

纺织服装行业

解读全球纺织产业中心转移历史，探索中国纺织制造企业未来方向

分析师：糜韩杰

分析师：赵颖婕



SAC 执证号：S0260516020001



SAC 执证号：S0260518070004



021-60750604



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意，糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

● 全球纺织产业中心：历经多次转移，目前中国稳居纺织制造核心地位

近代纺织工业化生产起源于第一次工业革命时期的英国，美国在 1900 年前后接力英国成为新的纺织制造中心，二战后全球纺织制造中心转向日本，1960 年代后逐步又转移到亚洲新兴的韩国、香港、台湾等地区，中国在 1992 年确立社会主义市场经济的发展目标后开放程度提高，2001 年加入 WTO 后对外贸易迅猛发展，顺利成为全球纺织制造业中心。近年来，东南亚国家由于劳动力成本等方面优势开始逐步承接其他国家部分低端制造产能，纺织品制造和出口贸易快速增长，纺织制造中心有向东南亚部分欠发达国家转移的趋势。

● 全球纺织服装产业现状：各个国家和地区掌握价值链上的不同环节

全球纺织行业中心历经数次转移，纺织产业链上各环节由不同国家和地区占据：欧美以品牌零售为主，日本纤维研发及面料设计处于世界领先水平，韩国台湾在纤维面料生产环节占据了一席之地，中国大陆以面料生产和成衣制造为主，而东南亚和南亚国家逐步承接纺织产业链中的低端制造环节业务。

● 国内纺织行业未来方向：从低附加值环节往高附加值环节转移是纺织业发展必经之路

从全球纺织行业中心转移和产业价值链重构过程看，各国纺织产业均从低附加值的制造向高附加值的品牌零售或研发设计转型，以提升产业链地位。国内纺织制造企业只有顺应产业发展趋势，在：（1）率先布局海外产能（2）进行设备升级和自动化改革（3）产业链向上下游生产、研发设计延伸（4）向下游品牌零售等环节延伸中的一个或多个方面发力，才能在纺织制造中心逐步转移、行业价值链重构的过程中保证市场竞争力，提升行业地位。

● 国内纺织制造企业：积极拥抱行业变化，多方位探索前进空间

我国纺织制造企业已就行业变化做出积极应对：大批优质的纺织制造企业在东南亚布局了海外产能；持续推进自动化生产代表企业申洲国际、健盛集团；将产业链延伸至上下游生产及研发设计环节代表企业申洲国际、鲁泰 A、天虹纺织、华孚时尚；通过内部孵化或外部收购延伸至品牌零售环节代表企业开润股份、如意集团。

● 投资建议

建议关注已经在产业升级或转型方面积极探索和发展的纺织制造龙头企业：色织产业链龙头鲁泰 A、贴身衣物制造龙头健盛集团、打造“90 分”品牌的箱包龙头开润股份、色纺纱龙头华孚时尚和百隆东方。

● 风险提示

宏观经济环境恶化风险；海外产能扩张不及预期风险；汇率波动风险；研发成果不达目标风险；收购标的经营不佳风险。

相关研究：

从迅销和岛村服饰的发展历程看国内服装龙头企业的发展机会

2018-09-21

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

本报告联系人：胡幸 huxing@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
				2019/2/22	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
鲁泰 A	000726.SZ	买入	人民币	9.99	11.52	0.96	1.01	10.41	9.85	6.65	6.15	11.57%	11.51%
健盛集团	603558.SH	买入	人民币	10.46	12	0.51	0.62	20.46	16.77	13.07	11.16	7.08%	7.96%
开润股份	300577.SZ	增持	人民币	33.63	36.7	0.83	1.14	40.44	29.39	33.08	22.55	30.31%	29.43%
华孚时尚	002042.SZ	买入	人民币	6.02	-	0.54	0.62	11.24	9.68	10.38	9.34	11.56%	12.98%
百隆东方	601339.SH	买入	人民币	5.02	-	0.39	0.46	12.72	10.81	10.26	8.28	7.43%	8.04%
森马服饰	002563.SZ	增持	人民币	9.75	-	0.59	0.72	16.47	13.54	10.04	8.48	14.93%	16.72%
海澜之家	600398.SH	买入	人民币	9.25	-	0.78	0.81	11.86	11.39	6.99	6.25	27.11%	24.73%
太平鸟	603877.SH	增持	人民币	17.72	19.04	1.15	1.46	15.38	12.14	11.43	8.03	14.30%	15.34%
歌力思	603808.SH	买入	人民币	16.40	-	1.12	1.44	14.71	11.38	6.85	5.38	16.12%	18.22%
维格娜丝	603518.SH	买入	人民币	15.08	18.98	1.49	1.68	10.12	8.98	9.70	8.03	11.23%	11.39%
新野纺织	002087.SZ	买入	人民币	4.20	-	0.47	0.54	8.88	7.79	8.12	7.53	10.68%	10.89%
梦洁股份	002397.SZ	买入	人民币	4.77	-	0.19	0.25	24.83	18.71	8.01	6.05	5.56%	6.87%
罗莱生活	002293.SZ	买入	人民币	9.66	-	0.72	0.79	13.39	12.23	8.54	7.23	14.72%	15.10%
汇洁股份	002763.SZ	增持	人民币	8.49	-	0.49	0.64	17.15	13.32	7.22	5.29	9.86%	11.26%
航民股份	600987.SH	买入	人民币	8.91	-	0.85	0.92	10.51	9.67	5.43	4.48	15.79%	15.31%
富安娜	002327.SZ	买入	人民币	8.30	8.94	0.61	0.71	13.63	11.76	10.57	9.00	14.85%	15.00%
比音勒芬	002832.SZ	买入	人民币	36.19	51.34	1.60	2.14	22.63	16.91	17.05	12.61	18.69%	22.07%
伟星股份	002003.SZ	增持	人民币	7.36	-	0.58	0.69	12.75	10.72	6.81	6.00	17.20%	18.76%
安正时尚	603839.SH	买入	人民币	11.05	-	0.86	1.17	12.83	9.42	10.45	7.16	13.38%	16.95%
水星家纺	603365.SH	买入	人民币	15.70	-	1.13	1.32	13.93	11.92	5.20	3.69	13.81%	15.00%
地素时尚	603587.SH	增持	人民币	23.17	29.68	1.46	1.65	15.83	14.05	8.63	6.97	18.92%	19.66%
红豆股份	600400.SH	增持	人民币	3.89	-	0.09	0.10	44.18	39.19	43.35	34.45	4.07%	4.39%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

目录索引

引言	7
1 全球纺织产业中心：历经多次转移，目前中国稳居纺织制造核心地位	7
1.1 纺织制造业中心历史转移过程（英国—美国—日本—韩、台等亚洲新兴国家地区）	7
1.2 中国在加入 WTO 后逐步成为全球纺织制造中心	13
2 全球纺织服装产业现状：各个国家和地区掌握价值链上的不同环节	16
2.1 欧美把控下游品牌资源	16
2.2 日本专注品牌和纤维面料研发	18
2.3 台湾韩国以面料生产为主，部分香港成衣制造企业转型品牌零售	21
2.3 中国大陆面料和成衣制造环节遥遥领先	22
2.4 东南亚和南亚国家低端成衣制造逐步兴起	23
3 国内纺织行业未来方向：从低附加值环节往高附加值环节转移是必经之路	26
3.1 纺织制造中心的转移与全球产业价值链重构同步进行	26
3.2 国内纺织行业的未来方向	27
4 国内纺织制造企业：积极拥抱行业变化，多方位探索前进空间	27
4.1 布局海外产能	27
4.2 推进自动化生产提高效率	29
4.3 将产业链延伸至上下游生产环节或研发设计环节	31
4.4 由产品制造延伸至下游品牌零售	36
5 投资建议	39
6 风险提示	39
6.1 宏观经济环境恶化风险	39
6.2 海外产能扩张不及预期风险	39
6.3 汇率波动风险	39
6.4 研发成果不达标风险	39
6.5 收购标的经营不佳风险	40

图表索引

图 1: 18 世纪-19 世纪英国棉纺业增速	8
图 2: 英国棉纺织品出口值占总出口值比重	8
图 3: 19 世纪美国棉花出口数量 (百万包)	9
图 4: 美国棉纺锭数 (万锭)	9
图 5: 美国原棉消费量以及棉花出口量 (百万包)	9
图 6: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值对比 (美元/小时)	10
图 7: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值增速	10
图 8: 日美德制造业平均工资增长率 (1954-1958)	10
图 9: 日本纺织品服装净出口比例	11
图 10: 日本纺织品服装出口及天然纤维进口指数	11
图 11: 美元兑日元汇率	11
图 12: 日本纺织业占产值比重与就业比重情况	11
图 13: 日本纺织品服装出口全球占比 (1955-1988)	12
图 14: 韩国纺织品出口金额及增速	12
图 15: 韩国服装出口金额及增速	12
图 16: 台湾纺织品出口金额及增速	13
图 17: 台湾服装出口金额及增速	13
图 18: 香港纺织品出口金额及增速	13
图 19: 香港服装出口金额及增速	13
图 20: 中国大陆台湾及香港人均工资 (美元/小时) (1996-2005)	14
图 21: 美元兑韩元汇率 (1985-1989)	14
图 22: 美元兑新台币汇率 (1985-1989)	14
图 23: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (1980-2000)	15
图 24: 中国大陆服装出口金额及增速 (1980-2000)	15
图 25: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (2000-2017)	15
图 26: 中国大陆服装出口金额及增速 (2000-2017)	15
图 27: 中国居民各年龄结构人群占比	16
图 28: 中国大陆及越南人均工资 (美元/小时)	16
图 29: 中国大陆越南及柬埔寨服装出口金额增速	16
图 30: ITG 集团中国和墨西哥长期资产占比	18
图 31: ITG 集团中美国和海外净销售额占比	18
图 32: ITG 毛利率大多数年份较为稳定	18
图 33: 东丽来自纤维纺织品及服装收入情况及增速 (FY2000-FY2018)	20
图 34: 东丽来自纤维纺织品及服装收入占比 40%左右 (FY2000-FY2018)	20
图 35: 东丽各业务收入占比 (FY2000-FY2018)	20
图 36: 韩国化纤产业在 20 世纪后期快速发展	21
图 37: 台湾化纤产业在 20 世纪后期快速发展	21
图 38: 韩国纺织品和服装出口金额 (百万美元)	21
图 39: 台湾纺织品和服装出口金额 (百万美元)	21

图 40: 中国大陆出口纺织品及服装金额全球占比情况	22
图 41: 国内纺织业规模以上企业单位数 (个)	23
图 42: 国内纺织业规模以上企业主营业务收入 (亿元)	23
图 43: 规模以上纺织企业平均营收 (百万元)	23
图 44: 规模以上纺织企业平均净利润 (百万元)	23
图 45: 越南出口纺织品及服装全球占比情况	24
图 46: 柬埔寨出口纺织品及服装全球占比情况	24
图 47: 越南纺织品服装进口金额 (百万美元)	24
图 48: 柬埔寨纺织品服装进口金额 (百万美元)	24
图 49: 印度出口纺织品及服装全球占比情况	25
图 50: 孟加拉出口纺织品及服装全球占比情况	25
图 51: 越南纺织品服装进口金额 (百万美元)	25
图 52: 孟加拉纺织品服装进口金额 (百万美元)	25
图 53: 东南亚和南亚国家服装出口金额 5 年 CAGR 比较	25
图 54: 纺织服装产业链各环节附加值	26
图 55: 百隆东方越南子公司净利率高于境内子公司	29
图 56: 华孚时尚越南子公司净利率高于境内子公司	29
图 57: 申洲国际历年生产设备投入及占营收比例	30
图 58: 申洲国际公司人均营收 (万元)	30
图 59: 申洲国际人均产量 (件)	30
图 60: 健盛集团人均营收 (万元)	31
图 61: 健盛集团人均棉袜产量 (万双)	31
图 62: 申洲国际发明专利快速增长 (项)	32
图 63: 申洲国际年均转化为产品的专利数提升 (项)	32
图 64: 申洲国际面料产量增速高于成衣产量	32
图 65: 申洲国际毛利率高于同业上市公司	32
图 66: 申洲国际净利率高于同业上市公司	32
图 67: 鲁泰 A 研发费用金额及研发费用率呈提升趋势	33
图 68: 鲁泰 A 授权专利数快速增长 (项)	33
图 69: 鲁泰 A 毛利率高于同业上市公司	33
图 70: 鲁泰 A 净利率高于同业上市公司	33
图 71: 天虹纺织 2017 年各业务收入占比	34
图 72: 天虹纺织弹力包芯纱线销售收入占比 50% 以上	34
图 73: 天虹纺织弹力包芯纱线销量及增速	34
图 74: 天虹纺织弹力包芯纱线销售收入及增速	34
图 75: 天虹其他纱线销量及增速	35
图 76: 天虹其他纱线销售收入及增速	35
图 77: 天虹纺织坯布面料销量及增速	35
图 78: 天虹纺织坯布面料销售收入及增速	35
图 79: 天虹纺织牛仔服装销量	35
图 80: 天虹纺织牛仔服装销售收入	35
图 81: 华孚时尚网链业务收入及增速	36
图 82: 华孚时尚网链业务毛利及增速三	36

图 83: 小米线上线下渠道布局	37
图 84: “90 分”品牌	37
图 85: 开润股份 B2C 业务营业收入持续高增长	38
图 86: 开润股份 B2C 业务占比持续快速提升	38

表 1: 2018 全球最具价值 TOP50 服饰品牌	17
表 2: 日本化纤企业研发多种具备特殊性质的纺织用纤维	19
表 3: 部分纺织企业业务品牌零售延伸	22
表 4: 部分企业东南亚产能布局情况	28
表 5: 2015-2018 天猫“双 11”箱包品类销售额排名	38
表 6: 如意科技及其控股股东并购的海外标的	38

