港股公司报告 | 公司深度研究

申洲国际（02313）

重新定义一体化针织供应链，重研发+深绑定+稳扩产巩固护城河

全球纵向一体化针织制造龙头，快反能力优势明显

公司作为国内最具规模的一体化针织制造商，集坯布/面料生产、染色、印花设计、裁剪等不同生产环节于一体。上游供应链端主要为纺织原材料输入（天然纤维、合成纤维），中下游实现一体化生产，具有以下优势：1）提升了公司内部不同工序之间的整体供货效率，减少上游供应链中外部供应商供货时效不稳定问题；2）有效避免短期市场价格波动带来的成本、费用波动等影响；3）缩短全工序整体生产时间，赋能公司进行快速反应、柔性化生产，有效缩短订单交期。

NIKE、Adidas等稳定优质品牌商客户携手申洲共同成长

公司在全球体育用品快速扩张时期较早融入NIKE、Adidas全球供应链体系，通过体量规模优势、管理效率及研发创新能力优势，不断稳固自身在四大国际厂商供应链中的位置，2015-2019年四大品牌商的订单量增长迅速，2019年公司与NIKE、Adidas及PUMA业务往来营业收入较2015年实现翻倍/接近翻倍增长，与UNIQLO的业务往来营业收入也呈现50%左右的增长态势。2015-2019年公司与头部四大核心客户业务营收占比维持在80%左右，行业头部客户订单集中保证公司稳定的订单量，各大巨头厂商未来的市场拓展扩张计划则为公司订单增量提供了有力的支撑。

研发能力突出，生产技术及设备升级持续赋能

公司在行业内精耕细作多年，科研能力沉淀积累丰富，科研专利成果涵盖新材料面料发明、生产过程中的设备工艺改造以及制衣模板等关键生产经营环节。2019年公司共申请获得专利达101项，包含实用新型专利70项及发明专利31项，在专利成果数量上远超同行业可比标的。公司创新能力深入到纵向一体化生产模式的每一个环节：上游纺纱织布，中游成衣生产、经营管理，下游智能物流供销渠道体系与客户品牌对接。新材料的专利发明及相关生产技术的积累需要多年持续的资金和人力投入，具有很高的行业准入壁垒，有助于公司提升自身产品议价能力及生产附加值，进而提升公司整体商品毛利率水平。

海外产能稳步增长，“双一体化”布局加速推进

在订单向头部优质供应商聚拢的背景下，公司在海内外加强“双一体化”布局，设备技术更新升级，强化精益管理，为承接头部客户订单增量奠定坚实基础。公司在2011年即开始加速布局越南、柬埔寨等海外生产基地产能建设，发挥东南亚成本优势，海外产能稳步爬升。同时公司在国内生产基地推行技术改革与设备升级更新，生产效率稳步提升，我们认为未来3-5年内公司国内产能有望扩充20%左右，替代当前从海外基地进口的面料，并最终实现海内外生产基地上下游产能平衡，完善“双一体化”布局，促进短交期快反能力及降低物流成本。

维持盈利预测，维持买入评级

预计公司2020~2022年分别实现营收251.37、276.17、319.85亿元，归母净利润分别为54.31、61.96、71.90亿元，对应EPS分别为3.61/4.12/4.78元，对应P/E分别为41.99/36.81/31.72倍。我们使用DCF绝对估值法得到公司2021年内在价值为2490.77亿元，对应目标股价为165.72元人民币/198.21港元。

风险提示：全球疫情反复波动风险；贸易政策风险；海外生产基地产能释放不及预期；原材料价格波动上升。
内容目录
1. 国际平台式一体化针织制造龙头 ........................................................................... 4
   1.1. 深度复盘：30 年主业破茧成蝶成功蜕变 ......................................................... 4
   1.2. 精益管理持续赋能，财务表现出类拔萃 ......................................................... 6
2. 技术研发构建强大壁垒，一体化生产+优质客群助力成长 ................................ 11
   2.1. 完整垂直一体化生产模式高效赋能 ............................................................. 11
   2.2. 稳定优质客户群体，合作加深、订单增长携手申洲共同成长 ..................... 13
   2.3. 长期技术积淀&强大核心技术研发能力筑起行业壁垒 .................................... 15
3. 海外产能有序扩充，“双一体化”生产布局雏形初现 ........................................... 17
   3.1. 头部客户精简供应链，未来订单向优质供应商聚拢 ....................................... 17
   3.2. 海外产能稳步增长，“双一体化”布局加速推进 ........................................... 18
4. 运动装备市场订单增量广阔，头部客户业绩维持稳定增长 ............................... 22
   4.1. 主要原材料价格处历史低位，利于公司成本控制 .......................................... 22
   4.2. NIKE、Adidas 龙头地位稳固，未来业绩增速稳定 ....................................... 22
   4.3. 安踏体育逆市勇进，未来贡献潜在订单增量 .................................................. 23
5. 盈利预测及估值 ...................................................................................................... 25
6. 风险提示 ................................................................................................................. 27

图表目录
图 1：公司与头部客户合作专用工厂 ........................................................................ 4
图 2：公司 NIKE 专用工厂及 Adidas 专用工厂建设 ................................................ 4
图 3：公司自 2005 年上市以来整体营收（亿元）及归母净利润（亿元）历史数据，同
       比增速 YOY（%） ................................................................................................. 6
图 4：纺织成衣行业可比标的年营收（亿元人民币）历史数据对比 ............................ 7
图 5：纺织成衣行业可比标的归母净利润（亿元人民币）历史数据 ............................ 7
图 6：申洲及同行可比标的毛利率（%）历史数据对比 ............................................ 7
图 7：申洲及同行可比标的归母净利润率（%）历史数据对比 .................................... 7
图 8：公司四大主要产品业务营收占比变化（2007~2020H1） .................................. 7
图 9：2017-2019 年申洲国际与其他纺服公司专利数（单位：个） ............................... 8
图 10：2017-2019 年主要纺服制造公司专利年增加数量（单位：个） .......................... 8
图 11：申洲国际垂直一体化工序流程图 ..................................................................... 9
图 12：纺织制造行业四级工序分解图及上下游一体化优势 ..................................... 9
图 13：纺织制造行业标的业务结构/营收占比（%）（2019 年） .................................. 9
图 14：纺织制造行业标的各分业务毛利率对比（2019 年） ..................................... 9
图 15：纺织制造行业销售费率（%）对比 ................................................................ 10
图 16：纺织制造行业管理费率（%）对比 ................................................................ 10
图 17：申洲国际及同行可比标的存货规模（亿元）（2010-2019） ............................ 10
图 18：申洲国际及同行可比标的存货周转率（次/年）（2010-2019） ........................ 10
图 19：申洲国际及同行可比标的应收账款（亿元）（2010-2019）........................................11
图 20：申洲国际应收账款规模（亿元）及周转率（次/年）（2010-2019）.............................11
图 21：公司经营现金流净额（亿元）及现金流净额/营收比例（2010-2019）............................11
图 22：申洲国际整体垂直一体化生产模式各生产环节整合示意图.......................................12
图 23：天虹纺织业务结构一体化升级动态模型...................................................................12
图 24：鲁泰 A 中上游一体化面料生产业务对利润增厚贡献占比（%）.......................................12
图 25：纺织织造可比标的天虹纺织及鲁泰 A 产品类别及对应毛利率水平............................13
图 26：沪深 A 股纺织服装行业上市公司一体化情况统计（单位：家）...................................13
图 27：公司荣获 Adidas、NIKE 颁发部分奖项（2014 年度）............................................14
图 28：公司荣获 NIKE、PUMA 颁发部分奖项（2015 年度）.............................................14
图 29：申洲国际与四位头部品牌商近五年业务营收（人民币亿元）....................................14
图 30：头部四位品牌商营收在申洲国际年营收占比（%）数据............................................14
图 31：申洲 2011 年来技术改革、设备升级时间线及部分创新成果、设备升级成果.............15
图 32：公司生产主要污染物排放量（吨）.............................................................................15
图 33：公司单位生产能耗资源消耗水平..............................................................................15
图 34：公司人均年创收（万元）及同比增速（2007-2019 年）.............................................16
图 35：公司人均产能（件）及同比增速（2007-2019 年）....................................................16
图 36：公司技术创新、设备升级积累的明星生产技术、生产工艺示意图.............................16
图 37：NIKE FY2012 提出公司 SMSI 供应链合作企业评级.................................................17
图 38：青铜合格及以上级别供应商数量占比.....................................................................17
图 39：Adidas 供应商数量及全球各地区数量变化（2015-2019）........................................18
图 40：申洲国际现有主要生产基地布局及办事处驻地示意图..............................................18
图 41：2006-2019 年公司员工规模（人）及年度总产量（万件）数据.................................19
图 42：申洲国际“双一体化”产能布局示意图及 2020 年底产能分拆情况.............................20
图 43：柬埔寨、越南、中国大陆最低月工资水平（美元/月）.............................................21
图 44：申洲国际员工数量结构变化（2014-2019 年）......................................................21
图 45：全球原油价格水平（美元/桶）变化...........................................................................22
图 46：主要化纤现货价格（元/吨）水平变化.......................................................................22
图 47：NIKE ZOOMX、React 系列产品示意图......................................................................23
图 48：NIKE FY2019、FY2020、及 FY21Q1 同比变化.........................................................23
图 49：Adidas 最新 ultraboost 跑鞋系列.............................................................................23
图 50：Adidas FUTURECRAFT 4D 跑鞋概念示意图.............................................................23
图 51：申洲国际 DCF 绝对估值（单位：人民币亿元，%）.....................................................26

