙头，积极拓展运动客户

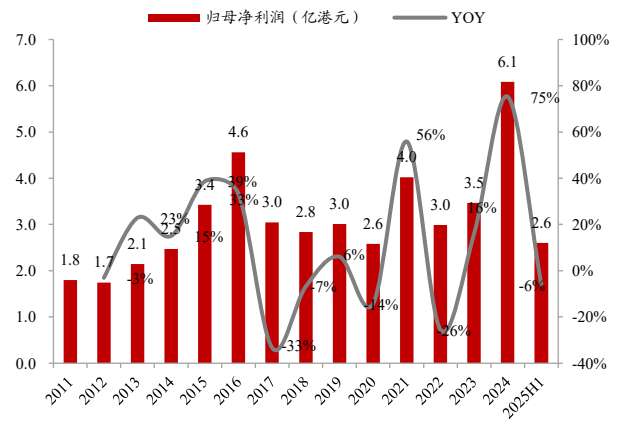
公司作为全球领先弹性面料和女性内衣物料制造商，深度绑定头部内衣和运动品牌，前瞻性全球化产能布局，运动服装面料成为增长主引擎。1994年公司于广东东莞成立，以织带业务起家，随后逐步成长为全球内衣物料制造商龙头，2014年于联交所上市后切入运动服装赛道，主营产品从女性内衣物料织带、内衣弹性面料、蕾丝，向运动服装弹性织物面料拓展，打造增长新引擎，2016年起布局劳动力成本更低的越南和斯里兰卡海外生产基地，响应品牌客户需求。2024年公司实现收入51.6亿港元（同比+20.5%），归母净利润6.1亿港元（同比+75.3%），公司业绩快速反弹。2025H1受关税影响公司收入/归母净利润分别同比-2.3%、-6.1%至23/2.6亿港元。

图1：2011-2025H1年公司收入情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：2011-2025H1年公司利润情况（单位：亿港元）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公司主营产品为弹性织物面料、弹性织带、蕾丝，2014年切入运动服装赛道，弹性面料成为收入增长主引擎。2014年之前主营产品为女性内衣物料，包括弹性织物面料、织带和蕾丝，2014年逐步切入运动服饰赛道，主营产品向运动服饰面料拓展。24年公司实现收入51亿港元，其中运动服装弹性织物面料、内衣弹性织物面料、弹性织带、蕾丝的收入分别为28.1/12.1/9.9/0.6亿港元，占比分别为55%/24%/19%/1%，2014年-2024年收入CAGR分别为31%、2%、5%、4%，受益于户外弹性服饰高景气度，运动服装弹性织物面料成为公司收入增长主引擎。

图3: 公司产品主要包括运动服装弹性面料、内衣弹性面料、弹性织带以及蕾丝

公司收入分产品拆分 (单位: 百万港元)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	14-24CAGR
弹性织物面料	1198	1261	1526	1768	2149	2641	2661	3623	3439	3301	4014	13%
YOY	11%	5%	21%	16%	22%	23%	1%	36%	-5%	-4%	22%	
占比	64%	62%	62%	63%	67%	73%	76%	76%	77%	79%	79%	
运动服装	184	301	456	797	940	1247	1696	2439	2146	2180	2806	31%
YOY		64%	51%	75%	18%	33%	36%	44%	-12%	2%	29%	
占比	10%	15%	18%	29%	29%	34%	49%	51%	48%	52%	55%	
内衣	1014	960	1071	971	1209	1394	965	1184	1293	1121	1209	2%
YOY		-5%	12%	-9%	24%	15%	-31%	23%	9%	-13%	8%	
占比	54%	47%	43%	35%	38%	38%	28%	25%	29%	27%	24%	
弹性织带	620.8	713.6	832.5	941.6	946.9	910.2	749.0	1080.2	977.6	834.3	985.7	5%
YOY		10%	15%	17%	13%	1%	-4%	-18%	44%	-10%	-15%	18%
占比	33%	35%	34%	34%	29%	25%	21%	23%	22%	20%	19%	
蕾丝	42	74	110	86	117	87	84	90	76	65	61	4%
YOY		111%	76%	49%	-22%	37%	-26%	-3%	6%	-15%	-15%	-6%
占比	2%	4%	4%	3%	4%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	



资料来源: 公司公告, 公司官网, 浙商证券研究所

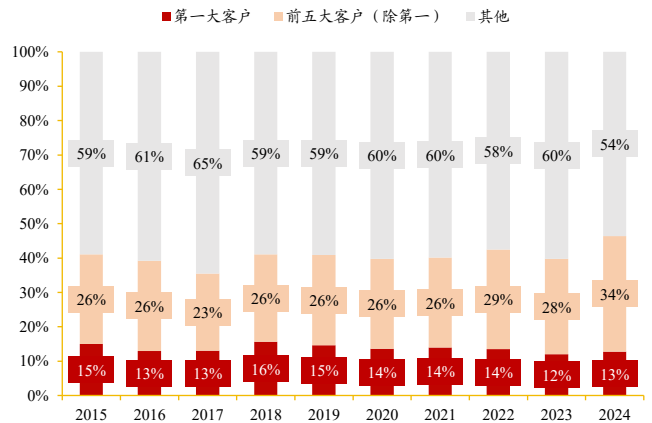
公司深度绑定头部内衣品牌客户, 新拓运动品牌客户成为增长新动能, 客户集中度有充分提升空间。从客户类别来看, 深入绑定头部内衣品牌, 切入运动品牌客户逐渐放量, 公司以内衣物料制造起家, 从2004年起与维密、M&S、PVH等品牌开启深度合作, 2016年起切入运动服装赛道, 进入优衣库、斐乐、lululemon、UA等知名品牌供应链; 从客户集中度来看, 2024年第一大客户销售额占比13%, 前五大客户占比为46%, 头部客户集中度尚有较大提升空间。

图4: 公司主要合作品牌客户



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图5: 前五大客户销售占比稳定40%



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

1.1 发展历程: 内衣面料起家, 积极拓展运动面料业务

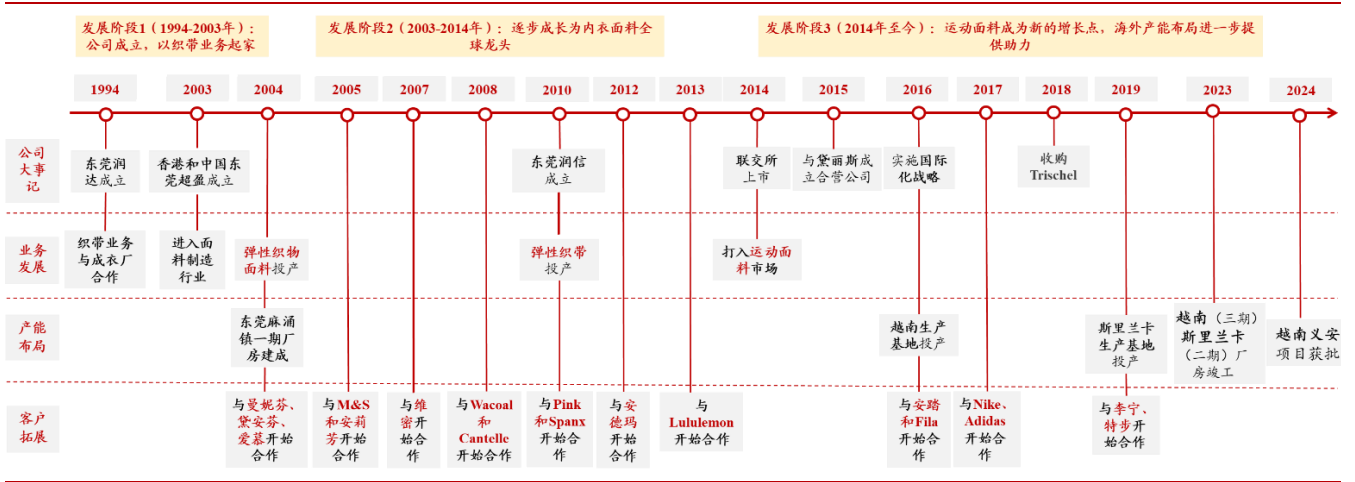
公司发展分为三个阶段, 1994年创立之处以内衣织带业务起家, 2003年切入内衣弹性织物面料市场, 到2014年港股上市时已成长为全球内衣面料龙头, 并开启切入运动市场打造第二成长曲线。

1) 第一阶段(1994-2003年): 公司成立并开始从事织带业务。1994年, 东莞润达成立, 即东莞润信的前身, 1994-2003年, 公司以织带业务为主, 通过与成衣厂合作和开发客户的方式开拓内衣市场。

2) **第二阶段（2003-2014年）：专注女性内衣市场，逐步成长为内衣面料全球龙头。**2003年公司决定进入弹性织物面料制造行业。2004年东莞市生产厂房投产，公司开始生产弹性织物面料。2010年，公司通过架构重组成立东莞润信，进一步扩大弹性织带业务投资，2014年于港股上市，公司已逐步进入内衣品牌客户的供应链核心位置。

第三阶段（2014年至今）：运动面料成为增长新引擎，海外产能布局推动发展。2014年后，随着内衣市场空间被充分挖掘，公司转向运动市场打造第二成长曲线。得益于运动产品面料结构与内衣相似，且用料需求量较内衣更大，运动板块的快速成长为公司提供了最主要的收入来源。2017年起，由于国内人工成本的增加并应对中美贸易摩擦，公司积极布局劳动力成本更低的越南、斯里兰卡生产基地，以满足国际品牌客户多元化产地要求。2024年11月公司对越南义安合计5.9亿美元的直接投资项目获批，进一步扩张公司海外版图。

