

推荐 (维持)

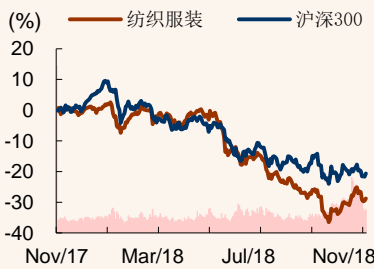
产业升级时代 强研发及顺势东南亚布局者有望胜出

2018年12月4日

服饰纺织行业2019年策略报告 (纺织制造篇)

上证指数	2655
行业规模	占比%
股票家数 (只)	109 3.1
总市值 (亿元)	6199 1.4
流通市值 (亿元)	4829 1.3

行业指数			
%	1m	6m	12m
绝对表现	5.8	-27.2	-28.5
相对表现	5.6	-10.2	-6.9



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《服饰纺织行业 2019 年度策略报告 (品牌篇)-低增长时代 拥抱全数字化转型方可异军突起》2018-11-26
- 2、《纺织服装行业 2018 年三季度报综述-品牌 Q3 环比走弱 汇率贬值提振制造端短期业绩弹性》2018-11-04
- 3、《纺织服装行业“时尚半月谈”10 月下旬一减税缓解中产阶层税负压力 有望刺激品牌服饰消费》2018-10-22

孙好

010-57601717  
sunyu2@cmschina.com.cn  
S1090511110003

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn  
S1090517080006

下游服饰消费需求升级推动纺织制造产业模式升级,本篇报告对产业升级趋势下龙头公司核心竞争要素进行了梳理及测算,同时指出龙头中长期估值提升的逻辑在于技术持续革新带来的产品结构升级及海内外产能配比优化带来的规模化成本优势的体现,重申优质制造商申洲国际、百隆东方、健盛集团投资逻辑。

- **2018 年海外需求复苏及人民币贬值两大因素催化纺织制造板块龙头业绩改善。需求端:**受美日经济复苏影响,2018 年 1-10 月国内纺织品及服装出口金额累计同比增长 4.2%,增幅较去年同期提升 4.6pct。**供给端:**受国内需求自 2018Q2 起走弱影响,产成品库存略有抬头,制造端扩产仍偏谨慎。**原材料端:**棉价短期受需求不振影响向下调整,但中长期受国棉补库拉动价格看涨。**利润端:**人民币贬值催化出口占比高的龙头公司于 Q3 起利润弹性增加。
- **消费升级推动产业升级,未来纺织制造行业将呈现两大趋势:龙头公司通过技术管理输出将低附加值环节向东南亚转移;国内龙头聚焦高附加值环节,向强研发&精益管理方向升级。**随着国内低成本制造红利已经消失,低端产能向制造成本更低、税率优惠、贸易环境友好的东南亚转移势在必行。但同时国内龙头公司历经多年历练沉淀,在领先的产品研发、完善的产业链配套、精益化的管理模式、快速的供应链反应速度、较高的人员素质等方面仍具备较强的竞争实力,是未来持续革新的关键。简言之,制造业获得估值提升的核心在于技术革新下产品结构持续升级带来盈利性的提升,以及海内外产能配比优化带来的规模化成本优势的体现,实现业绩及估值的双重提升。
- **投资建议:**受海外需求复苏及本币贬值影响,19H1 纺织制造业业绩弹性将大于品牌服饰,可重点关注东南亚产能占比高的龙头。重点推荐:申洲国际:十年市值实现百倍增长,核心驱动力在于持续不断的产品创新及纵向一体化生产模式下的高效供货,由此实现核心客户开发及深度绑定、产品品类及销售地区的扩展。前瞻布局东南亚进行产能扩张,成功复制国内成熟生产经验促进效率不断攀升,成为业内学习的榜样。百隆东方:国内色纺纱双寡头之一,专注主业,不断优化产品结构提升自身核心竞争力。前瞻布局越南扩产,2018-2020 年年均总产能扩张幅度达 10%。目前人民币持续贬值盈利性有望进一步提升,估值仍具修复空间,可把握绝对收益行情。健盛集团:全球棉袜优质制造商,相对完善的产业链布局/严格质控/越南产能扩张/优质客户资源构筑护城河,2017-2019 年海外订单量及产能总体扩张速度均保持年均 25% 增速,拉动业绩增长。与国内排名第一的无缝内衣制造商俏尔婷婷强强联合,双方将在品类互补、优质客户及稀缺生产资源共享等方面达成协同效应。短期震荡市下可待解禁压力释放后逢低底部布局,中长期存价值提升空间。
- **风险提示:**汇率波动风险、订单增长不达预期的风险、原材料价格过快上涨的风险、中美贸易战加剧的风险。

重点公司主要财务指标

	股价	17EPS	18EPS	19EPS	18PE	19PE	PB	评级
百隆东方	5.32	0.33	0.42	0.46	12.67	11.57	1.0	审慎推荐-A
健盛集团	10.07	0.34	0.53	0.62	19.00	16.24	1.3	强烈推荐-A
鲁泰 A	9.42	0.91	0.93	1.01	10.13	9.33	1.2	强烈推荐-A
伟星股份	7.21	0.48	0.55	0.63	13.01	11.39	2.3	审慎推荐-A
华孚时尚	5.7	0.45	0.57	0.70	10.00	8.14	1.3	审慎推荐-A

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、行业运行情况：外需复苏驱动出口回暖，汇率贬值提升业绩弹性.....	6
1、需求端：外需复苏驱动出口回暖.....	6
1) 外需：美日回暖延续，贸易战短期影响有限.....	6
2) 内需：服装消费自 2018 年中期开始呈放缓迹象.....	8
2、供给端：行业扩张保持谨慎，产成品库存 Q3 起略有抬升.....	9
3、成本端：内棉短期走弱，中长期国储补库或使内外棉产生联动上涨预期.....	10
1) 内棉价格：短期走弱，中长期看涨.....	10
2) 外棉：全球棉花库存消费比继续调减，价格走势长期看涨.....	11
4、汇率贬值短期将加大出口型纺企利润弹性.....	11
二、发展趋势展望：产业升级趋势下，强研发/精益管理/前瞻布局东南亚者有望胜出12	
1、低附加值环节向东南亚转移，享受低制造成本红利.....	13
1) 越南纺织制造业迅速发展，已成为出口支柱产业.....	13
2) 制造成本低、税负低、贸易环境友好是越南快速发展的核心原因.....	13
3) 国内纺织制造龙头加快东南亚产能布局，享受低成本发展红利.....	16
2、品质消费时代来临，拥有研发&精益管理优势的龙头有望获得高估值溢价.....	17
1) 品质化需求升级，订单向优质龙头集中趋势愈发明显.....	18
2) 高端产能通过强研发&精益化管理打造长期核心竞争力，获得高估值溢价.....	18
3) 优质供应商竞争核心要素总结.....	19
三、重点公司投资逻辑.....	21
1、申洲国际：研发创新与扩产提效拉动市值十年百倍.....	21
1) 申洲竞争优势总结：强研发/垂直一体化精益生产/前瞻海外扩产构建高竞争壁垒	21
2) 十年百倍之路：研发创新及增产提效是估值提升之本.....	23
2、百隆东方：越南产能释放促收入增长 汇率贬值增加利润弹性.....	26
1) 产品：加强研发投入 构建产品护城河.....	26
2) 客户阵容强大，集中度呈提升趋势.....	27
3) 产能：前瞻布局越南 规模效应逐步体现.....	28
4) 投资建议.....	28
3、健盛集团：优质贴身衣物制造商，产能释放助力业绩成长.....	29
1) 袜类业务：优质客户资源&前瞻越南布局构建竞争壁垒.....	29

2) 进军无缝内衣制造领域, 开启贴身衣物全品类布局之路.....	29
3) 投资建议及估值.....	30
四、风险提示 .....	31

## 图表目录

图 1: 纺织品累计出口金额及同比增速.....	6
图 2: 服装累计出口金额及同比增速 .....	6
图 3: 纺织品月度出口金额及同比增速.....	6
图 4: 服装月度出口金额及同比增速 .....	6
图 5: 我国纺织品服装主要出口地区占比 .....	7
图 6: 美国服装及配饰零售额金额及月度增速.....	7
图 7: 日本服装及饰品零售额同比增速.....	7
图 8: 欧元区纺织品零售量同比增速 .....	7
图 9: 社会消费品零售总额 (亿元) 及月度同比增速.....	9
图 10: 限上企业消费品零售总额 (亿元) 月度同比增速 .....	9
图 11: 服饰网上零售额累计同比增速.....	9
图 12: 鞋服针纺零售总额 (亿元) 及月度增速.....	9
图 13: 纺织业及服装业固定资产投资累计完成额同比增速 .....	9
图 14: 纺织品、服装产成品存货同比增速 .....	10
图 15: 纱线、布产量月度同比增速 .....	10
图 16: 国棉 328 价格走势 (元/吨) .....	10
图 17: 纱线价格指数 (元/吨) .....	10
图 18: 全球棉花库存消费比 (%) .....	11
图 19: 美元兑人民币中间价 .....	12
图 20: 汇率波动对业绩的影响逻辑 .....	12
图 21: 越南纺织业固定资产投资额 (十亿越南盾) .....	13
图 22: 越南纺织品及服装出口金额保持快速增长 .....	13
图 23: 越南纺织品及服装出口地区分布.....	13
图 24: 越南占美国纺织品服装进口比例提升 .....	13
图 25: 内外棉价差 (元/吨) .....	14
图 26: 越南地区 VS 国内净利润率比较 .....	17

图 27: 耐克制鞋供应商数量减少、集中度提升.....	18
图 28: 耐克全球制衣供应商数量减少、集中度提升.....	18
图 29: 纺织企业单位数及亏损企业数量占比.....	18
图 30: 订单向龙头企业集中趋势明显.....	18
图 31: 优质供应商核心竞争要素总结.....	20
图 32: 强研发+纵向一体化精益生产构筑申洲竞争优势.....	21
图 33: 基本情况（品类占比、销售地区、客户收入占比）.....	22
图 34: 申洲研发支出收入占比.....	22
图 35: 申洲资本性支出占净利润比重.....	22
图 36: 申洲运营地区.....	23
图 37: 申洲总市值破千亿.....	23
图 38: 上市之后快速进行品类扩充.....	24
图 39: 上市后快速开发欧美市场.....	24
图 40: 2013 年前业绩增长稳定性不强.....	24
图 41: 毛利率及净利率.....	24
图 42: 耐克收入及利润.....	25
图 43: 前四大客户收入占比.....	25
图 44: 研发费用收入占比.....	26
图 45: 研发人数占总人数比例.....	26
图 46: 人均固定资产规模（剔除房屋及建筑物）.....	27
图 47: 人均产出（吨）.....	27
图 48: 百隆东方下游品牌服装客户分布.....	27
图 49: 百隆东方前五大客户收入占比.....	27
图 50: 海外收入占比（%）.....	27
图 51: 截至 2017 年底百隆产能分布（万锭）.....	28
图 52: 越南产能扩张情况（万锭）.....	28
表 1: USTR 清单中纺织品及服装类目汇总（数据年份为 2017 年）.....	7
表 2: 对上市公司的影响.....	8
表 3: 国内棉花供需格局.....	10
表 4: 全球棉花供需格局.....	11

表 5: 人民币贬值对业绩的影响程度测算 .....	12
表 6: 东南亚各国及中国劳动力成本比较表 .....	14
表 7: 东南亚各国及宁波土地成本比较 .....	14
表 8: 东南亚及中国税率比较 .....	14
表 9: 中国和东南亚在能源价格、气候、环保力度、利率方面的差异 .....	15
表 10: 国内纺织制造龙头东南亚扩产情况 .....	16
表 11: 优质制造商在产品开发和工艺流程改进方面处于领先地位 .....	19
表 12: Eco FRESH Yarn 与传统工艺的对比 .....	25
表 13: 百隆越南财务状况 .....	27
表 14: 健盛袜类业务重要客户介绍 .....	28
表 15: 俏尔婷婷 2015 年、2016 年前四大客户收入占比 .....	29

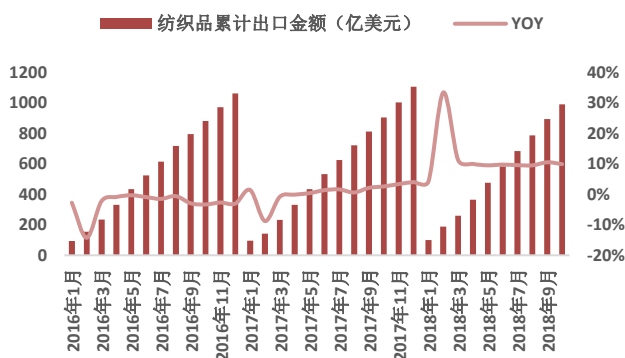
# 一、行业运行情况：外需弱复苏驱动出口回暖，汇率贬值提升业绩弹性

## 1、需求端：外需复苏驱动出口回暖

### 1) 外需：美日回暖延续，贸易战短期影响有限

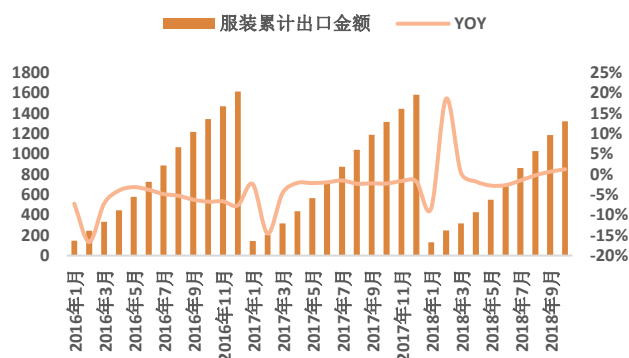
美日经济回暖，2018年以来国内纺织品出口复苏。受美日消费复苏影响，2018年1-10月份我国纺织品及服装累计出口金额同比增长4.2%至2308亿美元，增速较去年同期提升4.6pct。其中纺织品累计出口金额同比增9.9%至989.72亿美元，增速较去年同期提升7.3pct；服装累计出口金额同比增长1.2%至1318亿美元，增速较去年同期提升3.5pct。