表 1：NIKE FY2016-2019 公司 MSMI 体系各评级供货商数量统计........................................17
表 2：公司整体面料产能估算.................................................................................................19
表 3：申洲国际海外成衣产能分类及数据估算......................................................................20
表 4：申洲国际 2019 年底、2020 年底（预计）各成衣生产工厂产能情况..........................21
表 5：越南、柬埔寨及中国大陆各项生产费用、贸易政策对比与总结...............................22
表 6：运动服饰业务营收拆分及预估（单位：万元人民币）...............................................25
表 7：申州 20-22 年营收盈利预测明细（单位：人民币百万元）.........................................25
1. 国际平台式一体化针织制造龙头

申洲国际控股有限责任公司（中文简称“申洲”或者“公司”）是中国国内及全球范围内最具规模的纵向一体化针织制造公司之一，主营业务面料生产、成衣制造，集织布、染整、印绣花、剪裁缝制成衣等多重工序于一体，具备行业领先的短周期快反能力，面料研发生产品能力，头部优秀客户群体稳定合作关系及东南亚海外生产产能稳步扩张四大核心竞争优势，是中国在日本针织服装市场最大的供应商。公司于2018年起获纳入恒生综合指数、恒生综合行业指数（消费品）及恒生综合中型股指数成分股。

1.1. 深度复盘：30年主业破茧成蝶成功蜕变


1）创业初期（1990~2005年）

公司创立于1990年，早期主要承接日本市场休闲服饰OEM订单，1997年首次成功打入UNIQLO供应链体系，至2005年公司在香港联交所上市时为止，以面向日本等市场的休闲服饰订单为主，2006年休闲服饰业务占比达81%，日系休闲服饰订单为公司创业初期规模发展壮大提供了强劲的需求端动力。

2）拓展成长期（2005~2011年）

在2005~2011年拓展成长期期间，公司开始逐渐加强与NIKE、Adidas等市场知名运动品牌商的合作联系，优化自身订单结构，运动针织产品订单占比逐年上升。2006年公司筹建的NIKE专用工厂与“申洲国际NIKE设计开发中心”正式投入使用，成功通过NIKE、Adidas、PUMA三家知名运动品牌商面料检测许可，同时公司NIKE及Adidas服装设计中心投入运作，为公司日后与国际知名运动品牌合作关系进一步发展奠定坚实的基础。

同时，公司聚焦自身一体化生产能力建设，加大面料研发投入，2007年公司进一步加强了自身上中游一体化生产能力，制造、印绣花及制衣等产能扩充计划相继完成，海外柬埔寨生产基地也配备了印花绣花生产工序，逐步建立起海外一体化生产能力。同年公司面料ODM成果经CNAS评审，正式被授予国家实验室认可证书，巩固了公司在针织制造业的龙头地位。

成长记录1：2005~2007年拓展头部客户，为优质稳定客户关系奠定基础

上市初期，公司积极拓展头部运动品牌客户群体，2006年公司实验室获得NIKE、Adidas及PUMA三家客户面料与成衣检测许可，公司设立的NIKE专用工厂及服装设计研发中心开始运行，Adidas专用厂房也于2007年投入运行。
同时公司运动服装和内衣类服装产品快速增加，产品系列更加丰富，为客户提供了更为全面的产品选择。这一时期，公司的客户结构调整策略也取得成效，为客户提供更好的配套服务能力（包括缩短产品交货期、提供产品检测服务等），产品市场从日本逐步拓展至亚太区和欧美市场。

成长记录 2：2007~2009 年公司业绩逆市快速反弹，市值短期实现飞速增长

公司 2009 年末股价水平是 2008 年末 8 倍，公司股价的快速增长可以归结为以下原因：

金融危机过后市场回暖复苏，2009 年正处于金融危机爆发后市场低迷至市场复苏的关键转折点，在此之前纺织服装行业受到金融危机的冲击，订单销量和产品销售被大幅削弱。一方面，订单锐减市场需求缩水的背景下，中小型纺织服装生产企业面临经营困境；另一方面，以申洲、鲁泰为代表的技术领先、规模型企业受到的影响相对较小。政府加大政策扶持力度，出台包括出口退税提升、银行贷款利率下调、扩大内需及产业振兴规划等措施，减轻纺织行业企业经营压力。2009 年 12 月，中国外贸进出口呈现恢复性反弹，进出口总值达 2430.2 亿美元，同比上涨 32.7%，客观上来看行业自底部回暖带动公司股价回升。

公司盈利能力实现飞跃，费控能力表现突出，2009 年公司营业收入达到 60.93 亿元人民币，同比增长 26.35%，毛利率达到 31.74% (+7.8pct)；同时公司销售及管理总费用率水平有所下降，费用率从 2008 年的 8.40%减少至 2009 年的 7.70%；在营收大幅增长的同时，公司费控效率显著提升，促使公司在 2009 年净利润达到 12.52 亿元，净利润年增幅达 79.02%，净利率从 2008 年的 14.52%提升至 20.56%。

产品结构的改善与渠道多元化的深化，从公司产品类别销售额角度来看，2007 年公司休闲服装在当年销售总额中占比达到 61.5%，运动服装占比 31.9%；2009 年公司产品结构取得明显优化，休闲服装销售占比减少至 46.5%，同期运动服装占比上升至 42.3%，内衣类服装销售占比从 2007 年的 4.05%升至 2009 年的 8.60%；公司发展初期所依赖的休闲服饰代工业务占比在短短两年间减少 15 个百分点，充分体现了上市公司在客户群体构成、产品结构端优化的效果。