图6：超盈国际发展历程

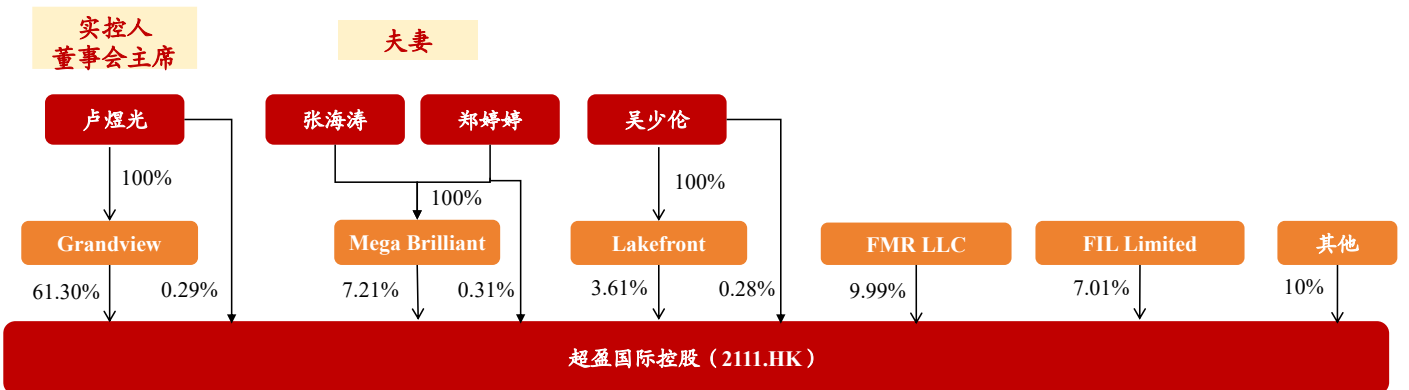


资料来源：公司官网，浙商证券研究所

1.2 股权结构集中，高管团队从业经验丰富

公司股权结构集中，所有权与经营权深度绑定。公司创始人兼实控人卢煜光先生持有公司股权61.59%，行政总裁张海涛先生和首席运营官郑婷婷女士为夫妻，共同持有公司股权7.52%，公司执行董事吴少伦为董事会主席卢煜光之妹夫，持有公司股权3.89%，公司所有权与经营权高度绑定。

图7：公司股权结构（截止2025年中报）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

创始人深耕行业 30 余年，二代逐步接班担任首席战略官，高管均具备多年纺织业经验。公司董事会主席卢煜光先生拥有近 30 年纺织行业从业经验，能够对公司整体业务策略和战略计划进行全局性把控。卢立彬系公司主席卢煜光之子，自 2017 年加入公司，目前担任公司首席战略官，负责协助董事会制定本集团的未来战略及方向。公司创始人卢煜光年富力强深耕行业多年，二代卢立彬年轻有为且深入参与公司治理。

表1: 董事会和高管团队介绍

姓名	职务	年龄	任职时间	介绍
卢煜光	董事会主席	60 岁	2014/1/21	负责制订公司整体管理计划及监督公司的策略性业务发展。 1994 年 8 月开始从事纺织业，2009 年 7 月起担任东莞市高新技术产业协会会员，2017 年 7 月及 4 月，分别担任东莞市外商投资企业协会麻涌分会会长和世界莞商联合会常务理事。2009 年 7 月，获得中国管理科学研究院颁授“中国企业管理创新成就奖”。
张海涛	行政总裁	55 岁	2014/1/21	负责制订并执行公司整体企业方针及业务策略。 1992 年 7 月于北京服装学院修毕一项服装工程课程，2001 年 5 月取得美国圣托马斯大学软件系统硕士学位。于纺织业约有二十九年经验，目前为东莞超盈的董事兼总经理。2009 年 11 月起一直为广东省纺织协会理事，2013 年 9 月起为香港纺织商会永久个人会员。
吴少伦	执行董事	61 岁	2014/1/21	董事会主席之姐夫，负责本集团之基建及东莞超盈及东莞润信的整体管理。 于纺织业拥有逾二十八年经验，2009 年 7 月起担任东莞市高新技术企业协会会员，2013 年 11 月起担任东莞市外商投资企业协会理事。
郑婷婷	首席运营官	50 岁	2014/9/1	行政总裁妻子，主要负责公司整体营运、生产及制订与实施总体销售及营业策略等事宜。 1996 年 6 月于中华人民共和国西安翻译学院英文系毕业，于纺织业拥有逾十七年经验。
陈耀星	首席财务官兼公司秘书	46 岁	2014/1/17	负责公司监督本集团的财务汇报、预算控制、融资及资金管理、以及确保并维持企业管治水平。 毕业于澳洲新南威尔士大学，分别于 2005 年 6 月及 2003 年 10 月获该校颁授商科硕士学位及会计及财务学士学位，并为香港会计师公会资深会员，在审计、投资、会计及财务方面拥有逾十七年经验。
卢立彬	首席战略官	32 岁	2019/6/1	董事会主席之子，负责协助董事会制定本集团的未来战略及方向。 2016 年 1 月获得美国康涅狄格大学金融学学士学位，2016/1-2017/5 于交银国际（亚洲）投行部担任经理，自 2021 年 10 月起，担任东莞市东城青年企业家协会副会长。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 财务分析：运动弹性面料收入迅速增长，利润率恢复向上

公司收入增速领跑行业。公司收入规模展现出稳健增长态势，2014-2024 年公司营业收入从 18.8 亿港元大幅增长至 50.6 亿港元，CAGR 达 10.4%，公司通过不断拓展运动客户和海外新建产能，规模增速显著领先行业。

表2: 超盈国际控股及其可比公司收入与增速对比（单位：亿港元）

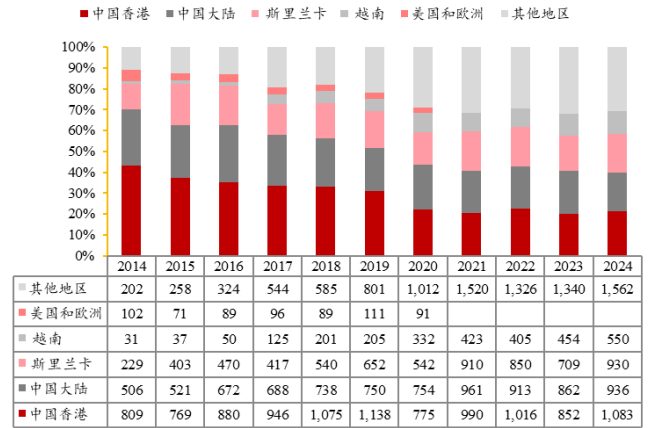
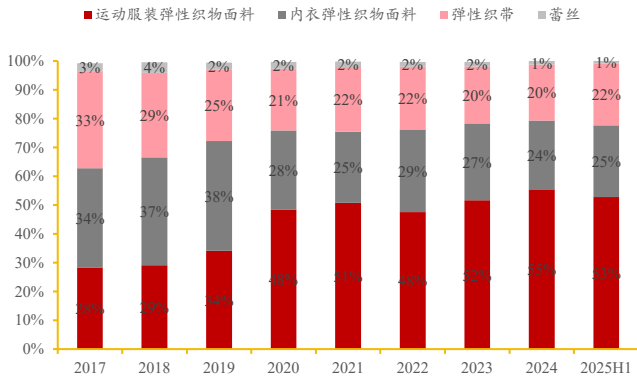
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	25H1	14-24 CAGR
超盈国际控股 (亿港元)	18.8	20.6	24.9	28.2	32.3	36.6	35.1	48.0	45.1	42.2	50.6	23.3	10.4%
YOY	12.7%	9.6%	20.7%	13.3%	14.6%	13.3%	-4.1%	37.0%	-6.1%	-6.5%	20.0%	-4.0%	
联发股份 (亿人民币)	33.6	34.5	37.1	39.8	41.3	38.8	38.5	38.8	41.8	42.3	41.5	20.1	2.1%
YOY	5.5%	2.8%	7.4%	7.1%	3.9%	-6.2%	-0.8%	0.8%	7.8%	1.3%	-2.0%	-18.1%	
鲁泰 A (亿人民币)	61.2	61.2	59.0	63.1	67.7	67.2	46.8	51.8	68.7	59.0	60.3	28.0	-0.2%
YOY	-4.6%	0.0%	-3.6%	7.1%	7.3%	-0.8%	-30.3%	10.5%	32.6%	-14.1%	2.2%	-0.2%	
儒鸿 (亿港币)	208.4	255.2	245.3	242.3	275.8	281.3	282.0	359.8	405.6	308.3	368.5	184.9	5.9%
YOY	14.9%	22.4%	-3.9%	-1.2%	13.8%	2.0%	0.3%	27.6%	12.7%	-24.0%	19.5%	7.3%	
互太纺织 (亿港元)	69.9	70.1	60.8	61.9	62.6	56.0	54.9	61.7	51.1	47.5	50.6	25.2	-3.2%
YOY	-6.9%	0.3%	-13.2%	1.7%	1.1%	-10.5%	-1.9%	12.3%	-17.2%	-7.0%	6.5%	-5.4%	

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：互太纺织 2024 年营收数据对应 2025/3/31 截止财年数据

运动弹性面料收入占比过半，得益于全球化产能布局海外收入显著提升。按业务拆分收入，2025H1 运动服装弹性织物面料、内衣弹性织物面料、弹性织带、蕾丝收入占比分别为 53%、25%、22%、1%，运动服装面料成为公司收入增长的主要驱动力。按地区拆分收入，从 2014-2025 年公司海外收入占比由 30%提升至 60%，收入来源逐渐多样化，其中越南收入份额提升最快，由 1.7%增长至 10.9%，得益于公司在越南布局产能基地更好地满足海外客户需求，未来预计优先进一步扩大越南产能。