图 1：纺织品累计出口金额及同比增速



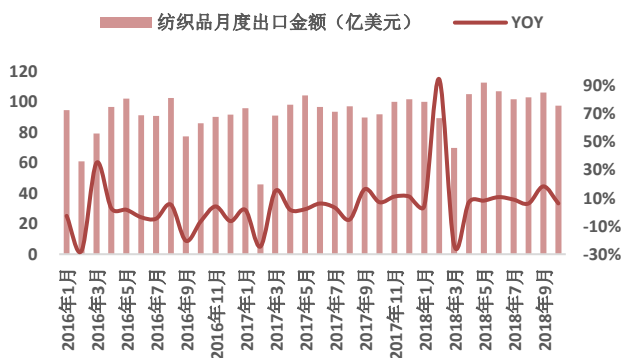
资料来源：Wind、招商证券

图 2：服装累计出口金额及同比增速



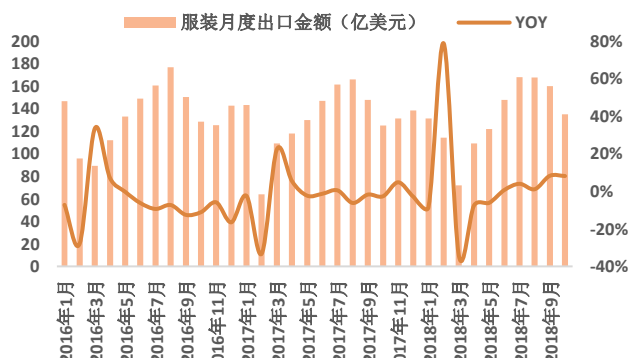
资料来源：Wind、招商证券

图 3：纺织品月度出口金额及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

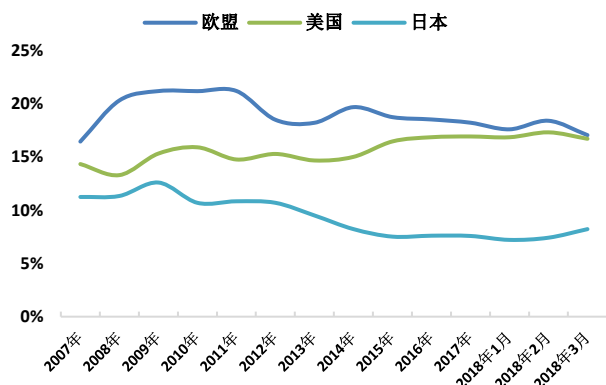
图 4：服装月度出口金额及同比增速



资料来源：Wind、招商证券

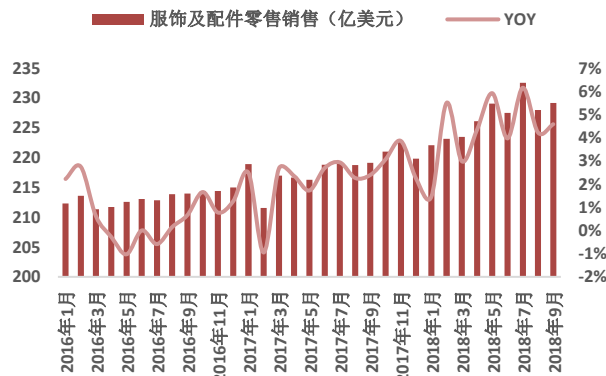
分地区看，美国服装及配饰零售额增幅自2018年起提速，2018年9月服装及配饰零售额同比增长4.6%至229亿美元，增幅较去年同期提升2.2pct；日本服饰需求略有回暖，面料服装和配饰零售额9月份同比增长1.23%至8230亿日元，增速较去年同期提升0.5pct；欧元区纺织服装需求略有下滑。

图 5: 我国纺织服装主要出口地区占比



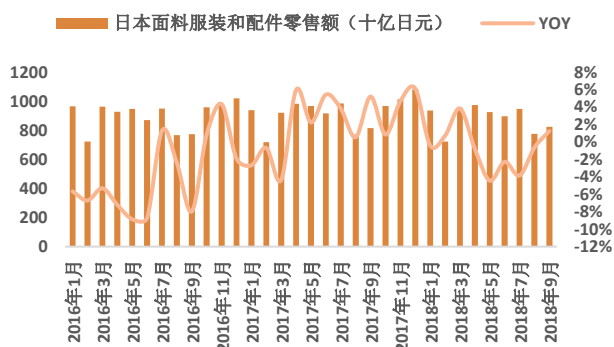
资料来源: Wind、招商证券

图 6: 美国服装及配件零售额金额及月度增速



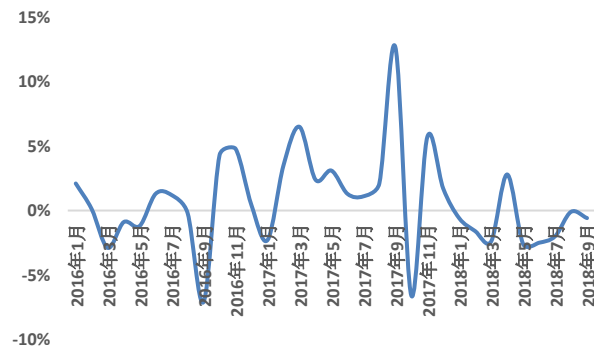
资料来源: 彭博、招商证券

图 7: 日本服装及饰品零售额同比增速



资料来源: 彭博、招商证券

图 8: 欧元区纺织品零售量同比增速



资料来源: 彭博、招商证券

短期看中美贸易战影响主要为心理层面, 长期或加速低端制造向东南亚转移进程。目前成衣未被列入清单, 面料及原材料直接出口美国占比较低, 对国内纺织制造行业影响有限, 更多为心理层面的冲击。从表 1 可以看出, 美国对中国的成衣、鞋、运动用品进口依赖度较高, 目前未对上述相关品类加征关税。而对于原材料或面料, 中国直接对美国出口的比例不高, 且美国对中国的依赖度也相对较低。整体而言, 除了地毯、帽子、雨伞等对美国出口占比较高的品类以外, 贸易战对国内纺织服装行业整体影响有限。未来品牌商或服装加工厂也会通过将低附加值产能向东南亚低成本国家转移进行风险规避。

表 1: USTR 清单中纺织品及服装类项目汇总 (数据年份为 2017 年)

项目名称	中国对美国出口总额 (亿美元)	中国对美出口额占中国出口总额比重	美国从中国进口占美国进口总额比重
蚕丝	0.27	2%	32%
羊毛、动物细毛或粗毛; 马毛纱线及其机织物	0.41	2%	15%
棉花及制品	2.77	2%	30%
其他植物纺织纤维; 纸纱线及其机织物	0.29	3%	12%
化学纤维长丝	6.59	4%	29%
化学纤维短纤	4.58	4%	26%
絮胎、毡呢及无纺布; 绳索索缆	6.77	13%	30%
地毯及纺织材料的其他铺地制品	5.91	22%	20%
特种机织物; 簇绒织物; 花边; 装饰毯; 装饰带; 刺绣品	3.68	8%	48%
浸渍、涂布、包覆或层压的织物; 工	6.31	9%	24%

	业用纺织制品			
	针织物及钩编织物	6.36	4%	61%
	帽类及其零件	12.07	28%	48%
	雨伞、阳伞、手杖、坐凳式手杖、鞭子及其零件	4.98	19%	75%
不加 征关 税项 目	针织或钩编的服装及衣着附件	160.02	22%	35%
	非针织或非钩编的服装及衣着附件	140.57	19%	37%
	其他纺织制成品; 成套物品; 旧衣着及旧纺织品; 碎织物	79.93	30%	52%
	鞋靴、护腿和类似品及其零件	119.79	25%	45%
	玩具、游戏品、运动用品及零件、附件	186.09	34%	57%

资料来源: wind、USTR、招商证券

**USTR 清单出台对 A 股纺织制造板块影响几乎为零。**对于 A 股纺织服装板块而言, 成品出口的健盛、孚日、嘉欣丝绸目前暂无影响; 涉及到色织布及色纺纱出口的鲁泰、百隆及华孚则因不直接对美国出口, 对业绩亦无影响; 伟星股份的纽扣及拉链虽在加税范围内, 但因对美国出口金额占比仅为 1% 左右, 也可以忽略不计。

表 2: 对上市公司的影响

公司名称	产品品类	影响
鲁泰 A	色织布、衬衣	衬衣不在加税范围内; 色织布出口地区中没有美国
健盛集团	袜子、无缝内衣	不在加税范围内
孚日股份	毛巾	不在加税范围内
伟星股份	纽扣、拉链	在加税范围内, 但是美国收入占比仅为 1% 左右, 影响有限
百隆东方	色纺纱	出口地区多为东南亚, 不直接出口美国
华孚时尚	色纺纱	出口地区多为东南亚, 不直接出口美国
嘉欣丝绸	丝、绸、服装	对美国出口产品为针织、梭织面料, 不在征税范围内

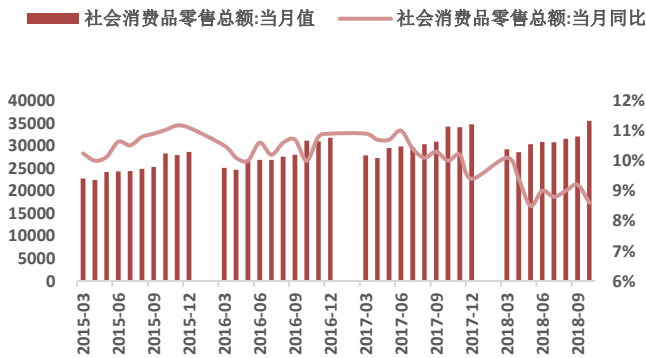
资料来源: 公司公告、招商证券

## 2) 内需: 服装消费自 2018 年中期开始呈放缓迹象

**宏观层面:** 2018 年 1-10 月社会消费品零售总额累计增长 9.2% 至 30.98 万亿元, 增速较上年同期降低 1.1pct。**中观层面:** 1-10 月份限上企业消费品零售额同比增长 6.6%, 增速较上年同期降低 1.8pct。其中鞋服针纺累计零售总额同比增长 8.4%, 增速较上年同期增长 1.1pct。

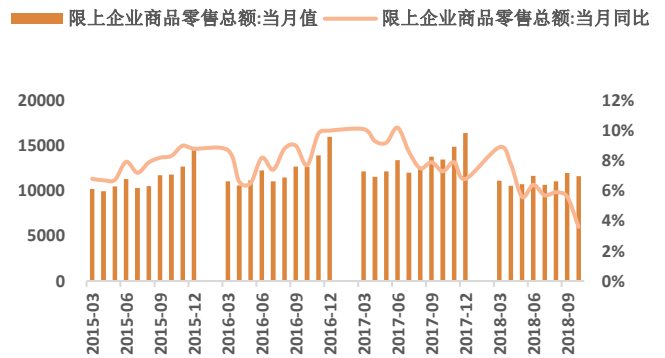
**分月度看, 国内服装消费呈现自 2018Q2 后逐月放缓迹象:** 宏观层面, 社会消费品零售总额月度同比增幅从 4 月份的 9.4% 降至 10 月份的 8.6%, 增速均较去年同期有不同程度放缓。中观层面, 限上企业消费品零售额月度同比增幅从 4 月份的 7.8% 降至 10 月份的 3.6%。鞋服针纺零售总额月度同比增速也从 4 月份的 9.2% 降至 10 月份的 4.7%。

图 9: 社会消费品零售总额 (亿元) 及月度同比增速



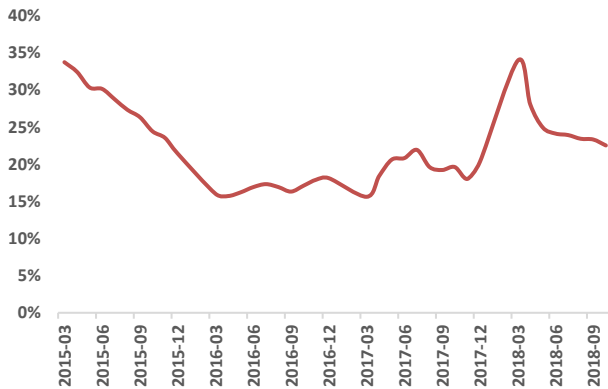
资料来源: Wind、招商证券

图 10: 限上企业消费品零售总额 (亿元) 月度同比增速



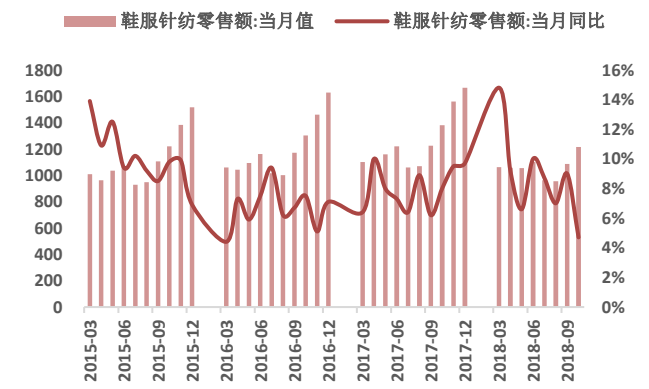
资料来源: Wind、招商证券

图 11: 服饰网上零售额累计同比增速



资料来源: Wind、招商证券

图 12: 鞋服针纺零售总额 (亿元) 及月度增速

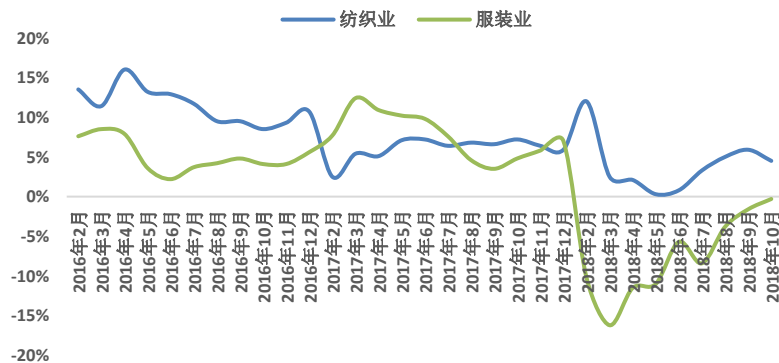


资料来源: Wind、招商证券

## 2、供给端：行业扩张保持谨慎，产成品库存 Q3 起略有抬升

纺织及服装行业新增产能扩产保持谨慎，纺织品行业好于服装行业。从累计增速来看，服装行业固定资产投资累计完成额同比增速于 2018 年 6 月下陷至 -15%，随后见底反弹，今年前十个月，服装行业固定资产投资累计完成额同比增速与去年同期持平。纺织业扩产情况好于服装，从 6 月份的低点开始反弹，今年前十个月，纺织业固定资产投资累计完成额同比增速恢复至 4.5%。