引言

自第一次工业革命英国率先实现棉纺织品工业化生产成为世界纺织业中心起，全球纺织制造中心历经英国、美国、日本、韩国台湾等亚洲新兴国家和地区、中国的数次更迭，目前中国已经成为全球纺织品服装第一出口大国。近年来，由于劳动力、原材料等生产要素及关税、贸易壁垒等方面的比较优势，东南亚纺织制造产业发展进入快车道。伴随全球纺织制造中心的不断转移，纺织产业的分工情况以及贸易格局不断发生改变，全球纺织产业价值链也处于不断重构过程中。我们希望通过寻找历次纺织产业转移的主要驱动因素，判断未来一段时间内国内纺织行业的变化趋势和国内纺织制造企业的发展方向，分析国内纺织制造企业为顺应产业变化趋势进行了哪些规划和布局，以在全球纺织产业的动态变迁过程中取得发展先机。

1 全球纺织产业中心：历经多次转移，目前中国稳居纺织制造核心地位

近代纺织工业化生产起源于第一次工业革命时期的英国，美国在1900年前后接力英国成为新的纺织制造中心，二战后全球纺织制造中心转向日本，1960年代后逐步又转移到亚洲新兴的韩国、香港、台湾等国家和地区，中国在1992年确立社会主义市场经济的发展目标后对外贸易迅猛发展，顺利成为全球纺织制造业中心。近年来，东南亚国家由于劳动力成本等方面优势开始逐步承接其他国家部分低端制造产能，实现了纺织制造业的快速发展，纺织制造中心有向东南亚部分欠发达国家转移的趋势。

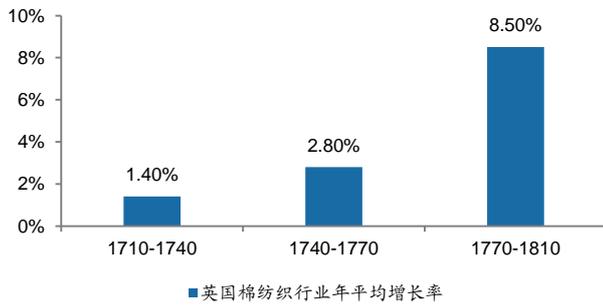
1.1 纺织制造业中心历史转移过程（英国—美国—日本—韩、台等亚洲新兴国家地区）

（1）第一次工业革命将英国推上全球纺织业中心位置

19世纪，纺织机器的发明以及蒸汽机的使用使得英国率先成为世界纺织业中心。1765年，珍妮纺织机的发明拉开了第一次工业革命的序幕，1785年，改良型蒸汽机的使用和推广为机器生产提供了便利的动力来源，原来以家庭小作坊模式的纺织生产逐步被机器化工厂取代，效率极大提高，英国成为了世界上最早进行纺织品工业化生产的国家。

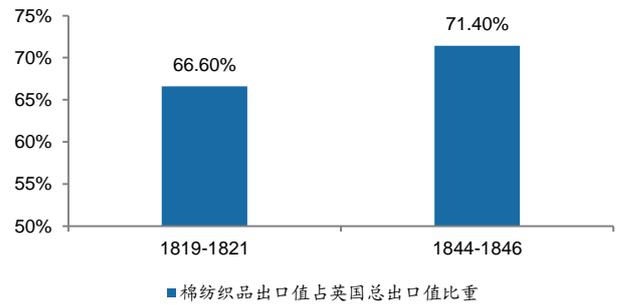
工业化生产使得英国棉纺织业高速发展，棉纺织品的生产量及出口量快速跃升。根据《中国纺织经济》中有关数据，1710-1740年英国的棉纺织业产量年平均增长率为1.4%，1770-1810年达到了8.5%，1844-1846年英国棉纺锭数占世界总量的69.2%，棉纺产品出口值占总出口值的比重在1844-1846年超过70%。

图1: 18世纪-19世纪英国棉纺织业增速



数据来源: 谭劲松-中国纺织出版社-《中国纺织经济》, 广发证券发展研究中心

图2: 英国棉纺织品出口值占总出口值比重



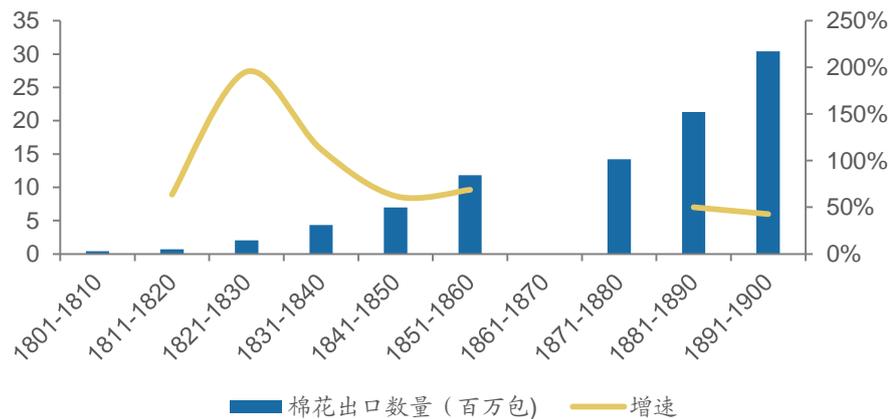
数据来源: 谭劲松-中国纺织出版社-《中国纺织经济》, 广发证券发展研究中心

(2) 20世纪初纺织制造中心由英国转移到美国

棉纺织产业的工业化生产使得对于原料棉花的需求量迅速提升, 美国利用丰富的土地以及劳动力资源大力发展棉花种植和贸易, 逐步成为纺织原料输出中心。1793年美国轧棉机的发明使得籽棉加工处理效率极大提高, 解决了美国棉花生产的主要制约因素, 棉花种植业得以迅速发展, 产量快速提升, 棉花原料大量出口。1801-1810年, 美国棉花总出口量仅为42万包, 1891-1900年, 美国棉花总出口量达到了3042万包。

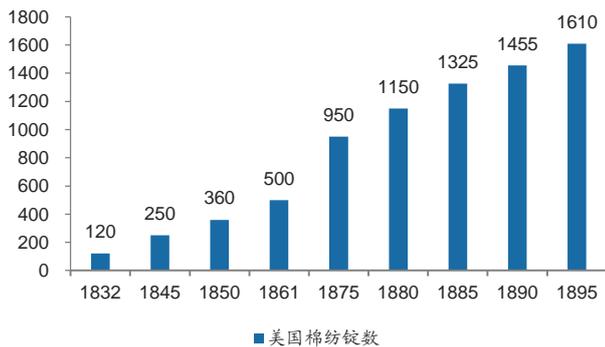
棉花产量及出口量迅速提升的同时, 世界范围内工业技术的推广及进步也使美国棉纺织业实现飞跃式发展。美国棉纺锭数从1832年的120万锭上升到1895年的1610万锭, 20世纪首个十年, 美国国内的原棉消费量即超过出口量。根据《中国纺织经济》中有关数据, 1913年, 美国占世界棉纺织总量的27.5%超过英国的18.5%, 美国取代英国成为全球纺织制造中心。

图3: 19世纪美国棉花出口数量 (百万包)



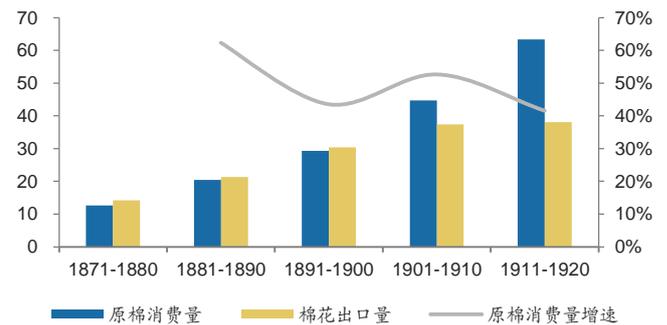
数据来源: Chandler Morse, U.S. Bureau of the Census 《Historical Statistics of the United States 1789-1945 : A Supplement to the Statistical Abstract of the United States》, 广发证券发展研究中心

图4: 美国棉纺锭数 (万锭)



数据来源: 施禹之-中国纺织出版社-《WTO与中国纺织工业》, 广发证券发展研究中心

图5: 美国原棉消费量以及棉花出口量 (百万包)

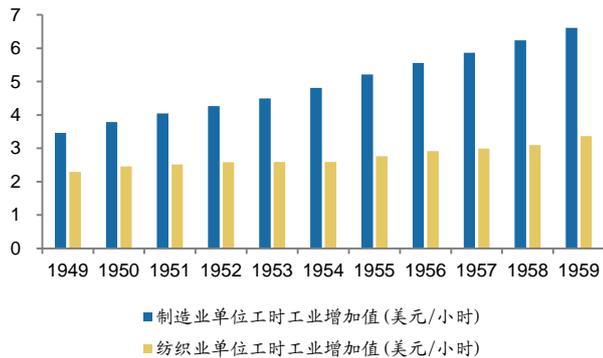


数据来源: Chandler Morse, U.S. Bureau of the Census 《Historical Statistics of the United States 1789-1945 : A Supplement to the Statistical Abstract of the United States》, 广发证券发展研究中心

(3) 二战后纺织业的恢复和发展使日本成为全球新的纺织产业中心

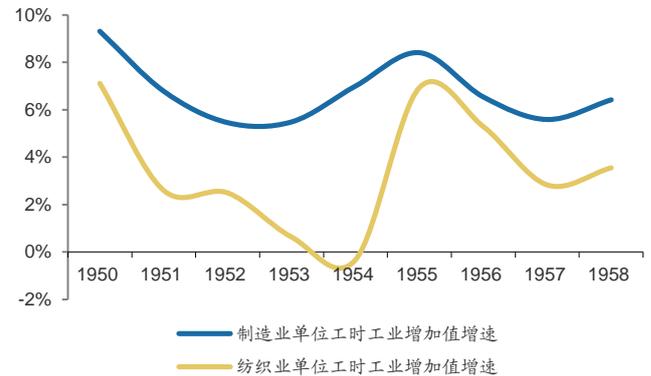
劳动力成本上升、纺织业附加值丧失比较优势促使美国在二战后进行纺织产业的转移。二战结束后, 由于经济水平迅速提升以及相关行业工会等劳动保护制度逐步健全, 美国的劳动力成本大大提高。同时战后新兴产业兴起, 纺织业作为传统工业附加值逐步降低, 1949-1959年, 纺织业单位工时的工业增加值低于制造业单位工时的工业增加值, 并且二者差距逐步拉大。作为二战后世界政治经济体系的核心之一, 美国具备充分实力进行海外投资以及产业转移。

图6: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值对比 (美元/小时)



数据来源: Whitney, Vincent Heath, U.S. Bureau of the Census, Council, Social Science Research 《Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970》, 广发证券发展研究中心

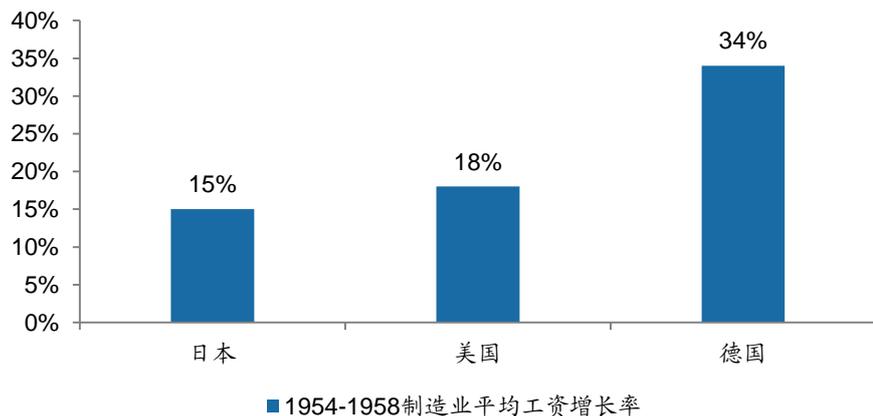
图7: 美国纺织业与制造业单位工时工业增加值增速



数据来源: Whitney, Vincent Heath, U.S. Bureau of the Census, Council, Social Science Research 《Historical Statistics of the United States: Colonial Times to 1970》, 广发证券发展研究中心

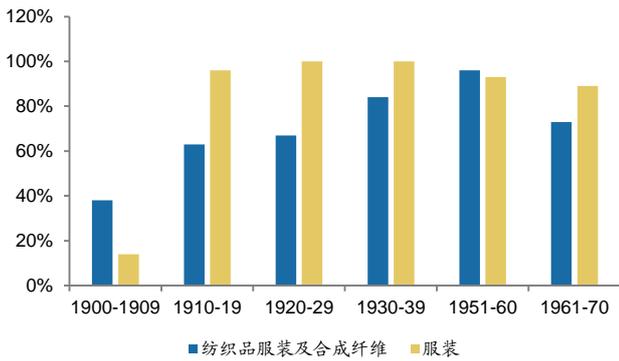
日本拥有丰富的劳动力资源, 在二战前就具备一定工业实力, 战后1950年代在美国扶持下纺织工业迅速恢复并超越战前水平, 纺织品服装出口贸易随之快速上升, 1951-1960年纺织品服装净出口比例达到96%, 接近100%。根据Young-II Park and Kym Anderson 的有关数据, 1955年日本纺织产品出口额占出口总额的37.3%, 1957年纺织品出口额全球排名第一, 日本成为了新的纺织产业中心。

图8: 日美德制造业平均工资增长率 (1954-1958)



