

证券研究报告—海外公司深度报告

(HS)非必需性消费

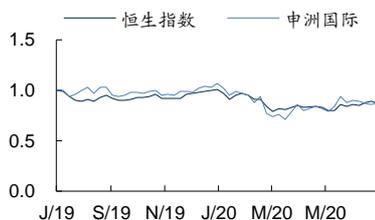
(HS)纺织及服饰

申洲国际(02313)
买入

合理估值: 110-115 元 昨收盘: 95.05 元 (维持评级)

2020年07月20日

一年该股与恒生指数走势比较


股票数据

总股本/流通(百万股)	1,503
总市值/流通(百万港元)	142,881
恒生指数	25,089
12个月最高/最低(港元)	118.90/72.35

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

海外公司深度报告

从产业链视角下,看申洲国际的竞争力与空间

● 行业分析: 产业链百年迁移,效率与安全的再平衡

中国制造深度参与全球分工,纺织服装制造业经百年迁移,中国优势领先。然而,全球分工去化势头初现,疫情可能加速这一趋势。运动休闲服装品牌近十年供应链呈现从中国向东南亚国家转移的趋势。

● 公司全景: 在新贸易环境下成长的一体化针织龙头

公司是中国最大的纵向一体化针织制造商,三十年来的发展始终领先于行业的变化,在顺境中坚持转型升级,从而在逆境中凸显优势。公司管理团队资深且稳定,长期稳健增长,盈利能力出色,现金状况良好。业务结构上,产品持续升级,主要客户、市场、产地适度分散。

● 核心竞争力: 强强联合的一体化模式,攻守兼备

公司在规模、盈利能力、成长性与稳定性上显著领先同业,核心竞争力在于:1)生产硬实力,包括深度绑定客户的面料研发能力、大幅超出同业的制衣效率、稀缺的一体化快反能力;2)管理软实力,包括员工管理、环保建设等,注重投入且效果显著,契合品牌优选方向。

● 空间测算: 竞争力决定份额,海外布局提升潜力大

公司竞争优势显著领先同行,品牌争取其更多产能仍为最优解。假设公司未来10年保持中低双位数增长,测算得到品牌份额仍处于合理范围中。公司现有产能在高成本、高关税地区的占比远高于行业普遍水平,未来随着优质产能海外复制,国际品牌对公司的需求将更加强烈。

● 风险提示

疫情反复,经济大幅下行;灾害和社会事件等状况严重影响生产经营;贸易政策发生重大变化产生不确定性;主要客户经营情况恶化。

● 投资建议: 长期核心供给优势决定空间,维持“买入”评级

公司在疫情后有望加速份额提升,长期凭借稀缺的一体化能力和护城河将持续实现超越式成长。我们预计公司20-22年净利润分别同增-15.1%/28.4%/18.6%,EPS分别为2.88/3.69/4.38,结合绝对估值和相对估值,公司合理估值区间为110-115港元,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	22,665	20,952	25,000	29,447
(+/-%)	8.2%	-7.6%	19.3%	17.8%
净利润(百万元)	5,095	4,324	5,550	6,584
(+/-%)	12.2%	-15.1%	28.4%	18.6%
每股收益(元)	3.39	2.88	3.69	4.38
毛利率	30.3%	29.3%	31.0%	31.2%
经营利润率	23.5%	22.6%	24.3%	24.5%
净利率	22.5%	20.6%	22.2%	22.4%
净资产收益率(ROE)	21.4%	16.6%	19.4%	20.4%
市盈率(PE)	25.2	29.7	23.2	19.5
市净率(PB)	5.1	4.8	4.2	3.8

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

公司是全球领先的一体化针织供应商，诞生于产业链向中国转移的大背景中，随后在中国贸易红利中壮大，而后更在贸易逆风中不断精进自身优势，拉开差距，持续领跑行业。

我们认为，在短期内，公司面临疫情冲击将呈现出明显优于行业的业绩表现，随后面对消费复苏、品牌订单回流的情况下也能更快释放产能；而在长期，公司凭借稀有的完全一体化的生产模式、快速反应能力、领先的面料开发水平、突出的制衣生产效率等等硬实力，以及合理的海内外产能布局、完备的员工管理与关怀、领先的环保建设投入等软实力，将能够为品牌客户提供最佳的产品和供应链服务。通过保持核心竞争力，公司将持续获取份额集中，实现超越式的成长。综合绝对估值与相对估值，我们认为公司股票价值在 110-115 港元之间，对应 2021 年 PE27x-28x。我们认为短期行业的需求仍存在不确定性，但公司的供给优势构建了不确定性的确定性。在需求初步呈现边际改善的当下，是长期投资公司的好时机，我们维持对公司的“买入”评级。

核心假设与逻辑

- 第一，公司长期继续保持研发与自动化的领先优势，保持一体化生产的快反能力，通过突出的核心竞争力持续获得市场份额的提升；
- 第二，公司所处的针织服装行业长期保持需求稳定，并且公司与行业内的主要龙头品牌长期保持稳定的合作关系；
- 第三，公司坚持海外产能的复制扩张，实现应对贸易环境变化的灵活性。

与市场的差异之处

- 第一，市场认为公司对主要品牌客户的依赖度高，接近规模增长的天花板，而我们认为公司在服装制造产业链的优势显著高于同行，品牌客户争取公司产能的利大于弊，公司规模扩张的天花板尚远；
- 第二，市场认为公司是传统劳动密集型企业，受制于成本压力，盈利能力有限，而我们认为公司在研发、自动化、一体化、异地复制能力、员工管理、环保建设等多方面形成了不可替代的差异化优势，具备领先的议价力与盈利能力。

股价变化的催化因素

- 第一，行业需求回暖，主要品牌客户库存下降，对未来订单需求由保守转为乐观，增强市场信心；
- 第二，公司在行业受重创的时期体现出明显好于同行的订单与业绩情况，证实核心竞争力突出，提升市场对公司的认可；
- 第三，公司未来产能建设与效率提升顺利，订单需求旺盛，长期成长与盈利能力好于市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

- 第一， 疫情反复，主要销售市场宏观经济大幅下行；
- 第二， 自然灾害和社会事件等状况对公司经营产生重大负面影响；
- 第三， 行业投资经营、出口贸易等相关政策发生重大变化产生不确定性；
- 第四， 主要客户经营情况恶化导致订单执行或付款情况大幅低于预期。

内容目录

估值与投资建议	7
绝对估值: 111-113 元	7
绝对估值的敏感性分析	8
相对法估值: 110-115 元	8
投资建议	9
行业分析: 产业链百年迁移, 效率与安全的再平衡	10
纺织服装制造业百年迁移, 中国深度参与全球分工	10
全球分工去化时代, 疫情催化供应链效率与安全的再平衡	13
龙头品牌供应链十年变迁: 从以中国为主, 向东南亚国家转移	15
公司全景: 在新贸易环境下成长的一体化针织龙头	17
公司概况: 中国最大的纵向一体化针织制造商	17
历史复盘: 始终领先行业趋势, 顺境中转型升级, 逆境中优势凸显	17
董事与高管: 家族持股较为集中, 管理团队资深且稳定	20
财务分析: 长期稳健增长, 盈利能力出色, 现金状况良好	21
业务详拆: 产品结构逐渐升级, 客户、市场、产地适度分散	23
核心竞争力: 强强联合的一体化模式, 攻守兼备	25
横向比较: 规模领先, 成长性突出, 盈利优势显著	25
硬实力: “面料研发先进”+“制衣效率领先”, 打造稀缺一体化产能	27
软实力: 优厚的员工待遇, 前瞻性的环保投入, ESG 巩固护城河	30
空间测算: 竞争力决定份额, 品牌渗透率和海外布局提升潜力较大	34
供应商与其同行的竞争力差距决定了其市场份额	34
品牌份额: 渗透率提升潜力足以支撑 10 年保持双位数复合增长	35
地理布局: 公司中国产能占比较高, 海外扩张仍有较大提升空间	38
盈利预测: 新一轮海外大规模产能释放期到来	39
风险提示	43
附表: 财务预测与估值	44
国信证券投资评级	45
分析师承诺	45
风险提示	45
证券投资咨询业务的说明	46

图表目录

图 1: 2015 年中国在全球制造业生产分工的分部情况.....	10
图 2: 2015 年纺织、服装与皮革制造业生产分工分行业分布情况.....	11
图 3: 目前形成以中国和东南亚国家为世界供应中心的格局.....	12
图 4: 中国出口服装与纺织品占世界出口额的比例变化.....	12
图 5: 2018 年世界前 10 名出口服装份额国家和地区.....	13
图 6: 2018 年世界前 10 名出口纺织品份额国家和地区.....	13
图 7: 2018 年美国、欧洲、日本服装出口国份额.....	13
图 8: 全球与中国制造业生产分工深度的演变情况.....	14
图 9: 全球与中国制造业生产分工各阶段占比的演变情况.....	14
图 10: 2019 年公司业务概况.....	17
图 11: 公司发展历史与行情复盘概览.....	19
图 12: 大股东家族持股 45%.....	20
图 13: 公司营业收入同比复合增速约 17%.....	22
图 14: 公司归母净利润同比复合增速约 21%.....	22
图 15: 公司毛利率上升至 31%左右.....	22
图 16: 公司经营开支比率约 10%.....	22
图 17: 公司所得税实际税率较低.....	22
图 18: 公司多年保持派息比例 50%.....	22
图 19: 公司资产负债率在 20%左右.....	23
图 20: 公司营运资金周转天数相对稳定.....	23
图 21: 公司资产负债率在 20%左右.....	23
图 22: 公司高 ROE 主要来自于高净利率.....	23
图 23: 2014-2019 年公司 4 大客户收入占比.....	24
图 24: 2015-2019 年公司 4 大客户收入增长速度.....	24
图 25: 2012-2019 年公司 4 大品类收入占比.....	24
图 26: 2013-2019 年公司 4 大品类增长速度.....	24
图 27: 2012-2019 年公司主要地区销售占比.....	24
图 28: 2013-2019 年公司主要地区销售增长速度.....	24
图 29: 2019 年公司上游面料产能分布.....	25
图 30: 2019 年公司下游成衣产能分布.....	25
图 31: 同业上市公司财务指标比较.....	26
图 32: 纺织制衣产业链不同环节具有不同的财务特性.....	26
图 33: 产业链主要龙头企业概览.....	27
图 34: 公司新面料与设备工艺改造专利数量.....	28
图 35: 公司企业标准与转化产品的专利项目.....	28
图 36: 公司人均效率显著高于世界其他可比龙头企业.....	28
图 37: 公司人均效益持续提升.....	29
图 38: 公司一体化生产最短交期可达到 15 天.....	29
图 39: Nike 铜及以上工厂各品类占比持续提升.....	30
图 40: Nike 所有工厂各等级数量变化.....	30

图 41: Nike 制鞋工厂各等级数量变化.....	30
图 42: Nike 制衣工厂各等级数量变化.....	30
图 43: Nike2020 年可持续发展目标和措施.....	31
图 44: 耗水强度持续下降.....	33
图 45: 电力消耗呈下降趋势.....	33
图 46: 蒸汽消耗呈下降趋势.....	33
图 47: 使用清洁能源天然气替代煤与生物质燃料.....	33
图 48: 公司雇员流动率低且呈下降趋势.....	34
图 49: 员工流动率按年龄分布.....	34
图 50: 员工流动率按地区分布.....	34
图 51: 品牌商与供应商在产业链的横向竞争优势决定其对上下游的议价力.....	35
图 52: Nike 最大制鞋/制衣工厂占比呈上升趋势.....	36
图 53: Nike 前五大制衣供应商占比低于制鞋但持续提升.....	36
图 54: Adidas 最大制鞋/制衣工厂占比近两年下降.....	36
图 55: Adidas 核心供应商数量和占比 2019 年提升.....	36
图 56: Adidas 制衣核心供应商占比大幅提升.....	36
图 57: Adidas 制衣核心供应商平均合作年限大幅提升.....	36
图 58: 公司占四大品牌客户服装采购份额变化趋势.....	37
图 59: 公司与四大品牌客户产能地理分布比较.....	38
图 60: 公司与四大品牌客户销售市场地理分布比较.....	38
图 61: 中国、越南、柬埔寨部分针织服装出口关税比较.....	39
图 62: 成衣产能扩张预测 (单位: 万件).....	40
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%).....	7
表 2: 资本成本假设.....	8
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元).....	8
表 4: 同类公司估值比较.....	8
表 5: 申洲国际历年利润增速、PE 值和涨幅表现.....	9
表 6: 2010 年国际运动休闲品牌供应链 (一级供应商) 国家地区分布.....	16
表 7: 2019 年国际运动休闲品牌供应链 (一级供应商) 国家地区分布.....	16
表 8: 2005 年-2019 年公司客户变化情况.....	20
表 9: 集团董事和高管简介.....	21
表 10: 公司产能分布情况与扩张计划.....	25
表 11: Adidas2020 年可持续发展目标和措施.....	32
表 12: 公司污染排放强度.....	33
表 13: 公司未来十年复合增速与在四大品牌的合计份额测算.....	38
表 14: 公司现有产能情况与未来产能分布.....	40
表 15: 公司成衣产能增长测算.....	41
表 16: 盈利预测及市场重要数据.....	42
表 17: 同行可比公司估值比较.....	42

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：111-113 元

绝对估值采取的 2020-2029 年盈利预测假设条件如下：

- 1、收入增长率：公司长期增长趋势与产能扩张节奏相关。除了在 2020 年由于新冠疫情导致的产能利用率和生产效率小幅下降以外，我们假设公司未来在正常情况下继续保持 100% 的产能利用率，营业收入增长主要来自于产能的增长和产品价格的变动。我们预计 2021-2023 年是公司在疫情后订单反弹叠加大规模海外产能分批释放的阶段，收入增速相对较快，随后公司长期将随着行业稳健增长，集中度持续提升，收入增长逐步放缓到 10% 上下水平；
- 2、毛利率与费用率：公司毛利率的正面因素主要来自于生产效率的提升和产品创新等，负面因素主要包括原材料价格上涨、工资上涨、产能利用率下降等。我们预计在 2020 年，公司由于产能利用率的小幅下降将承受小幅的毛利率下滑，而后随着生产经营恢复正常，效率提升和研发创新的驱动作用大于负面影响，公司毛利率长期处于稳中有升的趋势；费用率方面，我们预计公司的管理费用率将维持稳定水平，销售费用率随零售业务结束和空运减少，将比过往三年有所下降，随后保持在稳定水平；
- 3、所得税率：公司的所得税税率变化主要与海外工厂的免税期和减半期有关，我们预计 2020 年开始，公司越南工厂进入 9 年减半期，所得税率从 0 上升至 5%，将使得公司整体所得税率提升到 13% 左右；
- 4、派息比率：公司连续多年保持 50% 的派息，我们预计未来将继续保持这一水平。假设 5 年以后公司增速相对小幅放缓，资本开支占比有所减小，我们预计公司将积累较多现金，也有一定的可能继续提高派息比例。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

项目	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	19.78%	15.84%	8.19%	-7.56%	19.32%	17.79%	15.12%	14.83%	13.71%
毛利率	31.36%	31.57%	30.34%	29.60%	31.00%	31.18%	31.31%	31.49%	31.69%
管理费用/营业收入	-6.81%	-6.92%	-6.84%	-6.84%	-6.84%	-6.84%	-6.84%	-6.84%	-6.84%
销售费用/销售收入	-2.60%	-3.38%	-1.68%	-1.61%	-1.52%	-1.52%	-1.52%	-1.52%	-1.52%
所得税税率	12.32%	11.74%	11.01%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%	13.00%
股利分配比率	47.82%	51.98%	50.32%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

绝对估值采取的资本成本假设如下：

表 2: 资本成本假设

无杠杆 Beta	0.83	T	13.00%
无风险利率	2.90%	Ka	8.79%
股票风险溢价	7.10%	有杠杆 Beta	0.86
公司股价 (港元)	95.05	Ke	9.03%
发行在外股数 (百万)	1,503	E/(D+E)	95.08%
股票市值(E, 百万港元)	142,881	D/(D+E)	4.92%
债务总额(D, 百万港元)	6,659	WACC	8.67%
Kd	2.00%	永续增长率 (10 年后)	3.00%

资料来源: 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件, 采用 FCFF 估值方法, 得到公司的合理价值区间为 111-113 港元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感, 表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		6.67%	7.67%	8.67%	9.67%	10.67%
永续 增长 率 变 化	1.50%	139.82	113.78	95.23	81.40	70.72
	2.00%	151.23	121.02	100.10	84.82	73.21
	2.50%	165.37	129.66	105.77	88.72	76.01
	3.00%	183.37	140.15	112.43	93.21	79.16
	3.50%	207.05	153.16	120.38	98.43	82.76
	4.00%	239.59	169.71	130.03	104.56	86.90
	4.50%	287.12	191.48	142.00	111.89	91.70

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 110-115 元

我们横向比较公司与其他同业公司估值, 可以看到在 2021 年对应 PE 上, 公司暂时未显示出明显溢价, 而公司的盈利能力, 长期增长潜力, 财务质量均属于可比公司中的最高水平, 我们认为主要在于短期海外疫情对市场的信心有所打击, 但我们看好公司长期发展潜力, 估值有待进一步提升。

表 4: 同类公司估值比较

代码	简称	股价 7月17日	总市值 百万	交易货币	EPS (元)			PE			PB
					2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	
2313.HK	申洲国际	95.1	1,429	HKD	3.39	2.88	3.69	25.2	29.7	23.2	5.1
2313.HK	裕元集团*	12.1	198	HKD	0.19	0.08	0.18	8.4	20.0	8.6	0.6
0551.HK	晶苑国际*	1.7	49	HKD	0.05	0.05	0.06	4.1	4.4	3.7	0.6
2232.HK	天虹纺织*	5.6	55	HKD	0.97	1.13	1.39	5.2	4.4	3.6	0.6
2678.HK	百隆东方	3.2	56	CNY	0.20	0.21	0.29	16.0	15.2	11.0	0.6
601339.SH	鲁泰 A*	7.0	70	CNY	1.11	0.74	0.92	6.3	9.5	7.6	0.8
000726.SZ	开润股份	25.1	64	CNY	1.04	1.11	1.41	24.2	22.5	17.8	6.5
300577.SZ	健盛集团*	8.8	42	CNY	0.68	0.71	0.89	13.0	12.4	10.0	1.2
603558.SH	华孚时尚*	5.1	97	CNY	0.27	0.19	0.32	18.9	27.5	16.0	1.2
002042.SZ	儒鸿*	333.0	877	TWD	15.67	11.97	14.09	21.3	27.8	23.6	5.0
1476.TW	丰泰企业*	179.5	1,264	TWD	8.48	7.28	8.34	21.2	24.6	21.5	7.9
9910.TW	聚阳实业*	176.0	374	TWD	8.66	6.99	7.50	20.3	25.2	23.5	4.3

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测

注: 标注“*”公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期。

我们纵向比较公司与自身过去估值情况, 可以看到过去三年公司的估值最高 35

倍，最低在 20 倍左右。目前在疫情影响下，公司今年业绩受到影响，而明年复苏确定性较大，以明年 PE 22.3 倍看属于公司近三年估值区间内较低的位置，有待进一步提升。