图 13: 纺织业及服装业固定资产投资累计完成额同比增速



资料来源: wind、招商证券

自 2012 年起，纺织品、服装产成品存货同比增幅逐年下滑，中枢下移，行业存货出清

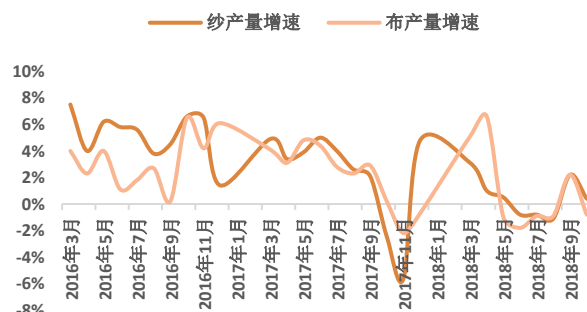
接近尾声，但是 10 月份以来，受内需增速放缓及中美贸易战对消费者信心的影响，产成品库存有所抬头。纱线、布产量月度同比增速则从 2016 年起维持个位数震荡，行业产量供给扩张偏谨慎。

图 14: 纺织品、服装产成品存货同比增速



资料来源: wind、招商证券

图 15: 纱线、布产量月度同比增速



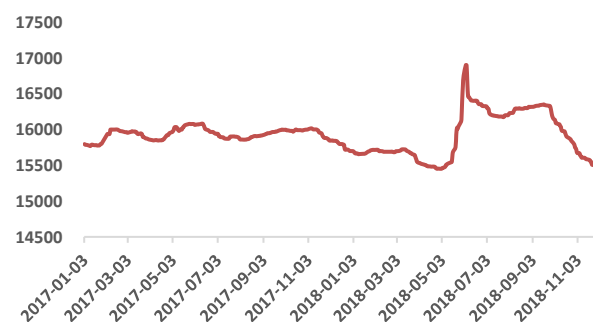
资料来源: wind、招商证券

### 3、成本端：内棉短期走弱，中长期国储补库或使内外棉产生联动上涨预期

#### 1) 内棉价格：短期走弱，中长期看涨

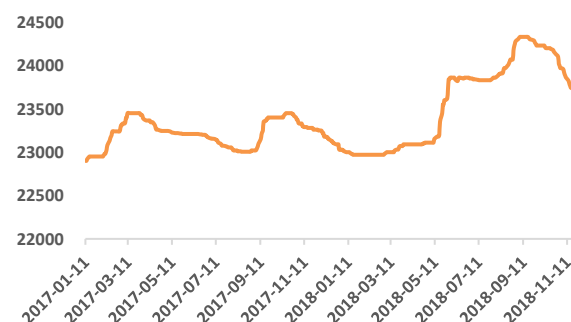
**内棉价格受新疆棉花单产提升预期影响短期走弱：**进入 9 月份以来，受对未来中美贸易摩擦加剧影响，外资品牌商持观望态度，部分企业出口订单萎缩；叠加内需不振向上游传导，产成品库存增加，棉花需求低迷，采购力度下降。同时，受新疆棉花单产提升预期影响，近期内棉价格走弱。截至 11 月 27 日，国棉 328 价格报收 15432 元/吨，较年初下降 1.69%。C32S 纱线价格指数报收 23580 元/吨，较年初微涨 2.39%。

图 16: 国棉 328 价格走势 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

图 17: 纱线价格指数 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

中长期看，2018/19 年度国储棉储备量下降，随着 2019 年中期后服装需求高基数因素消除，及中储棉启动配额回补库存，将使内外棉价格存在联动上行预期。

表 3: 国内棉花供需格局

供应/需求 (万吨)	2016/2017	2017/2018	2018/2019E
总供应	1662	1525	1252
其中: 期初库存 (含国储)	1042 (912)	786 (585)	575 (235-285)
产量	469	549	537

进口	111	110+80	140
<b>总需求</b>	<b>836</b>	<b>870</b>	<b>904</b>
其中：棉纺需求	790	824	858
其他消费及出口	46	46	46
期末库存	786	575	388

资料来源：统计局、棉花信息网、招商证券

## 2) 外棉：全球棉花库存消费比继续调减，价格走势长期看涨

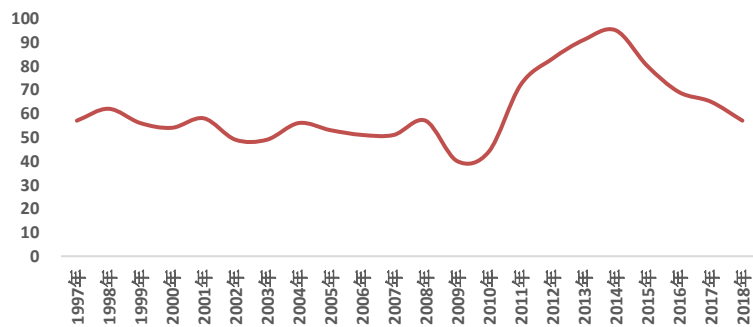
根据美国农业部 10 月份全球产需预测，由于德州干旱、印度棉种植面积同比大幅减少导致全球 18/19 年度供应偏紧，同时调增总消费量，全球棉花库存消费比进一步下降至历史地位水平，全球棉花走势长期看涨。

表 4：全球棉花供需格局

供应/需求 (万吨)	2015/2016	2016/2017	2017/2018	2018/2019(10月)
期初库存	2400	2035	1831	1761
产量	2094	2322	2689	2649
进口	772	820	888	902
国内总消费	2466	2521	2673	2782
出口	759	820	888	903
耗损	6	5	7	7
期末库存	2035	1831	1840	1621
库存消费比	82.52%	72.63%	68.84%	58.27%

资料来源：USDA、招商证券

图 18：全球棉花库存消费比 (%)



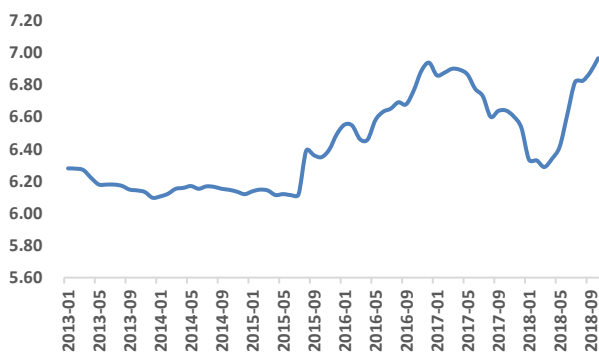
资料来源：USDA、招商证券

## 4、汇率贬值短期将加大出口型纺企利润弹性

汇率波动对业绩的影响主要体现在收入、毛利率和汇率损益科目上：

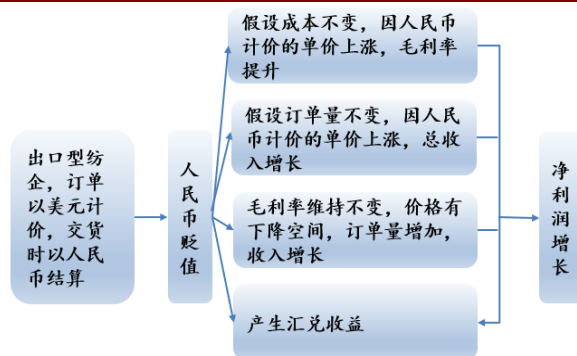
- ✓ 人民币贬值趋势下，假设订单量不变，但因结汇时以人民币计价的单价上升，因此体现在报表中的总收入增长。若我方企业主动降低订单价格，那么势必会增加我方企业在价格方面的竞争力，国外采购订单会相应增加，总收入增长。
- ✓ 假设原材料为国内采购，且价格不变，结汇时以人民币计价单价上升，毛利率提升
- ✓ 产品出口结算和报表时期的汇率不同，人民币贬值阶段，外币业务交易折算会产生汇兑收益。

图 19: 美元兑人民币中间价



资料来源: wind、招商证券

图 20: 汇率波动对业绩的影响逻辑



资料来源: 招商证券

我们对出口占比高的纺织制造企业进行汇率敏感性测试, 测算假设及结论如下:

收入方面, 假设企业接单不分批次, 且订单量不受外汇波动影响; 以美元计价的订单金额不受汇率波动影响而调价。利润方面, 假设原材料为国内采购, 人民币计价, 采购价格不变; 期间费用率保持不变; 企业不进行套期保值, 不存在外汇敞口。因此, 理想状态下, 仅考虑美元计价所带来的折算后额外收益, 人民币贬值对于出口企业的业绩弹性主要取决于企业出口收入占比及净利润率两大因素, 即收入增长弹性为: 人民币贬值幅度 \* 企业出口收入占比; 净利润弹性为: 人民币贬值幅度 \* 企业出口收入占比 / 利润率。

表 5: 人民币贬值对业绩的影响程度测算

公司名称	出口收入占比	净利润率	人民币贬值 5%		人民币贬值 10%	
			收入上升幅度	净利润率上升幅度	收入上升幅度	净利润率上升幅度
鲁泰 A	63.32%	12.73%	3.17%	24.87%	6.33%	49.74%
健盛集团	81.81%	15.18%	4.09%	26.95%	8.18%	53.89%
百隆东方	47.10%	10.21%	2.36%	23.07%	4.71%	46.13%
联发股份	59.46%	7.78%	2.97%	38.21%	5.95%	76.43%
孚日股份	60.72%	8.73%	3.04%	34.78%	6.07%	69.55%
申洲国际	55.83%	23.49%	2.79%	11.88%	5.58%	23.77%
维珍妮	75.29%	4.36%	3.76%	86.34%	7.53%	172.68%

资料来源: 公司公告、招商证券 (数据基于 2018 年三季报)

## 二、发展趋势展望: 产业升级趋势下, 强研发&精益管理&前瞻布局东南亚者有望胜出

消费升级推动产业升级, 未来纺织制造行业将呈现两大趋势: 即龙头公司通过管理输出将低附加值环节向东南亚转移; 国内龙头聚焦高附加值环节, 向强研发&精益管理方向升级。随着国内用工成本增加、社保及税收负担加重、融资成本不断提升, 国内低成本制造红利已经消失, 低端产能转移势在必行。但同时国内龙头公司历经多年历练沉淀, 在领先的产品研发、完善的产业链配套、精益化管理、快速的供应链反应速度、较高的人员素质等方面仍具备较强的竞争实力, 是未来持续革新的关键。专注强研发&精益管理, 同时顺应行业趋势, 将低附加值环节向东南亚转移的大型制造龙头才能在产业升级大趋势下持续提升市占率及盈利水平。简言之, 我们认为制造业获得估值提升的核心在于技术革新下产品结构持续升级带来盈利性的提升, 以及遵循全球纺织产能转移趋势,

前瞻布局东南亚国家，享受规模化低成本及低关税优势，实现业绩及估值的双重提升。

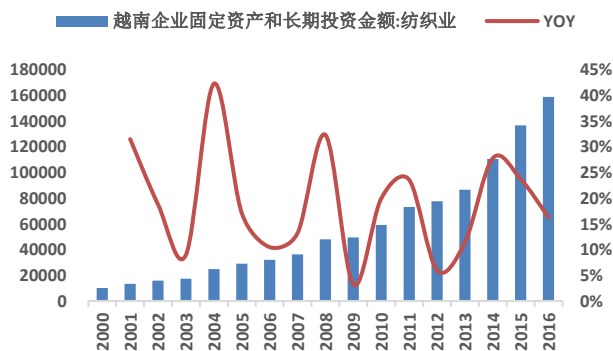
## 1、低附加值环节向东南亚转移，享受低制造成本红利

纺织制造产业转移先后经历了 20 世纪初期从欧洲到美国、20 世纪 60-70 年代从美国到日本、再到 80 年代亚洲四小龙。80 年代之后，纺织产业生产中心转移到中国东部沿海，90 年代初开始，中国纺织品服装出口总额位居世界首位。21 世纪初随着制造成本攀升，中国低附加值产能开始向东南亚国家转移，2008 年后人工成本持续攀升及 2018 年中美贸易摩擦则加快了这一转移进程。

### 1) 越南纺织制造业迅速发展，已成为出口支柱产业

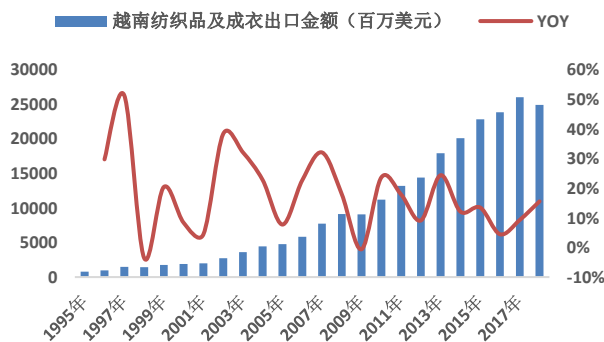
越南凭借低制造成本、友好的贸易环境、低税率优势吸引着大量的海外投资，同时也成为服装及纺织品出口大国。根据越南海关统计，2018 年 1-10 月越南纺织行业出口金额约为 249.26 亿美元，同比增长 15.56%，占越南总出口金额的 12.45%，是越南出口支柱产业。出口主要地区为美、日、韩、中、德，其中美国占比稳定在 40%-50%之间，近年来由于中、日、韩占比的提升，美国占比有下降趋势。但是从美国进口的纺织品服装来源地统计，越南占比从 2013 年的 7.29% 提升至 2017 年的 10%。

