

# 风景这边独好，国内纺服制造龙头布局正当时

## 核心观点

- **受要素成本和贸易摩擦等影响，中国纺织制造业部分产能（主要是中低端环节）正加快向以越南为首的东南亚国家转移。**根据 trademap 数据，中国服装类/鞋履类出口金额占全球比重分别从 2015 年的 37%/40% 下滑至 2020 年的 30%/30%。我们以越南为例，相比国内竞争优势如下：1) 劳动力充足，用工成本具备优势；2) 原材料、土地、能源等要素成本较低；3) 税收优惠；4) 贸易环境宽松，关税低。
- **我们认为，近十几年纺织产业向东南亚的部分转移，只是中国纺织制造业全球化战略布局的体现，中短期以越南为首的东南亚国家难以撼动中国纺服产业的国际竞争地位。**未来中国本土产能将聚焦中高端和研发，海外基地专注降本增效和平滑贸易壁垒，实现优势互补。
  - 1) **在中短期内，越南等国家难以马上培育出强大的本土竞争对手，与国内龙头直接抗衡。**主要原因如下：a. 越南本地缺乏配套的上游产业链，对中国依存程度较高，本土也缺乏代表性企业；b. 越南基础设施建设与国内相比有较大差距；c. 越南人均劳动效率相对较低，且人工成本也上涨较快。
  - 2) **中国纺织业 30 多年产业发展壮大的历程较难被东南亚完整复制。**主要原因包括 a. 国内龙头能够持续向海外输出中层管理人才，丰富管理经验，实现良性循环，这是当年日韩、中国台湾向大陆转移产业链时不具备的条件；b. 国内龙头借助信息化技术的发展，对海外基地管控力度较强。
  - 3) **国内纺服制造业更具备产业持续升级的基础和潜力，大量龙头已经在智能制造和绿色经济（ESG）等领域先行先试，引领行业发展。**
- **疫情之下，部分优秀的纺服制造龙头更加彰显其全球龙头的优势和韧性。**近三年的疫情反复，对全球制造业供应链都带来巨大挑战，也正是疫情凸显了中国纺织制造供应链（全球化）的优势。我们看到部分优质龙头企业顶住压力，凭借稳定的交期、过硬的产品质量以及灵活的资源调配能力脱颖而出，这些企业的共性包括：
  - 1) **优质客户收入占比高，客户所处细分赛道景气度好。**运动板块（包括户外）在未来预计将长期维持较高的景气度；我们认为，优质客户占比高意味着：a. 与优质品牌客户保持长期稳定合作关系；b. 订单稳定性更高；c. 更容易获得其他中小品牌优质订单等。
  - 2) **产业链一体化布局，提升交付稳定性和盈利能力。**垂直一体化布局的企业由于整合了上游关键生产步骤和工序，对供应链的把控力度更强，在疫情等特殊时期也能更好保障订单交付。另一方面，由于业务链条更长，一体化布局的企业通常能享有更好的盈利能力。
  - 3) **上游工序有一定复杂度，持续研发投入夯实竞争优势。**通过对子行业进行梳理，我们认为运动服、服装辅料、运动鞋、部分功能性产品领域的上游工序具备一定复杂度，随着龙头企业对研发的持续投入，正在形成更深的护城河或壁垒，未来具备更好的发展前景。

## 投资建议与投资标的

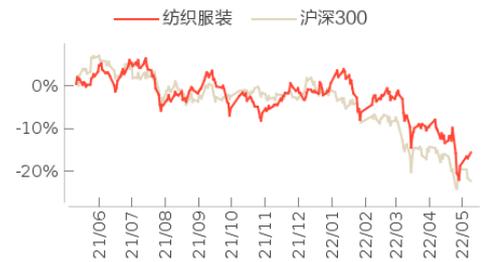
- 我们认为，在纺服制造龙头持续产业升级和全球化战略布局的背景下，必然会诞生一大批盈利能力强、护城河深、成长前景稳定的细分赛道龙头。考虑到部分重点标的的收入体量和市值较小（除申洲、华利外），我们看好板块中长期投资前景，推荐浙江自然(605080, 买入)、伟星股份(002003, 买入)、华利集团(300979, 买入)、申洲国际(02313, 买入)，建议关注牧高笛(603908, 未评级)、鲁泰 A(000726, 未评级)、健盛集团(603558, 未评级)、盛泰集团(605138, 未评级)。

**风险提示：**疫情反复、汇率波动、原材料价格波动、劳动力成本上升、贸易环境变化

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级 **看好（维持）**

国家/地区 **中国**  
行业 **纺织服装行业**  
报告发布日期 **2022 年 05 月 11 日**



## 证券分析师

施红梅 021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

赵越峰 021-63325888\*7507  
zhaoyuefeng@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860513060001  
香港证监会牌照：BPU173

朱炎 021-63325888\*6107  
zhuyan3@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860521070006

## 联系人

杨妍 yangyan3@orientsec.com.cn

## 相关报告

业绩表现亮眼+人民币贬值，继续推荐基本面向上的出口制造龙头 2022-05-05

胶原蛋白应用前景广阔，技术进步推动行业快速增长 2022-04-29

板块表现活跃 继续推荐基本面向上的出口制造龙头 2022-04-23

## 目录

受要素成本和贸易摩擦影响，中国纺织制造业部分产能正在加快向东南亚转移	5
中短期，以越南为首的东南亚国家难以撼动中国纺服产业的全球竞争地位	8
疫情之下国内纺服制造业龙头更加彰显其全球龙头的优势和韧性	11
共性 1：优质客户收入占比高	12
共性 2：产业链一体化布局较为完善	14
共性 3：上游工序有一定复杂度，持续研发投入夯实竞争优势	16
相关公司	18
浙江自然	18
伟星股份	18
华利集团	19
申洲国际	20
牧高笛	21
健盛集团	22
盛泰集团	23
鲁泰 A	24
投资建议	25
风险提示	25

## 图表目录

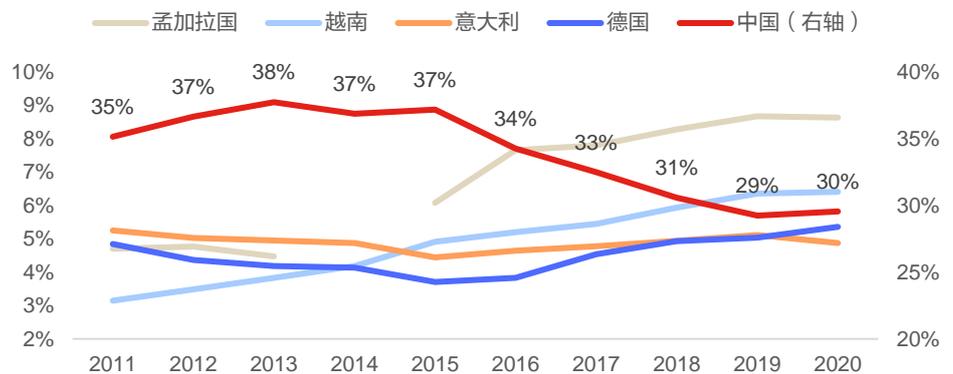
图 1: 中国服装类出口占世界比重自 2015 年起下滑.....	5
图 2: 中国鞋履类出口占世界比重自 2015 年起下滑.....	5
图 3: 越南人口粗出生率高于中国.....	5
图 4: 中国 15-40 岁人口占比为 34.8% (2019) .....	6
图 5: 越南 15-40 岁人口占比为 39.7% (2019) .....	6
图 6: 越南劳动参与率优于中国.....	6
图 7: 中越最低工资比较 (人民币/月) .....	6
图 8: 随着海外产能释放, 申洲国际有效税率逐年降低 (所得税/除税前利润) .....	7
图 9: 越南纺织品面料进口份额比较.....	9
图 10: 越南棉布进口金额 (万美元) .....	9
图 11: 越南 2020 年人均 GDP 在中国 2006 年水平 (美元) .....	9
图 12: 各国班轮运输连通性指数 (LSCI) .....	10
图 13: 中越每百人宽带用户数量.....	10
图 14: 越南最低工资标准逐年上升 (千越南盾) .....	10
图 15: 申洲国际上市以来股价涨幅 (港币) .....	11
图 16: 除申洲、华利外, 其余龙头纺织制造企业市值仍然较小 (亿元) .....	12
图 17: 美国运动服饰同比增速高于服饰.....	13
图 18: 德国运动服饰同比增速高于服饰.....	13
图 19: 华利集团毛利率和净利率逐年上升, 特别在 2021 年.....	14
图 20: 越南鞋履出口同比增速.....	14
图 21: 一体化的制衣企业毛利率大于制鞋企业.....	15
图 22: 浙江自然毛利率高于非一体化同行供应商.....	15
图 23: 龙头纺织制造企业研发费用率比较.....	16
图 24: 牧高笛营业收入及增速 (百万元) .....	21
图 25: 牧高笛归母净利润及增速 (百万元) .....	21
图 26: 牧高笛营业收入按产品拆分.....	21
图 27: 牧高笛营业收入按地区拆分.....	21
图 28: 健盛集团营业收入及增速 (百万元) .....	22
图 29: 健盛集团归母净利润及增速 (百万元) .....	22
图 30: 健盛集团营业收入按产品拆分.....	22
图 31: 健盛集团营业收入按地区拆分.....	22
图 32: 盛泰集团营业收入及增速 (百万元) .....	23
图 33: 盛泰集团归母净利润及增速 (百万元) .....	23
图 34: 盛泰集团营业收入按产品拆分.....	23

图 35: 盛泰集团营业收入按地区拆分.....	23
图 36: 鲁泰 A 营业收入及增速 (百万元) .....	24
图 37: 鲁泰 A 归母净利润及增速 (百万元) .....	24
图 38: 鲁泰 A 营业收入按产品拆分.....	24
图 39: 鲁泰 A 营业收入按地区拆分.....	24
表 1: 越南投资税收优惠 (企业所得税) .....	7
表 2: 越南主要贸易协定 (2014 年后) .....	7
表 3: 部分国内龙头公司东南亚布局.....	8
表 4: 各国运动服饰行业增速和竞争格局 .....	12
表 5: 龙头品牌方对于供应商的考察内容 .....	13
表 6: 阿迪达斯核心供应商情况.....	13
表 7: 越南抗击疫情回顾 (2021H2) .....	15
表 8: 申洲国际专利申请和创新成果转化数量逐年上升 (个) .....	16

