

申洲国际 (02313.HK)

海外扩张与客户开拓, 驱动盈利回升与份额增长

买入

核心观点

公司概况: 持续成长的运动休闲服饰制造商龙头。公司是全球最大的面料成衣一体化针织制造商, 30 余年来积极扩张的同时持续产品创新、设备和工艺升级, 实现持续领先行业的增长。公司管理团队资深且稳定, 财务指标上, 长期保持稳健增长、盈利能力出色、现金状况良好, 近两年受大环境影响盈利波动。业务结构上, 实行大客户战略, 运动服占 7 成, 全球市场比例均衡。

行业分析: 纺织产业链下游向东南亚转移, 运动服代工龙头与品牌深度绑定。深度梳理全球纺织业, 中国全产业链优势显著, 但贸易壁垒风险加剧, 东南亚、中美洲、欧洲各有所长, 东南亚凭借劳动力和关税优势, 终端加工份额上升。从行业体量看, 全球运动服代工规模约 4000 亿元, 2022 年申洲市占率 4.9%, 五年提升 1.5 个百分点。头部运动品牌供应商客户资源壁垒高, 国际大牌倾向选择与核心供应商深度合作, 强者恒强。复盘 2005 年至今耐克及其核心鞋服供应商估值, 变化趋势长期强相关, 短期偶有分化, 供应商竞争力和份额提升驱动估值中枢上移。

产能利用率问题: 品牌客户景气度下降叠加贸易形势恶化, 导致供需错配。2022 四季度至今公司首次面临国内产能利用率压力, 主要由于 1) 客户需求不景气, 海外库存高企; 2) 贸易形势恶化, 国际品牌优先往海外基地下单。

解决方案与成长分析: 客户突破, 产地调整, 供需平衡促进盈利能力回升。
解决方案: 1) 加深现有大客户合作: 国际品牌去库完成与中国内需回暖, 同时 Adidas 更换管理层, 公司有望突破份额瓶颈; 2) 拓展客户与面料品类: 新增本土运动品牌和 Lululemon 等高成长新客户; 3) 调整产能结构: 开辟东南亚适宜产地, 提升海外产能比重。我们定量测算分析, 在海内外双闭环战略下, 叠加客户恢复和拓展, 国内产能利用率不足问题将得到长期解决。

成长分析: 1) 盈利修复: 订单回暖、产能利用率回升、新厂爬坡提效带动毛利率恢复; 2) 长期空间: 品牌订单恢复叠加新客户驱动, 预计公司 2024-2026 年营收复合增速 15%, 远期市占率提升空间大。

风险提示: 海外经济、品牌去库不利; 地缘政治冲突; 原材料大幅涨价等。

投资建议: 订单拐点带来近期盈利弹性, 需求拓展和海外产能扩张打开长期空间。短期看, 公司订单拐点已现, 产能利用率恢复将带来较大利润弹性。从中长期看, 海外产能持续扩张、新客户和新品类将带来业绩增量。维持盈利预测, 预计公司 2023~2025 年净利润分别为 46/55/66 亿元, 同比增长 1.5%/19.4%/19.1%, 我们看好公司盈利质量和未来增长空间, 维持目标价 91.9-99.9 港元, 对应 2024 年 PE 23.2x-25.0x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,845	27,815	26,328	30,374	34,761
(+/-%)	3.5%	16.6%	-5.3%	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	3372	4563	4630	5526	6579
(+/-%)	-34.0%	35.3%	1.5%	19.4%	19.1%
每股收益(元)	2.24	3.04	3.08	3.68	4.38
EBIT Margin	15.7%	18.8%	18.5%	20.2%	21.0%
净资产收益率 (ROE)	12.2%	15.6%	14.6%	16.1%	17.5%
市盈率 (PE)	32.0	23.6	23.3	19.5	16.4
EV/EBITDA	25.2	17.9	19.0	15.8	13.8
市净率 (PB)	3.88	3.51	3.29	3.02	2.75

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

公司研究 · 海外公司深度报告

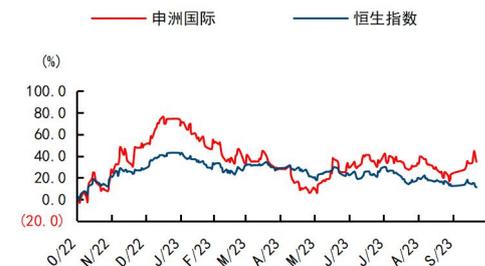
纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师: 丁诗洁 联系人: 关竣尹
0755-81981391 0755-81982834
dingshijie@guosen.com.cn guanjunyin@guosen.com.cn
S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	91.90 - 99.90 港元
收盘价	77.25 港元
总市值/流通市值	116124/116124 百万港元
52 周最高价/最低价	106.99/51.79 港元
近 3 个月日均成交额	275.04 百万港元

市场走势



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《申洲国际 (02313.HK) - 上半年收入减少 15%, 毛利率受产能利用率影响较大》——2023-08-31
- 《申洲国际 (02313.HK) - 2022 年净利润增长 35%, 预期今年下半年订单改善》——2023-03-30
- 《申洲国际 (02313.HK) - 单日涨幅 17%, 关注公司估值拐点和新一轮成长动力》——2022-11-13
- 《申洲国际 (02313.HK) - 上半年收入增长 19%, 成本上涨传导持续》——2022-08-27
- 《申洲国际 (02313.HK) - 停工与成本压力下, 全年业绩下降 34%》——2022-03-31

内容目录

公司概况：持续成长的运动休闲服饰制造商龙头	6
业务概览：全球最大的纵向一体化针织服饰制造商	6
股权结构与管理层：家族持股较为集中，管理团队资深且稳定	6
历史复盘：领先行业趋势，顺境中转型升级，逆境中优势凸显	8
财务分析：持续成长，盈利出色，经营稳健	10
财务分析：持续成长，盈利出色，现金良好	10
业务结构：实行大客户战略，运动服占比提升，市场结构均衡	13
行业分析：纺织产业链下游向东南亚转移，运动服代工龙头与品牌深度绑定	14
全球纺织产业链梳理：中国具备全产业链优势，东南亚终端产品份额提升	14
市场规模及格局：运动服代工行业约四千亿规模，申洲市占率领先且呈提升趋势	18
行业壁垒：门槛高、考核严，核心供应商合作年限长、份额提升	21
代工企业估值复盘：核心供应商与品牌估值强相关，竞争力与份额提升驱动估值中枢上移	24
产能利用率问题：品牌客户景气度下降叠加贸易形势恶化，导致供需错配	27
（一）品牌需求疲软：国际运动品牌库存高企，在中国市场份额下降	27
（二）贸易壁垒加大：近年美国从中国进口服装与纺织品的比重均明显减少	29
解决方案：客户突破，产地调整，供需平衡促进盈利能力回升	33
（一）加深现有品牌合作：国际品牌中国市场销售回暖，阿迪达斯更换管理层有望突破份额瓶颈	33
（二）拓展客户与面料种类：新增本土运动品牌和 LULU 等成长性更好的新客户	35
（三）调整产能结构：开辟东南亚适宜产地，提高海外产能占比	36
（四）产能利用率回升：“双闭环”战略下供需平衡过程推演	39
（五）订单回暖和新厂提效有望带动毛利率恢复	40
（六）中长期空间：品牌订单恢复叠加新客户驱动，2024-2026 年营收复合增速约 15%	41
盈利预测：	42
未来 3 年业绩预测	44
盈利预测情景分析	44
估值与投资建议：合理估值 91.9-99.9 港元	45
绝对估值：88.7-114.4 港元	45
相对估值：91.9-99.9 港元	46
投资建议：订单拐点带来近期盈利弹性，需求拓展和海外产能扩张打开长期空间	47
风险提示	49
附表：财务预测与估值	51

图表目录

图 1: 申洲国际业务概览 (截至 2022 年底)	6
图 2: 公司股权结构 (2022 年报)	8
图 3: 申洲国际业务发展历程 (收入增长、业务结构、利润率)	10
图 4: 公司营业收入及增长	11
图 5: 公司净利润及增长	11
图 6: 公司利润率水平	11
图 7: 公司费用率水平	11
图 8: 公司投资回报率水平	12
图 9: 公司资产负债率和有息负债率水平	12
图 10: 公司营运资金周转天数	12
图 11: 公司经营性现金流净额和净现比水平	12
图 12: 公司经营现金流和资本开支 (亿元)	13
图 13: 公司支付股息金额和派息比例	13
图 14: 公司分品牌客户收入占比	13
图 15: 公司分品牌客户的收入增速	13
图 16: 公司分品类收入占比	14
图 17: 公司分品类收入增速	14
图 18: 公司分销售市场的收入占比	14
图 19: 公司分销售市场的收入增速	14
图 20: 各国棉花出口份额	15
图 21: 各国纤维出口份额	15
图 22: 各国面料出口份额	16
图 23: 各国成衣出口份额	16
图 24: 纺织产业链主要参与国贸易条件、劳动力、基建及产业链配套情况一览表	18
图 25: 全球运动服代工出厂规模 (亿元人民币)	19
图 26: 运动服头部供应商的市占率 (仅统计运动成衣)	19
图 27: 国际大牌核心鞋服供应商进入门槛高	21
图 28: Nike 制衣工厂各等级数量变化	22
图 29: Nike 铜及以上工厂各品类占比持续提升	22
图 30: Adidas 准制造商数量近年来大幅减少	22
图 31: Adidas 制造商首次拒绝率维持在较高水平	22
图 32: Adidas 工厂访问数量维持在较高水平	23
图 33: Adidas 工厂警告信和终止合作工厂数量大幅减少	23
图 34: Adidas 制造商评分分布	23
图 35: Adidas 满足 4C/5C 标准的 Tier1 核心制造商占比	23
图 36: 耐克头部制衣供应商的供应份额提升	24
图 37: 阿迪达斯制衣核心供应商合作年限呈提升趋势	24