表 5：申洲国际历年利润增速、PE 值和涨幅表现

年份	平均 PE	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2005 年	7.9	7.9	7.9	-40.2%	4.5%
2006 年	8.7	10.4	7.8	10.7%	11.0%
2007 年	10.9	13.8	9.0	4.6%	14.1%
2008 年	5.4	9.8	2.2	71.9%	-56.9%
2009 年	7.8	16.2	2.1	79.0%	672.4%
2010 年	8.2	10.0	6.6	1.6%	-7.8%
2011 年	8.0	9.3	6.2	34.0%	21.4%
2012 年	8.2	11.4	6.0	-4.9%	72.3%
2013 年	15.1	19.0	10.6	11.3%	70.8%
2014 年	15.6	17.5	13.7	14.6%	-9.6%
2015 年	19.9	25.0	13.6	14.0%	78.9%
2016 年	22.3	28.2	18.4	25.2%	13.2%
2017 年	23.3	31.2	19.4	27.7%	56.9%
2018 年	29.2	34.8	22.0	20.7%	21.3%
2019 年	30.2	34.4	24.9	12.2%	30.7%
2020 年 E	28.3			26.8%	
2021 年 E	22.3			18.6%	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

根据相对估值横向、纵向比较结果，我们认为疫情没有改变公司现有的产能建设进度和长期竞争优势，合理估值在 110-115 港元（对应 2021PE27x-28x）。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 110-115 港元之间。我们认为，公司在短期疫情冲击下将呈现出明显优于行业的业绩表现，同时在消费复苏、品牌订单回流的情况下也能更快提升产能；而在长期，公司凭借稀有的完全一体化生产模式、领先的面料开发水平、突出的制衣生产效率等等硬实力，以及合理的海内外产能布局、完备的员工管理与关怀、领先的环保建设投入等软实力，将能够为品牌客户提供最佳的产品和供应链服务，保持核心竞争力，持续获取份额集中与超越式的成长。我们认为在行业下半年仍存在不确定性但边际改善逐步显现的当下，是长期投资公司的好时机，维持对公司的“买入”评级。

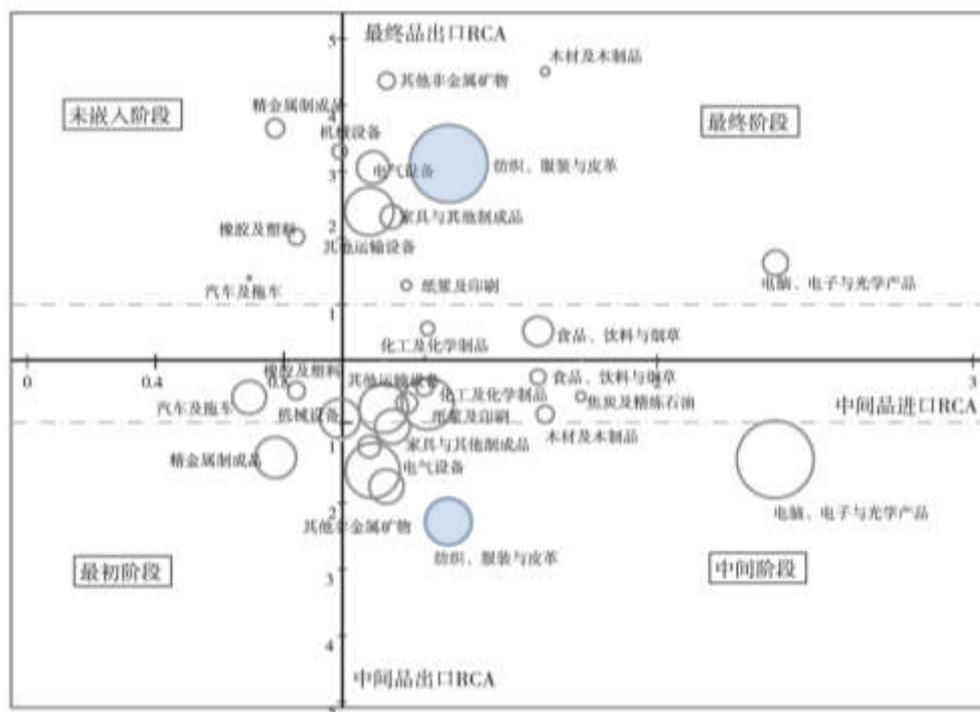
行业分析：产业链百年迁移，效率与安全的再平衡

纺织服装制造业百年迁移，中国深度参与全球分工

中国纺织服装产业链深度参与全球分工，在中间品与最终品出口上具备比较优势。蒋为等人在《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》的研究显示，中国制造业大部分行业均深入嵌入全球生产分工中，并承担了中间阶段与最终阶段的角色。具体结果如下图所示，气泡位置表示中国制造业在全球生产分工中的生产阶段，而气泡的大小则表示出口规模。位于纵轴虚线以上和虚线以下的行业分别表示在最终品出口和中间品出口中具有比较优势，位于横轴从左至右表示该行业中间品进口的比较优势的程度的加大。观察可以得到三个特征：

- 1) 在最终品出口方面，大部分行业位于虚线以外，即在最终品出口具有比较优势，且大部分属于最终阶段；其中，在横轴越靠近右侧说明其生产制造的中间产品越依赖外国生产，如电脑、电子与光学产品；
- 2) 在中间品出口方面，较多行业位于虚线以内，说明在中间品出口不具备比较优势；其中，除了精金属制成品在最初阶段，大部分行业在中间阶段，即中间品进口和出口同时具有比较优势；
- 3) 结合最终品出口与中间品出口，气泡较大的几个行业，例如电脑、电子与光学产品制造，纺织、服装与皮革，电气设备制造等，同时表现为最终品出口和中间品出口规模较大的行业，其生产过程横跨了最终阶段与中间阶段，说明中国制造业在全球分工中的专业化程度很高，而且生产链很长。

图 1：2015 年中国在全球制造业生产分工的分部情况

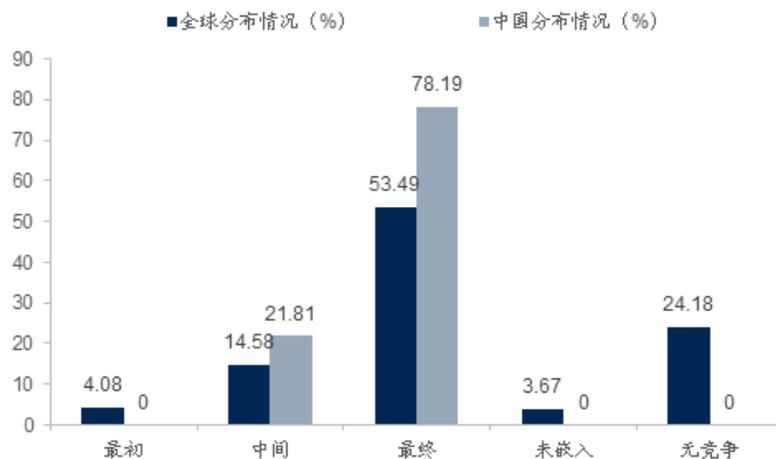


资料来源：《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》，国信证券经济研究所整理

注：比较优势指数 RCA，指一个国家某种商品的出口值占该国所有出口商品总值的份额，与世界该类商品的出口值占世界所有商品出口总值的份额的比例。RCA 为显示性比较优势指数， $RCA > 1$ 则认为该国家在该产品上具有比较优势。产品分为中间品和最终品，根据一国的某行业的中间品、最终品的进口和出口 RCA 是否大于 1，来判断该行业参与全球生产分工深度，并划分为 5 个阶段：1) 无竞争阶段：该行业的中间品或最终品出口不具备比较优势；2) 未嵌入阶段：该行业的中间品进口 $RCA < 1$ ，最终品出口 $RCA > 1$ ；3) 最初阶段：该行业的中间品进口 $RCA < 1$ ，中间品出口 $RCA > 1$ ；4) 中间阶段：该行业的中间品进口 $RCA > 1$ ，中间品出口 $RCA > 1$ ；5) 最终阶段：该行业的中间品进口 $RCA > 1$ ，最终品出口 $RCA > 1$ 。

纺织服装制造业以最终阶段为主，中国中间阶段和最终阶段比较优势明显。蒋为等人在《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》的测算显示了具体行业在全球制造业生产分工在不同工序上的分布情况，根据各行业的贸易在五个生产阶段各自出口占该行业出口比重可以看到，中国纺织、服装与皮革制品比较优势突出，在中间阶段和最终阶段均高于全球水平。

图 2：2015 年纺织、服装与皮革制造业生产分工分行业分布情况



资料来源：《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》，国信证券经济研究所整理

历史上，纺织业在全球经历了大致四次大规模的产业转移浪潮，兴起于 18 世纪 60 年代的英国，随后转移至美、德、法，然后转移至日本，后又经日本转移至亚洲四小龙，再转移至中国东南沿海地区以及东南亚国家：

- 1. 1760-1860 英国为“世界工厂”；**第一次工业革命，“珍妮纺纱机”、“蒸汽机”出现，纺织服装业以蒸汽为动力的生产方式替代了以手工操作的主要生产方式；
- 2. 1860-1945 欧美为世界供应中心；**第二次工业革命，电力技术广泛应用，在西欧和北美的主要资本主义国家，法国、德国、美国等国先后掀起了技术革命的浪潮，纺织业兴起；
- 3. 1945-1970 日本纺织复兴；**二战后为恢复经济，日本积极引进先进技术扶植纺织业；
- 4. 1970-1990 亚洲四小龙崛起；**日本成本上升，日元升值迅速，纺织业转移到港台韩等地；
- 5. 1990-2010 中国成为“世界工厂”；**劳动力成本比较低，原料比较充足，纺织业发展非常迅速，加入“WTO”与配额取消加速纺织业发展；
- 6. 2010 年以后，东南亚承接部分转移；**随着中国经济快速发展与人工成本上涨，部分产业转移至东南亚国家，但中国完善基础设施、高素质劳动力和产业链优势仍吸引高端产能。

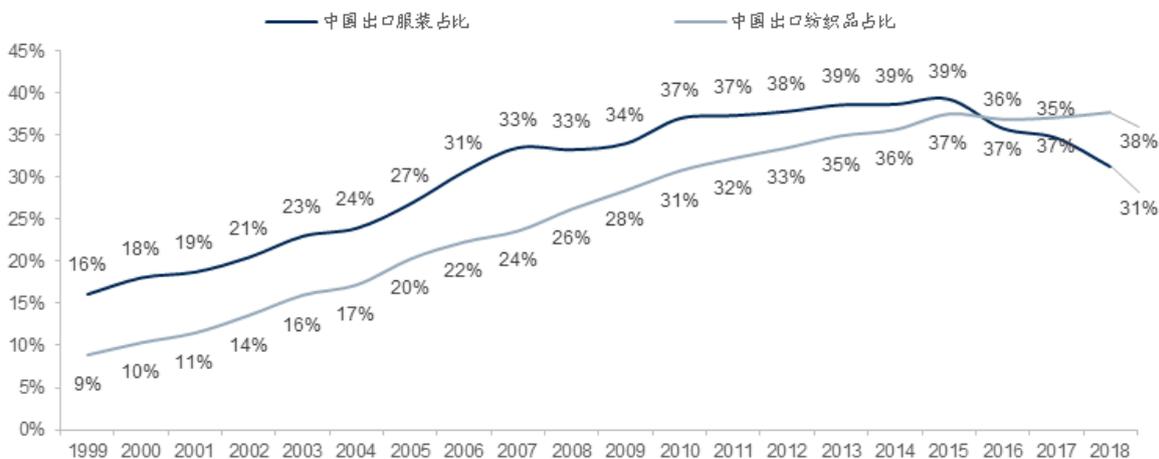
图 3：目前形成以中国和东南亚国家为世界供应中心的格局



资料来源：《世界纺织品贸易格局变迁》，国信证券经济研究所整理

从我国服装和纺织品出口占世界出口份额的变化中看到，大致在 2010 年及以前，我国份额持续上升，2010 年达到 37%，而此后比例增长放缓、进入停滞，尤其附加值较低的服装制造出现更明显的外迁，份额开始下降。纺织品出口占比保持高位，但提升幅度放缓。

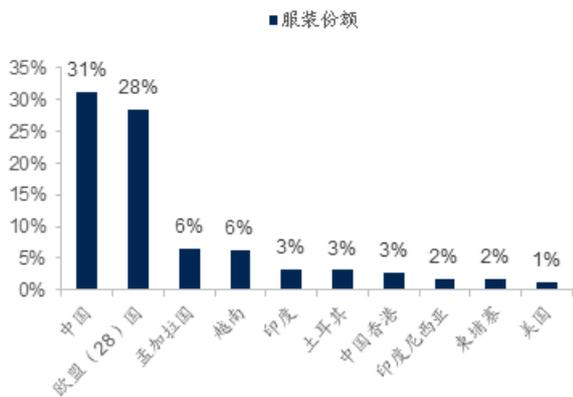
图 4：中国出口服装与纺织品占世界出口额的比例变化



资料来源:WTO, 国信证券经济研究所整理

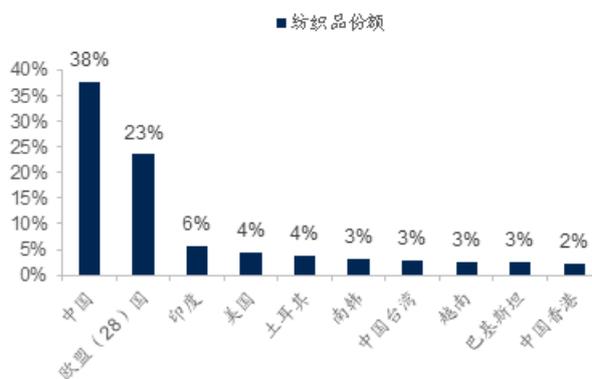
从世界前十大纺织品服装出口的国家 and 地区的份额数据看到，尽管中国份额出现增长停滞以及小幅下降的趋势，相比其他国家和地区，中国纺织服装出口仍然保持遥遥领先的市场地位，除欧盟 28 国就近贸易合计份额较高外，其他单一国家和地区都在单位数水平。

图 5：2018 年世界前 10 名出口服装份额国家和地区



资料来源：WTO，国信证券经济研究所整理

图 6：2018 年世界前 10 名出口纺织品份额国家和地区



资料来源：WTO，国信证券经济研究所整理

从海外主要消费市场美国、欧洲和日本的进口数据可以看到，尽管有不同的地理距离差异，来自中国的服装出口均保持在当地份额的第一名。

图 7：2018 年美国、欧洲、日本服装出口国份额



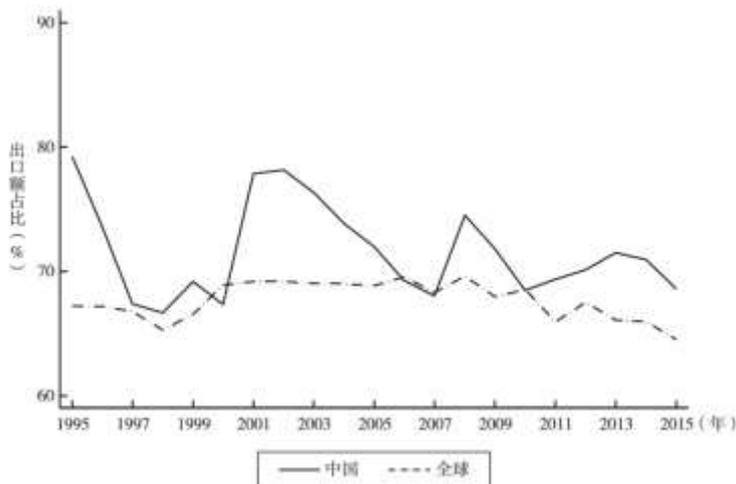
资料来源：WTO，国信证券经济研究所整理

全球分工去化时代，疫情催化供应链效率与安全的再平衡

以金融危机为分水岭，全球制造业分工深度先升后降。蒋为等人在《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》中分别测算了全球与中国参与全球生产分工的深度，以参与全球生产分工的出口额占到其出口总额的比例表示。数据显示，在 2008 年金融危机发生前，全球制造业生产分工的深度逐步上升，除 1998 年亚洲金融危机期间出现了小幅的下滑；而金融危机后，全球制造业生产分工的深度逐步下降，尤其在 2011 年后其下滑趋势越来越明显。

中国参与全球分工深度高于全球平均，但 2013 年以后深度逐步下降。根据蒋为等人的研究，整体上，中国参与全球生产分工的出口额占到其出口总额的 70% 以上，略高于全球平均水平。具体年度观察，中国在“入世”初期参与全球生产分工的深度呈现迅速的上升趋势，但在此后便呈现逐渐下降趋势。在金融危机期间，中国参与全球生产分工出口所占比重出现了大幅度的上升，此后有一定波动，但 2013 年后这一趋势开始呈现下降趋势。

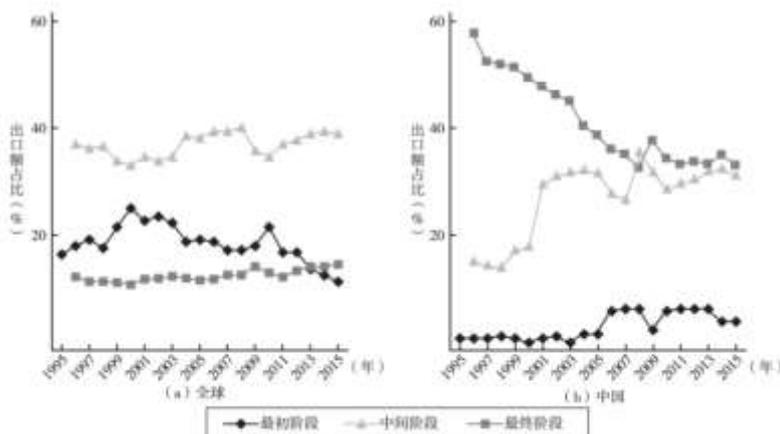
图 8: 全球与中国制造业生产分工深度的演变情况



资料来源:《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》, 国信证券经济研究所整理

中国出口最终阶段下滑明显而中间阶段占比提升。进一步观察, 相比全球平均水平的变化趋势和中国自身的变化趋势, 在各分工阶段的占比中, 中国的最终阶段出口比例呈现明显的下降趋势, 而中间、最初阶段占比有所提升, 尤其以“入世”后中间阶段占比提升最为明显。说明中国在参与全球分工的深度下降的背景下, 产业结构发生了变化, 中国制造业在嵌入全球分工的过程中越来越向中间阶段转变。

图 9: 全球与中国制造业生产分工各阶段占比的演变情况



资料来源:《全球制造业生产分工的演变、分布与贸易效应》, 国信证券经济研究所整理

疫情加速全球供应链调整, 加强对供应链安全的重视。中国社科院贺俊在 2020 年 4 月 27 日的文章中提出, 新冠肺炎疫情对全球供应链的影响表现为相互联系的两个层面: 1. 由于上游停工停产以及物流承载量和物流效率下降而导致的订单交付延迟; 2. 由于上游供应中断或下游需求萎缩导致的生产规模和生产效率下降; 3. 企业出于对供应链安全的战略性考虑而对供应链结构和关系进行的调整, 包括增加或替换供应商/采购商、调整全球投资布局等。目前看来, 在疫情初期、中期和后期, 这三个阶段的影响正在逐步演进。据 2020 年 3 月中旬美国供应链管理协会对美国企业的问卷调查结果, 36% 的受访企业表示遇到了供