## 受要素成本和贸易摩擦影响，中国纺织制造业部分产能正在加快向东南亚转移

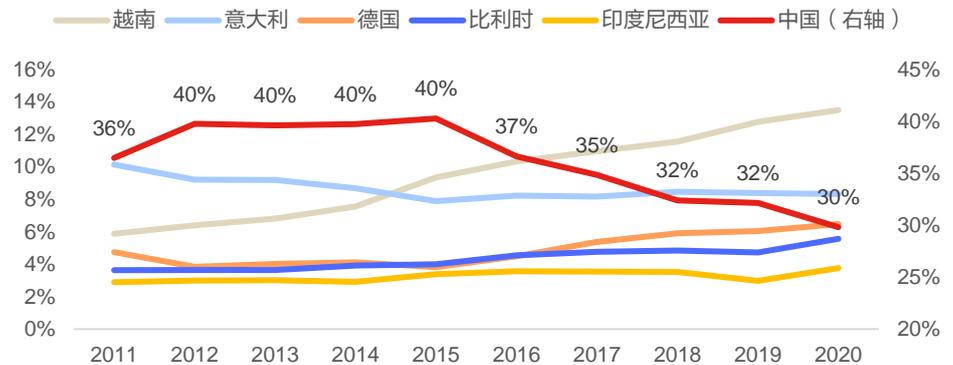
纺织服装行业属于典型的劳动密集型行业，自2010年起，国内相关产业链（特别是中低端环节）开始向东南亚国家逐步转移，属于全球纺织产业的第五次大迁徙。根据 trademap 数据，中国服装类/鞋履类（人力成本占比更高）出口占全球比重分别从2015年的37%/40%下滑至2020年的30%/30%。我们认为随着国内人口红利的消退，东南亚国家要素成本价格更具吸引力，是产业链转移的原因之一，而近年来地缘政治引发的贸易摩擦进一步加剧了这一转移步伐。

图 1：中国服装类出口占世界比重自 2015 年起下滑



数据来源：trademap，东方证券研究所

图 2：中国鞋履类出口占世界比重自 2015 年起下滑



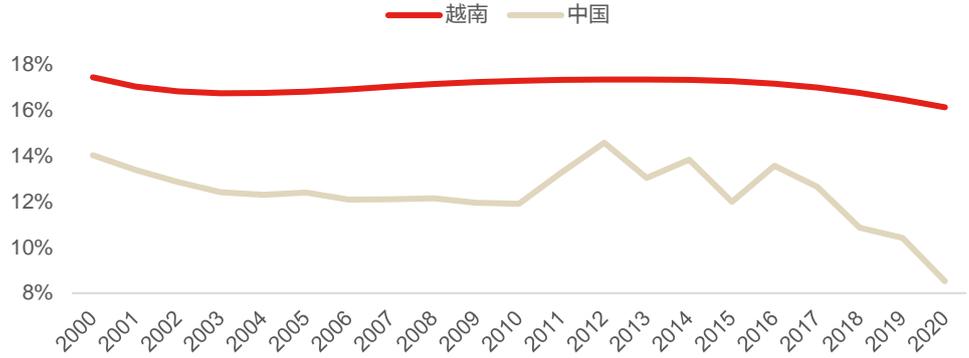
数据来源：trademap，东方证券研究所

我们选取东南亚最具代表性的国家越南，针对其竞争优势，详细分析如下：

### 1) 越南劳动力充足，人工成本具备相对优势

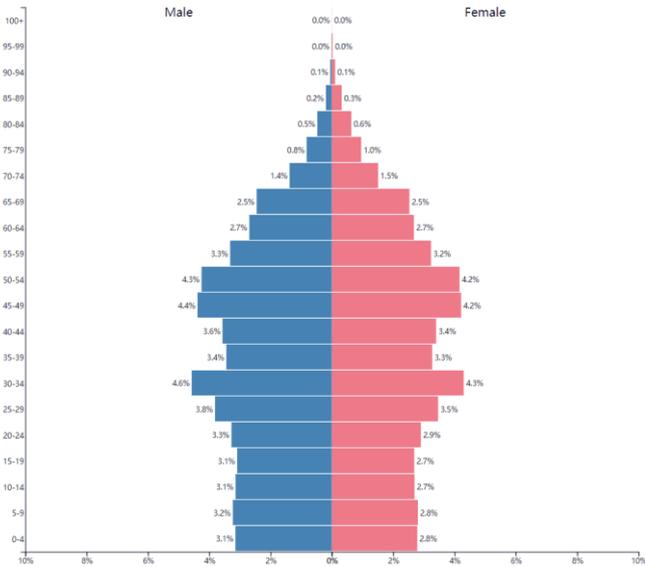
通过比较人口结构、人口粗出生率、劳动参与率等多项劳动力相关指标，与中国相比，越南整体劳动力供给充足，年轻人口占比更高。在最关键的劳动力成本方面，越南具备明显优势，最低工资仅为国内的 50%-60%。另外由于中越文化相近，中方管理难度也相对较低。

图 3：越南人口粗出生率高于中国



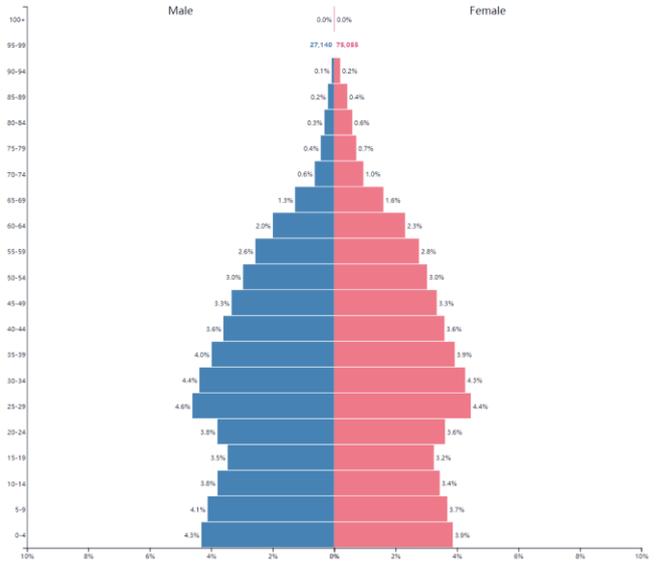
数据来源：wind，世界银行，东方证券研究所

图 4：中国 15-40 岁人口占比为 34.8%（2019）



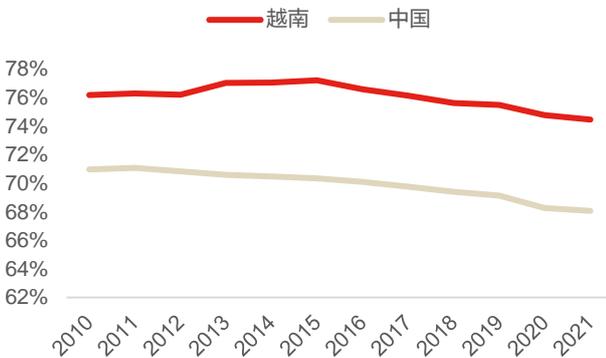
数据来源：populationpyramid.net，东方证券研究所

图 5：越南 15-40 岁人口占比为 39.7%（2019）



数据来源：populationpyramid.net，东方证券研究所

图 6：越南劳动参与率优于中国



数据来源：wind，世界银行，东方证券研究所

图 7：中越最低工资比较（人民币/月）



数据来源：人社部，越通社，东方证券研究所，注：1 人民币 ≈ 3443.6 越南盾

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

## 2) 越南原材料、土地、能源等要素成本较低

从最核心的原材料棉花来看，由于国内对进口棉花实施配额限制，导致内外棉价经常存在较大差距（特别是中高端棉花），而在越南本地购买国外棉花，成本相对更为低廉。此外在土地租赁、用电等能源成本方面，越南也具备较强竞争力。

## 3) 越南企业所得税优惠具备吸引力

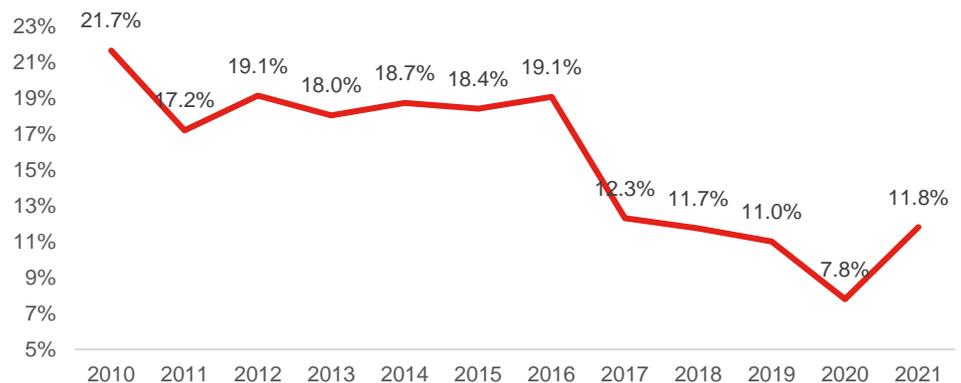
越南标准所得税率为 20%，低于国内的 25%。其次越南鼓励外商投资，国内企业在越南建厂通常能享受到四免九减半、四免五减半或两免四减半等税收优惠（依据投资区域、规模和类型的不同有所差异），这将直接拉低企业有效税率，增厚净利润。

表 1：越南投资税收优惠（企业所得税）

序号	描述	经济区（包括一般、门户经济区）	高科技区	工业区
1	CIT 税率	15 年内 10%	15 年内 10%	税率 20%
2	免 CIT	4 年内	4 年内	2 年内
3	减 CIT	9 年内减半	9 年内减半	5 年内减半
4	总结	CIT 税率自获得利润第 1 年起开始适用；CIT 减免自获得应税收入第 1 年起开始适用，如果前 3 年无应税收入，CIT 减免从第 4 年开始。	CIT 税率自获得利润第 1 年起开始适用；CIT 减免自获得应税收入第 1 年起开始适用，如果前 3 年无应税收入，CIT 减免从第 4 年开始。	CIT 减免不适用全部工业区企业，处于经济、社会优势名单的企业不享受此优惠；CIT 减免自获得应税收入第 1 年起开始适用，如果前 3 年无应税收入，CIT 减免从第 4 年开始。

