

2024.07.23

一文梳理全球头部鞋服制造企业

 评级: **增持**
 上次评级: 增持


刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

S0880122070070

本报告导读:

全球纺织制造行业经历五次转移, 头部制造商乘风而起; 鞋履制造商集中度较高, 龙头具备研发与管理优势; 服装制造商分工细化, 龙头追求一体化生产。

投资要点:

- 投资建议:** 目前下游去库基本结束, 通过头部制造公司订单跟踪情况来看, 订单恢复趋势无虞, 尤其龙头具备抢份额、拓客户逻辑值得期待, 推荐华利集团、申洲国际、裕元集团、九兴控股、晶苑国际、儒鸿、丰泰企业、超盈国际控股、钰齐-KY。
- 全球纺织制造行业五次转移, 头部制造商乘风而起。** 纺织制造属于劳动力密集产业(尤其鞋履制造), 因此全球纺织制造中心伴随各地劳动力成本优势的此消彼长而出现多次转移, 依次为英国、美国、日本、亚洲四小龙、中国大陆、东南亚。大部分头部鞋履制造商(如裕元、丰泰等)集中诞生于20世纪70-90年代(Nike目前前十大鞋履供应商中七家公司成立于本阶段), 头部服装制造商如申洲国际成立于1990年, 上述公司是全球纺织制造中心向亚洲四小龙、中国大陆转移的时代背景下的产物, 并且受益于产业中心的转移实现快速发展。
- 鞋履制造商: 行业集中度较高, 龙头研发及管理优势突出。** 主要特点: 1) **行业集中度较高:** 鞋产品制作环节较多, 壁垒相对较高, 同时各环节之间难以拆分, 因此行业集中度较服装代工行业更高。2) **劳动密集型:** 鞋履代工可实现自动化的环节相对更少, 劳动密集型的特点更为突出。3) **竞争壁垒主要体现在:** ①**管理能力:** 制造商的主要职责是将2D设计转化为3D的样品与成品, 因此竞争优势主要体现在生产环节的交期快、快反强、稳定性强、盈利能力强等, 归根结底与制造商的管理能力相挂钩。②**研发能力:** 部分制造商与品牌合作时间长达四五十年, 积累丰富产品研发经验, 且品牌方早年间主动与其在研发方面加强合作, 如1992年Nike首个亚洲研发中心在丰泰中国台湾总部成立。
- 服装制造商: 行业集中度偏低, 龙头追求一体化生产。** 主要特点: 1) **行业集中度较低:** 服装制作环节较鞋履更少(纱线-面料-成衣), 部分环节壁垒相对较低, 且各环节之间容易拆分, 因此集中度相对更低, 大部分企业聚焦在有限的环节重点发展。2) **制造商多谋求实现一体化:** 服装制造产业链中附加值比较高的环节是面料与成衣制作, 行业玩家大多希望涉及上述环节, 甚至是实现全环节的垂直一体化。3) **竞争壁垒主要体现在:** ①**垂直一体化:** 盈利优势突出, 实现难度也较大, 难点包括面料生产环节严格的准入条件、大量设备投入与资金要求、成衣环节的规模化生产等。②**产品研发能力:** 主要体现在面料、成衣制作环节, 如申洲国际为优衣库研发AIRism面料, 维珍妮采用无缝贴合等技术制作无缝服装等。
- 风险提示:** 终端需求恢复不及预期, 汇率大幅波动等

代码	公司名称	评级
0551	裕元集团	增持
2232	晶苑国际	增持
1836	九兴控股	增持
2111	超盈国际控股	增持
1476	儒鸿	增持
9910	丰泰企业	增持
9802	钰齐-KY	增持
2313	申洲国际	增持
300979	华利集团	增持

相关报告

纺织服装业《Nike下修收入指引, 制造龙头订单影响有限》	2024.07.02
纺织服装业《制造景气度向上, 品牌表现分化》	2024.06.12
纺织服装业《户外行业集中度提升, 关注品牌端投资机会》	2024.05.13
纺织服装业《制造反转确立, 运动前低后高》	2024.05.04
纺织服装业《纺织服装行业2024年春季投资策略》	2024.04.11

目录

1. 总结	4
1.1. 全球纺织中心多次转移，头部制造商乘风而起	4
1.1.1. 19 世纪：英国纺织业于第一次工业革命率先崛起	4
1.1.2. 20 世纪初：美国在第二次工业革命中取代英国成为全球纺织中心	5
1.1.3. 20 世纪中期：二战后日本纺织业水平处于领先地位	5
1.1.4. 20 世纪 70-90 年代：纺织业中心由日本转移至韩国、中国台湾、中国香港等地	6
1.1.5. 20 世纪末：加入 WTO 使中国加快全球化进程，助推纺织业发展	8
1.1.6. 21 世纪 10 年代：东南亚国家区位优势显著，中国产能逐渐外迁	10
1.2. 鞋履制造：行业集中度较高，龙头研发及管理优势突出	11
1.3. 服装制造：行业集中度偏低，龙头追求一体化生产	12
2. 鞋履制造商	14
2.1. 裕元集团：制造业务困境反转，零售业务预期谨慎	14
2.1.1. 制造业务：全球运动鞋制造龙头，利润修复空间较大	14
2.1.2. 零售业务：国内头部运动经销商，预计 2024 年销售额持平	16
2.2. 丰泰：Nike 前五大鞋履供应商，研发优势突出	17
2.3. 韩国泰光：Nike 前五大鞋履供应商，研发优势突出	20
2.4. 广硕：Nike 前十大鞋履制造商，首家中国大陆签约工厂	22
2.5. 清祿：Nike 前五大鞋履制造商，年产量近一亿双	23
2.6. 九兴：时尚鞋履制造龙头，低估值高股息标的	23
2.7. 韩国昌信：Nike 前五大鞋履制造商，数字化能力突出	25
2.8. 隆典：Nike 前十大鞋履制造商，年产量约五千万双	27
2.9. 志强：全球足球鞋代工龙头，2024 年订单显著修复	27
2.10. 钰齐：知名户外鞋履生产商，年初至今销售承压	29
3. 服装制造商	31
3.1. 超盈国际：全球知名弹性面料生产商	31
3.2. 天虹国际：全球最大的包芯棉纺织品供应商	32
3.3. 儒鸿：全球知名一体化弹性成衣制造商	33
3.4. 晶苑国际：全球领先服装制造商，产品组合多元	35
3.5. 鹰美：知名运动服代工龙头，Nike 占比超 60%	36
3.6. 维珍妮：全球 IDM 内衣龙头，贴身内衣及运动品类驱动增长	38
4. 投资建议	39
5. 风险提示	40

表1: 本报告覆盖公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价	盈利预测(EPS)			PE			评级
				2024	2025	2026	2024	2025	2026	
申洲国际	2313.HK	HKD	70.5	4.1	4.8	5.6	17	15	13	增持
华利集团	300979.SZ	CNY	58.1	3.4	4.0	4.6	17	15	13	增持
裕元集团	0551.HK	HKD	12.5	1.6	1.8	2.0	8	7	6	增持
丰泰企业	9910.TW	TWD	137.5	7.2	8.8	9.1	19	16	15	增持
九兴控股	1836.HK	HKD	12.9	1.6	1.8	2.0	8	7	7	增持
钰齐-KY	9802.TW	TWD	113.0	8.2	12.2	15.8	14	9	7	增持
超盈国际控股	2111.HK	HKD	2.2	0.5	0.6	0.6	5	4	3	增持
儒鸿	1476.TW	TWD	536.0	23.2	27.0	32.1	23	20	17	增持
晶苑国际	2232.HK	HKD	3.5	0.6	0.7	0.8	6	5	5	增持

数据来源: Wind, 彭博, 国泰君安证券研究 (注: 收盘价为7月22日收盘价)

1. 总结

1.1. 全球纺织中心多次转移，头部制造商乘风而起

全球纺织制造行业经历五次转移。由于纺织制造行业整体来看的劳动力密集属性相对比较明显（尤其是鞋履制造），因此全球纺织制造中心伴随各地劳动力成本优势的此消彼长而出现多次转移，依次为英国、美国、日本、亚洲四小龙、中国大陆、东南亚。

表2: 全球纺织制造行业经历五次转移

时间	全球纺织中心	转移原因
19 世纪	英国	纺织机器与蒸汽机在英国发明
20 世纪初-40 年代	美国	美国棉花产业快速发展，逐步成为纺织原料出口中心，叠加工业技术的推广，美国取代英国成为纺织制造中心
20 世纪 50-60 年代	日本	美国劳动力成本上升、纺织业附加值对比其他制造业偏低；日本劳动力丰富，在美国扶植下，纺织业快速发展
20 世纪 70 年代-90 年代	韩国、中国台湾、中国香港等“亚洲四小龙”	日本劳动力优势降低；韩国、中国台湾和中国香港等地劳动力成本低、对外开放程度高
21 世纪初-21 世纪 10 年代	中国大陆	韩国、中国台湾和中国香港等地劳动力成本上升，货币升值，贸易优势减弱；中国 2001 年加入 WTO，对外贸易加速发展，劳动力丰富且低廉；2005 年纺织服装配额制度取消
21 世纪 10 年代至今	东南亚	中国成本优势减弱，东南亚国家劳动力、贸易环境优势凸显

数据来源：国泰君安证券研究

1.1.1. 19 世纪：英国纺织业于第一次工业革命率先崛起

第一次工业革命使英国纺织业迅速发展。1733 年，约翰·凯发明了飞梭，使织布速度翻倍；1764 年，珍妮纺纱机的出现大幅提高了纺纱效率，成为第一次工业革命的开端；1769 年，瓦特改良了蒸汽机，解决其效率低下和输出不稳定问题，为后续蒸汽机在纺织工厂得到广泛应用奠定基础。工业革命期间，英国棉纺织业从以家庭作坊为主逐渐转型为工厂化生产，同时通过从印度殖民地进口低价原料，于国内加工制造，并出口至世界各地，成为全球纺织业中心。

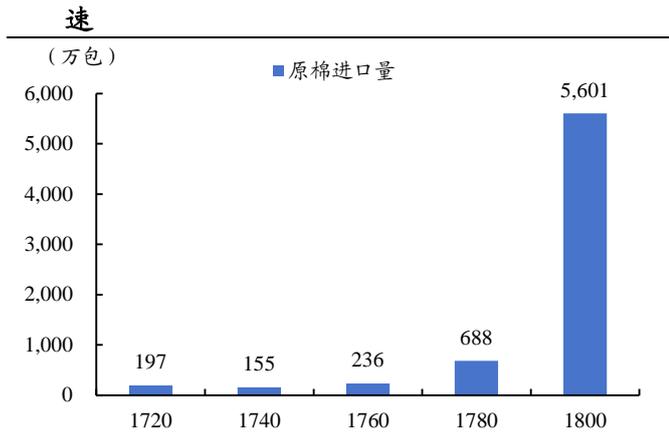
表3: 18 世纪英国纺织业实现多次技术革新

年份	技术	影响
1733	飞梭	使用者能操作更宽的织机，织布速度翻倍
1764	珍妮纺纱机	同时拉伸多根纱线，织布速度提高 8 倍，一定程度上解决了纺纱和织布效率的不同步问题
1769	水力纺纱机	织布速度提高 20 倍，解决珍妮机动力不足问题
1779	骡机	可推动 300-400 个纱锭，纺出细致且牢固的纱线
1785	动力织布机	第一种由蒸汽机驱动的织机，使织布速度提高 40 倍，大规模生产成为可能

数据来源：《织机的革命：从手工到工业，纺织技术的演变及其对社会的影响》，国泰君安证券研究

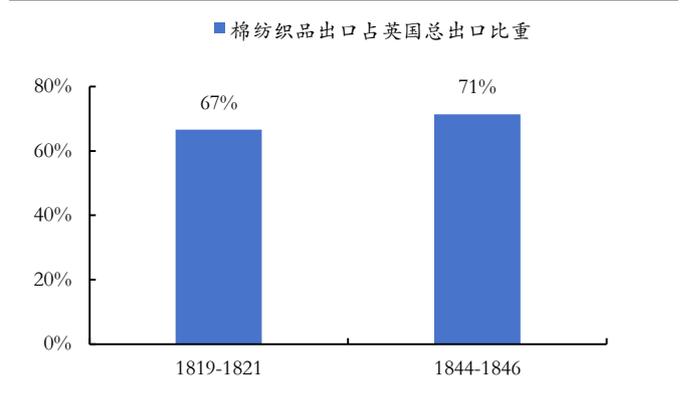
英国原棉进口量增速迅猛，出口占比大幅提高。1720 年英国原棉进口量仅为 196.8 万包，但由于第一次工业革命期间棉纺织业的快速发展，原棉需求量急剧扩大，1800 年进口量达到 5601.1 万包，增长将近 30 倍。根据《中国纺织经济》，19 世纪英国棉纺锭数的出口值占英国总出口值的 70%，1851 年英国棉纺织品出口占其总产量的 61%，占国内总出口的 40%，1890 年英国棉纺纱产量达到 4240 万锭（美国/日本分别为 1400 万/28 万锭）。

图1: 第一次工业革命期间英国原棉进口量增长迅速



数据来源:《British Historical Statistics》, 国泰君安证券研究

图2: 英国棉纺织品出口值占全球总出口值比重较高

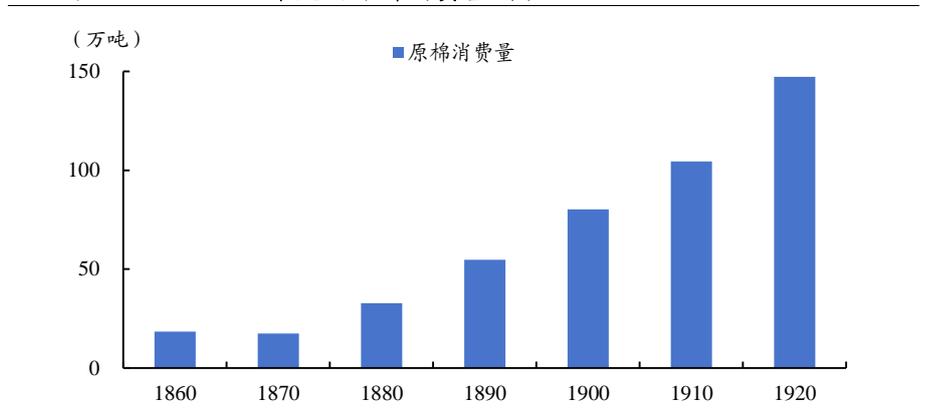


数据来源:《中国纺织经济》, 国泰君安证券研究

1.1.2. 20 世纪初: 美国在第二次工业革命中取代英国成为全球纺织中心

纺织业资源与创新使美国成为纺织中心。18 世纪末,“美国工业革命之父”塞缪尔将水力纺织机引入美国,并建立美国第一所棉纺织厂。19 世纪初,动力织布机、多轴纺纱机在美国得到广泛使用。1794 年,轧棉机在美国出现,降低了纺织业的原棉成本,使美国棉花出口量在 1860 年达到 20 亿磅。第二次工业革命期间,美国原棉消费量自 1870 年的 17.4 万吨增长至 1910 年的 104.5 万吨,涨幅近五倍。一战爆发使英国出口陷入低迷,由于美国强大的原棉资源、劳动力资源与工业化基础,全球纺织中心从英国转移至美国。

图3: 1880-1920 年美国原棉消费量增长五倍



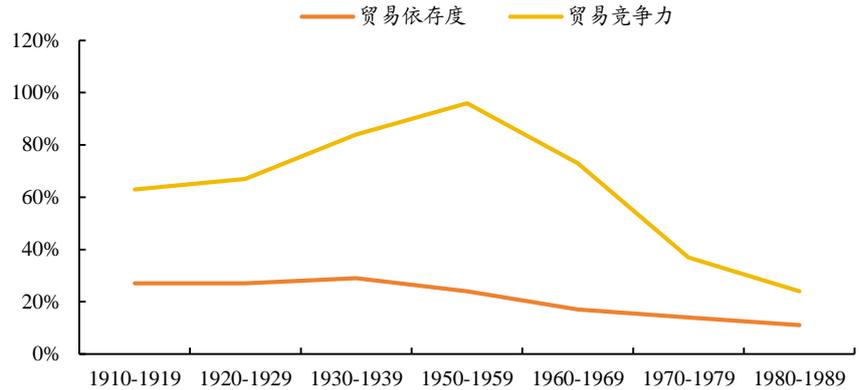
数据来源:《世界历史统计》, 国泰君安证券研究

1.1.3. 20 世纪中期: 二战后日本纺织业水平处于领先地位

英美纺织业在多重冲击下急剧衰退。二战结束使全球对纺织工业的需求迅速萎缩,1929 年开始的经济大萧条进一步加剧纺织业衰退。与此同时,西方国家税收制度逐渐沉重,社会福利成本、劳动力成本上升,纺织企业承受较大经济压力。从产业结构升级的角度,新兴产业的广泛兴起也导致作为传统工业的纺织业附加值降低。这推动西方国家在二战后将纺织工业向更具成本优势的地区转移。

日本承接西方制造业务,纺织业成为亚洲领先。日本是亚洲的纺织业先驱,其近代纺织业发展始于 1860 年明治维新,得益于“殖产兴业”政策对棉花生产的积极推动。日本纺织业发展历经进口、生产和出口,工业化水平逐渐呈现赶超西方国家的趋势。20 世纪 30 年代到 60 年代,日本借助于欧美的资金和技术,利用其较低劳动力成本的竞争优势快速发展纺织业。

图4: 日本纺织服装产业在1930-1960年达到顶峰



数据来源:《The Rise and the Demise of Textile and Clothing in Economic Development: the Case of Japan》, 国泰君安证券研究

注: 贸易竞争力数据来源为日本所有纺织品服装和合成纤维, 计算方法为: 贸易竞争力=(出口-进口)/(出口+进口); 贸易依存度=纺织品服装总出口/纺织品服装总产出。

1.1.4. 20世纪70-90年代: 纺织业中心由日本转移至韩国、中国台湾、中国香港等地

日元升值, 产品成本竞争力减弱。随着战后日本经济整体水平迅速恢复, 其与美国的贸易摩擦逐渐加剧, 日本被迫主动降低纺织品出口量。1970年起, 布雷顿森林体系和史密斯协议对日元增值作用逐渐显现, 美元兑日元汇率大幅下跌, 日本纺织产品在国际市场上的竞争力减弱。但是, 这种情况也促使日本纺织业向成本较低的海外地区拓展。

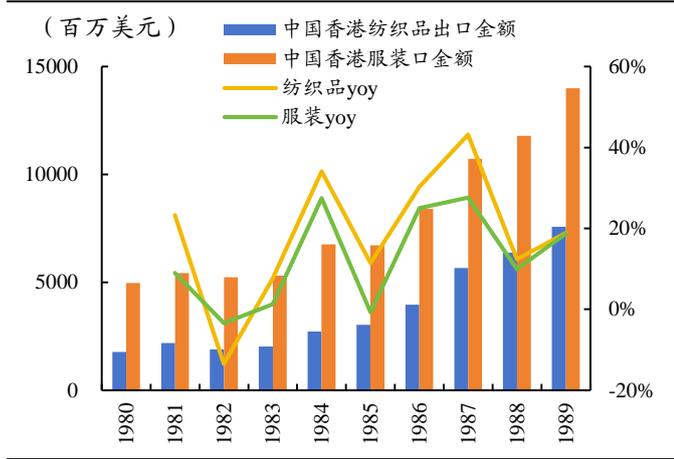
图5: 1970年起美元兑日元汇率大幅下跌



数据来源: OECD, 国泰君安证券研究

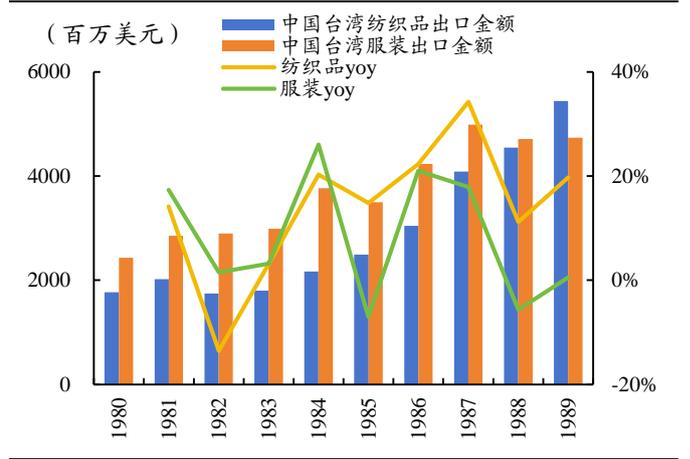
亚洲四小龙成为日本纺织产业转移地。在日本纺织业及其他制造业寻求外迁的背景下, 兼具相似地理文化优势和开放经济环境的亚洲四小龙成为了产业转移的首选目的地, 中国香港、中国台湾、韩国和新加坡成为全球纺织工业的新起之秀。这些地区凭借较低的劳动力成本迅速消化转移的产能, 并积极拓宽对外贸易, 纺织品和服装的产值、出口量快速攀升。