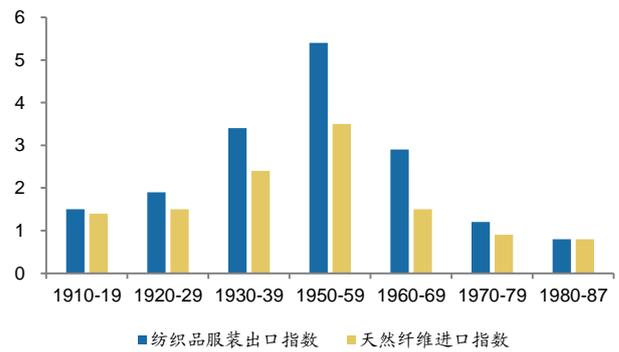
数据来源: 谭劲松-中国纺织出版社-《中国纺织经济》, 广发证券发展研究中心

图9: 日本纺织品服装净出口比例



数据来源: Young-II Park and Kym Anderson-《The Rise and Demise of Textiles and Clothing in Economic Development The Case of Japan》, 广发证券发展研究中心
注: 净出口比例=(出口金额-进口金额)/(出口金额+进口金额)

图10: 日本纺织品服装出口及天然纤维进口指数

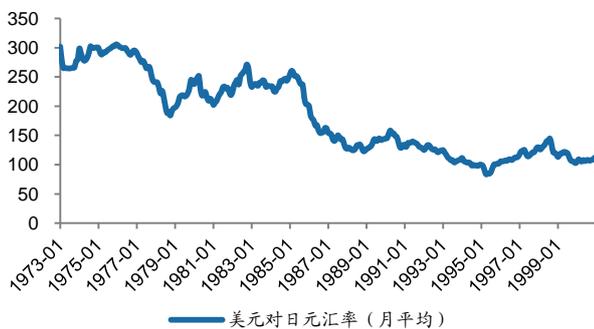


数据来源: Young-II Park and Kym Anderson-《The Rise and Demise of Textiles and Clothing in Economic Development The Case of Japan》, 广发证券发展研究中心
注: 日本纺织品服装出口指数=(日本纺织品服装出口额/日本总出口额)/(世界纺织品服装出口额/世界总出口额)

(4) 1970年代前后亚洲新兴国家和地区接力日本, 成为新的纺织制造中心

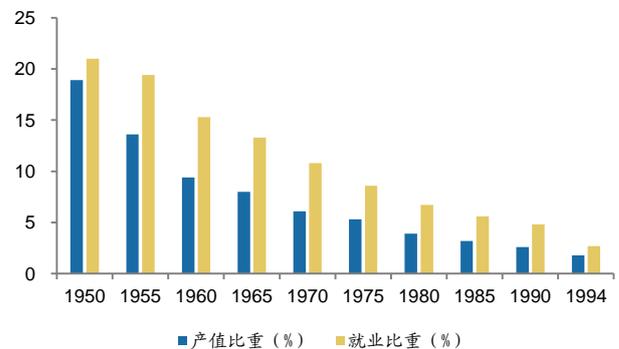
战后日本纺织业等工业的高速发展及出口导向型的经济特征使得美日关系矛盾逐步显现。1960年代起, 由于贸易顺差过高, 在美国压力下日本签订了多项协议主动减少纺织品出口, 同时后布雷顿森林体系下日元持续升值, 纺织业出口贸易发展遭遇多重困境。布雷顿森林体系下1美元=360日元, 1972年12月签订史密斯协议, 日元兑美元升值17%。1973年以后, 日元实行浮动汇率开始不断升值。劳动力成本的提高及货币升值使得日本出口纺织品在全球市场价格竞争力不断下降, 但是另一方面也给日本纺织业向海外转移创造了有利条件, 促进了日本企业的海外投资。根据相关统计, 1955-1988年, 日本纺织品服装出口全球占比由15%下降到3%。

图11: 美元兑日元汇率



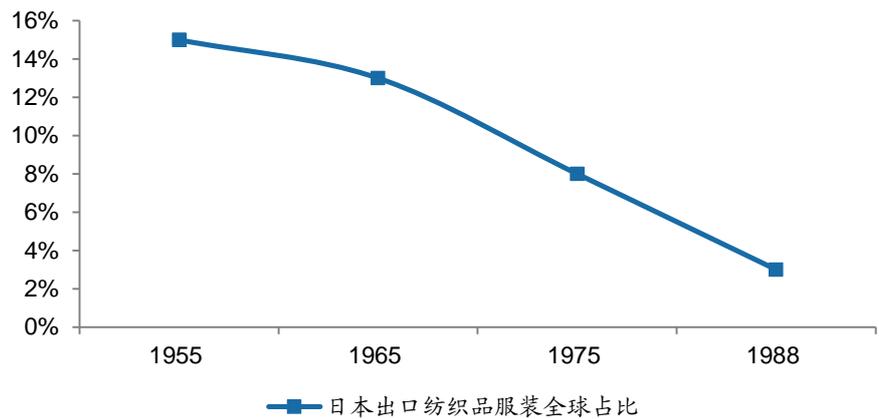
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图12: 日本纺织业占产值比重与就业比重情况



数据来源: 陈建安-上海财经大学出版社-《产业结构调整与政府的经济政策——战后日本产业结构调整的政策研究》, 广发证券发展研究中心

图13: 日本纺织品服装出口全球占比 (1955-1988)



数据来源: Alfred Maizels 《Industrial Growth and World Trade(Cambridge: National institute of Economic and Social Research,1963)》, 广发证券发展研究中心

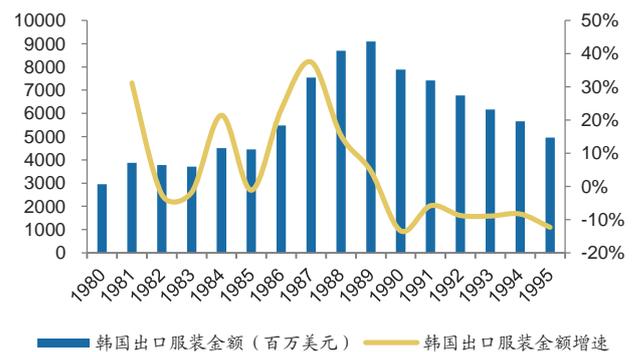
在产品成本优势不再的情况下,日本开始将纺织业在内的制造业向海外转移,产业模式由国内制造向国内研发设计国外组装生产模式转型。韩国、台湾和香港对外开放程度高、劳动力成本低、拥有较为广阔的消费市场、历史文化传统相近,成为了日本包括纺织业在内的制造业转移的最佳目的地。韩国、台湾和香港引入日本纺织制造产能,结合自身的劳动力成本优势,大力发展纺织业,开拓外销市场,逐步强化了在全球纺织产业链中的角色。

图14: 韩国纺织品出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图15: 韩国服装出口金额及增速



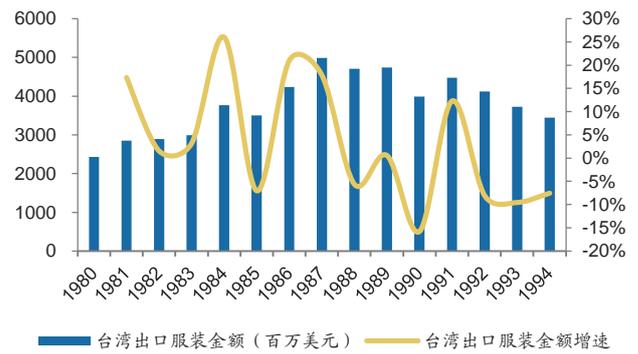
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图16: 台湾纺织品出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图17: 台湾服装出口金额及增速



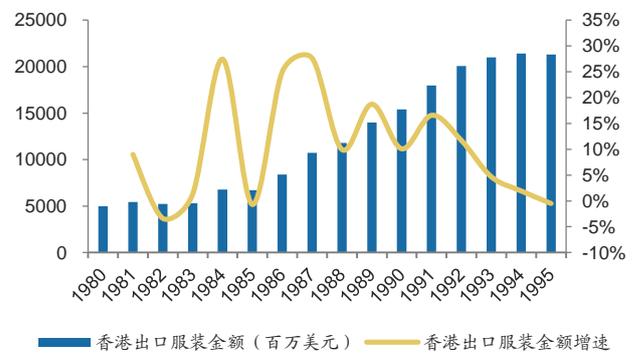
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图18: 香港纺织品出口金额及增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图19: 香港服装出口金额及增速



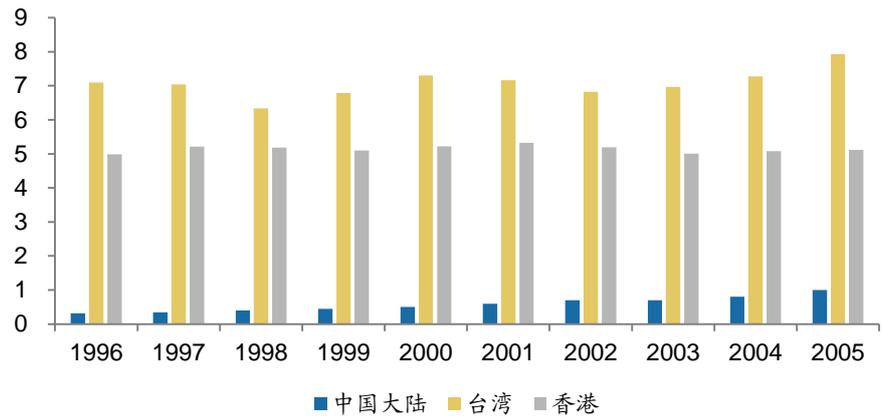
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

1.2 中国在加入 WTO 后逐步成为全球纺织制造中心

(1) 1990年代中国开放程度提高, 2001年加入WTO后纺织品出口贸易迅速扩张

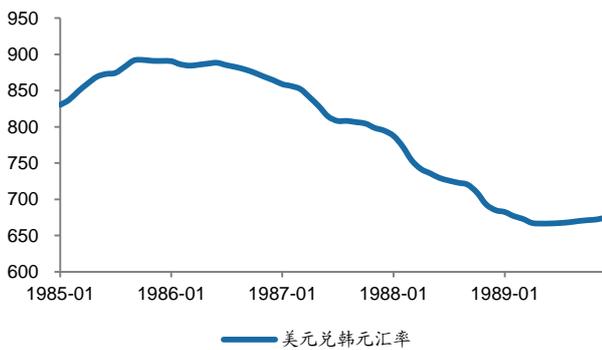
外部环境: 1980年代起, 由于劳动力成本提高, 货币升值, 贸易环境恶化, 韩国、台湾和香港优势不再, 纺织制造业发展陷入瓶颈, 产能开始逐步向外转移。1985-1989年韩元兑美元升值最高达34%, 新台币兑美元最高升值56%。美国对韩、台香港出口美国的纺织品服装数量也做出限制。1986年多种纤维谈判中, 美国允许香港、韩国和台湾对美出口纺织品的年递增率分别为1.7%、0.8%和0.5%, 限制时间在3到5年不等。

图20: 中国大陆台湾及香港人均工资 (美元/小时) (1996-2005)



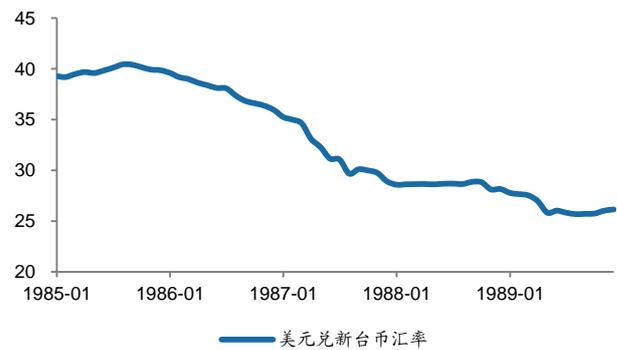
数据来源: BvD, 广发证券发展研究中心

图21: 美元兑韩元汇率 (1985-1989)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

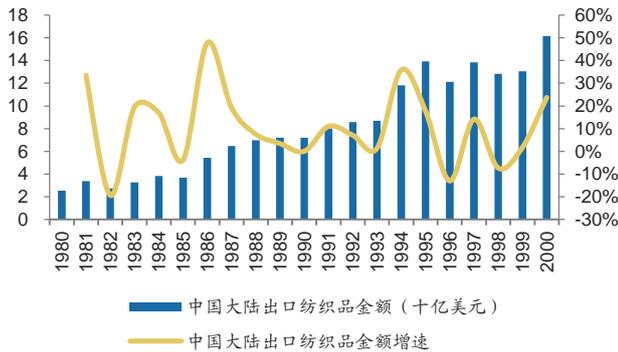
图22: 美元兑新台币汇率 (1985-1989)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

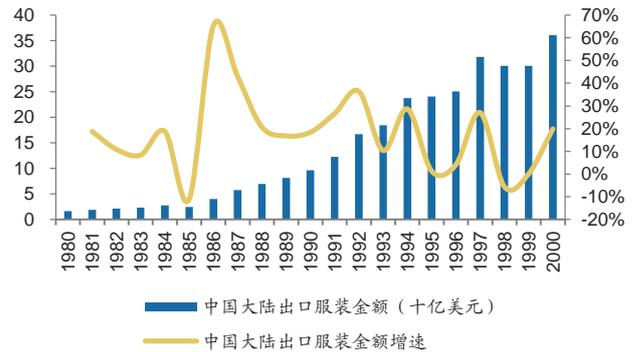
国内环境: 1992年我国确立了发展社会主义市场经济的目标, 对外开放程度提高, 大批外资企业开始在沿海地区投资, 丰富的劳动力人口及开放的环境为大陆地区承接其他国家和地区纺织业产能创造了优越的条件。2001年中国加入WTO, 贸易自由化进程加快, 2005年1月1日起WTO纺织品出口全面放开配额限制, 出口壁垒进一步减小, 国内纺织业加速发展。1990-2000年, 我国纺织品服装出口金额CAGR为11.9%, 2000-2010年, 纺织品服装出口金额的CAGR上升到14.8%。

图23: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (1980-2000)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图24: 中国大陆服装出口金额及增速 (1980-2000)