图8：运动服装板块占收入比重逐渐提升

图9：海外收入比重逐渐提升（单位：百万港元）



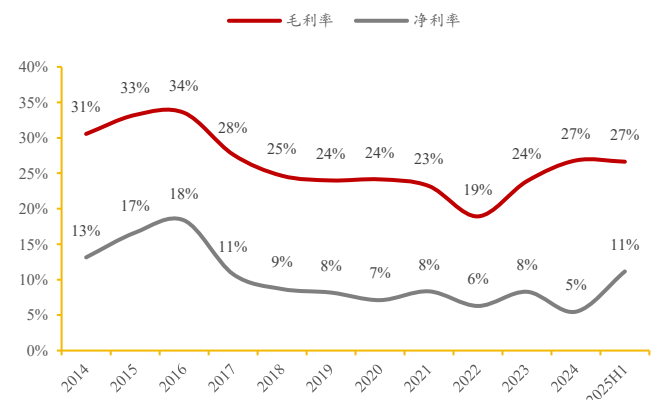
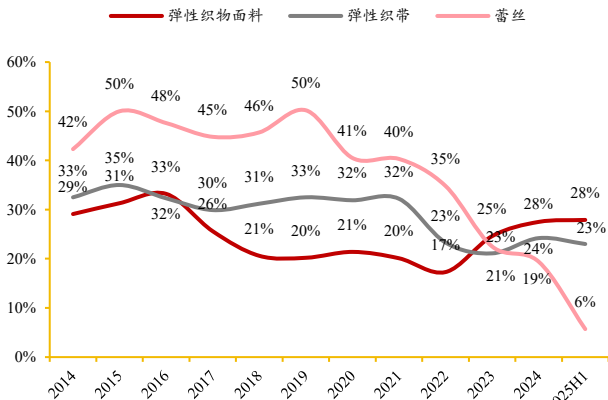
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

弹性织物面料毛利率逐年向上，产能扩建高投入期已过净利率攀升。22 年及以前，在公司三大业务中，蕾丝和弹性织带毛利率分别在 40%和 30%以上，显著高于弹性织物面料，为拉高公司整体毛利率做出贡献。23 年起弹性织物面料毛利率反超其他两类业务，加之产能基地规模效应显现，共同带动毛利率、净利率恢复增长。25H1 公司毛利率出现小幅下滑，主要由于美国对等关税影响下产能利用率下降。

图10：内衣业务贡献高毛利率

图11：毛利率、净利率保持在较高水平



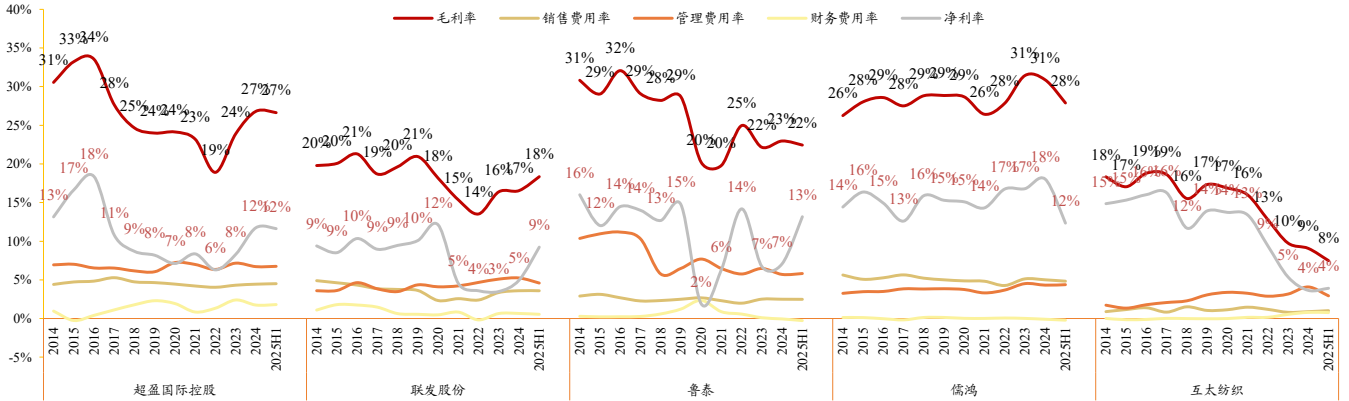
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

毛利率净利率逐年回升，处行业第一梯队，费用率保持稳定。公司 2024 年实现毛利率/净利率 27%/12%，同比+3/+3 pct，在收入体量相较同业偏低的背景下，毛利率水平已有显著修复，伴随收入体量扩张有望进一步发挥规模效应。2024 年销售/管理/财务费用率分

别为 4% / 7% / 2%，分别同比+0.2 / -0.5 / -0.7 pct，费用率水平已趋于稳定，净利率有望伴随毛利率的提升而同步提升。2025H1 公司实现毛利率/净利率 27% / 12%，销售/管理/财务费用率分别为 5% / 7% / 2%。

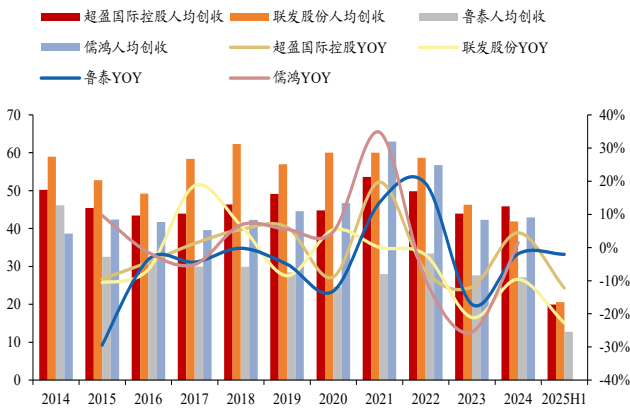
图12：超盈国际控股与可比公司毛利率、费用率及净利率对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

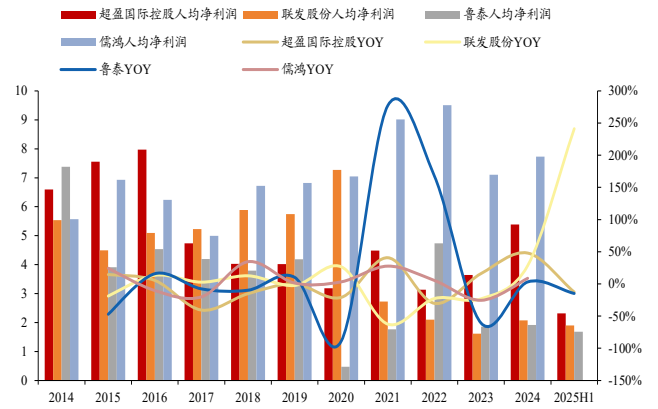
人均创收行业中游水平，2024 年实现人均盈利 5.4 万港元。人均创收能力方面，公司 2024 年实现人均创收 45.9 万港元，同比+4%，处于行业领先水平。人均盈利能力方面，公司 2024 年实现人均盈利 5.4 万港元，同比+48%，是同期可比公司除儒鸿外人均盈利能力最高的企业。

图13：人均创收能力对比（单位：万港元/人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图14：人均盈利能力对比（单位：万港元/人）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

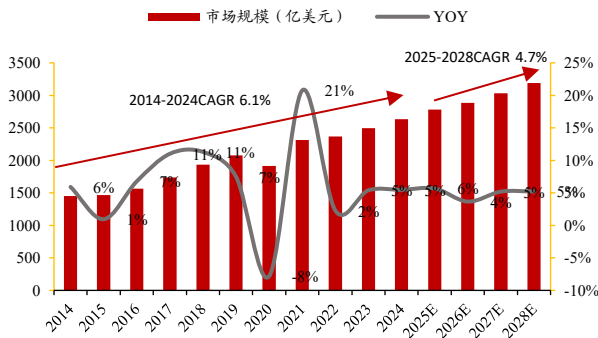
2 户外高景气度，弹性面料产业链朝气蓬勃

公司作为弹性服饰面料制造商，处于高景气弹性服饰赛道产业链中游。弹性织物面料与传统服饰相比，原料中化学纤维成分更高，具备舒适、塑性、抗皱、伸缩等优势。公司上游为化纤，下游为成衣制工厂，但公司订单大部分由终端品牌客户直接指定。从上游原材料端来看，国内化纤原料产业供应链完备，能够提供生产所需的涤纶、锦纶、氨纶等高强度、高弹性原材料，上游供应商以台华新材为代表业绩高速增长。同时从客户端来看，受益于弹性面料终端消费需求旺盛，公司凭借全球化产能布局叠加较强的研发创新能力，切入运动品牌客户并逐渐提升份额。

2.1 客户端：弹性服饰赛道景气度高，头部品牌加速入局

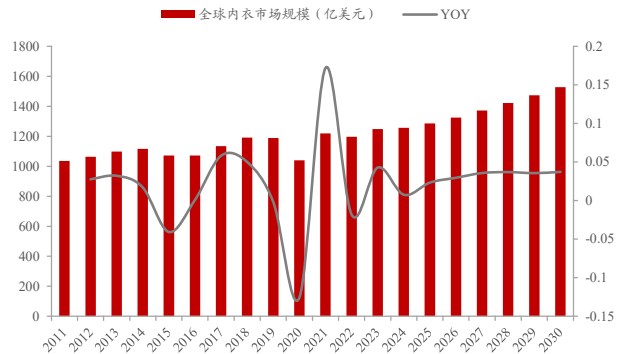
运动服和内衣市场呈现稳健增长，以瑜伽服和防晒服为代表细分弹性服饰赛道景气度更高。根据欧睿统计，2024年全球运动服装市场规模达到2631亿美元，2025-2028年CAGR预计为4.7%；2024年全球内衣市场规模约为1257亿美元，2025-2028年CAGR预计为3.5%。根据statista统计，预计瑜伽服品类2024年市场规模达到289亿美元，2025-2028年CAGR预计为8.4%；根据艾瑞咨询数据，2024年中国防晒服市场规模813亿元。