供应链破坏问题，28%的受访企业表示正在国际上寻找替代性的供应商（疫情初期该数值为8%）。未来全球供应链从过去高度追求效率的全球分工，向逐步增大安全考虑的方向调整趋势有望持续。

龙头品牌供应链十年变迁：从以中国为主，向东南亚国家转移

我们选取7家运动休闲龙头品牌，分析他们的供应地（一级供应商）份额从2010年到2019年的变化，发现基本上90%的供应都来自中国和东南亚国家，这一比例在10年间没有明显的变化。在7个品牌中，中国均占据全品类第一位的供应地位。但10年后的2019年，中国的排名出现变化，在部分品牌中由第一的位置，变为第二、第三，仅有Nike、优衣库的全品类以及Adidas的配件类仍保持中国第一的采购份额。这一趋势符合中国纺织服装出口比重中，服装出口占比下降的趋势，也符合中国制造业参与全球分工当中，最终阶段占比下降的趋势。分品牌具体来看：

- 1) **Nike: 中国保持鞋服第一大产地地位，且鞋类份额上升。**2019年Nike前三大鞋类供应地中国、越南、印尼份额分别为49%、23%、21%，前三大服装供应地区中国、越南、泰国份额分别为27%、22%、10%。横纵比较可以看到：1.Nike的鞋类采购更为集中，三国占据93%的份额，而服装采购这一比例为59%；2.相比10年以前，鞋类采购在中国的份额进一步提升了，而越南有所下降，2010年中国/越南份额为37%/34%，10年后分别变动+12pp/-11pp；
- 2) **Adidas: 产能从中国向东南亚转移趋势明显。**2019年Adidas前三大鞋类供应地印尼、越南、中国占比分别为43%/28%/16%，服装供应地柬埔寨、中国、越南占比分别为23%/19%/19%，配件类中国占37%。横纵比较可以看到：1.Adidas的鞋类采购更为集中，三国占据了87%的份额；2.相比10年前，中国供应份额在鞋服品类里分别从第一下降到第三、第二，配件保持第一但份额也有所下降。鞋类采购中国份额下降了23pp，而越南、印尼分别增加了12pp、6pp；服装采购中国份额下降了17pp，而柬埔寨从前三以外跃升至第一，达到23%的份额。
- 3) **PUMA: 越南超过中国成为第一供应地。**2019年PUMA前三大产地为越南、中国和孟加拉，占比分别为33%/25%/15%，而2012年三大产地为中国、越南、柬埔寨，分别为39%/23%/11%；期间，中国占比下降14pp退居第二，越南占比增大10pp晋升首位，孟加拉、柬埔寨占比也分别提升了7pp/2pp。
- 4) **lululemon: 中国占比大幅下降。**2019年lululemon的前五大产地为越南、柬埔寨、斯里兰卡、中国和中国台湾，比例分别为33%/16%/15%/11%/2%，而2011年产地比例，中国和东南亚分别占49%和41%，可以看到中国份额在9年前间下降明显，达到36pp，基本由东南亚国家承接。
- 5) **UA: 仍以亚洲为主要供应地。**2019年，UA的服装和配件主要供应地为约旦、越南、中国和马来西亚，合计占比55%；鞋类主要供应地为越南、中国和印尼，合计占比52%；10年前，UA的供应地55%在亚洲，目前仍保持这一趋势。
- 6) **GAP: 越南超过中国成为第一供应来源。**2019年GAP的两大供应国分别是越南和中国，比例为32%和16%，而10年前是中国和美国，比例是27%/1%。可以看到这期间GAP在越南大幅增加采购，而中国比例下降了

11pp.

- 7) **Uniqlo**: 仍保持以中国为主的采购, 但份额有所下降。2019 年, 优衣库大约 2/3 的采购来自中国, 而 10 年前这一比例为 85%, 在此期间优衣库也逐步将供应链向中国以外转移, 但仍以中国为主要的供应地。

表 6: 2010 年国际运动休闲品牌供应链 (一级供应商) 国家地区分布

品牌	品类	Top1	Top2	Top3	Top4	Top5	其他
Nike	Footwear	China 37%	Vietnam 34%	Indonesia 23%	Thailand 2%	India 1%	Other 3%
	Apparel	Most of this apparel production occurred in China , Thailand, Indonesia, Malaysia, Vietnam, Sri Lanka, Turkey, Cambodia, El Salvador, Mexico, and Taiwan.					
Adidas	Footwear	China 39%	Vietnam 31%	Indonesia 22%			Other 8%
	Apparel	China 36%	Thailand 13%	Indonesia 13%			Other 38%
	Hardware	China 67%	Vietnam 20%	Pakistan 11%			Other 2%
PUMA	FY2012All	China 39%	Vietnam 23%	Cambodia 11%	Indonesia 11%	Bangladesh 8%	Other 8%
lululemon	FY2011All	China 49%	S/E Asia 41%	North America 3%			Other 7%
UA	All	Asia 55%	Central and South America 25%		Mexico 10%	Middle East 5%	Other 5%
GAP	All	China 27%	US 1%				Other 72%
Uniqlo	All	China 85%					S/E Asia & Other 15%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 7: 2019 年国际运动休闲品牌供应链 (一级供应商) 国家地区分布

品牌	品类	Top1	Top2	Top3	Top4	Top5	Top6	其他
Nike	Footwear	China 49%	Vietnam 23%	Indonesia 21%	-	-	-	Other 7%
	Apparel	China 27%	Vietnam 22%	Thailand 10%	-	-	-	Other 41%
Adidas	Footwear	Vietnam 43%	Indonesia 28%	China 16%	-	-	-	Other 13%
	Apparel	Cambodia 23%	China 19%	Vietnam 19%	-	-	-	Other 39%
	Hardware	China 37%	Pakistan 22%	Turkey 18%	-	-	-	Other 23%
PUMA	All	Vietnam 33%	China 25%	Bangladesh 15%	Cambodia 13%	Indonesia 4%	India 3%	Other 7%
lululemon	All	Vietnam 33%	Cambodia 16%	Sri Lanka 15%	China 11%	Taiwan 2%		Other 23%
UA	Apparel & Accessories	Jordan, Vietnam, China and Malaysia 55%			-	-	-	Other 45%
	Footwear	Vietnam, China & Indonesia 52%			-	-	-	Other 48%
GAP	All	Vietnam 32%	China 16%	-	-	-	-	Other 52%
Uniqlo	All	China 66%	-	-	-	-	-	S/E Asia & Other 34%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

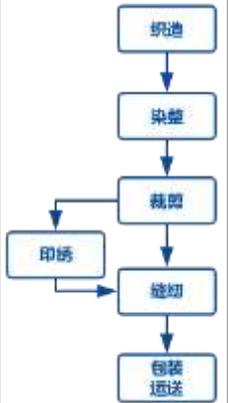
公司全景：在新贸易环境下成长的一体化针织龙头

公司概况：中国最大的纵向一体化针织制造商

公司是中国最大的纵向一体化针织制造商，主要以代工（ODM/OEM）方式生产针织品，是世界龙头运动休闲服装品牌的核心供应商。截至 2019 年，公司多方面规模均为国内纺织制造企业之首，收入规模 227 亿元，净利润 51 亿元，年产成衣 4.3 亿件，员工 8.6 万人，厂房占地面积 538 万平方米。具体业务结构如下：

- 公司产品包括针织运动服、休闲服和内衣，截至 2019 年底三者比例分别为 72%、24%、3%；
- 公司前四大客户包括 Nike、Adidas、优衣库和 PUMA，占比分别为 30%、22%、20%、11%，合计 83%；
- 公司销售产品中有 32%在国内销售，其余在欧洲、日本、美国等地销售。
- 公司一体化生产流程集合织布、染整、裁剪、印绣花和缝制等多个工序，基本包括了服装生产制造的上下游产业链；
- 公司的生产基地除了宁波总部有完整的上下游配套外，在国内还有安徽安庆、浙江衢州两处成衣生产基地；在海外的生产基地也形成了完整的一体化，在越南有面料和成衣工厂，在柬埔寨也布局有成衣工厂。

图 10：2019 年公司业务概况

主要产品	主要客户	销售市场	生产工序	产能分布
运动服 72% 	Nike 29.9% 	中国 31.5% 		• 成衣产能 1. 国内（67%） 宁波、安庆、衢州 2. 国外（33%） 柬埔寨、越南 • 面料产能 1. 国内（52%） 宁波 2. 国外（48%） 越南
休闲服 24% 	Adidas 22.2% 	欧洲 17.2% 		
内衣 3% 	优衣库 19.9% 	日本 15.6% 		
其他 1%	PUMA 10.8% 	美国 15.3% 		
		其他 20.8% (韩国等)		

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理

历史复盘：始终领先行业趋势，顺境中转型升级，逆境中优势凸显

回顾公司创立至今三十年余年，历经行业起伏，公司能成为具备强大竞争力的纺织制衣龙头，主要得益于公司正确的赛道选择和产业链布局，以及持之以恒的提升核心竞争力。具体我们可以将公司历史划分为 5 个阶段：

1. **1988-2005 年：在中国承接纺织产业转移的趋势中占据一体化针织供应商的龙头地位。**随着内地的改革开放和加入 WTO，中国的劳动力资源优势吸引纺织制造业转移，行业得到初步发展。申洲公司创建于 1988 年，现任集团董事长马建荣的父亲马宝兴，曾任上海针织二十厂技术副厂长兼余杭临平针织厂副厂长，当时作为高级管理人才引进申洲公司担任副总经理，

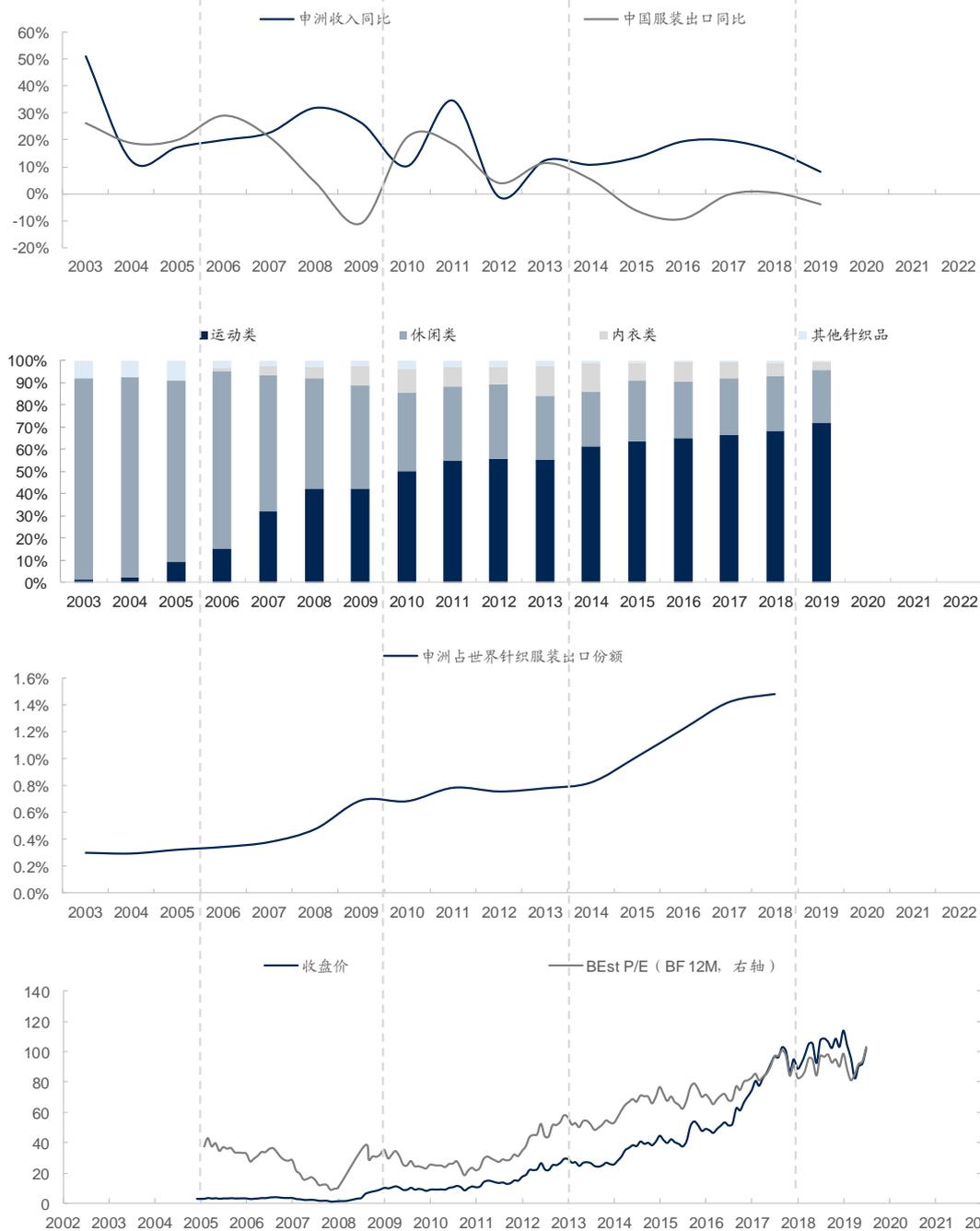
后来担任集团总经理、董事长。马宝兴凭借自身资深的行业技术和上海针织二十厂的实力引进技术团队，将公司定位高端市场，承接面料要求高的日本婴儿制衣订单，逐步打造公司名气。1997年，现任董事长马建荣接任，并拿下优衣库订单，建立专用工厂。2005年，申洲集团于香港上市，当年收入规模25亿元，位列中国针织服装出口商榜首，比起1997年不到1亿元的产值增长迅猛，一方面得益于优衣库为主的日本客户订单大幅增长，另一方面在于申洲自发展初期就高度注重设备改造，例如，公司1997年就投入3000万建设污水处理厂，2005年上市融资9亿港元全部用于设备升级改造。

2. **2006-2009年：顺应全球化大势，切入运动赛道，成为龙头运动品牌头部供应商。**从1974年到2004年的30年来，全球服装贸易始终受配额管制，行业分散在全球多个具有配额的国家。在2005年1月1日起，WTO成员国间撤销配额，服装行业开始趋向集中少数国家生产。虽然此后美国、欧盟仍采取过相应保护措施对中国出口实施新配额限制，中国纺织制造行业在全球化的浪潮中蓬勃发展。期间，申洲已切入国际知名运动品牌供应名单，运动订单开始大幅增长，运动服占收入比重从2005年的9%提升至2009年的42%，日本市场的占比从81%下降到53%，在行业规模蓬勃发展的期间，申洲更进一步实现了产品结构的升级与销售市场的合理分布。尽管经历金融危机，2009年中国服装出口多年来首次下降，公司产能扩张顺利进行，仍然保持收入增长。
3. **2010-2013年：在行业动荡中谋求海外垂直布局与研发创新，深度绑定龙头品牌。**在此期间，走出金融危机后的中国服装出口迎来反弹，但棉价产生了剧烈的波动，劳动力成本上涨压力也促使品牌向东南亚转移订单，同时内销市场出现了前期快速增长和库存危机爆发后的大幅萎缩。公司面对行业调整，一方面加大产品研发投入，保持工艺领先地位，丰富产品系列来应对需求变化，另一方面在海外考虑扩张投资，优化产业全球布局。期间代表性的事件是，公司凭借自身突出的面料开发技术，突破性的实现了NikeFlyknit鞋面的有效开发和大规模量产，面料开发能力得到客户高度认可，与品牌形成了深入的合作关系。2013年，公司开始在越南建设面料生产基地，致力于将一体化生产模式复制至海外。
4. **2014-2018年：中国服装出口趋向停滞，公司海外产能基地完整复制一体化模式，效率提升显著，规模逆势增长。**中国的劳动成本压力越发明显，中国供给侧改革与环保要求趋严也倒逼劣质产能出清，欧美贸易摩擦频发，东南亚展现出成本与政策的优势。中国服装出口增长逐步停滞，在全球出口份额开始出现小幅下降趋势。在此期间，申洲一方面通过持续的研发技改增效应对人力成本压力，另一方面快速完成了越南面料工厂的爬坡和越南万人成衣工厂的投产爬坡，不惧行业压力仍然保持年均15%左右的收入增长。在2018年底，越南面料工厂已经能够承担公司45%的面料供应，越南柬埔寨的成衣产能占公司的25%，并且越南新建成的万人工厂人效提升至接近国内工厂的8成，高效运转的海外一体化生产基地已然建成，为未来的海外快速扩张与合理布局奠定坚实的基础。
5. **2019年及以后：贸易摩擦频发，利用完整的海外一体化产能基地加快海外产能扩张，保持优质产能领先优势。**全球贸易保护主义抬头，尤其中美贸易摩擦加剧。公司在海外的新一轮下游产能扩张进入建设和投产初期，新投产和在建的越南、柬埔寨成衣工厂总计划规模达到3万人，相当于2018年底集团总成衣工厂人数的50%。大规模产能将在20-22年逐步释放，有助于公司满足客户对海外产能的需求，达到产能海内外的合理分布。另外，2020年上半年爆发的COVID-19疫情对全球需求和供应都造成了较大的

影响，而公司凭借完善的一体化生产模式有望助力品牌客户灵活应对市场突发情况，快速反应并保障供应安全可靠。

图 11: 公司发展历史与行情复盘概览

时间	1988-2005	2006-2009	2010-2013	2014-2018	2019及以后
行业	承接转移	蓬勃发展	震荡调整	逐步向外转移	贸易保护抬头
申洲	扩大规模	赛道升级	加强ODM	海外一体化完成	加速海外扩张