图6: 1980-1989年中国香港纺织品、服装出口金额迅速提升



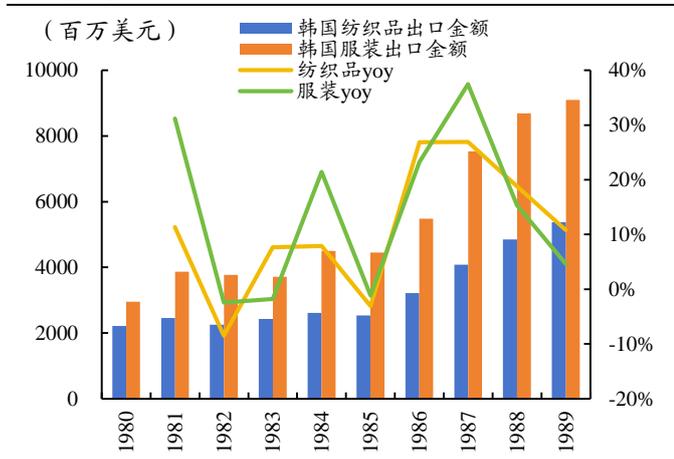
数据来源: WTO, 国泰君安证券研究

图7: 1980-1989年中国台湾纺织品、服装出口金额迅速提升



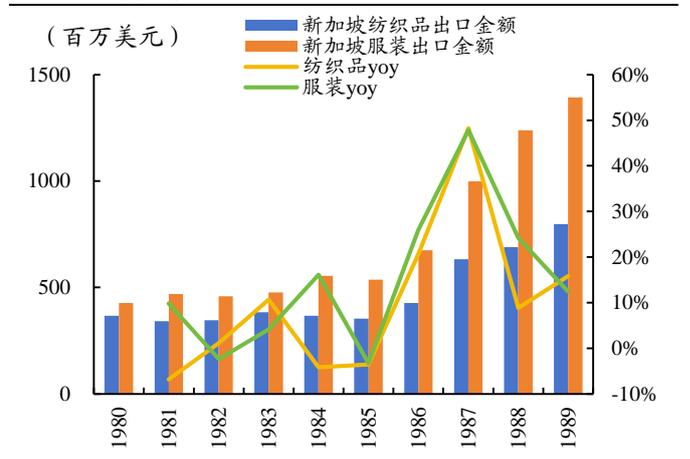
数据来源: WTO, 国泰君安证券研究

图8: 1980-1989年韩国纺织品、服装出口金额迅速提升



数据来源: WTO, 国泰君安证券研究

图9: 1980-1989年新加坡纺织品、服装出口金额迅速提升



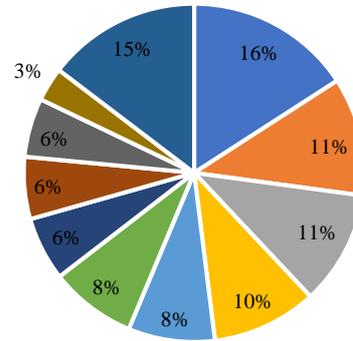
数据来源: WTO, 国泰君安证券研究

本阶段全球纺织制造中心向亚洲四小龙的转移, 催生了一批韩国、中国台湾、中国香港优秀制造企业的诞生:

- **鞋履制造商:** 清禄、丰泰、韩国泰光、隆典、韩国昌信、隆典、广硕、九兴等知名中国台湾、韩国鞋履制造企业均成立于本阶段。一方面, 全球纺织中心从日本向亚洲四小龙的转移催生了这批企业的诞生; 另一方面, Nike 前身蓝带公司于1971年成立, 1972年Nike正式成立, Nike鞋履制造商伴随其成长, 与其建立了深厚稳固的合作关系, 并一直延续至今 (Nike目前前十大鞋履供应商中七家公司成立于本阶段)。

图10: Nike目前前十大鞋履供应商中七家公司成立于20世纪70-90年代

■ 丰泰 ■ 裕元 ■ 泰光 ■ 昌信 ■ 清禄 ■ 华利 ■ 隆典 ■ 广硕 ■ PRATAMA ■ KMK ■ 其他



数据来源: Nike 官网, 国泰君安证券研究

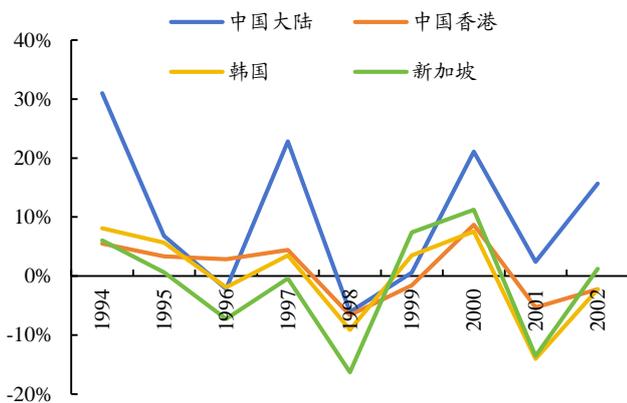
注: 数据截至 2024 年 3 月; 统计口径为代工工人数量

- **服装制造商:** 伴随全球纺织业中心转移, 本阶段在亚洲四小龙地区成立的服装制造商数量同样较多, 其中晶苑国际和儒鸿成长为如今服装制造的龙头企业。我们认为服装制造行业集中度相对更低, 竞争更为激烈, 因此能够存续至今并成为龙头的企业数量更为有限。

1.1.5. 20 世纪末: 加入 WTO 使中国加快全球化进程, 助推纺织业发展

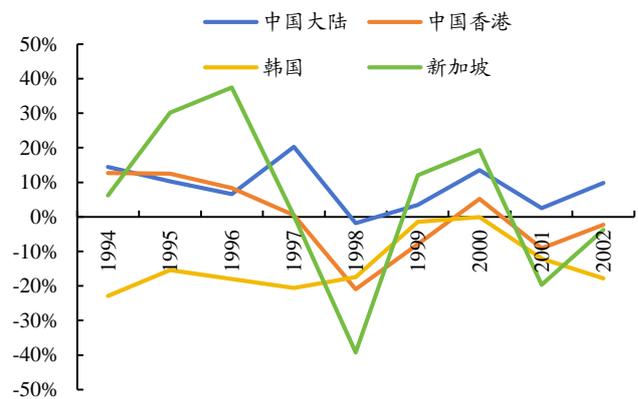
贸易环境恶化, 亚洲四小龙纺织业出口下滑。 亚洲四小龙很快面临和日本相同的问题, 例如逐渐失去廉价劳动力优势和价格竞争优势、受制于发达国家的贸易保护措施等, 其纺织业发展面临巨大的挑战和压力, 不可避免地进入衰退期, 产能逐渐向高附加值环节和其他地区转移。

图11: 1994-2002 年中国大陆纺织品+服装出口总额增速亚洲领先



数据来源: WTO, 国泰君安证券研究

图12: 1994-2002 年中国大陆鞋履出口额持续增长

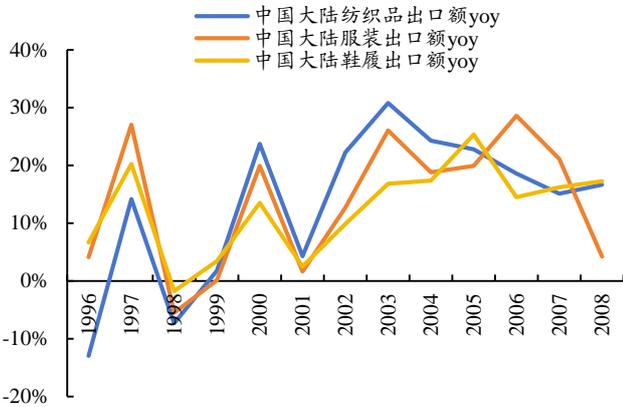


数据来源: UN Comtrade, 国泰君安证券研究

21 世纪初: 中国大陆内外部条件优越, 纺织业出口崛起。 中国纺织业建立初期发展缓慢, 在质量、产量和成本方面均缺乏竞争力。20 世纪初, 华资兴建纺织厂, 国内纱锭、布机数量迅猛提升。进入新世纪以来, 得益于政策支持 and 市场开放, 中国大陆加速承接产能转移, 加工量和产量持续增长。此外, 中国于 2001 年加入 WTO, 获得更宽松的贸易出口条件。自 2005 年 1

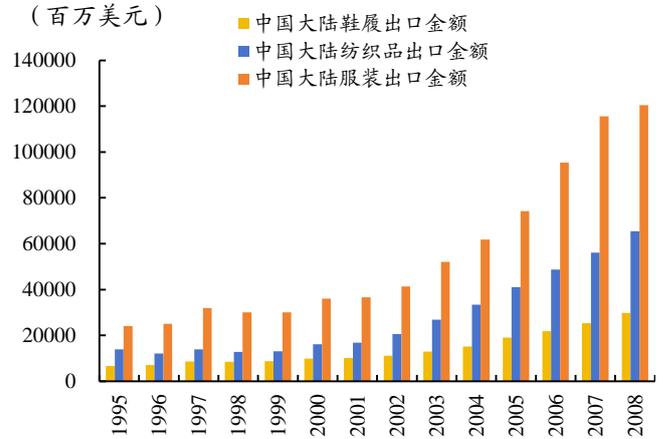
月 1 日起，WTO 取消纺织品出口配额，这意味着中国纺织品可以不受限制地进入国际市场，充分发挥比较优势。国内纺织业迎来了新的发展机遇，增长势头更加强劲。

图13: 21 世纪初中国大陆纺服、鞋履出口额增速保持较高水平



数据来源: WTO, UN Comtrade, 国泰君安证券研究

图14: 21 世纪初中国大陆纺服、鞋履出口额大幅提升



数据来源: WTO, UN Comtrade, 国泰君安证券研究

本阶段全球纺织制造中心向中国大陆转移，催生了一大批大陆制造企业的诞生。同时，时代红利充分激发出这批企业的成长活力，如申洲国际借此契机发展成为目前全球第一大针织成衣制造企业。

- **服装制造商:** 本阶段成立的代表性服装制造龙头企业为申洲国际(1990年成立于浙江宁波)。由于全球纺织制造中心向中国大陆转移，优衣库将供应链从日本转移至中国。在此背景下，申洲国际凭借优异的产品质量及交付能力成功于 1997 年切入优衣库供应链。优衣库订单在 2005 年之前贡献申洲国际约 60%左右收入，是其能够在时代浪潮中率先崛起的关键。

图15: 2000 年左右优衣库供应链主要集中在国内



数据来源: 公司公告

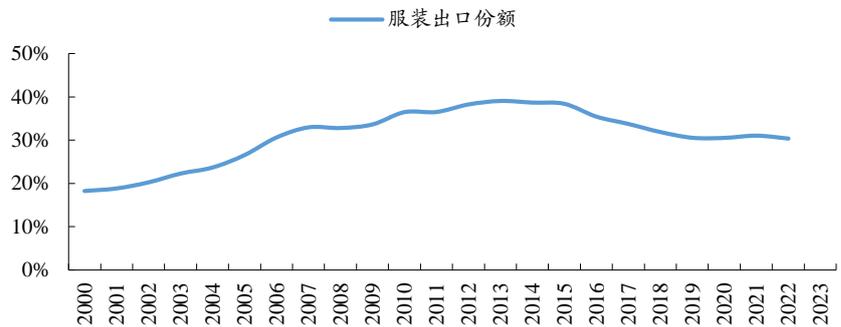
- **鞋履制造商:** 经过上一阶段众多鞋履制造企业的密集成立，本阶段成立的鞋履供应商数量减少，目前成为行业龙头的主要为华利集团、志强、钰齐。丰泰、裕元等上一阶段成立的制造商大多以生产跑鞋、篮球鞋为

主，且多为 Nike 供应链企业；而志强、钰齐的主要产品类型与它们存在明显不同，志强以足球鞋生产为主，钰齐主要代工户外鞋。华利集团是唯一一家在本阶段成立并切入 Nike 前十大鞋履制造商的代工商，这主要得益于其优异的硫化鞋制造能力，成功帮助 Nike 解决在硫化鞋供应链方面的棘手问题。

1.1.6. 21 世纪 10 年代：东南亚国家区位优势显著，中国产能逐渐外迁

中国大陆劳动力红利消退，纺织产业发展逐渐饱和。同亚洲四小龙一样，中国大陆纺织产业趋于饱和，逐渐向高附加值产业链升级。此外，纺织企业还面临日渐严苛的社会经济条件，如制造业人均工资上涨、工业用地价格攀升、环保支出增加、贸易壁垒加剧，这导致其利润迅速收缩。

图 16: 2010 年至今中国服装出口份额有所下降



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

东南亚国家多重优势引领产能转移。东南亚国家较中国大陆展现出显著优势，主要得益于其具备充足的低廉劳动力，如越南制造业人均工资远低于中国。此外，东南亚国家政府提供税收优惠政策，工业园区配备相对完善的基础设施，为纺织业发展提供有力支持。东南亚国家在与欧盟、美国等主要市场之间的关税政策方面亦占据较大优势，进一步提升其全球竞争力。这些因素共同作用，推动东南亚国家在全球纺织服装、鞋履出口市场中份额持续上升。

表 4: 东南亚人力成本优势、税收优势显著

	中国	越南	印尼
劳动力人口	截至 2022 年末，约 7.7 亿人	截至 2023 年末，约 6855.6 万人	截至 2023 年末，约 1.9 亿人，劳动参与率为 69.30%
平均工资	2022 年制造业人均月薪为 8127 元/月	2022 年制造业人均月薪为 2210 元/月	2023 年制造业人均月薪为 1401 元/月
行业基础设施	中国制造业生产能力较强，产业链完整。中国制造业增加值占全成厂房，配套的电力、供水、排污、道路全球比重约 30%，连续 14 年位居等基础设施，同时工业园区内的企业享有全球首位。	越南已成立近 400 个工业区，园区内有现成的电力、供水、排污、道路等基础设施，同时工业园区内的企业享有一定的所得税、关税政策。	截至 2022 年印尼共有 135 家工业园区，其中一半以上位于爪哇。园区拥有工业所需的电力、天然气、水等能源，部分工业园区内的公司无需获得建筑许可证即可开工，同时在工业园区的公司享有税收优惠。
政治安全因素	政治及治安稳定	罢工现象频发	政治及治安较为稳定，偶有劳工游行事件
税收	普通企业所得税率 25%，高新技术外商投资项目税收减免期限最多 15 年，术企业 15%	最低税率为 10%。	标准企业所得税税率为 22%，对在指定地区从事高投资价值、出口业务、劳动密集型、本土化成分高的有限责任公司，投资额的

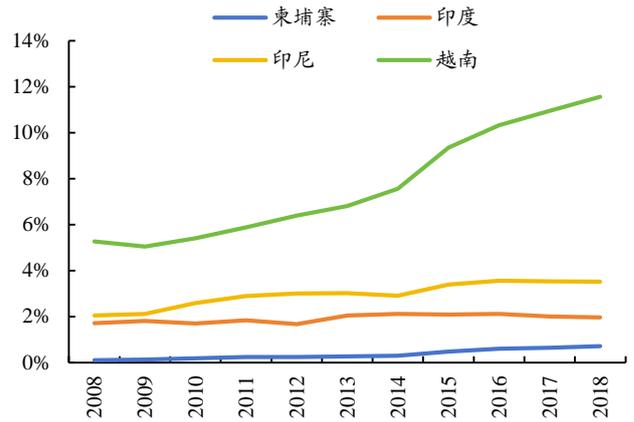
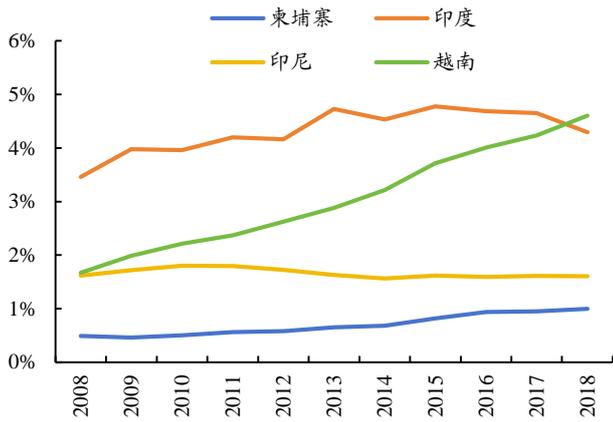
30%可抵减应纳税所得，自生产经营起6年内税率为5%。

出口欧盟采用12%关税；出口美国采用15.9%基准税率以及7.5%的附加税
与欧盟坚定EVFTA自由贸易协定，享受对美出口享有普惠制待遇，数千项货物减免零关税优势；对美出口享受基准税率关税；对欧盟出口享有免关税政策

数据来源：Wind, CEIC, European Commission, Trading Economics, 国家统计局, 环球印象, 国泰君安证券研究

图17: 东南亚国家纺织服装出口额占全球纺织服装总出口额比例提升

图18: 东南亚国家鞋履出口额占全球鞋履总出口额比例提升



数据来源：WTO, 国泰君安证券研究

数据来源：UN Comtrad, ITC, 国泰君安证券研究

1.2. 鞋履制造：行业集中度较高，龙头研发及管理优势突出

全球知名鞋履制造商包括：裕元集团、华利集团、韩国泰光、丰泰企业、清祿、广硕、九兴、韩国昌信、隆典、志强、钰齐等。其中大部分企业以生产运动鞋为主，除钰齐、九兴外均为 Nike 前十大鞋履供应商。

图1: 全球头部鞋履供应商包括裕元集团、华利集、韩国泰光、丰泰企业等

	裕元集团	华利集团	韩国泰光	丰泰企业	清祿	广硕	九兴	韩国昌信	台湾隆典	志强	钰齐
Nike	√(40.3%)	√(37.8%)	√	√(85%)	√(90%+)	√(45-50%)	√	√	√	√(36%)	
Adidas	√(20.4%)				√	√				√(54%)	
VF		√(11.8%)									
Deckers		√(20.2%)									
Puma	√	√(7.0%)							√	√	
Columbia	√	√				√					
UA		√(5.6%)					√			√	
Mizuno	√				√						
Reebok	√	√			√	√			√		
Crocs						√			√		
New Balance	√	√							√		
Converse	√	√							√		
Asics	√	√							√	√	
Altra		√									√
MERRELL	√						√				√
Timberland	√						√				√
Vans	√	√									√
UGG		√					√				
HOKA		√					√				
Saucony	√						√				
On		√									√
其他	Arc'teryx、Danner、Decathlon、Salomon等	Lululemon等			FOOTJOY等	Hurley、Levi's、Tom Tailor、SKECHERS、李宁、安踏、特步等	Vivobarefoot、Camper、Vionic、Coach、Cole Haan、Tory Burch等		K-SWISS、Fila等	Brooks等	The North Face、Salewa、Meindl、La Sportiva、Engelbert Strauss等
规模	23年出货量2.2亿双	23年销量1.9亿双	21年产能为1.14亿双	23年产量1.12亿双	21年产量近1亿双	20年产量约9000万双	21年出货量5580万双	20年产量4000+万双	17年产量4320万双	21年产量为3249万双	20年产量约2000万双

数据来源: 公司官网, 公司公告, 国泰君安证券研究

注: 括号内为收入占比, 华利集团、裕元集团、丰泰企业、志强为 2023 年数据

我们认为, 鞋履代工行业拥有以下三大特点:

1) **行业集中度较高:** 鞋产品制作环节较多, 壁垒相对较高, 同时各环节之间难以拆分, 因此行业集中度较服装代工行业更高。

2) **劳动密集型:** 相比于服装代工, 鞋履代工可实现自动化的环节相对更少, 劳动密集型的特点更为突出, 全球制鞋中心向低劳动力成本的区域进行多次转移。

3) **龙头竞争壁垒主要体现在:**

①**管理能力:** 鞋履研发创新主要分为两种, 分别是基于材料科技的研发创新和基于运动科学研究成果应用的创新, 前者主要依托于上游化工企业, 后者主要依托于品牌方。制造商的主要职责是将 2D 设计转化为 3D 的样品与成品, 因此竞争优势主要体现在生产环节的交期快、快反强、稳定性强、盈利能力强等, 这些归根结底与制造商的管理能力相挂钩。