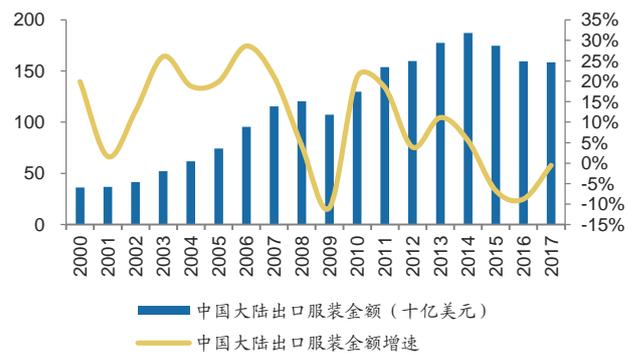
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图25: 中国大陆纺织品出口金额及增速 (2000-2017)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图26: 中国大陆服装出口金额及增速 (2000-2017)



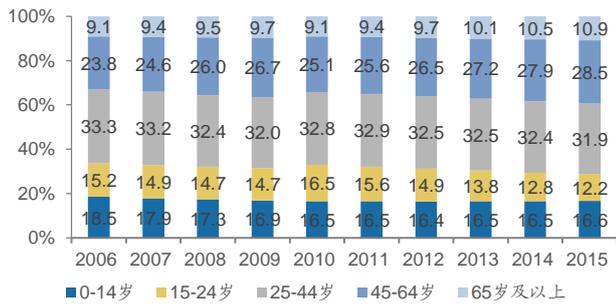
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

(2) 东南亚国家纺织业发展加速, 中国低端产能逐步向外转移

国内纺织产业发展目前已经比较成熟, 经济水平的提高、适龄劳动人口比重下降使得近年来招工困难, 劳动力成本不断上涨, 并且工业用地成本攀升、环保政策趋严, 纺织企业在国内实现规模再扩张面临诸多限制因素。

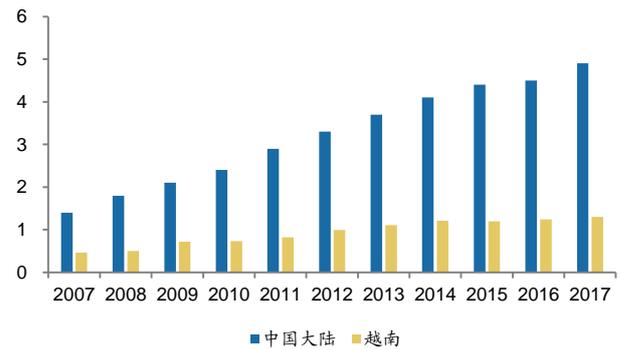
越南等东南亚国家国际贸易环境较为优越, 出口欧美等发达国家存在关税优惠, 并且劳动力、土地成本较低, 棉花进口不受配额限制, 加之政府大力鼓励纺织业发展, 制定了一系列优惠政策吸引纺织业外企投资, 成为纺织企业规模扩张和对外投资的热门选择。2012年前后我国纺织行业部分低附加值业务开始加速向以东南亚为主的欠发达国家转移。越南柬埔寨等国家纺织品服装出口增长有加速趋势, 出口增速与中国差距不断扩大。

图27: 中国居民各年龄结构人群占比



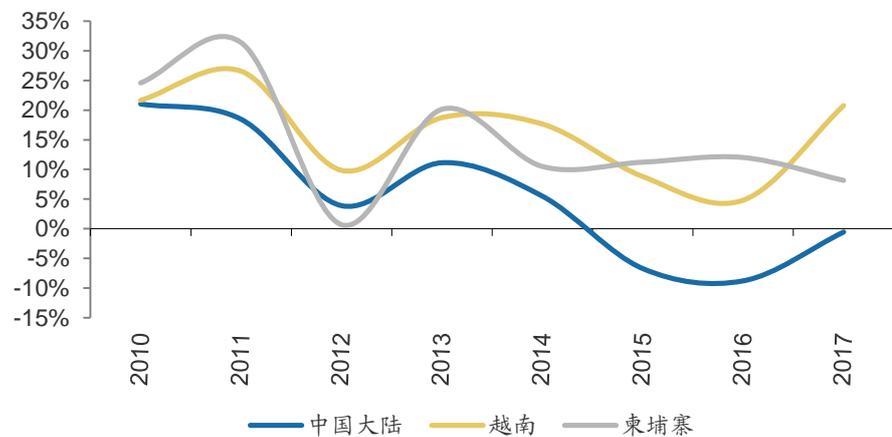
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图28: 中国大陆及越南人均工资 (美元/小时)



数据来源: BvD, 广发证券发展研究中心

图29: 中国大陆越南及柬埔寨服装出口金额增速



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

2 全球纺织服装产业现状: 各个国家和地区掌握价值链上的不同环节

全球纺织行业中心历经数次转移, 纺织产业链上各环节由不同国家和地区占据。欧美把控品牌零售, 日本纤维研发及面料设计处于世界领先水平, 韩国台湾在纤维面料生产环节占据了一席之地, 中国大陆以面料生产和成衣制造为主, 而东南亚国家逐步承接纺织产业链中的低端制造环节业务。

2.1 欧美把控下游品牌资源

欧美在纺织服装产业发展过程中具备先发优势, 牢牢占据了产业链中最重要的品牌环节。2018年BrandFinance评出的全球最具价值的服饰品牌中, 除优衣库为

日本品牌外，前10位中其余9个服饰品牌均为欧美品牌。

表1: 2018全球最具价值TOP50服饰品牌

排名	品牌	所属公司	主营	所属国家	品牌价值 (百万美元)
1		Nike Inc	运动鞋服	美国	28030
2		H&M	服装	瑞典	18959
3		Inditex	服装	西班牙	17453
4		adidas Group	运动鞋服	德国	14295
5		Hermès International S.A.	服饰箱包	法国	11333
6		Louis Vuitton Malletier	服饰箱包	法国	10487
7		Kering S.A.	服饰箱包	意大利	9805
8		Fast Retailing Co Ltd	服装	日本	8594
9		Tapestry	箱包	美国	
10		L Brands, Inc.	内衣	美国	

数据来源: BrandFinance, 广发证券发展研究中心

部分欧美公司以纺织制造起家，后成功将业务延伸至品牌零售环节，成为了全球知名的服饰品牌：

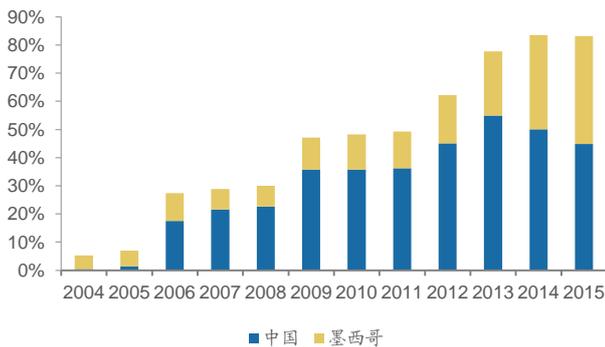
Zara母公司Inditex在创立初期的业务为服装和纺织品生产，12年后开设门店切入服装品牌零售业务，目前是集设计、生产、配送、销售为一体的全球顶尖的多品牌快时尚服饰集团。在Inditex服饰集团发展过程中，业务由最初的纺织制造环节延伸至上游产品设计和下游品牌零售，旗下多个品牌拥有强大的市场号召力，原先的纺织制造业务为打造先进的快反供应链奠定了基础。

Ermenegildo Zegna是世界著名的男装品牌，在20世纪初期设立时主要产品为羊毛面料，在1960年代推出成衣系列以及品牌门店。目前Ermenegildo Zegna品牌

因精品羊毛面料和男装备受消费者青睐，在羊毛面料织造领域的悠久历史和成熟工艺使得产品拥有了极高品质，同时也成为了品牌文化的重要组成部分。

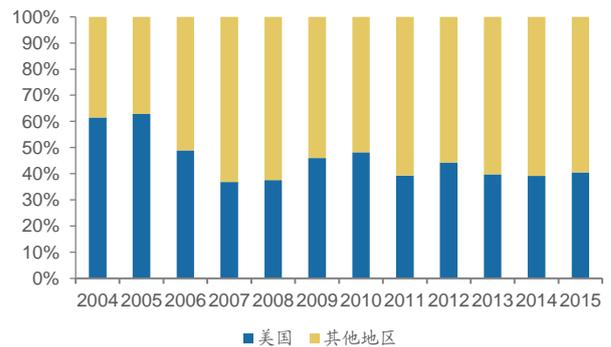
另外，也有部分纺织制造企业通过转移产能所在地，将自身的资金和技术优势同海外廉价劳动力带来的成本优势相结合，提升整体竞争实力。其中代表是多元化纺织材料生产商美国国际纺织集团（ITG），ITG曾在墨西哥和中国等发展中国家投资建设工厂，以利用廉价劳动力，降低企业成本。在海外建设工厂也为企业开拓新兴发展中国家市场提供了有利条件。

图30: ITG集团中国和墨西哥长期资产占比



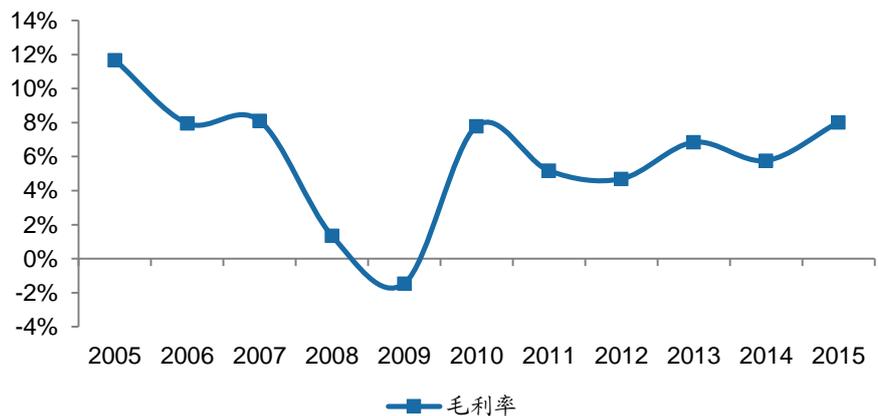
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图31: ITG集团中美国和海外净销售额占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图32: ITG毛利率大多数年份较为稳定



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

2.2 日本专注品牌和纤维面料研发

日本在高科技纤维的研发和应用方面具备明显优势，东丽、帝人、旭化成等大

型化纤企业拥有多种高性能纤维的核心研发和生产技术，推动纺织服装行业纤维面料不断升级。

上世纪在纺织制造业丧失比较优势产能逐步向海外转移后，日本国内开始引进并积极发展合成纤维技术，提升纤维研发实力。以生产高附加值的产品为目标，与传统纺织品区分开，专注高端市场。经过多年发展，日本目前是全球纤维面料技术最先进的国家之一。

表2：日本化纤企业研发多种具备特殊性质的纺织用纤维

公司	纤维品种	主要性能
东丽	quup® 高吸排湿性尼龙纤维	吸湿性极强的尼龙长丝纱线。采用新型高分子合金技术，吸湿性约是普通纱线两倍。制成服装舒适度接近纯棉，触感柔软光滑，色彩逼真。应用：连裤袜、内衣和运动服等。
	特康® TORCON® 聚苯硫醚纤维	具有卓越的耐热性、耐化学性、抗水解性及阻燃性等品质的高性能纤维。抗高温水解、耐酸碱、耐有机溶剂等。应用领域广泛，其中包括袋滤器。
	HEATMAX® 吸湿发热素材	新一代高性能素材产品。特点是手感柔软和发热保温性能优异，同时采用了超细旦抗起球晴纶，综合提升织物的产品性能。应用范围：内衣，配饰等。
	ARTISYARN® 抗菌除臭素材	用纳米技术对晴纶聚酯物处理，具有优异的长效抗菌效果。与皮肤接触完全无害，晴纶和棉混纺使纱线具有棉的手感，织物保温性能，色彩性能提升。
	Dermizax® 无孔型聚氨酯膜防水透湿面料	结合高性能膜的层压面料，具有最强防水性、透气性和抗结露性。保留原面料的弹性，轻盈且服帖。适用于恶劣天气下开展的运动，包括登山、户外运动及冬季运动。
	FIELDSENSOR® 吸汗速干新结构材料	高性能运动服装面料，解决了传统面料因出汗导致的发粘和贴身的问题。运用毛细传输原理，将汗液吸收、转移和蒸发，在运动过程中带来清凉感。在高尔夫服和竞技服行业中建立起出众的口碑。
	超消光纤维	TiO ₂ 的含量是普通消光纤维的2-3倍，具有超全消光的性能，易于织造，不伤设备，可提高生产效率，遮光性能严密，抗紫外线性能优良，广泛运用于沾水不透明白色泳衣、护士服装、阻隔紫外线的服装以及窗帘装饰等。
帝人	NANOFRONT™长丝和短纤维	使用超微技术开发的纳米纤维。增强了吸水性，颗粒的吸收性和抗半透明性。质地柔软，刺激少。适用于功能性运动服、内衣、护肤品、抗菌过滤器、精密研磨布等。
	WARMAL™短纤维	新型填料，在外层纤维层中织有硅酸铝陶瓷。可快速吸收身体释放的远红外热量，然后释放并再次吸收保暖。可用作蒲团床垫等床上用品的填充材料。
	ECOPET™ 功能性短纤维	再生聚酯纤维，由废旧塑料瓶通过材料回收制成。
旭化成	氨纶纤维（聚氨酯纤维） ROICA	高端弹性纤维，弹性和复原性柔和。用于高弹力的高筒袜、内衣、泳衣等运动衣领域，以及纸尿裤、医疗材料等资材领域。
	高功能复合无纺布 Precisé	在纺粘型纺织物纤维层的中间加入超细纤维层的新型无纺布。兼具纺粘型无纺布和超细纤维两者的特征，用于过滤、电子材料、生活、工业资材等。
	超超细纤维绒面人工皮革 Lamous	以可化学循环的纱线和水性聚氨酯为原料制成的环保型产品，是兼具产品范围多样性和独自功能特性的高级麂皮绒。可用于服装和椅套、汽车内饰、智能手机壳、过滤器等。