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 8: 2005 年-2019 年公司客户变化情况

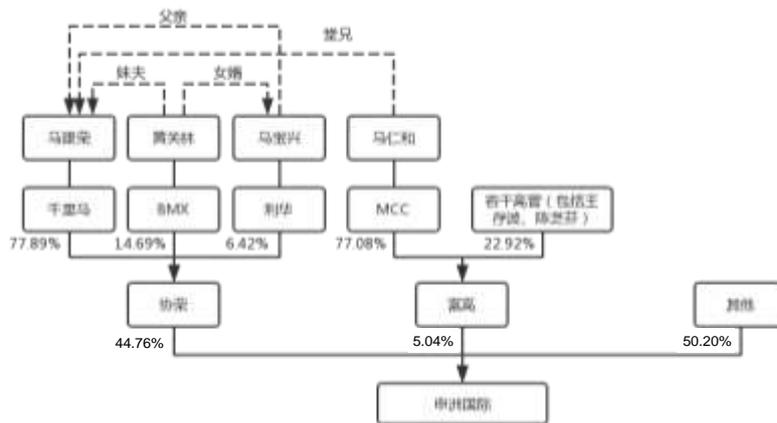
时间	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
第一大客户	58%	53%	42%	35%	37%	26%	24%	23%	24%	23%	25%	26%	29%	30%	30%
前五大客户	84%	79%	78%	79%	82%	81%	80%	81%	84%	85%	85%	86%	84%	82%	85%
运动服占比	9%	16%	32%	42%	42%	50%	55%	56%	55%	61%	64%	65%	67%	68%	72%
休闲服占比	82%	81%	62%	50%	47%	35%	34%	33%	29%	24%	28%	26%	25%	25%	24%
中国市场占比	7%	6%	11%	19%	18%	20%	21%	20%	19%	22%	24%	24%	27%	30%	32%
欧美市场占比	10%	15%	22%	21%	21%	27%	27%	29%	26%	29%	31%	32%	35%	34%	32%
日本市场占比	81%	76%	60%	51%	53%	41%	36%	31%	34%	28%	23%	20%	17%	15%	16%
Nike	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Adidas	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
PUMA	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
李宁						✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
安踏					✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
运动服客户						✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
迪卡侬	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
361度						✓	✓	✓	✓						
Kappa			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓						
FILA	✓	✓													
美津浓	✓	✓													
优衣库	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Lativ								✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
POLO											✓	✓	✓	✓	✓
Eland													✓	✓	✓
匡威													✓	✓	✓
伊藤忠	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
休闲服客户	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
伊藤洋华堂	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			
蝶理	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
伊都锦	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
凡客					✓	✓	✓	✓							
赛诗丽	✓	✓	✓	✓											
M&S			✓	✓											
七匹狼			✓	✓											
双日	✓	✓													

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

董事与高管: 家族持股较为集中, 管理团队资深且稳定

截至 2019 年底, 公司大股东实控人马建荣先生家族持股 44.76%, 高管持股 5.04%, 股权结构较为集中。公司管理团队稳定且相当资深, 在行业和公司内普遍具有 20-40 年的工作经验。

图 12: 大股东家族持股 45%



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 9：集团董事和高管简介

姓名	职位	年龄	加盟时间	履历
马建荣	执行董事、主席、提名委员会主席	56 岁	1989 年	负责公司的整体业务发展策略 ，在纺织业具超过 39 年经验。马先生在 1989 年加入公司前，曾于绍兴棉纺厂及杭州临平针织服装厂工作。加盟公司后，马先生曾出任公司之最早期营运企业—宁波申洲织造集团有限公司（“宁波织造”）的织造部经理及宁波织造副总经理及总经理。彼自 2005 年 4 月以来一直担任宁波申洲针织有限公司（“申洲针织”）董事长，于 2012 年 4 月 1 日获任提名委员会主席。
黄关林	执行董事、总经理	55 岁	1989 年	负责公司的生产、营销及市场推广等日常业务运作 ，在纺织业具超过 32 年经验。黄先生毕业于浙江工业大学，主修化学工业管理工程。1989 年加盟公司前，彼曾于浙江省余杭县的丝织厂工作。加盟公司后，黄先生曾任宁波织造的生产经营部经理及副总经理。彼自 2005 年 4 月以来一直担任申洲针织总经理。于 2005 年 10 月至 2012 年 3 月，黄先生为提名委员会主席。
马仁和	执行董事、副总经理、薪酬委员会成员	60 岁	1989 年	负责公司染整事务及行政事务 ，在纺织业拥有逾 43 年经验。于 1989 年加入公司前，曾在绍兴棉纺厂及杭州临平针织服装厂工作。加盟公司后，马先生曾担任宁波织造染整部经理及副总经理。彼自 2002 年 5 月起一直担任申洲针织副总经理。于 2005 年 10 月至 2012 年 3 月马先生兼任薪酬委员会主席，及后调任薪酬委员会成员。
王存波	执行董事、副总经理	48 岁	2004 年	于 2004 年 5 月加盟公司担任财务部部长兼申洲针织财务总监 ，并于 2011 年升任公司董事，并于 2016 年 12 月 16 日起任公司副总经理。彼于 1995 年毕业于浙江工业大学，主修生物化工工程，持有工学学士学位。同年，王先生就读浙江工业大学，并于 1998 年获颁管理学硕士学位。此外，彼取得中国注册会计师证书、中国注册税务师证书、中国注册资产评估师证书、高级会计师证书及中国注册会计师执行证券及期货相关业务许可证。王先生加盟公司前，曾任宁波天健永德联合会计师事务所合伙人、宁波永德企业管理咨询事务所副总经理，彼作为执业会计师具超过 6 年经验。
陈芝芬	执行董事、副总经理	51 岁	1990 年	负责所有制衣部 ，在纺织业具有超过 30 年经验。于 1990 年 4 月加盟公司后，彼曾任宁波织造的工段长、制衣部经理、制衣二部及六部经理、总经理助理及公司总经理助理。
陈德兴	财务总监、公司秘书	49 岁	2008 年	于 2008 年 9 月加入本集团，现任本集团财务总监及公司秘书 。陈先生拥有逾 24 年审核、财务监管、公司秘书及会计之经验。陈先生持有工商管理硕士学位及中国商贸管理理学硕士学位，亦为英国特许公认会计师公会资深会员、香港会计师公会会员、香港注册税务师及英格兰及韦尔斯特许会计师公会资深会员。
陈岚	副总经理	54 岁	1989 年	负责棉纱等原材料采购及信息管理工作 ，在纺织业有逾 31 年工作经验。陈先生于 1989 年 7 月加盟公司后，彼曾任宁波织造织造部经理、生产经营部副经理、原材料采购部经理、总经理助理及公司总经理助理。
顾朝权	副总经理	58 岁	1989 年	负责公司的安徽制衣工厂的生产运营 ，在纺织业具有超过 32 年经验。于 1989 年加盟公司前，彼曾于中国宁波市北仑区政府工作。顾先生曾任宁波织造办公室副主任、制衣部经理、制衣一部经理、总经理助理及本集团总经理助理。
言德林	副总经理	65 岁	1999 年	主管柬埔寨制衣工厂 。在纺织业具有超过 32 年经验。彼取得助理经济师证书。加盟公司前，言先生曾任杭州临平针织服装厂设备科长、办公室主任以及余杭协作办公室旗下合营公司副总经理，期间曾兼任余杭协作办公室旗下柬埔寨公司总经理。于 1999 年 10 月加盟公司后，言先生曾任宁波织造办公室副主任，并自 2005 年 5 月以来一直担任申洲针织总经理助理。
江涛	总经理助理、Uniqlo 事业部部长	53 岁	1998 年	负责 Uniqlo 事业部 。于 1998 年 10 月加盟公司后，江先生曾任宁波织造总经理助理，负责向 Uniqlo 进行销售。于纺织业具有 24 年经验。江先生毕业于上海大学英语系，主修英语（国际贸易）。加盟公司前，彼曾于上海东方日绵有限公司工作。
崔纪锋	总经理助理	56 岁	1990 年	负责公司技术及质量事务 ，在纺织业具有逾 31 年经验。于 1990 年加盟公司前，彼曾任宁波北仑服装厂技术副厂长。崔先生加盟公司后曾于宁波织造生产经营部担任副经理及总经理助理。
胡永海	总经理助理	54 岁	1990 年	负责面料技术事务 ，在纺织业具有超过 31 年经验。彼毕业后随即加盟公司，曾担任过宁波织造生产经营部助理经理、副经理及总经理助理，负责有关面料及技术事务。
马彬	总经理助理、Nike 事业部部长	49 岁	2001 年	全面负责 NIKE 事业部运作项目管理和客户关系维护 。马彬有 20 年的纺织行业经验，进入集团后参与组建的申洲欧美事业部，负责新客户开发。2005 年初开始全面负责 NIKE 业务至今。2009 年 1 月被任命为本集团总经理助理。
宋庆	总经理助理、Adidas 事业部部长	50 岁	2007 年	全面主管 ADIDAS 事业部的日常管理和制度建设等工作 ，并协助总经理处理 1 些其他方面的工作，在纺织行业有 22 年的工作经验。在 2007 年 1 月加入公司，宋先生在新加坡有 10 年的工作经验。
徐惠国	副总经理	67 岁	2011 年	负责公司行政事务 。徐先生具有超过 48 年行政管理经验。徐先生毕业于中共中央党校，拥有经济管理专业本科学位及工程师资格。在加盟公司前，先后任职于宁波电业局线路队队长、宁波电气检修安装公司经理及党支部书记、宁波送变电公司总经理、北仑供电局局长及宁波明耀环保热电有限公司总经理。
杨红辉	副总经理	51 岁	1990 年	负责公司的生产计划 ，在纺织业具有超过 30 年管理经验，于 1990 年 2 月进入申洲织造，曾担任宁波织造生产经营部辅料部经理，生产计划部副部长，生产计划部部长负责集团辅资材采购及管理及生产计划管理工作，于 2018 年 1 月担任集团副总经理。协助总经理工作，行使对公司日常生产运作的指导、指挥、监督、管理。当中包括完善生产管理系统，参与集团年度计划制订、规划，集团各客户定单分配，编制生产计划，生产进度跟踪，确保生产任务的完成。

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

财务分析：长期稳健增长，盈利能力出色，现金状况良好

业绩长期增长稳健，利润率稳中有升。上市 14 年以来，公司收入复合增速 17%，净利润复合增速 21% 左右。2019 年公司实现收入 226.65 亿元，同比增长 8.2%；归母净利润 50.95 亿元，同比增长 12.22%。公司毛利率长期稳中有升，2019 年公司毛利率为 30.3%，除零售影响，毛利率为 30.8%，同比-0.34pp；净利率持续稳步提升，2019 年提升至 22.5%。公司经营开支比率在 9%-10%，2019

年为 8.5%。

图 13: 公司营业收入同比复合增速约 17%



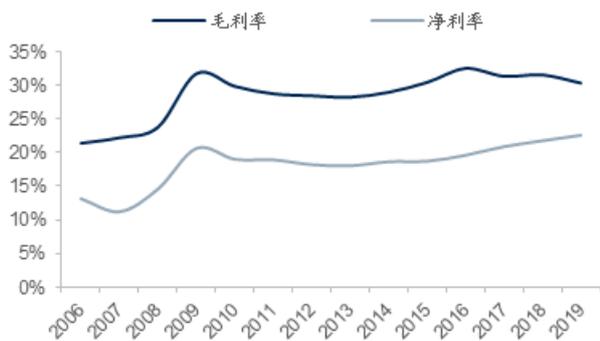
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 14: 公司归母净利润同比复合增速约 21%



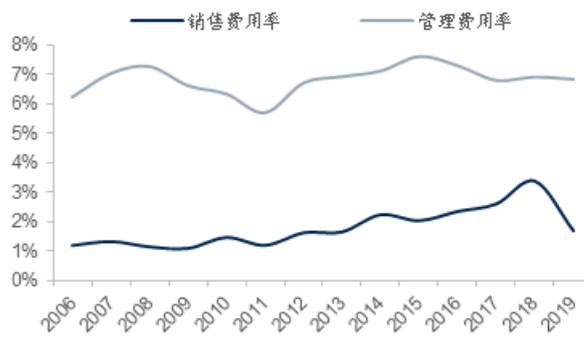
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 15: 公司毛利率上升至 31% 左右



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

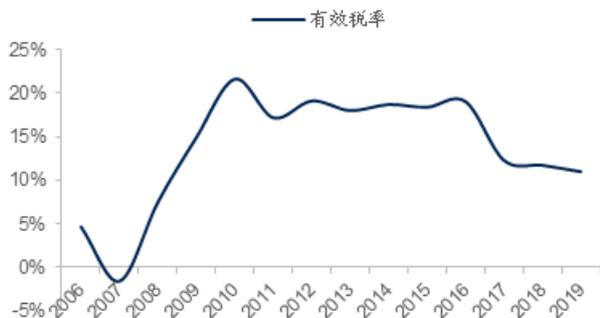
图 16: 公司经营开支比率约 10%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

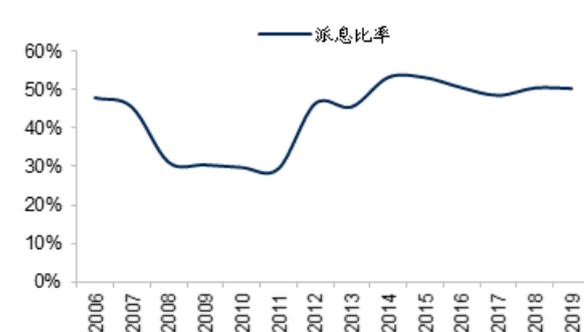
有效税率保持低位，派息比例多年保持 50%。随着公司海外产能扩张，长期看实际税率处于下降趋势中，未来中期有望保持在 12%-13% 的水平。2019 年在海外工厂占比扩大影响下，有效税率进一步下降至 11%。今年开始随着越南工厂免税期进入减半期（税率 5%）的影响，预计有效税率同比增加 2pp。公司多年来保持 50% 左右的高派息比例。

图 17: 公司所得税实际税率较低



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

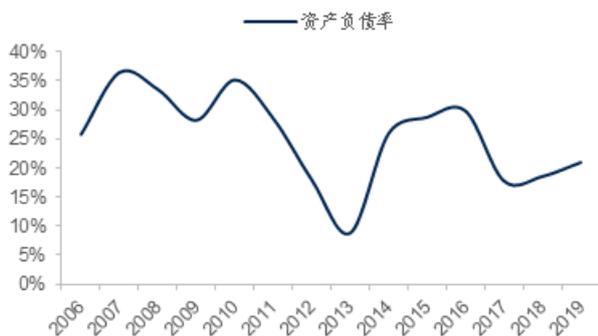
图 18: 公司多年保持派息比例 50%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

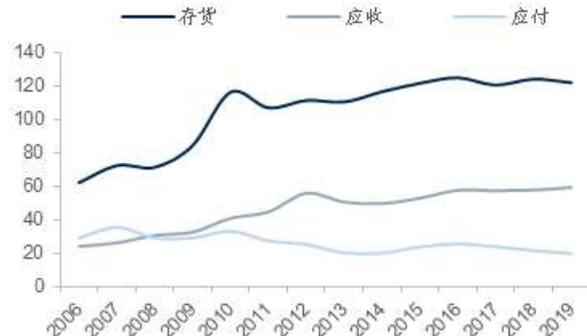
资产负债率低，营运资金周转稳定。公司资产负债率保持在 20% 的较低水平，其中部分负债为派发股息在香港贷款，因利率低于内地存款理财收益，公司在现金充足的情况下保有小幅有息负债。存货/应收/应付周转天数在 120/57/20 天左右，因运动品牌客户账期略微长于其他客户，随客户类型相对稳定后，资金周转也相对稳定。

图 19: 公司资产负债率在 20% 左右



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

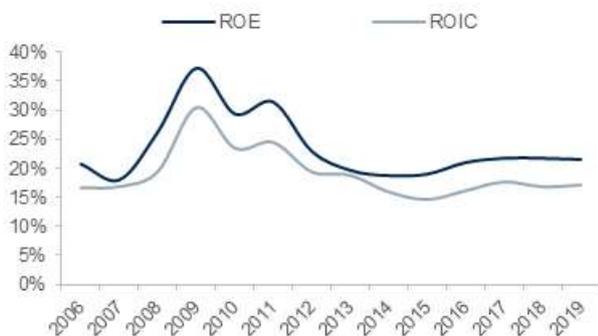
图 20: 公司营运资金周转天数相对稳定



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

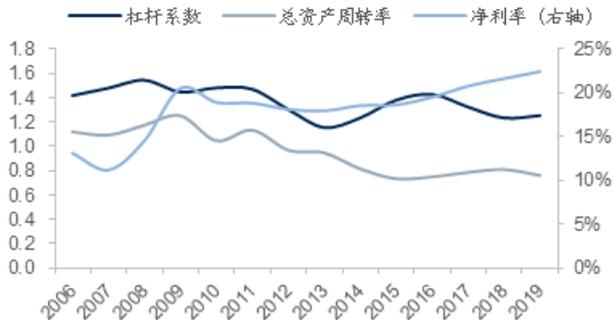
ROE 保持高水准且盈利质量好。公司保持 ROE 21% 以上，ROIC 17% 左右，盈利能力较强。从杜邦分析看到，公司的高 ROE 主要来自于较高的净利率，杠杆相对较低。

图 21: 公司资产负债率在 20% 左右



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 22: 公司高 ROE 主要来自于高净利率

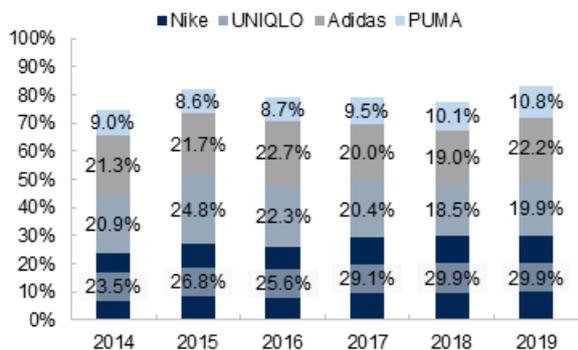


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

业务详拆: 产品结构逐渐升级, 客户、市场、产地适度分散

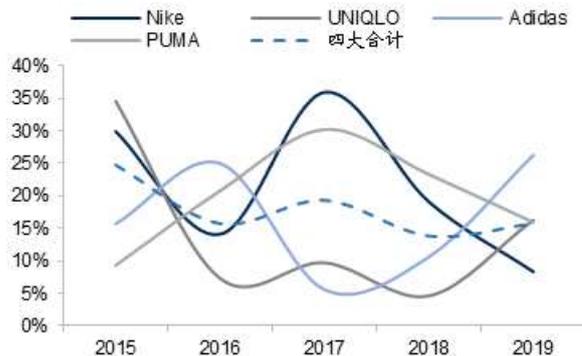
2019 年公司四大客户 Nike、Adidas、优衣库和 PUMA 占比 83%。2019 年四大客户合计收入同比增长 15.6%，显著高于整体收入增速，一定程度上反映了公司在产能紧张情况下对大客户的优先供应策略。具体看品牌方面，Nike 占比最高达到 29.9%，增长在 2019 年出现放缓，+8.3%；而 Adidas 占比第二，达 22.2%，增长显著加速，+26.2%。两者反差体现了公司在平衡客户份额上的策略。优衣库目前为公司第三大客户，占 19.9%，增速为 16.3%，有所改善，得益于越南新增产能的贡献；PUMA 占比为 10.8%，增长 15.9%，也显著高于整体增长。

图 23: 2014-2019 年公司 4 大客户收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 2015-2019 年公司 4 大客户收入增长速度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

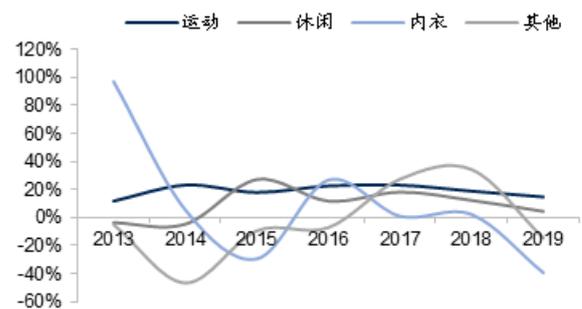
拆分产品看, 2019 年运动服占比提升至 72%, +3.9pp, 休闲服、内衣和其他品类占比有所下降。运动服收入同比增长 14.3%, 休闲服同比增长 4.3%, 而内衣同比下降 39.5%。