②**研发能力:** 部分制造商与品牌合作时间长达四五十年, 一方面多年的行业经验使得制造商积累起丰富的产品研发经验; 另一方面品牌方早年间主动与其在研发方面加强合作, 助力制造商研发能力提升, 如 1992 年 Nike 首个亚洲研发中心在丰泰中国台湾总部成立。

1.3. 服装制造: 行业集中度偏低, 龙头追求一体化生产

全球知名服装制造商包括: 申洲国际、儒鸿、晶苑国际、超盈国际、天虹国际、鹰美、维珍妮等。其中各企业产品种类较为不同, 根据主要产品类型, 大致可分别三类:

- 1) 成衣制造为主: 申洲国际、儒鸿、维珍妮、鹰美、晶苑国际。
- 2) 面料制造为主: 儒鸿、超盈国际。
- 3) 纱线制造为主: 天虹国际。

图2: 全球头部鞋履供应商包括裕元集团、华利集团、韩国泰光、丰泰企业等

客户	申洲国际	儒鸿	维珍妮	超盈国际	鹰美	晶苑国际	天虹国际
Nike	√(30.8%)	√	√		√	√	
Adidas	√(14.8%)	√	√			√	
优衣库	√(24.0%)		√	√		√	
Puma	√(10.0%)	√			√	√	
UA		√	√	√		√	
J.C.P		√					
Lululemon	√	√	√	√		√	
Fila		√		√			
Target		√				√	
维密			√	√		√	
Gap		√				√	
安踏	√			√			
北面					√	√	
其他	法国鳄鱼、李宁、特步等	Reebok、Walmart、Sears、C.K、Polo Ralph Lauren等	Google、NEIWAI、Ubras、Gymshark等			H&M、Levi's、A&F、VF、L Brands、Marks&Spenners、GU、PINK、UA等	3000+国内外优质客户
主要产品类型	运动服、休闲服、内衣等	针织布、成衣(弹性产品为主)等	内衣、运动内衣、运动紧身裤、消费电子配件、胸杯等	弹性织物面料、弹性织带和蕾丝等	运动服等	休闲服、牛仔服、贴身内衣、毛衣、运动服和户外服等	纱线、面料、服装等

数据来源: 公司官网, 公司公告, 国泰君安证券研究 (注: 申洲国际客户收入占比数据来自 2023 年)

我们认为, 服装代工行业拥有以下三大特点:

1) 行业集中度较低: 服装制作环节较鞋履更少 (纱线-面料-成衣), 部分环节壁垒相对较低, 且各环节之间容易拆分, 因此行业集中度相对于鞋履代工行业更低, 大部分企业聚焦在产业链当中有限的环节重点发展。

2) 制造商多谋求实现一体化: 在服装制造产业链当中, 附加值比较高的环节是面料与成衣制作, 而纱线环节的盈利能力相对较低。行业参与者多谋求能够涉及到高附加值的面料及成衣制作环节, 甚至是希望通过实现全环节的垂直一体化来提升盈利能力。

3) 龙头竞争壁垒主要体现在:

①垂直一体化: 垂直一体化优势突出, 但实现难度也较大。**如果成衣企业向上布局面料环节:** 将要面对面料生产环节严格的准入条件, 同时区别于成衣制造为劳动密集型环节, 面料生产环节需要大量设备投入, 对于资金要求较高, 且面料研发能力也需要时间积累与资金投入。**如果面料企业向下布局成衣环节:** 一方面, 面料企业向下游拓展将面临与现有成衣客户的利益冲突。另一方面, 增加成衣环节后能否开拓足够多的品牌客户以实现规模化生产, 也是面料企业将会面临的难题。

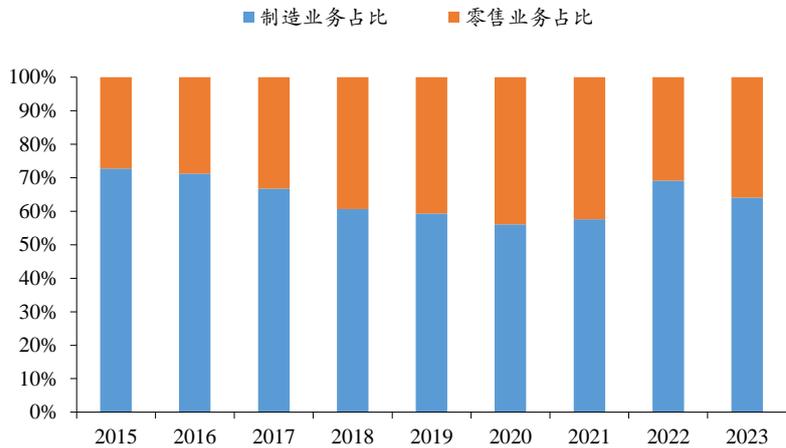
②产品研发能力: 研发主要体现在面料、成衣制作环节, 纱线环节的研发属性相对较弱。其中, 面料环节的可创新空间最大, 成衣的功能性大多通过面料实现, 如申洲国际为优衣库研发 AIRism 面料, 超盈国际为 Lululemon 提供高科技弹性面料; 成衣环节的研发如维珍妮采用无缝贴合等技术制作无缝服装、采用注塑成型的技术制作运动内衣、贴身内衣等。

2. 鞋履制造商

2.1. 裕元集团：制造业务困境反转，零售业务预期谨慎

全球最大的运动鞋制造商，中国 TOP2 运动鞋服经销商。公司于 1988 年在中国台湾成立，1992 年在中国香港上市，目前主营业务包括鞋履制造和运动鞋服零售，2023 年制造业务/零售业务收入占比分别为 64.12%/35.88%。

图19: 2023 年裕元集团制造业务/零售业务收入占比 64.12%/35.88%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

2.1.1. 制造业务：全球运动鞋制造龙头，利润修复空间较大

运动鞋代工为主，实现产业链垂直整合。在公司成立之初，其主营业务为生产帆布鞋。自 1978 年起，公司开始涉足运动鞋制造领域，并于 1979、1987 年先后与 Adidas、Nike 建立合作关系，一直持续至今。在产能方面，1992、1994 年公司先后在印尼、越南建立了生产基地；2002 年公司通过收购宝成工业旗下的 67 家公司（主要从事原料、模具、设备及鞋类配件的制造），实现了生产环节的垂直整合。此外，公司还通过收购其他公司和成立合资企业，横向拓展至休闲鞋、女鞋等产品线。

表5: 裕元集团制造业务历经五十余年发展

年份	事件
1969	蔡氏家族于中国台湾开始进入鞋履制造业，主要产品为帆布及胶鞋
1970	蔡氏家族开始采用代工模式制造运动鞋
1988	蔡氏家族在中国香港成立裕元，制造品牌运动鞋及运动风休闲鞋。蔡氏家族亦为裕元母公司——中国台湾上市的宝成工业股份有限公司(9904.TT)的主要股东。集团进驻中国，在沿海地区设立多个生产基地
1992	集团开始生产休闲鞋，并在印尼设立生产基地
1994	集团在越南设立生产基地
2002	裕元从宝成收购共 67 间从事鞋类上游制造(原材料、模具及鞋材等)的公司
2003	裕元收购鹰美(国际)控股有限公司。该公司专门制造运动服装
2004	裕元收购其利工业集团有限公司股权。该公司为知名运动袋、背包及旅行配件之设计开发制造商
2009	集团在柬埔寨及孟加拉设立生产基地
2015	集团在缅甸设立生产基地
2023	与印度泰米尔纳德邦政府订立合作备忘录以多元化产能配置

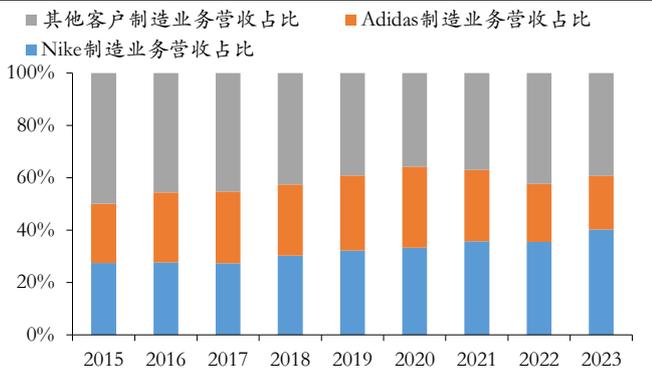
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

客户：集中度较高，Nike、Adidas 收入占比合计过半。裕元集团制造业务

的客户集中度较高，CR5 占比约为 80%，Nike、Adidas 合计收入占比超过 50%。其中，Nike 占比呈现稳步上升的趋势，2023 年突破 40%；Adidas 收入占比在 20%-30%间波动。

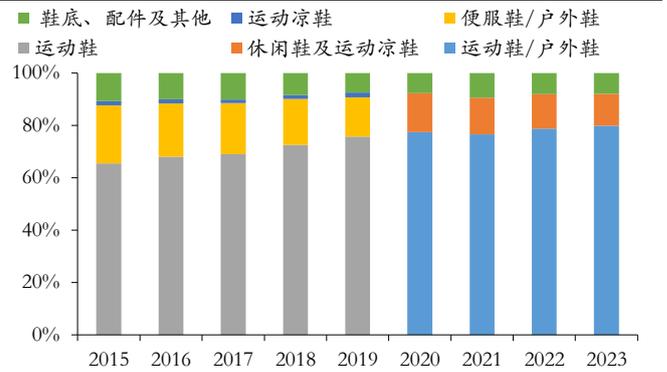
产品：运动鞋及户外鞋占比约 80%，呈上升趋势。裕元集团生产以运动鞋产品为主，2015-2019 年运动鞋收入占比由 65%提升至 76%，2020 年变更统计口径，运动鞋及户外鞋收入占比由 2020 年的 77%提升至 80%。

图20: Nike、Adidas 合计占公司制造业务收入 50%+



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图21: 运动鞋贡献裕元集团制造业务大部分收入

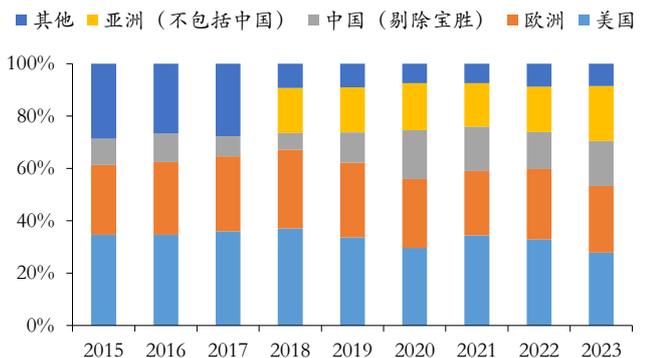


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

市场：主要地区收入占比分布均衡。2023 年美国/欧洲/亚洲/中国/其他占比 28%/25%/21%/17%/9%，主要地区收入占比分布较为均衡。

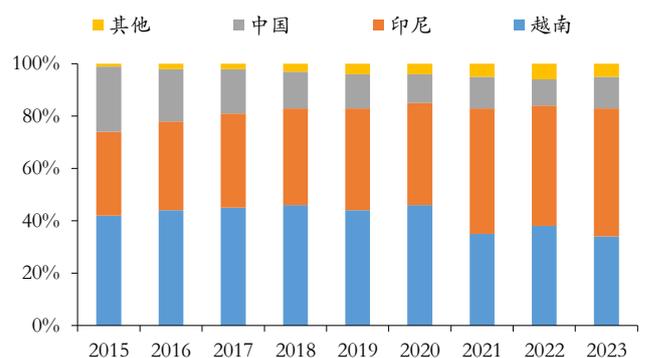
产能：印尼占比近年来有所提升。裕元集团生产基地主要位于越南、印尼、中国、柬埔寨、孟加拉、缅甸等地区。2015-2023 年公司印尼产能占比由 32% 提升至 49%，取代越南成为第一大产能国。

图22: 裕元集团美国、欧洲、中国、亚洲（除中国）收入占比分布较为均衡



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

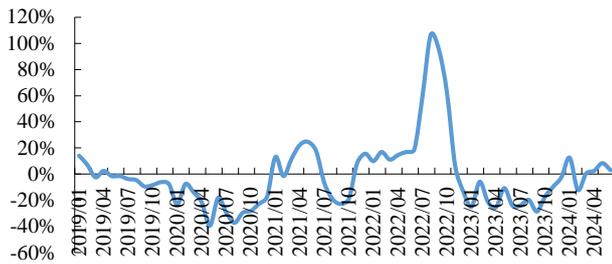
图7: 近年来裕元集团印尼产能占比逐步提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

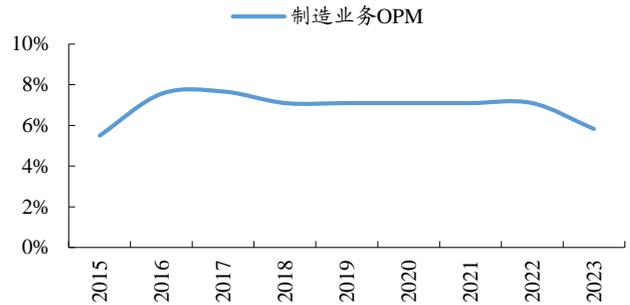
2024 年订单恢复，利润率有望显著修复。下游品牌去库结束，裕元集团订单逐步回暖，2024 年 1-6 月收入累计增速约为 2.4%，我们预计 2024 年公司制造业务销量增速约为中高单位数。同时，产能利用率的恢复带动公司利润率逐步修复，我们预计 2024 年公司制造业务经营利润率有望修复至 6-7%。此外，公司经营中心重新回归至制造业务，并采取了精简管理架构的减费提效举措。

图 8: 2024 年至今裕元集团制鞋业务收入增速转正



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 9: 2023 年裕元集团制鞋业务 OPM 仅为 5.8%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.1.2. 零售业务: 国内头部运动经销商, 预计 2024 年销售额持平

中国 TOP2 运动鞋服经销商。公司自 1992 年开始经营运动鞋服零售业务, 获得匡威中国独家特许经营权。2001 年, 公司开始在北京分销 Nike、Adidas、锐步等国际知名运动品牌, 此后进一步将业务拓展至全国。2008 年公司控股子公司宝胜国际在中国香港上市, 伴随国内运动鞋服市场发展而稳健增长, 2020-2022 年受疫情影响营收有所波动。

表 6: 裕元集团自 1992 年开始经营运动鞋服零售业务

年份	事件
1992	负责下游分销的子公司宝胜国际成立, 公司从匡威开始拓展品牌代理业务
2001	设立北京宝盛道吉体育用品有限公司, 在中国内地开展 Nike、Adidas 和锐步分销零售业务
2002	在一线城市与 495 名经销商合作, 开设 98 间零售店
2004	宝胜国际设立五家非全资子公司, 业务向三四线城市拓展
2006	公司整合全国运动营销通路资源, 创立自有品牌 YYSPO RTS 胜道
2008	零售业务与品牌代理业务实现分拆, 子公司宝胜国际在中国香港交易所主板上市
2013	宝胜国际整体营收达人民币 100 亿元
2014	宝胜国际取得 Pony 独家品牌代理权
2019	宝胜国际实现全渠道销售

数据来源: 公司招股说明书, 公司官网, 国泰君安证券研究

合作品牌集中度较高, 积极寻求更多合作。裕元集团零售业务覆盖 Nike、Adidas、Skechers、Puma、Converse 等众多品牌, 其中 Nike、Adidas 合计收入占比 75-80%。2024 年, 宝胜国际与 HOKA、索康尼、波司登等品牌开启合作, 并获得韩国第一瑜伽品牌 XEXYMIX 的经营权。

1-6 月流水下降 8.9%, 预计 2024 年销售额持平。2020-2023 年疫情、去库、Adidas 经营调整导致宝胜收入承压, 门店净关较多。目前 Nike、Adidas 大中华区经营逐步复苏, 2024 年 1-6 月宝胜收入累计增速约为 -8.9%。考虑到 H2 奥运会将对体育消费形成催化, 我们预计宝胜 2024 年销售额持平。同时对比滔搏, 中长期来看宝胜利润率及周转率仍有较大提升空间。

表 7: 裕元集团零售业务 2020-2022 年受疫情影响有所波动

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
收入 (百万美元)	2441	3029	3814	4105	3709	3619	2767	2831
yoy	6.2%	24.1%	25.9%	7.6%	-9.6%	-2.4%	-23.5%	2.3%
占比	28.8%	33.2%	39.3%	40.6%	43.9%	42.4%	30.8%	35.9%

大中华地区直营门店数量(家)	5560	5465	5648	5883	5240	4631	4093	3523
同比变动	617	-95	183	235	-643	-609	-538	-570
大中华地区加盟门店数量(家)	3199	3313	3551	3950	3835	3786	3200	/
同比变动	306	114	238	399	-115	-49	-586	/

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

表8: 宝胜 ROE 较滔搏仍有较大提升空间

	ROE(%)	销售净利率(%)	总资产周转率(次)	权益乘数
滔搏	25.77	7.32	1.76	1.76
宝胜国际	5.39	1.83	1.48	1.99

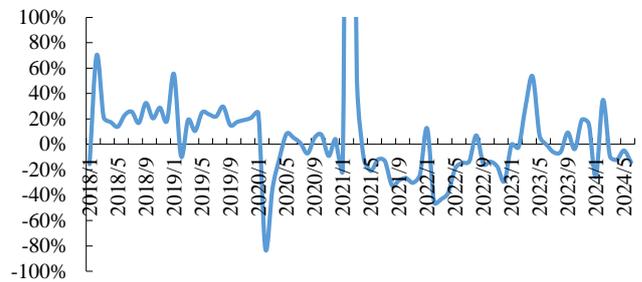
数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 10: 宝胜 ROE 较滔搏更有较大改善空间



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 11: 2024 年 1-6 月宝胜收入累计增速约为-8.9%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.2. 丰泰: Nike 前五大鞋履供应商, 研发优势突出

Nike 资深供应商之一, 深耕鞋履制造的跨国集团。公司于 1971 年成立, 总部位于中国台湾, 1992 年在中国台湾上市。公司成立之初即和 Nike 开展合作, 为 Nike 生产高级帆布双皮面运动鞋, 成为 Nike 亚洲首家代工厂, 获得了 Nike 气垫生产工厂的唯一授权; 1994-1995 年, 公司成立海外模具厂, 完善制鞋产业链体系, 确保生产流程的高效完整; 1997 年起, 公司开始扩展制鞋范畴, 生产冰刀鞋与直排式轮鞋, 2001 年逐步拓展至 Rollerblade Skates、Nordica Ski Boots 及 Snow Boots 等非运动鞋类品牌; 2006 年, 公司亦跨入足球、高尔夫球、曲棍球杆、头盔、护具、背包等运动用品领域, 打造冰球全系列产品, 同时掌握高阶球生产技术, 如高尔夫四层球及 Nike 顶级足球 Ordem 系列; 2012 年至今, 公司采用自动化革新战略, 专注于先进制程技术研发, 逐年加大研发投入, 实现从传统制造向技术驱动生产的模式转型。

管理层: 以品质赢得顾客, 多名高管具备 Nike 工作背景。丰泰在与 Nike 合作之初, 因产品未达到 Nike 标准, 时任董事长王秋雄得知后当众将货品烧毁, 损失价值相当于创业资金的 80%, 以此来表达对产品质量的高度重视, 获得 Nike 认同。2018 年起, 王秋雄长子王建弘接班丰泰董事长, 次子王建荣出任副董事长及公司第二事业部总经理。公司部分高管拥有任职 Nike 经历, 例如研发负责人许家麟先生曾担任 Nike 研发及技术经理, 公司董事 Peter Dale Nikerson 曾担任 Nike (中国) 总经理, 保障公司的竞争优势。

表9: 丰泰企业管理层资历深厚 (截至 2024 年 6 月 12 日)