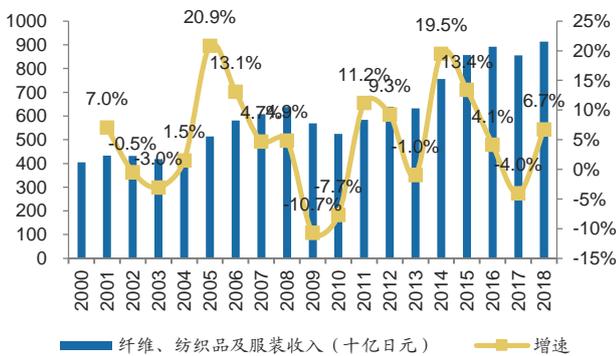
数据来源：公司官网，广发证券发展研究中

日本东丽的主要业务包括纤维和纺织品的研发、高性能化学品、碳纤维复合材料、环境和工程、制药与医疗设备的研发和生产等，目前已经成为世界上最大的碳

纤维制造商。

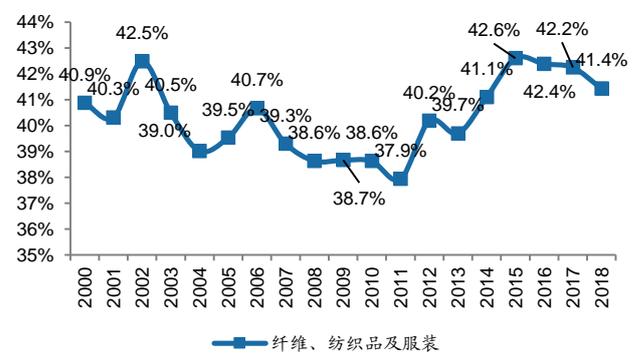
1926年，原三井物产成立了东丽的前身——东洋人造丝株式会社以实现人造丝的国产化。上世纪50年代东丽与美国杜邦公司、英国ICI公司分别在尼龙、聚酯方面达成技术合作，并开设中央研究所与基础研究所进行化纤等新型材料的研发。70年代开始碳纤维的试验生产。80年代收购了美国的TREA公司，英国的Samuel Courtauld公司开始涉入医疗、环境和工程行业，成立国际事业部。2000年以来，与优衣库成为战略合作伙伴，将多项高科技纤维及面料应用于服装产品并获得市场的广泛欢迎。

图33: 东丽来自纤维纺织品及服装收入情况及增速 (FY2000-FY2018)



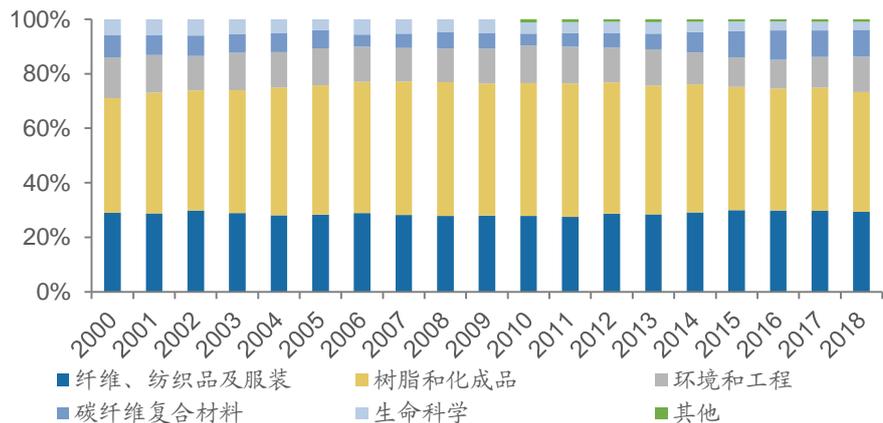
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图34: 东丽来自纤维纺织品及服装收入占比40%左右 (FY2000-FY2018)



数据来源: 《WTO与中国纺织工业》, 广发证券发展研究中心

图35: 东丽各业务收入占比 (FY2000-FY2018)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

2.3 台湾韩国以面料生产为主，部分香港成衣制造企业转型品牌零售

在劳动力等资源成本优势不再，低端纺织制造业逐渐丧失竞争力后，韩国和台湾通过引进日本化纤生产技术发展上游面料织造产业。韩国在20世纪末制定了培育大邱、庆北地区的纤维产业的有关方案，并提出“米兰计划”，旨在加强以化纤为主的纺织原料及技术的研发，提升产品附加值。台湾也制定了产业白皮书发力上游化学纤维以及面料制造环节。因此20世纪中后期韩国及台湾的化纤和面料制造业快速发展，将面料产业与上游纤维制造产业衔接，将纤维研发与下游产业应用有机结合，开发出了大量新型面料产品。韩国和台湾在面料产业的竞争力快速提升，目前出口纺织服装产品结构中，服装产品出口金额占比逐步降低，以面料为代表的纺织品占据重要位置。

图36: 韩国化纤产业在20世纪后期快速发展

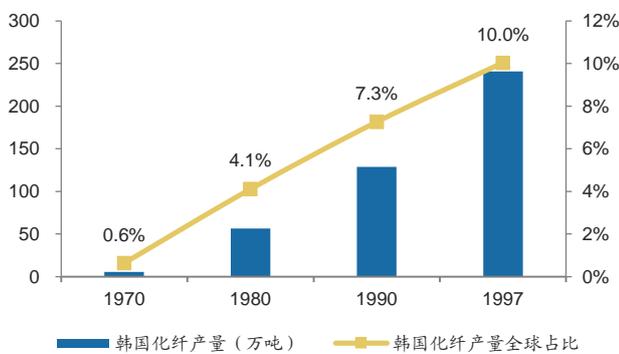
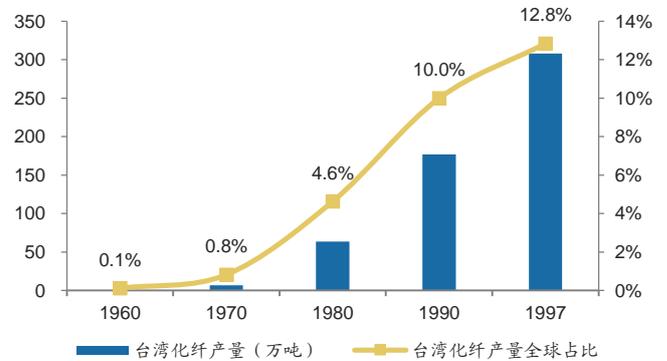


图37: 台湾化纤产业在20世纪后期快速发展



数据来源: 《WTO与中国纺织工业》，广发证券发展研究中心

数据来源: 《WTO与中国纺织工业》，广发证券发展研究中心

图38: 韩国纺织品和服装出口金额 (百万美元)



图39: 台湾纺织品和服装出口金额 (百万美元)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

部分香港成衣制造企业曾在1980-1990年代由成衣代工向品牌零售环节延伸，并在20世纪末成功实现扩张。

表 3: 部分纺织企业业务品牌零售延伸

公司	原主业	发展品牌	发展品牌时间	品牌成立方式
旭日集团	成衣代工	真维斯	1990	收购
思捷环球	成衣代工及经销	ESPRIT	1983	与品牌商合作成立合资公司
德永佳	成衣代工	班尼路	1996	收购

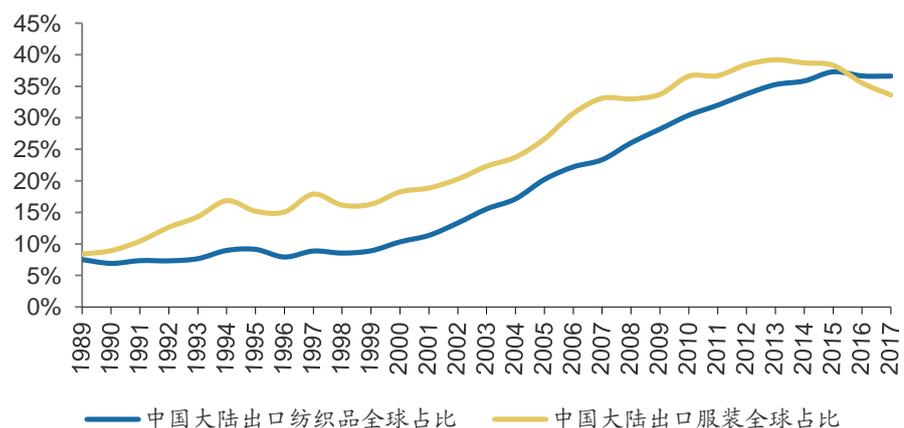
数据来源: 公司公告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

2.3 中国大陆面料和成衣制造环节遥遥领先

在1992年确立社会主义市场经济的发展目标后国内纺织产品出口额提升, 全球占比增长, 2001年加入WTO后世界其他国家和地区的贸易壁垒逐步降低, 纺织服装的生产制造和出口贸易增长加速, 中国全球纺织品服装出口市场中占据重要地位, 纺织品和服装出口金额全球占比在1980年分别为4.62%和4.00%, 2000年分别为18.24%和10.33%, 2017年分别为33.60%和36.60%, 已经成为纺织品服装产业出口第一大国。

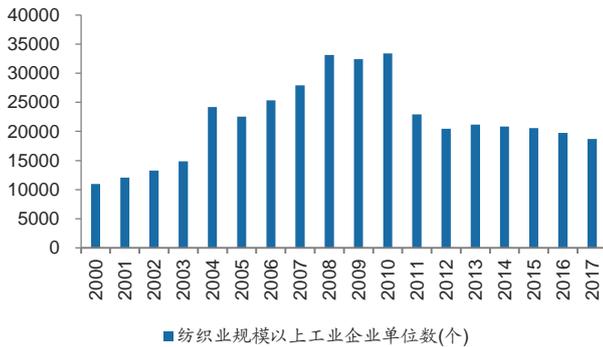
截至2017年底, 我国规模以上纺织企业18726家, 总营收超过36114亿。同时纺织企业小企业逐步淘汰, 行业集中度逐步提升。2011-2017, 规模以上纺织企业数目逐步下降, 规上企业的平均营收和平均净利润整体呈现上升趋势。

图40: 中国大陆出口纺织品及服装金额全球占比情况



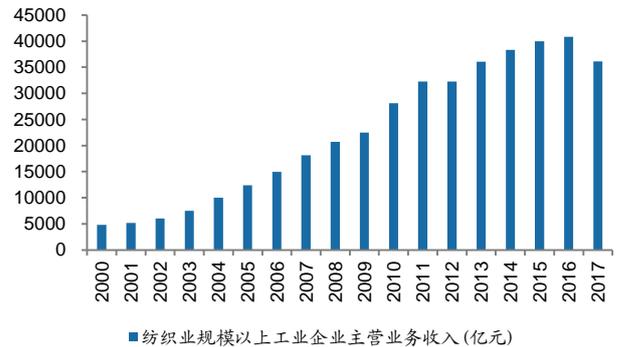
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图41: 国内纺织业规模以上企业单位数(个)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图42: 国内纺织业规模以上企业主营业务收入(亿元)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图43: 规模以上纺织企业平均营收(百万元)



数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

图44: 规模以上纺织企业平均净利润(百万元)



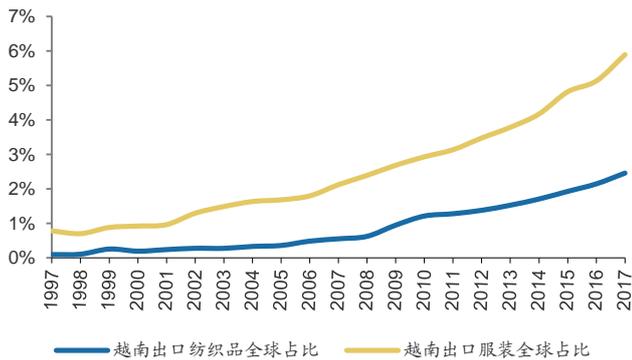
数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

2.4 东南亚和南亚国家低端成衣制造逐步兴起

(1) 越南柬埔寨等东南亚国家

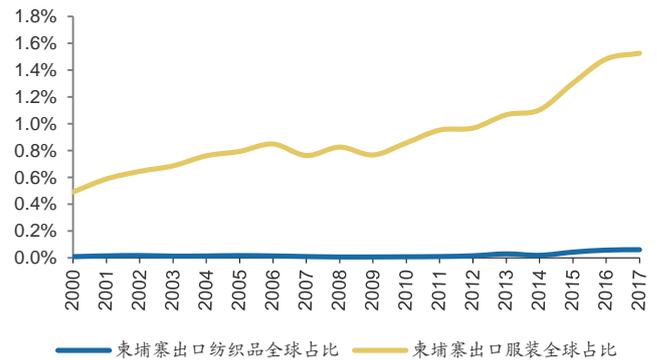
诸多纺织业外资企业由于利好条件纷纷在东南亚投资设厂, 近年来越南柬埔寨等国家纺织制造业快速发展, 纺织品服装出口金额全球占比快速增长。但是东南亚国家目前生产技术及设备较为落后, 产品主要以人力密集型的低端服装制造为主, 上游所需面料等原材料仍然需要大量进口, 产业链配套能力尚不完善。

图45: 越南出口纺织品及服装全球占比情况



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图46: 柬埔寨出口纺织品及服装全球占比情况



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图47: 越南纺织品服装进口金额 (百万美元)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图48: 柬埔寨纺织品服装进口金额 (百万美元)