图15：全球运动服市场规模及增速



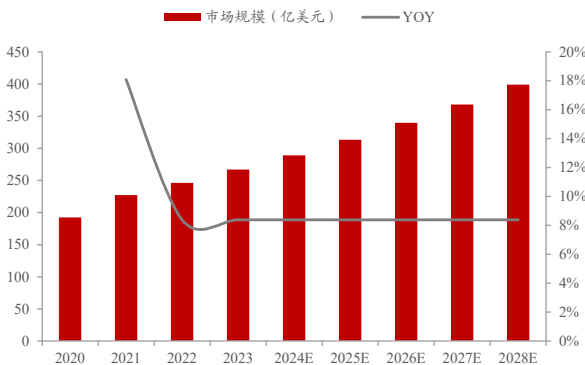
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图16：全球内衣市场规模及增速



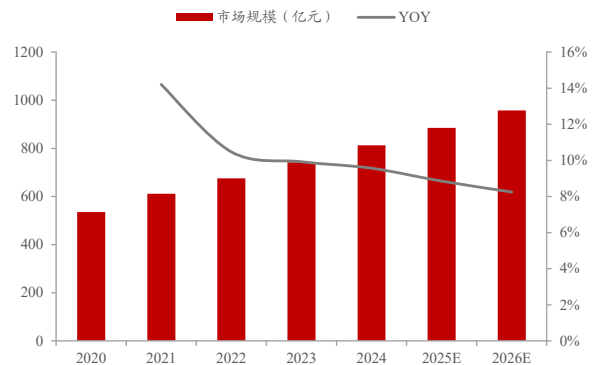
资料来源：欧睿，浙商证券研究所

图17：全球瑜伽服市场规模及增速



资料来源：statista，浙商证券研究所

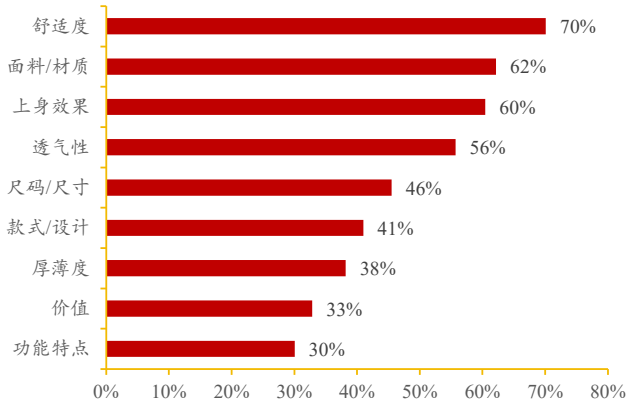
图18：中国防晒服市场规模及增速



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

消费者重视产品舒适度和功能性，消费观念和场境转变催化弹性面料高景气度。一方面，随着“她”经济、Z世代消费兴起，用户更加关注产品对舒适度、自由度。据亿邦智库调查表明，女性内衣消费者购买产品时最关注舒适度、面料、上身效果三大特性，均超过60%。另一方面，消费者健康意识逐渐增强，健身房和户外运动场境催生服装具备安全、柔软、耐穿等功能属性，弹性面料集舒适度与功能性于一体，更好地契合影响消费者需求。

图19: 消费者更多关注内衣产品舒适性和面料材质



资料来源: 亿邦智库, 浙商证券研究所

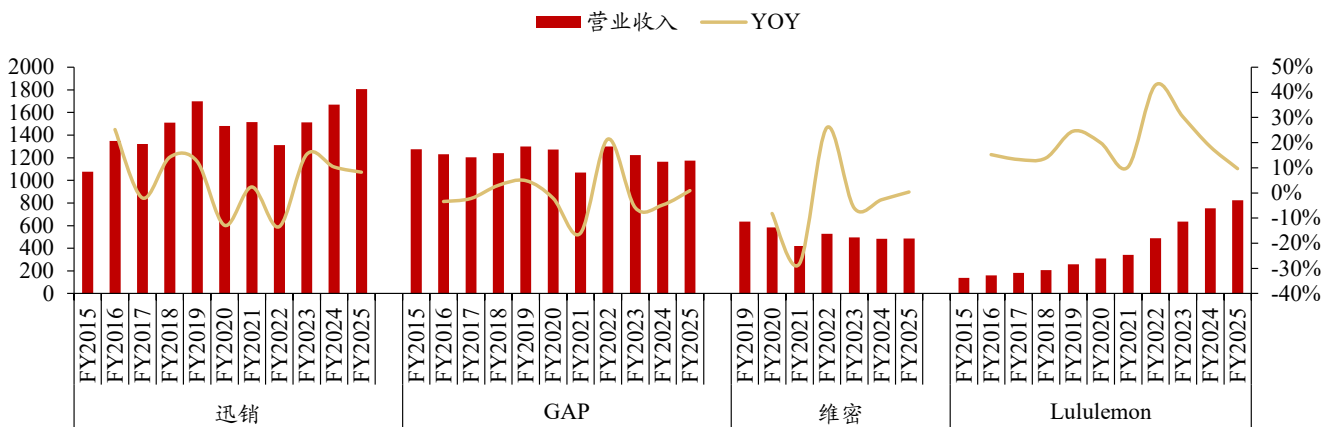
图20: 健身及户外场景催生产品功能性



资料来源: 始祖鸟官方, 浙商证券研究所

下游客户稳健增长，产品营销发力加码弹性赛道。从业绩表现看，FY2025，迅销实现营收 1807 亿港元，同比+8.2%，GAP 实现营收 1175 亿港元，同比+0.9%，维密实现营收 485 亿港元，同比+0.4%，Lululemon 实现营收 825 亿港元，同比+9.7%，是同期中增长最快的公司。从产品和营销策略看，各品牌纷纷推出运动内衣、紧身裤、防晒衣等弹性服饰，如优衣库 AIRism 系列、FILA 高弹轻练套装，并瞄准女性运动场景进行精准营销。

图21: 主要品牌客户营收及增长情况 (单位: 亿港元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图22: 优衣库推出 AIRism 系列弹性防晒衣



资料来源: 优衣库官方微信公众号, 浙商证券研究所

图23: FILA 推出高弹轻练套装并针对女性运动场景营销推广

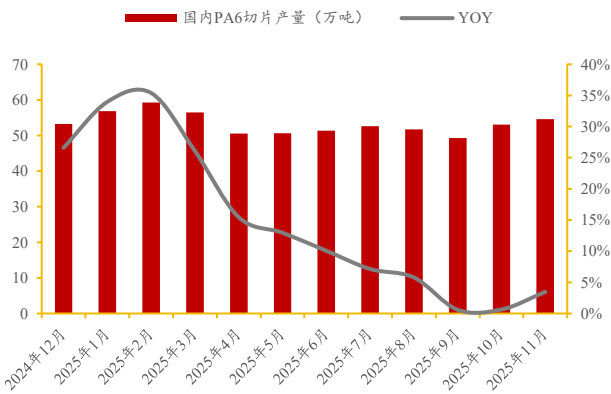


资料来源: FashionDaily, 浙商证券研究所

2.2 采购端: 化纤产业供应链完备, 技术创新与规模化生产提供保障

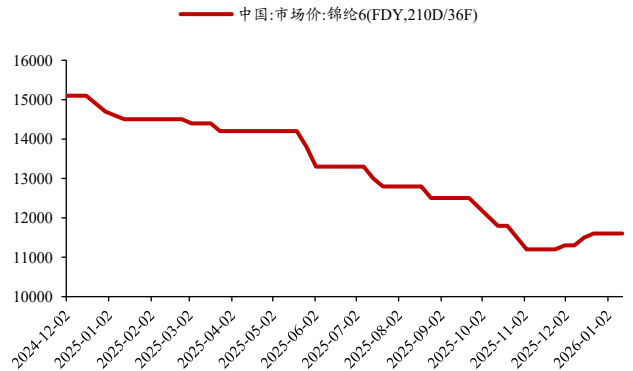
锦纶和氨纶产量稳步向上, 价格逐渐走低, 带来成本端红利。弹性面料的舒适性主要得益于原料中氨纶、锦纶的发明, 这两种材料具有柔软、高强度的特征。我国 PA6 产量近年来趋于稳定, 在 2025 年 2 月达到最高的 59 万吨/月后逐渐回落并稳定在 50 万吨左右, 氨纶略有上升, 2025 年 12 月我国氨纶产量达 10 万吨, 同比+13.4%。与此同时, 化纤产品价格走低, 近一年锦纶 6 价格从 15000 吨左右下降至 11500 吨水平, 氨纶价格从 23700 元/吨上升至最高点 24200 元/吨后逐渐走低至 23000 元/吨, 最大降幅达 5%, 制造端成本降低, 成为推动行业发展的重要驱动力。

图24: 锦纶 6 产量趋于稳定



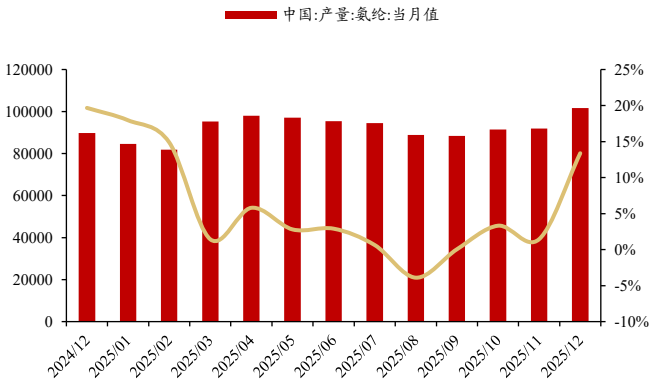
资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图25: 锦纶 6 市场价格走低