同时公司在市场结构及渠道优化方面取得了突破，2006 年日本市场年销售占比 75.5%，主要系日系 UNIQLO 等休闲服饰品牌订单量大，且相较运动服饰较高的用料及加工要求，休闲服饰加工门槛及附加值均较低。2009 年公司在市场结构及渠道方面进行了大幅度地优化，日本市场销售占比下滑至 52.5%，同时美国市场及中国大陆市场销售占比得到提升，分别达到 5.6%和 17.9%。
3）国际化平台期（2012年~至今）
2011年以来，公司加速推进海外市场产能建设计划，有效利用东南亚柬埔寨及越南两大劳动力成本优势国家，积极参与全球产业链配置：公司在柬埔寨设立的申洲制衣、大千纺织两大主要成衣生产基地分别于2012年底、2018年第三季度投产运营；越南生产基地现有世通、德利两大制衣工厂，分别于2015年、2019年建成投产。同期公司推动国内生产基地精益管理水平提升，国内生产基地生产工艺及生产设备逐步实现换代升级。

成长记录3：2011-18年海外扩产，国内升级综合赋能，公司业绩再上新高度
公司于2011年营收90.48亿元，同比增长34.56%，净利润17.04亿元，同比增长34%；营收及盈利大幅提升的基础上，公司内部费控能力凸显，整体终端盈利能力（毛利率、净利率等）均保持稳定；公司为应对不断上涨的人力成本，推进并深化精益生产管理，优化生产工艺，加强用料及成本考核，凸显自身费控能力，2011年公司成衣数量同比增长19%，但是平均员工数量仅同比增加6%，同时公司单位资源消耗及能耗水平有所下降。

2015年公司运动类产品占营收比例上升至63.5%，新面料产品比重进一步提升，核心客户NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO等订单占比持续增加，公司2015年来自于NIKE、ADIDAS、PUMA、UNIQLO营收占比分别为24.80%、24.78%、21.63%、8.63%，四大客户营收总占比达到79.84%；根据FY2020H1公司最新披露数据，NIKE等四大客户订单占比已经提升至80%。

1.2. 精益管理持续赋能，财务表现出类拔萃

图3：公司自2005年上市以来整体营收（亿元）及归母净利润（亿元）历史数据、同比增速YOY（%）

我们将鲁泰A以及港股类似标的魏桥纺织及天虹纺织等生产规模化纺织成衣生产企业作为公司的同行业可比标的，对比可以发现申洲国际整体营收增长速度最快，公司业绩成长性表现优于同行业可比标的。
受益于公司自身纵向一体化生产结构等诸多竞争优势，公司近 10 年来在净利润端快速提升，归母净利润由 2010 年的 12.72 亿元上升至 2019 年的 50.95 亿元，增幅达 300.55%，较同行业纺织成衣加工企业优势明显。

从盈利能力具体比率分析来看，公司毛利率水平近五年来保持在 30%-32.5%区间，归母净利率稳定维持在 18.50%-22.50%区间，同行传统纺织织造可比标的毛利率在 10%-15%之间，归母净利率差距更为明显，申洲终端盈利能力较同行业可比标的竞争优势明显。

超出同行的业绩成长性与盈利能力主要归纳为以下原因：

1）产品结构逐年优化，高附加值的运动类产品营收占比稳步提升：截至 2019 年末运动类产品业务占比已经达到 72.00%，较 2006 年上市初期的 15.56%增长近 3.5 倍。运动类产品营收占比的稳定提升持续驱动公司盈利能力的增长，产品结构不断完善升级是公司盈利能力业内领跑的直接原因之一。
2) 研发能力突出，生产技术及设备升级持续赋能：

公司在行业内精耕细作多年，科研能力沉淀积累丰富，科研专利成果涵盖新材料面料发明、生产过程中的设备工艺改造以及制衣模板等关键生产经营环节。2019年公司共申请获得专利达101项，包含实用新型专利70项及发明专利31项，在专利成果数量上，申洲远超同行业可比标的。公司持续加大研发端投入，注重创新能力的培养：2006-2007年公司首次通过Adidas、NIKE、PUMA等国际知名运动品牌的体系检测验收，同期成立了申洲NIKE设计研发中心，在企业上市发展初期即非常重视自身创新能力的培养。

近年来陆续推出自行研制的高性能功能面料，推进新型环保加工技术，例如臭氧洗水、数码印花等，水资源利用效率稳步提升。客观上来看，公司在面料研发及生产工艺方面推陈出新，厚积薄发，持续改进创新，使公司创新能力深入到纵向一体化生产模式的每一个环节：上游纺纱织布，中游成衣生产、经营管理，对接终端下游客户需求。

结合上述数据客观情况，我们认为新材料的专利发明及相关生产技术的积累需要多年持续的资金和人力投入，有助于公司提升自身产品议价能力及生产附加值，进而提升整体毛利率水平。

3) 内部精益管理不断提升，纵向一体化生产模式带来盈控优势：

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明
我们认为申洲国际将纺织织造中的面料生产/织布、染色、印花、裁剪等工序一体化高效集合，客观上减少公司在生产过程中对外部原材料、服务供应的依赖，有效提升了公司整体对供应链价格波动的应对能力。同时公司生产基地各工序生产车间毗邻布局，仓储运输费用降低，管理效率相对较高，显著提升公司的费用控制能力。

图 11：申洲国际垂直一体化工序流程图
图 12：纺织制造行业四极工序分解图及上下游一体化优势

以同行业对比标的鲁泰 A 及天虹纺织为例，鲁泰 A 已经实现了集原材料生产（棉花等）、坯布/面料生产（天然纤维为主）、成衣制造（衬衣产品为主）的棉花纺织一体化生产模式，2019 年鲁泰 A 业务营收中坯布/面料生产占比达到 72.19%，成衣制造（目前为衬衣产品）为 18.97%。另一行传统纺织行业内可比标的天虹纺织 2019 年主营业务纱线制造销售营收占比为 75.96%，面料及坯布业务、成衣制造（牛仔裤生产）占比分别为 19.57%、4.47%，终端归母净利润率为 14.00%、4.02%。

与可比标的业务经营情况对比来看，申洲国际采用完全纵向一体化生产模式，终端产品毛利率优势明显；天虹纺织纵向一体化建设尚在推进，毛利率相对较低的纱线业务目前仍居主要地位；鲁泰 A 与申洲国际坯布面料端毛利率相仿，约为 30%左右；在归母净利润端，申洲国际凭借各生产基地科学布局以及生产工艺升级改进，内部精益管理水平逐年增强，费控效率优势突出。

图 13：纺织织造行业的业务结构/营收占比（%）（2019 年）
图 14：纺织织造行业的各分业务毛利率对比（2019 年）

申洲国际凭借自身加工附加值较高、业务占比高的运动类产品，以及纵向完成一体化的优势，领先传统中游纺织制造企业，毛利率较同行业更高；与鲁泰 A 中游面料生产为主的差别化转型中纺织制造企业相比，一体化生产程度更高；申洲国际各生产基地采用科学布局（面料生产毗邻成衣加工制造车间），各生产车间互为补充，内部精益管理水平更为
突出，费控效率优势明显。