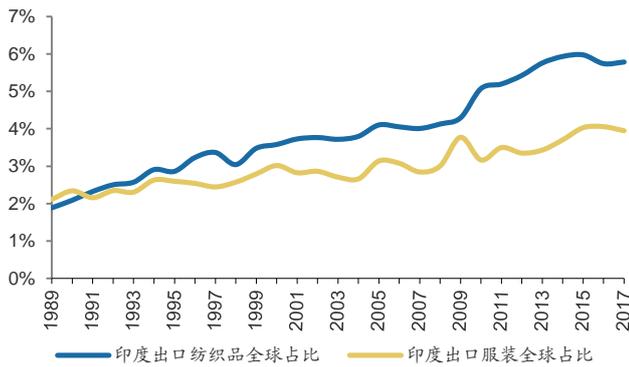


数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

(2) 印度孟加拉等南亚国家

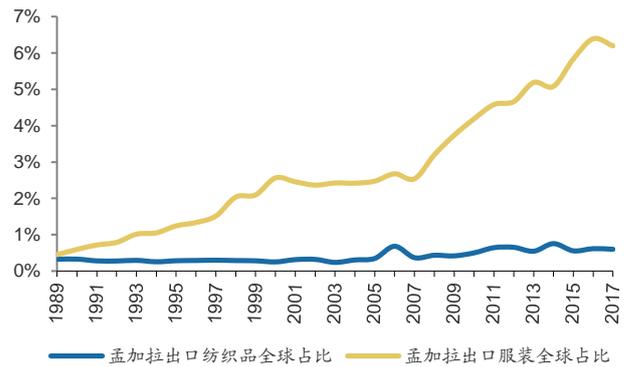
印度和孟加拉也在全球纺织产业链中的低端成衣制造环节占据一定地位。但与越南等东南亚国家相比, 经济发展水平过低、基础设施薄弱成为制约印度、孟加拉等南亚国家纺织业发展的重要因素。印度、孟加拉劳动力人口充足, 印度是全球第二大棉花生产国, 拥有丰富的生产原料, 具备发展纺织业的有利条件。且两国在1995年就加入了WTO, 相较于2004年加入的柬埔寨和2006年加入的越南来说, 纺织制造出口贸易起步较早。但是由于政治环境不稳定, 经济发展水平低, 水电供给系统等基础配套设施难以跟上, 纺织业发展速度较东南亚国家来说相对落后。2012-2017年, 越南和柬埔寨出口服装金额的CAGR明显超过印度和孟加拉。

图49: 印度出口纺织品及服装全球占比情况



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图50: 孟加拉出口纺织品及服装全球占比情况



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图51: 越南纺织品服装进口金额 (百万美元)



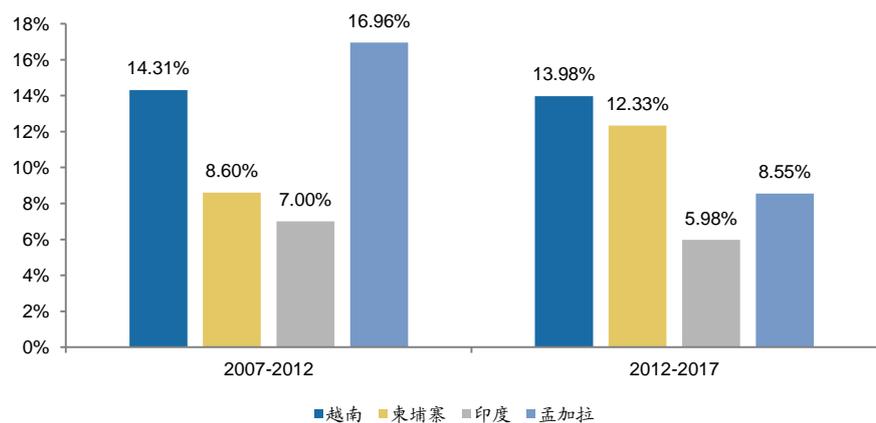
数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图52: 孟加拉纺织品服装进口金额 (百万美元)



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

图53: 东南亚和南亚国家服装出口金额5年CAGR比较



数据来源: WTO, 广发证券发展研究中心

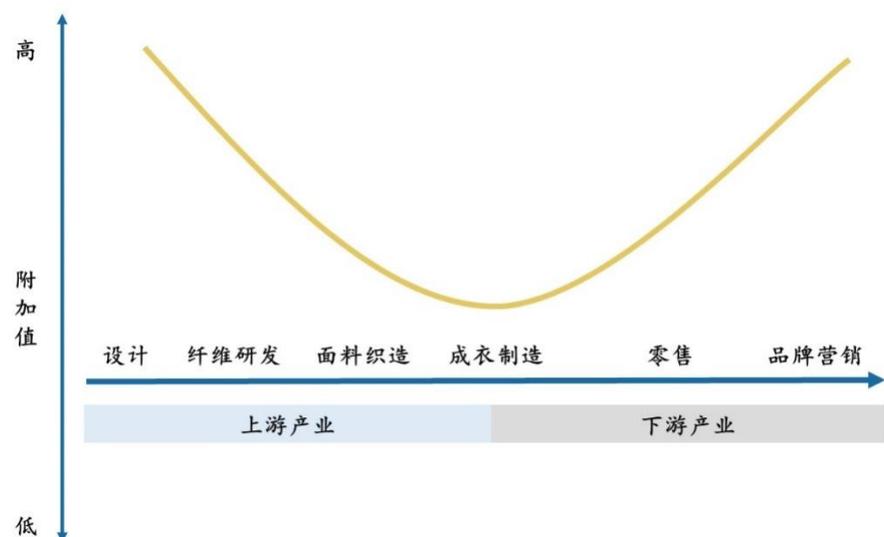
3 国内纺织行业未来方向：从低附加值环节往高附加值环节转移是必经之路

3.1 纺织制造中心的转移与全球产业价值链重构同步进行

从历次全球纺织行业中心转移以及价值链重构的过程来看，工业革命是世界纺织制造中心形成的基础，家庭小作坊模式的纺织生产在工业革命中被机器化工厂取代，率先掌握工业技术的国家——英国因此首次成为了世界纺织制造的中心；成本要素（原材料、劳动力等）成为世界纺织制造中心转移的主要驱动因素，美国由于拥有丰富的棉花原料和移民人口在20世纪初成为了纺织制造中心，二战后到21世纪纺织制造中心从美国到亚洲各国，主要原因由于劳动力成本的差异；汇率因素及贸易环境因素加快了纺织产业转移速度，日本及其他亚洲国家在纺织业高速发展、贸易顺差逐步增大，以美国为首的发达国家通过汇率、贸易限制等手段阻碍纺织出口，促使纺织制造产业向其他欠发达国家和地区转移。

在纺织服装全产业链中，劳动力密集型的成衣制造环节处于“微笑曲线”底部，附加值最低，处于产业链上游的设计研发和下游的品牌营销附加值较高。各国纺织产业发展过程经历：发展低附加值的制造环节→产业链向上下游延伸→转移低附加值环节→强化研发设计或品牌零售等高附加值环节。从低附加值的产品制造逐步向下游品牌零售或者上游研发设计转型提升了在产业链中的地位，强化了相对竞争优势。

图54：纺织服装产业链各环节附加值



数据来源：广发证券发展研究中心

3.2 国内纺织行业的未来方向

历次全球纺织中心的转移与产业价值链的重构同步进行，原纺织产业中心地区从低附加值的产品制造逐步向下游品牌零售或者上游研发设计转型。我国纺织业未来发展必然延续这一趋势，由中低端纺织制造向高端制造及上下游产业环节延伸。因此我们认为，在全球纺织服装制造中心由中国逐步向东南亚转移的过程中，为了在行业变迁和价值链重构过程中利用多年积累的技术实力和管理经验充分发挥优势，加强竞争力，提升我国在产业链中的地位，国内纺织制造企业未来的主要发展方向包括：

(1) 顺应产业发展趋势，布局海外产能。利用东南亚国家的原料及劳动力成本资源优势以及优惠政策，增强产品在全球市场的竞争力，同时减小由于国际贸易环境恶化带来的风险；

(2) 利用多年纺织产业积累的技术和管理经验，升级生产设备，推进自动化进程。一方面可以降低生产过程中的人力成本，提高效率，另一方面可以提升产品质量，由过去的低端产品制造为主向高端产品制造转型，提升产品附加值，满足市场日新月异的消费需求；

(3) 将产业链延伸至上下游生产或研发设计环节。通过将产业链延伸至上下游，打造纵向一体化的生产模式，可以和企业原有业务形成协同，加快反应速度，增强客户粘性，提高整体盈利能力。

(4) 将产业链延伸至下游品牌零售。通过内部孵化或者外部收购品牌，由单纯生产型企业向品牌制造企业转型，品牌零售环节附加值较高，纺织制造企业向下游延伸可以对接制造产业链资源和下游市场需求，同时结合资金优势为打造强势品牌奠定基础。

4 国内纺织制造企业：积极拥抱行业变化，多方位探索前进空间

我国纺织制造企业已就行业变化做出积极应对，多个行业内优质企业从布局海外产能、推进自动化生产、将产业链延伸至上游研发设计或下游品牌零售环节等多个方面增强原有优势，开拓全新成长空间。

4.1 布局海外产能

国内大批纺织企业在2013年前后即在东南亚国家投资设厂（申洲国际2005年在柬埔寨设立了第一家成衣工厂，2013年开始在越南设立工厂加速海外扩张步伐），以充分利用当地各项优势，降低产品成本，提高在全球出口市场的竞争力。包括上游棉纱生产企业百隆东方、华孚时尚、面料织造企业鲁泰A以及下游成衣制造企业申洲国际、棉袜及无缝内衣制造企业健盛集团，开润股份也拟通过收购印尼有关企业进行东南亚的产能布局。大批纺织企业均在东南亚设厂形成产业集群，使得上下游企业间合作更为便捷，有利于降低原料以及产品的流转成本。

东南亚产能占比的提高不仅增强了各公司的盈利能力，也提升了各公司的市场竞争力及在国际贸易环境恶化的情况下的抗风险能力。代表企业：申洲国际、健盛集团、鲁泰A、百隆东方、华孚时尚。

表 4：部分企业东南亚产能布局情况

公司	主要产品	东南亚首次建厂时间	东南亚产能布局所在地	总产能情况	东南亚产能情况
健盛集团	棉袜，无缝内衣	2013	越南	2017 年棉袜产能共 2.615 亿双，无缝内衣产能约 2000 万件	越南未来 2-3 年棉袜整体产能预计达到 2.55 亿双，同时将新建 1800 万件无缝内衣产能
鲁泰 A	色织布成衣	2013	越南、柬埔寨、缅甸	目前色织布产能约 2.2 亿米，成衣产能约 2700 万件	目前越南已有色织布产能 3000 万米，成衣产能 300 万件，二期项目 3500-4000 万米色织布及 300 万件成衣正在建设中，预计将于 19-20 年逐步投产。柬埔寨成衣产能 600 万件，缅甸成衣产能 300 万件
百隆东方	纱线	2013	越南	目前产能约 135 万锭	越南百隆 A 区 B 区产能设计为 100 万锭，目前 A 区 50 万锭已全部投产，B 区产能已投产 10 万锭，剩余产能将在 2019-2020 年逐步投产
华孚时尚	纱线	2013	越南	目前纱线产能约 188 万锭	目前越南产能 28 万锭，占比约 14.89%，将在越南新建 100 万锭新型纱线项目
开润股份	箱包	2018	印度尼西亚	/	/
瑞贝卡	发制品	2013	柬埔寨	约 4000 万条化纤大辫	柬埔寨化纤假发设计产能 100 万套/年，占总产能 25%，目前达产 50-60 万套
申洲国际	成衣	2005	越南、柬埔寨	2017 年成衣总产量 3.1 亿件	2017 越南成衣产量占比约 13%，面料产能占比约 40%，二期成衣工厂将于 2019 年投产，柬埔寨成衣产量占比约 15%，2019 年将开始建设 1 万人以上规模新成衣工厂
天虹纺织	纱线、坯布、面料和服装	2006	越南、柬埔寨	2018 年 H1，纱锭产能共 313 万锭；2017 年牛仔褲总产量超 1300 万条；	越南产能 125 万纱锭，预计 2018 年新增 22 万纱锭；柬埔寨收购牛仔服工厂后，年产能能为 1400 万条牛仔褲；
互大纺织	针织布	2015	越南	约 67 万磅/天	越南：产能 6 万-7 万磅/天，利用率为 80%，越南项目申请新增产能 20000 磅/天；斯里兰卡织布厂 Teejay Lanka PLC 30% 的股份，该厂年产能 2200 万磅

越南工厂总设计产能 1700 万件，截至 18 年上半

南旋控股 针织品 2015 越南 每年约 4690 万件针织产品 年，越南针织毛衣产能 1600.8 万件，占总产能 34.8%.