姓名	任职/关系	背景
----	-------	----

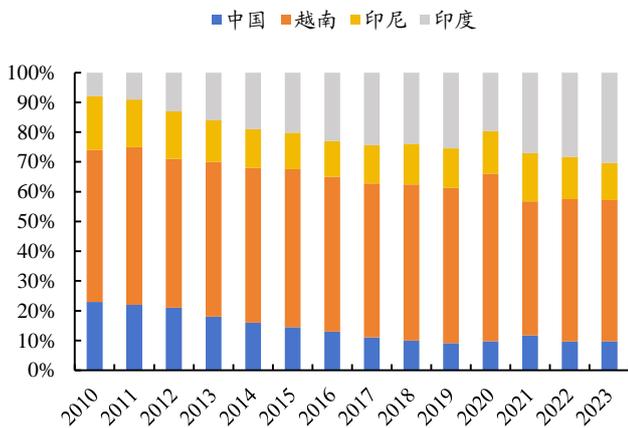
王建宏	董事长（创始人长子）	中国台湾大学学士。1994 年加入丰泰公司，期间历任制模事业处经理、协理、处长、副总经理等职务，并于 2001 年-2018 年担任集团总裁。
王建荣	副董事长（创始人次子）	中央大学硕士。1999 年加入丰泰公司，于 2004 年-2020 年担任第二事业部总经理，主导休闲鞋类及运动器材鞋类业务发展，2003 年起加入公司董事会，现为公司副董事长及越南区子公司董事长。
陈昭吉	董事	清华大学学士。1993 年加入丰泰公司，期间历任生产、技术、品管、SOTAP 等单位主管；2001 年升任第一事业部总经理，负责主要客户鞋类业务。于 2015 年担任公司董事，并自 2018 年 3 月起担任集团总裁。
Peter Dale Nickerson	董事、经理人	University of Oregon 学士。1988 年担任丰泰子公司董事及经理人，2008 年加入公司董事会。曾任 Nike(中国)总经理、美国纽约证交所上市公司 Cascade Corp. (NYSE:CASC)董事及多家企业董事，累积三十五年以上大型企业经营经验。
陈振祖	董事（陈仕荣长子）	美国伊利诺大学硕士。2024 年起加入丰泰公司董事会，目前亦担任集团多家海外子公司董事。
陈仕荣	董事（陈王彩云长子）	1997 年加入丰泰公司董事会担任监察人，娴熟于丰泰公司企业发展与风险管理；于 2018 年担任公司董事。亦曾任绿电再生(股)公司监察人。

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

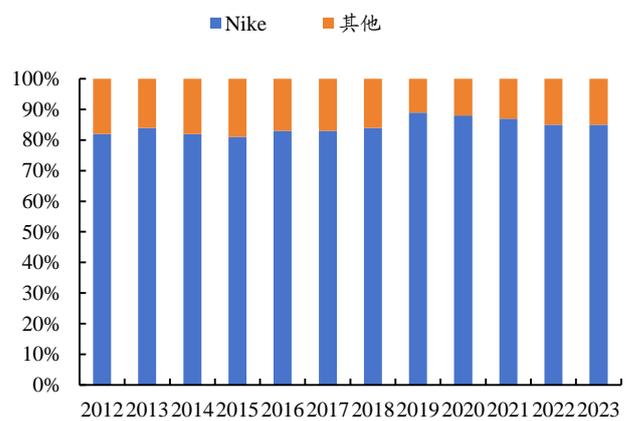
客户：Nike 收入占比近 90%，驱动公司业绩上升。丰泰与 Nike 深度绑定，Nike 连续十余年贡献丰泰 90%以上收入。根据 2023 年 Nike 供应商数据，从工厂人数角度分析，丰泰是 Nike 第一大鞋履供应商。

产量：越南贡献主要产能，印度产能快速放量。2023 年中国、越南、印尼、印度四大厂区产量占比分别为 9.8%、47.3%、12.5%和 30.4%，其中印度产能占比提升趋势明显，中国产量占比下降。

图 12: 丰泰产能主要分布在越南、印度、印尼、中国 图 13: Nike 收入占比近 90%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

长久注重研发赋能，创新实力优于同行。1992 年 Nike 首个亚洲研发中心在丰泰中国台湾总部成立；2001 年成立研究发展处；2014 年和 2016 年公司分别对丰帝和丰泰厂区进行改建，扩大研发中心面积；2015 年丰泰在越南设立首个海外研发中心。

表 10: 丰泰拥有丰富的研究开发团队

研发职能	描述
新产品开发管理	近 160 位产品开发专业人员，依据市场需求搜集材料、开发技术，将设计概念转化为实际样品

结构与制程设计	近 700 位专业工程师，参照设计图稿，考量运动需求与制造条件，运用最新工业设计及工程结构技术开发所需模具与配件，改善制造流程，提升生产效益
样本制造	超过 1,000 位经验丰富、技术纯熟的制鞋人员生产样品

数据来源：公司官网，公司公告，国泰君安证券研究

配合 Nike 研发多款鞋型，高研发水平奠定领先地位。自 2012 年以来，公司成功研发并投产了多款兼具柔软透气鞋面与耐磨防滑鞋底的新鞋型，不仅实现了高性能与轻量化的平衡，还显著减少了物料消耗，进而降低了生产成本。强大的创新能力巩固了公司与 Nike 的合作关系，为公司业绩的稳定增长提供了有力保障。

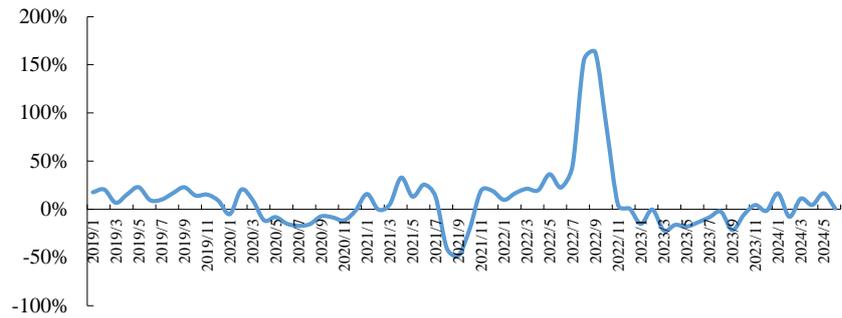
表11: 丰泰研发成果丰富

名称	介绍	图片
Nike ISPA Link Axis 球鞋	集团第一款加工过程中不用糊剂黏著的鞋款，使用设计出的 snap 钉扣技术，将鞋面与全掌式空气袋底部做固定，鞋子报废时所有组件可分别拆开，达到 100%可回收之环保目的。	
LeBron XXI 篮球鞋	开发鞋面内层全面环绕式 cabling 结构的创新设计，以强化鞋面包覆及支撑性，外层搭配选用柔软皮料提供更佳的舒适度，同时搭载前掌与后跟 Zoom Air 缓震系统向消费者提供运动跳跃时的高回弹性体验。	
Jordan Luka2 篮球鞋	全插内侧采用全新 Cushlon3.0 配方泡棉，搭配全掌式 Formula23 配方的高弹力泡棉，全新缓震组合向消费者提供运动移动时的即时性动态体验，底部结构采用创新双色射出模具靠破柱技术，以达成双色 IP 饰孔圆形外观。	
Nike Metcon9 多功能训练鞋	采用双密度全插结构技术，外层使用硬质 IU-007 泡棉配方，以强化侧向运动的支撑性；内层则以贯穿设计使用柔软 DMP-003 泡棉配方，来保持底部弹性。	
Victory Pro 3 NN 高尔夫球鞋	开发提供专业运动员的高尔夫球鞋，首次于鞋底加入 Zytel 射出片设计，有效阻隔鞋钉压力，大幅提升穿着舒适度。	
Team Hustle D 11 童鞋	Nike Kids 最畅销儿童篮球鞋款，着重于轻松穿脱功能设计。横跨前足的束带创新结构，搭配全插 IP024 配方柔软缓震效能，提供运球、切入和跳跃所需的支撑力及稳定性，并使移动更快速。	

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

2024 年至今订单显著修复。伴随下游去库结束，2024 年公司订单逐步修复，1-6 月收入累计提升 6.78%。

图 14: 2024 年 1-6 月丰泰收入累计增速约为+7%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.3. 韩国泰光: Nike 前五大鞋履供应商, 研发优势突出

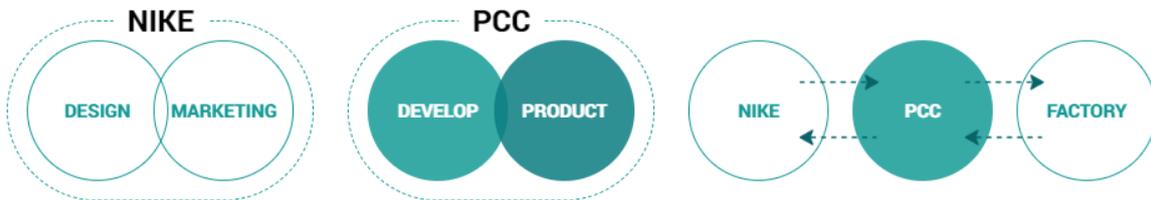
Nike 头部运动鞋供应商, 年产量超 7000 万双。公司成立于 1971 年, 专注于鞋类开发、制造和模具制作, 以其卓越的品质和创新能力享誉全球, 目前尚未上市。2023 年泰光营业收入达到 16.6 亿美元, 鞋履产量达 7491.5 万双, 专供 Nike。根据 2023 年 Nike 供应商数据, 从工厂人数角度分析, 泰光是 Nike 第三大鞋履供应商。

成立两大 PCC, 重视产品研发创新。目前泰光在韩国和越南设立了 Product Creation Center (PCC), PPC 将 Nike 给的创意通过图案、模具、化工等工艺制作样品, 并高度重视创新, 致力于研发、生产和推出产品款式。

1) 韩国 PCC: 专注于产品创新, 推动创新增长。成立于 1995 年, 截至 2023 年 12 月共有 732 名员工, 拥有近 70% 的新模型, 每月样品约为 5500 个, 支持 TKG TAEKWANG VINA、TKG TAEKWANG Moc Bai 等工厂的产品生产。

2) 越南 PCC: 着力提高人才素质和产品质量。成立于 2009 年, 截至 2023 年 12 月共有 1204 名员工, 拥有近 30% 的新模型, 每月样品约为 5000 个。

图 15: PPC 将 Nike 给的创意通过图案、模具、化工等工艺制作样品



数据来源: 公司官网

携手 Nike 推出多个具有代表性的鞋履系列。1985-1999 年, 公司推出 Nike Air Max 系列产品。该系列产品搭载自主研发的空气减震技术, 具备出色的缓震效果和支撑性能。2000-2009 年, 泰光基于 LUNARLON 等新技术, 携手 Nike 推出 Zoom、Shox、Lunar 多系列产品, 进一步扩展产品矩阵, 满足市场对高性能运动鞋的多样化需求。2010-2023 年, 泰光基于 Dynamic Flywire、React Foam 等核心技术携手 Nike 推出 React 等系列产品。2018 年

最新研发的 React Foam 技术兼具柔软度、响应度、耐久度和轻盈性。搭载该技术的 React 系列产品具有出色的缓震性能，能有效减轻跑步伤害。

表12: 泰光携手 Nike 推出系列具有代表性的鞋履产品

年份	核心技术	产品	图片
1997	4 COLUMN PUCK	NIKE SHOX R4	
2009	LUNARLON, NO-SEW	NIKE LUNAGLIDE 1	
2012	DYNAMIC FLYWIRE	NIKE LUNAGLIDE 4	
2012	NATURAL MOVE SUPPORT	NIKE FREE RUN 3.0 V4	
2016	BOTTOM LASER SIPPING	NIKE LUNAREPIC LOW	
2017	VAPORMAX AIR	NIKE VAPORMAX	
2018	REACT FOAM	NIKE EPIC REACT	
2018	INVISIBLE AIR	NIKE AIR MAX 270	

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

公司三大工厂位于越南和印尼，年产量超 7000 万双：

- 1) **TKG TAEKWANG VINA:** 成立于 1994 年，是主要产能贡献地和创意生成地，坐落在越南 PCC 附近，2023 年产量约为 4643 万双，占总产能的 62%。
- 2) **TKG TAEKWANG INDONESIA:** 成立于 2010 年，位于印尼，2014 年全面投入运营，是泰光旗下发展最快的工厂，2023 年产量约为 2056 万双，占总产能的 27%。
- 3) **TKG TAEKWANG MOC BAI:** 成立于 2010 年，是公司的环保友好型工厂，2023 年产量约为 792 万双，占总产能的 11%。

图 16: 泰光拥有三大工厂



数据来源: 公司官网

2.4. 广硕: Nike 前十大鞋履制造商, 首家中国大陆签约工厂

全球知名运动鞋供应商, Nike 收入占比近一半。公司创建于 1987 年, 是一家中外合资的制鞋企业, 2003 年 3 月开始从广州广荣搬迁到清远广硕, 2006 年 2 月 25 日完成迁厂扩厂。以集团化经营为目标, 广硕版图不断向国内外拓展, 2008-2021 年先后成立江西厂区、湖南厂区和印尼厂区及其配套鞋面厂。广硕以先进的开发和生产技术、卓越的品质、优质的服务助力品牌业务增长, 主要客户为 Nike、Adidas、Hurley、Levi's、Reebok 和 Tom Tailor 等, 其中 Nike 占比 45-50%。

Nike 头部鞋履制造商, 以代工篮球鞋为主。公司是 Nike 在中国大陆的第一家签约工厂。根据 2023 年 Nike 供应商数据, 从工厂人数角度分析, 广硕是 Nike 第八大鞋履供应商。广硕集产品开发与生产一体, 从童鞋到成人鞋, 从篮球鞋到全系列运动鞋, 开发水平和生产技术不断提升, 为 Nike 提供了高品质的产品和专业的制鞋服务。

表13: 广硕工厂位于中国、柬埔寨、越南、印尼等地

集团	省份/国家	工厂	客户
荣诚集团	中国广东	清远诚展	Adidas、安德玛等
		广州荣诚	
		衡阳荣诚鞋业	
	中国湖南	衡阳得阳鞋业	
		双峰荣诚鞋业	
	柬埔寨	柬埔寨盟达实业	
越南	越南鞋美(西贡厂)		
广硕集团	中国广东	清远广硕	除荣琛客户为 Columbia 外, 其他厂客户主要是 Nike
		清远广健	
		清远荣琛	
	江西	广宥	
		广宣	
		广嘉	
	湖南	凯盛	
	印尼		
河南	嘉鸿	安踏、李宁、安踏、361 度、Skechers、足力健	

数据来源: 公司官网, 衡阳市人民政府网, 企查查, 顺企网, 国泰君安证券研究

2.5. 清禄: Nike 前五大鞋履制造商, 年产量近一亿双

Nike 头部鞋履供应商, 年产量近 1 亿双。公司于 1969 年在中国台湾台南创立, 此后在中国大陆投资建厂, 并扩展至越南、印尼等地。集团现有职工逾八万余名, 客户主要包括 Nike、Adidas、FootJoy、Mizuno 以及 Reebok 等, 年产近 1 亿双鞋。Nike 占公司收入的比例在 90% 以上, 根据 2023 年 Nike 供应商数据, 从工厂人数角度分析, 清禄是 Nike 第五大鞋履供应商。

表14: 清禄历经五十余年发展

年份	事件
1969	清禄成立, 生产 PVC 鞋履并为 Puma 与 Brooks 品牌代工生产运动鞋
1974	清禄与日本运动品牌 Mizuno 建立合作关系, 同年开始为高尔夫球鞋品牌 FootJoy 代工生产运动鞋
1988	清禄开始为 Reebok 代工生产运动鞋
1993	清禄开始为 Adidas 代工生产运动鞋
2007	清禄在印尼万丹省兴建厂房, 生产 Adidas 与 Reebok 品牌的产品
2010	清禄在印尼兴建第二座厂房, 加入 Nike 品牌的生产行列

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

表15: 清禄集团工厂主要位于中国、越南和印尼

工厂分布	设施项目	员工人数	邻近城市	主要业务
越南-隆安省	3 厂区	35000	胡志明市	开发和生产 Nike 与 Mizuno 品牌 (日本体育品牌)
中国-福建省	1 厂区	2000	福州市	开发和生产 FootJoy 品牌
中国台湾-台南	1 办公室	30	台南市	董事会、财务与人事
印尼-万丹省	3 厂区	24000	雅加达市	生产 Nike 品牌

数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

2.6. 九兴: 时尚鞋履制造龙头, 低估值高股息标的

时尚鞋履起家, 深耕鞋履制造行业四十余年。公司于 1982 年成立, 1995 年开始生产休闲品类鞋履; 1998 年在越南建设工厂; 1999 年在东莞设立鞋厂, 拓展高档女鞋产能; 2004 年开发并生产高档品牌鞋履; 2007 年在中国香港上市; 2012 年在印尼新建休闲鞋履工厂; 2014 年生产基地扩展至菲律宾; 2018 年至今, 公司位于东南亚的产能进一步扩大。

表16: 九兴控股深耕鞋履制造行业四十余年

年份	事件
1982	陈建民先生、蒋至刚先生及赵明静先生在中国台湾创办九兴, 为美国零售客户生产时尚鞋履
1991	在中国东莞设立兴昂鞋厂, 开始在中国营运
1995	在东莞建设东莞长安霄边兴鹏鞋厂, 为 Clarks、Timberland 及 Wolverine 等著名品牌生产鞋履
1998	与 Golden Star 公司订立独家供应协议, 在越南开展生产业务
1999	在中国东莞设立东莞大岭山兴雄鞋厂, 并为拓展至高档女性鞋履领域增加产能
2004	开发并生产高端时尚品牌鞋履
2006	专属 Nike 的首家工厂于中国湖南开始投产
2007.7	在中国香港联合交易所有限公司上市
2010	向中国内陆省份扩张产能
2012	集团于印尼扩展休闲鞋履生产
2013	通过 Bay 鞋履公司在孟加拉开展制造业务

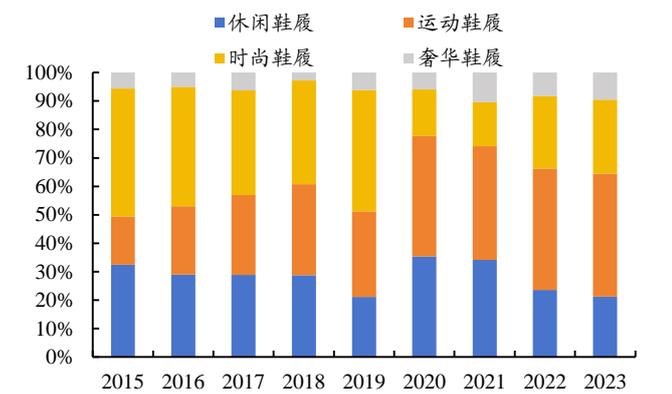
2014	于菲律宾建立据点，扩大在东南亚的鞋履生产；成立首家手袋工厂，在菲律宾开设专为高档品牌客户 Coach 及 Kate Spade 提供的服务
2018	于越南开设专属 Nike 的运动鞋厂
2019	管理层换班，由陈立民出任集团主席，齐乐人担任集团执行长
2020	整合研发部门以提升产品设计及开发能力与创新力；启动越南运动鞋履工厂第二期发展
2021	在印尼梭罗市设立的新鞋履工厂开始营运
2022	在印尼兴建第三间工厂
2023	推出集团首个三年策略规划(2023-2025)

数据来源：公司官网，公司年报，国泰君安证券研究

分产品：运动类收入约 40%，计划提升奢华及时尚类产品占比。公司拥有超 50 个品牌客户，2023 年运动/奢华/时尚/休闲收入占比分别约为 43%/10%/26%/21%，近年来运动、奢华类产品收入占比基本稳定，休闲类产品收入占比有所下降，时尚类产品占比提升。公司中长期目标为：奢华及时尚产品收入占比增加至 40%-45%；运动类收入占比维持在 40%-45%；休闲类产品占比下降至 10%-15%，以确保淡季生产稳定性。