图 15：纺织制造行业销售费率（%）对比

图 16：纺织制造行业管理费率（%）对比

图 17：申洲国际及同行可比标的存货规模（亿元）（2010-2019）

图 18：申洲国际及同行可比标的存货周转率（次/年）（2010-2019）

4）现金流充足确定，运营能力稳健向好

公司营运能力方面，存货规模及存货管理方面，公司2019年来存货规模达到52.82亿元（+0.86%），存货周转率保持在每年3次左右，整体存货管理能力较为稳定。

应收账款管理方面，2019年未收账款36.51亿元，同比小幅增长（+2.43%），整体规模较为稳定，近年来规模增速趋缓，同时公司应收账款周转率水平维持在6.5次/年左右，整体应收账款管理效率保持稳定。
公司整体现金流充足且保持稳定增长态势，2019 年末经营活动现金流量净额快速上升至 56.04 亿元（同比+36.07%），近 5 年复合增长率 19.92%。同时经营活动现金流量净额与营收比值呈稳增长态势，公司盈利质量稳步提升。

2. 技术研发构建强大壁垒，一体化生产+优质客群助力成长

2.1. 完整垂直一体化生产模式高效赋能

公司作为国内最具规模的一体化针织制造商，集坯布/面料生产、染色、印花整理、裁剪等不同生产环节于一体。上游供应链主要为纺织原材料输入（天然纤维、合成纤维），中下游实现一体化生产，具有以下优势：

1）提升了公司内部不同工序之间的整体供货效率，减少上游供应链中外部供应商供货时效不稳定问题；
2）有效避免短期市场价格波动带来的成本、费用波动等影响；
3）缩短全工序整体生产时间，赋能公司进行快速反应、柔性化生产，有效缩短订单交期。
目前垂直一体化生产模式在纺织制造行业逐渐推广深化，纵向一体化拓展升级为行业内公司业绩稳定增长提供了强劲动力。以纺织制造业内可比标的企业天虹纺织及鲁泰 A 为例进行分析，2013 年天虹纺织主营纱线业务营收占比达到 87.6%，余下部分主要以中游坯布生产业务为主；2016-2018 年公司中下游成衣制造业务出现强劲增长，至 2019 年末天虹纱线生产业务营收占比减少至 76%左右。受益于中下游业务拓展、一体化生产能力逐步提升等因素，天虹纺织整体营收近五年复合增长率达到 16.01%，其中新近拓展功能性坯布生产毛利率达到 24.6%，较主业传统纱线生产毛利率 13.47%优势明显。

可比标的鲁泰 A 自上市初期即采用原材料（棉花等）加工、纺纱、漂染、织布、后整理及制衣综合一体化纺织制造模式，公司主营业务面料类产品助力公司整体业绩稳健增长。另一方面，垂直一体化生产模式有效降低了传统单一纺织制造业务面临的市场波动风险，鲁泰 A 中上游一体化面料制造业营收占比自 2010 年维持稳定增长态势，由 2010 年的 63.43%升至 2019 年 72.20%；2015 年以来鲁泰 A 面料业务对营收增长贡献占比达到 65.61%。

此外，上游单一棉花生产加工外销业务生产附加值低，根据鲁泰 A 2010-2018 年年报，该业务平均毛利率仅为 7%-10%。鲁泰 A 于 2019 年上游棉花原材料销售业务大幅削减，该业务营收由 2018 年的 1406.48 万元，棉花产能向内部倾斜从侧面
反映出鲁泰 A 加快自身一体化生产模式升级的发展策略。

图 25：纺织织造可比标的天虹纺织及鲁泰 A 产品类别及相应毛利率水平

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>原材料产品</th>
<th>原材料自产</th>
<th>原材料采购</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>纺纱</td>
<td>坎/面料产品</td>
<td>毛利率 13-25% （未来20%-25%）</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>织布</td>
<td>坎/面料产品</td>
<td>毛利率 7-13%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>染色</td>
<td>坎/面料产品</td>
<td>毛利率 30-31%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>印花</td>
<td>整理</td>
<td>毛利率 28-30%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>剪裁</td>
<td>成衣（牛仔裤）</td>
<td>鲁泰 A 各产品及业务毛利率</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>成衣</td>
<td>天虹纺织各产品业务及毛利率</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：天虹纺织及鲁泰 A 年报，天风证券研究所，注：天虹纺织坯布面料业务目标毛利率 20%-25%，受到 1）海外越南生产基地扩展产能尚在推进，2）公司国内纱线与坯布生产垂直一体化整合有待推进，3）中美贸易战等因素影响。公司目前坯布/面料毛利率尚处于爬坡阶段，未来业务毛利率可能优于纺纱产品。牛仔裤作为加工附加值较低的成衣品类，考虑到天虹纺织牛仔裤业务将进一步集中在越南生产基地，当地较低廉人力成本有助于未来成衣（牛仔裤）业务毛利率回升。

目前 A 股 84 家纺织制造上市公司中，垂直一体化生产模式正在迅速拓展，我们根据各上市公司主营业务信息及财务报告中业务结构情况，对纺织行业内一体化生产普及程度进行了统计：从上中下游全面纵向一体化生产模式的上市公司达到 17 家，采用上中游一体化、中下游一体化部分一体化生产模式的上市公司分别为 7 家、46 家。以终端零售等下游业务为主的服装生产销售企业，更多采用中下游一体化生产运营模式，或者采用完全通过 OEM 外包配合自身专精下游零售的组合运营模式。

图 26：沪深 A 股纺织服装行业上市公司一体化情况统计（单位：家）

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th>0</th>
<th>10</th>
<th>20</th>
<th>30</th>
<th>40</th>
<th>50</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>上中下全一体化</td>
<td>17</td>
<td>7</td>
<td>8</td>
<td>6</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>上中游一体化</td>
<td>46</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>中下游一体化</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>上游专精</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>下游专精</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：wind 行业数据，天风证券研究所

2.2 稳定优质客户群体，合作加深、订单增长携手申洲共同成长

申洲与优衣库等日本休闲服装品牌合作起源于 1997 年，双方合作时间较长，伙伴关系较为牢固；2006-2007 年，申洲针织代工业务拓展至 NIKE, Adidas 两大国际知名体育装备品牌，同年通过两大品牌生产资质验证及面料检测许可，NIKE, Adidas 品牌专属服装
设计中心与生产工厂相继投入使用。

公司在全球体育用品快速扩张时期较早融入 NIKE、Adidas 全球供应链体系，帮助企业成功渡过全球金融危机时期订单锐减的难关。在 2010 年进入全球经济复苏期、中国国内供应链改革期以来，公司通过体量规模优势、管理效率及研发创新能力优势，不断稳固自身在全球四大国际厂商供应链中的位置，在 NIKE、Adidas 等品牌厂商不断推进全球供应链精简整合计划中占据有利位置，例如 2014 年公司荣获 NIKE“最佳供应商奖”及“可持续发展奖”。

头部客户合作关系逐年深化，从每年与 NIKE、Adidas、UNIQLO、PUMA 四大体育品牌商营业收入来看，2015-2019 年四大品牌商巨头的订单量增长迅速，公司与 NIKE、Adidas 及 PUMA 2019 年业务往来营业收入较 2015 年均实现翻倍/接近翻倍增长，与最大休闲服饰合作客户 UNIQLO 的业务往来营业收入也呈现 50%左右的增长态势。

优质核心品牌商订单、销售额增长的同时，公司每年营业收入占比结构也较为合理。2015-2019 年公司与头部四大核心客户业务营收占比维持在 80%左右，行业头部客户订单集中化保证公司稳定的订单量，各大巨头厂商未来的市场拓展扩张计划则为公司订单增量提供了有力的支撑，形成同行业竞争对手难以复制的企业核心竞争优势。同时，从下游品牌商订单金额的角度来看，公司与四大体育巨头合作关系稳定牢固，据福布斯新闻历史数据，2015 年申洲订单分别占到该年 NIKE、Adidas、UNIQLO、PUMA 订单总量的 12%、12%、14%、30%，客观反映出公司与头部客户之间的牢固合作关系。在 NIKE 自有 SMIS 的供货商评级体系中，客观来看申洲作为 NIKE 最大供应商，已经获得 NIKE 的 bronze 及以上等级。
2.3. 长期技术积淀与强大核心技术研发能力筑起行业壁垒