图 25: 2012-2019 年公司 4 大品类收入占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

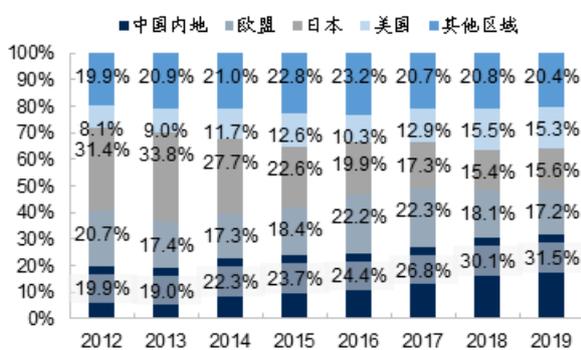
图 26: 2013-2019 年公司 4 大品类增长速度



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

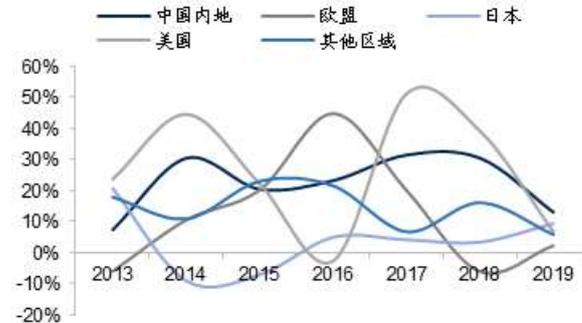
分地区看, 2019 年大中华区份额进一步扩大, 达到了 31.5%, 且收入增速领先, 达 13.2%; 欧盟占比达 17.2%, 收入同增 2.5%; 日本占比达 15.6%, 收入同增 9.5%; 美国占比达 15.3%, 收入同增 6.8%。

图 27: 2012-2019 年公司主要地区销售占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 28: 2013-2019 年公司主要地区销售增长速度

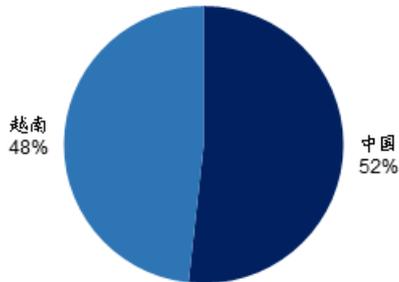


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

分产能看, 目前公司海内外双一体化模式进一步完善。上游面料产能合计 580 吨/天, 其中中国、越南分别由 300 吨/天和 280 吨/天, 占比 52%:48%; 下游成

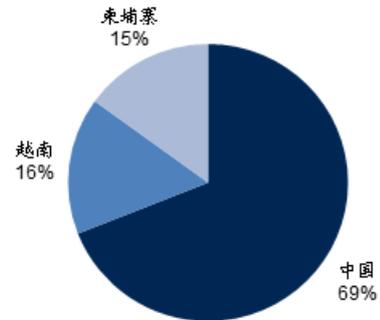
衣产能合计 4.3 亿件/年，其中中国/越南/柬埔寨分别占 69%/16%/15%，海外合计占比 31%。按照公司未来产能扩张计划，预计 3 年后海外成衣产能占比也将达到 50%。

图 29：2019 年公司上游面料产能分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 30：2019 年公司下游成衣产能分布



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 10：公司产能分布情况与扩张计划

年度	2019	2020E	2021E
面料工厂发展计划			
国内	300 吨/天	增加到 360 吨/天	
越南德利	280 吨/天	增加到 350 吨/天	
成衣工厂发展计划			
国内	约 35000 人	重点推进自动化，以效率提升产能	
越南			
- 世通	约 11000 人	原工厂继续提升效率，阿迪专用工厂在建	阿迪专用工厂投产招工，共 6000 人分 2-3 年招满
- 德利（面料厂旁）	约 3000 人	招到 6000 人，疫情后订单正常化开始招聘	
柬埔寨			
- 金边	约 11000 人	继续提升效率	
- 新工业园	在建	1.8 万人的项目，疫情后 1 期先招 1200 人左右	1 期招到 4500 人，二期在之后陆续投产招聘

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

核心竞争力：强强联合的一体化模式，攻守兼备

横向比较：规模领先，成长性突出，盈利优势显著

与同业上市公司比较，申洲国际在收入规模、净利润规模、利润率水平、ROE、长期增长速度与稳定性上均显著领先。具体分产业链看：

- 1、与申洲国际相似的面料+成衣生产的其他公司均有较好的利润率水平，但收入规模和增长情况有具有一定差距；
- 2、在成衣生产制造环节，也有收入规模超过 100 亿元人民币的龙头企业，ROE 水平相对较好，但整体利润率水平较低，主要来自于较高的周转和杠杆水平；企业普遍具有较长的经营历史，成长相对趋缓；
- 3、在面料生产制造环节未有规模超过 100 亿元的龙头企业，盈利水平尚可，增长相对缓慢；
- 4、在纱线生产制造环节，有规模超过 100 亿元的龙头企业，但整体 ROE 水平和利润率都较低，且资产负债率较高。

图 31: 同业上市公司财务指标比较

产业链	公司名	收入 /亿人民币元	净利润 /亿人民币元	毛利率	净利率	ROE	资产负债率	收入CAGR		
								2005-2010	2010-2015	2015-2019
面料+成衣	申洲国际	227	51	30.3%	21.9%	21.5%	20.9%	22%	13%	16%
面料+成衣	鲁泰A	67	10	28.7%	14.7%	12.8%	30.2%	10%	4%	2%
面料+成衣	儒鸿	65	10	26.8%	15.3%	24.5%	22.3%	6%	21%	7%
成衣	晶苑国际	169	11	19.1%	6.2%	14.6%	40.1%	-	5%	11%
成衣	联泰控股	68	2	14.7%	2.6%	11.9%	61.2%	2%	7%	-2%
成衣	聚阳实业	63	5	20.1%	7.1%	21.3%	37.7%	5%	8%	8%
面料	福田实业	59	1	11.5%	2.5%	4.1%	32.3%	-5%	1%	2%
面料	互太纺织	52	7	17.3%	13.9%	26.0%	27.8%	12%	-1%	-3%
纱线	天虹纺织	220	9	13.6%	4.2%	12.4%	61.7%	23%	14%	20%
纱线	华孚时尚	158	4	7.4%	2.6%	6.1%	63.6%	45%	7%	24%
纱线	百隆东方	62	3	15.2%	4.8%	3.8%	44.3%	18%	1%	6%
毛衣	南旋控股	37	-3	15.4%	-6.9%	-13.6%	55.7%	-	12%	18%
袜子	健盛集团	18	3	28.6%	15.4%	9.2%	19.0%	-	16%	26%

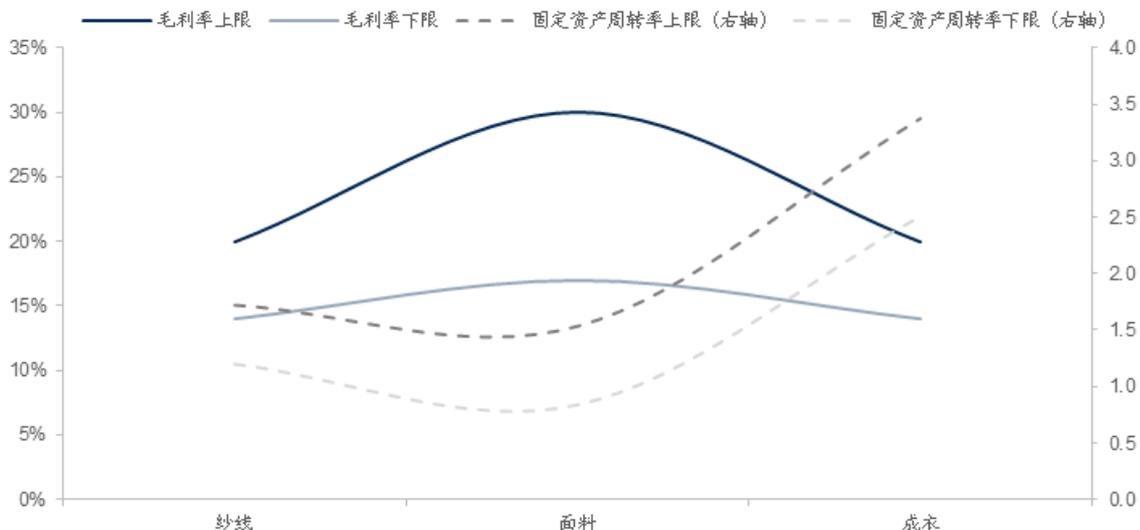
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

我们选择纺织制衣产业链不同环节的龙头公司财务数据进行整合, 得出产业链上中下游不同位置的企业在投资回报上的差异特质。具体来看:

- 1、 纱线生产制造环节, 因生产要求的设备厂房等投资较大, 而产品相对差异化较小, 财务属性上看到固定资产周转率较低, 毛利率也相对较低;
- 2、 面料生产制造环节, 因生产要求的资本开支也相对较大, 但因为面料种类繁多, 具备较好的质量与研发科技含量的面料产品能有更高的毛利率水平, 因此这一产业链环节的毛利率上限相对较高;
- 3、 成衣生产制造环节, 因主要为劳动密集型生产, 资本开支相对较小, 但同时附加值也较少, 毛利率相对较低, 盈利能力的提升主要依靠对人均效率的提升和原材料的合理规划利用。

总体来看, 在不考虑财务杠杆的情况下, 面料与成衣环节的投资回报相对较好, 主要因为面料环节的毛利率上限先对较高, 成衣制造环节的固定资产周转率相对较高。申洲国际选择了面料和成衣两个环节构成一体化, 我们认为在产业链投资回报的角度是最优的选择。

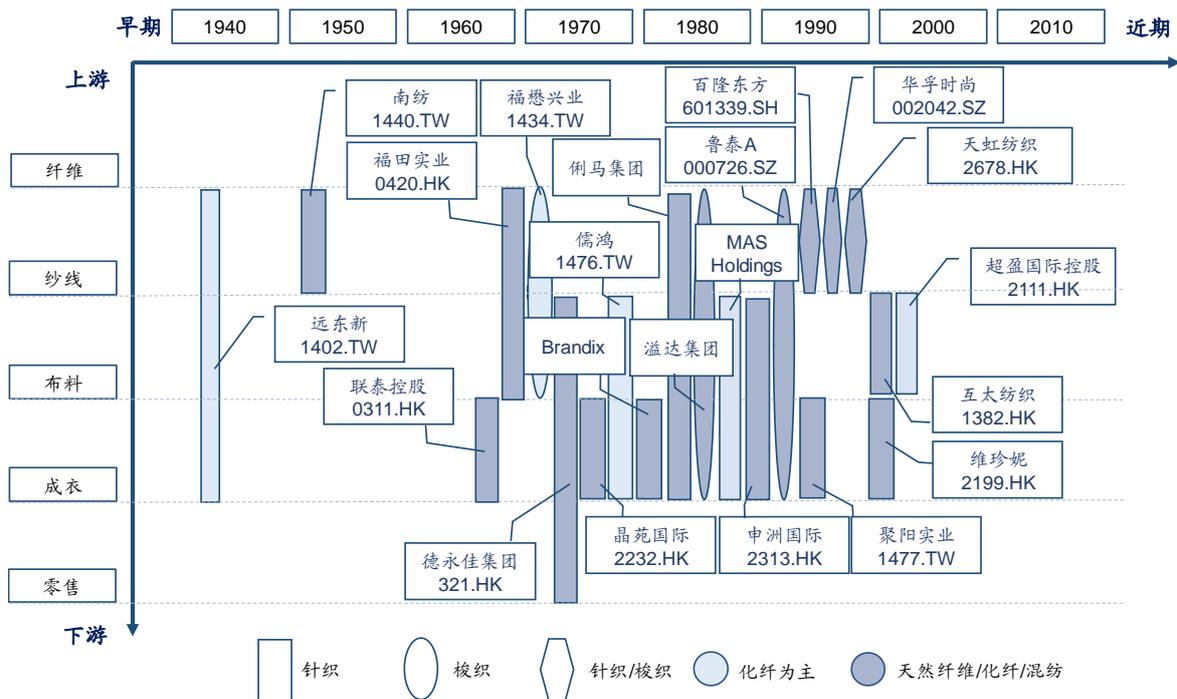
图 32: 纺织制衣产业链不同环节具有不同的财务特性



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

结合未上市公司，我们梳理了行业内的主要纺织制衣龙头企业的情况，按照成立时间、产业链上下游位置、主要织造工艺和原材料种类进行划分排列，如下图所示。可以看到申洲成立时间相对较晚，这与纺织制衣产业链全球迁移的路径相关。但迄今为止，与申洲国际具备相似的产业链布局的公司里面，申洲已经成为多种规模经营效益指标的领先企业，显示了公司相较同行的突出的成长性与竞争力。

图 33: 产业链主要龙头企业概览



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

硬实力：“面料研发先进” + “制衣效率领先”，打造稀缺一体化产能

硬实力一：面料研发水平领先，深度绑定客户。公司相比其他成衣制造商，最突出的优势在于上游面料的一体化生产能力，其中面料的研发能力是帮助公司从OEM向ODM转型，深度绑定客户，提升议价力的重要核心竞争力。公司的面料研发核心优势可以从以下几个角度验证：

- 1、从财务指标上观察，公司持续的ASP提升与较高的毛利率水平体现了公司在产品研发创新上的优势；
- 2、从公司的研发成果数量观察，公司持续提升的专利数、新品数验证了公司的研发能力持续强化；
- 3、从品牌的实际应用上，公司为品牌客户开发的代表性的面料产品有Nike的Dri-FIT、TechFleece、鞋面Flyknit，以及优衣库的AIRism，均得到大量系列产品的广泛应用。此外，我们也可以从品牌客户结构看到，四大客户Nike、Adidas、优衣库和PUMA均为对面料质量和研发含量要求较高的国际龙头品牌，申洲在四大品牌的针织服装采购份额均占首位，侧面证明了公司的面料研发种类、质量、附加值上的领先优势。

图 34: 公司新材料与设备工艺改造专利数量



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

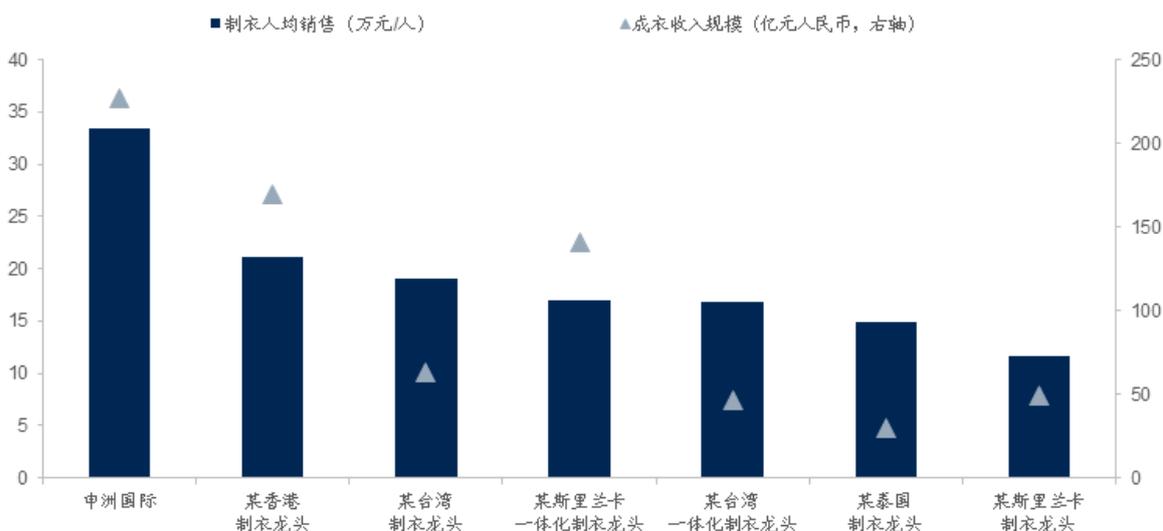
图 35: 公司企业标准与转化产品的专利项目



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

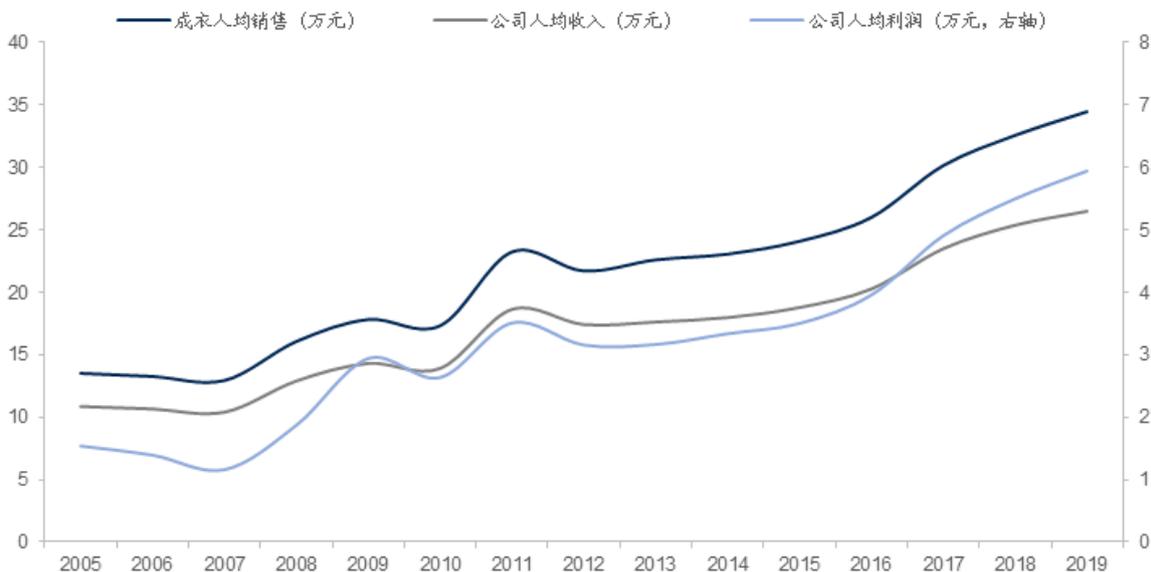
硬实力二: 人均制衣效率遥遥领先, 自动化进程仍在全力推进。公司相比其他成衣制造商, 另一个突出的优势在于成衣生产环节的效率水平。我们比较公司与可比同行龙头公司的人均销售指标(成衣收入除以成衣生产人数), 发现申洲的人均销售水平领先同行约 50%-100%。以 2019 年收入和人数计算, 申洲人均销售约 33.5 万元人民币, 而业内规模领先的香港、台湾制衣龙头人均销售在 19-21 万的水平, 斯里兰卡、台湾的一体化制衣龙头成衣人效在 17 万左右, 另有同为国际龙头品牌供应的泰国龙头制衣企业、斯里兰卡龙头制衣企业人效分别在 15 万、12 万左右。比较可得, 无论是专门负责成衣生产的同行, 还是具有面料和成衣一体化生产能力的全球其他龙头运动品牌供应商, 申洲的生产效率均遥遥领先。此外, 我们测算申洲上市至今的制衣人均销售、公司人均收入与利润, 发现均处于持续处于提升进程中, 证明了公司持续推进生产自动化的成果。尽管当下公司效率已经遥遥领先, 生产自动化提高效率仍是公司未来重点投入方向。