图 21: 越南纺织业固定资产投资额 (十亿越南盾)



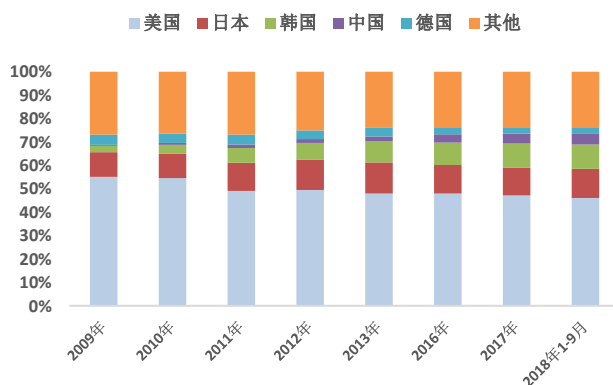
资料来源: wind、招商证券

图 22: 越南纺织品及服装出口金额保持快速增长



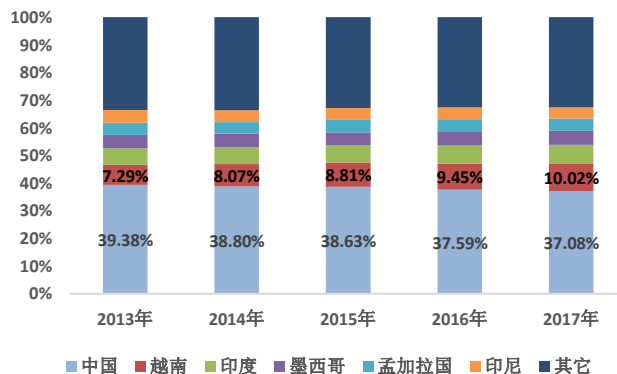
资料来源: wind、招商证券

图 23: 越南纺织品及服装出口地区分布



资料来源: wind、招商证券

图 24: 越南占美国纺织品服装进口比例提升



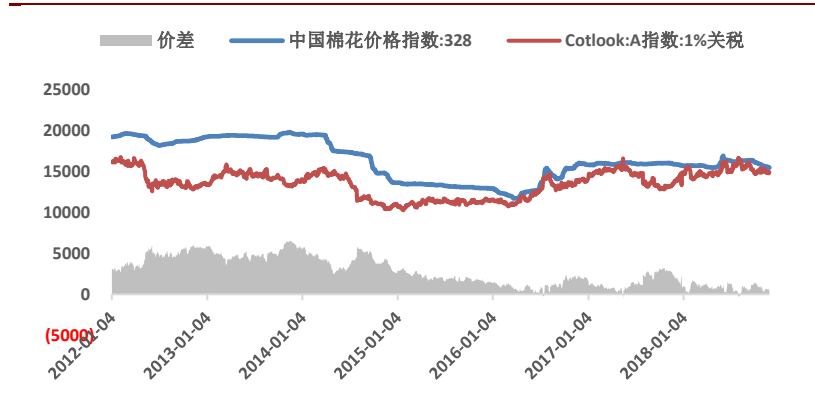
资料来源: wind、招商证券

### 2) 制造成本低、税负低、贸易环境友好是越南快速发展的核心原因

✓ 优势:

**东南亚国家直接使用外棉无配额限制，原材料价格优势较国内明显：**东南亚周边国家所使用的棉花棉花及相关原料严重依赖进口，但无配额限制，而外棉比国棉价格现仍存 900-1000 元/吨的价差，原材料成本优势高于国内。

图 25: 内外棉价差 (元/吨)



资料来源: wind、招商证券

**劳动力成本优势：**以越南为例，尽管最低工资标准持续上调，2018 年国家薪酬委员会已最低工资调至每月 121~175 美元之间，同比上调 6.5%，且需为工人提供社会保险和医疗保险津贴，但当前越南整体工资水平仍为中国江浙沿海地区工人薪资的 50%。当然在实际操作层面，东南亚国家工人熟练程度低、不加班休假多，且在建厂初期需要国内技术团队扶持，前期培育期投入较高，但随着工人熟练程度提升，人效将逐渐释放。从产能转移较早的企业情况看，当前越南、柬埔寨等东南亚纺织产业集群工人效率已有明显提升。

表 6: 东南亚各国及中国劳动力成本比较表

比较项目	中国	柬埔寨	缅甸	越南
工资水平	平均工资 4000 元/月	最低薪资 170 美元/月，相当于中国的四分之一	缅甸普通工人月平均工资达 100-150 美元，相当于中国的四分之一	1500-2000 每月，相当于中国的二分之一
工作时长	6 天 10 小时工作制，需要加班	5 天 8 小时工作制，不加班	5 天 8 小时工作制，不加班	6 天 8 小时工作制，不加班
劳动效率	高	中国的 50%-80%	中国的 50%-80%	中国的 70%-80%

资料来源: 越南投资发展网、江苏国泰公告、健盛集团公告、招商证券

**东南亚地区拥有土地成本优势：**宁波 2017 年工业用地租金价格为 425 元/平方米/年；越南西宁省福东工业区土地租金为 295 元/平米/年；而江苏国泰在缅甸仰光莱达亚工业区内拟建设的服装产业基地项目中土地租金更是每平方米价格低至 10.5 元人民币/年。

表 7: 东南亚各国及宁波土地成本比较

比较项目	中国 (宁波)	柬埔寨 (西哈努克港经济特区)	缅甸 (仰光莱达亚江苏国泰服装项目)	越南 (福东工业区)
------	---------	-----------------	--------------------	------------

区位优势	宁波经济技术开发区地处长江三角洲南翼,沿海经济带和长江经济带T形布局的中点,紧邻上海,是长江三角洲南翼的海上门户	特区坐落于西哈努克省,紧邻柬埔寨4号国道,距西哈努克国际深水港及火车站12公里,距西港国际机场仅3公里,海陆空交通便利。	缅甸省级工业园,位于仰光西北部,距离仰光港口约26公里,距离仰光国际机场约18公里	该园区位于越南南部,距离首都胡志明市50公里,距离最近的清福中转港10公里,协福集装箱港口70公里,距离新山一机场50公里
工业土地租金	425元/平方米/年	150元/平方米/年	租约30年,低至至10.5元/平方米/年	295元/平方米/年

资料来源:越南投资发展网、江苏国泰公告、健盛集团公告、招商证券

**税收优惠:** 东南亚各国为招商引资,均给予优惠外商多项税收优惠政策,如出口企业增值税退税,所得税减免、出口关税成本低等。

表 8: 东南亚及中国税率比较

项目	中国	柬埔寨	缅甸	越南
增值税	一般企业16%,出口企业在出口退税政策下有一定程度减免	一般企业为10%,出口企业免征	无此税种	一般企业为10%,出口型企业在出口退税政策下会有一定程度减免
所得税	普通企业25%税率,高新技术企业15%所得税率	享受9%的优惠税率	从投产之年算起,连续三年免征所得税,后续年度依照利润的25%缴纳	符合条件的企业自成立之日起,可连续15年所得税按10%征收,产品出口企业从获得年度开始,前4年全免,后9年减半,按5%征收。条件为:要求新投资产能在3亿美元以上、3年内达产、招3000名当地工人。
进口国关税	日本从中国进口关税为7%,澳大利亚从中国进口关税为5%,美国从中国进口关税为14%(部分产品加征关税),欧盟12%	享受普惠待遇,美、日、欧给予免税优惠	享受普惠待遇,美、日、欧给予免税优惠	日本:从越南进口免征关税,澳大利亚:从越南进口免征关税,美国:目前从越南进口关税14%;欧盟零关税

资料来源:越南投资发展网、缅甸中文网、江苏国泰公告、健盛集团公告、招商证券

**规避贸易战影响:** 东南亚地区国际贸易壁垒较国内低,若后期中美贸易战仍持续或恶化,产能布局在东南亚的纺织制造龙头企业能够较大程度规避中美贸易战影响。

✓ 不足之处:

**高温高湿天气导致能源消耗量大,虽然单位能源成本低,但总成本相当:** 虽然越南的电费、水费是宁波地区的50%,但是由于越南高温高湿的气候条件,其工厂降温除湿所需的能源消耗量也是国内的数倍,总体能源成本不占优势。

**环保成本高:** 越南采取“边发展边治理”的环保政策,污水处理等环保标准较国内严格,越南政府于2017年底出台政府第155/2016/ND-CP法令,提高了违反环保法规的行政处罚力度。根据该法令,个人环保违规行为最高将被罚以10亿越南盾(约合4.44万美元),机构组织罚金最高为20亿越南盾(约合8.88万美元)。

**产业配套不够完善:** 由于越南地区纺织产业配套不完善,比如缺乏印染环节、电力供应不稳定;当地工人的劳动熟练程度也不及中国东部沿海地区,因此转移的产业主要为简

单的成衣加工，而纺织面料产业的转移仍需要一定时间。

表 9：中国和东南亚在能源价格、气候、环保力度、利率方面的差异

项目	中国（宁波）	柬埔寨	缅甸	越南
能源价格	电费 0.71-0.77 元/度；水费 4.14-4.94 元/吨；污水处理费 2.34 元/吨	电价贵，无法 24 小时供应，平均电价达到 0.84~1.6 元/度	高峰电价 0.76 元/度，低峰电价 0.42 元/度。水费价格 1.7 元/吨，污水处理系统普通行业 1.5 元/吨，污染区 2.3 元/吨。	电费 0.3-0.4 元/度；水费 1.8-2.4 元/吨；污水处理费 2.5 元/吨
年平均温度及湿度	年平均温度 15-20 度 四季分明	年平均温度是 30 度 湿度大	高温高湿	高温高湿
信贷成本	4.35%（2017 年）	11.32%（美元贷款利率）	13%（2017 年）	7.40%（2017 年）
环保成本	偷排现象仍存在	目前要求不高	要求高	要求高

资料来源：越南投资发展网、缅甸中文网、江苏国泰公告、健盛集团公告、招商证券

### 3) 国内纺织制造龙头加快东南亚产能布局，享受低成本发展红利

截至目前，鲁泰、申洲国际、健盛集团、百隆东方、华孚色纺等全球化龙头企业均已在东南亚扩产，而随着产业集群的日益壮大、申洲国际、鲁泰 A、百隆东方和健盛集团均有在越南持续扩大产能的计划。

表 10：国内纺织制造龙头东南亚扩产情况

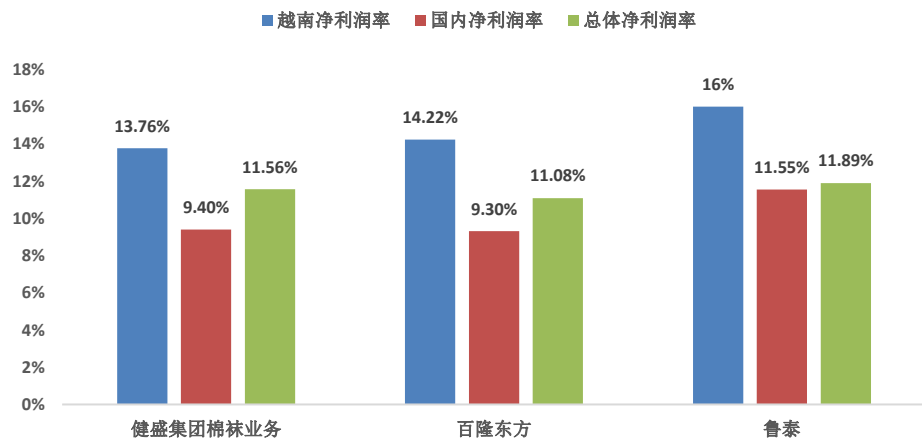
公司 名称	海外产能布局 时间及地点	累计投 资金额	海外产能 占比	进展
纱线	华孚时尚 越南 2014 年	13 亿人民币	2017 年底 16%	17 年年底越南纱线产能规模 28 万锭，已达产。2018 年总产能预计可达 200 万锭，越南产能占比 14%。
	百隆东方 越南 2013 年	7 亿美元	2017 年底 40%	公司于 2017 年 5 月投资 3 亿美金，投向越南百隆 B 区 50 万纱锭项目，今年 8 月底产能达 20 万锭，越南总产能合计可达 70 万锭，占总产能 140 万锭的 50%。预计 2020 年公司在越南的产能将达到 100 万锭，占比将达 60% 左右。
面料	鲁泰 越南 2014 年	2.1 亿美元	色织布 17% 衬衣 15%	面料项目：越南纺纱项目 15 年底第一期 3 万锭已投产，第二期 7.6 万锭 2017 年开建。越南年产 3000 万米色织布项目已于 18Q1 投产。2018 年投资 6000 万美元建设 14.4 万锭纺纱及气流纺 3000 头项目。 衬衣项目：总产能规划 600 万件，其中越南一期 300 万衬衣项目投产，总体进展顺利。
	柬埔寨 2014 年	2000 万美元	衬衣 15%	柬埔寨衬衣项目设计产量为 600 万件，目前产量有 350-400 万件，16 年达到了盈亏平衡
	缅甸 2014 年	1000 万美元	衬衣 5%	缅甸衬衣项目设计产量为 300 万件，同样由于工人技术水平较低，目前产量不到 100 万件。
成衣	申洲国际 越南 2013 年	40 亿+人民币	面料 40% 成衣 12%	越南面料工厂：2013 年投产，目前德利工厂的面料产能大约在 220 吨/天左右。满足部分国内、越南、柬埔寨制衣厂面料需求。 越南成衣工厂：2015 年投产，目前有 1 万名工人，未来仍将继续扩大规模