图 17：九兴 2023 年运动/奢华/时尚/休闲收入占比分别约为 43%/10%/26%/21%

图 18：九兴与国际知名品牌合作



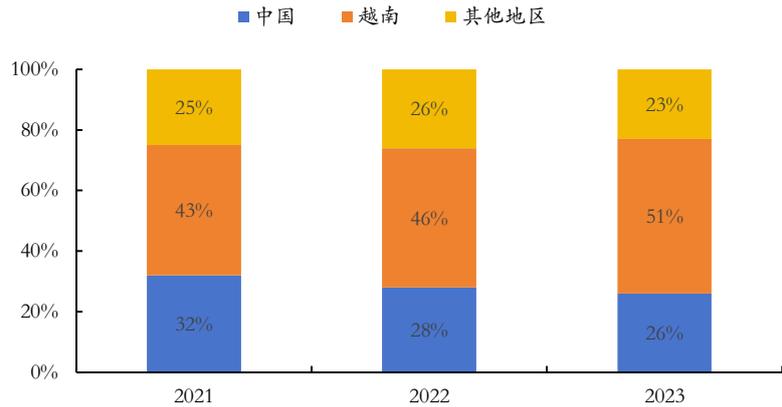
数据来源：Wind，国泰君安证券研究



数据来源：公司官网，公司公告

分产能：海外产能占比逐步提升，在建产能丰富。2023 年公司越南/中国/其他产能占比分别为 51%/26%/23%，中国产能占比高于同业，近年逐步下降。目前公司在印尼的 solo 工厂已经建成并运行，公司计划将部分时尚客户转移到该工厂，让中国工厂将专注于生产奢侈和高端时尚产品。公司于孟加拉国的扩建项目预计在 2024 年底前完成，投入使用后每年将增加 400-500 万双鞋产能。2026 年，公司计划在印尼建成全新 Nike 独立厂，目标年产能为 1000 万双。

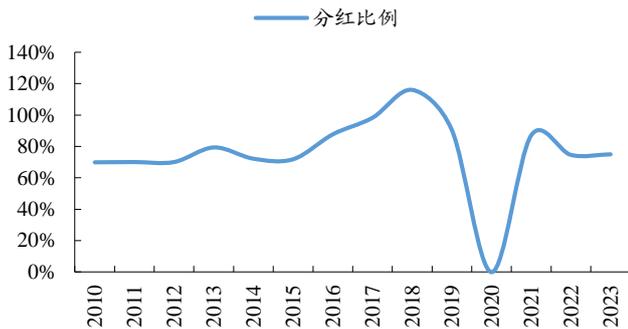
图 19: 九兴海外产能占比逐步提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

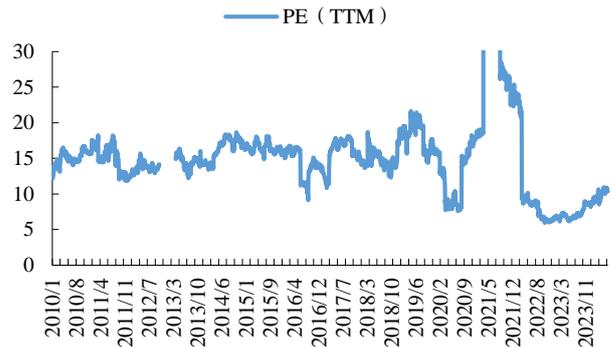
九兴具备低估值、高股息特征。除 2020 年疫情之外，九兴分红比例基本均维持在 70% 以上的高水平，稳健高水平派息回馈股东，我们预计 2024 年高分红水平有望延续。此外，目前公司估值处于历史偏低水平，PE (TTM) 位于 2010 年至今 19% 分位数水平。

图 20: 九兴分红比例基本维持在 70% 以上的高水平



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 21: 九兴目前估值处于历史偏低水平



数据来源: Wind, 公司公告

2.7. 韩国昌信: Nike 前五大鞋履制造商, 数字化能力突出

Nike 头部鞋履供应商, 数字化能力突出。昌信成立于 1981 年, 并于 1983 年运营第一条鞋类生产线。1987 年, 昌信和 Nike 建立合作关系。1997 年, 昌信在制鞋行业首次采用了丰田生产系统(TPS), 这成为公司“精益企业管理”的基础。2000-2014 年间, 随着集团子公司的成立和海外工厂的扩张, 昌信逐渐成长为一具有可持续增长能力的国际化企业。2001 年公司成立昌信科技 CSTC, 2005 年在越南建立 Nike Lean Training Center。2007 年昌信成为 Nike 第三大鞋履供应商。2010 年昌信在越南设立产品研发中心, 在印尼设立工厂。根据 2023 年 Nike 供应商数据, 从工厂人数角度分析, 昌信是 Nike 第四大鞋履供应商。

工厂: 海外工厂持续扩张, 全球布局助力公司向世界级制造商迈进。

1) **昌信 VJ:** 成立于 1994 年 7 月, 是昌信在越南的第一家离岸工厂, 拥有开发中心并生产大量 Nike 的流行鞋履款式。根据 Nike 制造指数(Nike Quality Management Index), 昌信 RJ 在所有 Nike 工厂中获得 Gold 评级。

2) **昌信 JJ:** 成立于 2010 年 11 月, 是印度尼西亚的 Nike 工厂中生产高科技跑鞋的先驱工厂, 已被选为 Nike MMTL 的代表性试点工厂, 并试图在第四次工业革命期间引领制鞋业。

3) 昌信 RJ: 成立于 2015 年 4 月, 是昌信在印尼的建立的第二家工厂, 未来将在创新增长中发挥作用。

图 22: 昌信 1994 年在越南成立昌信 VJ 工厂



数据来源: 公司官网

图 23: 昌信 2015 年在印尼成立昌信 RJ 工厂

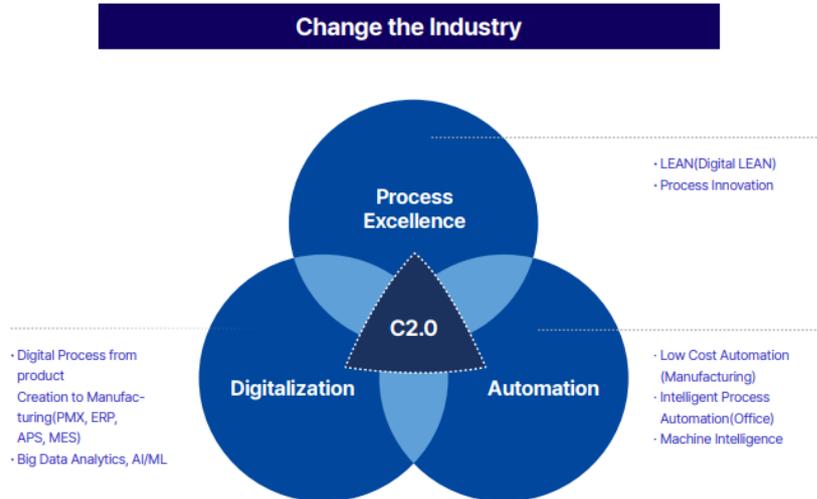


数据来源: 公司官网

竞争优势:

1) 数字化创新成效显著, 致力于成为世界级数字化制造商。1997-1998 年间采用丰田生产系统, 开启数字化创新之旅; 1999-2018 年间重视精益管理, 着力建设智能工厂; 2009-2015 年围绕领导力、流程改进等持续优化精益管理, 并将数字化技术引入研发部门, 着力打造数字化制造的前沿阵地; 2015-2023 年进入数据驱动管理 (C2.0) 阶段。昌信目前着力实施三大数字化创新战略, 包括流程优化、自动化和数字化。

图 24: 昌信实施三大数字化创新战略引领行业变革



数据来源: 公司官网

2) 依托数字化引领产品创新, 产品质量持续改进。研发环节依托于人工智能和大数据实现卓越创新; 样品制作精细, 并通过与客户的沟通和测试对样品进行补充和修改; 立足于精益制造方法和 ERP 系统的标准化流程, 生产质量高, 交付时间准确。Nike 每季度通过 Nike 制造指数(Nike Quality Management Index)对工厂的质量管理进行评估, 2018-2022 年昌信的 MI 指数不断提高, 2022 年达 Gold 评级, 产品质量持续改进。

图 25: 昌信在 Nike 的 MI 评级中得分不断提升



数据来源: 公司公告

2.8. 隆典: Nike 前十大鞋履制造商, 年产量约五千万双

Nike 头部鞋履供应商, 年产量五千万双左右。自 1990 年以来, 隆典集团分别在中国、越南、印尼等地设厂。客户包括 Nike、New Balance、彪马、Converse、锐步等, 第一大客户是 Nike。根据 2023 年 Nike 供应商数据, 从工厂人数角度分析, 清禄是 Nike 第七大鞋履供应商。公司月生产能力达到 430 万双, 拥有 80 条成型线, 员工总数超过 65000 人。

表17: 隆典的工厂主要位于中国、越南、印尼等地

工厂分布	工厂名称	投产时间	员工人数	服务品牌客户	产量	其他
	新昌鞋业	2010	约 5000 人	/	2021 年公司实现产值 2.85 亿元, 2021 年税费 3141 万元。	/
广东兴宁	赐裕鞋业	2021	/	NIKE、New Balance	预计一期年产量 800 万双、年占地面积约 270 亩, 产值 15 亿元、年税收 5100 万计划投资总额 11 亿元; 二期达产后预计年产量 640 元人民币 (首期规万双、年产值 12 亿元、年税收划占地约 150 亩, 4080 万元	计划投资 6 亿元)
广东惠州	隆发 (惠州)	2008	11540 人	NIKE、New Balance	/	厂区占地约 60 万平方米、建筑面积约 50 万平方米
	隆昱精密 (模具)	2013	/	NIKE、New Balance、Crocs	/	/
湖北黄石	隆志鞋业	2021	计划 5000 余人	Crocs	2022 年 1 月产量 42 万双, 估计二月再提升 50%; 预计 2022 年总产值 10 亿元 产值破 6 亿元	
贵州遵义	习水赐威	2019	/	Fila	/	/
越南胡志明	铃中一厂	1997	/	/	/	/
	铃中二厂	/	/	/	/	/
越南前江省	新香厂	/	/	/	/	/
越南平福省	北同富厂	/	/	/	/	/
越南平阳省	美福二厂	/	/	/	/	/

数据来源: 公司官网, 南方报业, 兴宁市政府网, 国泰君安证券研究

2.9. 志强: 全球足球鞋代工龙头, 2024 年订单显著修复

贸易业务转型运动鞋代工, 主要代工足球鞋。1992 年公司于中国台湾台北成立, 于 2021 年在中国台湾上市。自 1995 年起, 公司开始进出口足球鞋,

并积极与国际知名运动品牌 Adidas、Nike 商谈合作。2000 年公司从贸易商转型为代工制造商，并在越南平阳省成立了第一家制造基地志雄，专门为 Adidas 研发及制造各式运动鞋与休闲鞋。目前除 Nike、Adidas 外，公司还 Puma、UA、Decathlon 等品牌建立了合作。

表18: 志强历经三十余年发展

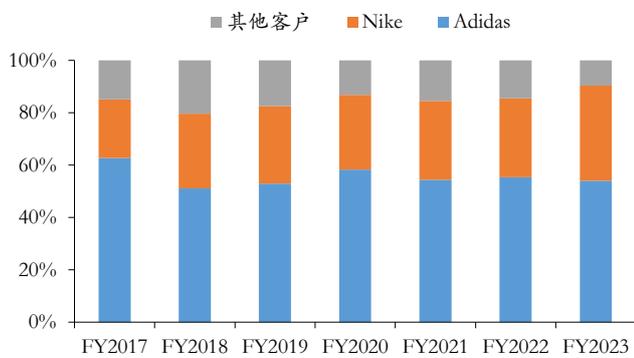
年份	事件
1992	志强兴业股份有限公司于中国台湾台北成立
1995	公司地址移迁至台中，业务以进出口足球鞋及其他运动相关产品为主
2000	志强国际由贸易商向上发展为代工制造商，主要专业生产销售足球鞋、足球、美式橄榄球
2018	公司迈向国际化，更名为志强国际
2021	公司正式在中国台湾证券交易所挂牌上市
2022	首度跨足印尼设厂，扩大未来海外营运布局
2024	在海外共开设 6 个事业单位，加入合作品牌 PUMA、UA、Decathlon 的运动鞋代工

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

客户：客户集中度高，Adidas、Nike 收入占比合计超八成。公司代工制造业务的客户集中度较高，Adidas、Nike 合计收入占比超过 80%。其中，Adidas 为集团第一大客户，收入占比超过 50%，近年来基本稳定；Nike 为公司第二大客户，收入占比呈现稳步上升趋势，2017-2023 年 Nike 收入占比由 22% 提升至 36%。

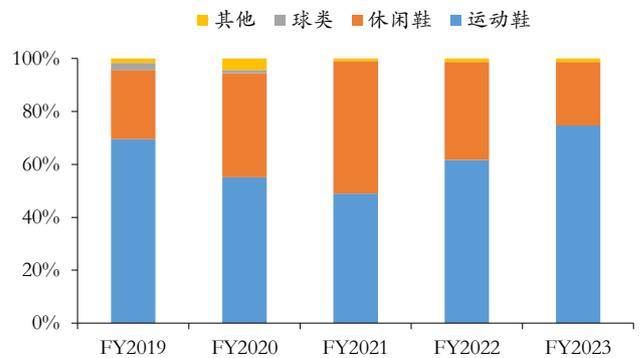
产品：以运动鞋和休闲鞋为主，产值占比 95%以上。运动鞋产值占比近三年呈上升趋势，2021-2023 年由 49% 提升至 75%；休闲鞋产值占比近三年呈下降趋势，2023 年产值占比不足 25%。

图 26: 志强 CR2 收入占比超过 80%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 27: 志强国际运动鞋和休闲鞋产值占比 95%以上



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

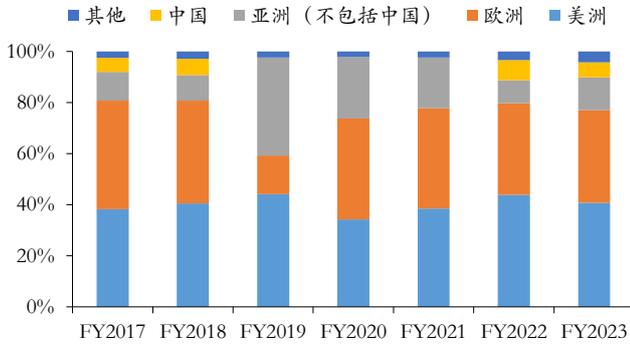
分地区：收入占比集中美洲、欧洲，二者间分布均衡。2023 年美洲/欧洲/亚洲/中国占比 40%/36%/13%/6%，主要地区为美洲和欧洲，二者间收入占比分布较为均衡，

产能：越南为第一产能大国，占比近年来基本持平。2020-2023 年集团鞋类生产基地集中在越南和柬埔寨地区。2023 年柬埔寨/越南产能占比 36%/64%，越南稳定维持第一产能大国地位。具体来看各个工厂：

- **志雄厂：**2000 年建于越南平阳省新渊市，拥有超过 8000 名员工，主要生产 Adidas 各种运动鞋、足球鞋。自 1996 年起，志雄厂成为 Adidas 的供应商，已是该品牌 28 年的策略性供应商。
- **志寨厂：**2010 年建于柬埔寨磅清扬省，生产 Adidas 各式运动鞋与足球鞋，是集团最大制鞋单一工厂。志寨厂占地近 20 公顷，配备有 S1、S2、S3 三个厂区。目前，志寨厂月产能可达 160 万双。

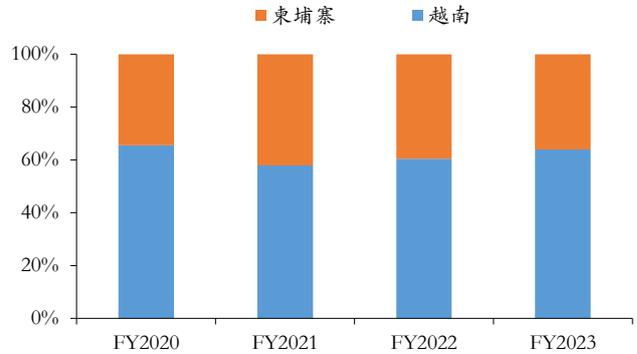
- 志宁厂：位于越南西宁省杨明珠县。2012 年投产，生产 Nike 各式运动鞋与足球鞋。
- 大华厂：位于越南平阳省新渊市。2015 年投产，生产 Puma、Asics 各式运动鞋与足球鞋，目前拥有 4 个车间，总面积 49000 平方米
- 大河厂：位于越南同奈省。2018 年投产，生产 Brooks 跑鞋。

图 28: 志强国际收入占比集中于美洲、欧洲



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

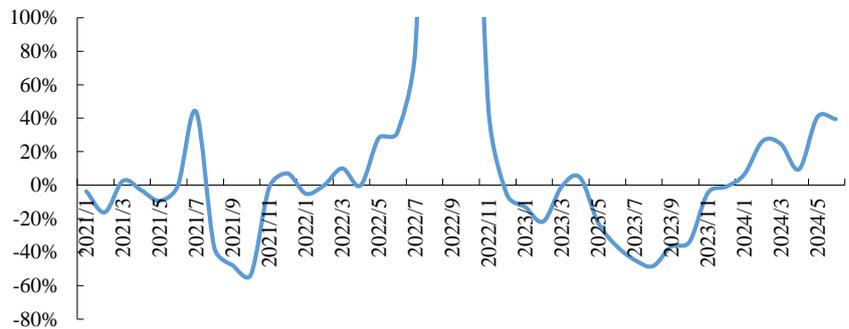
图 29: 志强国际越南为第一产能大国



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2024 年至今订单显著修复。伴随下游去库结束, 2024 年公司订单逐步修复, 1-6 月收入累计提升 18%。

图 30: 2024 年 1-6 月志强收入累计提升 18%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2.10. 钰齐: 知名户外鞋履生产商, 年初至今销售承压

知名户外鞋履生产商, 获得 gore-tex 认证。公司于 1995 年成立, 于 2012 年在中国台湾上市。公司主营业务为生产运动鞋, 并在 2000 年获得 gore-tex 认证; 2003 年越南钰齐鞋厂成立, 专门生产防水户外鞋; 2009 年公司加入 Nike In-line 系统, 专门生产硫化时尚鞋; 自 2009 年起, 公司开始代理欧洲户外品牌鞋和成衣产品, 逐步拓展中国市场; 2013 年公司在柬埔寨成立工厂; 2021 年印尼钰齐工厂建成投产。

表 19: 钰齐历经近三十年发展

年份	事件
1995	成立中国台湾营运总部, 职能包括集团接单、采购、财务规划、资金调度等, 统筹集团运作
1995	成立福建和诚鞋业, 专门生产户外鞋、运动鞋, 获得 gore-tex 认证
2003	成立越南钰齐鞋业, 专门生产户外鞋, 获得 gore-tex 认证

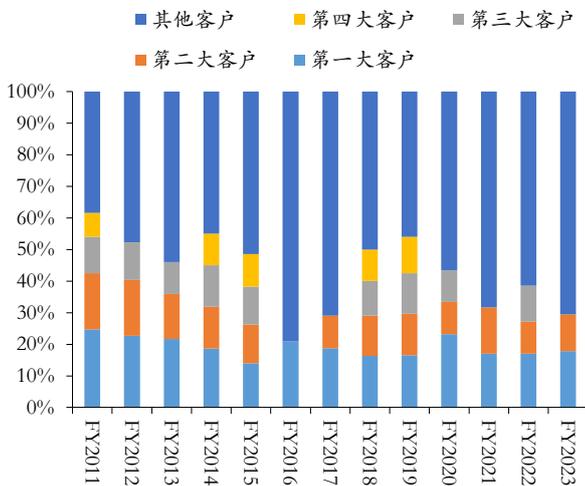
2005	成立福建长诚鞋业，专门生产户外鞋、运动鞋
2009	成立湖北襄诚鞋业，专门生产户外鞋、运动鞋，获得 gore-tex 认证
2013	成立柬埔寨齐鼎鞋业，专门生产户外鞋，获得 gore-tex 认证
2015	成立越南钰兴鞋业，专门生产户外鞋，获得 gore-tex 认证
2021	成立越南钰鎡鞋业，专门生产户外鞋，获得 gore-tex 认证

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

客户：客户分散度高，品牌分布广泛。公司客户覆盖 Altra、Engelbert Strauss、La Sportiva、Meindl、Merrell、ON Running、Salewa、The North Face、Timberland、Vans 等众多品牌，实施较为分散的客户战略。CR2 收入占比近年来基本稳定，基本保持在 30%左右。