图 38: 阿迪达斯核心供应商平均合作年限	24
图 39: 阿迪达斯核心供应商占比总体呈提升趋势	24
图 40: 耐克/丰泰/申洲/华利股价 (图 1) 及估值 (图 2) 复盘	26
图 41: 运动鞋服主要代工上市企业月度收入同比变化 (美元口径)	27
图 42: 申洲四大国际品牌客户季度收入、库存 (财季按自然年统一归位)	28
图 43: 中国市场头部运动品牌集中度变化	29
图 44: 2018-2023 年中国市场运动品牌季度增长比较	29
图 45: 申洲在中国市场销售金额下滑 (百万元)	29
图 46: 申洲来自阿迪的收入有所下降 (百万元)	29
图 47: 中国服装主要出口国的金额占中国服装出口总额的比例	30
图 48: 各国从中国进口服装的金额 (亿美元, 年度)	30
图 49: 各国从中国进口服装占从全球进口服装比例 (年度)	30
图 50: 主要国家从中国进口服装的金额 (亿美元, 季度)	31
图 51: 主要国家从中国进口服装占它从全球进口服装比例 (季度)	31
图 52: 各国从中国进口纺织制品的金额 (亿美元, 年度)	32
图 53: 各国从中国进口纺织制品占从全球进口比例 (年度)	32
图 54: 主要国家从中国进口纺织制品的金额 (亿美元, 季度)	32
图 55: 主要国家从中国进口纺织制品占它从全球进口纺织制品比例 (季度)	33
图 56: 大多国家从中国进口纺织原料制品比重不降反升	33
图 57: 产业迁移趋势下, 主要国家从中国进口服装比重下降	33
图 58: 国际品牌大中华区季度收入及滔搏宝胜季度零售增长表现	34
图 59: Bjorn Gulden 助力 PUMA 收入在 2013 年后加速增长	34
图 60: 申洲在 PUMA 成衣供应份额超过 40%	34
图 61: Lululemon 收入增长情况	35
图 62: Lululemon 收入分地区占比	35
图 63: Lululemon 成衣供应商 (2023 年 4 月)	36
图 64: Lululemon 面料供应商 (2023 年 4 月)	36
图 65: 李宁、安踏、特步占申洲收入比重	36
图 66: 申洲占李宁、安踏、特步服装采购金额比重估算	36
图 67: 申洲各成衣生产基地人数变化	37
图 68: 申洲国内和海外成衣产能占比	37
图 69: 耐克服装采购在中国和其他国家比例变化	37
图 70: 阿迪达斯服装采购在中国和其他国家比例变化	37
图 71: 越南工厂数字化看板	38
图 72: 越南工厂制衣车间	38
图 73: 柬埔寨工厂面料仓库	39
图 74: 柬埔寨工厂制衣车间	39
图 75: 申洲国际分季度收入	40
图 76: 申洲国际分季度毛利率	40
图 77: 近 1 年内外棉价格回归平稳较低水平	41
图 78: 近半年拉链纽扣原材料价格回归平稳较低水平	41

图 79: 公司毛利率敏感性测试	41
图 80: 公司在 8 家主要客户的订单份额中期成长空间估算	42
图 81: 申洲在全球运动服代工市占率持续提升至 4.2%	42
图 82: 裕元在全球运动鞋代工市占率 12%-13%	42
图 83: 申洲国际近 5 年 PE (TTM)	46
表 1: 公司管理层简介	7
表 2: 东南亚各国文化习俗概览	17
表 3: 2023 年耐克主要的服装供应商介绍	20
表 4: 2023 年阿迪达斯主要的服装供应商介绍	20
表 5: 申洲中国产能对应市场与客户测算	40
表 6: 公司盈利预测假设	44
表 7: 盈利预测及市场重要数据	44
表 8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	45
表 9: 盈利预测假设	45
表 10: 资本成本假设	46
表 11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	46
表 12: 可比运动品牌代工企业所处行业及公司指标对比	47
表 13: 可比运动品牌代工公司估值情况	47
表 14: 盈利预测及市场重要数据	48

公司概况：持续成长的运动休闲服饰制造商龙头

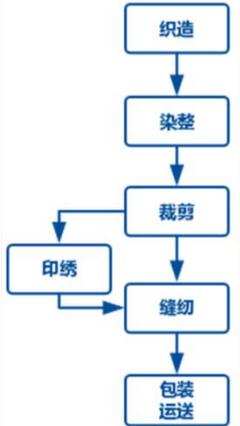
业务概览：全球最大的纵向一体化针织服饰制造商

公司是全球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。2022 年公司收入规模 277.8 亿元，净利润 45.6 亿元，生产成衣 5.0 亿件，员工 9.4 万人。具体业务如下：

- 1、公司产品包括针织运动服、休闲服和内衣，2022 年占比分别为 75%、21%、3%；
- 2、公司前四大客户包括 Nike、Adidas、优衣库和 PUMA，占比分别为 31%、18%、21%、12%，合计 82%；
- 3、公司销售产品中有 25%在国内销售，其余在欧洲、日本、美国等地销售；
- 4、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面料和成衣上下游配套生产基地外，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1：申洲国际业务概览（截至 2022 年底）

主要产品	主要客户	销售市场	生产工序	产能分布
运动服 75.1% 	Nike 31.1%  Adidas 17.5%  优衣库 21.0%  PUMA 12.5% 	中国 25.5%  欧洲 22.4%  美国 17.5%  日本 14.1%  其他 20.5%		<ul style="list-style-type: none"> 成衣产能 1. 国内 (50%) 宁波、安庆、衢州 2. 国外 (50%) 柬埔寨、越南 面料产能 1. 国内 (50%) 宁波 2. 国外 (50%) 越南

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股权结构与管理层：家族持股较为集中，管理团队资深且稳定

截至 2022 年底，公司大股东实控人马建荣先生家族（马建荣、黄关林、马宝兴）间接持股合计 42.36%，马仁和（马建荣的堂兄）通过持有 MCC 股份间接持有公司约 3.7% 股权，股权结构较为集中。董事长马建荣先生在纺织行业拥有超过 41 年经验，目前负责公司整体业务发展策略。

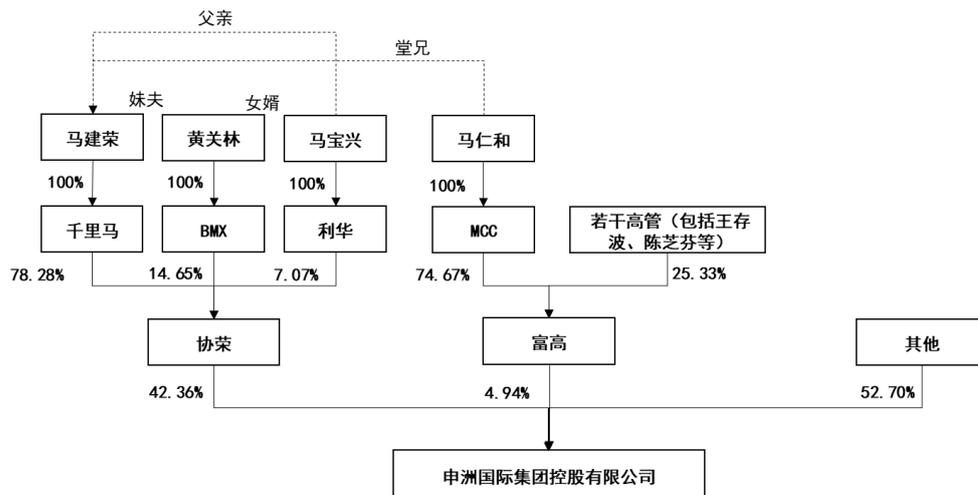
公司管理团队稳定且相当资深，在行业和公司内普遍具有 20-40 年的工作经验，核心管理人员通过富高集团间接持有公司股份。

表1: 公司管理层简介

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	59	1989年	负责公司的整体业务发展策略 , 在纺织业具超过41年经验。马先生在1989年加入公司前, 彼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董事长。
黄关林	执行董事、总经理	58	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35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	63	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	51	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月任公司副总经理。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。
陈芝芬	执行董事、副总经理	54	1990年	负责所有制衣部 , 在纺织业具有超过33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	52	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27年审核、财务管理、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、中国香港会计师公会会员、中国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	57	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34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	61	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	68	1999年	主管柬埔寨制衣工厂 。在纺织业具有超过34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, 期间彼曾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	56	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。于织造业具有27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	59	1990年	负责公司技术及质量事务 , 在纺织业具有逾34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	57	1990年	负责面料技术事务 , 在纺织业具有超过34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	52	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23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	53	2007年	全面主管 ADIDAS 事业部的日常管理和制度建设等工作 , 并协助总经理处理一些其他方面的工作, 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	70	2011年	负责公司行政事务 。徐先生具有超过50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	54	1990年	负责公司的生产计划 , 在纺织业具有超过33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以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。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, 进度跟踪, 确保生产任务完成。