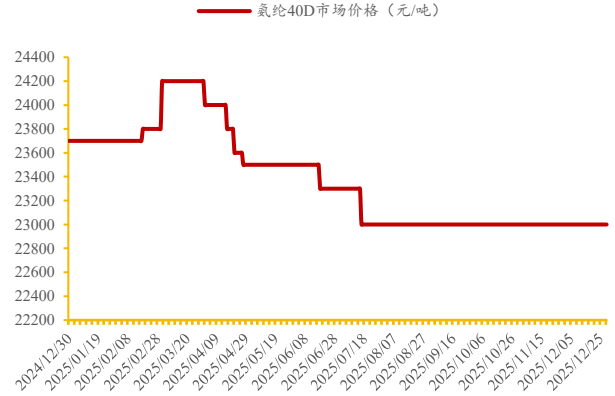
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图26: 国内氨纶产量略有上升 (单位: 吨)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图27: 氨纶市场价格走低



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

技术创新突破原材料短板，带动面料产品性能不断提高。与锦纶6相比，锦纶66各方面性能更加优质，手感和舒适性表现更佳，国内多家锦纶供应商计划逐步扩展锦纶66生产规模。目前，锦纶6/锦纶66的关键原料己内酰胺/己内酰胺均取得技术突破，初步实现国产化，国内多个厂家在加速布局，原料产能释放充分将带动化纤产业迎来高峰，推动面料端产品质量和性能提升。

表3: 锦纶66和锦纶6性能对比

性能	锦纶6	锦纶66
回弹性	98%-100%	100% (4%伸长时)
伸长率	28%-45%	16%-75%
耐高温	熔融温度 215-221℃	熔融温度 249-260℃
耐低温	零下 20℃	零下 70℃
聚合度	140 ~ 200	55 ~ 77

资料来源: 集贤网, 浙商证券研究所

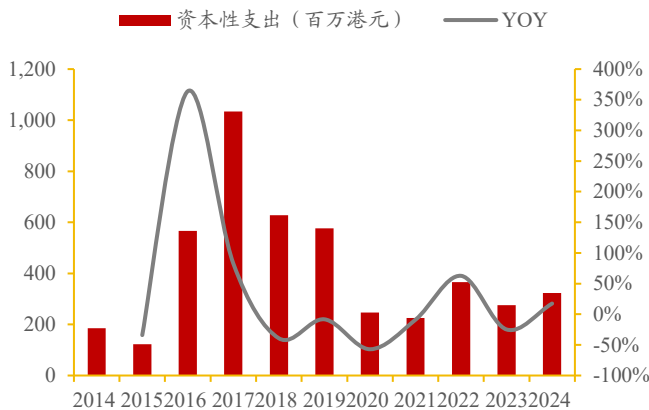
3 竞争优势：切入运动品牌客户打造新动能，海外布局优势凸显

从研发能力来看，上市以来研发费用率保持 2%-3%，拥有 300 余个专利发明，18 年切入顶级户外品牌始祖鸟供应链，规模初行业第二梯队毛利率初行业第一梯队，产品竞争力优秀。从产能布局来看，国内外产能布局均衡，前瞻性海外布局响应客户偏好。公司在全球有三大生产基地，国内与国外产能保持 1: 1 的均衡配置，越南/斯里兰卡的产能占比约为 30%/20%。从客户角度来看，公司深度绑定维密、爱慕、黛安芬等内衣品牌，逐步成长为全球内衣面料龙头，2012 年起切入运动服装面料市场，与优衣库、FILA、Lululemon、UA、Nike、Adidas 等品牌绑定，以全球化产能布局+强大研发创新能力逐步提升订单份额，未来增长潜力巨大。

3.1 重视面料专利创新，研发能力筑深厚护城河

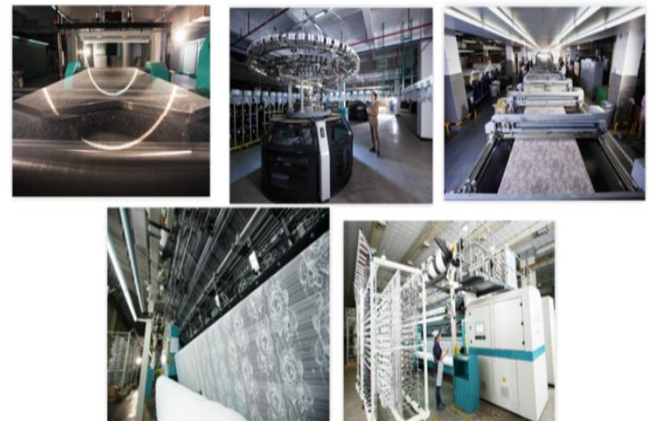
高资本支出打造先进生产体系，规模优势造就壁垒。面料制造是相对资本密集型企业，公司于 2017 年大面积扩张产能并配置先进生产设备，资本性支出达 10.34 亿港元，相比中小型纺织企业具有较高的资金壁垒。

图28： 2017 年公司投入高额资金扩张产能



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

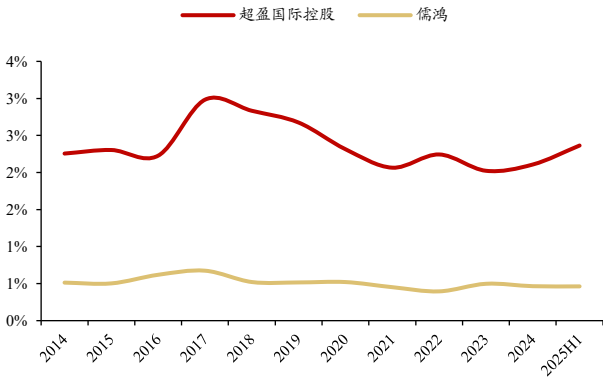
图29： 公司先进生产设施



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

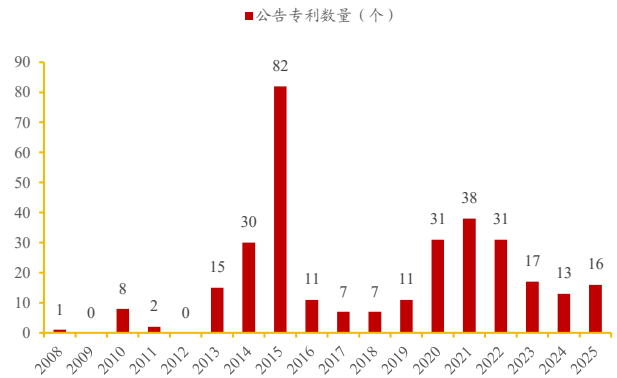
研发费用率保持在行业较高水平，公司拥有 300 余个专利。2014-2025H1，公司研发费用率均保持在 2%-3%，处于行业较高水平。2016 年成立超盈技术研究院，通过改良产品功能性、手感和面料结构，开发不断适应变化的市场需求的面料。在产品的设计方面，公司高管带领专业技术人员和经理组成 150+人设计团队，与客户设计部门对接打造定制化产品，根据国家知识产权局数据，2008-2025 年公司共公告 320 个专利发明，并于 2010 和 2016 年被评为广东省高新技术企业。

图30: 研发费用率处于行业较高水平



资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

图31: 2008年至今公司共公告 320 个专利发明



资料来源: 国家知识产权局, 浙商证券研究所

中国高新技术企业认证, 16 年成立超盈技术研究院。研发团队由 150 多位技术人员组成, 2016 年 6 月, 公司成立超盈技术研究院, 定期聘请纺织专家对员工进行培训。公司子公司东莞超盈和东莞润信于 2010 年和 2016 年起被评为高新技术企业, 有效期并由 2022 年底进一步延长 3 年, 目前享受优惠所得税率 15%, 彰显公司一流研发能力。

图32: 2016 年获评中国高新技术企业



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图33: 研发团队 150 人, 成立技术研究院



资料来源: 公司业绩 PPT, 浙商证券研究所

供货顶尖户外品牌, 功能性面料研发能力突出。始祖鸟作为全球顶尖户外品牌, 其产品功能性和品质要求极高, 超盈 2018 年切入其供应链, 成为其面料供应商, 意味着公司面料质量、技术实力和生产能力得到认可。

图34: 供货顶尖户外品牌始祖鸟, 功能性面料研发能力突出

Facility Name	Location	Parent Company	Type of Suppliers	HIGG FEM	Bluesign Status
Arc'teryx Equipment - ARC'One	New Westminster, Canada	Arc'teryx Equipment, a division of Amer Sports Canada		Since 2015	N/A
Best Pacific	Ma Chong Town, China	Best Pacific Textile Limited		Since 2018	Audit
De Licacy Industrial Company Ltd.	Tainan City, Chinese Taiwan	De Licacy Industrial Company Ltd.		Since 2018	System Partner
Dong In Entech, Limited	Mariveles, Philippines	Dong In Entech, Limited		Since 2016	N/A

资料来源: 始祖鸟公司官网, 浙商证券研究所

规模处行业第二梯队的同时，毛利率净利率均处行业第一梯队，公司强大开发设计能力赋能下产品竞争力优秀。考虑面料公司 ASP 基本采用成本加成模式，影响毛利率主要因素为规模效应下的成本控制能力和产品差异化及技术优势，2024 年超盈实现收入 51 亿港元，较头部公司儒鸿 89 亿港元和鲁泰 65 亿港元，规模处第二梯队，但 2024 年超盈毛利率达 27%，仅次于龙头儒鸿 31%。同时，超盈 19-24 年收入 CAGR 达 7%、毛利率提升 3pct，彰显超盈产品竞争力持续向上，持续获取市场份额同时成本管控和议价能力向上。