柬埔寨	2005 年	5 亿+人民币	成衣 13%	柬埔寨成衣工厂：2005 年投入生产，目前拥有九个生产车间、11000 名员工，客户主要为 Adidas、Nike 和 Puma 三家，供给欧洲市场。目前申洲正在安达工业区内的工厂开设第十个生产车间，且为自动化水平较高的吊挂车间。	
健盛集团	越南	2014 年	超 1.2 亿美元	2017 年底 33%	<p>袜类业务：2016 年/2017 年/2018 年/2019 年越南产能分别为 4000 万双/7000 万双/1.5 亿双/2 亿双；同时公司在越南的印染工厂已经正式运行，日处理污水 5000 万吨，能够满足健盛在越南地区生产需要。</p> <p>无缝内衣：预计 2019 年于越南扩产，目前已完成工厂选址</p>

资料来源：公司公告、招商证券

基于 2018 年中报，综合考虑原材料采购成本、人工成本的降低，以及所得税率的优惠，以越南地区为例，健盛集团、百隆东方、鲁泰在越南基地的净利润率均高于国内基地 5-6 个百分点左右。未来随着越南地区规模化优势逐渐显现以及工人熟练度的继续提升，盈利水平有望再度提升。

图 26: 越南地区 VS 国内净利润率比较



资料来源：公司公告、招商证券（注：健盛为 2017 年数据）

综上所述，受劳动力成本、土地价格、能源价格、信贷成本上升，社保及税负压力大等原因影响，国内纺织制造低成本红利逐渐消除；同时中美贸易摩擦导致海外品牌商对国内工厂下单趋于谨慎。因此国内纺织制造低附加值环节向制造成本更低、税负压力轻的东南亚转移已是大势所趋，并形成产业集群。前瞻布局东南亚、并将国内优势管理经验输出者通过降本节税实现盈利水平的提升。

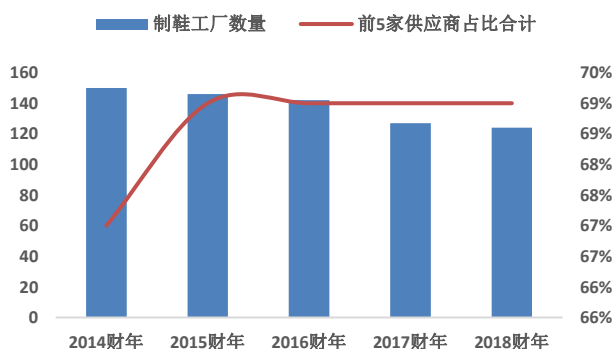
## 2、品质消费时代来临，拥有研发&精益管理优势的龙头有望获得高估值溢价

提升盈利性除了降成本，另一核心即产品结构升级。需求品质化升级倒逼制造商创新提效，国内优质龙头公司经过数十年沉淀，研发实力、规模效应、供应链精益化管理方面优势逐步显现。主要表现在强研发构筑技术护城河，龙头制造商终端定价能力加强，可享受技术升级产品结构升级带来的盈利水平的提升；也正是基于高水平的技术工艺，全球知名品牌订单向国内头部制造商集中趋势将愈加明显，龙头制造商市占率持续提升。盈利水平及市占率的双重提升驱动估值中枢上移。

## 1) 品质化需求升级, 订单向优质龙头集中趋势愈发明显

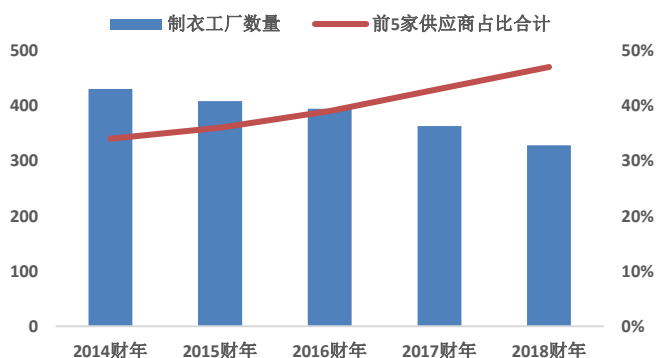
随着品质化升级趋势来临, 品牌商愈发重视对制造商生产质量和效率的考核, 供应链优化整合成为行业发展趋势。以运动服饰龙头 Nike 为例, 根据耐克可持续发展报告, 其全球制鞋工厂由 2014 财年的 150 家减少至 2018 财年的 124 家, 前五大供应商占比从 2014 财年的 67% 提升至 2018 财年的 69%, 第一大制造商份额占比从 5% 提升至 9%; 制衣工厂从 2014 财年的 430 家减少到 2018 财年的 328 家, 淘汰质量差、品质低、环保意识薄弱的供应商, 前五大供应商占比从 2014 年的 34% 提升至 2018 年的 47%, 第一大制造商份额占比也从 7% 提升至 13%。

图 27: 耐克制鞋供应商数量减少、集中度提升



资料来源: 公司公告、招商证券

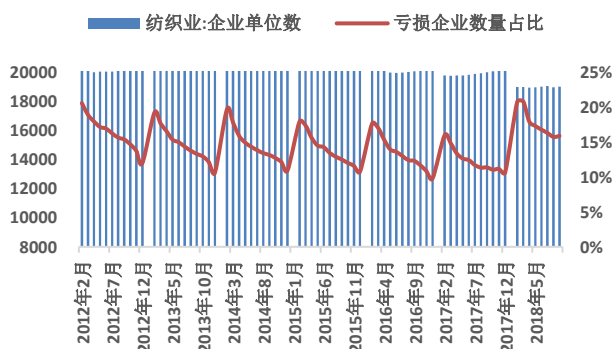
图 28: 耐克全球制衣供应商数量减少、集中度提升



资料来源: 公司公告、招商证券

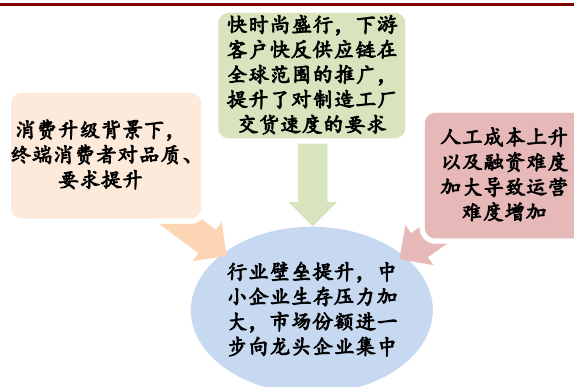
另一方面, 国内去杠杆导致的中小企业融资难、融资贵; 以及长期困扰行业发展的劳动力成本提升、税负重等问题导致行业从业企业数量减少, 同时亏损企业数量增加, 为龙头逆势崛起创造了条件。

图 29: 纺织企业单位数及亏损企业数量占比



资料来源: wind、招商证券

图 30: 订单向龙头企业集中趋势明显



资料来源: 招商证券

## 2) 高端产能通过强研发&精益化管理打造长期核心竞争力, 获得高估值溢价

回顾我们之前提及的产业转移趋势, 欧洲在中低端产能转出后, 着力开发高端服装和面料产品, 打造众多闻名全球的奢侈品品牌, 引领全球时尚潮流。日本和韩国则在产业升级的进程中侧重于面料功能性开发和应用, 重视面料科技含量的提升, 如日本东丽和优衣库的合作。我国目前正处于产业结构调整之际, 中高端产能未来将向产品技术升级及管理精细化变革两方向发力, 实现从 OEM 向 ODM 的角色转变。

从纺织服装各生产环节看，纱线、面料、成衣加工等都有其核心技术，其中纱线生产环节对生产规模、产品功能性开发要求高；面料生产最具技术壁垒，需要通过技术创新提升面料品质与功能、以及工艺创新；成衣加工则对生产环节的综合管理能力要求较高。

**A. 面料研发先行：制造商与品牌商共同开发，提升面料科技感**

面料开发环节的创新是产品成功推向市场的关键因素，在于下游品牌商合作的基础上，很多知名品牌商要求供应商做出针对性的新面料开发。日本优衣库的成功与其和日本东丽在面料开发方面持续推新密不可分，自 1998 年起相继推出了摇粒绒、Heattech 保暖衣、超轻羽绒服、高弹力牛仔裤等产品，明星单品热销推动优衣库内生快速成长。对于国内制造商而言，大型龙头企业如鲁泰、申洲国际、俏尔婷婷持续深耕行业多年，在面料开发环节上持续进行研发投入，构建了核心竞争壁垒，盈利水平超越同行。

**表 11：优质制造商在产品开发和工艺流程改进方面处于领先地位**

公司名称	研发支出占比	毛利率	产品创新	生产技术创新	生产设备创新
鲁泰	5.12%	30%	2012 年公司推出全球首款具有抗皱、免烫功能的无缝线纯棉衬衫	2008 年联合山东理工大学率先开发超高支纯棉面料的产业化生产技术	2009 年实现半缸染色，降低能耗、节水节电
俏尔婷婷	4%	31%-33%	独特的“无缝+无痕”技术保证运动服饰在穿着过程中减少与皮肤摩擦，立体编织符合人体曲线，满足运动场景下特殊需求	日式现场管理与欧洲生产技术相融合，成熟的无缝+无痕技术，处于国内第一的位置	拥有国内独一无二的 40 针超薄面料织机

资料来源：公司公告、招商证券

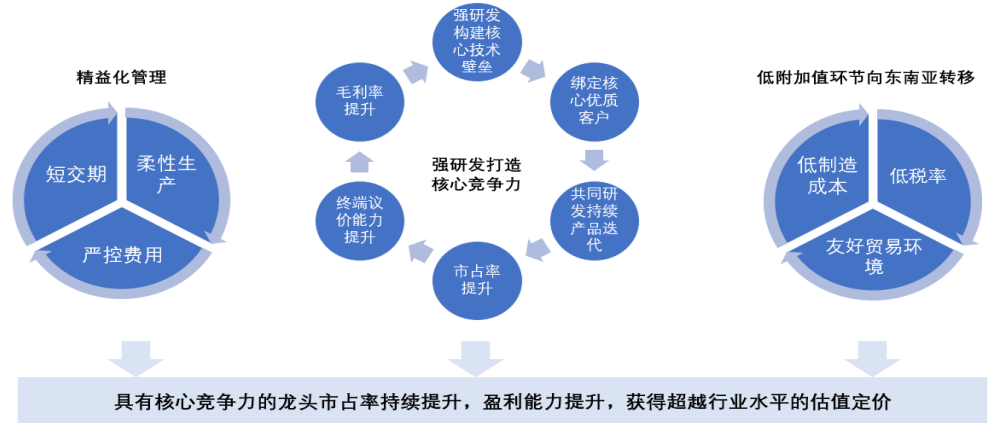
**B. 成衣加工环节：供应链精益管理降本提效**

国内品牌商为了更加贴近时尚流行趋势，降低存货积压风险，从 2016 年就逐步开始尝试采用多批次、小批量方式，降低首次供货比例，再根据商品上架后销售情况进行补单，对于热销品通过后续补货放大热销效果，对于滞销品则快速清理库存，降低存货压力。因此下游需求模式的变化倒逼成衣制造商生产模式变革，从计划型生产向柔性生产转变，将订单数量和交期节奏与生产流程进行数字化配对，提高精细化水平，最大程度满足品牌商小批量多批次下单要求。申洲快单交货期为 15-20 天；鲁泰服装定制业务快单交货期为 7 个工作日；雅戈尔 2018 年实施工厂智能化改造，生产效率提升 20%，生产周期缩短 30%，均处于行业领先水平。

**3) 优质供应商竞争核心要素总结**

我们认为优质供应商核心竞争要素包括：领先的研发设计能力、精细化管理能力、强大客户阵容、顺应产业趋势全球产能布局的能力。研发能力为最核心要素，只有构建核心产品技术壁垒，才能绑定核心优质客户，通过与优质客户合作共同提升内功，提升终端产品议价能力。生产精益化管理降本增效，包括产业链纵向一体化整合能力以及横向延伸能力，缩短交货期、提高供应链反应灵敏度，也是优质制造商提升市占率的必要条件。最后，拥有全球产能布局能力，输出管理经验，将高效生产模式复制，实现低成本扩张。

图 31: 优质供应商核心竞争要素总结



资料来源: 招商证券

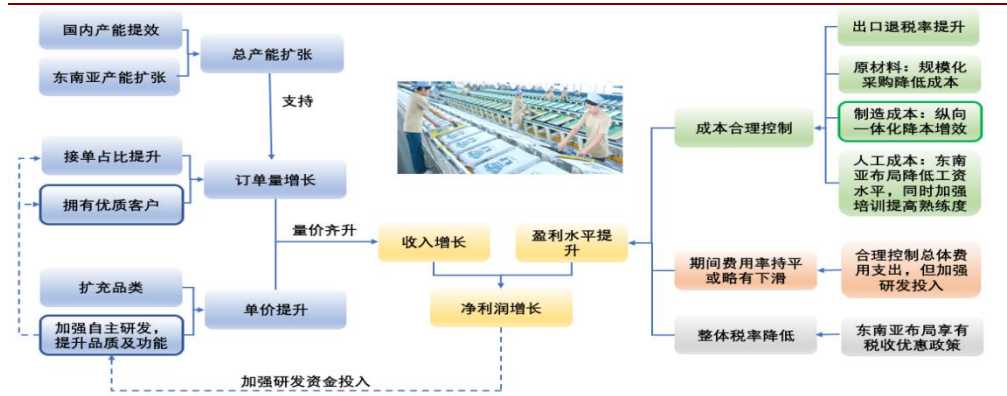
### 三、重点公司投资逻辑

#### 1、申洲国际：研发创新与扩产提效拉动市值十年百倍

申洲利用 10 年的时间从一家代工企业成长为目前全球知名优质制造商，不惧原材料价格上涨以及汇率波动压力，收入及利润规模始终稳定增长，2017 财年公司实现收入 181 亿元，净利润 37.63 亿元。目前市值破千亿，实现十年百倍增长，估值达到 30 倍。