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2：公司股权结构（2022 年报）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

历史复盘：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，主要得益于正确的赛道选择和产业链布局，持之以恒提升竞争力。

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。随着中国的改革开放和加入 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，凭借前期打造的名气，一次机缘巧合拿到了优衣库订单，高品质+高效完成，加深了合作关系，并随后建立专用工厂。2005 年，申洲集团于中国香港上市，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，行业分散在的全球多个具有配额的国家。在 2005 年 1 月 1 日起，WTO 成员间撤销配额，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。劳动力成本上涨促使品牌向东南亚转移订单，同时内销市场受到品牌库存危机影响。面对行业调整，公司继续加大创新研发并开始在海外布局。2012 年公司突破性实现耐克 Flyknit 鞋面的开发和规模量产，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。此外，公司考虑到越南作为跨太平洋伙伴关系协定（TPP）成员，将受益于特殊关税政策增加服装出口竞争力，而零关税待遇前提是生产原料必须来自 TPP 成员，越南政府也对纺纱和面料的投资持鼓励政策，于是 2013 年公司在越南建面料基地，致力于把一体化生产模式复制到海外。

4、2014-2018 年：海外一体化基地效率显著提升，在外贸逆风中公司规模逆势增长。在环保趋严、欧盟取消对中国纺织服装产品普惠制待遇、TPP 推进、中国制造成本高企等多重不利因素下，中国服装出口增长逐步停滞，而东南亚展现出成本与政策的优势。公司一方面通过研发技改增效应对成本压力，另一方面快速完成越南面料工厂爬坡和万人制衣厂的投产爬坡，行业压力下仍保持年 15% 增长。2018 年底，越南面料工厂已承担公司 45% 的面料供应，东南亚成衣产能占公司 25%，越南新建成万人工厂人效提升至国内工厂 8 成，高效运转的海外一体化生产基地已然复制成功。期间，国内服装消费和运动服增长显著好于海外市场，公司内销占比也从 20% 逐步提高至 30%。公司在中国产能逐步转向主要满足中国市场需求，并为海外工厂提供管理和技术支持，而海外产能逐步扩大对外销市场的供给。

5、2019 年至今：贸易摩擦、新冠疫情影响，稳步在海外扩张产能，保持份额提升。2019 年全球贸易保护主义盛行，尤其是中美经贸摩擦不断加剧。2020 年开始的新冠疫情对行业供需持续造成重大影响，公司受到多种冲击，包括：2020 年因疫情导致的消费需求疲软，2021 年下半年越南面料和成衣工厂因疫情停工，2022 年宁波基地因疫情两次停产、客户库存高企导致公司下半年产能利用率下降。另外 2021-2022 年棉价大幅上涨也对公司成本造成一定压力。与此同时，地缘政治风险加剧，中美贸易摩擦加剧。逆境中公司稳步扩张海外产能，2022 年收入仍实现 16.5% 的双位数增长，高于中国、越南服装出口额的增速，而毛利率承压。2022 年公司面料产能已达到 800 吨/日，服装产量 5 亿件，上下游产能的海内外比例均接近 1:1，生产自动化和数字化进一步升级。

图3: 申洲国际业务发展历程 (收入增长、业务结构、利润率)

时间	1988-2005年	2006-2009年	2010-2013年	2014-2018年	2019年及之后
行业	承接纺织业转移	全球化浪潮, 蓬勃发展	内需疲软, 产业开始向东南亚转移	贸易摩擦初现, 内需增长有力	贸易摩擦加剧, 新冠疫情暴发
申洲	高速增长, 扩大规模	切入运动赛道, 客户结构升级	加强面料研发, 筹建海外面料基地	海外基地形成上下游一体化, 内销比例提升	海外工厂持续扩张, 海内外产能占比均衡



资料来源: Wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

财务分析: 持续成长, 盈利出色, 经营稳健

财务分析: 持续成长, 盈利出色, 现金良好

收入利润十余年保持双位数增长, 近三年疫情扰动下增长放缓。公司自上市以来,

2006-2022 年收入/净利润复合增速为 15.0%/16.6%，其中有超过十年时间每年保持双位数的收入和利润增长。近三年，由于疫情引发的一系列消费需求疲软、工厂停产、原材料涨价通胀和品牌库存积压等问题，2020-2022 年公司收入保持稳健增长至 277.8 亿元，复合增速约 7%，而净利润有小幅下滑，2022 年为 45.6 亿元。

图4: 公司营业收入及增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

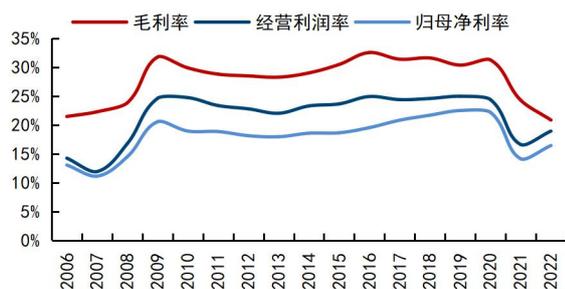
图5: 公司净利润及增长



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

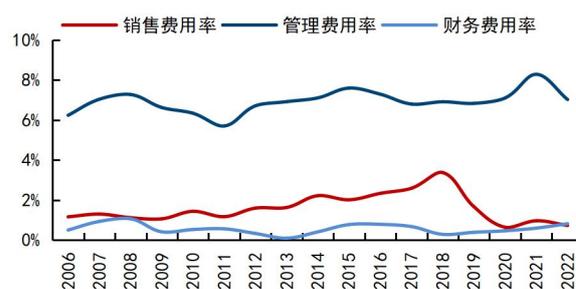
竞争优势保障多年来盈利能力出色，近期利润率有所下降。公司上市以来毛利率和净利率均呈现提升趋势，2009-2020 年毛利率保持在 28%-32%左右，反映较高的研发溢价、行业领先的生产效率优势。而 2021-2022 年先后受到越南疫情停产、宁波疫情停产、国际品牌去库存影响，叠加棉价大幅上涨，公司在产能利用率下降和成本大涨的双重压力下，毛利率下降至 22-24%。由于长期以来较高的毛利率水平和稳定可控的费用率水平，公司净利率水平也较优，2020 年及以前的 10 年间，净利率保持在 20%-22%左右，而 2021-2022 年因毛利率拖累下降至 14-16%。

图6: 公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

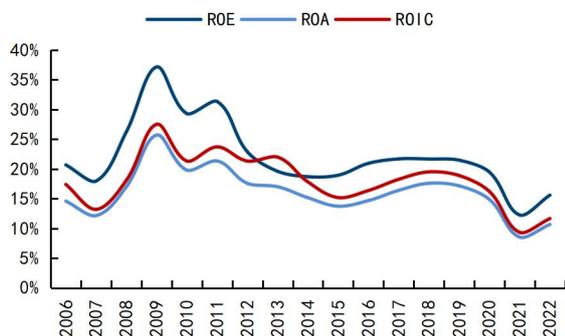
图7: 公司费用率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

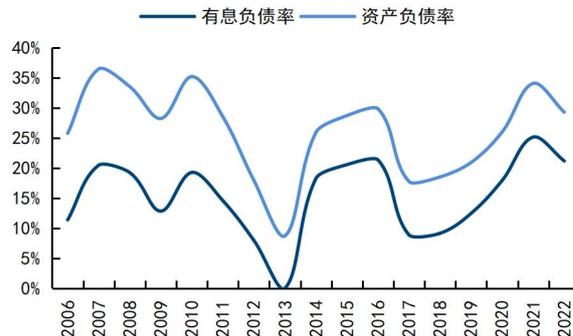
ROE 保持高水准且盈利质量好，负债率较低。2020 年之前公司 ROE 保持 21%以上，ROIC 在 18%左右，ROA 在 16%左右，盈利能力较强。公司的高 ROE 主要来自于较高的净利率，资产负债率相对较低。2021-2022 年由于净利率下滑，ROE 下降至 12-16%，ROIC 下降至 9-12%。公司资产负债率平均在 30%左右，其中有息负债率大约在 20%左右。公司现金充沛，2022 年现金及等价物加上定期存货和理财产品，约有 82 亿元净现金。

图8: 公司投资回报率水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司资产负债率和有息负债率水平

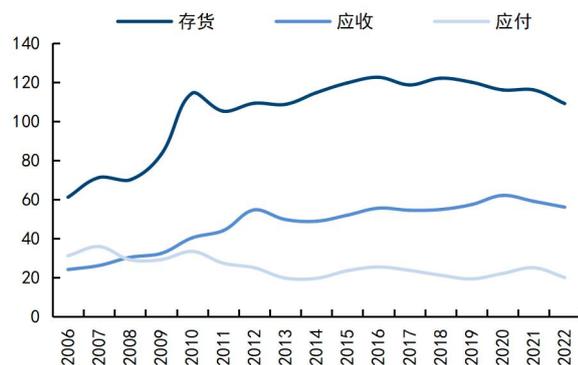


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运资金周转稳定健康。2022年,公司存货/应收/应付周转天数在109/56/20天,多年来总体保持稳定且健康,其中由于运动品牌客户账期略微长于其他客户,随客户结构变化公司应收账款账期小幅变化。