技术研发与创新自申洲创立伊始就被刻入公司文化当中，公司先后多次加大投入企业研发与设备升级，注重生产公司工艺升级，技术创新能力的培养。

图 31：申洲 2011 年来技术改革、设备升级时间线及部分创新成果、设备升级成果

竹纤维针织
毛圈面料
自动四周贴袋模板
公司立体仓库示意
生物质锅炉升级天然气锅炉

2013
创立公司工程技术中心
2014~2015
创立企业创新中心
2016
自动化应用、生产模式开发、作业流程优化
2017~2018
内基地技改升级，节能环保推广，贴合法规要求

资料来源：公司年报，国家知识产权局专利检索系统，天风证券研究所

公司重视内在技术为自身获得技术优势，高效经营管理能力奠定了坚实基础：

1）节能减排绿色生产能力稳步提升，从下图中可见，随着 2015 年公司越南生产基地产能扩充建设迅速推进，公司整体燃煤污染物排放量有所上升。随着 2017 年国内宁波生产基地生物质锅炉更新为天然气锅炉，氮氧化物排放量大幅降低。

图 32：公司生产主要污染物排放量（吨）

图 33：公司单位生产能耗资源消耗水平

生产能耗方面，随着公司技改设备升级的稳步推进，2018 年以来公司整体水资源消耗强度及电力资源消耗强度均有所下降，整体能源资源利用效率有所提升，绿色生产能力稳步提升。一方面，节能环保能力的稳步提升彰显公司环境社会责任与企业管理能力，另一方面，2018 年以来国家法律法规在环境保护方面的立法逐渐健全，《中华人民共和国环境保护法》《土壤污染防治法》相继出台，环保要求日趋严格，绿色生产能力的提升有助于公司紧密贴近法律法规要求。
图 34：公司人均年创收（万元）及同比增速（2007-2019 年）

图 35：公司人均产能（件）及同比增速（2007-2019 年）

2）日常技术创新、长期积淀，奠定优势基础。公司在 2017-2019 年期间分别新增 60、76、101 件专利技术，其中包括基础生产工艺专利，例如竹纤维针织毛圈面料、自动四周贴袋模板设计，助力公司日常生产加工工艺日趋完善，提升生产效率。

图 36：公司技术创新、设备升级积累的明星生产技术、生产工艺示意图

资料来源：wind，公司年报，天风证券研究所

资料来源：公司年报，http://www.wxyh888.com，全球纺织网，京东商城等，天风证券研究所
3. 海外产能有序扩充，“双一体化”生产布局雏形初现

3.1. 头部客户精简供应链，未来订单向优质供应商聚拢

ESG（企业管理，环境及社会责任）指标对于纺织服装 ODM+OEM 型企业日趋重要，已成为评价企业持续健康运营的重要标签。另一方面，规模及运营能力有限的中小型 ODM+OEM 企业受到成本考量、行业大牌供应链门槛高、考核严格等因素的影响，很难与国际优秀大牌厂商维持稳定商业合作关系；另一方面，在 NIKE、阿迪达斯等国际大牌不断加强供应链端整合、提高供应商准入门槛与审核标准的背景下，申洲国际等规模优势显著、研发能力突出、内部精益管理、费控能力出色的企业会在精简过后的供应链体系中获得更大的供货订单占比，优质客户订单逐渐向行业龙头聚拢。

1）供应链评级标准日趋严格，头部品牌供应链持续精简

自 FY2012 以来，NIKE 一直致力于推广自身的 SMSI（可持续生产供货指数）全球供应商评级机制，通过与 SLCP、FLA 等第三方质检机构组织的合作，对全球 41 个国家超过 500 家设计、代工合作企业进行严格的评级。一方面，行业规模及运营能力有限的中小型 ODM企业受到成本考量、行业大牌供应链门槛高、考核严格等因素的影响，很难与国际优秀大牌厂商维持稳定商业合作关系；另一方面，在 NIKE、阿迪达斯等国际大牌不断加强供应链端整合、提高供应商准入门槛与审核标准的背景下，申洲国际等规模优势显著、研发能力突出、内部精益管理、费控能力出色的企业会在精简过后的供应链体系中获得更大的供货订单占比，优质客户订单逐渐向行业龙头聚拢。

图 37：NIKE FY2012 提出公司 SMSI 供应链合作企业评级

表 1：NIKE FY2016~2019 公司 SMSI 体系各评级供应商数量统计

<table>
<thead>
<tr>
<th>评级类别</th>
<th>FY2016</th>
<th>FY2017</th>
<th>FY2018</th>
<th>FY2019</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>Gold 黄金级优秀</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td>0</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>Silver 白银级良好</td>
<td>4</td>
<td>5</td>
<td>7</td>
<td>10</td>
</tr>
<tr>
<td>Bronze 青铜级合格</td>
<td>570</td>
<td>532</td>
<td>499</td>
<td>478</td>
</tr>
<tr>
<td>Yellow 有待改进复核</td>
<td>60</td>
<td>28</td>
<td>12</td>
<td>11</td>
</tr>
<tr>
<td>Red 不合格剔除类</td>
<td>27</td>
<td>23</td>
<td>23</td>
<td>26</td>
</tr>
<tr>
<td>Total 各类别总计</td>
<td>663</td>
<td>591</td>
<td>542</td>
<td>525</td>
</tr>
</tbody>
</table>

86% 87% 91% 93% 93% 100%

资料来源：NIKE FY2019 公司影响力报告，天风证券研究所
与 NIKE 不断精简集中的全球供应链管理体体系类似，另一知名国际体育品牌 Adidas 近年来推进供应链合并简化，其供应商审核标准日趋全面和严格（例如工作环境、人工薪酬水平、性别平等与人权、环境保护、资源消耗水平及能耗管理水平），全球供应商总量逐年减少，除开自有工厂及特许工厂之外，公司供应商总量自 2015 年的1079家减少至2019年末的631家，其中亚洲区供应商减少数量为263家，减少比例达到38%。Adidas在供应链管理端，通过减少供应商整体数量，将更多订单转移提供给优质头部供应商，减少日趋复杂的审核考核整体费用，简化全球供应链结构体系，提高内部自身费控、经营效率水平的目标。

我们认为未来短期国际知名体育厂商供应链端整合精简政策有望持续，基于申洲自身体量带来的产能优势，多年内部精益管理创新赢得的效率优势与内部费控优势，以及申洲与 NIKE、Adidas、PUMA 及 UNIQLO 四大国际大牌长达15年的合作经验与合作历史，在公司未来海外生产基地拓展产能的坚实基础的支持下，公司核心客户、国际大牌厂商供应链依存程度将继续加深，借助国际范围内核心客户品牌营运能力，申洲国际未来中长期营收端有望实现持续稳定增长。

申洲国际作为国内最具规模的一体化针织生产商，在四大客户供应链系统中具有较高优先级；另外考虑到公司自身海外产能不断扩充、“双一体化”产能布局初步成形，在客户供应链精简优化的大背景下，客户整体订单增量以及腰部、尾部裁撤转移订单将会向头部优质供应商倾斜聚拢。