我们认为申洲核心竞争要素在于：**持续研发投入进行面料创新&提升设备自动化程度，提高上下游一体化生产效率，缩短交货期。**有了这个前提，才能获得大品牌客户的认可以及大规模持续稳定增长的订单；进而提升议价能力，抵抗原材料及汇率变动的风险；才能从休闲品类向体育品类扩展，将销售地区从日本拓展至美国及欧洲。与此同时，公司前瞻布局东南亚地区，将成功管理经验进行输出，降低生产成本的同时享受优惠税率。

图 32：强研发+纵向一体化精益生产构筑申洲竞争优势

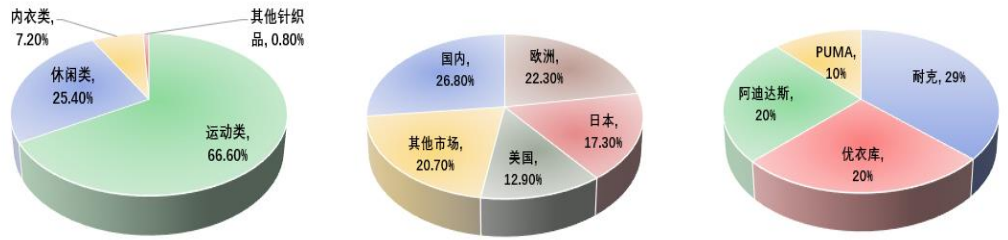


资料来源：招商证券

#### 1) 申洲竞争优势总结：强研发+垂直一体化精益生产+前瞻海外扩产构建高竞争壁垒

申洲是国内垂直一体化针织制造龙头，采用面料 ODM/成衣 OEM 模式，生产包括运动服饰、休闲服饰、内衣等所有针织类服装，环节覆盖织造、染整、裁剪、缝纫、包装及运输等环节，实现面料生产和成衣加工无缝对接，**具有短交期、快速反应优势。技术实力强大，与多家知名品牌商构建了长期稳定的合作关系**，前四大客户耐克、阿迪达斯、彪马和优衣库收入占比 80%左右。作为针织出口最大企业，出口市场逐步从日本扩展至欧洲、美国等其他海外市场。同时，产能也从国内的宁波、衢州、安庆逐步向越南、柬埔寨扩张，完成了全球化布局。

图 33: 基本情况 (品类占比、销售地区、客户收入占比)

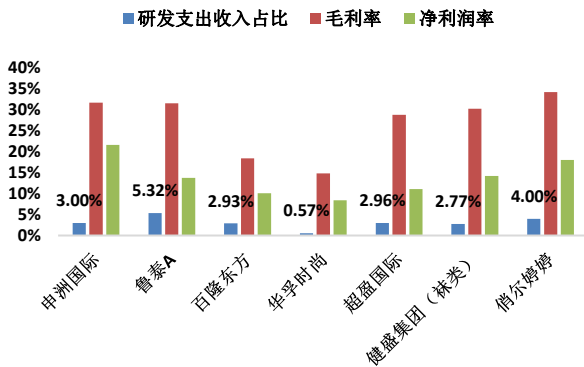


资料来源: 公司公告、招商证券 (数据为 2017 年年报)

➤ 自我研发实力提升+优质客户技术升级倒逼构建核心竞争壁垒

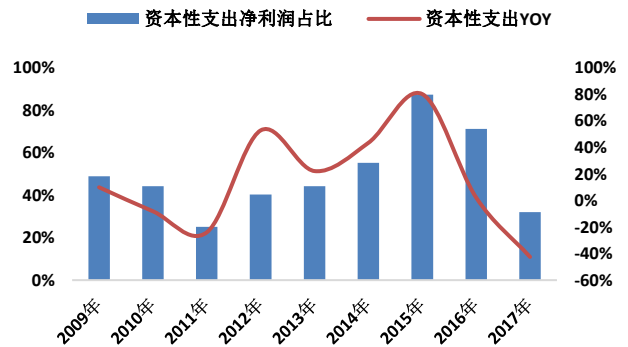
申洲自上市以来便持续进行研发投入, 研发费用占收入的比例维持在 3% 左右, 处于行业较高的水平, 主要用于面料研发及技改升级两个方面。同时, 公司下游客户多为海外优质龙头, 下游客户技术革新, 特别是耐克和阿迪达斯等体育用品客户, 新技术及新设备也将应用于上游供应商, 形成技术倒逼互进机制。目前公司已拥有大约 246 件专利, 其中新材料面料专利 90 件, 生产过程中对设备工艺改造创新相关专利 156 件。另外, 每年用于构建厂房及机器设备的资本性支出占净利润比例在 50% 左右, 注重老旧机器设备的淘汰及新的自动化设备的引进, 建设智慧工厂, 极大地提升了供应链的反应速度。

图 34: 申洲研发支出收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 35: 申洲资本性支出占净利润比重



资料来源: 招商证券、wind

➤ 纵向一体化生产模式有利于提升品质、保证交期及控制成本。

申洲将面料织造、染色与后整理、印花绣花、裁剪缝纫聚集在同一工业园内, 提高各环节衔接效率, 减少等待时间, 缩短交货期; 同时避免浪费, 降低内耗。

➤ 前瞻全球化产能布局

海外产能分布在越南、柬埔寨; 国内产能分布在宁波、衢州、安庆。截止 2017 年底, 集团员工逾 7.71 万人, 厂房占地面积逾 416 万平方米, 建筑面积逾 326 万平方米, 每年生产各类针织服装逾 3.5 亿件。

图 36: 申洲运营地区

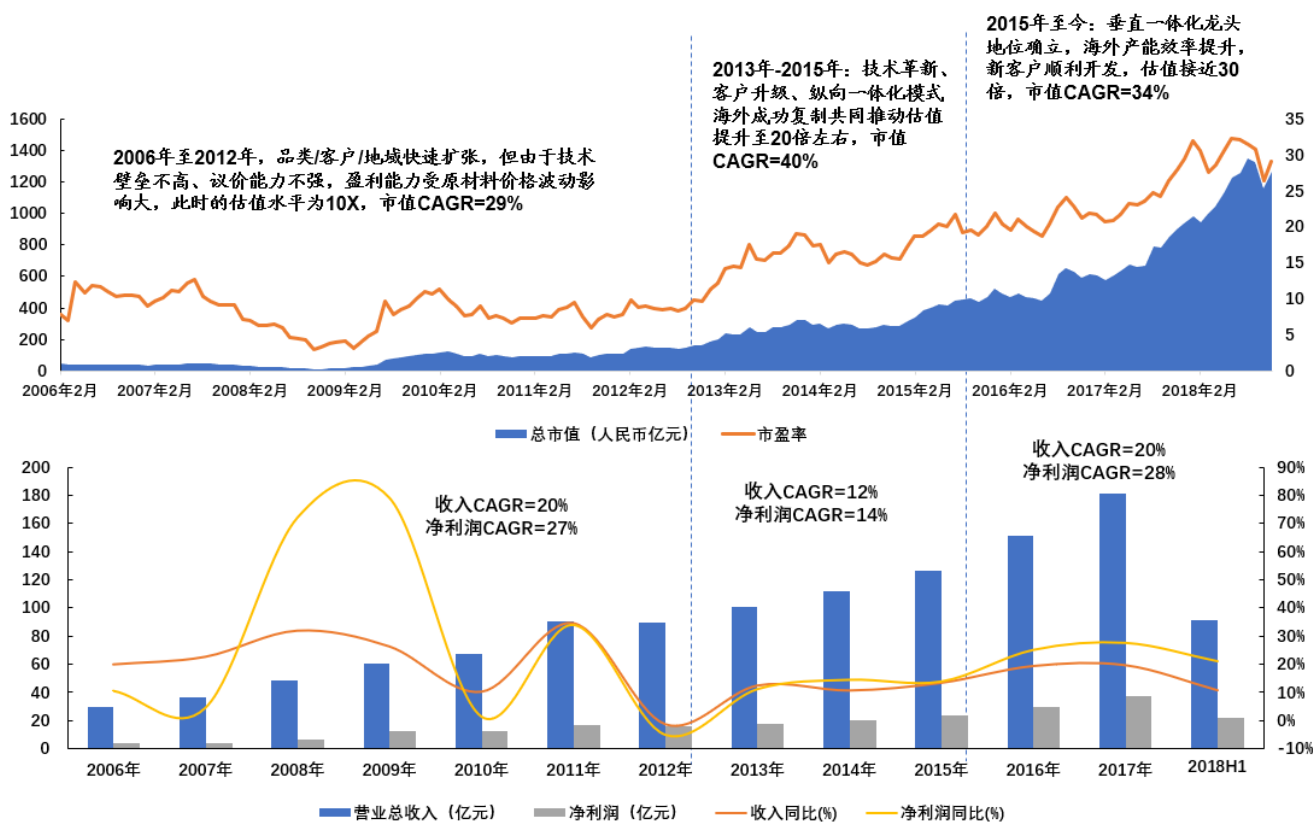


资料来源: 公司公告、招商证券

## 2) 十年百倍之路: 研发创新及增产提效是估值提升之本

我们将公司的发展分为三个阶段: 即 2006 年至 2012 年的快速扩张期; 2013 年至 2015 年的技术革新及海外快速扩张期; 2015 年至今垂直一体化龙头确立的稳定增长阶段。

图 37: 申洲总市值破千亿



资料来源: wind、招商证券

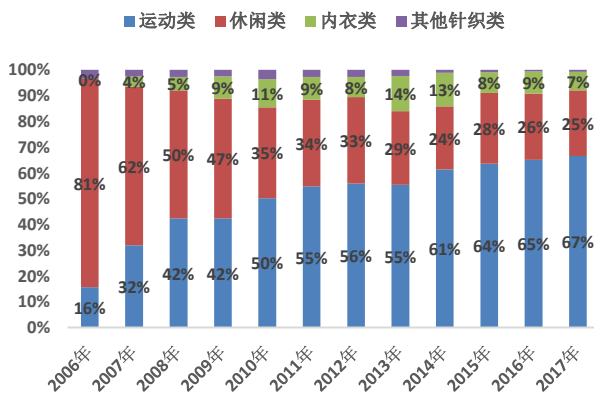
➢ 2012年前，品类、客户、地区快速拓展，但估值为10倍制造业水平

**2006年-2011年高速增长期：积极开拓运动服饰客户资源，与客户共成长。**上市前申洲已与优衣库、伊都锦、伊藤洋华堂及日本赛施丽公司等日本知名服装品牌和零售商合作多年，来自日本客户的收入占比在90%左右。上市后，申洲开始开拓欧美运动品牌客户，如Adidas、Nike、Puma、迪卡侬等，同时也注重内销。在这期间运动品类收入占比从2006年的16%提升至2011年的55%，而休闲品类则从2006年的81%下降至2011年的34%。同时销售地区也从日本为主拓展至美国、欧洲、国内。这期间总收入从2006年的29.8亿元增长至2011年的90.48亿元，年复合增速达25%，净利润从2006年的3.89亿元增长至2011年的17.04亿元，年复合增速达34%。

**2012年业绩有所下滑：**受国内以及日本终端需求不振致影响收入微降，同时棉价剧烈波动以及汇率升值侵蚀净利润。

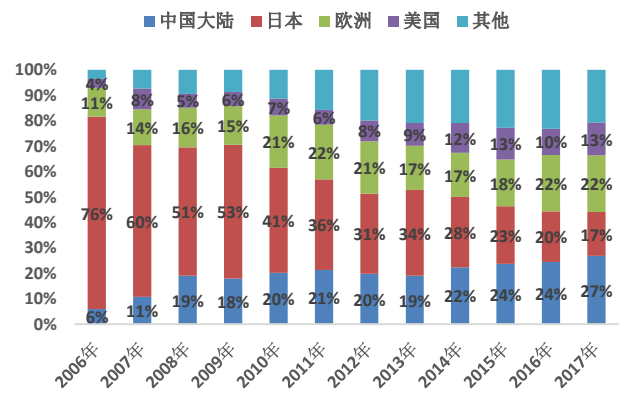
**总结：**上市后至2012年底，虽然申洲通过品类扩充、客户开拓实现业绩快速增长，但由于此时技术壁垒不够强大，议价能力不足，无法有效传导原材料上涨压力及汇率波动压力，因此估值水平为普通制造业水平，无法给予估值溢价。

图 38：上市之后快速进行品类扩充



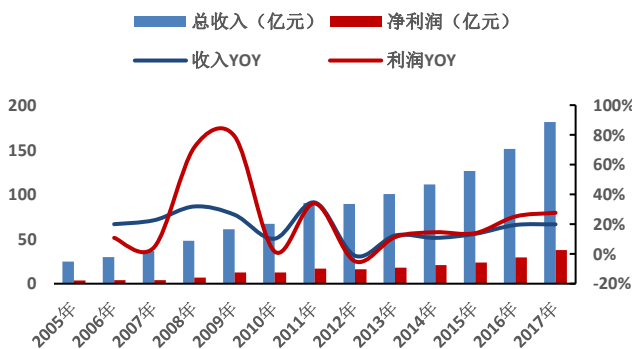
资料来源：公司公告、招商证券

图 39：上市后快速开发欧美市场



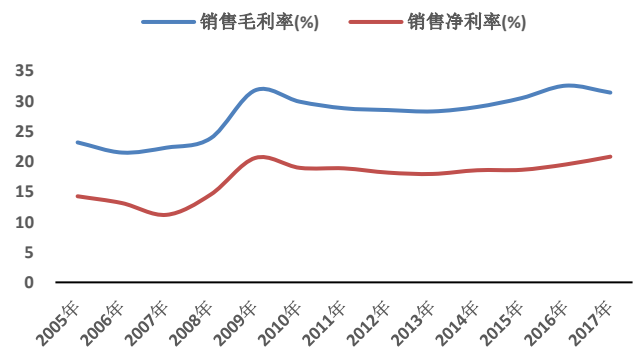
资料来源：公司公告、招商证券

图 40：2013年前业绩增长稳定性不强



资料来源：公司公告、招商证券

图 41：毛利率及净利润率



资料来源：招商证券、wind

➢ 2013年-2015年，技术革新、客户升级、纵向一体化模式海外成功复制共同推动估值提升至20倍左右。

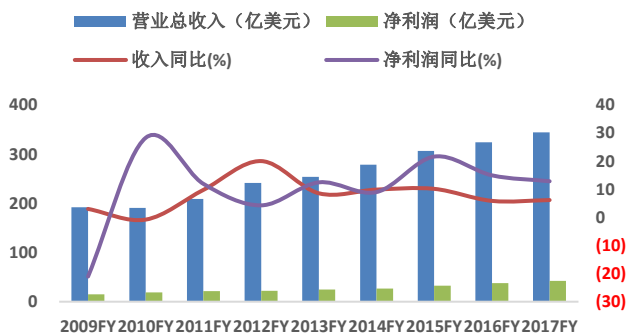
**2013年后，技术创新以及精益化管理显效。**正如我们之前提到的公司自上市以来便注重加强研发投入，面料及技改专利数量位居行业领先地位。申洲开始加大资本性支出，