数据来源：中国国家税务总局，东方证券研究所，注：CIT 为企业所得税英语简写

图 8：随着海外产能释放，申洲国际有效税率逐年降低（所得税/除税前利润）



数据来源：wind，东方证券研究所

## 4) 越南贸易环境宽松，关税低

越南与多国签署自由贸易协定，包括 2022 年的 RCEP、2020 年的 UKVFTA、VN-EFTA 等，贸易环境显著优于国内，尤其对欧盟、美国的出口关税具备较大优势。在国内中美贸易战的背景下，国内企业更偏好将生产基地迁往东南亚地区，以降低关税成本，应对可能的不确定性事件。

表 2：越南主要贸易协定（2014 年后）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

时间	贸易协定	主要内容
2022	区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP)	服务贸易大幅度放开，成为亚洲规模最大的投资协定。
2020	越南-英国自由贸易协定 (UKVFTA)	协定生效 6 年后，英国将取消 99.2% 关税税目；越南立即取消 48.5% 关税税目，6 年后取消关税税目的数量增加到 91.8%，9 年后增加到 98.3%。
2020	越南-东盟自由贸易协定 (VN-EFTA)	东盟立即取消约 85.6% 的越南商品进口关税，越南取消对于东盟出口 48.5% 的关税，两国分别在 7 年和 10 年内取消 99% 以上的双向出口关税。
2019	东盟-中国香港自由贸易协定 (AHKFTA)	来自协议伙伴国的货物可以获得进口关税和关税减免优惠。
2019	跨太平洋伙伴关系全面进展协定 (CPTPP)	同意取消或削减工业品、纺织品和服装等关税和非关税壁垒。
2016	越南-欧亚经济联盟自由贸易协定 (VN-EAEU FTA)	通过减免协定商品名录中大部分商品的进口关税来实现贸易自由化。
2015	越南-韩国自由贸易协定 (VKFTA)	韩国将支持越南提升政策制定和执行能力，提高农林水产、电子工业、石油化工、辅助产业等韩国具有优势而越南拥有合作需求的领域竞争力。
2014	越南-智利自由贸易协定 (VCFTA)	五年内 75% 智利对越南出口产品实现零关税，8 年内达到 80%，10 年内接近 90%。

数据来源：越南新闻社，东方证券研究所

## 中短期，以越南为首的东南亚国家难以撼动中国纺服产业的全球竞争地位

如上文所述，从表现上来看，中国纺服出口金额在全球中的占比逐年下降，但考虑到自 2013 年以来，国内大量纺服龙头包括鲁泰 A、申洲国际、盛泰集团、健盛集团等纷纷在东南亚国家布局海外产能，如果将这部分产能计算在内，实际份额下降幅度预计较为有限。以越南为首的东南亚国家纺织产业快速增长的背后是大量中国大陆、中国台湾等龙头企业的海外工厂，真正形成规模的本土东南亚企业相对较少，因此我们认为，中国纺服制造产业在全球的重要性并未发生大幅下降。

表 3：部分国内龙头公司东南亚布局

公司名称	年份	东南亚布局
鲁泰 A	2014 年	柬埔寨衬衣工厂投产，计划产能 300 万件
	2015 年	缅甸衬衣工厂投产，计划产能 300 万件
	2015 年	越南面料工厂逐步投产，生产纱线、色织布、面料等
申洲国际	2005 年	柬埔寨金边制衣工厂投产
	2012 年	柬埔寨制衣工厂二期投产
	2014 年	越南成衣、面料工厂逐步投产
盛泰集团	2013 年	在越南逐步建立纺纱厂、面料工厂
健盛集团	2015 年	越南海防生产基地逐步投产
	2019 年	在越南兴安新建 1,800 万件无缝服饰产能

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

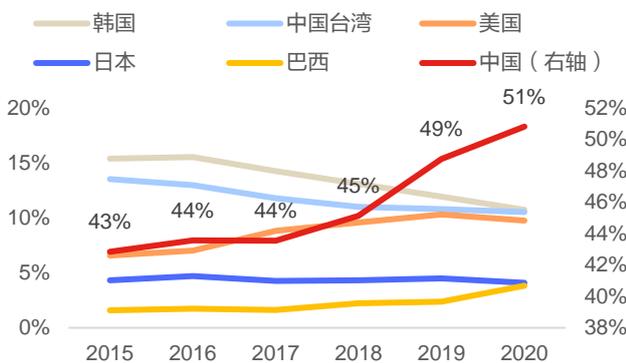
数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为，中短期内以越南为首的东南亚国家难以撼动中国纺织产业链地位，核心原因如下：

**1) 越南本地缺乏配套的上游产业链，对中国依存程度较高。**

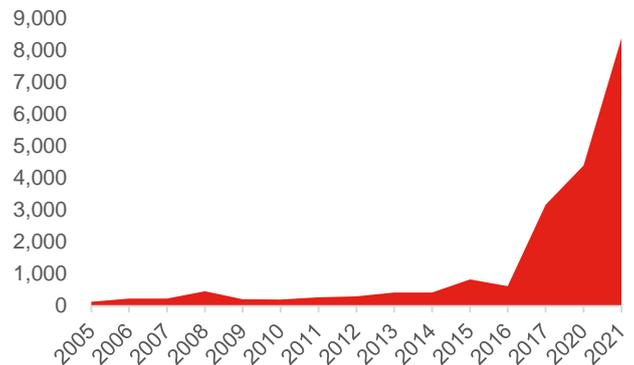
越南本地纺织产业链以中低端的、劳动密集型的加工商为主，纺织生产所需机械设备、原材料（特别是面料）大部分依赖进口，特别是来自中国的进口。根据 trademap 数据，中国占比越南纺织品面料进口份额逐年提升，从 2015 年的 43% 提升至 2020 年的 51%，另根据中国棉花信息网信息，越南棉布进口金额自 2016 年起大幅提升。

图 9：越南纺织品面料进口份额比较



数据来源：trade map，东方证券研究所

图 10：越南棉布进口金额（万美元）



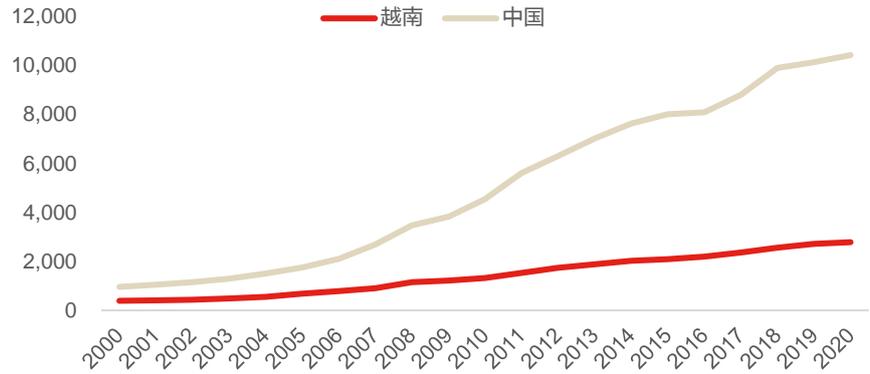
数据来源：wind，中国棉花信息网，东方证券研究所

**2) 越南基础设施建设与国内有较大差距**

越南在基础设施建设方面相对薄弱，与国内相比仍然有较大差距，我们认为这将严重影响纺织制造产能升级的步伐，举例来看：

- ◆ 铁路：越南铁路基础设施落后，全国仅不到 60% 的省市有铁路通过，其中 85% 的路段为旧式米轨，标准轨仅占 6%，平均时速在 60 公里以下，运力十分有限，铁路货运量仅占全国货运总量的 0.6%。
- ◆ 贸易往来：中越两国陆路边境口岸货运通道、货场等设施建设差距较大，越方货运专用通道车道少、货场容量不足，影响两国货物通关效率。
- ◆ 电力：由于越南国内需求增长过快，电力长期供不应求。2020 年越南从中国电力进口约 21 亿千瓦时。

图 11：越南 2020 年人均 GDP 在中国 2006 年水平（美元）



数据来源: wind, 世界银行, 东方证券研究所

图 12: 各国班轮运输连通性指数 (LSCI)

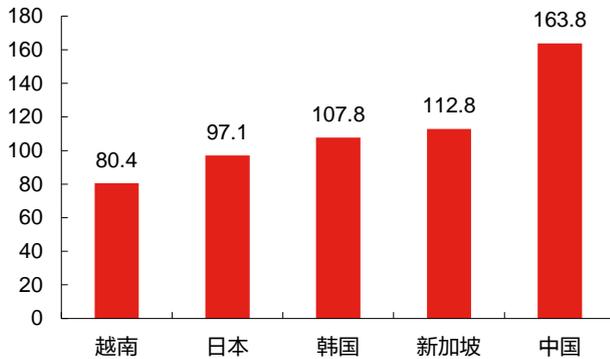
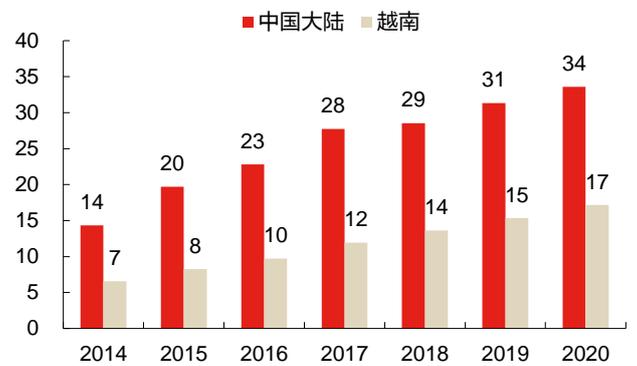