3.2 海外产能稳步增长，“双一体化”布局加速推进

公司作为垂直一体化针织成衣加工生产供应商，终端成衣所需面料均源自自身面料工厂供应，在国内人工工资水平持续上升的背景下，公司自 2005 年即开始加速布局国外生产基地产能建设。公司国内生产基地生产设备换代升级，精益管理能力进一步提升；东南亚面料、成衣生产产能的有序扩充，越南、柬埔寨生产基地一体化生产布局逐步完成。

图 40：申洲国际现有主要生产基地布局及办事处驻地示意图
海外生产基地面料产能扩充：2013 年公司于越南南部西宁省设立德利面料生产基地，2014Q4 该生产基地开始投入生产，2019 年底越南德利面料工厂每日生产面料 280 吨，占到公司整体面料产能的 48%，2020H1 最新产能已经提升至 300 吨/日，2020 年底该生产基地面料产能有望达到每日 350 吨（按照 50%目标比例估算）。

国内面料生产产能：2019 年底国内面料工厂产能预计维持在 300 吨/日，产能占比在 52% 左右，自 2017 年开始，公司着手国内生产基地技术改造、设备升级更新，产出能耗有所减少，生产效率得到提升，预计 2020 年底国内面料产能有望达到 350 吨/日。

<table>
<thead>
<tr>
<th>生产基地</th>
<th>估算 2019 年底日产能</th>
<th>产能占比</th>
<th>目标日产能（2020 年底）</th>
<th>目标产能占比</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>宁波北仑</td>
<td>300 吨</td>
<td>52%</td>
<td>350 吨</td>
<td>50%</td>
</tr>
<tr>
<td>越南德利</td>
<td>280 吨</td>
<td>48%</td>
<td>350 吨</td>
<td>50%</td>
</tr>
<tr>
<td>公司整体</td>
<td>580 吨</td>
<td>100%</td>
<td>700 吨</td>
<td>100%</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：新浪财经，纺友网，天风证券研究所

海外生产基地成衣产能扩充：公司早在 2005 年便在柬埔寨金边设立申洲制衣生产基地，为公司日后海外产能扩充铺垫经营经验。2011 年公司进入国际化平台期以来，围绕越南、柬埔寨两大主要生产基地，成衣产能建设有序展开：
柬埔寨：2005 年公司着手于柬埔寨进行产能布局，目前已经建成投产工厂包括申洲制衣、大千纺织、荣德制衣，员工总规模约为 1.1 万人，成衣产能占公司整体产能 16% 左右，即 22~25 万件/日。2019 年动工建设的新成衣工厂越群制衣第一期项目计划于 2020Q3 投产运行，后续工程有望于 2020 年底完成，2021 年中期实现完全投产。越群新工厂计划招工总人数达 1.8 万人，目前一期工程投产设施占新工厂整体产能的 1/4 左右，2020 年年内预计贡献 120 万件产能。

越南：2019 年底公司越南成衣生产基地产能占比约为 15%，预计达到 23 万件/日，主要分为世通工厂和德利工厂两个生产基地。世通工厂自 2015 年首批建成投产以来，逐年扩大生产规模，工厂扩建项目的后续生产设施陆续完成，产能持续提升，至 2019 年底日产量超过 20 万件。德利工厂于 2019 年开始建成投产，工人数尚处于扩充阶段，生产效率及产能正经历爬坡。

表 3：申洲国际海外成衣产能分类及数据估算

<table>
<thead>
<tr>
<th>海外生产基地</th>
<th>工厂</th>
<th>投产时间</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>柬埔寨</td>
<td>申洲制衣</td>
<td>2005</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>大千纺织</td>
<td>2012</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>越群制衣</td>
<td>2019</td>
</tr>
<tr>
<td>越南</td>
<td>世通工厂</td>
<td>2015 首批投产</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>德利制衣</td>
<td>2019 首批投产</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td>Adidas 专用工厂</td>
<td>2021 预计投产</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司年报，第一纺织网，新浪财经-纺友网，天风证券研究所

国内成衣生产产能：截至 2019 年底，申洲国际国内成衣产能占比维持在 70% 左右，主要由浙江宁波北仑、安徽安庆及浙江衢州三大生产基地构成，产能占比分别达到 47%、20%、3%。国内生产基地推行技术改革与设备升级更新，生产效率稳步提升，我们认为未来 3-5 年内公司国内产能有望扩充 20% 左右。

图 42：申洲国际“双一体化”产能布局示意及 2020 年底产能分拆情况

申洲与头部品牌商客户深度绑定，在订单向头部优质供应商聚拢的背景下，公司在海内外加强“双一体化”布局，设备技术更新升级，强化精益管理，为承接头部客户订单增量奠定基础。
定了坚实基础，并最终实现海内外生产基地上下游产能平衡。

### 表4：申洲国际2019年底、2020年底（预计）各成衣生产工厂产能情况

<table>
<thead>
<tr>
<th>生产基地</th>
<th>2019年日产能</th>
<th>2020年（预计）日产能</th>
<th>2021年（预计）日产能</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>浙江宁波北仑</td>
<td>64.62万件</td>
<td>65.91万件</td>
<td>67.20万件</td>
</tr>
<tr>
<td>浙江衢州</td>
<td>4.23万件</td>
<td>4.23万件</td>
<td>4.23万件</td>
</tr>
<tr>
<td>安徽安庆</td>
<td>23.46万件</td>
<td>25.81万件</td>
<td>25.81万件</td>
</tr>
<tr>
<td>越南世通工厂</td>
<td>21.54万件</td>
<td>23.69万件</td>
<td>32.21万件</td>
</tr>
<tr>
<td>越南德利工厂</td>
<td>3.46万件</td>
<td>8.65万件</td>
<td>13.84万件</td>
</tr>
<tr>
<td>柬埔寨申洲制衣&amp;大千纺织</td>
<td>20.77万件</td>
<td>22.85万件</td>
<td>22.85万件</td>
</tr>
<tr>
<td>柬埔寨越群制衣</td>
<td>-</td>
<td>-</td>
<td>8.57万件</td>
</tr>
<tr>
<td>国外生产基地产能占比（%）</td>
<td>36.28%</td>
<td>38.15%</td>
<td>43.73%</td>
</tr>
<tr>
<td>总日产能</td>
<td>138.08万件</td>
<td>151.14万件</td>
<td>172.59万件</td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司公告，新浪财经，纺友网，天风证券研究所。

注：估算过程中有以下假设：1）国内成衣工厂日产能每年同比增速设定为5%，因为申洲国内生产基地目前并无大规模扩产能计划，产能增量主要来自技术设备更新；2）越南世通工厂已经趋于成熟，整体产能未来维持稳定小幅增长状态，预计2021年底完成招聘释放产能；3）柬埔寨申洲制衣&大千纺织投产时间较早，目前产能增量主要来自技术设备更新，未来维持平稳增长；4）柬埔寨越群制衣二期项目计划于2021Q2建成投产，2021年底完成部分招工释放部分产能。

### 2）海外生产基地人力资源、区位、贸易政策多重优势助力申洲二次成长

越南和柬埔寨当地的优惠贸易政策有效减少了公司产品出口的贸易壁垒，东南亚各国贸易环境与国内相比，纺织服装出口贸易壁垒更低：柬埔寨与欧盟成员国之间原有EBA（出口外货物免税）贸易协定，越南亦于2018年加入CPTPP（跨太平洋伙伴关系协定），其纺织服装行业在多国互惠贸易协定的支撑下将迎来更大的海外市场空间，同时随着2019年EVFTA（越南与欧盟自贸协定）的签署，进一步赋予越南纺织服装行业更明显的出口竞争优势。