图 36: 公司人均效率显著高于世界其他可比龙头企业



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

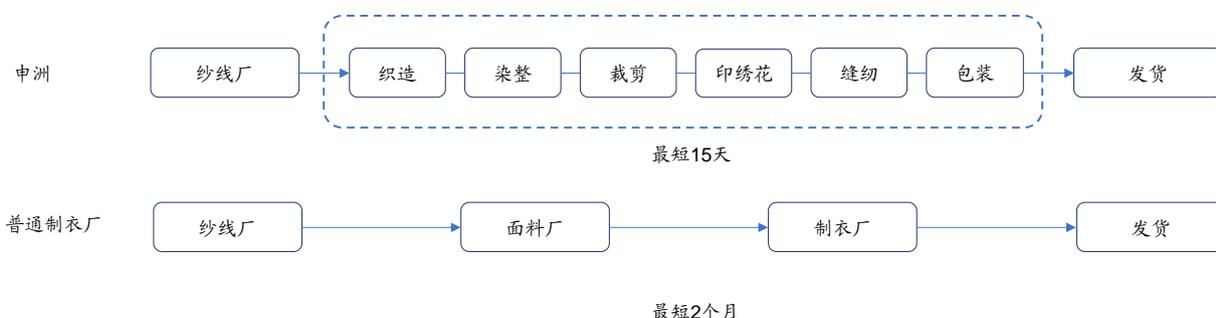
图 37: 公司人均效益持续提升



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

硬实力三: 一体化模式快速响应, 一站式供应链服务构建差异化与壁垒。申洲国际采取纵向一体化整合模式, 通过完全的面料自产和成衣生产, 集中所有工序, 协同管理生产全流程, 减少了环节间的时间损耗和物流成本, 降低了单位固定生产成本, 使得生产更加灵活。同时, 对于合作的大品牌比如 Nike、Adidas、优衣库和 PUMA 等, 申洲国际还分别建立了专用工厂, 能一站式完成从面料研发、设计、打样及生产等所有环节。这种“拎包入住”式的代工方式国内领先, 国际品牌直接将设计中心搬到了申洲国际的厂区, 设计与制作紧密结合。品牌设计师提出的修改意见, 公司在几小时内就能修改完成, 大大缩短了产品的前导时间和新品投放市场的周期。按行业惯例, 从接单到产品上架需要三个半月, 而申洲国际最快可在两周内完成。一体化模式的优势也吸引其他同业公司进行产业链纵向扩张尝试, 但多年来尚未有新进入者实现完整高效的一体化。由于服装非标准化程度高, 多环节一体化的经营管理难度相比单一环节有指数级上升。上游面料产能严格的环保准入条件、研发能力、大额资本开支, 以及下游成衣生产多环节细致繁杂的生产管理均构成重重壁垒。

图 38: 公司一体化生产最短交期可达到 15 天

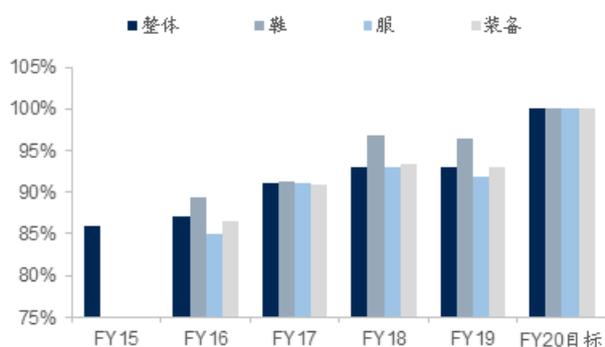


资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

软实力：优厚的员工待遇，前瞻性的环保投入，ESG 巩固护城河

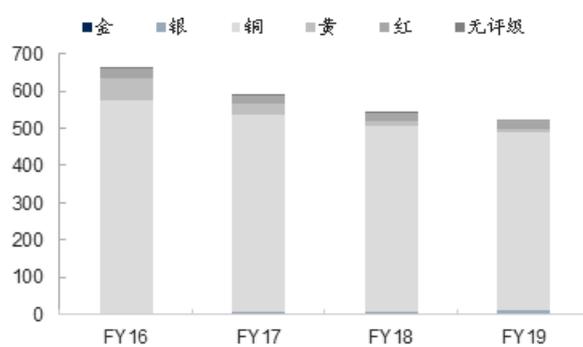
耐克对工厂进行评级并削减低级工厂占比。Nike 定期对一级工厂进行环境和社会表现的评估，根据可持续制造和采购指数 (SMSI)，工厂会得到颜色编码的评级。SMSI 是一个结合了工厂在精益制造、人力资源管理一级健康、安全和观景的评级系统。工厂如果低于 Nike 最低合格标准，会得到黄色或红色的评级。铜表示基本合规，供应商能够分享 Nike 对工人福利的承诺，并负责任地、有效地利用资源。铜以上的评级供应商需要在环境、劳动、健康和安全管理方面进行额外的努力，其中银色表明可持续发展能力增强，成为行业内的业务驱动力；金色表明在任何行业的可持续发展能力都是世界级的。2015-2019 年，Nike 评级在铜及以上的工厂占比从 86% 提升至 93%，未来计划到 2020 年将这一比例提升为 100%。

图 39: Nike 铜及以上工厂各品类占比持续提升



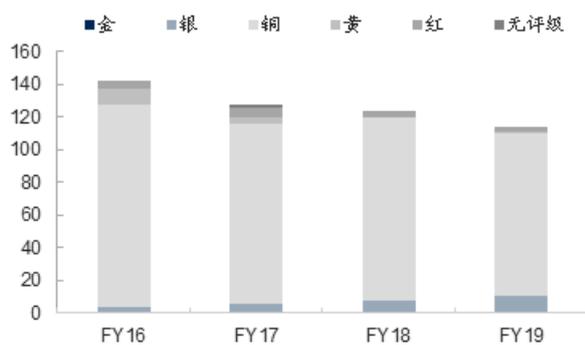
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 40: Nike 所有工厂各等级数量变化



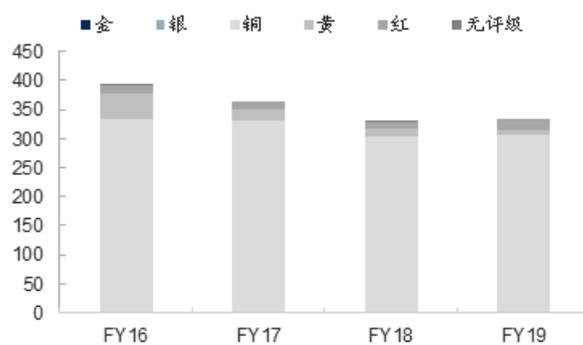
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 41: Nike 制鞋工厂各等级数量变化



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 42: Nike 制衣工厂各等级数量变化



资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

Nike 树立 2020 年多项目目标推动供应链劳工保障和环保减排。Nike 提出的 2020 年可持续发展三大目标：释放人的潜能，供应链转型，最小化环境影响。其中，转型供应链又分为三大目标：1) 可持续的采购，100% 的工厂达到可持续的标准；2) 有保障的工作，确保合约工厂的工人分享生产力的提升；3) 建立合作关系支持工厂内外的工人的需求。而最小化环境影响目标包括：1) 减小产品环境影响 10%；2) 增加可持续材料的应用；3) 100% 使用可再生能源或到 2025 财年底用减排设施控制绝对排放；3) 减少总体垃圾，减少制鞋废料填埋或焚烧；4) 创新和采取新措施减少供应链用水，减少面料印染和后整理环节 20% 的新鲜水资源利用；5) 实现危险化学物质零排放。

图 43: Nike2020 年可持续发展目标和措施

2020 TARGETS AND MEASURES	
UNLEASH HUMAN POTENTIAL	
Employees	
Target	Attract and develop an increasingly diverse, engaged, and healthy workforce
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Provide visibility to our diversity and inclusion progress • Provide comprehensive, competitive, and equitable pay and benefits • Invest in our employees through growth and development and wellbeing initiatives⁴
Community Impact	
Target	Invest a minimum of 1.5% of pre-tax income to drive positive impact in our communities
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Get kids (ages 7-12) moving through play and sport • Inspire a majority of NIKE employees to engage with their communities and support their giving of expertise, time, and money • Drive sustained community impact in primary markets and sourcing backyards
TRANSFORM MANUFACTURING	
Sustainable Sourcing	
Target	Source 100% from factories that meet our definition of sustainable
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Elevate a culture of health and safety • Eliminate excessive overtime (EOT)
Engaged Workforce	
Target	Ensure contract factory workers share in productivity gains
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Work with factories to develop and test new benefits and compensation models for their workers that can be scaled in the supply chain • Deliver improvements in key measures: unplanned absenteeism, turnover, and contract factory worker engagement and wellbeing
Partnerships to Accelerate Industry Change	
Target	Establish partnerships that support the needs of workers both inside and outside of the factories
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Scale services to support management and workers for improved engagement and wellbeing
<small>4. This measure was updated to better reflect our strategic approach to employees.</small>	
MINIMIZE ENVIRONMENTAL FOOTPRINT	
Product	
Target	Deliver products for maximum performance with minimum impact, with a 10% reduction in the average environmental footprint
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Greater than 80% of all NIKE product will be scored on sustainability performance
Materials	
Target	Increase use of sustainable materials in footwear and apparel
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Source 100% of our cotton more sustainably across NIKE
Carbon and Energy	
Target	Reach 100% renewable energy in owned or operated facilities by the end of FY25 and encourage broader adoption as part of our effort to control absolute emissions
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Decrease energy use and CO₂e emissions 25% per unit in key operations • Decrease energy use and CO₂e emissions 35% per kg in textile dyeing and finishing processes
Waste	
Target	Eliminate footwear manufacturing waste to landfill or incineration, while continuing to reduce overall waste
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Reduce waste index by 10% in footwear manufacturing, in distribution centers (DCs) and headquarters (HQs) • Increase landfill diversion at DCs and HQs
Water	
Target	Innovate and adopt new approaches to reduce water use in our supply chain, with a 20% reduction in freshwater use in textile dyeing and finishing (L/kg per unit of production)
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • Build resilience through supplier water risk-mitigation plans with material processors
Chemistry	
Target	Enable Zero Discharge of Hazardous Chemicals (ZDHC)
Measure	<ul style="list-style-type: none"> • 100% compliance with NIKE Restricted Substance List (RSL) • 100% compliance with ZDHC Manufacturing Restricted Substances List (MRSL) • Achieve better chemical input management through scaling more sustainable chemistries • Lead industry change through collective action • 100% of focus suppliers meeting NIKE's wastewater quality requirements for textile dyeing and finishing processes

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

Adidas 提出可持续发展六大战略, 贯穿产品的生产、销售、使用环节。在 2020 目标中, 与供应链管理方面的目标包括, 服装材料供应商节水 35%、废物减少 20%、节能 20%、二氧化碳每年减少 3%、增强工人申诉系统和技能培训等等。阿迪达斯还制定了 2020 年及以后的目标, 包括: 到 2024 年, 在其所有业务产品中只使用可回收的聚酯纤维, 并推出了 PRIMEBLUE 和 PRIMEGREEN 的功能性面料, 使用的聚酯纤维 100%可回收; 承诺到 2030 年将自己及其供应商的温室气体排放量比 2017 年减少 30%, 目标到 2050 年实现气候中性。

表 11: Adidas2020 年可持续发展目标和措施

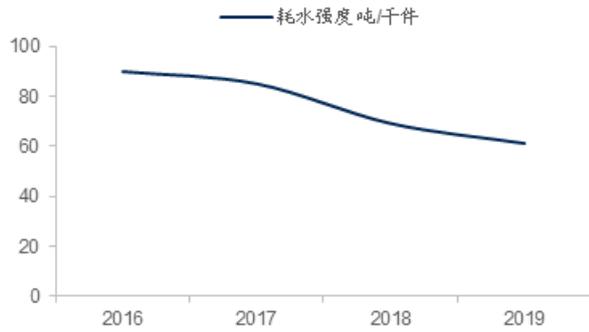
分类	项目	目标	细则
产品	节约水资源	水是生命所必需的。它也是我们行业的关键资源。为了解决日益严重的水资源短缺问题,实现水资源管理,我们开发了一种解决水资源效率、质量和可及性的方法。	1) 战略供应商节水 20%(2014 年基线) 2) 服装材料供应商节水 35%(2014 年基线) 3) 每个雇员在自己的地盘节省 35%的用水量(2008 年基线) 4) 进一步扩大无水技术在我们产品中的应用 1) 策略性供应商减少 20%的废物(2014 年基线) 2) 为减少堆填区,将 50%的废物转用于自有作业(2015 年基线) 3) 每名雇员在自己的工作地点减少 75%的纸张量(2008 年基线) 4) 取代传统棉花,目标是到 2018 年实现 100%可持续棉花 5) 减少使用原生塑料,首先:(a)在我们的商店里不再使用塑料袋(b)到 2024 年在所有产品和所有应用中只使用回收的聚酯纤维(c)与我们的合作伙伴 ParleyfortheOceans 一起扩大 ParleyOcean 塑料的供应链 6) 在我们的商店里增加可持续设计和材料的使用 7) 在我们所有主要城市和市场推出全球产品召回计划 8) 在材料、工艺和创新机器上投资,这将允许我们将材料升级到产品中,并减少浪费。目前的例子包括 SportInfinity 和 Futurecraft 定制纤维 9) 采用 ZDHC MRSL,实现 100%可持续的化学输入;逐步淘汰危险化学品;为我们的战略供应商提供一系列积极的化学成分 (thebluesign@bluefinder)
	材料与流程创新	我们为运动员创造最好的,同时优化我们对环境的影响。我们承诺在我们的生产、产品和商店中稳步增加使用更可持续的材料。与此同时,我们正在向闭环解决方案迈进。	1) 战略供应商节能 20%(2014 年基准) 2) 在自己的地点,范围 1 和 2CO2 排放量每年绝对减少 3%(2015 年基线) 3) 将 IMS 进一步扩展到自己运营的全球关键站点 4) LEED 认证用于新公司建设的关键项目,如公司在德国总部的新办公室和新的旗舰店。 5) 减少消费者事件对环境的影响
人员	节约能源	能量是身体的燃料。负责任地使用能源对我们这个星球的生存也至关重要。为了减缓气候变化,我们致力于减少绝对能源消耗和二氧化碳排放,向清洁能源过渡,并寻找能源收集的机会。	1) 通过扩大和完善申诉系统和技能培训项目,增强我们供应链工人的能力。这包括全面扩大员工申诉 App 到 100%的战略供应商。 2) 至少 80%的战略供应商达到社会合规等级 4C,至少 10%达到 5C 3) 至少 80%的战略供应商在被许可人评分卡上达到 80%或以上,10%达到可持续领先地位。 4) 为我们的员工培养跨职能和跨文化的职业生涯和经验。这将使他们获得新的视角,并在专业和个人方面得到成长。这包括志愿者项目和阿迪达斯基金以及锐步博克项目,这些项目也提高了软技能,如团队合作、领导能力、决策能力和沟通能力,同时提高了员工的责任感和积极性。 5) 倡导多样性——不分性别、国籍、种族、宗教、世界观、年龄、性取向或性别认同。
	赋能员工	人是我们所做一切事情的核心。就像教练确保球场上的所有球员都在正确的位置上,以获得最好的结果一样,我们也赋予人们权力去行使他们的权利,释放他们的潜力。	1) 为员工提供健康和工作生活平衡方面的教育和技能提升措施。 2) 为员工制定全球健康管理策略。这一战略是基于我们在赫尔佐根奥拉赫、波特兰和波士顿的办事处已有的坚实基础之上的。 3) 利用体育作为一种工具,传授价值观,提高年轻人的学习和体育成绩。此外,这个工具将增加他们的整体信心和福祉。通过博克项目,我们将与包括医疗保健行业在内的其他合作伙伴完善和完善集体影响模型,为缺乏运动这一流行病提供解决方案。我们的目标是在我们的目标地区将 BOKS 学校的注册数量增加 50%。
人员	促进健康	运动是个人健康和幸福的关键。我们的目标是使世界各地的人们能够参加体育运动,同时对他们进行身心健康、健身和营养方面的教育,这将最终让他们过上更健康、更充实的生活。	1) 奖励员工对公司宗旨、战略和成功的承诺和贡献。 2) 鼓励和支持员工志愿服务——为我们工作、生活和运作的社区创造变革的动力。 3) 与创造者和有影响力的人合作,推动创新合作。激励消费者、主要合作伙伴、品牌资产和其他人加入我们的旅程。 4) 与我们的运动员合作,他们将成为年轻创造者的榜样,分享经验,并表明体育是关于激情、决心、团队合作、帮助他人和积极。
	激发潜能	我们每天都在努力工作,以激励和帮助人们在生活中利用体育的力量。同样,我们希望通过以身作则,继续推动行业变革。	

资料来源:公司资料,国信证券经济研究所整理

申洲高度重视可持续发展投入与风险控制,巩固护城河。公司重点投入方向包括客户信息安全、生产自动化、节能降耗、环保减排、员工赋能与福利、供应链管理,一方面契合品牌客户对供应商 ESG 管理的优选方向,另一方面也有助于借助当下的强盈利能力,持续投入巩固未来的竞争优势。公司具体措施包括: 1) 设立专用工厂,保护客户信息,定制化满足客户需求; 2) 持续自动化与环保节能改造,提升效率,减少能耗; 3) 高标准建设环保设施,清洁排放; 4) 员工管理,高度注重员工关怀,在行业用工荒的压力下流动率持续降低(<5%); 5) 供应链管理,优选海内外优质龙头供应商。

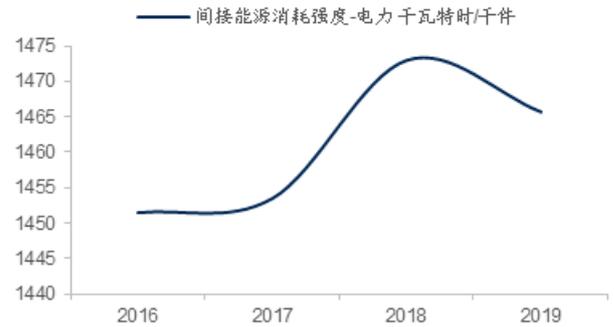
节能减排与员工稳定性管理均取得显著成果。从公司的能耗强度、排放强度数据看到,公司整体的能耗与排放处于较好的水平,且呈现下降的趋势。从公司的员工流动性观察,在公司员工持续增长的背景下,流动性保持在较低的水平,月流动率保持在 5%以下,且多年来整体呈下降趋势。

图 44: 耗水强度持续下降



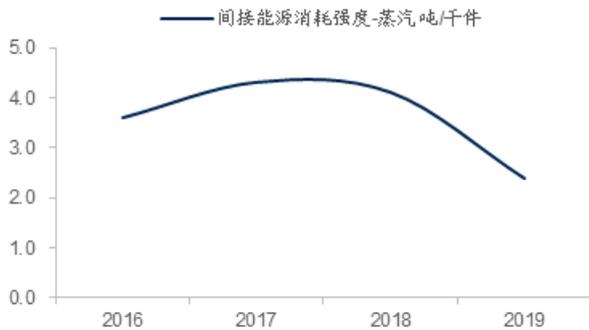
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 45: 电力消耗呈下降趋势