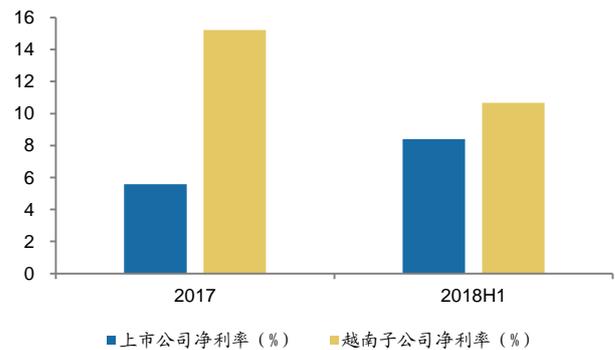
数据来源：公司官网，公司公告，广发证券发展研究中心

图55: 百隆东方越南子公司净利率高于境内子公司



数据来源：公司年报和半年报，广发证券发展研究中心

图56: 华孚时尚越南子公司净利率高于境内子公司



数据来源：公司年报和半年报，广发证券发展研究中心

4.2 推进自动化生产提高效率

现阶段服装市场需求变化加速，进行技术设备升级和改造以提高反应速度和生产效率、同时降低人力成本成为纺织企业保证市场竞争力的重要举措。部分企业在推进自动化提高效率方面持续投入，成绩斐然。代表企业：申洲国际、健盛集团。

(1) 申洲国际

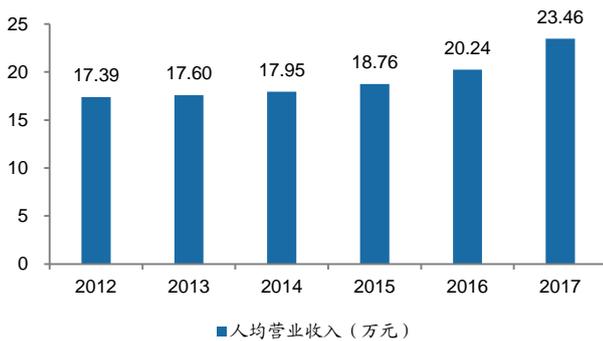
申洲国际多年来坚持进行生产设备投入，2005-2017生产设备投入总计达到54.78亿，占整体营收的4.90%，净利润的26.56%。高比例生产设备投入使得自动化水平迅速提升，规模优势带来产量以及效率的提高。成衣产量由2007年的1.1亿件达到2017年的3.5亿件，CAGR为12.3%。在不考虑东南亚工厂工人逐步招募，效率尚未达成的情况下，申洲国际的人均产量以及人均营收呈现逐年上升趋势，人均成衣产量4540件/年，人均营收23.46万/年，反映公司效率逐步提升。

图57: 申洲国际历年生产设备投入及占营收比例



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图58: 申洲国际公司人均营收 (万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图59: 申洲国际人均产量 (件)

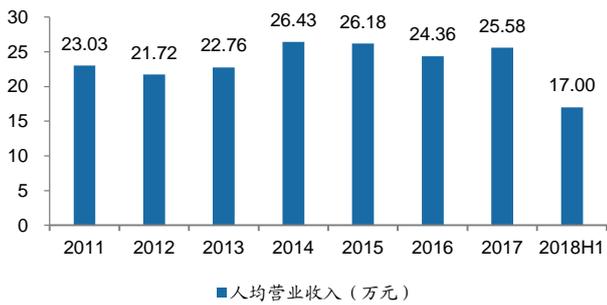


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(2) 健盛集团

健盛集团大规模使用世界先进的棉袜生产设备罗纳地袜机并引入了日本的生产技术和工艺流程, 目前是罗纳地袜机制造商的全球第一大客户, 先进的设备和规模优势确保了公司在棉袜生产制造领域的领先地位。公司的自动化水平不断提高, 人均产量以及人均营收不断提升。2017年由于公司并表俏尔婷婷从而棉袜业务员工数量无法拆出, 但从2014-2016年来看, 人均营收、人均产量实现较大幅度上升。排除2016年特殊情况, 人均营业收入总体呈上升趋势, 由2011年的23万上升到了26万以上, 人均产量也由5.3万双左右上升到了6.7万双。

图60: 健盛集团人均营收 (万元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图61: 健盛集团人均棉袜产量 (万双)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 2018员工人数包括无缝内衣业务

4.3 将产业链延伸至上下游生产环节或研发设计环节

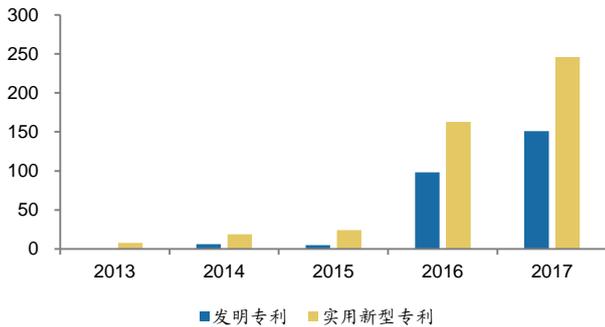
纺织制造企业通过将产业链延伸至上下游生产环节或研发设计环节, 向纵向一体化的生产模式转型, 可以和企业原有业务形成协同, 加快反应速度, 增强客户粘性, 提高整体盈利能力。代表企业: 申洲国际、鲁泰A、天虹纺织、华孚时尚。

(1) 申洲国际

申洲国际初创时业务仅包括成衣制造, 1997年开始产业链向上游面料研发制造领域延伸。面料制造属于技术密集型行业, 具备一定的竞争壁垒, 龙头效应集群效应明显, 厂商需具备一定的资金以及技术实力。申洲国际利用多年与日本高端客户合作的技术条件, 结合自身强大资金实力, 提升面料研发制造的竞争优势。截止2017年共拥有151项发明专利和246项实用新型专利, 年均转化为产品的专利数由2013年的5.67项上升至2017年的25项。研发专利数逐年上升, 强大的研发能力增强了申洲面料环节的竞争力, 面料环节将客户与生产紧密连接, 通过了解客户需求按需开发面料, 不仅可以增强客户黏性, 同时保证产品独家生产, 提升产品附加值。

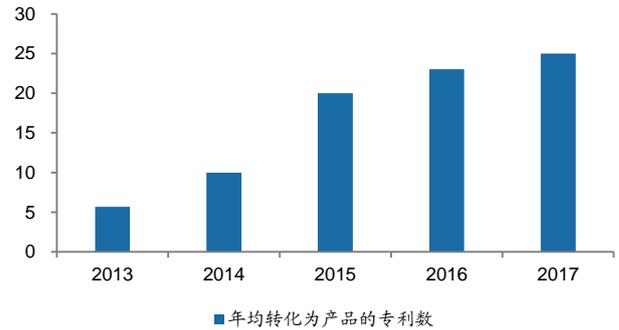
2012-2017面料产量增速高于成衣产量增速, 意味着自产面料比例提高, 纵向一体化的产业链优势更加明显, 申洲国际的毛利率和净利率明显高于同行业其他上市公司。

图62: 申洲国际发明专利快速增长 (项)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图63: 申洲国际年均转化为产品的专利数提升 (项)



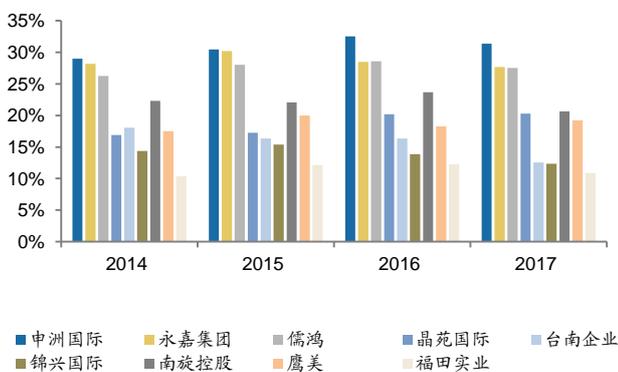
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图64: 申洲国际面料产量增速高于成衣产量



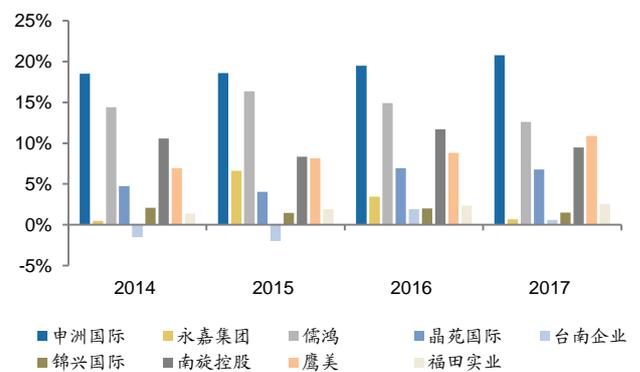
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图65: 申洲国际毛利率高于同业上市公司



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图66: 申洲国际净利率高于同业上市公司



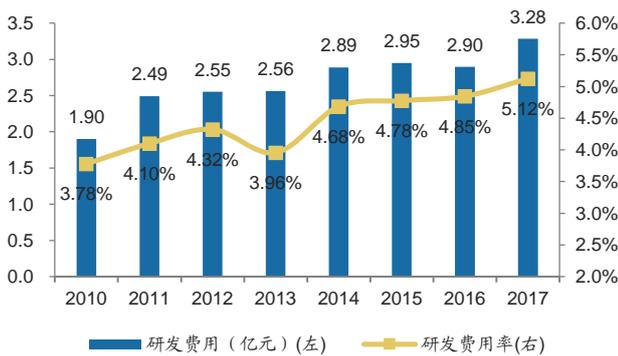
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(2) 鲁泰A

鲁泰是集棉花种植、纺纱、漂染、织布、后整理、制衣为一体的具有综合垂直生产能力的纺织服装企业集团，主要生产销售中、高档衬衫用色织布面料、印染面料、成衣等产品，是国内色织产业链龙头企业。鲁泰多年来持续进行高额研发投入，不断进行技术迭代和产品创新，以提升公司的市场竞争力。2010-2017，公司的年研发费用投入由1.90亿元上升到3.28亿元，研发费用率由3.78%上升到5.12%，研发投入力度不断加大。公司产品具备较强的盈利能力，毛利率净利率高于A股棉纺行业其他上市公司。

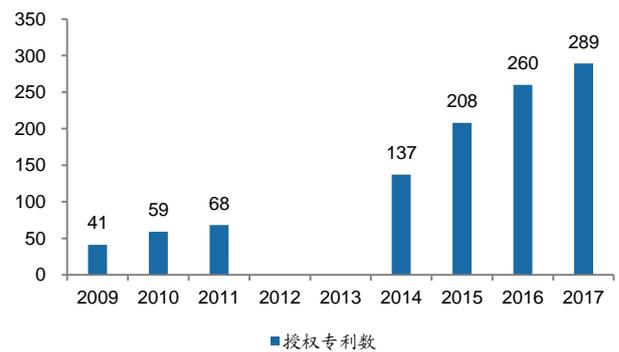
高额研发投入为公司带来了丰硕成果，近年来公司授权专利数快速提升，目前拥有近300项发明专利、实用新型专利以及外观设计专利，领先于诸多国内大型棉纺企业。同时有多项新技术以及新材料成功应用于产品，开始批量生产。包括37.5温控产品、鲁泰持久白面料、生态免烫产品、无氟防水产品等的开发均已顺利完成，实现大货接单。

图67: 鲁泰A研发费用金额及研发费用率呈提升趋势



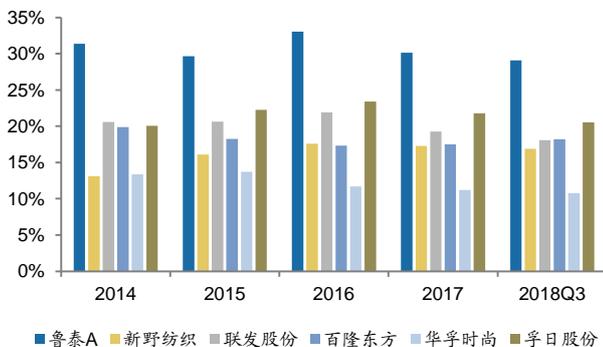
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图68: 鲁泰A授权专利数快速增长 (项)



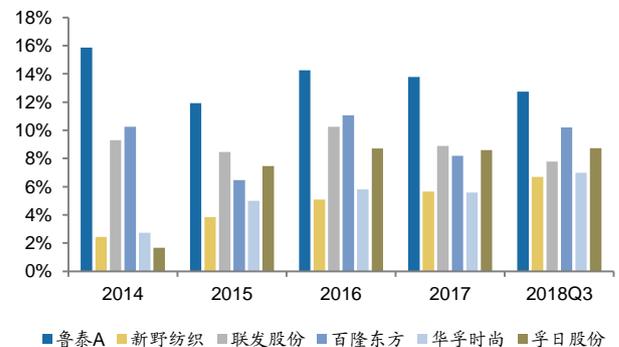
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图69: 鲁泰A毛利率高于同业上市公司



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图70: 鲁泰A净利率高于同业上市公司

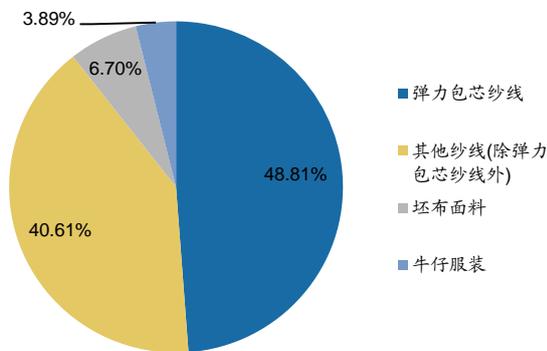


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(3) 天虹纺织

天虹纺织1997年创立时主要产品为非弹力坯布，后业务延伸至上游弹性纱线领域，目前核心产品是高附加值包芯纱线，销售网络遍及北美、欧洲、南美以及亚洲地区，拥有超过3000个国内外客户，已成为全球最大的包芯棉纺织品供应商之一。通过切入上游纱线业务领域并与世界知名纤维化工厂商美国英威达、奥地利兰精、日本东丽等公司合作，开发设计新型纤维纱线，推动产品升级。弹力包芯纱线销量和收入持续增长，目前收入占整体收入的比重达到50%以上。公司还于2015年和2017年收购了多家牛仔服装生产工厂，将业务拓展至下游成衣制造环节，2017年牛仔裤产量超过1300万件，与美国、欧洲和日本等众多客户成功建立了合作关系。

图71：天虹纺织2017年各业务收入占比



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图72：天虹纺织弹力包芯纱线销售收入占比50%以上



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图73：天虹纺织弹力包芯纱线销量及增速



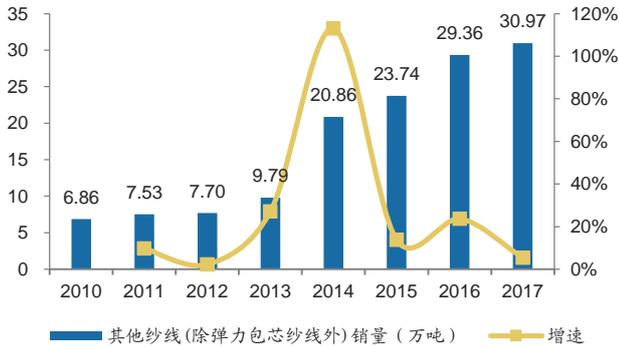
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图74：天虹纺织弹力包芯纱线销售收入及增速