相对低廉的人力成本有助于公司提升盈利能力及费控效率，2019年中国大陆劳动力最低月工资水平已经达到360美元左右，高出东南亚地区48%左右，柬埔寨和越南最低月工资仅为190美元左右，低廉的人工成本有助于公司在扩大产能的同时提高费控效率。此外，东南亚地区综合生产成本更低，制衣工场所需的水资源，电力资源在该地区较为丰富，资源价格也较国内更低，以工业用水为例，中国大陆东部地区平均用水价格约为6.2元/吨，而东南亚地区柬埔寨工业用水价格为2.51元/吨，越南用水价格为1.78元/吨；工业用电成本方面越南也较国内有一定优势，国内工业用电成本为0.66~0.69元/KWH，越南仅为0.48元/KWH。
4. 运动装备市场订单增量广阔，头部客户业绩维持稳定增长

4.1. 主要原材料价格处历史低位，利于公司成本控制

2020 年新冠疫情全球扩散以来，全球石油化工需求减少，原油价格水平滑至历史低位，以石油天然气为基础生产的各种化学纤维价格目前正处于历史低位波动阶段，天然纤维价格受替代品效应影响维持在较低水平，整体来看公司上游主要原材料价格处于历史价格低位区间，有助于公司加强原材料成本控制，提升自身盈利能力（毛利率等指标提升）。

4.2. NIKE、Adidas 龙头地位稳固，未来业绩增速稳定

1）NIKE 整体业绩保持稳定，FY2021Q1 最新业绩数据显示整体营收同比下降 0.62%，相较 FY2020Q4 大幅收窄，环比增长 67.89%，后期疫情时代品牌销量复苏加速，边际收益持续改善，尽显运动龙头品牌风范。基于 NIKE 在全球范围内强大的品牌力及广泛的客群受众，我们认为 FY2021 NIKE 整体营收及盈利会逐步恢复到疫情前的水平。

NIKE 于 2017 年提出自身 Consumer Direct Offense 发展战略，提出“双倍创新”、“双倍速度”、“双倍直连客群”三大品牌奋斗目标。“双倍创造”旨在加快专业性产品研发及生产过程，体现了 NIKE 自身产品开发能力，相继推出功能性与风格兼容的产品系列，例如 Zoom X、Air VaporMax、NIKE React 等。以 Zoom X 为例，NIKE 将近年来广受欢迎的轻质弹性泡沫底层材料进行进一步升级，在轻质、柔软度、弹力方面较以往泡沫材质更具优势。“双倍速度”强调从设计到营销全流程时间减半，通过 Express line 计划缩短产品上架周期。“双
2) Adidas 近年来坚持“立新”（Creating the new）发展战略，着眼于服务群体（Cities）、产品速度（Speed）、开源品牌文化（Open Source）三大品牌建设重点。产品速度方面，Adidas 提出自身“FUTURECRAFT 4D 跑鞋”概念，利用最新的高精度3D 打印技术，结合公司长期技术积累，将液体材质配以光照氧气处理，以创新生产工艺切合专业运动需求。开源品牌文化战略旨在强化公司品牌客群社区影响力，增强品牌设计与用户使用感之间的互动交流，与 Lululemon 的社区大使营销模式异曲同工，着重邀请运动员代表、顾客代表、客户代表参与产品设计创新全过程，学习分享塑造未来的运动产品及运动文化。

Adidas FY2020Q3 整体边际收益稳步改善，营收降幅同比收窄至-6.96%，环比 Q2 增长66.64%，我们认为 FY2020 全年有望接近 FY2019 同期水平。2020Q2 Adidas 电商渠道/DTC 渠道取得同比 93%的高速增长，2020 年 5 月大中华区流水回归正增长，6 月全球大部分线下门店已经恢复运营。

4.3. 安踏体育逆市勇进，未来贡献潜在订单增量

安踏体育近年来着重拓展户外运动品牌，迪桑特、可隆、Amer Sports 等一众涵盖中高端户外运动及综训健身品牌构成其品牌矩阵，鉴于国内户外市场尚处于市场调整期，未来在政策赛事共同作用催化下，户外品牌或将加速成长孵化。
整体业绩方面，安踏体育 Q3 整体流水强劲回升，主品牌 ANTA 已经回归单位数正增长，FILA 品牌流水维持 20–25%的同比增长，迪桑特等其他品牌流水达到 50%–55%，边际效应快速改善。2020Q4 在冷冬气候环境及双 11 全平台大促活动等客观因素推动下，安踏业绩有望实现加速增长。

申洲国际于 2019 年度获得安踏体育颁发的“卓越供应商奖”，未来双方合作将继续深化，相互促进，具有订单增长的潜在驱动力。
5. 盈利预测及估值


表6：运动服饰业务营收拆分及预估（单位：万元人人民币）

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>运动服饰总营收</td>
<td>1204889.6</td>
<td>1427564.3</td>
<td>1632197.5</td>
<td>1795417</td>
<td>2064730</td>
<td>2436381</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>22.75%</td>
<td>18.48%</td>
<td>14.33%</td>
<td>10%</td>
<td>15%</td>
<td>18%</td>
</tr>
<tr>
<td>NIKE订单营收</td>
<td>525605.8</td>
<td>625878.3</td>
<td>678063.5</td>
<td>618732.9</td>
<td>742479.5</td>
<td>853851.5</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>360940.2</td>
<td>398999.5</td>
<td>503634.0</td>
<td>472156.9</td>
<td>566588.3</td>
<td>651576.5</td>
</tr>
<tr>
<td>PUMA订单营收</td>
<td>172234.5</td>
<td>211877.1</td>
<td>245583.8</td>
<td>226747.5</td>
<td>272097</td>
<td>312911.6</td>
</tr>
<tr>
<td>其他客户订单营收</td>
<td>146109.1</td>
<td>190819.4</td>
<td>204916.2</td>
<td>184424.5</td>
<td>212088.3</td>
<td>233297.1</td>
</tr>
</tbody>
</table>