图 13: 中越每百人宽带用户数量



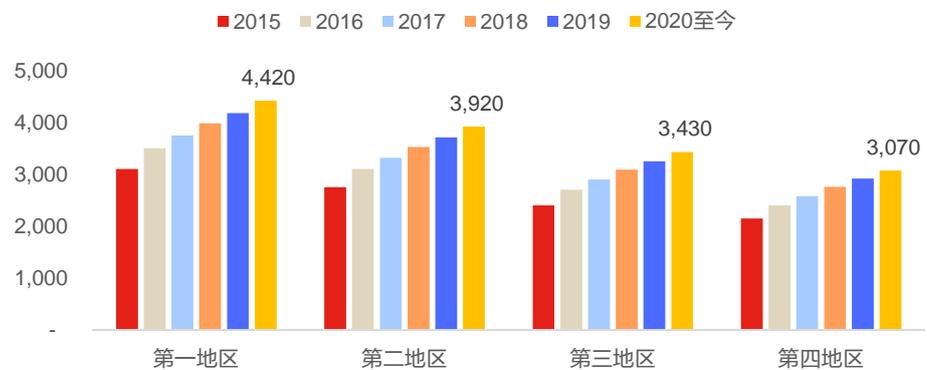
数据来源: UNCTAD, 东方证券研究所

数据来源: wind, 东方证券研究所

### 3) 越南人均劳动效率较低, 且人工成本上涨较快。

越南虽然劳动力充裕, 但受过良好教育和职业技能培训的劳动力仅占 20%左右, 劳动效率相对较低。另一方面, 员工成本也在逐年提升, 2015-2019 年越南最低工资年复合增速为 7.8%左右, 2020 年后由于疫情最低工资并未调整, 预计最快在 2022 年中调整 (调整幅度在 6%左右)。

图 14: 越南最低工资标准逐年上升 (千越南盾)



数据来源: 越通社, 东方证券研究所

回顾中国纺织业发展历程，国内企业从较低附加值的代工环节切入，在短短 30 多年间成功实现产业的初步升级，我们认为需归功于特定的历史机遇和外部环境，越南等东南亚国家难以进行完整复制，主要原因包括：

**a. 国内龙头能够持续向海外输出中层管理人才，这是当年日韩、中国台湾向大陆转移产业链时不具备的条件**

中国经过过去几十年的发展，拥有庞大的纺服产业链人才库，当企业要在海外建设生产基地时，能通过外派中方管理人员等方式快速提升生产效率，缩短产能爬坡周期。另一方面，大部分外派员工有较强的家乡归属感，员工轮换回国后可向国内员工分享相关经验，实现良性循环。

反观 90 年代，中国纺服制造行业刚起步时，韩国、日本、中国台湾等地由于自身人口和人才数量限制，必须在中国当地招聘和培育大量本地人才，这也为日后中国的产业升级奠定重要基础。

**b. 国内龙头借助信息化技术的发展，对海外基地管控力度大幅增强**

与 20 年前相比，现代制造业对各个生产环节的把控能力大幅提升，通过对信息化技术的持续投入，公司能在国内总部密切监控海外基地的生产进度和流程，为远程管理创造了可能。以鲁泰 A 为例，公司先后投资 12 亿余元进行数字化、信息化建设，自主开发、引进软件、系统多达 240 多个，实现了全产业链数据的在线实时采集，为智能工厂建设，打造创新驱动型科技企业奠定了坚实的基础。

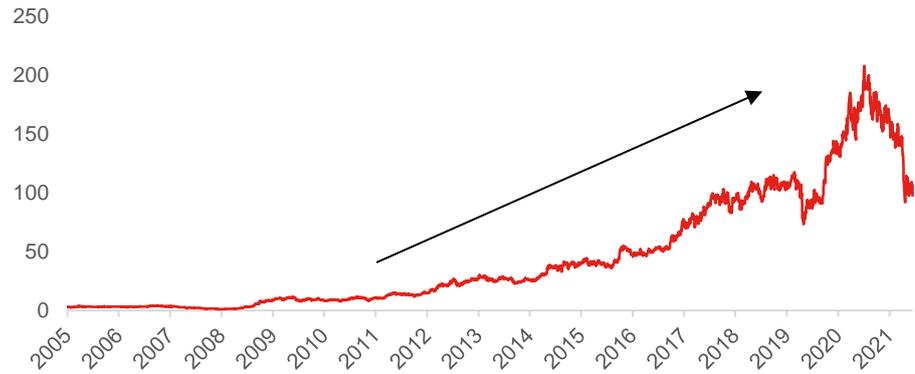
展望未来，我们认为国内纺服产业尽管在要素成本等方面处于劣势，但是更具备产业升级的基础和潜力，而且大量龙头已经在智能制造和绿色经济（ESG）等领域先行先试，引领行业发展。主要体现在：1）行业在过去二十多年来，积累了丰富的本土人才、生产和制造技术；2）跨产业链的配套能力较强，中国周边配套产业门类完整，包括生产自动化、数字化管理、产业咨询等领域都很容易找到相关的资源，大幅领先于东南亚国家。（3）以龙头公司（申洲国际、鲁泰 A、伟星股份、华利集团等）为代表正在深入推进智能制造、数字经济和绿色经济（ESG）的发展，他们将引领产业向更高质量的阶段发展。

我们认为，近十几年纺织产业向东南亚的部分转移，只是中国纺织制造业全球化战略布局的体现，未来海内外产业链将形成优势互补，中国本土产能将致力于中高端制造和研发，海外基地将专注于降本提效，减少贸易壁垒对中国公司的冲击。

## 疫情之下国内纺服制造业龙头更加彰显其全球龙头的优势和韧性

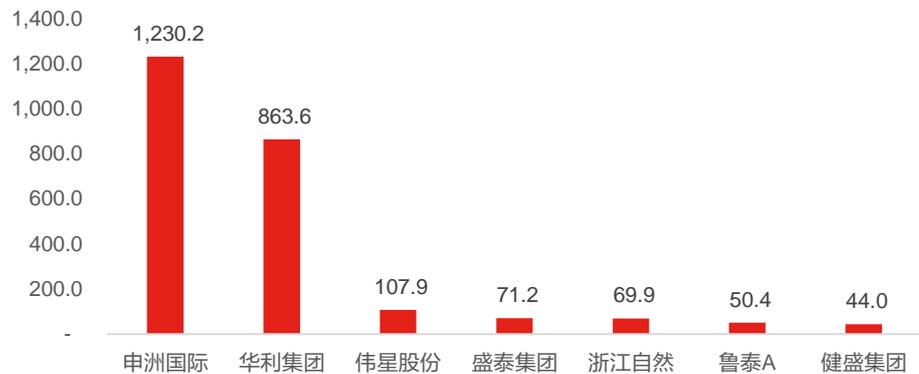
近三年的疫情反复，对全球制造业供应链都带来巨大挑战，也正是疫情凸显了中国纺织制造供应链（全球化）的优势。我们看到部分优质龙头企业顶住压力，凭借稳定的交期、过硬的产品质量以及灵活的资源调配能力脱颖而出。通过梳理总结，我们认为这些企业包括以下三个共性特点。

图 15：申洲国际上市以来股价涨幅（港币）



数据来源：wind，东方证券研究所

图 16：除申洲、华利外，其余龙头纺织制造企业市值仍然较小（亿元）



数据来源：wind，东方证券研究所，注：1 人民币=1.17 港币，市值选取日期为 2022 年 5 月 8 日

## 共性 1：优质客户收入占比高

我们认为，优质客户的构成要素主要包括：1）所处细分赛道景气度高，未来预期增速快；2）细分赛道的龙头企业。

从细分赛道来看，运动板块（包括户外）预计将长期维持较高景气度。我们认为，客户所在行业的景气度将直接决定供应商的未来订单预期。从纺服行业来看，运动板块（包括户外）无论在行业成长性还是在竞争格局方面都优于其他细分子行业，根据前瞻产业数据，2021-2026 年，中国、美国、德国和日本运动服饰行业预计 CAGR 分别为 12.3%、6.8%、3.3%和 3.9%。

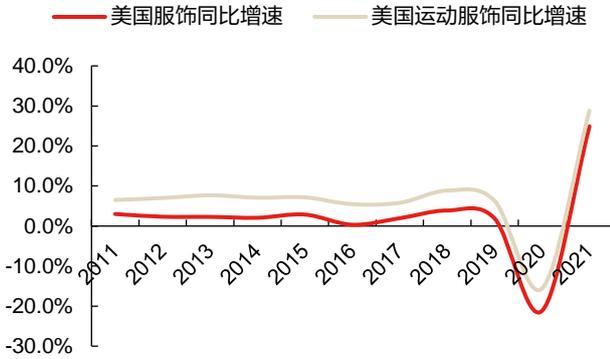
表 4：各国运动服饰行业增速和竞争格局

	2013-2019 CAGR	2019-2021 CAGR	2021-2026E CAGR	2021 CR5
中国	15.5%	7.8%	12.3%	58.1%
美国	6.8%	4.3%	6.8%	31.8%
德国	2.8%	-0.4%	3.3%	29.5%
日本	3.4%	-7.2%	3.9%	43.6%
全球	4.3%	2.5%	7.5%	32.0%

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

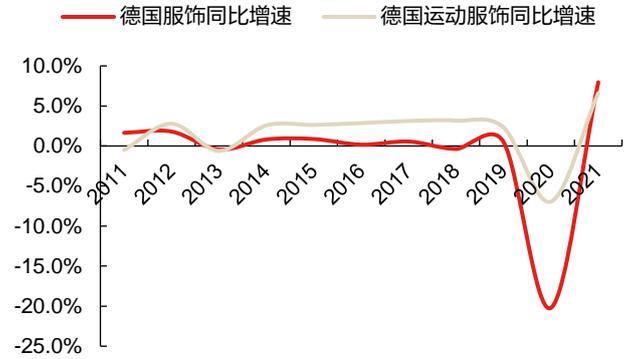
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 17: 美国运动服饰同比增速高于服饰



数据来源: 中研网, 东方证券研究所

图 18: 德国运动服饰同比增速高于服饰



数据来源: 中研网, 东方证券研究所

我们认为, 如果来自于优质品牌客户的收入占比高, 则表明:

1) 与优质品牌客户能保持长期稳定合作关系

龙头品牌对于供应商的选择较为谨慎, 有一套复杂、严格的认证流程, 因此一旦认证合格, 双方通常会保持长期稳定的合作关系, 举例来看, 根据 2019 年报披露, 阿迪达斯核心供应商合作年限均超过 15 年。另一方面, 品牌方也会通过年终考评等方式, 对供应商逐年提出更高要求, 帮助供应商成长, 这也为行业新进入者设立了更高门槛。

表 5: 龙头品牌方对于供应商的考察内容

供应商名称	类别	品牌方具体考察项目
华利集团	综合考察	产能与规模、劳动力、人权环保、社会责任、与其他品牌合作历史、业务水平与行业经验
	开发能力考察	开发人员与素质、开发设备、开发周期、历史开发成就等
	生产能力考察	质量控制流程、供应链管理能力和应急交付能力、生产设备、工艺与技术精益生产能力等
浙江自然	具体要求	对供应商的要求包括: 供应商生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、全球业务支持和售后服务能力, 同时对其劳工保护、生产安全、环保措施等有严格标准。
	认证时间	1-2 年或更久
盛泰集团	具体要求	研发能力、采购管理、生产管理、质量管理、物流管理、客户服务等多方面进行严格考察, 并加以认证, 供应商进入其供应链后, 则将其维持相对长期的合作关系。

数据来源: 招股说明书, 东方证券研究所

表 6: 阿迪达斯核心供应商情况

类别	核心鞋类供应商	核心服饰供应商	硬件
核心战略合作伙伴数量	11	22	12
平均合作年限	16.8	16.2	18.6
产量占比	92%	88%	93%
生产金额占比	90%	88%	93%
合作年限小于 10 年	27%	14%	8%
合作年限位于 10-20 年	36%	59%	42%

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

合作年限超过 20 年	36%	27%	50%
-------------	-----	-----	-----

数据来源：公司公告，东方证券研究所

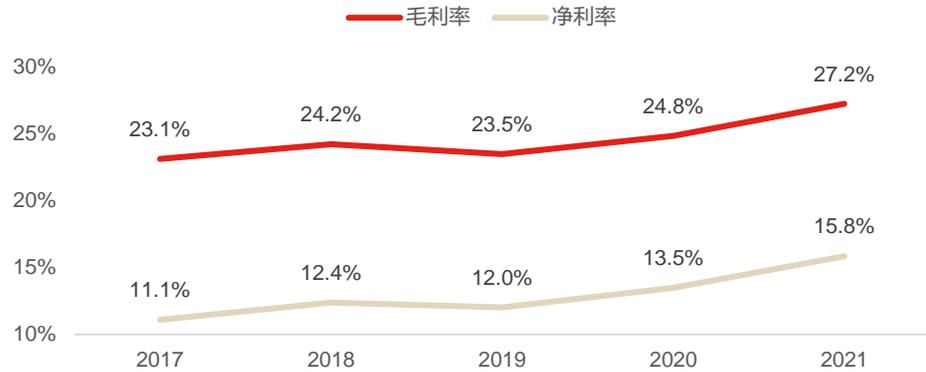
### 2) 订单稳定性更高

龙头品牌通常更加关注订单交付的稳定性，因此通常会在前一年年底，确定至少半年或全年订单计划，给供应商充分的时间准备上游原材料、安排生产计划。中长期角度，品牌方也会结合自身的销售目标，给供应商 3-5 年维度的远期订单规划，保障长期订单的稳定性。

### 3) 更容易获得其他中小品牌客户优质订单

中小品牌客户受制于收入体量，无法像龙头品牌那样，对供应商做出如此细致、综合的考核认证，因此它们更倾向于选择有龙头品牌背书的供应商。对于供应商而言，一方面降低了综合获客成本，另一方面，在产能受限的前提下，供应商也能在排产方面保持主动，例如挑选盈利能力更强的订单。

图 19：华利集团毛利率和净利率逐年上升，特别在 2021 年

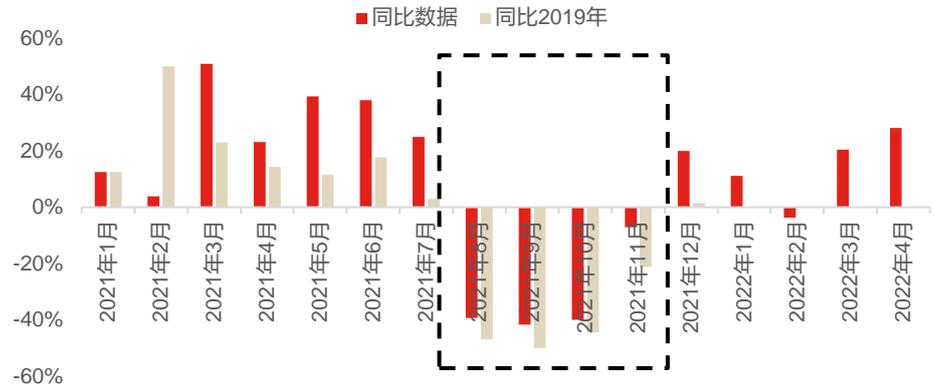


数据来源：wind，东方证券研究所

## 共性 2：产业链一体化布局较为完善

供应链一旦受损后恢复速度较慢，对订单交付稳定性造成较大影响。受疫情影响，东南亚各国在 2020-2021 年陆续出现了停工停产现象，对跨国物流和供应链造成了较大冲击。鉴于供应链的内生复杂性和关联性，我们观察供应链从受损到完全恢复需要较长时间，以越南鞋履出口为例，自 2021 年 7 月胡志明市周边管控力度增强后，鞋履出口增速出现大幅度下滑，随后随着防疫政策的放松，直到 2021 年底鞋履出口才逐步恢复正常增长。

图 20：越南鞋履出口同比增速



数据来源: wind, 东方证券研究所

表 7: 越南抗击疫情回顾 (2021H2)

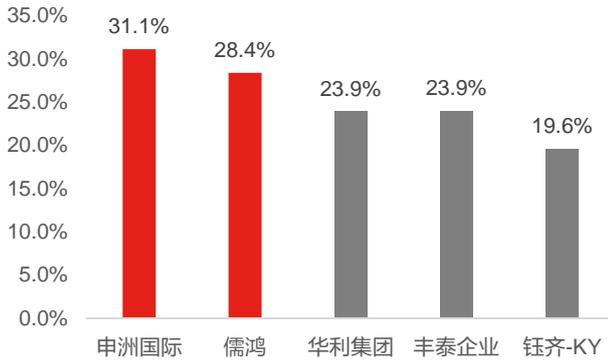
日期	大事件
2021年6月12日	越南累计新冠确诊达 10,000 例
2021年7月9日	胡志明市开始实施 15 天社交距离措施
2021年7月10日	越南启动为全国 18 岁以上民众接种疫苗计划
2021年7月19日	胡志明市与南方 18 个省市按照第 16 号指示, 实施社交距离措施
2021年9月29日	由于疫情影响, 越南预计 2021 年三季度 GDP 同比下降 6.17%
2021/10月初	越南 2.5 万医护人员和 13.5 万战士驰援胡志明市
2021年10月12日	越南颁发有关暂时“安全、灵活地适应并有效控制新冠疫情”的规定
2021年11月1日	越南开展为 12-17 岁青少年人群接种两剂新冠疫苗计划
2021年11月11日	越南接收在获审批紧急使用的 8 种疫苗的 2 亿剂疫苗
2021年11月12日	越南累计确诊新冠病例超过 100 万
2021年11月12日	时隔两年, 越南迎来首批国外游客
2021年12月1日	越南正式启动第三剂新冠疫苗接种工作
2021年12月18日	越南累计死亡病例超过 3 万例
2021年12月18日	越南已基本实现群体免疫

数据来源: 越南政府新闻网, 东方证券研究所

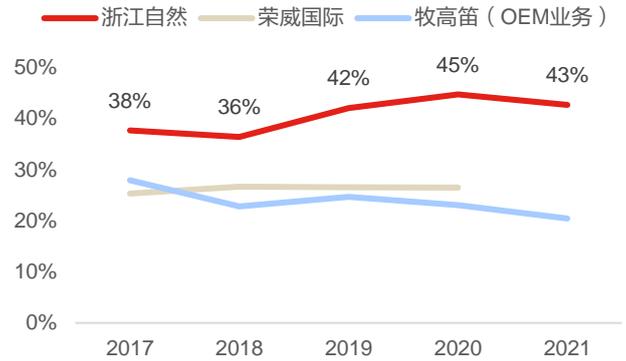
品牌方更偏好垂直一体化供应商。对于品牌方而言（特别是国际大牌），订单交付的稳定性通常比单纯的价格更为重要，而垂直一体化布局的企业由于整合了上下游关键生产步骤和工序，对供应链的把控力度更强，在疫情等特殊时期也能在最大程度上保障订单交付。另一方面，由于业务链条更长，一体化布局的企业通常能享有更好的毛利率水平。最后，通过把控产业链上游（通常为资本密集型工序），企业在新品研发、质量控制等方面的竞争优势也更强，也更利于企业未来的产业升级。

图 21: 一体化的制衣企业毛利率大于制鞋企业

图 22: 浙江自然毛利率高于非一体化同行供应商



数据来源：wind，东方证券研究所，注：2017-2020 平均毛利率



数据来源：wind，东方证券研究所

### 共性 3：上游工序有一定复杂度，持续研发投入夯实竞争优势

对国内纺服制造龙头而言，上游面辅料研发、产品创新等资本密集型的产业环节，是公司获取超额盈利的重要来源（前文共性 2 中已详细阐述），同时也是公司维持竞争优势、提升与客户粘性的重要因素之一。

举例来看，对于单一面料环节企业而言，由于无法直接接触到品牌客户，因此面辅料创新、研发的动力较弱，而对于类似申洲、浙江自然等一体化企业，更有动力主动推进上游面辅料和原材料的革新，快速应用到新产品中（新产品通常盈利能力也较好），实现与客户的深入绑定。