表4: 面料公司中，超盈收入规模居中，毛利率净利率均为第一梯队

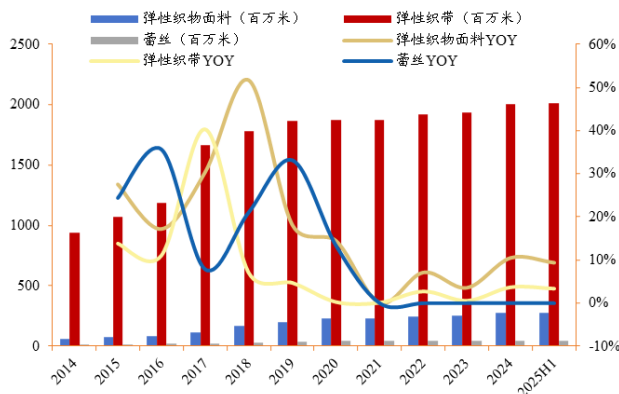
公司	2024 年营业收入 (亿港元)	19-24 收入 CAGR	排序	2024 年毛利率	排序	相较 19 年毛利率变动	2024 年净利率	排序	相较 19 年净利率变动
儒鸿	89	4%	1	31%	1	2%	18%	1	3%
鲁泰 A	65	-3%	2	23%	3	-6%	7%	3	-8%
超盈国际控股	51	7%	3	27%	2	3%	12%	2	4%
互太纺织	51	-2%	4	8%	6	-9%	4%	5	-10%
联发股份	45	1%	5	17%	5	-4%	5%	4	-5%
嘉麟杰	13	3%	6	21%	4	1%	2%	6	3%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

3.2 前瞻布局海外供应链，提升综合竞争力

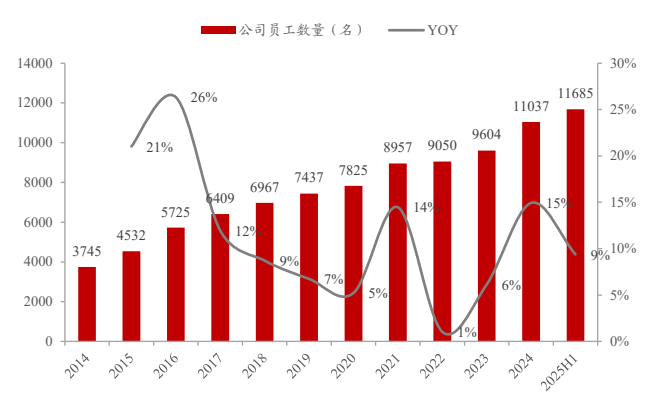
产能持续增长，弹性织物面料产能和员工数量均保持双位数快速增长。2024 年公司弹性织物面料产能为 2.8 亿米，2014-2024 年 CAGR 达 17.1%，2025H1 弹性织物面料产能为 2.8 亿米，同比+9%；2024 年弹性织带产能 20.0 亿米，2014-2024 年 CAGR 达 7.8%，2025H1 弹性织带产能为 20.1 亿米，同比+3%；24 年蕾丝品类产能 4500 万米，2014-2024 年 CAGR 为 12.8%，21 年后基本保持不变。2025H1 末公司员工数量达 11685 人，同比+9.4%，关税政策冲击下公司员工数量仍保持稳健增长，彰显中长期发展信心，14-24 年员工数量 CAGR 达 11.4%，产能持续稳健成长。

图35: 14-24 年弹性织物面料产能 CAGR 达 17.1%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图36: 2014-2024 员工数量 CAGR 达 11.4%



资料来源: wind, 浙商证券研究所

国内外产能布局均衡，前瞻性海外布局响应客户偏好。公司在全球有三大生产基地，国内与国外产能保持 1: 1 的均衡配置，越南/斯里兰卡的产能贡献率约为 30%/20%，预计海外产能将稳步提高。公司第一个海外基地为越南海阳基地，第一期厂房于 2017 年建成，2019 年斯里兰卡 Pannala 镇一期生产厂房建成，为超盈国际在海外的第二个生产基地，2025 年启动越南义安新生产基地，当前公司在海外生产基地总员工接近一万人。

表5: 公司全球化产能分散布局

国家	生产基地	面积(m ²)	建成时间	24年员工 总人数	24年产能占比
中国	东莞市麻涌镇一期厂房	24,000	2004年	6238人	约50%
	东莞市麻涌镇二期厂房	31,000	2009年		
	东莞市麻涌镇三期厂房	33,000	2011年		
	东莞市麻涌镇四期厂房	47,000	2012年		
	东莞市麻涌镇五期厂房	35,000	2015年		
	东莞市麻涌镇六期厂房	35,000	2016年		
	东莞市麻涌镇七期厂房	10,000	2021年		
越南	海阳一期生产厂房	73,000	2017年	1923人 未来义安项目 总规划1.5万人	约30%
	海阳二期生产厂房	50,000	2019年		
	海阳三期生产厂房	10,000	2023年		
	义安生产基地	土地面积 511,834	一期预计 2026年		
斯里兰卡	Pannala镇一期生产厂房	45,000	2019年	2872人	约20%

资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

布局越南义安新基地, 东南亚产能拓展加码。公司对越南义安合计5.9亿美元的直接投资项目于2024年11月获义安省委常委委员会批准, 该项目购置土地51.2万平方米, 规划面料年均产量6.72万吨, 针织面料年均产量1.03万吨, 色纱年均产量7200吨, 腰带年均产量1亿个, 服装年均产量1.3亿件, 裁剪半成品年均产量220万个, 预计吸纳劳动力1.5万余名, 是公司规模最大的项目之一, 进一步扩张公司海外版图。项目一期投入生产设施建设约5亿港元, 预计于2026年投产, 有望提升公司核心产品总设计年产能至10%-15%。

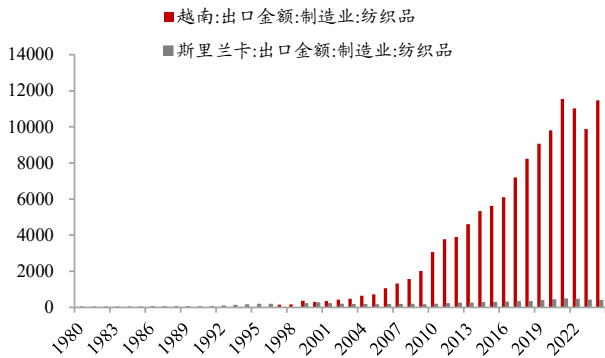
图37: 越南义安省委常委委员会通过公司越南义安新项目



资料来源: 园区产业招商公众号, 浙商证券研究所

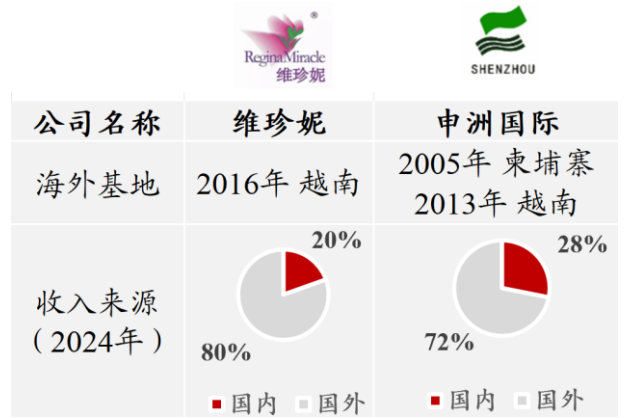
全球化产能布局, 享受人力成本优势。东南亚制衣产业发展迅速, 据越南统计局数据显示, 2014-2024年越南纺织品出口额增长至115亿美元, CAGR为8.0%。斯里兰卡纺织品出口短期经历波动, 但未来随着政局稳定有增长潜力。公司下游成衣制造商纷纷在东南亚布局生产基地, 有利于缩短产品生产周期, 为品牌客户提供高效稳定安全的供应链体系。同时, 东南亚具备更低的劳动力成本、税负成本以及更优惠的产业支持政策, 成本端享受海外布局红利。

图38: 东南亚国家纺织品出口额呈现增长趋势(单位: 百万美元)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图39: 下游成衣加工厂纷纷进行海外布局



资料来源: 各公司年报, 浙商证券研究所

表6: 越南、斯里兰卡人力成本显著低于中国

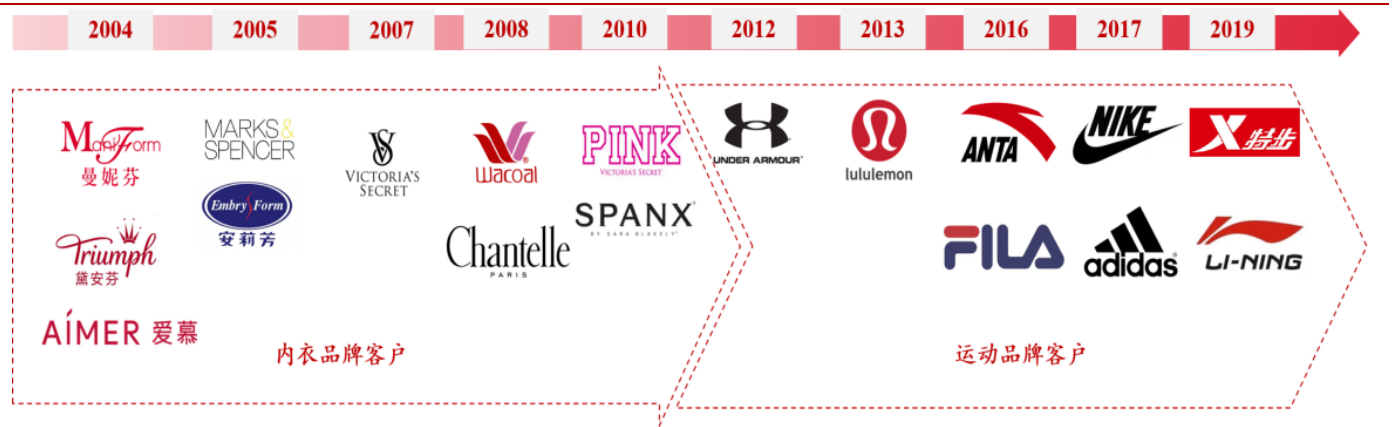
	中国	越南	斯里兰卡
劳动力成本	2026 最高档(一档)城市人均月最低工资 2740 元, 最低档(四档)城市人均月最低工资 1750 元	2025 年最高档(一档)城市人均月最低工资 496 万越南盾, 折合人民币 1343	2025 年起人均月最低工资 27,000 卢比, 折合人民币 650 元

