

【招商纺服孙好团队】江苏国泰：探究服装供应链的成功之道

招商纺服：孙好 13810160132/高峰 13450224266

事件：

上周我们走访江苏国泰，与公司高管就供应链运营整合的成功之道进行了详细的探讨。核心观点分享如下：

观点分享：

华盛实业为江苏国泰从事服装供应链业务规模最大的子公司，持股比例 60%，2016 年收入约为 50 亿元，占江苏国泰收入的 16.83%；净利润为 1.7 亿元，占江苏国泰净利润总额的 17%。我们以华盛实业为例探究江苏国泰从事服装供应链业务的成功之道

1、华盛实业近 3 年服装业务快速发展，盈利能力稳步提升

净利润规模增长明显：华盛实业 2014-2016 年实现收入金额分别为 46 亿元、54 亿元、50 亿元；净利润分别为 1 亿元、6721 万元、1.8 亿元，净利润率分别为 2.22%、1.23%、3.54%（2015 年净利润率低的原因是宁波甬久计提 1.4 亿元坏账准备所致）。2016 年实际净利润较业绩承诺的 1.2 亿元高出 46%。

服装出口金额占全部出口的 75%左右：最近三年华盛出口业务收入金额占比约为 70%，其中服装出口占全部出口业务的 77%，剩下部分为纱线出口。出口业务整体毛利率呈逐年提升之势，从 2014 年的 11.36%提升至 2016 年的 13.89%。华盛的服装业务最近三年开始快速增长，服装占出口比例未来还会更高，带动整体毛利率提升，以及利润规模的增长，我们预计今年华盛实业的净利润率能够达到 4%的水平。

2、客户集中度高、品牌客户占比提升，且订单增速快于客户业务收入增速

1) 服装业务规模增加，实现规模优势，品牌客户比例提升，渠道客户占比下降。采用大团队对接大客户的战略，尽管对接大客户在价格上略有让利，但是大客户规模效应及订单持续性好，优于小客户。

2) 客户集中度高：华盛实业的核心品牌客户为 PRIMARK、GIII（CK、DKNY、GUESS、TOMMY HILFIGER、LEVI'S 等的运营公司），2016 年两大核心客户年销售总额约 3 亿美元，约占华盛全部收入的 40%，约占全部出口收入的 57%。

3) 市场份额有提升趋势，订单增速快于客户收入增速

A、GIII：是美国最大的服装成衣生产和进口商之一，成立于 1956 年，品类涵盖裙装、泳装、外套、鞋类、运动服、箱包及配饰，运营品牌超过 40 个，拥有 CK\DKNY\GUESS\TOMMY\COLE HAAN\LEVI'S 等多个品牌的生产和经销权。2015 年底门店数量达到 367 家，收入增速从 2011 年的 33%下降到 2015 年的 10%。

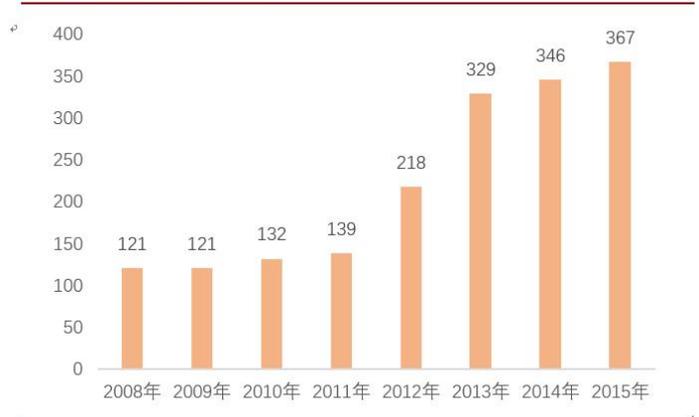
华盛实业是 CK 最大的供应商，全年订单量约有 1.8 亿美金。今年以来 GIII 旗下 CK\Tommy\DKNY 这三个品牌订单金额合计增速达预计有望达到 30%，且采购成本金额能够降低 5%-8%。订单金额的增速超过了 GIII 整体的收入增速，说明公司强大的供应链服务水平得到了客户的认可。