现金流充沛,资本开支积极,保持高派息率。经营活动现金流净额健康,净现比多年在1以上。随客户需求增长,公司长期以来产能供给紧张,上市早期经营现金流基本都用于资本开支扩张,随后在2011-2013年随资本开支放缓和盈利能力提升,自由现金流大幅增长。2014年起,公司在越南进行上下游一体化产能扩张,资本开支逐年增长,尤其2015-2016年达到小高峰,年均资本开支突破20亿。2017年开始,由于较好经营性现金流和资本开支放缓,自由现金流达到25.6亿元,随后也保持在20亿元以上。2018年开始,公司在柬埔寨越群新厂筹建扩张、越南新厂扩张过程中,资本开支再度回升,2019-2021年资本支出分别达到28/23/22亿元,2022年有所放缓,回落到15.7亿元。在充足的现金水平支持下,公司保持较高的派息水平,自2014年起派息率均在50%以上。

图10: 公司营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司经营性现金流净额和净现比水平



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司经营现金流和资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司支付股息金额和派息比例

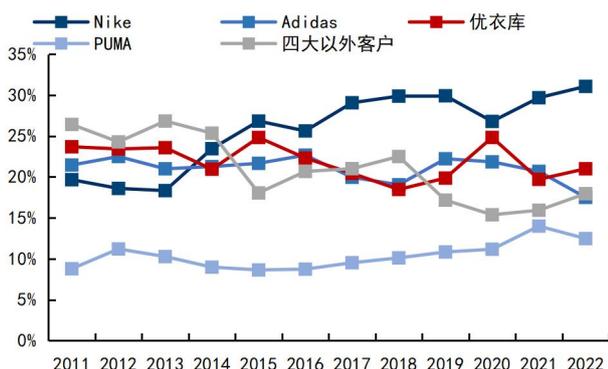


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

业务结构: 实行大客户战略, 运动服占比提升, 市场结构均衡

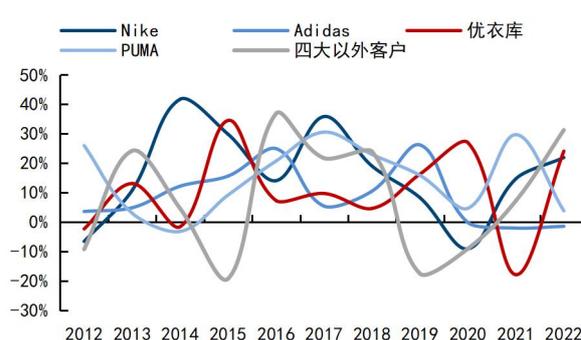
客户结构: 前四大客户收入长期占比超8成, 近两年新客户增长较快。公司在大客户战略下, 上市以来前五大客户基本每年贡献80%以上的收入。近10年来, 公司前四大客户, 耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA, 收入占比从74%提升到84%左右。目前公司第一大客户耐克, 占比达到31.1%, 近10年呈现比较明显的上升趋势。第二大客户优衣库, 早期是公司第一大客户, 近几年占比在20%-25%之间; 第三大客户阿迪达斯, 在公司的份额和优衣库相近, 也曾多年排名在第二, 近几年份额有小幅下滑; 第四大客户PUMA, 2022年占比12.5%, 近几年份额稳中有升。总体而言公司保持较高的前四大客户占比, 客户之间的增长势头会进行一定的平衡。四大以外客户占比长期来看有一定下降趋势, 但近两年呈现回升, 2022年达到18%, 增速达到31%, 主要是国内运动品牌李宁、安踏、特步和LULU、POLO等新客户成长较快。

图14: 公司分品牌客户收入占比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 公司分品牌客户的收入增速



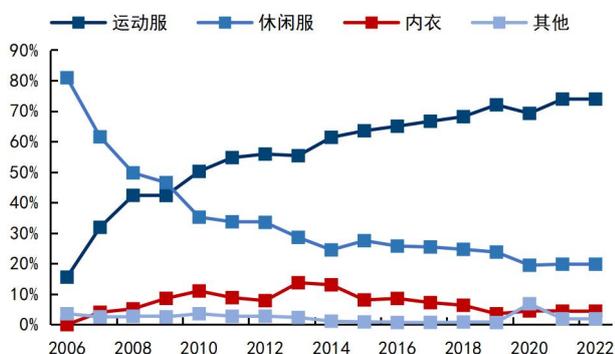
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

产品结构: 运动服占比长期呈上升趋势, 休闲服占比持续下降, 近几年相对稳定。

2022年, 公司运动服收入占比达到73.9%, 相比2006年15.6%大幅提升, 其中在2012年以前运动服规模迅速放量, 随后保持高于整体收入的增长速度, 主要由于运动品牌客户的放量。以优衣库为代表的休闲服产品是公司早期的主要产品, 多

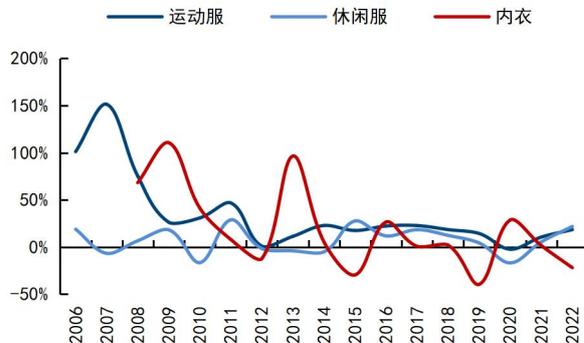
年来份额有所下降，2022年占比达到19.8%。另外，公司还有内衣品类，收入占比较低，2022年达到4.4%。其他品类包含口罩，在2020年疫情下曾达到6.8%的占比，目前回落到1.9%。

图16: 公司分品类收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

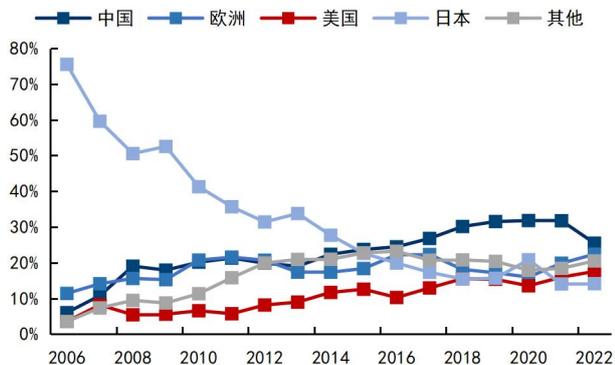
图17: 公司分品类收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

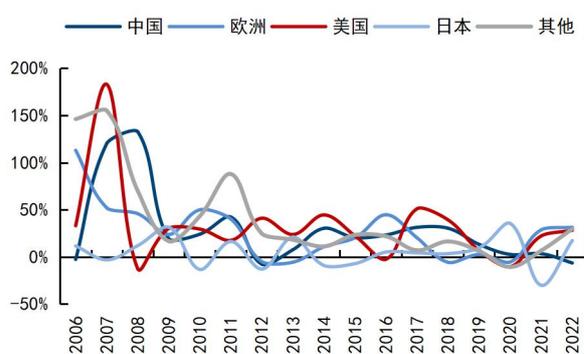
市场结构：早期以日本市场为主，欧美和内销市场占比长期提升，目前内销占比最高。日本市场是公司早期的主要销售市场，随欧美运动品牌订单份额的扩大，公司在欧美市场销售比例稳步提升。另外随着国内运动服销售的快速增长，公司内销市场份额也快速提升，近几年持续表现为份额最大的销售市场。2022年，在疫情影响下中国市场销售有所下降，达到25%，但仍然为第一大市场。欧盟/美国/日本/其他分别占比22%/18%/14%/21%，2022年增速分别为31%/17%/28%/30%。

图18: 公司分销售市场的收入占比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 公司分销售市场的收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业分析：纺织产业链下游向东南亚转移，运动服代工龙头与品牌深度绑定

全球纺织产业链梳理：中国具备全产业链优势，东南亚终端产品份额提升

1、主要国家市场地位：从出口份额看市场地位，中国在终端品和中间品环节具有显著

优势，东南亚在终端品环节优势提升，美国在原料环节具有明显优势。

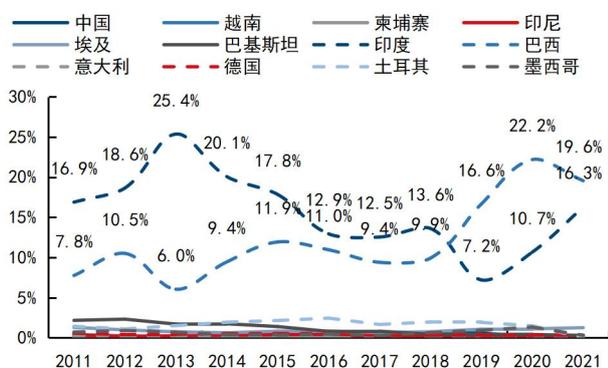
1) **成衣出口份额方面，中国明显高于其他国家。**2021年成衣出口份额前五的国家分别为中国/越南/德国/意大利/印度，其中中国占世界份额高达36%，其他国家在3%-6%之间。分国家来看，中国为全球最大成衣出口国，近3年份额均维持在30%以上；越南份额提升明显，从2011年的3.11%提升至2021年6.28%；德国、意大利仍为成衣重要出口国，近年份额均维持在6%左右；印度国内有大量低成本劳动力，近三年成衣份额从3%提升至4%。