资料来源: 中国人力资源, 陆典谷中越普法, 斯里兰卡人, 浙商证券研究所

3.3 内衣品牌客户长久深入合作, 切入运动品牌客户打造新动能

公司客户从内衣品牌向运动品牌延伸, 运动客户订单份额拓展空间广阔。公司早期与爱慕(2004)、维密(2007)等国内外知名内衣品牌建立长期紧密合作关系, 距今已保持15年以上, 内衣业务收入来源稳定, 产品组合全面。2012年起, 公司利用行业资源切入运动服装市场, 与UA(2012)、Lululemon(2013)、Fila(2016)等头部运动品牌达成合作, 针对运动服特性不断迭代更新产品, 海外运动行业兴起带动公司运动板块迅速扩张。

图40: 与内衣客户合作年限长, 新进入运动服装市场增长潜力大



资料来源: 业绩发布会公告, 浙商证券研究所

客户集中度仍有较大提升空间, 为公司提供业务粘性和经营可持续性。2024 年弹性织物面料和蕾丝业务第一、第二大客户收入占比分别为 14%、14%, 弹性织带第一、第二大

客户收入占比分别为 10%、8%，客户较为分散，集中度仍有较大提升空间，我们预计和公司 2012 年后才陆续切入优衣库、UA 等运动品牌客户有关，订单放量仍可期待。

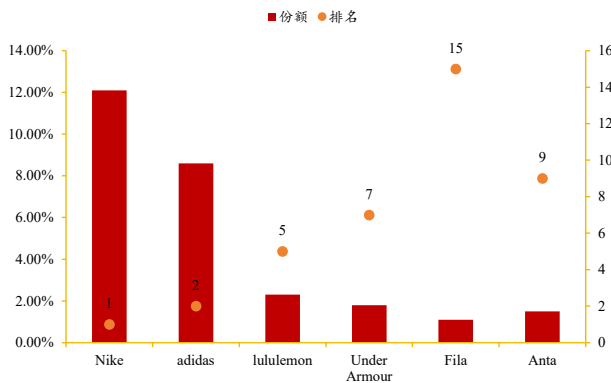
表7: 公司来自前两大客户的收入情况 (单位: 百万港元)

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
弹性织带	第一大客户收入	96.9	91.5	79.9	79.8	112.1	70.9	69.8	96.6
	占比	10%	10%	9%	11%	10%	7%	8%	10%
	YOY	-9%	-6%	-13%	0%	41%	-37%	-2%	38%
	第二大客户收入	61.6	72.0	63.2	25.6	54.5	94.0	64.0	82.4
	占比	7%	8%	7%	3%	5%	10%	8%	8%
	YOY	27%	17%	-12%	-60%	113%	73%	-32%	29%
弹性织物面料及蕾丝	第一大客户收入	265.7	411.3	450.1	396.4	441.5	533.7	397.2	550.0
	占比	15%	19%	17%	15%	12%	16%	12%	14%
	YOY	26%	55%	9%	-12%	11%	21%	-26%	38%
	第二大客户收入	243.1	361.1	439.1	400.2	616.5	492.6	438.2	552.8
	占比	14%	17%	17%	15%	17%	14%	13%	14%
	YOY	-10%	49%	22%	-9%	54%	-20%	-11%	26%

资料来源: 公司年报, 浙商证券研究所

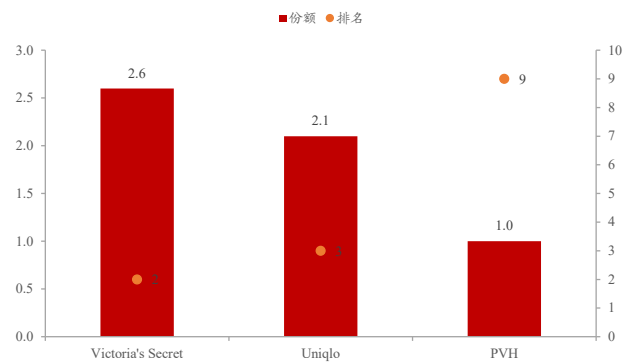
成功切入 Nike、Adidas 运动巨头供应链，未来份额提升潜力较大。自 2017 年来，公司与 Nike、Adidas 两家运动巨头达成合作，新客户体量有望推动公司在运动市场渗透率提升。据欧睿数据显示，24 年两家运动巨头市占率之和约为 15%，未来订单量增长预计给公司带来销售额大幅提升。此外，公司在内衣市场的核心客户总市场渗透率达到 5%，为公司提供稳定的收入来源。

图41: 合作运动品牌 25 年全球运动服饰市场份额及排名



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

图42: 合作内衣品牌 25 年全球内衣市场份额及排名



资料来源: 欧睿, 浙商证券研究所

4 盈利预测：运动弹性面料空间广阔，稳健增长可期

4.1 盈利预测：运动服装弹性面料成为增长主引擎

我们预计 25/26/27 年公司实现营收 50.8/55.1/60.4 亿港元，同比持平/+9%/+10%。分产品来看：

弹性织物面料方面，25 年受美国对等关税对品牌下单积极性影响收入持平，中长期受益于户外赛道高景气度以及内衣市场稳健增长，弹性服饰终端需求持续扩张，预计 25/26/27 年实现营收 40.1/43.9/48.6 亿港元，同比持平/+9%/+11%。其中，运动服装产品受消费者追求舒适度与功能性服装的趋势推动，中长期增长趋势延续，预计 25/26/27 年实现收入 28.3/31.5/35.5 亿港元，同比增长 1%/11%/13%，成为拉动弹性织物面料板块增长主要驱动力；此外，内衣市场增长趋势稳定，公司作为内衣面料龙头增速有望超过行业整体，预计 25/26/27 年实现营收 11.9/12.4/13.1 亿港元，同比-2%/+5%/+5%。

蕾丝方面，25 年贸易摩擦下终端需求下降导致产能利用率下滑、成本暂时承压，中长期来看核心客户与公司深度绑定，期待市场需求回暖以促进业绩修复，预计 25/26/27 年实现营收 0.61/0.62/0.64 亿港元，同比持平/2%/2%。

弹性织带方面，织带是公司传统优势业务之一，同时内衣市场需求回暖，公司加强市场推广提升织带产品知名度，有利于拉动订单增长并增强未来销售预期，预计 25/26/27 年实现营收 10.0/10.6/11.2 亿港元，同比增长 1%/6%/6%。

表8：超盈国际控股收入拆分以及预测（单位：百万港元）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
弹性织物面料	3301	4014	4018	4389	4860
YOY	-4%	22%	0%	9%	11%
占比	79%	79%	79%	80%	80%
毛利率	25%	28%	27%	28%	27%
运动服装	2180	2806	2834	3145	3554
YOY	2%	29%	1%	11%	13%
占比	52%	55%	56%	57%	59%
内衣	1121	1209	1185	1244	1306
YOY	-13%	8%	-2%	5%	5%
占比	27%	24%	23%	23%	22%
蕾丝	65	61	61	62	64
YOY	-15%	-6%	0%	2%	2%
占比	2%	1%	1%	1%	1%
毛利率	22%	19%	17%	17%	17%
弹性织带	834	986	996	1055	1119
YOY	-15%	18%	1%	6%	6%
占比	20%	19%	20%	19%	19%
毛利率	21%	24%	24%	25%	25%
营业收入	4201	5061	5075	5507	6043
YOY	-7%	20%	0%	9%	10%
毛利率	24%	27%	27%	27%	27%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

毛利率端，25 年受美国对等关税影响下，预计公司将进行关税分摊对毛利率有不利影响，叠加 25 年人民币升值影响，但同时公司通过领先的开发设计能力，为客户提供中高端优质产品抵消部分影响，26 年受益于下游需求回暖，公司整体产能利用率有望进一步恢复，规模效应凸显推动毛利率逐步回升；27 年预计受越南新工厂投产，产能爬坡影响毛利率暂时承压，但中长期来看公司加快海外产能布局，充分享受海外劳动力成本红利，人效优势继续发挥，因此，我们预计公司 25/26/27 年公司毛利率为 26.6%/27.0%/26.6%。

费用端，公司未来将继续拓展海外生产基地，但同时受益于运动面料驱动收入持续增长带来正向经营杠杆，公司销售和管理费用率有望呈相对稳定趋势，预计公司 25/26/27 年销售费用率为 4.6%/4.5%/4.5%，管理费用率为 6.7%/6.5%/6.5%；同时，公司持续研发推出新型面料以迎合品牌偏好，预计公司 25/26/27 年研发费用率为 2.1%/2.1%/2.1%，保持相对稳定。

综上所述，我们预计公司 25/26/27 年归母净利润同比-2%/+9%/+7%至 6.0/6.5/6.9 亿港元，对应归母净利率 11.7%/11.7%/11.5%。