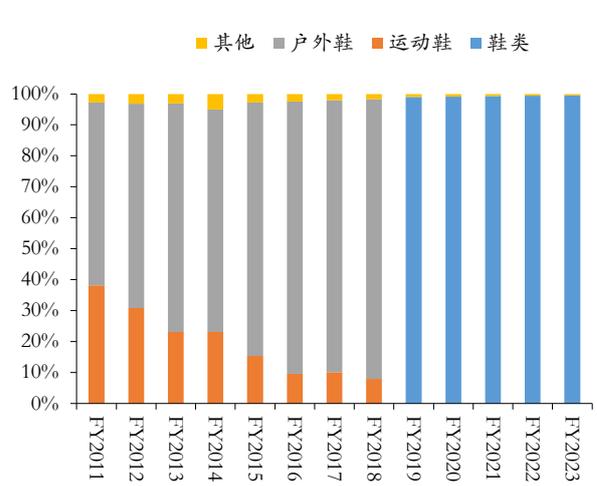
产品：户外鞋为主。公司生产的鞋类产品包括运动鞋、户外鞋、登山鞋、休闲鞋与功能鞋等，以户外鞋为主，2011-2018 年户外鞋收入占比由 59%提升至 90%以上。

图 31：钰齐国际客户分散度高



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 32：钰齐国际以户外鞋生产为主

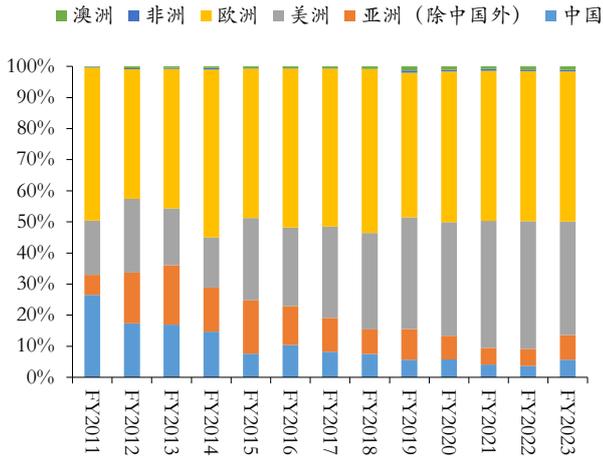


数据来源：Wind，国泰君安证券研究

市场：欧洲、美洲为主要市场。公司主要市场为欧洲、美洲，其中欧洲收入占比在 40%-50%间波动；美洲收入占比由 2011 年的 19%提升至 2023 年的 37%；亚洲收入占比逐步下降。

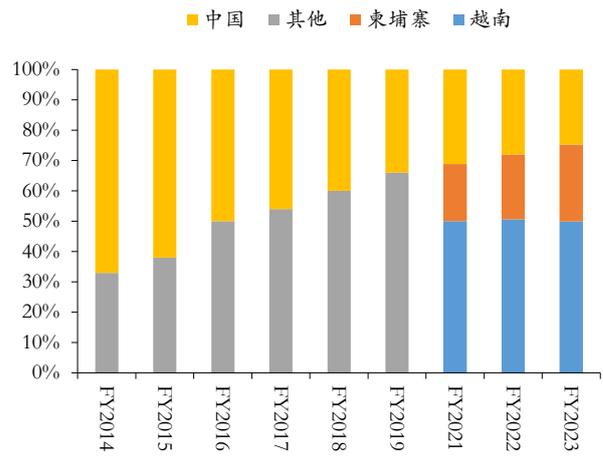
产能：越南占比 50%左右，向东南亚转移趋势明显。公司生产基地位于越南、中国和柬埔寨，中国产能占比逐年降低，由 2014 年的 67%降至 2023 年的 25%以下；产能中心向东南亚转移的趋势明显，2019 年越南总产量首度超越中国，成为第一大产能国。

图 33: 钰齐国际以欧洲和美洲为主要市场



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

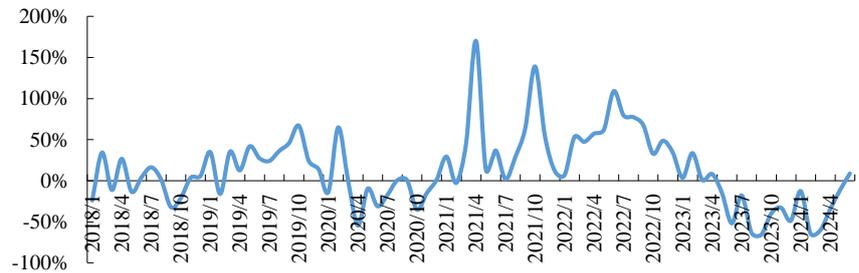
图 34: 钰齐国际产能中心向东南亚转移



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2024 年至今公司收入累计明显下滑, 主要系部分客户销售承压及基数原因。2024 年 1-6 月钰齐收入累计下降 31%, 我们认为主要由于公司部分客户库存水平及终端销售表现仍有压力 (如 VF), 以及 2023 年同期公司基数相对于其他制鞋企业偏高。

图 35: 2024 年 1-6 月钰齐收入累计下降 31%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3. 服装制造商

3.1. 超盈国际: 全球知名弹性面料生产商

全球知名运动服装和服装面料材料供应商。超盈国际于 2003 年成立; 2004 年在广东省东莞市建立第一个生产基地; 2014 年在中国香港上市; 2016 年在越南海阳省建立了第一家海外工厂, 标志着国际化战略的开始; 2017 年公司在斯里兰卡建立生产厂房; 2021-2023 年, 公司位于广东省东莞市、斯里兰卡和越南的新一期生产厂房悉数竣工。

表 20: 超盈国际历经二十余年发展

年份	事件
2003	在中国香港开设超盈纺织有限公司, 在中国开设东莞超盈纺织有限公司
2004	广东省东莞市麻涌镇生产厂房投产, 开始生产弹性织物面料
2010	在中国开设东莞润信, 开始生产弹性织带
2012	开始生产蕾丝
2014	2014 年 5 月 23 日于中国香港联合交易所有限公司主板上市

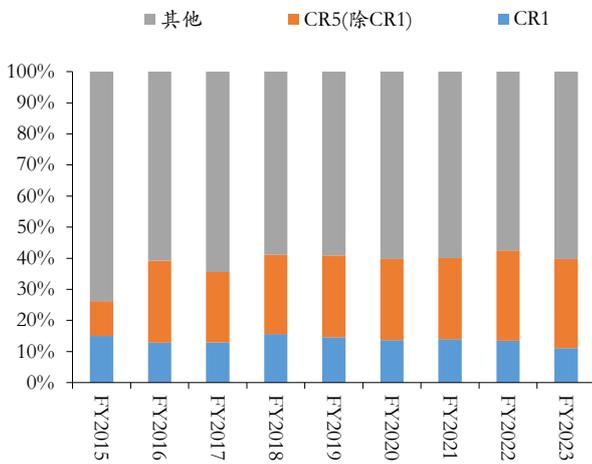
2015	与黛丽斯国际有限公司成立合营公司
2017	越南海阳生产厂房第一期建筑工程竣工
2019	斯里兰卡 Pannala 镇生产厂房第一期建筑工程竣工

数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

客户：主要客户为内衣品牌和运动服饰品牌，CR5 稳定在 40% 左右。公司主要客户包括爱慕、仙黛尔、安莉芳、曼妮芬、马莎、Spanx、黛安芬、维密及华歌尔等内衣品牌，以及安踏、斐乐、Lululemon、UA、优衣库等运动服饰品牌，是 Lululemon 的第一大面料供应商。公司客户 CR1 收入占比稳定在 12%-15% 之间，CR5 收入占比稳定在 40% 左右。

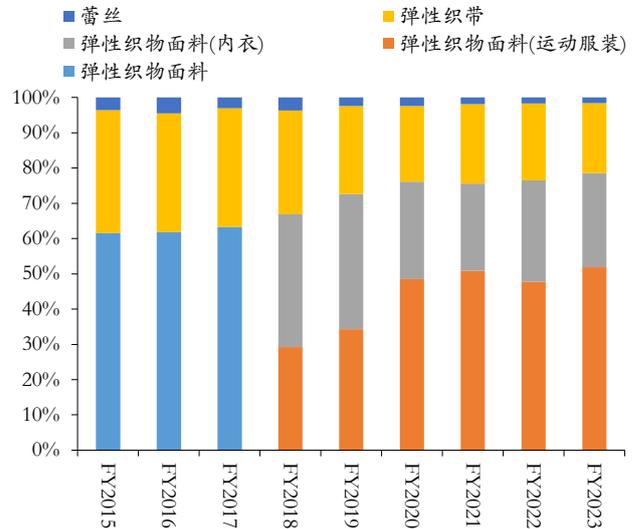
产品：弹性织物面料占比近八成，以运动服装类为主。公司主要产品包括弹性织物面料、弹性织带和蕾丝等。其中，弹性织物面料收入占比逐年上升，由 2015 年的 62% 提升至 2023 年的 79%，并且主要为运动服装类；弹性织带和蕾丝收入占比呈下降趋势。

图 36：超盈国际 CR5 客户收入占比较稳定



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

图 37：超盈国际弹性织物面料占比近八成



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

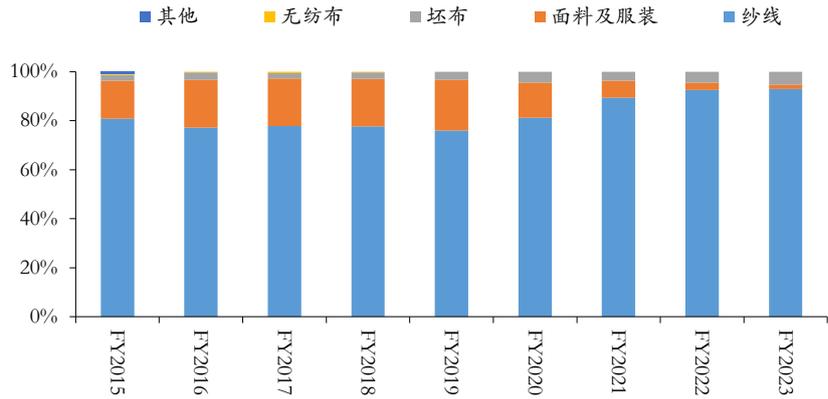
产能：海内外产能占比各半，预计未来海外产能有望进一步提升。公司将国际化业务版图作为核心优势之一，坚持跨地域生产策略，目标进一步提高越南、斯里兰卡海外生产基地的营运效率。

3.2. 天虹国际：全球最大的包芯棉纺织品供应商

全球最大的包芯棉纺织品供应商。天虹国际创立于 1997 年，是全球最大的包芯棉纺织品供应商之一，致力于高附加值时尚棉纺织品的制造与销售，目前已在 中国、越南、柬埔寨、土耳其、墨西哥、尼加拉瓜 设有产能，拥有 420 万锭及 1400 台喷气织机的生产能力。

产品：纱线收入占比超 90%。2015 年开始，公司初步实现一体化生产，目前主要产品包括纱线、面料、服装等。其中，纱线收入占比最高，2023 年约为 93%；坯布产品收入占比稳步提升；面料及服装产品收入占比大幅下降至不足 2%；无纺布产品于 2019 年停产。

图 38: 天虹纺织纱线收入占比超 90%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.3. 儒鸿: 全球知名一体化弹性成衣制造商

知名纵向一体化成衣制造商。儒鸿是一家知名的纵向一体化针织布和成衣生产商; 于 1977 年成立; 2001 年上市; 1988 年于中国台湾苗栗建造针织布生产基地; 2004 年成立越南成衣厂, 开展全球化产能布局; 2006 年建成投产; 2008 年在越南设立染整织布厂, 初步具备一体化能力。

表 21: 儒鸿: 以布料买卖和代工起家, 发展成国际品牌的制造商

年份	事件
1977	四位创始人创立儒鸿企业, 经营布料买卖、代工生产
1979	成立 Everbright 成衣厂, 策略联盟伙伴
1983	开始研发、生产弹性针织机能性素材
1988	于中国台湾苗栗建造自有针织布生产基地
1991	于五股工业区兴建自有针织厂; 引进自动化生产系统, 与洛杉矶成衣厂建立策略联盟; 营业额进入中国台湾 500 大制造业
1993	获得杜邦 Q Mark 品质认证, 成为亚太第一家授权生产莱卡弹性机能素材的制造商
1994	研发尼龙纱线与机能性布料; 与缤龙染整厂成为策略伙伴
1996	扩大中国台湾苗栗生产基地规模。于中国香港、纽约成立办事处、与儒杰合并, 公开发行人股票。苗栗厂再度扩建
1998	于中国大陆无锡投资成衣厂; 建造溪洲针织布料织造厂
2000	投资并扩建缤龙染厂; 溪洲针织织造厂获得 ISO14001 环境管理认证; 入选为全国劳资关系优良事业单位
2001	于中国台湾证券交易所挂牌上市
2003	成立廷鸿有限公司, 拓展中国市场业务并收集市场资讯, 于中国无锡投资优妮姿服装有限公司来提升增垂直整合生产能力
2004	导入 ERP 系统并扩大全球生产据点; 投资越南成衣厂, 扩增生产基地
2006	兴建越南成衣厂并开始量产; 有机棉制程通过 IMO GOTS 认证; 自 2003 年起, 营业额突破 100%
2008	于越南胡志明市兴建越南针织布生产基地
2010	并购越南 Colltex 成衣厂
2020	获得经济部卓越贸易企业奖之新兴市场贡献奖项; 获罗素 FTSE 之 FTSE4Good 提名

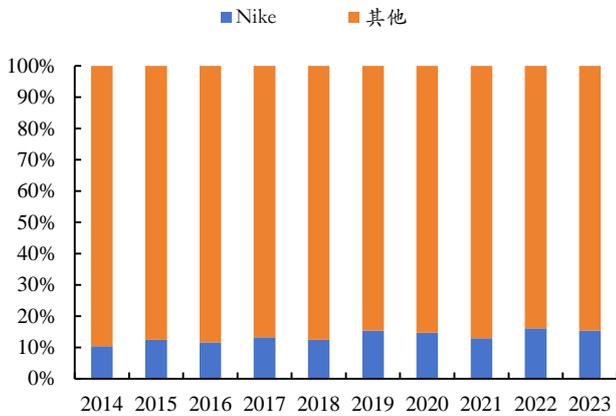
数据来源: 公司官网, 国泰君安证券研究

客户: 运动类客户为主, Nike 为第一大客户。公司与众多国际品牌合作, 包括 Nike、UA、lululemon、Adidas、Puma、Reebok、Fila 等运动品牌, Gap、C.K、Polo Ralph Lauren 等休闲品牌, 以及 J.C.Penny、Wal-mart、Target、Sears 等大型零售商, 前三大客户为 Nike、lululemon、UA, 2023 年 Nike 收

入占比约为 15%。

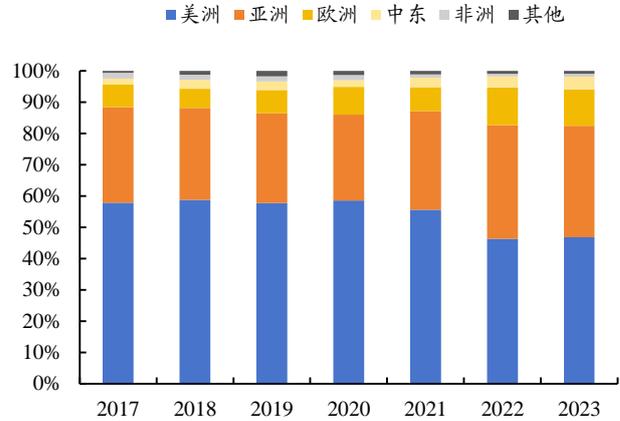
地区：美洲为第一大市场，欧亚收入占比上升。2023 年公司在美洲/亚洲/欧洲收入占比分别为 47%/36%/12%，自 2020 年起，美洲收入占比呈现下降趋势，已不足 50%，而亚洲、欧洲占比呈现上升趋势。

图 39：儒鸿 2023 年 Nike 收入占比约为 15%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

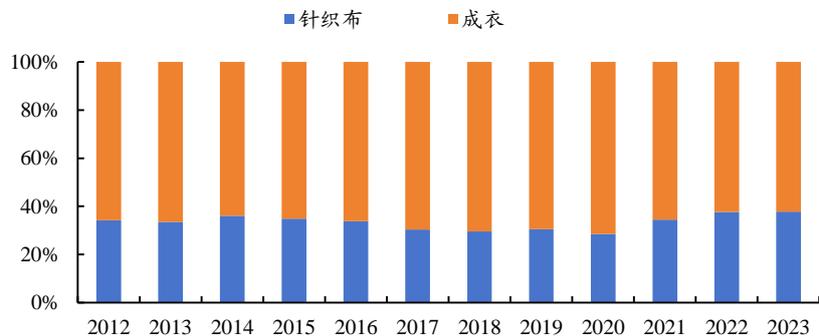
图 40：儒鸿美洲收入占比下降，欧亚收入占比上升



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

产品：主要产品为针织布、成衣，收入占比分布基本稳定。公司针织布/成衣收入占比分别约为 40%/60%，主要为弹性产品，由弹性纤维（如氨纶）制作而成。

图 41：儒鸿针织布/成衣占比分别约为 40%/60%



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

公司弹性针织产品生产技术行业领先：

1) 织布环节：由于弹性针织布系由弹性纱与一般没有弹性的纱混织而成，为调和有弹性及没弹性两种纱种，使其紧密相交而不相互掣肘，且能保持原有长、短纤的特色，技术难度较高。儒鸿拥有各式规格的针织机台，且自 1989 年即与杜邦公司合作，1993 年成为亚太第一家授权生产莱卡弹性机能素材的制造商，目前技术已非常成熟，全球领先。

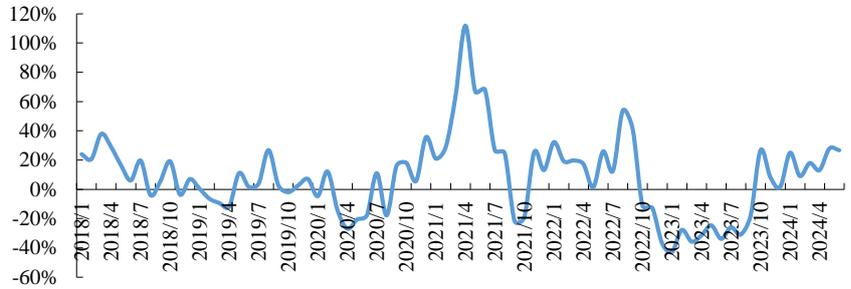
2) 染整环节：由于弹性纤维纱如同橡皮筋一般，遇高温时染液会糊掉或产生皱纹，儒鸿经过多年的不断研究与测试，对于染液的温度升降及产品的性能都能实现最佳控制。

3) 成衣环节：儒鸿设有专门的部门进行市场流行资讯搜集，并且设有全中国台湾最大规模的快速打样中心，搭配设备精良的各式缝机、打版软件与操作员，能为客户提供现场试衣及 ODM 等一站式的服务。

2024 年至今订单显著修复。伴随下游去库结束，2024 年公司订单逐步修复，

1-6 月收入累计提升 20%。Lululemon 预计将在 FY2024Q2 末和 FY2024H2 带来重大产品创新，如紧身裤领域将推出新型面料（史上干燥最快、重量最轻的面料之一）。作为 Lululemon 核心供应商之一，我们预计儒鸿有望受益于品牌的产品创新。

图 42: 儒鸿 2024 年 1-6 月收入累计增速约为 20%



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.4. 晶苑国际: 全球领先服装制造商, 产品组合多元

全球领先的服装制造商, 产品组合多元。晶苑国际于 1970 年成立, 创立初期以生产毛衣为主; 1976 年开始生产休闲服; 1982 年开展梭织业务; 2000s 收购 Martin International Holdings 并开设贴身内衣类别, 将梭织业务转型为专注于牛仔服的业务; 2016 年公司收购 Vista, 推出运动及户外服新品类, 工厂与生产设施位于越南和柬埔寨; 2017 年在港股上市。

表 22: 晶苑国际实行多元化业务转型与全球化扩张

年份	事件
1970	晶苑国际成立, 从事毛衣业务
1976	开展休闲服务业
1970s	在马来西亚、毛里求斯开设工厂; 与 Mast industries 成立合资公司 Sinotex
1982	开展梭织业务
1980s	业务扩展至中国内地、牙买加和斯里兰卡
1990s	继美国、欧洲后, 客户群延伸至日本; 在马达加斯加与中国江苏省建立工厂
2000s	在越南、孟加拉开设工厂; 收购 Martin International Holdings 并开设贴身内衣类别; 将梭织业务转型为专注于牛仔服的业务; 应用 SAP 企业资源规划系统
2010s	在柬埔寨开设工厂; 收购 Vista 并进一步将产品类别扩展至运动服及户外服产品
2020s	收购越南及孟加拉共两家布厂