图 1: GIII 主要品牌



资料来源: GIII 公告、招商证券

图 2: GIII 门店数量



资料来源: GIII 公告、招商证券

图 3: GIII 收入规模及增速



资料来源: GIII 公告、招商证券

图 4: GIII 净利润规模及增速



资料来源: GIII 公告、招商证券

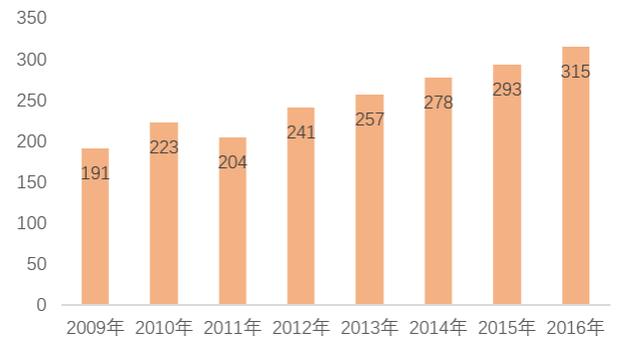
B、Primark: 以超低价格、快时尚为特点的 Primark 成立于 1969 年，总部设在都柏林，属于英国联合食品公司的子公司，在全球 11 个国家开展业务。公司经营品类丰富，包括女装、男装、童装、内衣、鞋子、配饰、家居用品、化妆品。2016 年底门店数量约为 315 家。收入增速在 2013 年达到 22% 的高点后，呈现增速放缓迹象，2016 年收入增幅达 11.26%。**Primark 作为公司第二大客户，2016 年订单量预计约为 1.2 亿美元，今年预计有 10-15% 的增长。**

图 5: Primark 收入规模及增速



资料来源: ABF、招商证券

图 6: Primark 门店数量



资料来源: ABF、招商证券

4) 地位逐渐强势，话语权提升：公司由最早通过中间商与品牌上对接，逐步延伸到与品牌商的区域分公司接洽，目前已经可以直接与品牌商海外总部对接，在话语权逐步提升的过程中，进一步强化公司成本管控能力。**目前新客户的开拓方式以客户之间相互推荐为主，缩短了客户评估及磨合期。**

3、供应链服务一体化服务

华盛的团队与客户的团队深度合作，覆盖设计、打样、生产、储运、清关、保险、配送、金融服务等整条产业链。以美国客户为例，品牌设计环节刚刚介入，开发部门 2、3 个月与美国对接一次，设计过程双方共同参与，华盛会推荐面料给客户，并承担后续的打版、生产、运输等环节。

华盛的外包工厂主要分布于江苏省、山东省、安徽省、河南省及江西省。拥有 3 家自营工厂，分别位于张家港、南京及江阴。华盛的核心制造商的有 100 多家，公司对其下单量占其总生产量的 50% 以上，因此公司对这些核心制造商而言，在交货期、品质管控方面具有强大的话语权，有专门的跟单员在工厂进行跟踪。

对制造商的管理水平较高，制造商的产量、订单的品质、交期等数据在 ERP 系统进行快速更新，跟单员在工厂进行信息实时反馈，也从客户方获得对商品品质评价的信息。这些信息都会作为对制造商考核的指标，不达标的制造商会替换掉。

4、公司从事服装供应链的行业壁垒以及公司的核心竞争优势

1) 人才优势

供应链服务竞争很激烈，公司供应链服务在国内是一流的，供应链的链条较长，公司从原材料开始到服装出口，涉及到很多的工序以及流程，从承接订单、设计打样，核算均由公司做。生产环节由集团其他子公司或者外协工厂从事，自产占比只有百分之十几。**庞大的供应链体系除了依靠 ERP 信息系统以外，更重要的是依靠公司自上而下的人才体系，依靠子公司、分公司、事业部、科室、团队跟单员去管理这些工厂，公司将不同的客户、不同的品种分类，做到有专门的团队与客户对接，一般工作了 4-5 年业务员成熟了，会给一些品牌对接，对业务员有晋升和激励机制，成熟的业务员流动性很小。相比之下，小企业缺乏人才和经验的积累，很难把供应链环节做全做深。**

2) 客户黏性高

公司从事供应链一体化服务业务，不仅包含对供应链的把控，还包括对客户的服务。出口的商品不纯粹是成本加成，还包含了服务，当合作进入稳定阶段后，不会随意更换供应商。

3) 效率高，服装业务的交期是 30 多天，速度领先

4) 公司对上游制造商大多采用先提货再付款的方式，处于强势地位，对资金的占用较少。

5) 与利丰相比，利丰偏重前端的，公司偏重后端的，公司未来有可能适当在前端进行渗透，避免利丰因前端生产不佳所导致的业绩下滑。

5、未来盈利能力提升的驱动因素

利润率的提升来自订单规模增长带来的规模效应，成本降低。以及客户结构的优化，淘汰低档客户，提升品牌客户占比带来的整体订单价格提升。

1) 对毛利率的判断：随着公司对接的品牌客户数量增加，单一客户订单金额增加，议价能力提升，对原材料价格波动的传导能力会提升。且随着订单规模的增加，公司能够通过规模优势降低原材料的采购成本。**因此，我们判断**