注重老旧机器设备的淘汰及新的自动化设备的引进，资本性支出金额从2011年的4.27亿元增长至2015年的20.54亿元，年均复合增速为48%，占净利润比重超过50%。

卡位体育用品品类，优质客户占比逐年提升。2013年至2015年恰逢运动时尚高景气，具有兼具功能性和时尚度的运动服饰备受欢迎，如安德玛在2013年-2015年市值增长了接近5倍，Nike市值增长了2倍。2012年起，申洲国际成为Nike的Flyknit鞋面技术产品合作伙伴印证了其强大的技术开发能力，并于2013年开始量产，奠定了公司的国际龙头体育品牌之核心供应商地位。前四大优质客户（Adidas、Nike、优衣库、彪马）收入占比也从2011年的不足65%提升至2015年的82%。

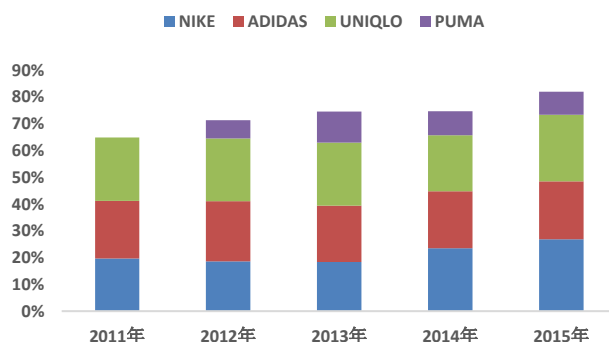
体育用品行业是由科技创新来动的行业，下游客户的技术革新与公司在技术及设备上形成了相互促进的机制。例如，耐克推出的flyknit系列鞋品，鞋面面料最早由台湾制鞋厂制造，但规模化是借助申洲的技术优势实现的，与客户建立了紧密的联系；于此同时，耐克与公司签订了排他协议，并帮助公司对相应生产设备进行了升级。目前，全球flyknit鞋面面料供应商仅为2家，其中申洲生产份额占耐克flyknit系列的70%。

图 42: 耐克收入及利润



资料来源: 公司公告、招商证券

图 43: 前四大客户收入占比



资料来源: 招商证券、公司公告

越南及柬埔寨产能扩张，纵向一体化模式海外成功复制：2012年柬埔寨二期成衣厂投产以及2013年越南一期面料厂投产有效环节产能瓶颈，有效应对国内劳动力成本上升以及高税收压力。而后2015年越南二期面料厂投产，越南成衣厂开始启动建设，海外纵向一体化模式初步成型。

总结：2013年-2015年估值中枢从10X提升至20X，公司强大的研发实力及高效生产获得了海外优质客户认可，同时国内纵向一体化模式在东南亚成功复制，其业绩增长的高确定性逐步获得市场的认可。

➢ 2016年至今：垂直一体化龙头地位确立，海外产能效率提升，估值接近30倍。

2017年越南成衣工厂实现盈利，同时越南面料工厂效率进一步提升，垂直一体化模式进行海外复制的确定性加强。同时不断开发优质客户，国外的拉夫劳伦及新百伦，国内主要运动客户如安踏、李宁、特步订单均处于稳定增长状态。

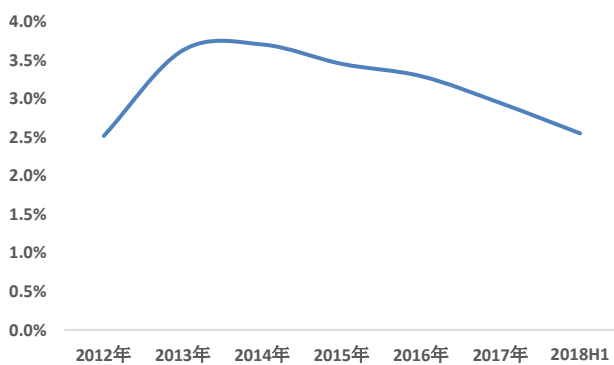
## 2、百隆东方：越南产能释放促收入增长 汇率贬值增加利润弹性

公司作为国内领先的色纺纱双寡头之一，主要从事中高端色纺纱的研发、生产和销售，采用“先散纤维染色，后混色纺纱”的加工方式，通过特有的“小批量、多品种、快速反应”经营模式，向快时尚、大众休闲及体育用品行业的优质客户提供优质色纺纱产品。

### 1) 产品：加强研发投入 构建产品护城河

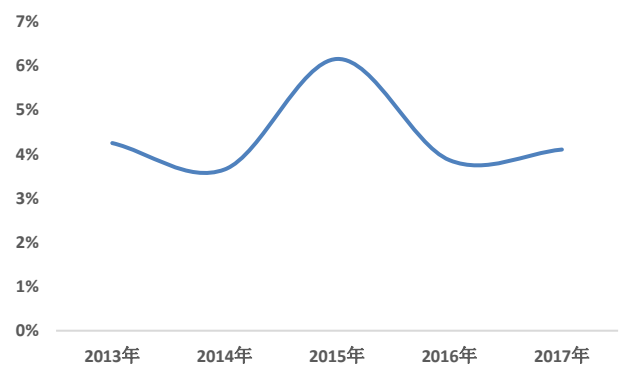
百隆研发费用占收入比重保持在 2.5%以上，其在研发创新方面的投入主要集中在两个方面，一是加强新品研发，二是技改提效。

图 44：研发费用收入占比



资料来源：公告、招商证券

图 45：研发人数占总人数比例



资料来源：招商证券、公告

从产品的角度看，百隆推出的色纺纱色号已超过 5000 个，基本覆盖所有流行色。近年来百隆不断推广并提高彩色产品和新产品的占比，推出了纺牛仔纱、荧光竹节纱、MS 纱和段彩系列纱线，2014 年推出与美国陶氏化学长期合作开发的色纺胚纱 Eco FRESH Yarn®系列环保产品，首创的变性棉纤维与原棉混纺制成，集节能环保、灵活调配、快速反应等诸多特点于一身，从根本上弥补传统色纺纱工作复杂、交货期长的劣势，提升了产业链的快速反应能力，该系列于 16 年销量增长 81.72%。

表 12：Eco FRESH Yarn 与传统工艺的对比

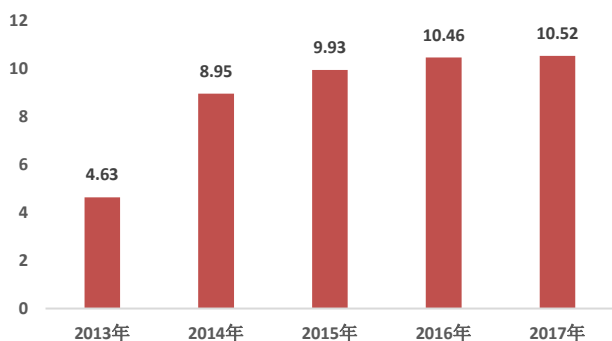
项目	传统工艺	Eco FRESH	节省	节省成本(元)
染料 (kg)	30	23	7	245
盐 (kg)	600	0	600	480
纯碱 (kg)	150	0	150	375
水蒸气 (Mt)	1.3	0.85	0.45	90
水 (M3)	72	48	24	192
电 (Kw. h)	240	120	120	180
时间 (h)	8	4	4	

\*针织布重：1 吨；染料：3% (0.w.f)；浴比：1:8 成本价格供参考

资料来源：公司资料、招商证券

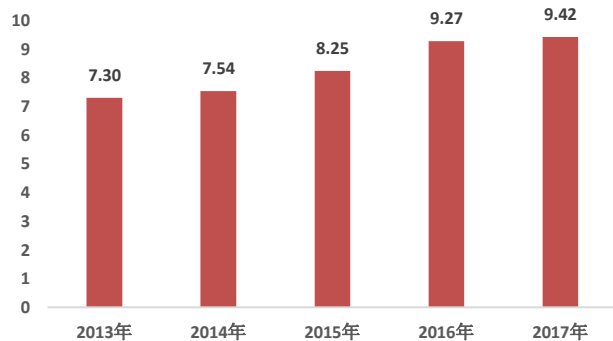
百隆每年在技改及老旧设备更新方面的投资金额约为亿元左右。剔除房屋及建筑物后的人均资产规模呈逐年上升趋势。技改的投入能够有效降低人工成本、资源消耗，提升产品品质，人均产出，以及交货速度。百隆人均产出也从 2013 年 7.3 吨提升至 9.42 吨。

图 46: 人均固定资产规模 (剔除房屋及建筑物)



资料来源: 公司公告、招商证券

图 47: 人均产出 (吨)



资料来源: 公司公告、招商证券

## 2) 客户阵容强大, 集中度呈提升趋势

百隆凭借不断革新的技术实力、快速交货以及绿色环保生产等优势, 与国际品牌公司的合作不断加强。截止 2017 年底, 第一大直接客户申洲国际订单占比接近 20%, 且预计随着越南地区产能的进一步释放, 未来申洲的订单占比将会达到 25%。按照最终客户统计, 总客户超 8000 余家, 涵盖全球奢侈品牌、休闲快时尚及运动服饰知名品牌。

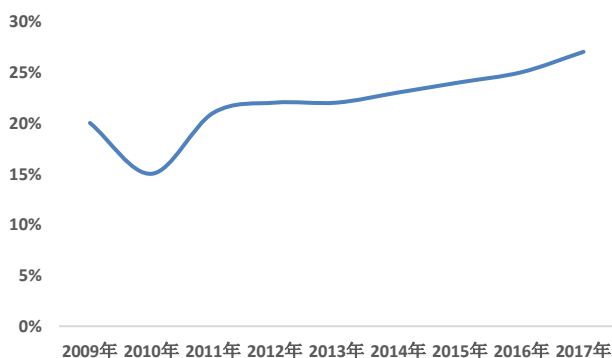
图 48: 百隆东方下游品牌服装客户分布



资料来源: 公司公告、招商证券

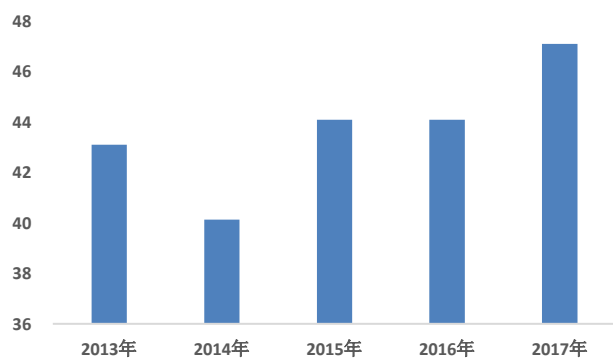
客户集中度提升, 海外收入占比超四成。近年来品牌商加大东南亚布局背景下, 百隆顺势而为, 以越南为基地扩大海外产能, 进行就近销售, 2017 年海外收入占比达 47%, 主要分布在东南亚地区。

图 49: 百隆东方前五大客户收入占比



资料来源: 公司公告、招商证券

图 50: 海外收入占比 (%)



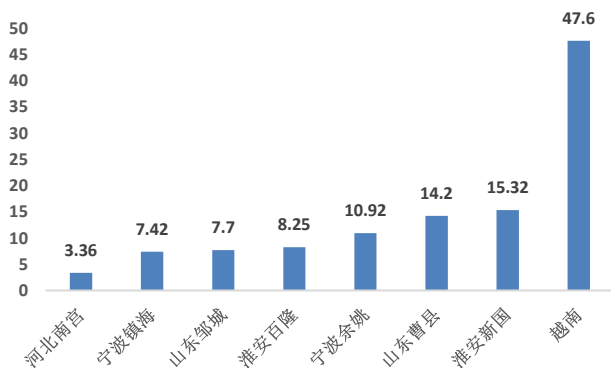
资料来源: 公司公告、招商证券

### 3) 产能：前瞻布局越南 规模效应逐步体现

**目前产能状况：**截至 2017 年底，公司在山东、宁波、河北、江苏、越南共设有 8 个生产基地，总产能合计 115 万锭，其中国内总产能接近 70 万锭，占比 60%，越南基地总产能 48 万锭，占公司总产能的 40%以上。

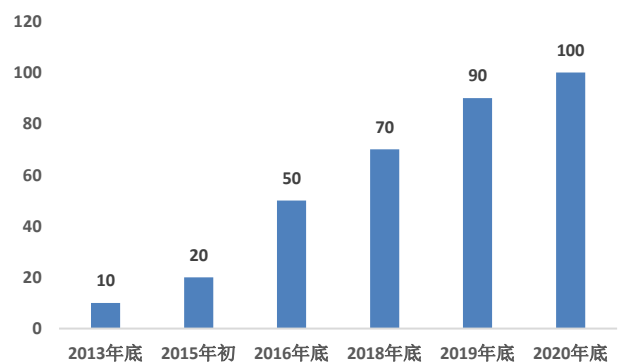
**顺势而为，前瞻布局越南。**近年来由于国内劳动力成本、土地成本呈现快速上升趋势，且受国外棉花采购配额限制，以及高税负影响，部分面料及成衣工厂开始纷纷向越南转移，如申洲国际、鲁泰 A、健盛集团、鸿儒集团、南璇控股等，对色纺纱需求的缺口较大。公司自 2012 年 11 月开始投资 3 亿美元建设越南百隆 A 区 50 万锭纱线项目，并于 2016 年达产。后于 2017 年 5 月继续以自有资金 3 亿美元投资越南百隆 B 区 50 万锭纱线生产线项目，预计 3 年内投产。至 2020 年底，公司将在越南拥有合计 100 万锭色纺纱产能，是越南地区最大的色纺纱生产基地。目前越南当地生产的色纺纱有 65%实现了本地销售，12%销往东南亚其他国家，剩余部分销往国内。