2) **棉花出口份额方面，美国、巴西、印度占据明显优势。**2021年棉花出口份额前五的国家分别为美国/巴西/印度/澳大利亚/希腊，份额分别为32.9%/19.6%/16.3%/8.2%/4.6%。分国家来看，美国为全球最大棉花出口国，近3年份额均维持在30%以上；巴西、印度分别为全球第二、第三大棉花出口国，近三年出口份额分别为16%-22%和7%-16%。

3) **纱线出口份额方面，中国、越南、印度份额较高。**2021年纤维出口份额前五的国家分别为中国/印度/越南/美国/意大利，份额分别为27.1%/13.2%/9.6%/5.4%/4.0%。分国家来看，中国为全球最大纱线出口国，近3年份额均维持在25%以上；印度、越南分别为全球第二、第三大纱线出口国，且份额有上升趋势，近3年份额分别为9%-13%和8%-9%。

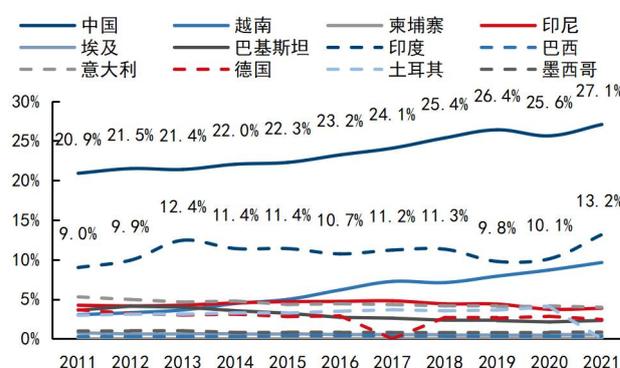
4) **面料出口份额方面，中国遥遥领先于其他国家。**2021年面料出口份额前五的国家分别为中国/意大利/印度/韩国/土耳其，份额分别为52.0%/4.3%/3.9%/3.6%/2.7%。分国家来看，中国为全球最大面料出口国，近3年份额均维持在50%左右，远高于其他国家；意大利、印度分别为全球第二、第三大面料出口国，近三年出口份额分别为4%-5%和3%-4%。

图20: 各国棉花出口份额



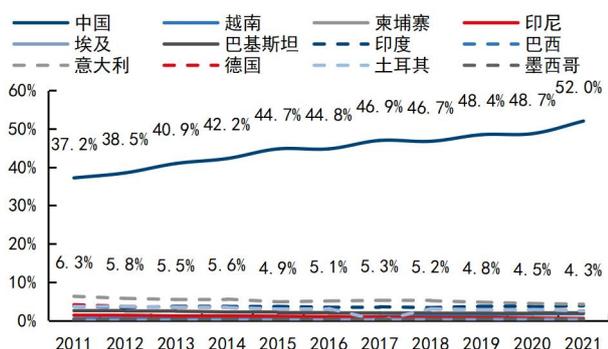
资料来源：UN Comrade Database、国信证券经济研究所整理

图21: 各国纤维出口份额



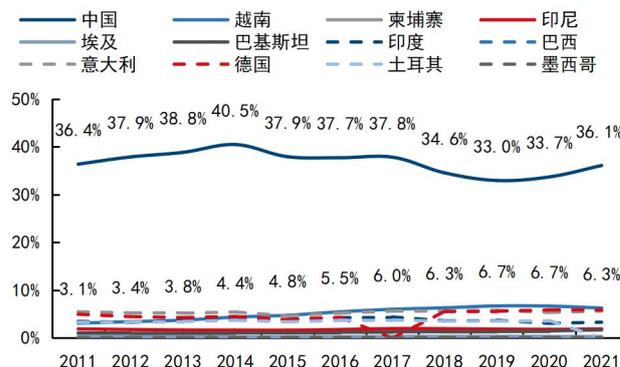
资料来源：UN Comrade Database、国信证券经济研究所整理

图22: 各国面料出口份额



资料来源: UN Comrade Database、国信证券经济研究所整理

图23: 各国成衣出口份额



资料来源: UN Comrade Database、国信证券经济研究所整理

2、主要纺织产地优劣势对比: 中国仍有明显产业链优势但面临贸易壁垒, 其他国家凭借劳动力成本、税率优惠、原料供给和地理区位优势各有所长

产业链上下游分工明确, 实现优势互补。产业链的主要参与国有以巴西为代表的上游材料出口国; 有以越南、柬埔寨、印尼和墨西哥为代表的中游代工国; 有以中国、印度、意大利和土耳其为代表的材料及成衣重要出口国。

1) 中国: 劳动力充足, 产业链配套完善, 但出口税率存在相对劣势。

中国是全球纺织产业规模最大的国家, 也是产业链最完整、门类最齐全的国家, 为全球纤维、面料和成衣最大出口国, 其中面料出口份额近年维持在 45% 以上, 是世界上最大的纺织品服装生产和出口国。同时, 中国是棉花第一生产大国, 2022 年全国棉花产量为 598.02 万吨, 但仍然无法满足国内庞大的制衣需求, 需要从国外进口进行补充, 主要进口高端原棉, 2022 年棉花进口量为 194.00 万吨, 主要进口国为美国、巴西和印度。我国产业配套和基础设施建设非常完善, 在国内建厂可以节约相当的运输成本及保证生产效率, 因此形成了一定的壁垒, 即使近年国内用工成本不断增加, 但成衣出口份额仍然维持在 33.0%~41.7%。国际贸易争端令国内出口欧美市场的税率相对更高, 出口美国的 T 恤除需缴纳 16.5% 的关税外, 还需缴纳 7.5% 的附加税。

2) 东南亚众国: 加工属性较强, 原料普遍依赖进口, 普惠制下出口税率有相对优势。

越南南部地区的制造业较发达, 主要集中在胡志明市周边的工业园区, 其中以电子制造业、纺织和服装制造业为主要产业。越南较印尼、柬埔寨有着与中国更相近的风俗习惯和较为完善的基建设施, 以电力为例, 越南人均发电量为 2681.9 度, 远高于印尼和柬埔寨的 1173.0 度和 497.9 度, 良好的基建设施可以保证日常生产的正常运作, 再叠加当地政府近年大力推行招商引资优惠政策, 良好的营商环境吸引了大量中资企业前往当地建厂, 截至 2023Q1, 赴越南建厂的国内上市企业已超过 200 家。

柬埔寨的纺织业主要分布在首都金边和西哈努克市, 主要以成衣加工为主, 产业链配套尚不完善。服装加工业仍延续来料加工的出口导向型发展模式, 本国缺乏面料、服装配件等配套产业, 主要依赖进口满足下游需求, 产业链抵御外部风险能力较弱。服装产品多为针织服装, 产品附加值相对偏低。目前, 柬埔寨服装企业约七成为中资企业。

印尼官方将纺织业列为五大关键产业, 并给予资源倾斜和政策扶持。产业主要集中在爪哇岛的中爪哇和西爪哇, 西爪哇的制造业较中爪哇发展更早, 但随着西爪哇劳工和土地成本近年不断上升, 很多企业选择将工厂迁移至中爪哇。印尼较越南和柬埔寨的优势在于国内拥有大量更廉价的劳动力: 印尼国内的劳动人口为 1.4 亿, 远高于越南和柬埔寨的 5595 万和 902 万; 中爪哇的平均工资为 1030.6 元人民币, 低于越南北部

的 1447.7 元人民币和柬埔寨的 1522.7 元。

越南、柬埔寨和印尼的纺织业特点相似，都是基于 CMT 模式进行成衣制作。在这种生产方式下，服装的原材料、机械和设计从国外进口，然后在本国的劳动密集型工厂进行服装制作，国内较低的用工成本增厚了产业利润，整体代工属性较强，材料高度依赖进口：2021 年越南、印尼和柬埔寨的进口纱线依赖度分别为 18.8%/20.8%/9.9%；进口面料依赖度分别为 80.4%/87.4%/73.8%。得益于和欧美日签署的一系列贸易协定和普惠制，三国出口税率存在一定优势。

表2: 东南亚各国文化习俗概览

	越南	柬埔寨	印尼
宗教	佛教、天主教、基督新教等	佛教、伊斯兰教、基督教	伊斯兰教、基督新教、天主教
语言文字	越南语、越南罗马字，曾经使用汉字长达 2000 多年	柬埔寨语为官方语言，英语在政府部门较通用。华语、越南语是普通市民中使用较多的外语	以印尼语、英语为主，有 200 余种民族语言
饮食习惯	日常的主食是粳米，饮食习惯和我国两广、云南地区接近	以大米为主食，鱼虾为主要副食	以大米、玉米和薯类为主食
政治体制	一党制的人民代表大会制度	议会制君主立宪制	总统制共和制，国内有 5 个主要大党