未来华盛实业的毛利率将呈现逐步增长的趋势,但是外贸业务不可能存在暴利,行业普遍的毛利率水平在 10%-15% 之间。

2) 对费用率的判断: 三项费用率长期而言将呈现下降趋势: 其中营销费用率会随着业务规模的扩大、知名度的提升而呈现下降趋势; 管理费用率暂时维持不变; 财务费用率也会随着公司在产业链地位的强势, 如对制造商而言, 先交货再付款; 对品牌商而言, 先付款再提供服务, 这种资金占用上的优势会逐渐显现。

3) 净利润率将呈现小幅提升趋势, 今年有望达到 4%的净利润率水平

表 1: 服装供应链子公司情况简介 (2016 年)

	华盛实业	国华实业	汉帛贸易	亿达实业
收入	50.37 亿元	34.08 亿元	35.30 亿元	25.10 亿元
净利润	1.78 亿元	1.46 亿元	1.49 亿元	0.87 亿元
毛利率	出口贸易收入占比 70%，出口业务毛利率达 13%-14%，服装业务占出口业务收入的 77%	出口贸易收入占比 83%，出口业务毛利率达 16.37%，服装占全部出口业务金额的 66%	出口贸易收入占比 65%，出口业务毛利率 14.89%，服装及纱线占全部出口金额的 63%	出口贸易收入占比 70%，出口业务毛利率 14.97%，服装及纱线占全部出口金额的 80%
净利润率	3.53%	4.28%	4.22%	3.47%
业绩承诺	1.22 亿元	1.18 亿元	0.94 亿元	0.86 亿元
实际净利润超业绩承诺比例	45.90%	23.73%	58.51%	1.16%
主要客户	PRIMARK、GIII (CK、GUESS、TOMMYHILFIFIGER、LEVI'S 等的运营公司)，两大核心客户年销售总额约 3 亿美元，约占全部收入的 40%	INDITEX、H&M、GAP，2014 年对 ZARA 系列服装供货近 1 亿美元。公司与 INDITEX 自 2007 年开始合作，与 ZARA、PullandBear、Bershka、Stradivarius 等品牌均有业务往来。目前，国华实业已成为 INDITEX 在中国的核心供应商。公司与 H&M 品牌主要在面料、纱线方面进行业务合作，特别在纺织新材料、新工艺、特殊功能等方面。从 2009 年开始合作，是 H&M 品牌在面料、纱线的全球指定供应商。	ESPRIT、H&M、GAP、UNIQLO、GU、MANGO	利丰集团、C&A、MERRYLINK
客户占比	2015 年第一大客户销售金额 11 亿元，占 20%；前五大客户销售金额 22 亿元，占 40%	2015 年第一大客户销售金额 3.5 亿元，占 11.58%；前五大客户销售金额 8.5 亿元，28.38%	2015 年第一大客户销售金额 1.7 亿元，占 5.13%；前五大客户销售金额 7.5 亿元，占 22.36%	前 10 名客户基本稳定在亿达实业年出口额的 50% 左右。
生产模式	主要采用外包生产模式，外包工厂主要分布于江苏省、山东省、安徽省、河南省及江西省。华盛实业拥有 3 家自营工厂，分别位于张家港、南京及江阴。	主营业务为接单加工型，即先有国外订单，再向国内工厂下采购订单。自有工厂年生产能力约 300 万件，外包工厂年生产能力约 3000 万件。目前公司的总产量和销售量约 2000 万件服装。	公司拥有专业的纺织品检测实验室、纱线研发中心、服装设计工作室及独立的打样中心，并在香港、英国、日本聘有世界知名服装设计师。公司在国内拥有 2 家全资生产工厂，以及 500 余家紧密合作的配套货源基地。	亿达实业采取自有工厂生产和外包加工相结合的生产方式。

资料来源：公司公告、招商证券

招商证券-纺织服装研究团队

孙妤：英国伯明翰大学酒店管理学硕士，现为招商证券服饰纺织行业首席分析师，8 年服饰纺织行业研究经验，曾任职于天相投顾 1 年。

高峰：上海交通大学管理学硕士，中山大学数学学士，2017 年加入招商证券。

团队成绩：2011-2014 年连续 4 年上榜《新财富》服装纺织行业最佳分析团队前三，2015 年第五。2011-2014 年水晶球服装纺织行业最佳分析团队第一，2016 年第三。

微信公众账号：



重要声明

本报告由招商证券股份有限公司编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。