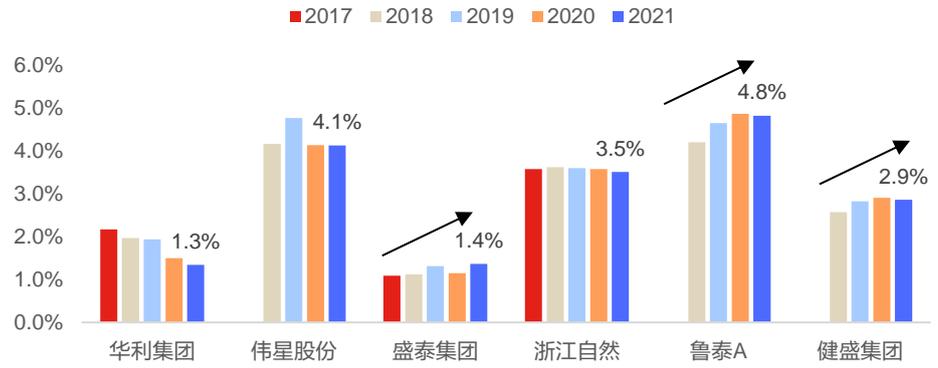
表 8：申洲国际专利申请和创新成果转化数量逐年上升（个）

	2017	2018	2019	2020	2021
合计专利申请		76	101	125	111
实用新型专利	60	55	70	87	79
发明专利		21	31	38	32
主要创新成果转化					
系列	25	33		34	42
产品	625	825		850	近千余个

数据来源：公司公告，东方证券研究所

我们认为行业内较为成功的龙头企业，上游工序通常有一定的复杂度（最好是资本密集型领域），并且通过持续进行研发投入，能够形成较深的护城河或壁垒。通过对子行业进行梳理，我们认为运动服、定制辅料、运动鞋、部分功能性产品具备较好的发展前景，具体上市公司包括：1）运动服：申洲国际、盛泰集团；2）服装辅料：伟星股份；3）运动鞋：华利集团；4）细分功能性产品：浙江自然、牧高笛、鲁泰 A、健盛等。

图 23：龙头纺织制造企业研发费用率比较



数据来源：wind，东方证券研究所

## 相关公司

### 浙江自然

公司前期发布 2021 年报+22Q1 季报，公司 2021 年实现营业收入 8.42 亿，同比增长 44.9%，归母净利润 2.2 亿，同比增长 37.6%。22Q1 收入和归母净利润分别同比增长 46.6%和 37.8%。

TPU 充气床垫销量占比提升，户外箱包市场拓展顺利。1) 充气床垫：2021 年实现收入 6.4 亿 (+47%)，其中销量 423 万件 (+11%)，ASP 为 150 元 (+33%)，主要系高单价的 TPU 销量占比提升所致。2) 户外箱包：实现收入 1.1 亿 (+60%)，其中销量 185.3 万件 (+56%)，ASP 为 59.7 元 (+2%)，2019 年越南和柬埔寨工厂产能逐步释放。3) 头枕坐垫：实现收入 0.56 亿 (+37%)，其中销量 187.7 万件 (+40%)，ASP 为 29.7 元 (-2%)。

**毛利率受原料价格上涨等短期影响，费用率有所优化。**1) 毛利率：2021 毛利率同比下滑 1.9 pcts 至 38.8%，其中充气床垫/户外箱包/头枕坐垫分别下滑 2/2.2/11 pcts，分季度来看，21Q1-Q4 毛利率分别为 41.2%/40.4%/38%/33.9%，分别同比增长 2.9/-3.3/-4.9/-2.9 pcts，我们认为 21H2 原材料价格上涨是毛利率下滑的主要原因之一。2) 费用率：销售/管理/研发费用率分别为 1.4%/5.1%/3.5%，分别增长-1.4/0.5/-0.1 pcts，整体费用率有所优化。3) 投资净收益：2021 年实现投资净收益 0.25 亿，去年同期为 0.04 亿，主要系交易系理财产品和交易性金融资产获得收益。4) 有效税率：2021 年有效税率为 14.1%，同比下滑 0.2 pcts。

**22Q1 收入增长抢眼，验证行业高景气，毛利率维持在健康水平。**22Q1 收入同比增长 46.6%，实现单季度历史最高收入规模，我们判断海外户外运动赛道景气度仍然较高，全年业绩高增长值得期待。另一方面，受俄乌战争等地缘政治影响，公司上游原材料价格大幅上涨，在此不利背景下，公司 22Q1 仍然实现毛利率 36.5%，高于 21H2 毛利率水平，表明公司订单价格和产业结构优化等对原材料、汇率等方面的平抑能力较强，能灵活应对外部不利环境，另一方面，公司在降本增效、技术工艺创新等方面的进步也对冲了部分风险。

我们认为，公司是典型的“垂直一体化+深度绑定大客户”的细分行业隐形冠军，2021 年前 5 大客户收入占比 44%，其中第一大客户迪卡侬占比接近 30%左右。公司深耕 TPU 充气床垫领域并围绕核心客户顺利开展户外新品的拓展和全球化布局，未来有望继续享受海外户外高景气+消费升级的增长红利。22H2 随着新品类的放量（包括防水箱包、SUP、家用充气床垫），公司有望开启第二增长曲线，看好未来持续增长能力。

我们维持公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.96、3.97 和 5.10 元的预测，维持“买入”评级。

### 伟星股份

公司之前发布 2021 年报，全年公司实现营业收入 33.6 亿元，同比增长 34.4%，实现净利润 4.49 亿，同比增长 13.2%，扣非后净利润大幅增长 74%（主要系 2020 年有转让军工业务带来一次性收益），其中 21Q4 实现营业收入和净利润为 9.85 亿和 0.49 亿，同比增长 44.8%和-2.7%，扣非盈利增长 40.24%。年报拟 10 转 3 派 5 元。

分产品来看：拉链纽扣业务量价齐增，辅料业务增速最快。1) 拉链业务：2021 年实现收入 18.4 亿，同比增长 37.9%，其中 21H2 同比增长 45.7%；全年销量 4.6 亿米，同比增长 27.4%，ASP 为 4 元/米，同比增长 8.3%；2) 纽扣业务：2021 年实现收入 13.9 亿，同比增长 26.2%，其中

21H2 同比增长 21.4%；全年销售量 91.4 亿粒，同比增长 15.3%，ASP 约为 0.2 元/粒，同比增长 9.4%。3) 其他服装辅料业务，2021 年实现收入 0.81 亿元，同比增长 218%（一站式服务模式新品类拓展带来新收入）。分地区来看：21H2 起海外业务增长提速。2021 年国内/海外业务实现收入 24.5 亿/9 亿，同比增长 29%和 50%，21H2 同比增长 25%和 83%。

盈利能力：扣非后净利润增速大幅提升，毛利率同比口径提升 1.3 pcts。1) 毛利率：2021 年实现毛利率 38%，若还原会计准则调整（还原运输费和包装费）毛利率为 40.3%，同比口径提升 1.3 pcts。其中拉链和纽扣业务实现毛利率 36.4%和 41.4%，全年综合产能利用率为 66.3%，同比提升 0.7 pcts。2) 费用率：2021 年销售（还原后口径）/管理/研发费用率为 10.1%/9.3%/4.1%，同比下滑 0.4/0.4/0 pcts。3) 有效税率：2021 有效税率为 13.7%，同比下滑 0.2 pcts。

22 年一季报公司业绩超预期，收入和盈利分别增长 34%和 45%，在疫情之下展现强大的经营韧性。

公司致力于成为“全球化、创新型的时尚辅料王国”，未来看点丰富，主要包括：1) “产品+服务”建立公司护城河，客户认可度逐年提升；2) 国际化布局初见成效；3) 在产业互联网和数字化制造等方面前瞻布局，与客户共同积极探索；4) 积极扩张国内外产能，提升自动化率改善运营效率。5) 过去几年持续的高分红。我们认为公司发展正进入快车道，中长期增长值得期待。

我们维持 2022-2024 年每股收益分别为 0.67、0.82 和 0.99 元的预测，维持公司“买入”评级。

## 华利集团

华利集团之前发布 2021 年报，公司实现营业收入 174.7 亿元，同比增长 25.4%，实现归母净利润 27.7 亿，同比增长 47.3%，其中 Q4 实现收入和归母净利润 48.4 亿和 7.7 亿，同比增长 33.5%和 37.4%，Q4 收入增长环比提速。年报拟 10 派 11 元。

**分版块来看：**运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋+拖鞋及其他分别实现收入 142.1 亿/15.8 亿/16.4 亿，同比增长 26%/6%/47%，运动凉鞋+拖鞋快速增长主要由 UGG 居家羊毛拖鞋订单驱动。分量价来看：2021 年实现销量 2.1 亿双，同比增长 29.5%，ASP 为 82.7 元，同比下滑 3.1%，ASP 下滑主要受人民币升值影响，若剔除汇率影响，ASP 约上升 4.5%。分地区来看：美国/欧洲/其他国家分别实现收入 152 亿/20.5 亿/1.9 亿，同比增长 24%/27%/160%。分品牌来看：以美元计价，前五大客户 Nike/Deckers/VF/PUMA/UA 销售分别同比增长 44%/58%/13%/26%/45%。**2021 年前五大客户收入占比近 92%，且保持持续上升态势。**

**多重因素促使盈利能力创新高。**2021 年公司实现毛利率和净利率分别为 27.2%和 15.8%，同比均增长 2.4 pcts，创历史新高，我们认为主要原因包括：1) 客户结构优化；2) 公司主动承接高利润率订单；3) 产能利用率维持高位，2021 年产能利用率为 95.9%，同比增长 5 pcts。4) 成本传导机制顺畅；5) 公司收入快速增长带来的规模效应。

展望未来 3-5 年：1) 收入端：仍然能保持较快增长，我们认为海外头部品牌需求仍然强劲，OnRunning、Asics 等品牌新客户订单有望快速起量，后续不排除有知名品牌继续纳入新客户名单。产能扩张方面，公司将通过越南威霖、越南永山、越南弘欣 3 家工厂的产能爬坡（21H1 建成）、以及老工厂改扩建、内部效率提升等方式扩大产能，另外印尼、缅甸等新工厂也有望贡献增量。2) 盈利端：毛利率和净利率有望继续维持高位，我们认为 2021 年对盈利的驱动因素在 2022 年仍然适用，另一方面，2022 年分红节奏预计恢复正常（2021 年额外增加了中期分红），