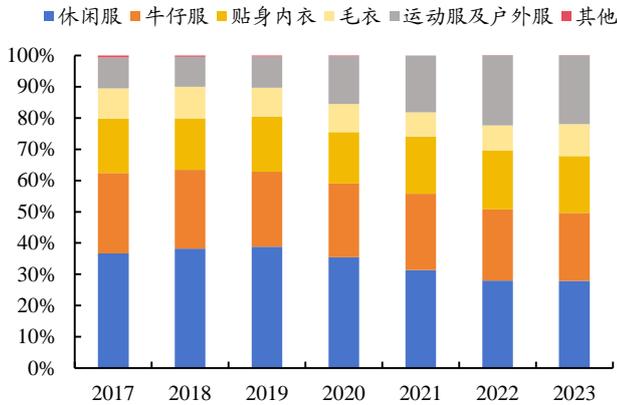
数据来源: 公司官网, 公司年报, 国泰君安证券研究

产品: 多品类产量产值居亚洲前三, 面料自供应比例有望逐步提升。晶苑国际的产品包括休闲服（亚洲产量第二、产值第三）、牛仔服（亚洲产量、产值第一）、贴身内衣（亚洲产量、产值第二）、毛衣（亚洲产量第三、产值第四）、运动服和户外服, 2023 年收入分别占比 27.9%/21.3%/18.2%/10.2%/21.9%, 近年来运动服及户外服收入占比明显提升, 休闲服占比有所下降。公司收购了位于越南与孟加拉的两家面料工厂, 预计到 2025 年面料消费量的 20%左右将来自内部生产, 2026 年/2028 年将分别上升到 40%/60%。

市场: 以亚太、美国为主。2023 年公司在亚太/美国/欧洲地区的收入占比分

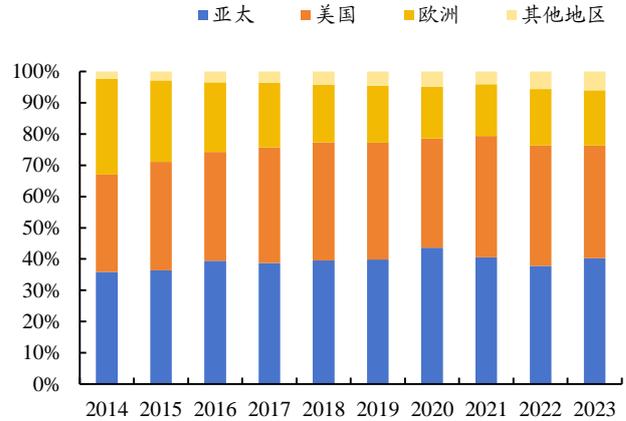
别为 40%/36%/18%，近年来各地区收入占相对比较稳定。

图 43: 晶苑国际近年来运动服及户外服收入占比明显提升



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

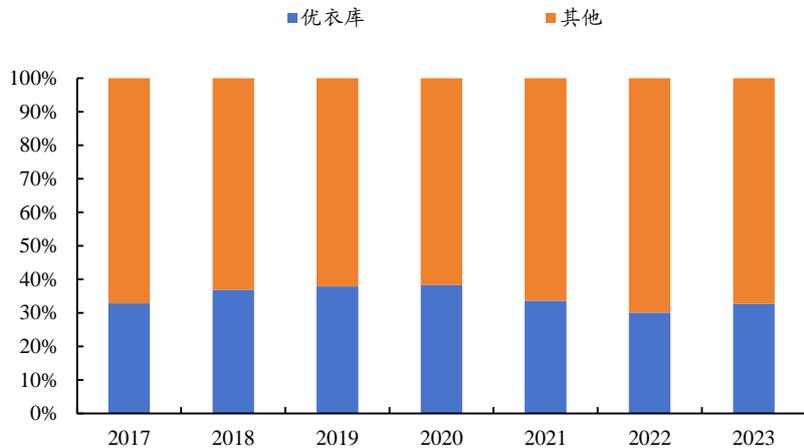
图 44: 晶苑国际以亚太、美国市场为主



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

客户: 优衣库订单占比超 30%，为公司第一大客户。晶苑国际第一大客户为优衣库，收入占比在 30%左右；Levi's 占比为双位数；GAP、维密占比约为高单位数；A&F、Adidas 占比中单位数；Nike、UA 占比低单位数。伴随下游去库结束，我们预计 2024 年各客户订单均将明显修复，预计订单势头最强的客户是基数较小的 Lululemon，核心客户中 Adidas 订单增长最为显著，其次是 Levi's、优衣库、彪马订单增长单位数。

图 45: 优衣库为晶苑国际第一大客户



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

3.5. 鹰美: 知名运动服代工龙头, Nike 占比超 60%

知名运动服代工企业。鹰美主要产品为运动服，于 1993 年成立；2003 年在中国香港上市；2006 年将汕头生产基地定位为技术发展中心，研究提升公司生产技术；2018 年至今公司先后在越南、佛山、湖北等地收购产能。

表 23: 鹰美集团成立至今已三十余年

年份	事件
1993	鹰美发展有限公司成立
1995	开始生产运动服装
1997	于中国汕头市成立首个全外商投资生产基地，命名鹰美汕头

2003	重组完成并于 2003 年 8 月在中国香港联合交易所挂牌上市
2004	在汕头市购置厂房用地及兴建新厂房；裕元工业（集团）有限公司认购鹰美股份及可换股票据
2005	在汕头市新建成的生产基地落成启用；裕元兑换鹰美可换股票据及成为鹰美主要股东之一
2006	汕头生产基地内名为「技术发展中心」正式投入运作
2007	购入 Wayable International Incorporation 全部股份权益，并委任其董事陈小影先生为集团执行董事兼行政总裁，陈丽影女士为集团执行董事
2008	获 Nike(NIKE) 中国香港分部颁发 2008 年度 Nike 顶尖供应商奖，成为三家获发此奖的中国香港供应商之一
2010	于江西宜丰及印尼万丹省各购入一幅工业地
2011	位于汕头厂房内的研发中心于农历年后开始投入运作；汕头厂房所有生产线得到 NIKE 认证为 NOS 生产线
2012	于中国江西及印尼万丹的新厂房正式启用
2018	于越南收购越南宝仁及其位于越南胡志明市逾 23,000 平方米生产基地
2019	收购 Prospect Converge Limited 及其位于湖北省荆门市逾 120,000 平方米生产基地
2021	收购 PT Gelindo Garmentama 及其逾 12,000 平方米生产基地
2022	收购澳门永弘贸易有限公司及其于中国广东省佛山市逾 10,000 平方米生产基地、越南隆安河近 30,000 平方米生产基地

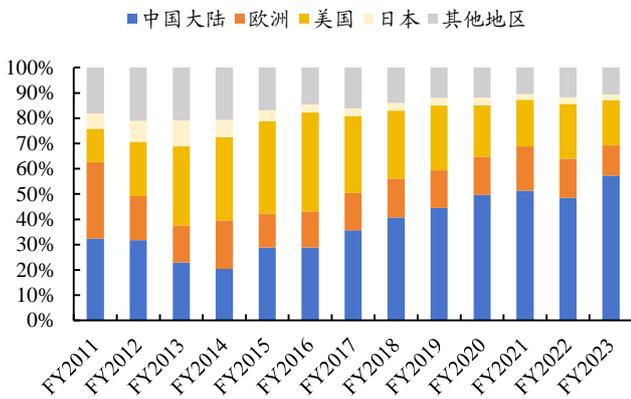
数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

市场：中国大陆为第一大市场，且收入占比呈上升趋势。2023 年鹰美在中国大陆/美国/欧洲/日本的收入占比分别为 57%/18%/12%/2%，其中近年来中国大陆收入占比显著增长，欧洲、日本收入占比则呈现下降趋势。

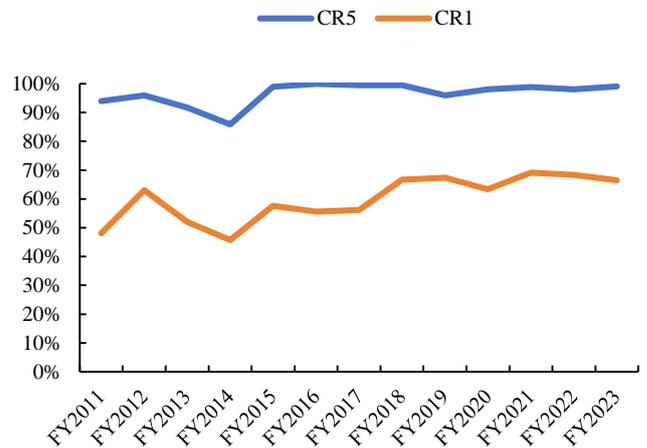
客户：客户集中度高。2023 年鹰美 CR5/ CR1 占比分别为 99%/67%，客户集中度较高，第一大客户为 Nike。

图 46：鹰美中国大陆收入占比增长迅速，欧洲、日本收入占比有所下降

图 47：鹰美前五大客户占比 99%，大客户优势明显



数据来源：Wind，国泰君安证券研究



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

工厂：产能横向扩展，研发驱动厂房升级。鹰美目前共有九处生产基地，分别位于中国、印尼及越南，总建筑面积超 50 万平方米，可容纳数百条生产线，配以先进的仪器及设备，并以系统化方式管理，赋能公司生产。此外，公司已于各厂房及中国香港总公司内成立研究及开发中心，改善生产技术，提升生产自动化生产比例，增加产品系列，利用创新物料及先进科技技术。

图 48: 鹰美目前共有九处生产基地

汕头厂 汕头市衡山路48号裕美大厦	面积: 85,486 平方米
惠来厂 广东省惠来县揭阳市华湖镇惠政桥头	面积: 53,431 平方米
宜丰厂 江西省宜丰县工业园区	面积: 147,102 平方米
印尼厂 Jl. Raya Serang Km. 70, Desa Kibin, Kec. Kibin, Kab. Serang, Banten, Indonesia	面积: 45,571 平方米
胡志明厂 D10/89Q National Highway 1A, Tan Tao Ward, Binh Tan District, Ho Chi Minh City, Vietnam	面积: 23,728 平方米
荆门厂 湖北省荆门市高新区凤凰五路(李宁工业园)	面积: 137,516 平方米
西爪哇厂 Jl. Cangkang Kulon No.38 Moh. Toha RT 004/RW012, District Cangkang Kulon, Sub-district Dayeuhkolot, Bandung Regency, West Java Province, Indonesia	面积: 13,013 平方米
佛山厂 中国广东省佛山市顺德区伦教街道办事处荔村村委会三洪奇工业区一横路北	面积: 10,297 平方米
越南厂 Moi 2 Group, My Hanh Commune, Duc Hoa District, Long An Province, Vietnam	面积: 25,519 平方米

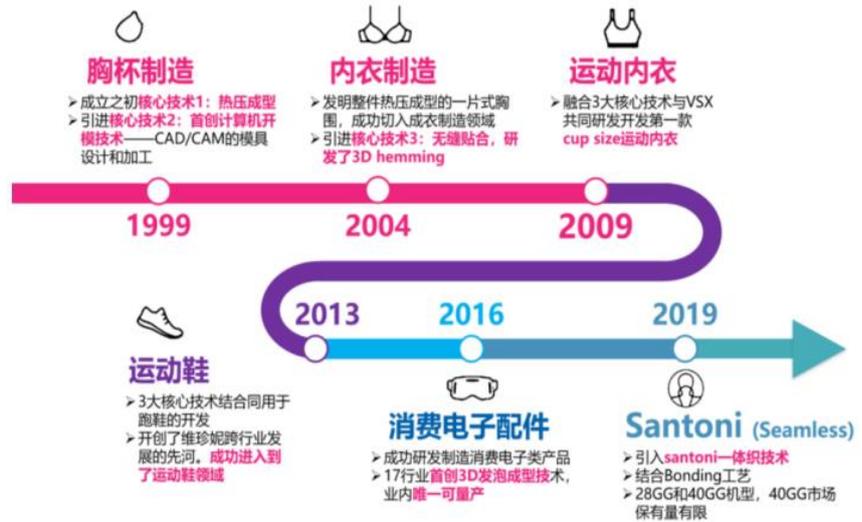
最后更新日期: 2023/03/31

数据来源: 公司官网

3.6. 维珍妮: 全球 IDM 内衣龙头, 贴身内衣及运动品类驱动增长

全球 IDM 内衣制造龙头, 凭借丰富技术矩阵, 实现跨行业业务拓展。维珍妮是全球领先的内衣制造商, 采用 IDM 业务模式, 以三大核心技术为基础打造丰富的技术矩阵, 进而实现跨行业及跨品类的业务拓展, 目前其产品涵盖贴身内衣、运动产品、胸杯及模压产品、消费电子配件等, 客户多为各领域的国际知名品牌。

图 49: 维珍妮逐步实现跨行业及跨品类的业务拓展



数据来源: 公司官网, 公司公告

贴身内衣业务: 外销稳健增长, 内销前景向好, 维密中国势头亮眼。 1) **代工业务:** 维珍妮于1998年开始涉足胸杯生产行业, 2006年正式开展内衣制造业务。目前公司已成为维密、优衣库、Soma等国际知名品牌的贴身内衣供应商, 其中维密多年来始终是公司的第一大客户, 双方合作已二十余年; 此外公司已与NEIWAI、Ubras等势头强劲的国内新兴品牌建立合作, 有望凭借更为突出的快反及成本优势争取内销订单。2) **维密中国:** 维珍妮与维密于2022年1月25日成立合资公司维密中国, 目前已盈利, 未来其将以

产品、供应链、业务运营三大维度为中心，全方面提高品牌实力，提升在中国贴身内衣市场的市占率。

运动产品业务：绑定众多知名品牌，运动内衣业务稳健增长，运动紧身裤增长空间较大。 1) **运动内衣：**绑定 Adidas、Nike、UA、Lululemon 等多个国际知名运动品牌，Lululemon 销量前十大的运动内衣中有五款由公司生产。2) **运动紧身裤：**客户主要为 Adidas、Gymshark 等，FY2024 成功切入 Nike 紧身裤供应链。

消费电子配件业务：绑定优质大客户。客户主要为 Microsoft (Surface 键盘的粘合加工)、Meta(VR 设备眼镜框的制作，产品交由歌尔声学进行组装)，由于疫情居家需求所带来的消费电子产品购买热潮逐渐退却，订单回归理性，受品牌产品迭代时间影响，消费电子配件业务存在较大的季度性波动，但维珍妮绑定优质客户、受品牌方支持，预计能够灵活应对订单波动。

产能：越南储备充沛，国内提效扩产。维珍妮越南产值占比 80%，国内深圳基地迁至肇庆基地，规划产值约为目前深圳产值的两倍。消费电子配件生产线已于 2023 年 6 月份完全转移至肇庆产业园，胸杯生产线也于 2023 年 9 月份完成搬迁，贴身内衣和运动商品生产线计划于 2024Q2 完成搬迁。到 2024 年年中，深圳生产基地主要的生产都将转移至肇庆新厂。

表24：维珍妮拥有多个业务板块

业务板块	开始年份	产品类别	FY2023 收入	收入占比	主要客户
贴身内衣	2006	胸围、外穿内衣、内裤、塑形内衣、泳装	44.3 亿港元	56.2%	优衣库、维密、维密中国、M&S、Soma、PVH、Hanes Brand、SPANX、NEIWAI、爱慕等
运动产品	2009	运动胸围、运动紧身裤、短裤、运动上衣	24.4 亿港元	30.9%	Nike、Adidas、Puma、On Running、Gymshark、李宁、VSSX、Lululemon 等
消费电子配件	2016	VR 头戴式装置、键盘、笔记本、平板电脑等产品的配件	3.7 亿港元	4.7%	直接客户包括 Goertek，终端客户包括 Microsoft、Meta、Pico 等
胸杯及模压产品	1998	胸杯、功能性运动鞋的模压鞋面等	3.2 亿港元	4.1%	其他制造商等
鞋类	2013 (拟于 2023H2 停止)	鞋履	3.2 亿港元	4.1%	Allbirds 等

数据来源：Wind，国泰君安证券研究

4. 投资建议

全球纺织制造中心转移催生一批优秀的鞋履与服装制造企业。其中，鞋履制造商集中度相对较高，龙头具备研发与管理优势；服装制造商集中度相对偏低，分工较为细化，产品种类有所不同，龙头追求一体化生产以提升盈利能力。

目前下游去库基本结束，通过头部制造公司订单跟踪情况来看，订单恢复趋势无虞。其中，龙头具备抢份额拓客户逻辑值得期待，推荐华利集团、中洲国际、裕元集团、九兴控股、晶苑国际、儒鸿、丰泰企业、超盈国际控股、钰齐-KY。

表25：本报告覆盖公司估值表

公司名称	代码	币种	收盘价	盈利预测(EPS)			PE			评级
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	

申洲国际	2313.HK	HKD	70.5	4.1	4.8	5.6	17	15	13	增持
华利集团	300979.SZ	CNY	58.1	3.4	4.0	4.6	17	15	13	增持
裕元集团	0551.HK	HKD	12.5	1.6	1.8	2.0	8	7	6	增持
丰泰企业	9910.TW	TWD	137.5	7.2	8.8	9.1	19	16	15	增持
九兴控股	1836.HK	HKD	12.9	1.6	1.8	2.0	8	7	7	增持
钰齐-KY	9802.TW	TWD	113.0	8.2	12.2	15.8	14	9	7	增持
超盈国际控股	2111.HK	HKD	2.2	0.5	0.6	0.6	5	4	3	增持
儒鸿	1476.TW	TWD	536.0	23.2	27.0	32.1	23	20	17	增持
晶苑国际	2232.HK	HKD	3.5	0.6	0.7	0.8	6	5	5	增持

数据来源: Wind, 彭博, 国泰君安证券研究 (注: 收盘价为 7 月 22 日收盘价)

5. 风险提示

终端需求恢复不及预期。 制造商订单直接与终端鞋服销售挂钩, 若终端销售不及预期, 则制造商订单将不及预期。

汇率大幅波动。 制造商多为出口型公司, 若人民币大幅升值, 将影响公司盈利能力。

晶苑国际(2232)

评级: **增持**

全球服装制造领军企业, 2024年订单显著修复

当前价格(港元): 3.38

2024.07.21



刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

S0880122070070

本报告导读:

公司是全球领先的服装制造商, 产品组合多元, 预计 2024 年订单有望显著修复。

投资要点:

- **投资建议:** 公司是全球领先的服装制造商, 短期伴随下游去库结束, 2024 年核心客户订单有望显著修复, 中长期面料自供应比例提升有望拉动盈利能力提升。预计 2024-2026 年归母净利润分别为 2.1/2.4/2.8 亿美元, 当前股价对应 PE 分别为 6/5/4 倍, 给予“增持”评级。
- **全球领先的服装制造商, 产品组合多元。**公司于 1970 年成立, 创立初期以生产毛衣为主; 1976 年开始生产休闲服; 1982 年开展梭织业务; 2000s 收购 Martin International Holdings 并开设贴身内衣类别, 将梭织业务转型为专注于牛仔服的业务; 2016 年公司收购 Vista, 推出运动及户外服新品类, 工厂与生产设施位于越南和柬埔寨; 2017 年在港股上市。公司探索自动化转型, 专注于精简生产工序、投资可提高效率的科技。公司对卓越制造的坚持是在提高效率及驱策创新方面优于同业的竞争优势。
- **多品类产量产值居亚洲前三, 面料自供应比例有望逐步提升。**公司的产品包括休闲服(亚洲产量第二、产值第三)、牛仔服(亚洲产量、产值第一)、贴身内衣(亚洲产量、产值第二)、毛衣(亚洲产量第三、产值第四)、运动服和户外服, 2023 年收入分别占比 27.9%/21.3%/18.2%/10.2%/21.9%, 近年来运动服及户外服收入占比明显提升, 休闲服占比有所下降。此外, 公司收购了位于越南与孟加拉的两家面料工厂, 预计到 2025 年面料消费量的 20%左右将来自内部生产, 2026 年/2028 年将分别上升到 40%/60%, 届时公司盈利能力有望实现显著提升。
- **预计 2024 年核心客户订单有望显著修复。**公司第一大客户为优衣库, 收入占比在 30%左右; Levi's 占比为双位数; GAP、维密占比约为高单位数; A&F、Adidas 占比中单位数; Nike、UA 占比低单位数。伴随下游去库结束, 我们预计 2024 年各客户订单均将明显修复, 预计 Adidas 订单增长将达 20%以上, Levi's 订单增长双位数, 优衣库订单增长高单位数, 彪马订单增长单位数, 基数较小的 Lululemon 订单有望高速增长。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期, 核心客户销售不及预期