表7：申州20-22年营收盈利预测明细（单位：人民币百万元）

<table>
<thead>
<tr>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
<th></th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>运动服饰</td>
<td>120489.0</td>
<td>14275.64</td>
<td>16321.98</td>
<td>17933.53</td>
<td>20647.30</td>
<td>2436.81</td>
<td>14.29%</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>22.75%</td>
<td>18.48%</td>
<td>14.33%</td>
<td>10%</td>
<td>15%</td>
<td>18%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>休闲服饰</td>
<td>4600.53</td>
<td>5167.36</td>
<td>5387.68</td>
<td>5603.19</td>
<td>6163.51</td>
<td>6779.86</td>
<td>7.96%</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>18.39%</td>
<td>12.32%</td>
<td>23.80%</td>
<td>4%</td>
<td>10%</td>
<td>10%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>内衣服饰</td>
<td>1302.58</td>
<td>1328.01</td>
<td>802.85</td>
<td>642.28</td>
<td>655.13</td>
<td>674.78</td>
<td>-5.63%</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>0.73%</td>
<td>1.95%</td>
<td>-39.54%</td>
<td>-20%</td>
<td>2%</td>
<td>3%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>其他针织品</td>
<td>133.24</td>
<td>179.20</td>
<td>152.76</td>
<td>137.49</td>
<td>151.23</td>
<td>166.36</td>
<td>2.88%</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>27.62%</td>
<td>34.50%</td>
<td>-14.75%</td>
<td>-10%</td>
<td>10%</td>
<td>10%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>总营业收入</td>
<td>18085.25</td>
<td>20950.21</td>
<td>22665.27</td>
<td>24337.13</td>
<td>27617.17</td>
<td>31984.81</td>
<td>12.17%</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>19.78%</td>
<td>15.84%</td>
<td>8.19%</td>
<td>7.38%</td>
<td>13.48%</td>
<td>15.81%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>整体毛利率</td>
<td>31.36%</td>
<td>31.57%</td>
<td>30.34%</td>
<td>28.50%</td>
<td>30%</td>
<td>30.50%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>销售费用率</td>
<td>2.6%</td>
<td>3.34%</td>
<td>3.22%</td>
<td>3.50%</td>
<td>3.25%</td>
<td>3.20%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>管理费用率</td>
<td>6.81%</td>
<td>6.92%</td>
<td>6.84%</td>
<td>7%</td>
<td>6.90%</td>
<td>6.80%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>财务费用率</td>
<td>0.68%</td>
<td>0.29%</td>
<td>0.39%</td>
<td>0.60%</td>
<td>0.50%</td>
<td>0.40%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>所得税率</td>
<td>12.32%</td>
<td>11.74%</td>
<td>11.01%</td>
<td>9.0%</td>
<td>10.00%</td>
<td>10.50%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>归母净利润</td>
<td>3762.72</td>
<td>4540.49</td>
<td>5095.20</td>
<td>5430.77</td>
<td>6196.06</td>
<td>7190.25</td>
<td>12.17%</td>
</tr>
<tr>
<td>YOY</td>
<td>27.65%</td>
<td>20.67%</td>
<td>12.22%</td>
<td>6.59%</td>
<td>14.09%</td>
<td>16.05%</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>EPS</td>
<td>2.50</td>
<td>2.99</td>
<td>3.30</td>
<td>3.61</td>
<td>4.12</td>
<td>4.78</td>
<td></td>
</tr>
<tr>
<td>P/E</td>
<td>30.47</td>
<td>41.99</td>
<td>36.81</td>
<td>31.72</td>
<td></td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

资料来源：公司年报，wind，天风证券研究所

我们采取DCF绝对估值法，并对公司未来产能、订单及产能利用率做出如下假设：

1）我们假设公司未来发展主要分为三段时期：公司2023-2025年处于产能高速扩张期，在已有的盈利预测基础上，我们预计申洲2025年年总产能有望达到7.4亿件，即每年产能增长5000万件，且产能利用率维持在100%；2026-2030年公司整体产能处于稳定增长状态，我们假设公司每年增加产能5000万件，至2030年申洲整体年产能有望达到10亿件。同时产能利用率方面，基于公司绑定头部优质客户且头部客户推进精简供应链体系，我们认为未来公司整体产能利用率有望保持在100%。2030年后，公司整体规模较大，且考虑到全球整体运动服装市场订单增量以及国内生产成本的提升，未来公司国内海外产能置换仍然会稳定进行，我们假设该期间内公司整体产能增速保持在每年2%，是为永续期。
2）订单单价方面，我们认为2023~2025年受益于潜在新客户订单增加影响，预计整体订单单价将会稳步上升，2023~2025年公司整体订单单价预计较2020年上升5%、5.5%、5.5%。进入2026~2030年稳步增长期以后，我们假设公司2020年订单单价的106%、106.5%、107%。2030年公司进入永续成长期以后，整体单价为2020年单价基数的110%且保持稳定。

3）我们以恒生中国企业指数与恒生指数之间进行回归分析，得到β系数为0.98；借鉴公司历次发行债券利率，我们假设公司借贷资本成本为4.50%；公司未来整体税率维持在12.5%左右，由此我们估算得到公司加权资本成本为9.74%。

4）盈利能力及费用率方面假设，受益于规模及海外基地人力成本及关税优惠等优势，毛利率整体呈现稳步提升态势，2023~2025年分别达到31%、31.5%、32%、2026~2030年毛利率保持低速提升，预计分别达到32.5%、32.5%、32.5%、33%、33%。2030年以后永续期毛利率保持相对稳定在33%。费用率方面，由于海外产能的持续扩充，新员工培训增多、员工效率爬坡提升等因素影响，2023~2025年管理费用率小幅提升，预计分别达到8.5%、8%、7.5%，2026~2030年管理费用率维持在7.5%；永续期得益于自身设施趋于成熟化，整体管理费用率预计维持在6%左右。销售费用率方面，我们预计公司整体销售费用率保持在3.5%左右。由以上假设我们可以得到，以下DCF绝对估值参数信息：

据以上假设及DCF模型输出结果，我们得到公司2021年内在价值为2490.77亿元人民币/2979.03亿港元，对应目标股价为165.72元人民币/198.21港元。
6. 风险提示

**全球疫情反复波动风险**：目前国内市场疫情影响已经逐步解除，海外欧美市场目前正处于疫情反弹期，未来海外欧美市场运动装备产品存在波动减少可能性，疫情反复会继续影响终端客流及客群的消费信心。

**贸易政策风险**：公司目前主要海外生产基地分布在越南及柬埔寨两国，收所在当地政府税收财政政策影响明显，可能存在税收优惠政策改变等不确定因素对公司未来海外子公司盈利造成影响。

**海外生产基地产能释放不及预期**：受到越南、柬埔寨实体条件的影响，公司拟定新建工厂产能建成日期可能出现延期等情况，海外产能释放计划可能会受到影响。

**原材料价格波动上升**：2020Q3 国际油价环比 Q2 已经有所回升，未来化纤生产成本随之上升，带动化纤终端价格上升，公司原材料成本可能面临增大风险。
分析师声明
本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明
除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下简称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，不应以任何形式依赖或使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其附属机构均不承担任何法律责任。
本报告所载的观点、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等观点、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载观点、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告观点不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明
在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

<table>
<thead>
<tr>
<th>类别</th>
<th>说明</th>
<th>评级</th>
<th>体系</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>股票投资评级</td>
<td>自报告日起的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅</td>
<td>买入</td>
<td>预期股价相对收益 20%以上</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>增持</td>
<td>预期股价相对收益 10%-20%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>持有</td>
<td>预期股价相对收益 -10%-10%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>卖出</td>
<td>预期股价相对收益 -10%-10%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>强于大市</td>
<td>预期行业指数涨幅 5%以上</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>中性</td>
<td>预期行业指数涨幅 -5% -5%</td>
</tr>
<tr>
<td></td>
<td></td>
<td>弱于大市</td>
<td>预期行业指数涨幅 -5%以下</td>
</tr>
<tr>
<td>行业投资评级</td>
<td>自报告日起的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅</td>
<td></td>
<td></td>
</tr>
</tbody>
</table>

天风证券研究

<table>
<thead>
<tr>
<th>北京</th>
<th>武汉</th>
<th>上海</th>
<th>深圳</th>
</tr>
</thead>
<tbody>
<tr>
<td>北京市西城区佟麟阁路 36 号</td>
<td>湖北武汉市武昌区中南路 99号保利广场 A 座 37 楼</td>
<td>上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼</td>
<td>深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼</td>
</tr>
<tr>
<td>邮编：100031</td>
<td>邮编：430071</td>
<td>邮编：201204</td>
<td>邮编：518000</td>
</tr>
<tr>
<td>邮箱：<a href="mailto:research@tfzq.com">research@tfzq.com</a></td>
<td>电话：(8627)-87618889</td>
<td>电话：(8621)-68815388</td>
<td>电话：(86755)-23915663</td>
</tr>
<tr>
<td>传真：(8627)-87618863</td>
<td>邮箱：<a href="mailto:research@tfzq.com">research@tfzq.com</a></td>
<td>传真：(8621)-68812910</td>
<td>传真：(86755)-82571995</td>
</tr>
</tbody>
</table>

请注意阅读正文之后的信息披露和免责声明