有效税率将有所下降，对净利率影响偏正面。此外，公司首次发布年度责任报告，体现了更透明的公司治理，同时也有望更能得到品牌方的青睐。

我们维持公司 2022-2024 年每股收益分别为 2.92、3.58 和 4.35 元的盈利预测，维持公司“买入”评级。

## 申洲国际

申洲国际是国内最具代表性的纵向一体化纺织巨头，其生产工序涵盖制造、染整、印绣、裁剪和缝纫、包装和运送等环节，在全球建立了配套完善的产业基地。2021 年公司实现营业收入 238.5 亿，同比增长 3.5%，实现净利润 33.72 亿，同比下滑 34%。其中 21H1 实现收入和净利润 124.8 亿和 11.5 亿，同比下滑 2.5%和 56.6%。

**欧美市场需求旺盛，运动板块增长较快。**1) 分地区来看，21H2 中国/欧洲/美国/日本/其他市场分别实现增长-4%/47%/23%/-53%/8%，欧美市场增速较快，主要受经济复苏+运动服饰需求提升带动，日本市场大幅下滑，主要原因系优衣库口罩类订单同比大幅减少所致。2) 分板块来看，21H2 运动/休闲/内衣/其他针织品版块分别实现增长 13%/-2%/-37%/-88%，内衣品类虽然下半年有所下滑，但全年来看增长 1%，保持相对稳定，其他针织品版块受口罩类订单减少有所下滑。3) 分客户来看，21H2 耐克/阿迪/优衣库/彪马分别实现增长 17.4%/5.3%/-39.2%/22.7%。**2021 年公司前 4 大客户（耐克/阿迪/优衣库/彪马）收入占比在 84%左右。**

**21H2 受海外疫情影响，毛利率大幅下滑和疫情等带来的费用增加拖累盈利水平。**21H2 公司实现毛利率 19.4%，同比下滑 12.2 pcts，大幅低于历史均值，原因如下：1) 受越南疫情影响，越南面料/成衣工厂均有部分时间暂停运营，导致产能利用率降低，另外与疫情相关之开支也有所增加；2) 纱线等原材料、能源及人工等生产成本短时间快速上涨，但订单价格因部分出货延后未能及时传导；3) 人民币汇率升值。费用方面来看，21H2 销售和管理费用率分别为 1.3%和 8.2%，同比增长 0.7 和 1.8 pcts，其中销售费用率上升主要受制于海外疫情下内部面料转移额外增加了物流等成本；管理费用率方面，主要系海外外派人员疫情津贴增加所致。

展望 2022 年，我们认为去年短期负面因素将逐步缓解，例如海外疫情造成再次停产的可能性较低，价格传导机制逐步恢复正常等，因此 2022 年业绩弹性预计较为可观；但另一方面，1 月宁波地区疫情也直接增加了开支，同时在国内疫情反复和严控背景下，公司在招人方面也将趋于谨慎，我们判断公司毛利率完全恢复需要一定时间（预计至少在 22H2 或 23H1）。

但从需求角度看整体仍相对乐观，我们认为：1) 短期来看，根据公司主要客户耐克、阿迪等披露的财报数据，海外市场需求仍然强劲，国内市场也在逐季改善，预计申洲订单将保持充足；2) 中长期来看，公司在服装产业链中有较强的稀缺性（包括纵向一体化的模式、与国际巨头良好的合作关系、交期质量的稳定性等），看好申洲在后疫情时代竞争力的持续提升。

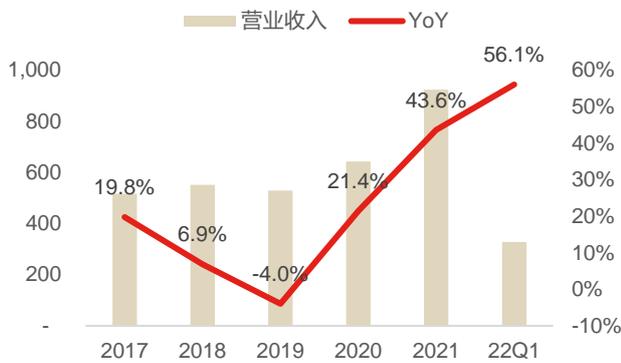
我们维持对公司 2022-24 年每股收益分别为 3.21 元、4.25 元和 4.96 元的预测，维持“买入”评级。

## 牧高笛

牧高笛是国内户外露营行业领军企业。公司 22Q1 实现收入和归母净利润分别为 3.3 亿和 0.37 亿，同比增长 56%和 73%。2017-2021 年收入和归母净利润 CAGR 分别为 15.7%和 11.9%。分产品看，2021 年公司帐篷及装备、服装及鞋子、配件及其他收入占比分别为 84%、11%和 5%；分地区看，2021 年国内和海外收入占比分别为 33%和 67%，其海外以 OEM/ODM 为主，国内以品牌业务为主（品牌包括大牧、小牧）。

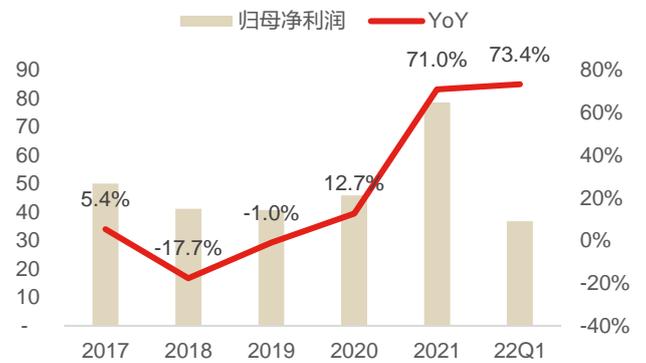
OEM/ODM 业务方面，公司为全球客户提供高品质帐篷产品的开发设计和生产制造服务，产品主要销往欧洲、澳大利亚、新西兰、亚洲和美国等国际市场，其中迪卡侬为公司第一大客户。品牌业务方面，主品牌大牧始终秉持“露营专业主义”理念，核心主打产品的户外露营装备系列，涵盖了高海拔露营、徒步露营、公园休闲、精致露营和旅行等场景；子品牌小牧是延续大牧的专业户外基因的高性能出行服饰品牌。

图 24：牧高笛营业收入及增速（百万元）



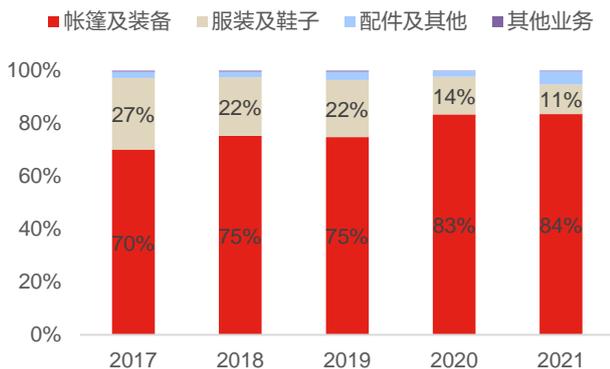
数据来源：wind，东方证券研究所

图 25：牧高笛归母净利润及增速（百万元）



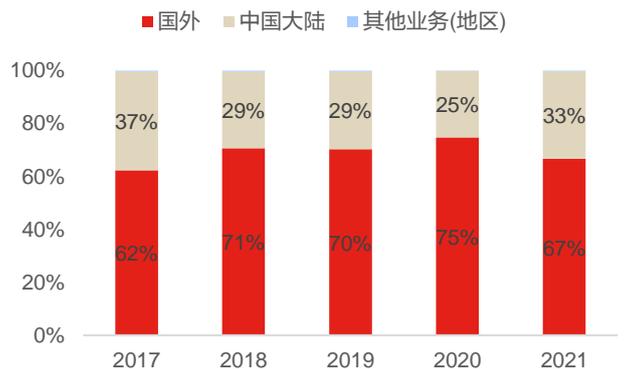
数据来源：wind，东方证券研究所

图 26：牧高笛营业收入按产品拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

图 27：牧高笛营业收入按地区拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

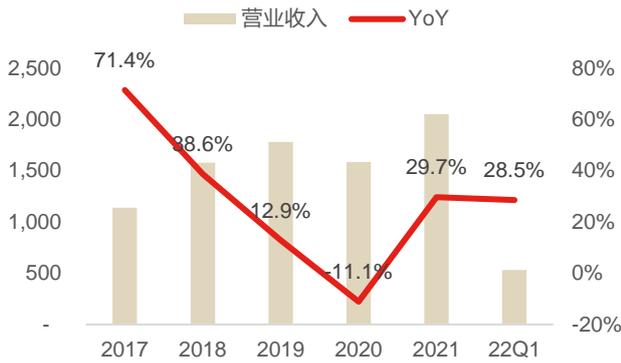
## 健盛集团

健盛集团是国内领先的针织制造企业，专注于棉袜、无缝内衣代工。公司 22Q1 实现收入和归母净利润分别为 5.3 亿和 0.8 亿，同比增长 28.5% 和 74.1%。2017-2021 年收入和归母净利润 CAGR 分别为 15.9% 和 6.2%。分产品看，2021 年公司棉袜、无缝内衣、家居服饰及其他收入占比分别为 73%、24% 和 1%；分地区看，2021 年国内和海外收入占比分别为 12% 和 88%。

公司与多个世界知名品牌和零售商建立了长期的战略合作关系，如 PUMA、DECATHLON、UNIQLO、UNDER ARMOUR、GAP、BONDS 等，2021 年公司前五大客户收入占比在 56% 左右。