交易数据

52 周内股价区间(港元)	2.33-4.49
当前股本(百万股)	2,853
当前市值(百万港元)	9,643

财务摘要(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1985	2341	2491	2177	2484	2774	3108
(+/-)%	-18.2%	17.9%	6.4%	-12.6%	14.1%	11.7%	12.0%
毛利润	386	448	463	418	481	544	618
净利润	108	163	173	163	206	241	276
(+/-)%	-28.8%	50.9%	5.9%	-5.4%	26.3%	16.8%	14.4%
PE				6.5	6.0	5.1	4.5
PB				0.7	0.8	0.7	0.6

九兴控股(1836)

评级: **增持**

全球时尚鞋履制造龙头，高分红低估值特征显著

当前价格（港元）: 12.54

2024.07.21



刘佳昆(分析师)

曹冬青(研究助理)

021-38038184

0755-23976666

liujiakun029641@gtjas.com

caodongqing026730@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

S0880122070070

本报告导读:

公司是全球时尚鞋履制造龙头，产品结构持续优化，产能扩张步伐清晰，具备高分红、低估值特征。

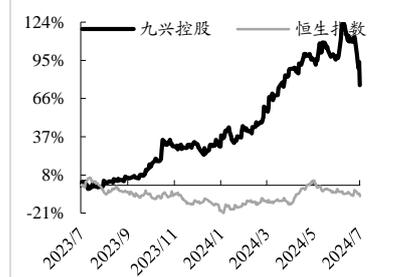
投资要点:

- **投资建议:** 公司是全球时尚鞋履制造龙头，产品结构持续优化，产能扩张步伐清晰，具备高分红、低估值特征。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 1.7/1.9/2.1 亿美元，当前股价对应 PE 分别为 8/7/6 倍，给予“增持”评级。
- **时尚鞋履起家，深耕鞋履制造行业四十余年。**公司于 1982 年成立，1995 年开始生产休闲品类鞋履；1998 年在越南建设工厂；1999 年在东莞设立鞋厂，拓展高档女鞋产能；2004 年开发并生产高档品牌鞋履；2007 年在中国香港上市；2012 年在印尼新建休闲鞋履工厂；2014 年生产基地扩展至菲律宾；2018 年至今，公司位于东南亚的产能进一步扩大。
- **产品结构持续优化，产能扩张步伐清晰。**1) **产品:** 运动类收入约 40%，预计奢华及时尚类产品占比有望提升。公司拥有超 50 个品牌客户，2023 年运动/奢华/时尚/休闲收入占比分别约为 43%/10%/26%/21%，近年来运动、奢华类产品收入占比基本稳定，休闲类产品收入占比有所下降，时尚类产品占比提升。展望未来，我们认为公司奢华及时尚产品收入占比有望提升；运动类收入占比有望维持稳定；休闲类产品占比下降将下降，以确保淡季生产稳定性。2) **产能:** 目前公司在印尼的 solo 工厂已经建成并运行，公司计划将部分时尚客户转移到该工厂，让中国工厂将专注于生产奢侈和高端时尚产品。公司于孟加拉国的扩建项目预计在 2024 年底前完成，投入使用后每年将增加 400-500 万双鞋产能。2026 年，公司计划在印尼建成全新专用于运动客户的独立厂，目标年产能能为 1000 万双。
- **高分红回馈股东，目前估值处于历史偏低水平。**除 2020 年疫情之外，公司的分红比例基本均维持在 70%以上的高水平，稳健高水平派息回馈股东，我们预计 2024 年高分红水平有望延续。此外，目前公司估值处于历史偏低水平，PE (TTM) 位于 2018 年至今约 30%左右分位数的水平。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期，核心客户销售不及预期

交易数据

52 周内股价区间（港元）	7.61-15.94
当前股本（百万股）	814
当前市值（百万港元）	10,205

52周内股价走势图



财务摘要（百万美元）	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	1,136	1,541	1,631	1,493	1,545	1,654	1,796
(+/-)%	-26%	36%	6%	-8%	4%	7%	9%
毛利润	202	317	352	367	403	436	479
净利润	1.7	89.7	118.0	139.4	168	186	208
(+/-)%	-98%	5223%	32%	18%	19%	10%	12%
PE				6.7	7.9	7.1	6.4
PB				0.9	1.1	0.9	0.8

超盈国际控股(2111)

评级: 增持

全球知名弹性面料生产商，具备全球化布局优势

当前价格（港元）: 2.21

2024.07.21



刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

S0880122070070

交易数据

52周内股价区间（港元） 0.97-2.52

当前股本（百万股） 1,040

当前市值（百万港元） 2,298

本报告导读:

公司是全球知名运动服装和服装面料材料供应商，产品以运动类弹性织物面料为主，海外产能稳步扩张。

投资要点:

- **投资建议:** 公司是全球知名的纵向一体化成衣制造商，弹性针织产品生产行业领先，2024年至今订单显著修复。预计2024-2026年公司归母净利润分别为4.89/5.84/6.66亿港元，当前股价对应PE分别为5/4/3倍，给予“增持”评级。
- **全球知名运动服装和服装面料材料供应商。** 超盈国际于2003年成立；2004年在广东省东莞市建立第一个生产基地；2014年在中国香港上市。公司将“以创新及技术为基础”作为业务的核心价值，计划持续为客户提供独特的增值创新，并从战略上丰富新产品供应。
- **主要客户为运动类，产品以运动类弹性织物面料为主。** 公司主要客户包括爱慕、仙黛尔、安莉芳、曼妮芬、马莎、Spanx、黛安芬、维密及华歌尔等内衣品牌，以及安踏、斐乐、Lululemon、UA、优衣库等运动服饰品牌，是Lululemon的第一大面料供应商。公司客户CR1收入占比稳定在12%-15%之间，CR5收入占比稳定在40%左右。公司产品包括弹性织物面料、弹性织带和蕾丝等。其中，弹性织物面料收入占比逐年上升，由2015年的62%提升至2023年的79%，并且主要为运动服装类；弹性织带和蕾丝收入占比呈下降趋势。
- **海外产能稳步扩张，全球化布局优势逐步加强。** 公司2016年在越南海阳省建立了第一家海外工厂，标志着国际化战略的开始；2017年在斯里兰卡建立生产厂房；2021-2023年，公司位于广东省东莞市、斯里兰卡和越南的新一期生产厂房悉数竣工，海外产能扩张计划稳步推进，运营效率不断提高。同时，公司海外生产基地财务表现显著改善，2023年越南工厂销售实现两位数增长；斯里兰卡投资取得正收益。未来，公司计划评估进一步扩张海外产能（特别是在越南）的可行性，为战略扩张计划部署资源。公司致力于利用国际生产布局的优势为客户提供可持续的供应链解决方案，巩固品牌合作，满足其最佳利益，包括缩短生产周期、满足相关贸易及税务考量。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期，核心客户销售不及预期

财务摘要（百万港元）	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3494	4793	4493	4201	4669	5205	5820
(+/-)%	-3.9%	37.2%	-6.3%	-6.5%	11.1%	11.5%	11.8%
毛利润	843	1112	850	1004	1173	1350	1556
净利润	258	402	299	347	489	584	666
(+/-)%	-14.3%	55.9%	-25.5%	15.9%	40.9%	19.5%	13.9%
PE				3.3	4.7	3.9	3.5
PB				0.4	0.6	0.6	0.5

裕元集团(0551)

评级: **增持**

当前价格(港元): 13.32

2024.07.14

全球最大鞋履制造商，订单改善盈利修复



刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

S0880122070070

本报告导读:

公司是全球最大的运动鞋制造商，2024年制造订单困境反转，零售业务预计全年表现相对平稳。

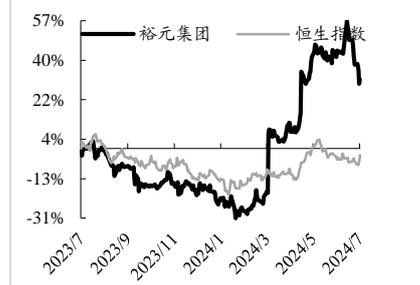
投资要点:

- **投资建议:** 公司是全球最大的运动鞋制造商，2024年制造订单困境反转，利润率有望显著修复；国内终端服装销售弱复苏，零售业务预计全年表现相对平稳。预计2024-2026年公司归母净利润分别为3.46/3.83/4.22亿美元，当前股价对应PE分别为8/7/7倍，给予“增持”评级。
- **全球最大的运动鞋制造商，中国TOP2运动鞋服经销商。**公司于1988年在中国台湾成立，1992年在中国香港上市，目前主营业务包括鞋履制造和运动鞋服零售，2023年制造业务/零售业务收入占比分别为64.12%/35.88%。
- **制造业务: 2024年订单逐步恢复，利润率有望显著修复。**2023年受下游品牌去库影响，公司制造业务订单承压，2023年制造业务收入同比下降18.4%。2024年至今下游品牌去库结束，公司制造业务订单逐步回暖。根据公司公告，2024年1-5月收入累计增速约为2.3%，我们预计2024年公司制造业务销量增速约为中高单位数。同时，产能利用率的恢复带动公司利润率逐步修复，我们预计2024年公司制造业务经营利润率有望修复至6-7%。此外，公司经营重心重新回归至制造业务，并采取了精简管理架构的减费提效举措，预计有望促进净利率实现修复。
- **零售业务: 1-6月流水下降9%，预计2024年销售额持平。**公司零售业务覆盖Nike、Adidas、Skechers、Puma、Converse等众多品牌，其中Nike、Adidas合计收入占比75-80%。2020-2023年疫情、下游品牌去库、Adidas经营调整导致宝胜收入承压，门店净关较多。目前Nike、Adidas大中华区经营逐步复苏，根据公司公告，2024年1-6月宝胜收入累计增速约为-9%。考虑到H2奥运会将对体育消费形成催化，我们预计宝胜2024年销售额有望持平。同时对比同业主要竞争对手滔搏，中长期来看宝胜利润率及周转率仍有较大提升空间。
- **风险提示:** 国内终端需求恢复不及预期，核心大客户销售不及预期

交易数据

52周内股价区间(港元)	7.34-15.98
当前股本(百万股)	1,612
当前市值(百万港元)	21,474

52周内股价走势图



财务摘要(百万美元)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8445	8533	8970	7890	8208	8775	9395
(+/-)%	-16.4%	1.0%	5.1%	-12.0%	4.0%	6.9%	7.1%
毛利润	1831	2048	2137	1925	2068	2239	2427
净利润	-91	115	296	275	346	383	422
(+/-)%	-130.2%	-226.7%	157.5%	-7.3%	25.9%	10.7%	10.1%
PE				6.5	8.0	7.2	6.5
PB				0.4	0.6	0.6	0.5

丰泰企业(9910)

评级: **增持**

当前价格(新台币): 13.98

2024.07.21

Nike 核心鞋履供应商，2024 年订单显著修复



刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

S0880122070070

本报告导读:

公司是全球鞋履制造龙头，从工厂人数角度分析，是 Nike 第一大鞋履供应商，预计 2024 年订单有望显著修复。

投资要点:

- 投资建议:** 公司是全球鞋履制造龙头，具备突出的研发优势，伴随下游去库结束，2024 年核心客户订单有望显著修复。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 71.1/86.7/89.6 亿新台币，当前股价对应 PE 分别为 19/16/15 倍，给予“增持”评级。
- Nike 资深供应商之一，深耕鞋履制造的跨国集团。** 公司于 1971 年成立，总部位于中国台湾，1992 年在台湾上市。公司成立之初即和 Nike 开展合作，为 Nike 生产高级帆布双皮面运动鞋，成为 Nike 亚洲首家代工厂，获得了 Nike 气垫生产工厂的唯一授权。公司与 Nike 深度绑定，Nike 连续十余年贡献丰泰 90% 以上收入。根据 2023 年 Nike 供应商数据，从工厂人数角度分析，丰泰是 Nike 第一大鞋履供应商。
- 配合 Nike 研发多款鞋型，高研发水平奠定领先地位。** 1992 年 Nike 首个亚洲研发中心在丰泰台湾总部成立；2001 年成立研究发展处；2014 年和 2016 年公司分别对丰帝和丰泰厂区进行改建，扩大研发中心面积；2015 年丰泰在越南设立首个海外研发中心。自 2012 年以来，公司成功研发并投产了多款兼具柔软透气鞋面与耐磨防滑鞋底的新鞋型，不仅实现了高性能与轻量化的平衡，还显著减少了物料消耗，进而降低了生产成本。强大的创新能力巩固了公司与 Nike 的合作关系，为公司业绩的稳定增长提供了有力保障。
- 2024 年至今订单显著修复。** 2023 年由于下游客户处于去库阶段，因此订单明显承压。2024 年至今，伴随下游去库结束，公司订单逐步修复，1-6 月收入累计提升 6.78%，6 月收入同比增长 0.8%。展望全年，我们预计公司订单恢复确定性较强，恢复斜率主要取决于核心大客户 Nike 的销售情况，建议关注 Nike 后续财报发布及销售指引。
- 风险提示:** 产能扩张不及预期，核心客户销售不及预期

交易数据

52 周内股价区间(新台币)	7.34-15.98
当前股本(百万股)	1,612
当前市值(百万新台币)	22,538

财务摘要(百万新台币)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	68,960	70,350	95,903	85,767	90,414	104,632	107,456
(+/-)%	-7%	2%	36%	-11%	5%	16%	3%
毛利润	16,464	15,899	23,286	17,778	20,561	24,644	25,514
净利润	4,879	4,542	9,082	4,977	7,111	8,665	8,964
(+/-)%	7.1%	4.1%	6.8%	4%	6%	6%	6%
PE				27.6	19.3	15.8	15.3
PB				5.5	5.2	4.7	4.4

钰齐-KY(9802)

评级: **增持**

全球户外鞋制造龙头，中长期受益于户外大趋势

当前价格（新台币）: 2.52

2024.07.21



刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

S0880122070070

交易数据

52 周内股价区间（新台币）	0.97-2.52
当前股本（百万股）	1,040
当前市值（百万新台币）	2,620

本报告导读:

公司是全球户外鞋制造龙头，产品壁垒深厚，短期订单仍面临压力，中长期有望深度受益于户外高景气度。

投资要点:

- **投资建议:** 公司是全球户外鞋制造龙头，产品壁垒深厚，短期 2024 年部分客户销售承压，订单仍面临压力；中长期，我们看好户外行业高景气度，公司作为全球户外鞋制造龙头，有望深度受益。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 19.50/25.40/33.09 亿新台币，当前股价对应 PE 分别为 14/9/7 倍，给予“增持”评级。
- **知名户外鞋履生产商，客户分散度较高。** 公司于 1995 年成立，于 2012 年在中国台湾上市。公司主营业务为生产运动鞋，并在 2000 年获得 gore-tex 认证；2003 年越南钰齐鞋厂成立，专门生产防水户外鞋；2009 年公司加入 Nike In-line 系统，专门生产硫化时尚鞋；自 2009 年起，公司开始代理欧洲户外品牌鞋和成衣产品，逐步拓展中国市场；2013 年公司在柬埔寨成立工厂；2021 年印尼钰齐工厂建成投产。目前公司客户分散度高，覆盖 Altra、Engelbert Strauss、La Sportiva、Meindl、Merrell、ON Running、Salewa、The North Face、Timberland、Vans 等众多品牌，实施较为分散的客户战略。CR2 收入占比近年来基本稳定，基本保持在 30%左右。
- **生产研发能力卓越，工厂均获 GORE-TEX 认证。** 公司绝大部分厂区均属 GORE-TEX 认证厂，具备全方位顶级防水透气户外功能鞋的生产能力。此外，公司致力于加强研发投入并推动创新，在内部成立新技术研发、自动化及半自动化机台开发、大数据人工智能整合分析等多项专案小组，计划着重优化核心技术、自动化生产能力和各厂区生产效能，2024 年开发量产能力和产销营运规模有望显著提升。同时，公司计划通过多元化接单和产能弹性调配进一步巩固竞争优势，确保在市场中保持领先地位。
- **2024 年至今公司收入累计明显下滑，主要系部分客户销售承压及基数原因。** 2024 年 1-6 月钰齐收入累计下降 31%，我们认为主要由于公司部分客户库存水平及终端销售表现仍有压力（如 VF），以及 2023 年同期公司基数相对于其他制鞋企业偏高。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期，核心客户销售不及预期

财务摘要（百万新台币）	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	11378	15559	24784	16982	16323	21004	24932
(+/-)%	-11.4%	36.8%	59.3%	-31.5%	-3.9%	28.7%	18.7%
毛利润	2414	2818	6189	3284	3265	4411	5485
净利润	898	1185	3396	1497	1950	2540	3309
(+/-)%	-29.8%	32.0%	186.5%	-55.9%	30.3%	30.3%	30.3%
PE				17.0	13.9	9.4	7.2
PB				2.1	1.7	1.6	1.3

请务必阅读正文之后的免责条款部分

儒鸿(1476)

评级: **增持**

当前价格(新台币): 13.98

2024.07.21

一体化弹性成衣制造龙头，2024年订单显著修复



刘佳昆(分析师)

021-38038184

liujiakun029641@gtjas.com

登记编号 S0880524040004

曹冬青(研究助理)

0755-23976666

caodongqing026730@gtjas.com

S0880122070070

交易数据

52周内股价区间(新台币) 7.34-15.98

当前股本(百万股) 1,612

当前市值(百万新台币) 22,538

本报告导读:

公司是全球知名的纵向一体化成衣制造商，弹性针织产品生产技术行业领先，2024年至今订单显著修复。

投资要点:

- **投资建议:** 公司是全球知名的纵向一体化成衣制造商，弹性针织产品生产技术行业领先，2024年至今订单显著修复。预计2024-2026年公司归母净利分别为63.5/74.0/87.9亿新台币，当前股价对应PE分别为24/20/17倍，给予“增持”评级。
- **知名纵向一体化成衣制造商，Nike为第一大客户。** 儒鸿是全球知名的纵向一体化针织布和成衣生产商；于1977年成立；2001年上市；1988年于中国台湾苗栗建造针织布生产基地；2004年成立越南成衣厂，开展全球化产能布局；2006年建成投产；2008年在越南设立染整织布厂，初步具备一体化能力。公司与众多国际品牌合作，前三大客户为Nike、lululemon、UA，2023年Nike收入占比约为15%。
- **公司弹性针织产品生产技术行业领先:** 1) **织布环节:** 由于弹性针织布系由弹性纱与一般没有弹性的纱混织而成，为调和有弹性及没弹性两种纱种，使其紧密相交而不相互掣肘，且能保持原有长、短纤的特色，技术难度较高。儒鸿拥有各式规格的针织机台，且自1989年即与杜邦公司合作，1993年成为亚太第一家授权生产莱卡弹性机能素材的制造商，目前技术已非常成熟，全球领先。2) **染整环节:** 由于弹性纤维纱如同橡皮筋一般，遇高温时染液会糊掉或产生皱纹，儒鸿经过多年的不断研究与测试，对于染液的温度升降及产品的性能都能实现最佳控制。3) **成衣环节:** 儒鸿设有专门的部门进行市场流行资讯搜集，并且设有全中国台湾最大规模的快速打样中心，搭配设备精良的各式缝机、打版软体与操作员，能为客户提供现场试衣及ODM等一站式的服务。
- **2024年至今订单显著修复。** 伴随下游去库结束，2024年公司订单逐步修复，1-6月收入累计提升20%。Lululemon预计将在FY2024Q2末和FY2024H2带来重大产品创新，如紧身裤领域将推出新型面料（史上干燥最快、重量最轻的面料之一）。作为Lululemon核心供应商之一，我们预计儒鸿有望受益于品牌的产品创新。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期，核心客户销售不及预期

财务摘要(百万新台币)	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	28,175	35,917	39,736	30,790	35,916	41,623	48,257
(+/-)%	0%	27%	11%	-23%	17%	16%	16%
毛利润	8,079	9,491	11,065	9,679	11,150	13,186	15,592
净利润	4,255	5,149	6,790	5,176	6,352	7,397	8,794
(+/-)%	-1%	21%	32%	-24%	23%	16%	19%
PE				29.0	23.7	20.3	17.1
PB				5.9	6.3	5.7	5.2

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可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保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本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。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 栋 27 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		