资料来源：百度百科，国信证券经济研究所整理。

3) 印度、巴西、巴基斯坦：主要产棉国

印度是世界第二大产棉国，同时是纤维、面料和成衣生产及出口大国，是全世界为数不多拥有完整纺织产业链的国家，2021 年棉花、纤维、面料出口份额分别为 16.3%、13.2%、3.9%。依托国内完善的产业配套和大量的廉价劳动力资源，印度纺织业规模较大，是国内支柱产业之一，主要集中在孟买和加尔各答。印度的纺织服装行业具有多样化的特点，细分市场广泛，包括传统手摇编织机产品、手工艺品、羊毛产品和丝绸产品等，但产业呈现分散特点，尚未形成规模经济集群，纺织企业的规模小、分散、投入不足、生产设备及生产技术落后都制约着印度纺织业未来的发展。

巴基斯坦是全球第四大棉花生产国，生产的棉花主要用以本国的成衣生产，出口较少，2021 年棉花出口份额仅为 0.3%。纺织业是巴基斯坦制造业中最重要行业，提供了 40% 的劳动力就业岗位。全国有 400 多家纺织企业，其中 60% 集中在旁遮普省，30% 集中在信德省。

巴西是世界第五大产棉国，生产的棉花主要用以出口。巴西成衣贸易近年均保持逆差，国内棉花消费量较低，大部分的棉花出口至国外，2021 年棉花出口份额为 19.6%，为全球第二大棉花出口国。

4) 墨西哥、土耳其：区位优势明显，主要面向欧美市场

墨西哥的纺织工业集中在墨西哥的中部和东北部，成衣出口份额较小，但因为地理位置距美国较近，海运美国里程仅为 2150.8 海里，且于 2018 年签订了《美国-墨西哥-加拿大协定》，已成为美国主要的贸易合作伙伴，在地理位置上具有一定优势。美国是墨西哥成衣的主要进口国，2021 年墨西哥 70% 以上的成衣出口流向美国。

土耳其纺织工业是国民经济支柱之一，主要分布在德尼兹利、布尔萨、泰基尔达、伊斯坦布尔和加济安泰普，是欧洲纺织服装的主要进口国。土耳其是国际上重要的原料及成衣出口国，2022 年棉花、纤维、面料和成衣的出口份额分别为 2.4%、6.1%、2.7% 和 4.6%，产业链配套完善。土耳其地跨亚欧两洲，海陆空交通十分便利，能大大节省出口运输时间和成本，区位优势明显。

5) 意大利：匠心制衣工艺，聚焦高端产品。

意大利纺织业一直以完美的设计、精巧的制作和技术高超的后处理闻名世界，在高端市场的国际竞争优势明显，具有明显的外向型特征，是全球著名的纺织业强国。意大利纺织业重视原料品质，买下了全球 65% 的羊绒原料，以及大部分骆马毛、超细羊毛等珍贵原料，部分意大利厂家为保证原料质量，还会买下一一些珍稀毛料产区 and 相应的

租加工作坊，对原材料和工艺质量的要求相当严格。
图24: 纺织产业链主要参与国贸易条件、劳动力、基建及产业链配套情况一览表

国家	2021年成衣出口份额	地理位置	进口税率	劳动力	能源基建	产业链配套
中国	36.10%	海运美国远 (10739.5海里), 海运英国远 (10647.8海里), 海运日本近 (1040.2海里)。	美国高 (16.5%关税+7.5%附加税); 英国高 (12.0%关税+22.4%增值税); 日本较高 (8.9%关税+8.7%消费税, RCEP协议)。	劳动人口众多: 7.8亿 工资水平较高: 平均工资为7244.4元人民币 教育水平较高: 高等院校入学率为58.4%	人均发电量高: 6204.6度 铁路里程长: 10.98万公里 港口吞吐量: 2.63亿标准箱	面料: 面料出口份额高 (52.0%), 进口面料依赖度低 (2.7%) 纱线: 出口纱线份额高 (27.1%), 进口纱线依赖度低 (7.8%) 棉花: 棉花出口份额低 (0.13%), 棉花自给率较高 (77.6%)
越南	6.28%	海运美国远 (10927.4海里); 海运英国较远 (9017.7海里); 海运日本较近 (2451.8海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国较低 (4.0%关税+20.8%增值税); 越南-越南自由贸易区协定); 日本低 (0%关税+8.0%消费税, 日本-越南自由贸易协定)。	劳动人口充足: 5595万 工资水平低: 南部平均工资为1519.6元人民币, 北部平均工资为1447.7元人民币 教育水平较低: 高等院校入学率为28.6%	人均发电量较高: 2681.9度 铁路里程较长: 3159公里 港口吞吐量较大: 1835.98万标准箱	面料: 面料出口份额较高 (1.8%), 进口面料依赖度高 (80.4%) 纱线: 出口纱线份额高 (9.6%), 进口纱线依赖度较低 (18.8%) 棉花: 棉花出口份额低 (0.1%), 棉花自给率较低 (25.0%)
印尼	1.92%	海运美国远 (10938.6海里); 海运英国较远 (9028.91海里); 海运日本较近 (3060.00海里)。	美国较高 (16.50%的关税); 英国较高 (9.6%关税+21.9%增值税, 普惠制); 日本低 (0%关税+8.0%消费税, 东盟-日本自由贸易协定)。	劳动人口充足: 1.4亿 工资水平低: 中爪哇平均工资为1030.6元人民币, 西爪哇平均工资为1457.8元人民币 教育水平较低: 高等院校入学率为36.3%	人均发电量较低: 1173.0度 铁路里程较长: 6466公里 港口吞吐量中等: 1180.46万标准箱	面料: 面料出口份额较低 (0.6%), 进口面料依赖度高 (73.8%) 纱线: 出口纱线份额较高 (3.9%), 进口纱线依赖度较低 (20.8%) 棉花: 棉花出口份额低 (0.2%), 棉花自给率 (25.1%)
柬埔寨	1.67%	海运美国远 (10995.3海里); 海运英国较远 (9085.5海里); 海运日本近 (2563.0海里)。	美国较高 (16.50%的关税); 英国低 (0%关税+20.0%增值税, 最不发达国家的普惠制); 日本低 (0%关税+8.0%消费税, 东盟-日本自由贸易协定)。	劳动人口少: 902万 工资水平低: 平均工资为1522.7元人民币 教育水平低: 高等院校入学率为14.7%	人均发电量低: 497.9度 铁路里程短: 655公里 港口吞吐量小: 60万标准箱	面料: 面料出口份额低 (0.1%), 进口面料依赖度高 (87.4%) 纱线: 出口纱线份额低 (0.0%), 进口纱线依赖度低 (9.9%) 棉花: 棉花出口份额低 (0.0%)
埃及	0.40%	海运美国较远 (5107.3海里); 海运英国较近 (3197.6海里); 海运日本较远 (8114.2海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国低 (20.0%, 英国-埃及自由贸易协定); 日本高 (10.9%关税+8.8%消费税)。	劳动人口较充足: 3117万 工资水平较低: 平均工资为1724.2元人民币 教育水平低: 高等院校入学率为38.9%	人均发电量较高: 1874.9度 铁路里程较长: 5153公里 港口吞吐量较小: 732.19万标准箱	面料: 面料出口份额低 (0.3%), 进口面料依赖度高 (91.5%) 纱线: 出口纱线份额较低 (0.5%), 进口纱线依赖度高 (96.0%) 棉花: 棉花出口份额较高 (1.3%), 棉花自给率高 (362.3%)
巴基斯坦	1.73%	海运美国较远 (8116.7海里); 海运英国较远 (6207.03海里); 海运日本较远 (5783.05海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国低 (0%的关税+20%的增值税, 普惠制); 日本高 (10.9%的关税+8.8%的消费税)。	劳动人口充足: 7891万 工资水平较低: 平均工资为2058.0元人民币 教育水平低: 高等院校入学率12.2%	人均发电量低: 645.3度 铁路里程较长: 7791公里 港口吞吐量较小: 333.92万标准箱	面料: 出口面料份额较低 (2.0%), 进口面料依赖度低 (5.9%) 纱线: 出口纱线份额较高 (2.3%), 进口纱线依赖度较低 (24.0%) 棉花: 出口棉花份额低 (0.3%), 棉花自给率居中 (47.7%)
巴西	0.03%	海运美国较近 (5009.9海里); 海运英国较近 (5225.9海里); 海运日本远 (11504.0海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国高 (12%关税+22.4%增值税); 日本高 (10.9%关税+8.8%消费税)。	劳动人口充足: 1.1亿 工资水平较高: 平均工资为4215.8元人民币 教育水平较高: 高等院校入学率为55.1%	人均发电量高: 3161.9度 铁路里程较长: 29817公里 港口吞吐量中等: 1180.15万标准箱	面料: 面料出口份额低 (0.2%), 进口面料依赖度较高 (56.4%) 纱线: 出口纱线份额低 (0.4%), 进口纱线依赖度高 (97.1%) 棉花: 棉花出口份额高 (19.6%), 棉花自给率高 (196.6%)
印度	3.31%	海运美国较远 (8256.4海里); 海运英国较远 (6435.4海里); 海运日本较近 (距东京港5390.3海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国较高 (9.6%关税+21.9%增值税, 普惠制); 日本低 (0%关税+7.9%消费税, 日本-印度自由贸易协定)。	劳动人口充足: 5.2亿 工资水平较低: 平均工资为2780.0元人民币 教育水平低: 高等院校入学率为29.4%	人均发电量较低: 1296.9度 铁路里程长: 68102.73公里 港口吞吐量较大: 1993.71万标准箱	面料: 面料出口份额较高 (3.9%), 进口面料依赖度较低 (10.5%) 纱线: 出口纱线份额高 (13.2%), 进口纱线依赖度较低 (17.0%) 棉花: 棉花出口份额高 (16.3%), 棉花自给率较高 (98.1%)
土耳其	3.66%	海运美国较近 (5070.5海里); 海运英国较近 (3323.4海里); 海运日本较远 (8774.4海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国低 (0%关税+20%增值税, 英国-土耳其自由贸易协定); 日本高 (10.9%关税+8.8%消费税)。	劳动人口较充足: 3442.8万 工资水平较低: 平均工资为3100.0元人民币 教育水平高: 高等院校入学率为61%	人均发电量高: 3821.0度 铁路里程较长: 10546.0公里 港口吞吐量较大: 1259.13万标准箱	面料: 面料出口份额较高 (2.5%), 进口面料依赖度较低 (13.6%) 纱线: 出口纱线份额较高 (4.0%), 进口纱线依赖度较高 (38.6%) 棉花: 棉花出口份额较低 (2.42%), 棉花自给率较高 (60.12%)
墨西哥	0.09%	海运美国近 (2150.8海里); 海运英国较远 (6211.0海里); 海运日本较远 (9144.6海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国低 (0%关税+20.0%增值税, 英国-墨西哥自由贸易协定); 日本低 (0%关税+8.0%消费税, 日本-墨西哥自由贸易协定)。	劳动人口充足: 5870.1万 工资水平低: 平均工资为2370.0元人民币 教育水平较高: 高等院校入学率为42.8%	人均发电量较高: 2741.1度 铁路里程较长: 14388公里 港口吞吐量较小: 785.22万标准箱	面料: 面料出口份额低 (0.3%), 进口面料依赖度高 (85.4%) 纱线: 出口纱线份额较低 (0.8%), 进口纱线依赖度较高 (43.3%) 棉花: 棉花出口份额较高 (1.5%), 棉花自给率较高 (76.0%)
意大利	5.63%	海运美国较近 (4216.3海里); 海运英国较近 (2276.0海里); 海运日本较远 (9144.6海里)。	美国较高 (16.5%的关税); 英国低 (0%关税+20.0%增值税, 欧盟-英国贸易与合作协定); 日本低 (0%关税+8.0%消费税, 欧盟-日本自由贸易协定)。	劳动人口较充足: 2548.2万 工资水平高: 平均工资为25924.4元人民币 教育水平高: 高等教育毛入学率为66.1%	人均发电量高: 4723.4度 铁路里程较长: 17305.2公里 港口吞吐量中等: 1130.32万标准箱	面料: 面料出口份额较高 (4.3%), 进口面料依赖度较低 (26.0%) 纱线: 出口纱线份额较高 (4.0%), 进口纱线依赖度较高 (32.5%) 棉花: 棉花出口份额低 (0.1%), 棉花自给率 (0%)