表9：超盈国际控股盈利预测

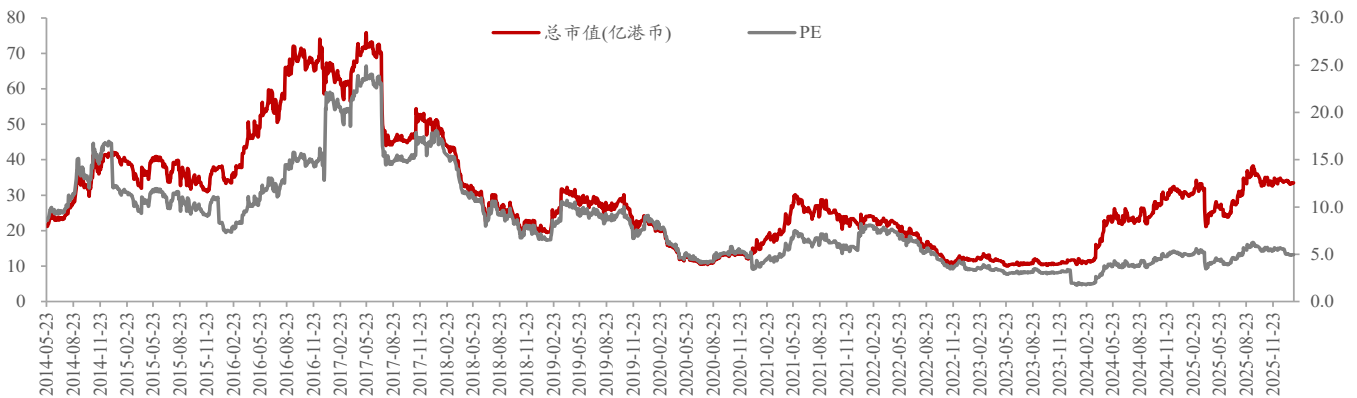
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	23.9%	26.8%	26.6%	27.0%	26.6%
销售费用率	4.3%	4.5%	4.6%	4.5%	4.5%
管理费用率	7.2%	6.7%	6.7%	6.5%	6.5%
研发费用率	2.0%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
归母净利润（百万港元）	346.9	608.1	595.8	646.9	693.6
YOY	15.9%	75.3%	-2.0%	8.6%	7.2%
归母净利率	8.3%	12.0%	11.7%	11.7%	11.5%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

4.2 估值及投资建议：估值具备性价比，股息率 9%

当前公司估值处于历史低位，在可比公司中同样处于偏低水平。纵向复盘来看，2014 年上市-2016 年 6 月期间公司 PE 中枢维持在 15 倍左右，此后估值回落至 5-10X，主要系一方面越南和斯里兰卡建厂大幅扩建产能致折旧增加，另一方面处于切入运动客户初始阶段产能利用率、利润率波动，截至 26 年 2 月 23 日收盘价，对应 2025/2026 年 PE 分别为 5.9/5.4 倍，处于上市以来偏低水平；横向对比来看，公司估值相较于申洲国际、维珍妮等可比公司处于偏低水平，当前估值具备吸引力。

图43：超盈国际控股上市以来总市值与 PE 表现（单位：亿港元、倍）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

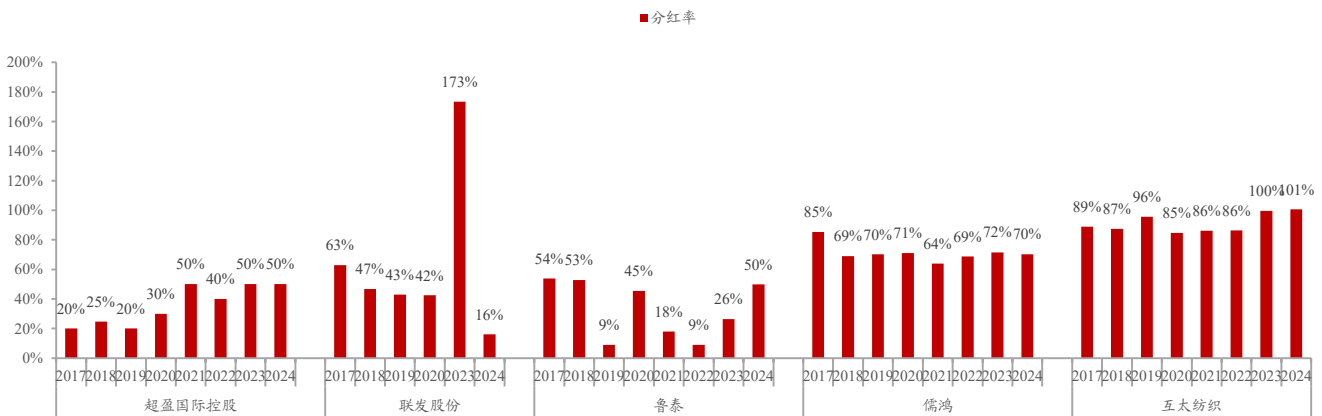
表10: 可比公司估值 (截止 2026/2/5 市值)

	市值 (亿)	归母净利润			PE		
		2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
申洲国际	994	65.9	73.6	81.7	15.1	13.5	12.2
鲁泰 A	54	6.0	5.9	6.7	8.9	9.2	8.1
儒鸿	1,200	57.1	73.8	82.7	21.0	16.3	14.5
维珍妮	29	2.8	4.3	4.3	10.5	6.7	6.7
台华新材	81	6.2	8.0	9.8	13.0	10.2	8.3
平均					13.7	11.2	10.0
超盈国际控股	35	6.0	6.5	6.9	5.9	5.4	5.1

资料来源: Wind, 浙商证券研究所, 注: 可比公司盈利预测均为 Wind 一致预期; 注: 超盈国际和维珍妮单位为港元, 儒鸿为台币, 其他公司为人民币; 注: 数据截止 2026 年 2 月 23 日

公司作为弹性面料制造商龙头, 成立以来凭借强大的制造效率逐步深入绑定维密等内衣品牌龙头, 成长为全球内衣面料制造商龙头后, 于 2012 年切入运动服装面料市场, 与优衣库、FILA、Lululemon、UA、Nike、Adidas 等品牌绑定, 以全球化产能布局+强大研发创新能力逐步提升订单份额, 未来增长潜力巨大。同时, 公司注重股东回报, 2024 年公司分红率为 50%, 对应 25 年股息率约 8.5%, 高股息稳增长优质标的, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

图44: 超盈国际控股 2024 年分红率达 50%, 对应 25 年股息率达 8.5%



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

5 风险提示

1、全球贸易摩擦：贸易摩擦加剧或引发关税壁垒及供应链中断风险，推高公司出口成本与经营不确定性，进而导致公司收入与净利润承压。

2、终端需求不及预期：终端需求复苏不及预期将直接削弱订单增长动能，导致营收承压并加剧库存去化难度。

3、产能拓展不及预期：产能拓展进度滞后可能制约公司承接增量订单的能力，进而影响市场份额扩张与规模效应释放。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万港元)

	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	3,362	3,067	3,727	3,671
现金	980	1,078	1,186	1,305
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	875	711	983	848
其他应收款	148	119	171	147
预付账款	0	0	0	1
存货	1,255	1,072	1,294	1,276
其他	104	87	93	94
非流动资产	3,151	3,231	3,324	3,424
金融资产类	0	0	0	0
权益法核算的投资	42	40	40	40
固定资产	2,697	2,832	2,917	3,005
商誉及无形资产	153	134	137	141
在建工程	0	0	0	1
其他	258	225	230	237
资产总计	6,513	6,298	7,050	7,095
流动负债	1,867	2,286	2,245	1,921
短期借款	614	1,229	974	939
应付款项	726	645	844	541
其他	527	413	427	442
非流动负债	1,111	637	771	840
长期借款	948	496	626	690
其他	164	141	145	150
负债合计	2,978	2,923	3,016	2,761
少数股东权益	87	96	95	92
归属母公司股东权益	3,447	3,280	3,939	4,241
负债和股东权益	6,513	6,298	7,050	7,095

利润表

(百万港元)

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	5,061	5,075	5,507	6,043
营业成本	3,705	3,724	4,022	4,433
毛利润	1,357	1,351	1,485	1,609
销售费用	225	231	248	270
管理费用	340	337	358	393
其他收入及收益	2	(5)	1	(6)
营业利润	793	777	880	941
财务费用	88	81	99	109
以权益法核算的投资收益	4	3	3	3
除税前溢利	675	666	727	776
所得税	80	79	87	92
净利润	594	587	640	684
少数股东损益	(14)	(9)	(7)	(10)
归属母公司净利润	608	596	647	694
EBITDA	1,209	1,242	1,385	1,503
EPS (最新摊薄)	0.58	0.57	0.62	0.67

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	20.49%	0.27%	8.51%	9.73%
营业利润	43.00%	-2.03%	13.23%	6.88%
归属母公司净利润	75.29%	-2.03%	8.59%	7.22%
获利能力				
毛利率	26.81%	26.62%	26.97%	26.63%
净利率	11.74%	11.56%	11.62%	11.31%
ROE	19.69%	19.28%	19.62%	18.55%
ROIC	6.90%	6.93%	6.89%	7.38%

现金流量表

(百万港元)

	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	761	1,350	807	1,123
净利润	608	596	647	694
折旧摊销	418	460	506	556
财务费用	107	107	116	127
投资损失	(4)	(3)	(3)	(3)
营运资金变动	(313)	294	(346)	(127)
其它	(55)	(104)	(112)	(123)
投资活动现金流	(276)	(230)	(248)	(251)
资本支出	(289)	(310)	(291)	(297)
长期投资	(67)	(35)	(34)	(45)
其他	80	115	77	91
筹资活动现金流	(356)	(651)	(757)	(710)
短期借款	2,242	1,796	1,860	1,966
长期借款	304	298	323	347
其他	(2,189)	(1,443)	(1,427)	(1,603)
现金净增加额	52	98	108	119

偿债能力

资产负债率	45.73%	46.41%	42.78%	38.92%
净负债比率	16.44%	19.15%	10.26%	7.48%
流动比率	1.80	1.34	1.66	1.91
速动比率	1.13	0.87	1.08	1.25

营运能力

总资产周转率	0.81	0.79	0.83	0.85
应收账款周转率	6.28	6.40	6.50	6.60
应付账款周转率	5.48	5.43	5.40	6.40

每股指标(港元)

每股收益	0.58	0.57	0.62	0.67
每股经营现金	0.73	1.30	0.78	1.08
每股净资产	3.32	3.15	3.79	4.07

估值比率

P/E	5.80	5.92	5.45	5.08
P/B	1.02	1.07	0.89	0.83
EV/EBITDA	1.89	1.91	1.76	1.44

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>