图 51：截至 2017 年底百隆产能分布（万锭）



资料来源：公司公告，招商证券

图 52：越南产能扩张情况（万锭）



资料来源：公司公告，招商证券

越南百隆随着规模效应以及员工熟练度提升，盈利能力显著提升。净利润率从 2015 年的 2.3%提升至 2018H1 的 14.22%。

表 13：百隆越南财务状况

项目 (亿元)	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018H1
营业收入	3.84	11.74	17.89	20.74	10.62
净利润	亏损	0.27	1.88	2.51	1.51
净利润率		2.3%	10.51%	12.10%	14.22%

资料来源：公司公告，招商证券

### 4) 投资建议

公司作为国内色纺纱双寡头之一，专注主业，率先布局越南，不断优化产品结构提升自身核心竞争力。随着越南产能陆续投产，预计全年产能年化同比增加 8%，届时越南产能占比达到 50%；随着新增产能的陆续释放，预计全年收入有望实现低中单位数的增长。利润端，在低基数及汇兑收益贡献下，Q4 利润弹性加大，预计全年净利润增幅有望达到 30%。目前公司市值 80 亿元，对应 18PE13X、19PE12X，越南前瞻产能布局可有效规避贸易战影响，可在底部把握绝对收益。

### 3、健盛集团：优质贴身衣物制造商，产能释放助力业绩成长

#### 1) 袜类业务：优质客户资源&前瞻越南布局构建竞争壁垒

##### ➢ 产业链布局相对完善，具备除纱线外所有配套环节

公司产业链布局日趋完善，除了纱线需要对外采购以外，目前已经建立了染色、橡筋厂、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，同时配备了刺绣、点塑、辅饰等辅助性生产工序。2016 年在国内和越南开展了印染配套项目，排放废水标准分别为 2500 吨/天、5000 吨/天，目前两地均已顺利投产，越南地区的染色项目已经实现自给自足，满足越南地区纱线染色的需求。

##### ➢ 前五大客户收入占比超八成，与重要知名客户合作时间均超过 10 年，关系稳定

**客户粘性高：**从历史情况来看，公司前五大客户收入占比合计超八成，主要为迪卡侬、冈本、道步、太平洋、伊藤忠、麦德龙，且合作时间均超过 10 年，关系稳定。公司与知名品牌商之间的合作需要经过接洽、验厂、试生产、交货等环节，时间跨度长达 1 年，一旦开始大批量下单，后续不会轻易更换制造商，因此订单规模具有持续性。

表 14：健盛袜类业务重要客户介绍

客户名称	客户简介	健盛订单数量占比	开始合作时间
迪卡侬	1976 年于法国创立，全球最大的体育用品零售商，2003 年进入中国	20%-30%	2004 年
冈本	日本袜子行业第一大生产销售企业，拥有 NIKE、MIZUNO、HANG TEN、UMBRO、BOSS 等十多个世界知名品牌在日本的袜子生产销售权	5%-10%	2001 年
道步	欧洲专业的棉袜采购商，旗下拥有 PUMA、TOMMY HILFIGER 品牌	占彪马欧洲地区销售量的 50%	2009 年
太平洋	澳大利亚最大的纺织服装类上市公司，拥有众多知名品牌：BERLEI、BONDS、CLARKS、HUSH PUPPIES 品牌	30%左右	2001 年
伊藤忠	世界著名商贸公司，拥有 FILA、LOTTO、LEE、NEW BALANCE 等多个世界知名品牌在日本袜子生产销售权	20%左右	2008 年

资料来源：公司公告、招商证券

##### ➢ 产能扩张拉动业绩增长，布局越南符合产业转移方向

公司自 2013 年起布局越南，累计投资 1.1 亿元，2016 年\2017 年\2018 年越南地区产能约为 3000 万双\7000 万双\1.4 亿双，国内浙江地区产能约 1.6 亿-2 亿双，2016 年\2017 年\2018 年公司产能合计约为 1.9 亿双\2.3 亿双\3.1 亿双，年均增速约为 28%。另外，公司在越南的印染工厂日处理污水 5000 万吨，能够满足健盛在越南地区的生产需要。

#### 2) 进军无缝内衣制造领域，开启贴身衣物全品类布局之路

##### ➢ 优质无缝内衣产能具有一定稀缺性，未来 3 年产能年均扩张幅度 10%左右

俏尔婷婷拥有融日式现场管理与欧洲技术相融合的高性价比生产基地，有 120 人的技术研发团队，规模为全球最大。机器设备方面，拥有国内独一无二的 40 针超薄面料织机；成熟的无缝+无痕技术，处于国内第一的位置，优质的产能资源具有一定稀缺性。

目前公司有上虞和贵州两大生产基地，2019 年后两大基地合计产能将达到 2600-3000

万件，2017年-2019年产能扩张幅度年均10%左右。产能扩张进度较慢的原因在于技术工人的培养需要时间积累。无缝内衣最大投资在机器设备，但更关键的是对贯通整个机器设备运转流程的熟练工人的培养。其生产流程非常复杂，从上机排纱环节就要考虑染色环节缩水的问题，后续的织造环节、半成品缝纫环节、染色环节稍有不慎，最终的成品便会存在很大偏差，因此拥有能够贯通整个制造工艺流程的熟练工人至关重要。

➤ 拥有顶级客户群，订单有望实现量、价双升

公司拥有顶级客户群，包括耐克、UA、优衣库、迪卡侬、华歌尔、SPANX（美国塑身内衣第一大最高端的品牌）、安莉芳、CK等。客户集中度高，前四大客户占比超过90%。且公司的订单占客户相应产品的收入占比较高，如迪卡侬无缝内衣70%的订单、优衣库无缝内衣50%的订单由俏尔婷婷生产。未来公司订单的增长主要来自于品牌商无缝内衣商品品类的销售增长以及俏尔婷婷承接的订单在客户相关品类销售占比的提升。

表 15: 俏尔婷婷 2015 年、2016 年前四大客户收入占比

客户名称	15 年销售金额 (万元)	15 年 收入占比	客户名称	16 年销售金额 (万元)	16 年 收入占比
优衣库合计	18626	49.07%	优衣库合计	19158	47.33%
迪卡侬合计	6737	17.75%	迪卡侬合计	9531	23.55%
DELTA GALIL	8449	22.26%	DELTA GALIL	9108.76	22.50%
CHORI CO., LTD	2311	6.09%	CHORI CO., LTD	1373	3.39%
合计	36123	95.17%	合计	39171	96.77%

资料来源：公司公告、招商证券

**未来客户开发卡位体育品牌，订单单价价格有望提升：**随着民众对运动、健康的关注度越来越高，无缝内衣和运动的结合是必然的。比如优衣库在大力推进运动内衣，减少普通内衣的规模；预计迪卡侬无缝内衣将保持年均30%-50%的增速。公司未来开发客户的方向是运动服饰品牌，目前已与 GILDAN\UA\彪马\耐克等知名运动品牌商达成合作意向并开始打样试制，预计未来通过产品结构优化调整，整体订单价格有望提升。

➤ 持续的研发投入+精细化管理造就公司发展护城河

**传承日本股东贤青木以及合作伙伴 Delta 精细化管理模式：**在俏尔婷婷发展初期，外资股东贤青木曾为俏尔婷婷引入日本的质量控制和管理团队，使其在发展初期即基本建立了日式现场管理和品质管理模式。2008年，俏尔婷婷开始与以色列 DELTA 公司进行合作，该公司在随后的四年间几乎每个月都派技术和研发专家进行现场指导，使得俏尔婷婷在日式管理的基础上拥有了更强大的技术、研发实力和管理能力。

**持续研发投入：**俏尔婷婷从成立之初就将技术创新作为公司的核心竞争力之一，始终紧跟国际尖端纺织科技，已经拥有 17 项国家发明专利，24 项实用新型专利，并拥有 120 人的专业设计研发团队，在纺织新材料、新工艺、流行款式、时尚色彩等领域具有国内领先的开发与应用水平。研发费用占收入的比重分别为 4%左右，处于行业较高水平。

3) 投资建议及估值

公司作为全球贴身衣物优质制造商，袜类业务已经完成相对完善的产业链布局；凭借严格质控以及快速交期，拥有强大的休闲及体育品牌客户阵容；2018-2020年总订单量及产能总体扩张速度均保持年均15%-20%之间，驱动业绩稳定增长；前瞻越南产能布局，享受低劳动力成本、低税率、低土地成本的优势，当前越南产能占比达50%，后期伴

随越南产能占比逐渐提升，可有效提升公司整体盈利水平。与国内排名第一的无缝内衣制造商俏尔婷婷强强联合，双方将在品类互补、优质客户及稀缺生产资源共享等方面达成协同效应。在品质化消费趋势下，优质供应商存价值提升空间。目前市值 42 亿元，对应 18PE19X、19PE16X。考虑到股价前期回调充分，大股东减持完毕，员工持股正处于购买阶段，可在底部逢低布局。

#### 四、风险提示

- 1) 中美贸易战加剧的风险
- 2) 国内消费需求持续低迷的风险

**参考报告:****1、《服饰纺织行业 2016 年度投资策略报告-变革大势下 自身价值突破及创新谋变促发展》2015/12/3**

结合海外品牌发展经验,我们总结出未来国内企业发展的潜在两大趋势,即高端更多需要通过构建或并购个性化符号较强的品牌实现突破,而大众化则通过整合供应链强化性价比优势做大规模。

**2、《网红经济深度报告-从“草根”到“明星” 网红经济崛起》2016/3/23**

本文对网红经济的发展情况和目前国内外网红主要的变现模式进行梳理,并着重分析了时尚搭配类网红变现的主要方式—红人电商、网红孵化器与网聚红人平台。目前网红经济市场规模过千亿,短期内行业或将加速扩张,长期而言,实力不同的网红群体将出现内部分层,各自配合不同的变现模式形成较为稳定的金字塔结构。

**3、《服饰纺织行业 2016 年中期投资策略-迎接需求升级大潮 供应链整合正当时》2016/6/13**

面对消费需求升级及互联网化趋势,无论大众品牌还是网红等个性化品牌均需要快速反应的供应链体系支撑,从而提升大众品牌的性价比及个性化品牌差异化/多样化的快速上新需求。本文着重分析海外供应链管理领先企业,就当前国内整合模式进行探究。

**4、《医疗美容行业深度报告-“颜值经济”时代来临 医美行业机遇空前》2016/8/7**

本文着重分析了医疗美容产业链下游的医疗美容机构和医疗美容 APP 的盈利模式、行业格局和未来发展趋势。当前我国医疗美容机构竞争格局较为分散,政策差异将使大型连锁模式或成为我国未来的发展趋势,而医美 APP 的发展也将推动行业生态重构。

**5、《服饰纺织行业 2017 年投资策略报告-“新趋势+新模式” 下打造品牌消费的别样市场》2016/11/28**

本文通过类比日本 80 年代消费演变史,发现目前我国消费需求正处于按照服装大品类细分化之后的第二阶段,需求正在按照生活场景化细分,消费出现个性化趋势,共享经济兴起。我们认为在大众品牌集中化发展及个性化品牌兴起的阶段,在供应链整合和产品独创设计等领域深耕,并通过全渠道生活场景式布局的传统品牌有望成为新的赢家。

**6、《服饰纺织行业 2017 年中期投资策略-坚守价值 砥砺前行》2017/6/7**

本卷将着重分析新环境下,品牌运营模式的改革出路,并进一步完善品牌行业研究体系,搭建全新消费升级图谱及品牌研究图谱。

**7、《纺织服装行业 2018 年度投资策略-掘金新轻奢风潮》2017/11/19**

本文通过分析 COACH、MK 和 SMCP 等海外经典轻奢案例,着重剖析了轻奢发展的前世今生,结合国内消费市场特点重新定义“轻奢”概念,并站在新零售角度,从轻奢运营、集团化发展等方面搭建了全新轻奢领域研究图谱。

**8、《纺织服装行业开年献礼篇:龙头蓄势 守望 2018》2018/1/2**

本文深度剖析品牌行业增长逻辑及估值体系,着重提示库存周期后的复苏机会。

**9、《纺织服装行业 2018 年中期策略报告:龙头竞争力重塑启动溢价时代新引擎》2018/6/25**

本卷报告通过分析大众及高端市场属性,剖析大众及高端品龙头多维度变革的方式,并辅以业绩佐证,挖掘潜在领军企业的投资机会。同时,指出下半年在人民币贬值背景下,棉企龙头盈利属性将迎来修复。

**11、《服饰纺织行业 2019 年度投资策略(品牌篇)-低增长时代 拥抱全数字化运营转型方可异军突起》2018/11/26**

新零售时代下,向场景式数字化运营模式转型将成为推动未来行业变革的主升浪。对此,本卷报告结合对国外经典案例 Uniqlo 的分析,重点提出在当前线上线下全渠道运营模式下,深化信息化系统建设及数字化闭环应用的措施,以寻求到协调线上线下利益的方式,完善产品策略、渠道策略及供应链整合策略的一体化发展。

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

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。

刘丽，对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015 年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017 年 8 月加入招商证券。

**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。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。