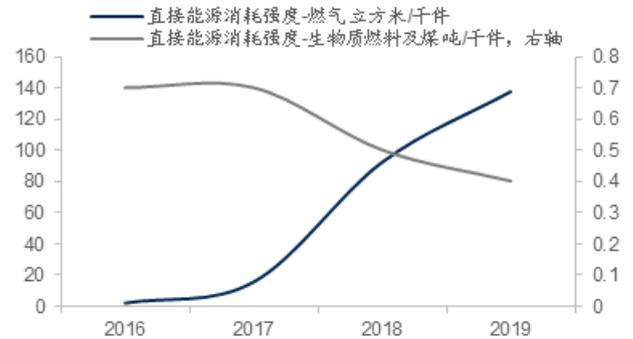
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 46: 蒸汽消耗呈下降趋势



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 47: 使用清洁能源天然气替代煤与生物质燃料



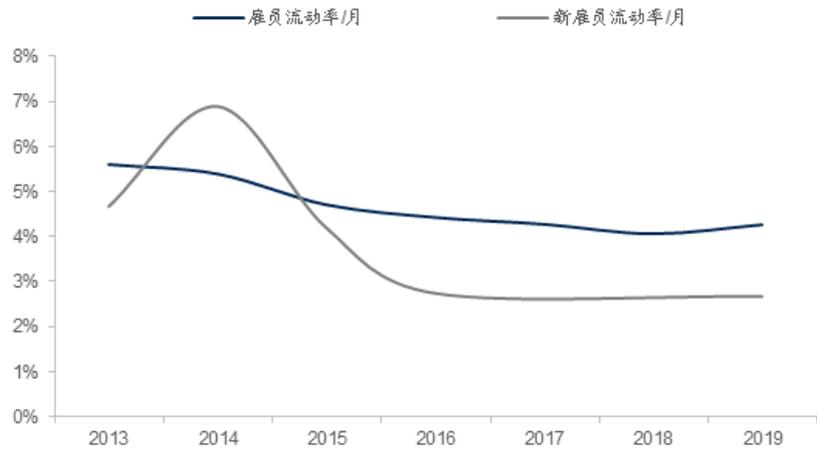
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 12: 公司污染排放强度

项目	单位	2018	2019
废水排放强度	千克/千件	50,100	46,600
二氧化硫排放强度	千克/千件	0.08	0.10
氮氧化物排放强度	千克/千件	0.31	0.28
烟尘排放强度	千克/千件	0.16	0.15
危险废物排放强度	千克/千件	1.71	2.16
非危险废物排放强度	千克/千件	150.01	143.35

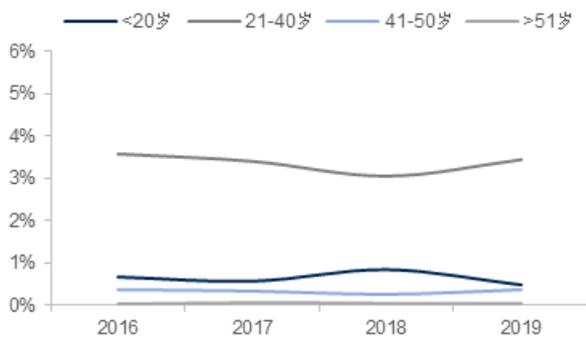
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 48: 公司雇员流动率低且呈下降趋势



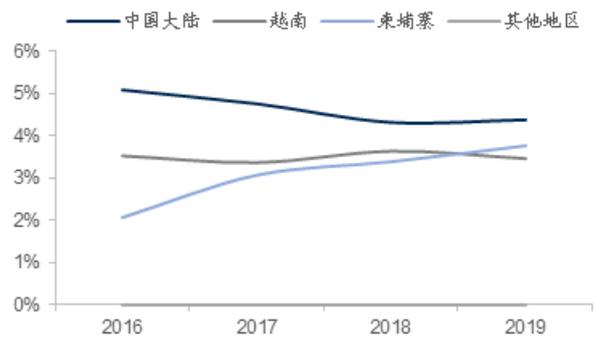
资料来源: 国信证券经济研究所整理

图 49: 员工流动率按年龄分布



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 50: 员工流动率按地区分布



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

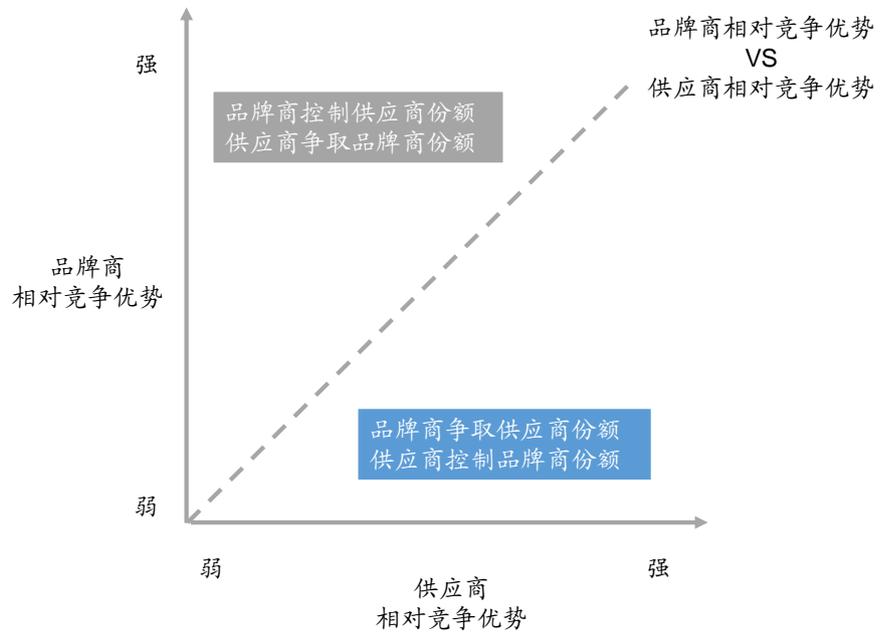
空间测算: 竞争力决定份额, 品牌渗透率和海外布局提升潜力较大

供应商与其同行的竞争力差距决定了其市场份额

我们认为供应商在品牌商的采购份额, 主要取决于供应商与自身产业链同行的相对竞争优势。品牌一方面希望保持供应商适度的分散控制单一供应风险, 另一方面又希望拥有最优质的供应资源从而与其他品牌保持竞争优势。当某供应商相比其同行具备显著优势时, 品牌争取其产能资源所获得的收益大于供应集中的风险, 则该供应商在品牌采购份额有望提升。同样, 对于供应商来说, 当某品牌相比其他品牌具备显著优势时, 争取其采购份额的收益大于客户集中的风险, 该供应商将加大对该品牌订单的争取。因此, 我们认为申洲国际在龙头品牌中的份额天花板主要取决于其相较其他供应商的竞争优势。在接下来的测算中, 我们的核心的假设是未来申洲能够保持竞争优势, 通过突破产能瓶颈去

扩大份额，提出几种长期增长空间的可能性，具体将从品牌份额角度和地理分布这两个角度分析。

图 51：品牌商与供应商在产业链的横向竞争优势决定其对上下游的议价力



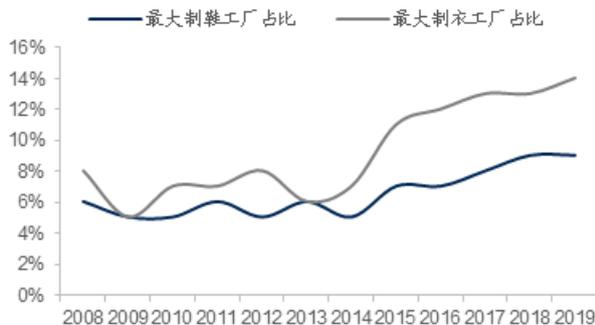
资料来源:国信证券经济研究所整理

品牌份额：渗透率提升潜力足以支撑 10 年保持双位数复合增长

品牌客户持续进行供应商整合，提升优质产能集中度。我们分析 Nike Adidas 两大运动国际龙头品牌的供应商数量和核心供应商份额发现，近年来均呈现提升核心供应商份额的趋势，而具体提升方式有所差异：

- 1、**Nike 持续提升头部供应商份额，制衣提升幅度高于制鞋。**Nike 近十年第一大制鞋/制衣工厂占比呈现持续上升趋势，2019 年分别达到 9%/14%；前五大制鞋/制衣供应商（同一供应商可能有多家工厂）占比 2019 年分别达到 61%/49%，头部制衣供应商占比呈现持续上升趋势且相较制鞋供应商集中度仍有较大差距；
- 2、**Adidas 近两年扩大供应商数量但同时核心供应商占比进一步扩大。**Adidas 近十年来最大制鞋/制衣单体工厂的份额呈现先升后降的趋势，但从核心供应商（key strategic partners，同一供应商可能有多家工厂）的数量和占总供应商数量的比例看，2019 年均明显提升；进一步分品类观察，制鞋核心供应商占比保持在高位，制衣核心供应商占比提升幅度显著。2019 年，Adidas 制衣核心功能供应商共 22 家，其产量/产值占比均达到 88%。

图 52: Nike 最大制鞋/制衣工厂占比呈上升趋势



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 53: Nike 前五大制衣供应商占比低于制鞋但持续提升



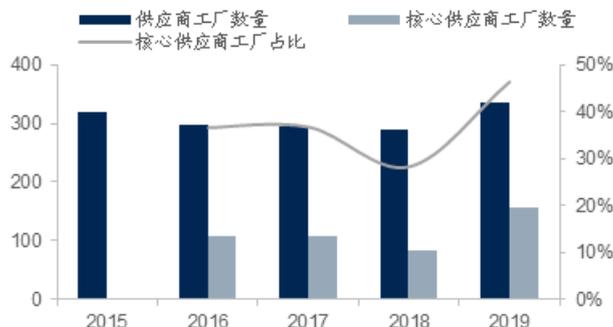
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 54: Adidas 最大制鞋/制衣工厂占比近两年下降



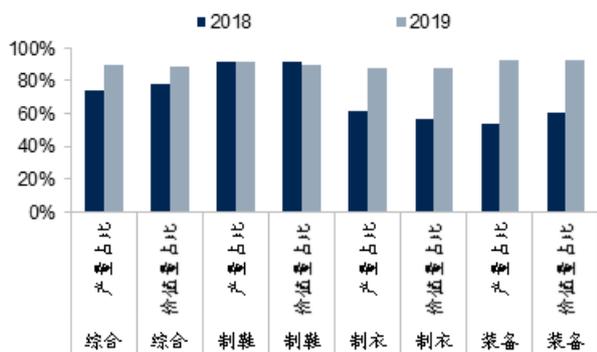
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 55: Adidas 核心供应商数量和占比 2019 年提升



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 56: Adidas 制衣核心供应商占比大幅提升



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 57: Adidas 制衣核心供应商平均合作年限大幅提升

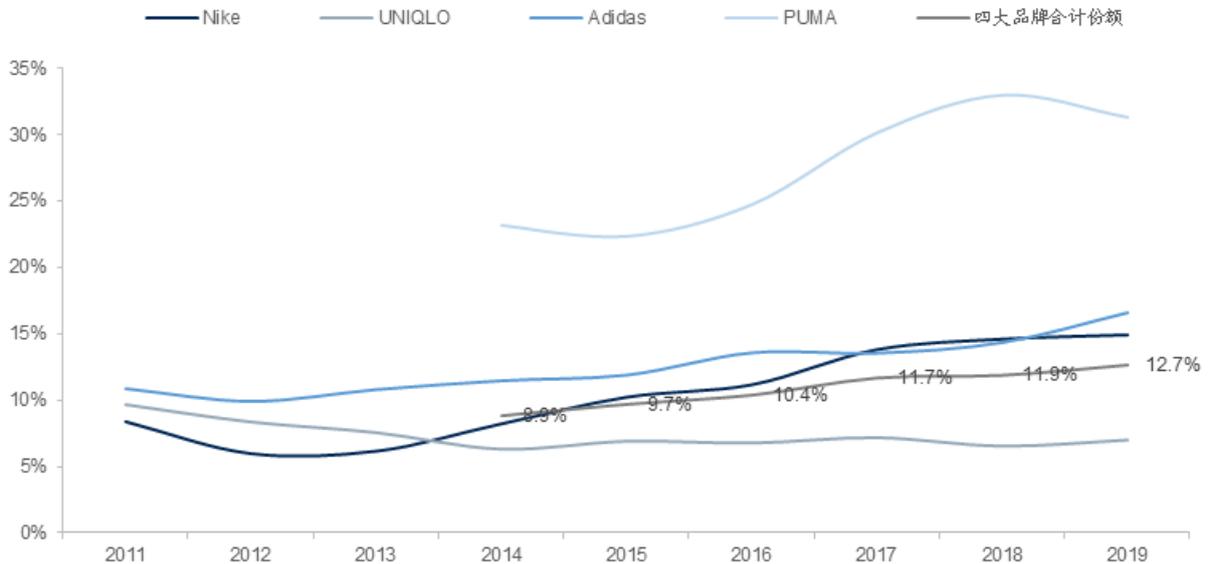


资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

测算得知过去 6 年中洲在品牌采购份额平均每年提升 0.77 百分点。公司在品牌客户的采购份额主要是针织服装品类的份额, 目前在四大品牌 Nike、Adidas、优衣库和 PUMA 的占比约为 17%、15%、13%和 40%。为了获取历史份额提升趋势, 我们用四大品牌服装采购成本作为分母去算中洲在四大品牌中的份额, 由于毛利率的假设和部分品类无法剔除, 我们的计算结果和实际份额存在几个百分点的差异, 但我们认为整体变化趋势可以参考。以我们口径计算, 中洲过

去 6 年在四大品牌服装采购合计份额平均每年提升 0.77 个百分点，2019 年占四大品牌服装总共达到 12.7%。

图 58: 公司占四大品牌客户服装采购份额变化趋势



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

在龙头品牌保持成长趋势的假设下，公司未来 10 年以中低双位数的速度扩张产能仍有充分空间。我们认为，龙头品牌对龙头供应商的最大份额容忍度，取决于品牌自身与其他品牌的相对竞争优势，以及龙头供应商与其他供应商的相对竞争优势。当品牌自身相对其他品牌竞争对手的竞争优势

我们假设未来 10 年中洲仍以龙头品牌客户为主的客户结构进行销售，其中，由于具体品牌之间可能因发生竞争格局的变化，使得中洲的未来四大品牌发生更替，但中洲凭借自身领先同行的竞争力，始终保持与行业下游最领先的龙头品牌的合作。我们计算得到，四大品牌过去 6 年服装收入保持 9.6% 左右增速，我们未来假设 10 年四大品牌合计增速从 9.6% 逐步降到 8%，并分三种情景假设中洲的市场份额，推算对应的成长速度，结论如下：

- 1、**一般情景**：假设中洲每年份额提升 0.5 个百分点，则十年后中洲占四大品牌份额占比达到 17.7%，我们认为该比例对品牌并未构成严重的供应集中风险，具备达标可能性。在这个假设下，**中洲来自四大客户的收入 10 年 CAGR 为 12.4%**，符合公司年均产能扩张 10%-15% 的范围；
- 2、**乐观情景**：假设中洲每年份额保持过去年均 0.77 个百分点的提升幅度，则十年后中洲占四大品牌份额占比达到 20.4%，我们认为该比例相对较高但也具备一定的达标可能性。在这个假设下，**中洲来自四大客户的收入 10 年 CAGR 为 14%**，符合公司年均产能扩张 10%-15% 的范围；
- 3、**悲观情景**：假设中洲每年份额保持过去年均 0.3 个百分点的提升幅度，则十年后中洲占四大品牌份额占比达到 15.7%，我们认为该比例相对较低，也具备较大的达标可能性。在这个假设下，**中洲来自四大客户的收入 10 年 CAGR 为 11.1%**，符合公司年均产能扩张 10%-15% 的范围。

表 13: 公司未来十年复合增速与在四大品牌的合计份额测算

项目	2013-2019CAGR	2020E-2029ECAGR	2019 份额	2029E 份额
四大品牌	9.60%	8.70%		
一般情景	-	12.4%	12.7%	17.7%
乐观情景	-	14.0%	12.7%	20.4%
悲观情景	-	11.1%	12.7%	15.7%

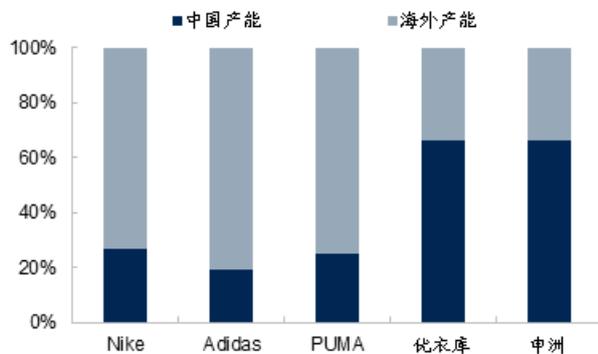
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

地理布局: 公司中国产能占比较高, 海外扩张仍有较大提升空间

公司中国产能占比显著高于四大品牌的中国服装采购占比。从四大品牌供应链分布与销售市场分布看, 欧美市场为主的运动品牌 Nike、Adidas、PUMA, 服装供应地分布在中国以外的地区占 75% 以上, 其中又以东南亚为主, 主要是因为优惠的关税与劳动力成本。申洲国际尽管近年加快海外产能的扩张, 当下东南亚产能的占比仍仅在 33% 左右。出于品牌“Local for Local”的供应战略, 申洲的中国市场销售份额高于四大品牌客户, 但也仅在 31.5% (四大品牌中国市场份额在 16%-26% 之间) 低于申洲在中国的产能份额, 有大量的出口业务。

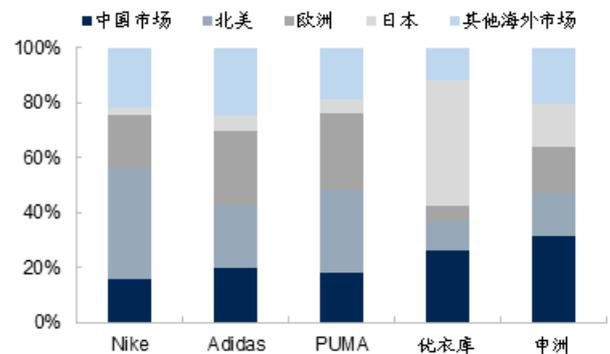
公司在欧美市场的销售份额仍有较大提升空间。目前申洲的销售市场分布, 大约中国: 美国=2:1, 然而从运动服市场需求的角度看, 无论是 Nike 的销售市场分布, 还是全球运动市场分布, 大致上中国: 美国=1:3。欧洲市场同理, 从 Adidas 或 PUMA 的市场分布看, 大致上中国: 欧洲=2:3, 而申洲的中国: 欧洲>3:2。我们认为申洲与运动品牌在销售市场分布的错配的原因主要在于海内外产能占比的错配。