资料来源: NETPAS、UN Comtrade Database、国家商务部、世界银行、埃及中央动员和统计局、汇易网、美国农业部、General Statistics Office of Vietnam、Badan Pusat Statistik (BPS)、statista, 国信证券经济研究所整理

备注: 表中进口关税税率以针织棉制T恤为例。

市场规模及格局: 运动服代工行业约四千亿规模, 申洲市占率领先且呈提升趋势

全球运动服代工规模大, 成长性较好。若按照运动服零售价是出厂价的3倍估算,

2022 年全球运动服代工出厂规模约为 4221 亿元人民币，伴随全球运动服饰的景气成长，运动服代工规模在 2015-2019 年复合增速 8.2%，2019-2022 年受到疫情影响，复合增速放缓至 1.3%。

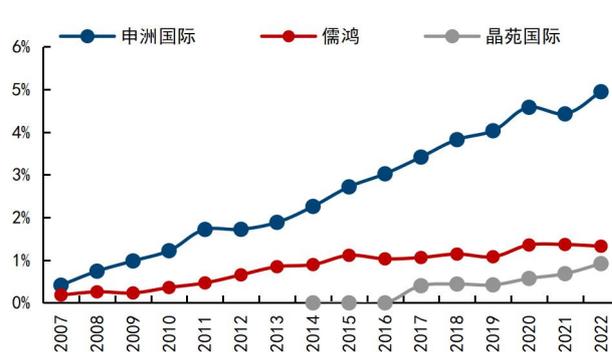
行业集中度提升，申洲是全球运动服代工龙头，市占率保持领先且提升。我们统计运动服代工规模较大的申洲、儒鸿、晶苑这三家供应商中的运动或户外服装 OEM 收入占行业市场份额变化，发现三家头部供应商市占率总体都呈现提升趋势，反映行业集中度提升。其中，2022 年申洲市占率 4.9%，过去 5 年提升 1.5pct；2022 年儒鸿市占率 1.3%，过去 5 年提升 0.3pct；2022 年晶苑市占率 0.9%，过去 5 年提升 0.5pct。

图25: 全球运动服代工出厂规模（亿元人民币）



资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

图26: 运动服头部供应商的市占率（仅统计运动成衣）



资料来源：前瞻产业研究院，wind，国信证券经济研究所整理

耐克、阿迪头部服装供应商梳理。按照品牌官网最新披露的代工厂和供应商信息，我们分别梳理了耐克、阿迪前十大服装供应商（按照品牌披露的旗下代工厂人数之和排序），同时计算各自的代工厂人数之和占比。从工厂人数看，申洲在耐克、阿迪供应商中分别排名第一和第三，但从实际供应金额看，申洲均为耐克/阿迪的第一大服装供应商，且供应份额分别约为 17%-18%/16%-17%。

耐克、阿迪供应链中不乏各国或各地区的成衣代工龙头，主要生产地布局在中国和东南亚国家。如**中国龙头申洲国际**（年收入 278 亿元，服装产量 5.0 亿件）；**韩国龙头 Youngone**（年收入约合 216 亿元人民币）；**加拿大龙头 GILDAN**（年收入约合 215 亿元人民币）；**中国香港龙头晶苑国际**（年收入约合 167 亿元人民币，服装产量 4.7 亿件）；**斯里兰卡龙头 MAS**（年产值约合 134 亿元人民币）；**中国台湾龙头儒鸿**（年收入约合 92 亿元人民币）；**印尼龙头 PT Pan Brothers Tbk**（年收入约合 46 亿元人民币，服装产能 1.2 亿件）；**泰国龙头 NICE**（年营业额约合 29 亿元人民币，服装产量 0.5 亿件以上）；还有**土耳其 YESIM**（日产服装 25 万件，家纺 10 万件）、**巴基斯坦 Interloop**（年产 7.95 亿双袜子和紧身衣）等等。

表3: 2023年耐克主要的服装供应商介绍

公司	创始地	创立时间	产能分布	工厂人数占比	简介
申洲国际	中国宁波	1990年	中国/柬埔寨/越南	8.2%	收入为278亿元人民币, 2022年员工9.5万人, 年产5.0亿件。主要为耐克、阿迪、优衣库、PUMA、安踏、李宁等品牌代工, 采用垂直一体化的模式, 主要生产运动和休闲服。为耐克第一大成衣供应商, 2022年供应份额17%-18%。
STYLE TEXTILE	巴基斯坦	1992年	拉合尔/巴基斯坦	7.6%	主要为Nike, Adidas, Reebok, Tom Tailor, Levis, Hurley; Target, GAP, Calvin Klein, PVH, ZARA, 维密, Tommy Hilfiger等品牌生产面料、成衣和ICT。
MAS HOLDINGS	斯里兰卡	1987年	斯里兰卡/约旦/印度	6.2%	年产值约合134亿元人民币, 共有9.9万名员工, 在16个国家有53个工厂。主要为Nike, lululemon, 维密, Speedo, Gap等品牌生产内衣、运动服、泳装、防护服。
俐马	新加坡	1976年	新加坡/马来西亚/柬埔寨/印尼/约旦/越南/中国	5.2%	拥有纱, 针织, 印染, 绣花, 成衣各项生产环节, 集团拥有强大的自主设计和新材料研发能力以及领先的生产管理理念, 是耐克、优衣库、安德玛等品牌重要供应商。
NICE APPAREL	泰国	1983年	泰国/柬埔寨/越南/中国	4.1%	泰国最大的运动服代工之一, 在4个国家有9个生产基地, 年营业额约合人民币29亿元, 产量超过5000万件。主要为耐克、阿迪等品牌生产成衣, 生产步骤包括开发、裁剪、印绣花、缝纫。
儒鸿	中国台湾	1977年	中国台湾/越南/柬埔寨	3.0%	产量达1.2亿件, 总收入约合92亿元人民币, 全球有1.7万名员工, 其中中国台湾有1800名员工。主要为耐克、LULU、UA等品牌生产功能性运动服, 生产步骤包括织布、染整、定型和成衣制造。
SOUTH ISLAND	马来西亚	1975年	-	2.9%	主要为耐克等品牌生产成衣。
HI TECH	泰国	1991年	泰国/柬埔寨/越南/老挝	2.7%	泰国领先的服装制造商, 服务Nike, Target, Warrix Sports 和 Joe Boxer 等品牌。
YESIM	土耳其	1983年	土耳其/埃及/摩尔多瓦	2.5%	日生产针织产品115吨, 染色125吨, 印花面料10万米, 服装25万件, 家纺10万件。与耐克、Matheis-Schlafgut 家纺等建立战略合作关系, 其他品牌还有安德玛、ZARA、Lacoste、Tommy、拉夫劳伦等; 集团有35%营业额来自土耳其以外的生产基地。
GILDAN	加拿大	1984年	北美/尼加拉瓜/洪都拉斯/孟加拉	2.3%	2022年收入约合215亿元人民币, 员工5.1万人, 运动服占80%以上的收入, 纱线、纺织、缝制一体化生产。