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

图75: 天虹其他纱线销量及增速



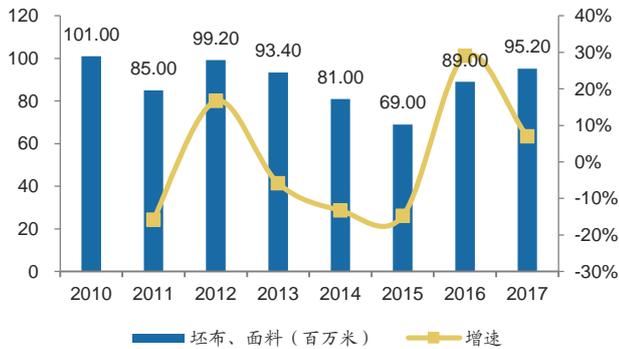
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图76: 天虹其他纱线销售收入及增速



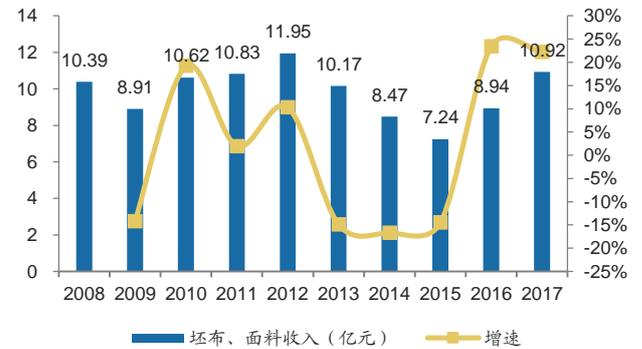
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图77: 天虹纺织坯布面料销量及增速



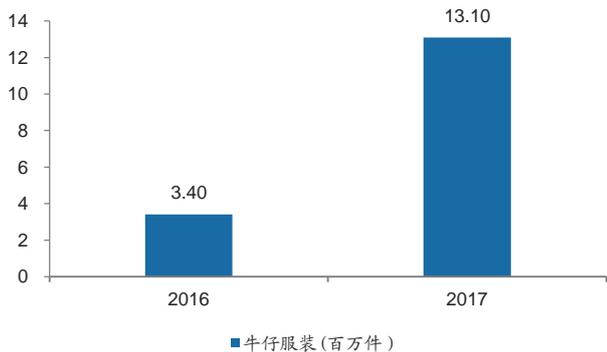
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图78: 天虹纺织坯布面料销售收入及增速



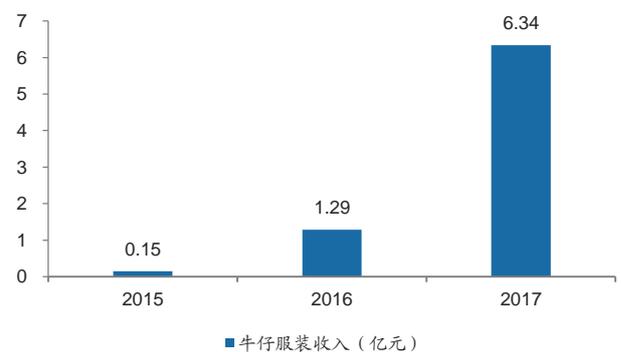
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图79: 天虹纺织牛仔服装销量



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图80: 天虹纺织牛仔服装销售收入



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

(4) 华孚时尚

华孚时尚主营中高档色纺纱，2016年公司全资子公司深圳华孚网链与新棉集团正式签署合作协议，成立合资公司新疆天孚供应链股份有限公司（华孚时尚持股51%）。通过新疆天孚，华孚时尚控制了原新棉集团下属的四家县级棉麻公司伽师棉业公司、岳普湖棉麻公司、叶城棉业公司、泽普棉业公司。此后，公司分别受让了阿克苏棉麻站和新疆棉花交易市场51%的股权。天孚下属的四家棉麻公司的主要资产是轧花厂，主营业务是从棉农收购籽棉，并经由轧花厂加工成皮棉以后进行销售。而阿克苏棉麻站主营棉花物流业务，包括棉花的储运，中转和调拨等。而新疆棉花交易市场是国家批准的西北地区唯一的一家棉花现货交易市场。通过与新棉集团的合作，公司在整合纺织供应链前端的棉花资源上取得了突破进展。自此公司已经覆盖了棉花的种植，加工，仓储，物流和交易等环节，此外公司在棉花流通环节中提供融资服务，增加了盈利。公司色纺纱业务主要原料为棉花，切入棉花网链业务也有效降低了原材料价格大幅波动带来的风险，有利于公司业绩的稳定性。

图81：华孚时尚网链业务收入及增速



数据来源：公司年报和半年报，广发证券发展研究中心

图82：华孚时尚网链业务毛利及增速三



数据来源：公司年报和半年报，广发证券发展研究中心

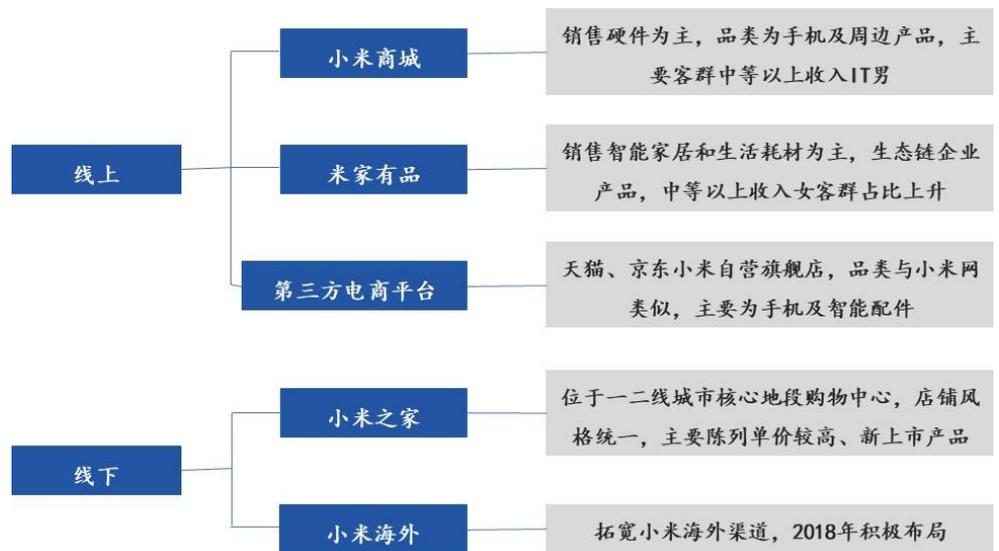
4.4 由产品制造延伸至下游品牌零售

品牌零售环节附加值较高，纺织制造企业向下游延伸可以使制造产业链资源和下游市场需求的对接更具效率，同时结合资金优势为打造强势品牌奠定基础。代表企业：开润股份、如意集团。

(1) 开润股份

开润股份自2009年以来通过为国际知名品牌提供箱包代工业务，锤炼出优质的生产制造能力，成为国内具备较强自主研发设计能力的箱包制造龙头企业。2015年，公司与小米、京东成立合资公司润米科技、硕米科技，并进入小米生态链，并于2016年借助小米生态链资源完成“90分”品牌从0到1的布局。通过打造自有品牌“90分”，围绕着出行场景，推出极致性价比拉杆箱产品，公司从传统代工制造企业往自主品牌企业升级，且进入小米生态链，依托小米线上线下各项渠道资源获得高速发展机遇。

图83: 小米线上线下渠道布局



数据来源: Hishop, 广发证券发展研究中心

图84: “90分”品牌



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

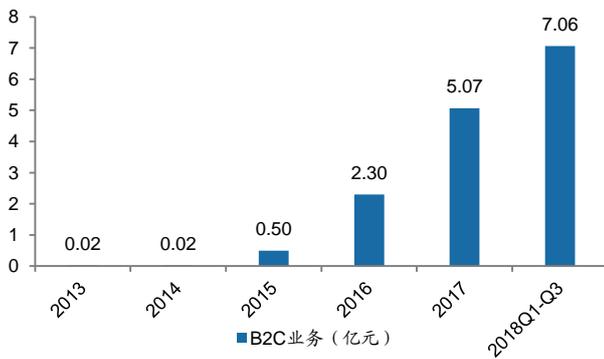
2018年“双11”，“90分”当日成交金额突破亿元，全网销量超过40万件，在天猫、京东、小米、苏宁易购四大电商平台上销量、销售额等项目上夺魁。得益于“90分”品牌的高速增长，截至2018前三季度，公司实现B2C收入7.06亿元，同比增长111.19%，B2C业务占比达到52.72%，超过B2B业务占比。

表 5: 2015-2018 天猫“双 11”箱包品类销售额排名

	2015	2016	2017	2018
1	七匹狼	ELLE	90 分	90 分
2	蔻驰	Kipling	新秀丽	新秀丽
3	ELLE	DELSEY	ELLE	CHARLES&KEITH
4	菲安妮	菲安妮	美旅	美旅
5	新秀丽	Dissona	Kipling	稻草人
6	DELSEY	美旅	七匹狼	七匹狼
7	Dissona	CHARLES&KEITH	菲安妮	菲安妮
8	Kipling	新秀丽	稻草人	Dissona
9	美旅	客邻尚品	CHARLES&KEITH	MCM
10	A-ZA	小米 (90 分)	迪桑娜	ELLE

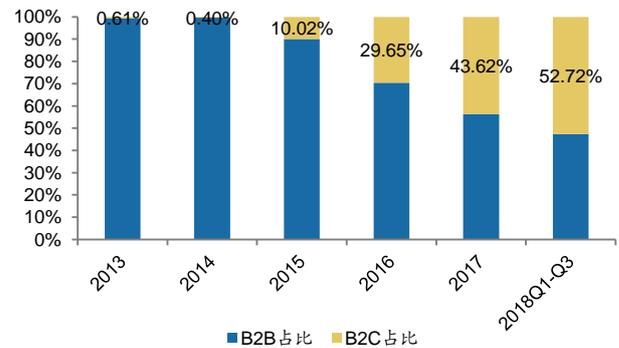
数据来源: 亿邦动力网, 广发证券发展研究中心

图 85: 开润股份 B2C 业务营业收入持续高增长



数据来源: 公司招股书及公告, 广发证券发展研究中心

图 86: 开润股份 B2C 业务占比持续快速提升



数据来源: 公司招股书及公告, 广发证券发展研究中心

(2) 如意集团

如意集团控股股东如意科技及其控股股东自 2010 年起开启了海外并购的步伐, 收购了多家海外品牌服饰公司: 包括日本大型综合类服装企业 Renown、英国风衣品牌 Aquascutum 雅格狮丹, 法国著名的轻奢品牌集团 SMCP、香港奢华男装集团利邦以及瑞士奢侈品集团 BALLY 等。

表 6: 如意科技及其控股股东并购的海外标的

时间	标的所在国家	标的业务范围	并购内容
2010	日本	品牌服饰	约 3.1 亿元并购 Renown 公司 41.53% 股权
2012	韩国	品牌服饰	Yeon Seung 70% 股权
2016	法国	品牌服饰	9.54 亿欧元并购轻奢集团 SMCP SAS 82% 股权
2017	英国	品牌服饰	1.17 亿美元收购风衣品牌 Aquascutum 雅格狮丹
2017	中国香港	品牌服饰	22.2 亿港元收购高端男装集团利邦控股 51.4% 股权
2017	以色列	品牌服饰	1650 万美元收购创新成衣设计制造商和供应商 Bagir 54% 股权

2018	瑞士	品牌服饰	收购奢侈品公司 Bally 控股权
2018	美国	纺织制造、品牌服饰	24 亿美元收购聚合物及纤维供应商英威达 (Invista) 旗下的服饰和高级纺织品业务, 涉及品牌包括 LYCRA® (莱卡®) 等

数据来源: 公司公告, 公司官网, 广发证券发展研究中心

5 投资建议

纺织制造企业只有顺应产业发展趋势, 通过在 (1) 利用规模以及技术优势率先进行海外产能布局 (2) 不断进行设备升级和自动化改革以提升效率 (3) 产业链向上下游生产或研发设计环节延伸 (4) 向下游品牌零售环节延伸中的一个或者多个方面发力, 才能在全球纺织制造中心逐步转移、纺织行业价值链重构的过程中保证市场竞争力, 提升行业地位。因此我们建议关注已经在如上方面进行了积极有效探索和发展的纺织制造龙头企业: 色织产业链龙头**鲁泰A**, 贴身衣物制造龙头**健盛集团**、成功打造“90分”品牌的箱包龙头**开润股份**、色纺纱龙头**华孚时尚**、**百隆东方**。

6 风险提示

6.1 宏观经济环境恶化风险

部分纺织制造企业的出口市场包括全球多个地区, 如果未来主要的发达国家市场宏观经济情况不达预期, 消费景气度下行, 将波及纺织服装产品的终端需求, 进而影响上市公司的盈利情况。

6.2 海外产能扩张不及预期风险

上市公司在东南亚多个国家设立了生产基地并筹备新建产能, 如果由于政治、经济环境等原因海外产能的投放进度不达预期, 将对上市公司的生产和销售产生负面效应。

6.3 汇率波动风险

部分纺织制造公司主要客户均为国际客户, 出口收入占比较高, 因此受人民币汇率影响较大, 如果短期人民币汇率维持在高位, 甚至出现继续大幅升值的情况, 则会影响公司的订单情况及盈利能力。

6.4 研发成果不达目标风险

部分纺织制造上市公司业务包括上游研发设计环节，如果研发成果不达标或未能投入量产，公司竞争力下滑，影响公司与客户的合作进而影响业绩。

6.5 收购标的的经营不佳风险

对于进行了并购的上市公司，并购标的的业务领域上市公司在前期可能未曾涉及，对于市场变化不够敏感，如果相关品牌、技术或消费市场出现重大变化将影响标的的经营情况进而增加上市公司风险影响上市公司业绩。

广发纺织服装行业研究小组

- 糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
张萌：联系人，上海财经大学数量经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
赵颖婕：联系人，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。
胡幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。