图 59: 公司与四大品牌客户产能地理分布比较



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 60: 公司与四大品牌客户销售市场地理分布比较



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

公司海外扩张有望降低品牌客户关税开支, 减小国际贸易摩擦风险。东南亚国家普遍拥有中国 1/2 的工资水平和出口关税优惠。由于关税由品牌客户承担, 我们选取部分针织服装的产品分类比较中国、越南、柬埔寨分别出口到美国、欧洲 (德国为代表)、日本的关税差异, 发现:

- 1) 中国出口到美国的关税比越南、柬埔寨普遍高 7.5%;
- 2) 中国出口到欧洲的关税比越南高 2.4% (EVFETA 生效后将高出 12%), 比柬埔寨高 12%;
- 3) 中国出口到日本的关税比越南、柬埔寨均高约 10%。

但同时, 东南亚服装制造业也存在产业链配套不齐全、劳工素质较低的问题。对品牌客户来说, 即使目前从申洲采购要承担更大的关税和劳动力成本, 申洲

的产能仍显示出明显的竞争优势。我们认为，当中洲能够将一体化的产业链和高素质的生产力复制到低成本国家后，显然对品牌客户来说具备更强的吸引力。目前中洲在欧美市场的份额远低于在中国市场的份额，未来通过越南和柬埔寨的产能扩建，有望继续扩大海外销售市场的份额。结合目前的行业出现的挑战，包括逆全球化、贸易保护主义趋势，公司已经提前形成了完整高效运转的海外一体化产能基地，供应链的效率和安全性兼备，接下来通过扩张海外下游制衣产能，将进一步扩大优势。

图 61：中国、越南、柬埔寨部分针织服装出口关税比较

进口国/出口国			美国			德国			日本		
			中国	越南	柬埔寨	中国	越南	柬埔寨	中国	越南	柬埔寨
适用税率			普通税率+附加税	普通税率	普通税率	普通税率+增值稅	Standard GSP+增值稅	0+增值稅	普通税率+消費税+地方消費税	0+消費税+地方消費税	0+消費税+地方消費税
贸易协定			MFN	MFN	MFN	MFN	EVFTA将于2020年夏初生效	EBA至2020年8月12日	MFN	VJEPA (日本-越南自由贸易协定)	ASEAN
备注			COST	COST	COST	CIF	CIF	CIF	CIF, 消費税征收条件: CIFD>=1000日元; 地方消費税征收条件: 消費税>=100		
6101	男式大衣、短大衣、上衣	20 棉	15.9%+7.5%	15.9%	15.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		30 化学纤维	5.6%+7.5%	5.6%	5.6%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		90 其他	16.0%+7.5%	16.0%	16.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
6103	西服套装、便服套装	10 西服套装	10%+7.5%	10.0%	10.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		20 便服套装									
		22 棉制	15.9%+7.5%	15.9%	15.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		23 合成纤维	10%+7.5%	10.0%	10.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		29 其他	16.0%+7.5%	16.0%	16.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		30 上衣									
		31 羊毛	10%+7.5%	10.0%	10.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		32 棉制	13.5%+7.5%	13.5%	13.5%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		33 合成纤维	10%+7.5%	10.0%	10.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		39 其他	14.9%+7.5%	14.9%	14.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	8.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		40 长裤、短裤									
		6105	男衬衫	41 羊毛	15.8%+7.5%	15.8%	15.8%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%
42 棉制	16.1%+7.5%			16.1%	16.1%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
43 合成纤维	15.2%+7.5%			15.2%	15.2%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
49 其他	28.2%+7.5%			28.2%	28.2%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	8.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
10 羊毛	19.7%+7.5%			19.7%	19.7%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
20 棉制	13.6%+7.5%			13.6%	13.6%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
90 其他	14.9%+7.5%			14.9%	14.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
6107	男内裤、内衣、睡衣裤	10 内裤									
		11 棉制	7.4%+7.5%	7.4%	7.4%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	7.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		12 化学纤维	14.9%+7.5%	14.9%	14.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	7.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		19 其他	0.9%	0.9%	0.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	7.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		20 睡衣裤									
		21 棉制	8.9%+7.5%	8.9%	8.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	7.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		22 化学纤维	16.0%+7.5%	16.0%	16.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	7.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		29 其他	8.5%+7.5%	8.5%	8.5%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	7.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		90 其他									
		91 棉制	8.7%+7.5%	8.7%	8.7%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	8.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
6109	T恤衫、汗衫、背心	99 其他	14.9%	14.9%	14.9%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	8.4%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		10 棉制	16.5%+7.5%	16.5%	16.5%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%
		90 其他	32%+7.5%	32.0%	32.0%	12%+19%	9.6%+19%	0%+19%	10.9%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%	0%+7.8%+2.2%

资料来源:商务部, 国信证券经济研究所整理

盈利预测：新一轮海外大规模产能释放期到来

公司产能情况与未来扩张计划如下：

- 1、上游面料产能：2019年在国内和越南分别达到300吨/天和280吨/天，我们预计2021年两地产能将增加到360吨/天和350吨/天；
- 2、下游成衣产能：2019年在国内和海外分别达到约2.9亿件/年和1.4亿件/年，年内平均人数约为4万人和2.5万人；目前计划扩张的项目有：
 - 1) 越南德利厂区有6000人工厂，已招3000人，未来一年招满；
 - 2) 越南世通厂区有6000人工厂在建，建成后2-3年招满；

3) 柬埔寨有 1.8 万人工厂在建, 建成后 3-5 年招满。

我们预计在全球疫情过后, 市场需求正常情况下, 公司将启动招聘计划, 预计到 2023 年, 国内和海外产能均达到 3.1 亿件/年, 人数约为 3.8 万人和 4.1 万人。

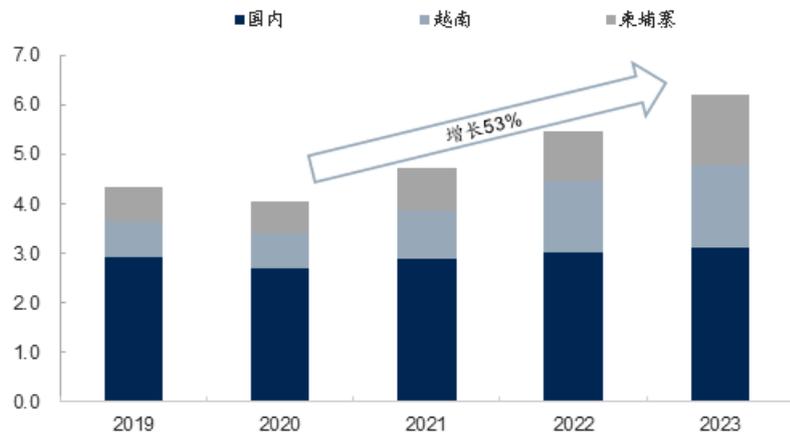
表 14: 公司现有产能情况与未来产能分布

地区	项目	目前		扩张计划	
		成衣	面料	成衣	面料
中国	厂区	宁波、安庆、衢州	宁波		
	规模	约 4 万人	约 300 吨/天		宁波
	占比	约 70%	约 52%		计划扩张到 350-360 吨/天
越南	厂区	世通	德利	德利	德利
	规模	约 1.1 万人	约 280 吨/天	德利: 约 6000 人工厂已招工 3000 人, 第二年进入快速爬坡期 世通: 在建约 6000 人工厂, 预计 2021 年中投产招工	计划扩张到 350 吨/天
	占比	约 14%	约 48%		
柬埔寨	厂区	安达、大千		金边经济特区三期	
	规模	约 1.1 万人		在建约 1.8 万人工厂, 预计 3 年内完成, 一期已建成, 预计开启招工一年内招到 2000 人, 第二年招到 4500 人	
	占比	约 15%			

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

综上, 我们预计公司 2020 年成衣产能员工人数约 6.4 万人, 2023 年将达到 7.9 万人, 增长 23.6%, 人均效率提升 23.3%, 产能提升 52.5%。其中, 全年平均产能国内: 海外将从 67:33 改变至 51:49。

图 62: 成衣产能扩张预测 (单位: 万件)



资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

我们根据公司招工进度和目标产能测算, 预计公司 20-22 年产能释放呈加速趋势, 具体测算逻辑如下:

- 2020 年, 疫情影响下, 公司保持产能建设计划和现有产能规模, 但延后投产工厂的新员工招聘启动时间, 直至疫情影响的需求恢复正常, 我们假设年底需求恢复正常。
- 2021 年, 越南德利工厂与柬埔寨新项目一期启动招聘, 招满后爬坡将成为最主要的产能增长驱动力, 叠加前一年的产能利用率较低的基数效应, 预计当年产能增长在 10%-15% 区间的上限;

3. 2022-2023 年,随着越南德利工厂和柬埔寨新项目一期爬坡接近理想水平,越南世通新项目进入招聘和爬坡期,同时柬埔寨二期也进入投产爬坡,两地同时有较大规模的产能处于效率提升和人数扩充的阶段,总体产能增速继续保持在 10%-15%中较高的水平。

综合预计 20-22 年,公司产能增长分别为-6.30%/16.41%/15.5%,具体成衣产能拆分工厂预测如下:

表 15: 公司成衣产能增长测算

地区	项目	FY2019	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E
国内	国内成熟工厂	29,290	26,947	28,833	29,986	31,186
	YoY	1.0%	-8.0%	7.0%	4.0%	4.0%
	国内工厂合计	29,290	26,947	28,833	29,986	31,186
	YoY	1.0%	-8.0%	7.0%	4.0%	4.0%
越南	世通成熟工厂	6,655	6,189	6,808	7,148	7,577
	YoY	21.0%	-7.0%	10.0%	5.0%	6.0%
	德利爬坡工厂	450	900	2,400	5,100	5,610
	YoY		100.0%	166.7%	112.5%	10.0%
	世通在建工厂			450	2,400	3,570
	YoY				433.3%	48.8%
越南工厂合计		7,105	7,089	9,658	14,648	16,757
	YoY	29.2%	-0.2%	36.2%	51.7%	14.4%
柬埔寨	柬埔寨成熟工厂	6,900	6,417	6,930	7,346	7,787
	YoY	15.0%	-7.0%	8.0%	6.0%	6.0%
	柬埔寨在建工厂		113	1,800	2,550	6,120
	YoY			1500%	42%	140%
柬埔寨工厂合计		6,900	6,530	8,730	9,896	13,907
	YoY	15%	-5%	34%	13.4%	40.5%
合计	合计	43,295	40,565	47,222	54,531	61,850
	YoY	6.90%	-6.30%	16.41%	15.5%	13.4%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

其他假设:

1. ASP 增长: 2020 年,由于原材料价格处于下跌通道,我们预计 ASP 将下跌 1%,而 21-22 年将恢复增长,假设为 2.5%/2%;
2. 毛利率: 我们认为公司产能利用率理想情况下,制造业务毛利率在 31%左右,2019 年零售业务对毛利率的影响以后将不再出现,并且 20-22 年我们预计公司的产品组合也大致保持稳定。因此,考虑到 2020 年疫情对产能利用率有一定负面影响,预计毛利率在 29.3%,而 21-22 年需求恢复与新工厂产能爬坡将促使毛利率恢复正常水平;
3. 经营开支比率(销售管理费用率):公司近年来经营开支比率在 8.5%-10.5%之间,我们认为公司结束零售业务以及加强空运费的控制将有助于降低销售费用占比,未来产能提升后也有望进一步发挥经营杠杆作用,20-22 年经营开支比率有望保持在 8%-8.5%之间;
4. 有效税率: 海外税率相对较低,越南工厂享受 4 免 9 减半的税率优惠,自 2020 年起进入减半期,所得税率由 0%上升到 5%,其他地区相对稳定。我们预计海外产能扩张,公司 20-22 年的有效税率有望保持在 13%左右;
5. 资本开支: 我们预计公司本轮产能扩张的资本开支高峰在 2019 年,未来有望小幅下降,预计 20-22 年资本开支在每年 15 亿元人民币左右;
6. 派息比例: 公司保持相对稳定的派息比例,每年约 50%,我们预计 20-22

年将维持这一比例。

综合以上假设，参考近期同业公司疫情下的季度收入和利润表现，结合品牌客户的库存去化计划，我们下浮下调公司盈利预测，预计公司 20-22 年净利润增长-15.1%/28.4%/18.6%，EPS 分别为 2.88/3.69/4.38 元(此前为 3.00/3.78/4.51 元)，当前股价对应 PE 为 29.7x/23.2x/19.5x。

表 16: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	22,665	20,952	25,000	29,447
(+/-%)	8.2%	-7.6%	19.3%	17.8%
净利润(百万元)	5,095	4,324	5,550	6,584
(+/-%)	12.2%	-15.1%	28.4%	18.6%
每股收益(元)	3.39	2.88	3.69	4.38
毛利率	30.3%	29.3%	31.0%	31.2%
经营利润率	23.5%	22.6%	24.3%	24.5%
净利率	22.5%	20.6%	22.2%	22.4%
净资产收益率(ROE)	21.4%	16.6%	19.4%	20.4%
市盈率(PE)	25.2	29.7	23.2	19.5
EV/EBITDA	21.2	24.4	19.5	16.7
市净率(PB)	5.1	4.8	4.2	3.8

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

表 17: 同行可比公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价	货币	EPS			货币	PE			PB 19	BPS 19	总市值	货币
					2019	2020E	2021E		2019	2020E	2021E				
02313	申洲国际	买入	95.1	HKD	3.39	2.88	3.69	CNY	25.2	29.7	23.2	5.1	16.7	1,429	HKD
00551	裕元集团	无评级	12.1	HKD	0.19	0.08	0.18	USD	8.4	20.0	8.6	0.6	2.5	195	HKD
02232	晶苑国际	无评级	1.7	HKD	0.05	0.05	0.06	USD	4.1	4.4	3.7	0.6	0.4	49	HKD
02678	天虹纺织	无评级	5.6	HKD	0.97	1.13	1.39	CNY	5.2	4.4	3.6	0.6	8.2	51	HKD
601339	百隆东方	增持	3.2	CNY	0.20	0.21	0.29	CNY	16.0	15.2	11.0	0.6	5.3	53	CNY
000726	鲁泰 A	无评级	7.0	CNY	1.11	0.74	0.92	CNY	6.3	9.5	7.6	0.8	9.0	67	CNY
300577	开润股份	买入	25.1	CNY	1.04	1.11	1.41	CNY	24.2	22.5	17.8	6.5	3.8	61	CNY
603558	健盛集团	无评级	8.8	CNY	0.68	0.71	0.89	CNY	13.0	12.4	10.0	1.2	7.3	41	CNY
002042	华孚时尚	无评级	5.1	CNY	0.27	0.19	0.32	CNY	18.9	27.5	16.0	1.2	4.1	86	CNY
1476	儒鸿	买入	333.0	TWD	15.67	11.97	14.09	TWD	21.3	27.8	23.6	5.0	66.1	914	TWD
9910	丰泰企业	买入	179.5	TWD	8.48	7.28	8.34	TWD	21.2	24.6	21.5	7.9	22.6	1,319	TWD
1477	聚阳实业	无评级	176.0	TWD	8.66	6.99	7.50	TWD	20.3	25.2	23.5	4.3	41.4	387	TWD

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理预测
 注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 110-115 港元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.9%、风险溢价 7.1%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 3%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；
- 4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2020 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司竞争优势、成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 27-28 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们对公司未来盈利预测建立较多假设，存在低于预期的风险，具体包括以下方面：

- 1、可能由于宏观环境和行业前景的存在的重大负面事件导致经济大幅下行风险，严重影响公司未来经营条件，导致业绩预测过于乐观；
- 2、可能由于公司产能所在地区发生自然灾害、社会事件等状况导致生产经营被暂停或终止，进而导致的实际产出不达预期；
- 3、可能由于公司产能所在地区的企业投资、经营、贸易政策发生重大变化导致经营存在不确定性的风险；
- 4、可能由于公司主要客户面临重大突发负面影响事件导致经营情况恶化，导致订单执行与付款情况低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
固定资产	9592	10134	10627	11077	净利润	4959	4324	5550	6584
无形资产	101	101	101	101	折旧摊销	1031	821	865	904
其他非流动资产	1667	1886	2137	2422	处置资产亏损	11	0	0	0
非流动资产合计	11361	12122	12865	13601	营运资本变动	18	548	(1331)	(1557)
存货	5282	4956	5771	6780	其它	(414)	(159)	(68)	(16)
贸易应收账款	3649	3373	4025	4741	经营活动现金流	5604	5533	5016	5915
其他应收款项	535	535	535	535	资本开支	(2542)	(1400)	(1400)	(1400)
货币资金	5061	6658	8129	9875	其它投资现金流	(610)	10	10	10
其他流动资产	5967	5967	5967	5967	投资活动现金流	(3152)	(1390)	(1390)	(1390)
流动资产合计	20494	21489	24427	27898	权益性融资	0	0	0	0
资产总计	31855	33610	37293	41499	负债净变化	1452	0	0	0
长期借款	776	776	776	776	支付股利、利息	(2403)	(2564)	(2162)	(2775)
其他非流动负债	302	483	689	924	其它融资现金流	(37)	18	7	(4)
非流动负债合计	1079	1259	1465	1700	融资活动现金流	(988)	(2546)	(2154)	(2779)
应付账款	881	826	962	1131	现金净变动	1464	1597	1472	1746
其他应付款	1214	1214	1214	1214	货币资金的期初余额	3566	5061	6658	8129
短期借款	3192	3192	3192	3192	货币资金的期末余额	5061	6658	8129	9875
其他流动负债	298	168	120	113	企业自由现金流	3062	4133	3616	4515
流动负债合计	5585	5400	5488	5650	权益自由现金流	4719	4339	3866	4816
负债合计	6664	6659	6954	7350					
股本	151	151	151	151					
储备	25021	26781	30169	33978	关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	19	19	19	19	收入增长率	8.2%	(7.6%)	19.3%	17.8%
股东权益合计	25191	26951	30339	34149	净利润增长率	12.2%	(15.1%)	28.4%	18.6%
					毛利率	30.3%	29.3%	31.0%	31.2%
					净利率	22.5%	20.6%	22.2%	22.4%
					EBIT Margin	23.5%	22.6%	24.3%	24.5%
					EBITDA Margin	28.1%	26.5%	27.8%	27.6%
					ROIC	17.6%	13.7%	16.2%	17.3%
					ROE	21.4%	16.6%	19.4%	20.4%
					资金周转天数	160.1	166.3	148.6	148.5
					资产负债率	20.9%	19.8%	18.6%	17.7%
					净负债权益比	-23.1%	-10.0%	-13.7%	-17.3%
					股息回报率	2.0%	1.7%	2.2%	2.6%
					每股股息	1.7	1.4	1.8	2.2
					每股收益	3.4	2.9	3.7	4.4
					每股净资产	16.7	17.9	20.2	22.7
					每股经营性现金流	3.7	3.7	3.3	3.9
					P/E	25.2	29.7	23.2	19.5
					P/B	5.1	4.8	4.2	3.8
					P/CF	22.9	23.2	25.6	21.7
					EV/EBITDA	21.2	24.4	19.5	16.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本

报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032