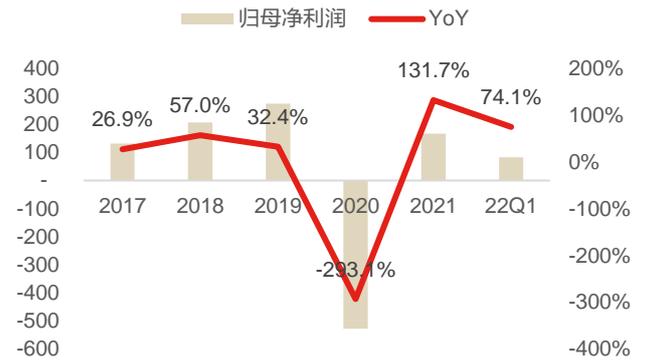
公司棉袜业务已经完成产业链一体化布局，上游涵盖染色、橡筋线、氨纶包覆纱等袜类产品的原辅料生产工厂，同时配备了刺绣、点塑、辅饰等辅助性生产工序，2013 年起就在越南布局海外产能。年报显示，2021 年公司棉袜海外出货量占总棉袜出货量的 53% 左右。公司于 2017 年收购俏尔婷婷后正式进入无缝赛道，俏尔婷婷位于浙江上虞，拥有国际先进的意大利圣东尼电脑提花针织机及配套设备，生产高档无缝贴身衣物。

图 28：健盛集团营业收入及增速（百万元）



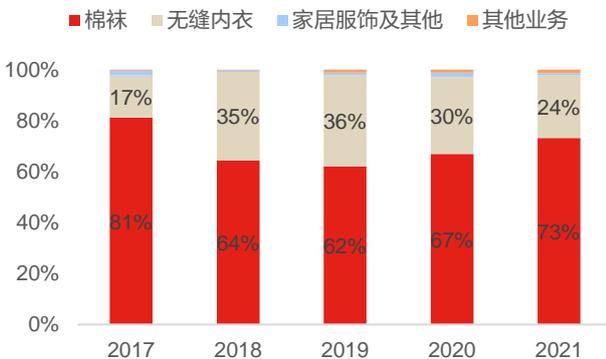
数据来源：wind，东方证券研究所

图 29：健盛集团归母净利润及增速（百万元）



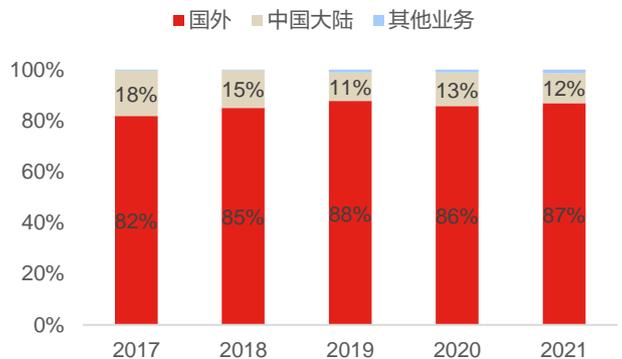
数据来源：wind，东方证券研究所

图 30：健盛集团营业收入按产品拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

图 31：健盛集团营业收入按地区拆分



数据来源：wind，东方证券研究所

## 盛泰集团

**盛泰集团是国内中高端一体化成衣代工龙头。**公司 22Q1 实现收入和归母净利润分别为 13.7 亿和 0.6 亿，同比增长 30.5%和 43.41%。2017-2021 年收入和归母净利润 CAGR 分别为 2.8%和 24.4%。分产品看，2021 年公司针织服装、梭织服装、针织面料、梭织布和纱线收入占比分别为 44%、29%、11%、8%和 5%；分地区看，2021 年国内和海外收入占比分别为 48%和 50%。

2021 年报显示，公司长期坚持以大客户战略为基础，积极开拓市场。2021 公司前 5 大客户拉夫劳伦、优衣库、Lacoste、FILA 和 HUGO BOSS 均为行业头部的服装品牌，公司凭借综合竞争力同领域中优质龙头公司建立长期合作关系，2021 年前 5 大客户销售额占年度销售总额 52.92%。

公司生产基地实现全球化布局，面料主要布局在浙江嵊州、越南，成衣制造布局在湖南、安徽等省份以及越南、柬埔寨、斯里兰卡、罗马尼亚等多个国家。

图 32: 盛泰集团营业收入及增速 (百万元)



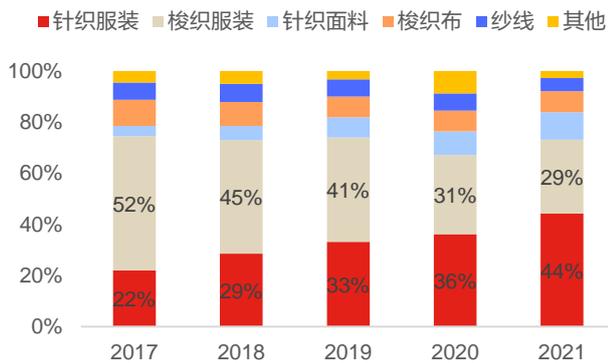
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 33: 盛泰集团归母净利润及增速 (百万元)



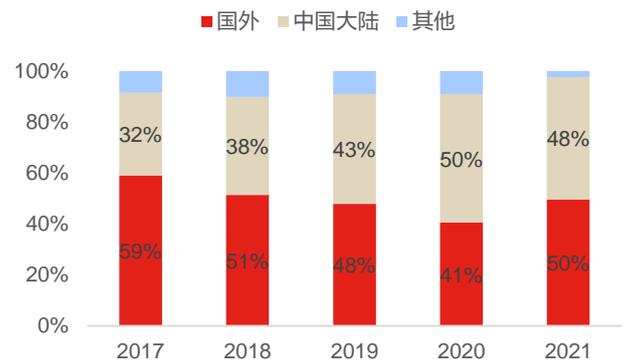
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 34: 盛泰集团营业收入按产品拆分



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 35: 盛泰集团营业收入按地区拆分



数据来源: wind, 东方证券研究所

## 鲁泰 A

**鲁泰 A 是国内色织一体化产业链龙头。**公司 22Q1 实现收入和归母净利润分别为 15.8 亿和 1.6 亿，同比增长 59.1%和 113.8%。2017-2021 年收入和归母净利润 CAGR 分别为-4.9%和-19.8%。分产品看，2021 年公司色织布面料、衬衣收入占比分别为 77%和 17%；分地区看，2021 年国内和海外收入占比分别为 48%和 46%。

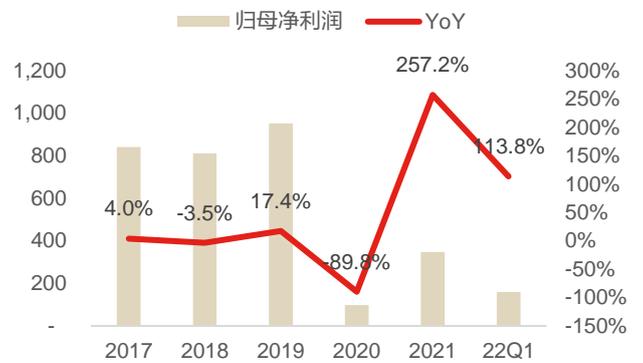
公司拥有纺纱、漂染、织布、后整理至成衣制造的完整产业链，拥有较好的高档色织面料生产环节的品质控制能力。公司也是国内最早进行全球化布局的纺织龙头之一，已在柬埔寨、缅甸、越南等国设有生产基地，在意大利成立了设计机构，在美国、日本设立了市场服务机构。2021 年报显示，公司面料产能在国内和海外的比重分别为 83%和 17%，成衣产能在国内和海外的比重分别为 47%和 53%。

图 36: 鲁泰 A 营业收入及增速 (百万元)



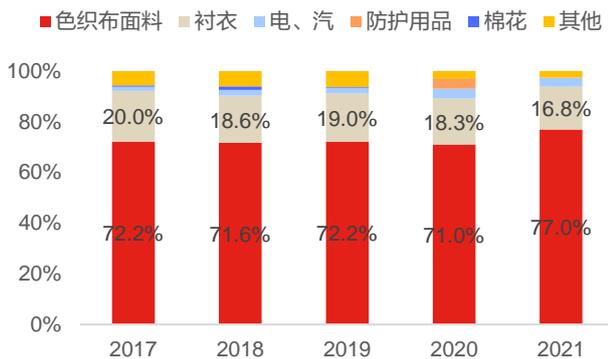
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 37: 鲁泰 A 归母净利润及增速 (百万元)



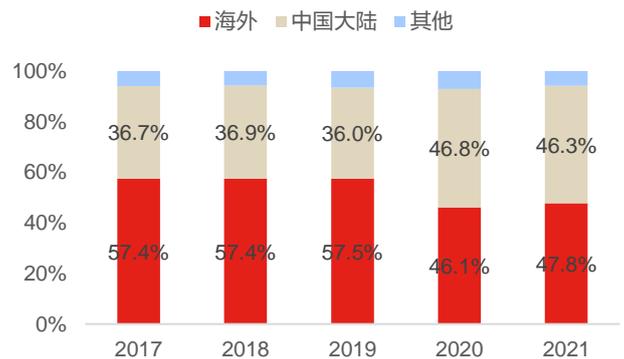
数据来源: wind, 东方证券研究所

图 38: 鲁泰 A 营业收入按产品拆分



数据来源: wind, 东方证券研究所

图 39: 鲁泰 A 营业收入按地区拆分



数据来源: wind, 东方证券研究所

## 投资建议

我们认为，在纺服制造龙头持续产业升级和全球化战略布局的背景下，必然会诞生一大批盈利能力强、护城河深、成长前景稳定的细分赛道龙头。考虑到部分重点标的的收入体量和市值目前较小（除申洲、华利外），我们看好板块中长期投资前景，认为优秀龙头的投资正当其时。推荐浙江自然(605080，买入)、伟星股份(002003，买入)、华利集团(300979，买入)、申洲国际(02313，买入)，建议关注牧高笛(603908，未评级)、鲁泰 A(000726，未评级)、健盛集团(603558，未评级)、盛泰集团(605138，未评级)。

## 风险提示

### （1）国内外疫情的反复波动

疫情波动对供应链、物流的冲击会短期影响相关企业经营。

### （2）汇率波动

纺织品出口一般使用美元结算，若汇率大幅波动，则将对公司毛利率、汇兑损益等科目产生较大影响。

### （3）劳动力成本上升

越南劳动力成本近年来快速提升，若成本上升过快，将对公司毛利率产生压力。。

### （4）原材料价格波动

若原材料价格大幅上涨，将对企业毛利率形成压力，进而影响盈利能力。

### （5）贸易环境变化

国际地缘政治、贸易环境多变，海外基地税收优惠、关税都存在不确定性。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)