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

表4: 2023年阿迪达斯主要的服装供应商介绍

公司名称	创始地	创立时间	产能分布	工厂人数占比	简介
Youngone	韩国	1974年	孟加拉/越南/乌兹别克斯坦/萨尔瓦多/埃塞俄比亚	8.4%	2022年营业额约合216亿元人民币, 全球拥有8.5万名员工, 有50%的产品生产来自孟加拉, 代工品牌有阿迪、耐克、Eddie Bauer、LLBeans、TNF、Intersports、拉夫劳伦、PUMA等。
STYLE TEXTILE	巴基斯坦	1992年	拉合尔/巴基斯坦	7.7%	主要为Nike, Adidas, Reebok, Tom Tailor, Levis, Hurley; Target, GAP, Calvin Klein, PVH, ZARA, 维密, Tommy Hilfiger等品牌生产面料、成衣和ICT。
申洲国际	中国宁波	1990年	中国/柬埔寨/越南	5.5%	收入为278亿元人民币, 2022年员工9.5万人, 年产5.0亿件。主要为耐克、阿迪、优衣库、PUMA、安踏、李宁等品牌代工, 采用垂直一体化的模式, 主要生产运动和休闲服。为阿迪达斯第一大成衣供应商, 2022年供应份额16%-17%。
永嘉集团	中国香港	2005年	中国/越南/柬埔寨	5.4%	2022年制造业收入约合32亿元人民币, 拥有1.9万名员工, 代工的品牌客户以阿迪达斯为主, 还有锐步、茵宝、彪马等
晶苑国际	中国香港	1970年	中国/柬埔寨/越南/缅甸/斯里兰卡	4.6%	2022年收入约合167亿元人民币, 产量4.7亿件, 8万名员工。在5个国家约20个自主经营的制造厂, 主要为优衣库、H&M、Gap、Nike、Adidas等品牌生产成衣, 以休闲服为主。
NICE APPAREL	泰国	1983年	泰国/柬埔寨/越南/中国	4.3%	泰国最大的运动服代工之一, 在4个国家有9个生产基地, 年营业额约合人民币29亿元, 产量超过5000万件。主要为耐克、阿迪等品牌生产成衣, 生产步骤包括开发、裁剪、印绣花、缝纫。
飞雁	中国台湾	1988年	菲律宾/越南/柬埔寨/中国	3.8%	专精于运动成衣制造, 主要品牌有adidas、安德玛、Nike、lululemon、北面、REI、Gymshark等。
PT Pan Brothers Tbk	印尼	1980年	印尼	3.6%	印尼最大的服装代工上市公司, 2022年收入约合46亿元人民币, 服装年产能约1.2亿件, 共2.9万名员工, 生产运动和户外功能服饰, 主要客户有优衣库、阿迪、北面、始祖鸟、Hugoboss、萨洛蒙、Lacoste、迪桑特等。
Yuen Thai Industrial	中国香港	/	菲律宾/柬埔寨/中国	2.9%	公司是中国香港联泰和裕元的合资公司, 主要客户为Adidas。
Interloop Limited	巴基斯坦	1992年	巴基斯坦/孟加拉	2.8%	生产袜子, 牛仔布, 针织服装和无缝运动服, 有3.2万名员工, 每年生产7.95亿双袜子和紧身衣。品牌客户有耐克、阿迪、PUMA、锐步、CK、李维斯、Tommy、Wilson等。

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

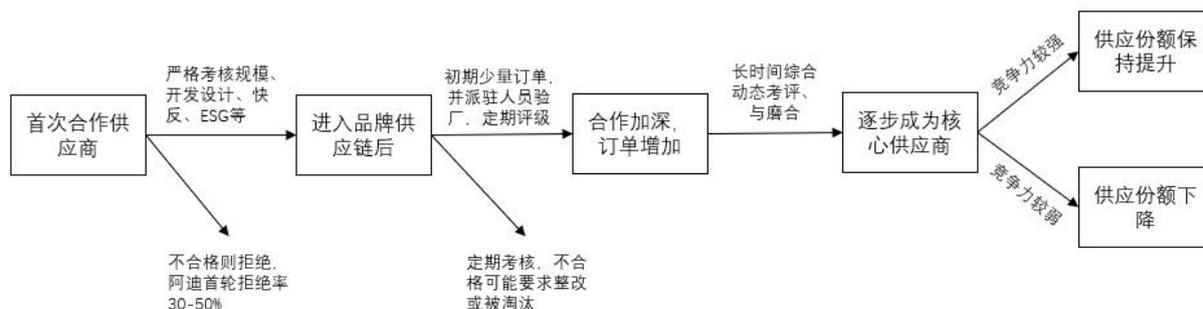
行业壁垒：门槛高、考核严，核心供应商合作年限长、份额提升

（一）国际大牌对供应商要求非常严格，核心供应商进入壁垒高

国际品牌在选择供应商时要求严格，考量的因素众多，制造商需同时满足客户对开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等全方位要求。1) **对首次合作的供应商严格甄选**：关注开发能力、生产能力、快速响应以及其他综合能力（产能规模、劳动力人权、环保社会责任、与其他品牌合作情况、企业的业务水平与行业经验）。2) **长期动态考核决定是否纳入核心供应商，并定期淘汰考评不合格供应商**。在成为合格供应商后，初期一般只能获取少量订单，品牌方对合作的制造商会派驻质检人员监控，定期就供应商的开发设计能力、产品品质进行评审并评级，考评不合格可能会被淘汰，经过长时间考察才可能成为核心供应商。

品牌与供应商合作需经历互相磨合过程。供应商深度参与品牌客户的产品开发，客户黏性比较强。因此**为保证产品质量及降低经营成本，知名品牌往往倾向于与大型的制造商形成长期稳定的合作关系，从而对新进入者形成客户资源壁垒。**

图27：国际大牌核心鞋服供应商进入门槛高



资料来源：申洲国际、华利集团公司公告，国信证券经济研究所整理

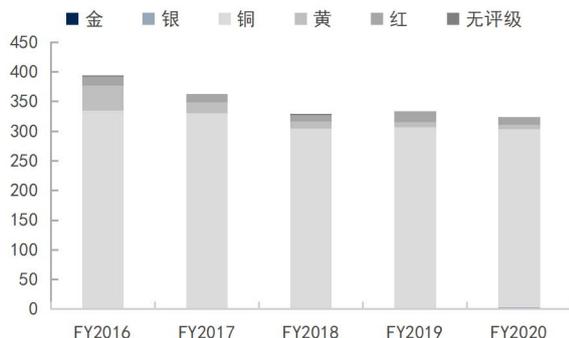
具体来看，供应商准入机制严格，同时品牌对供应商进行动态评级和末位淘汰

1、以 Nike 为例：

耐克对工厂进行评级并削减低级工厂占比。于 2012 年推出制造业指数和可持续制造和采购指数（SMSI）：按照**可持续发展、采购成本、质量、准时交货**四项指标各占 25%的权重来评价，95-100 分/85-94 分/70-84 分/60-69 分/60 分以下分别被评为金/银/铜/黄/红。

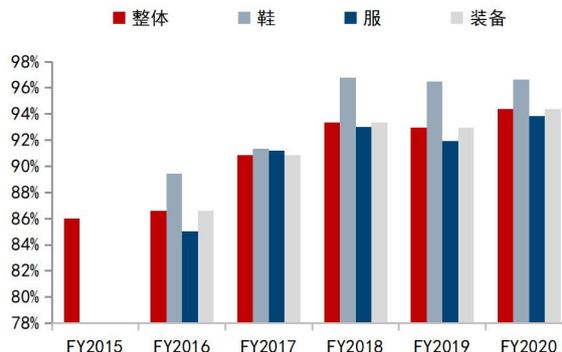
2015-2020 年，Nike 评级在铜及以上的工厂占比从 86%提升至 94%，未来希望能提升至 100%（铜以上的供应商需要在环境、劳动、健康和安全管理方面进行额外努力）。

图28: Nike 制衣工厂各等级数量变化



资料来源: 耐克官网, 国信证券经济研究所整理

图29: Nike 铜及以上工厂各品类占比持续提升



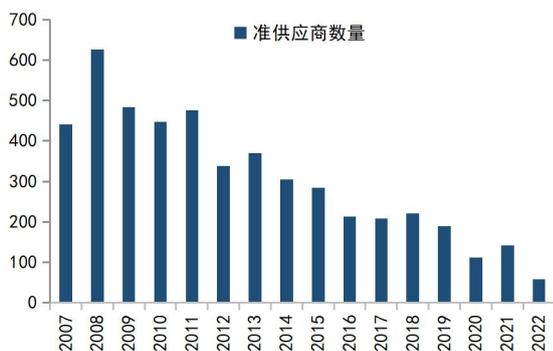
资料来源: 耐克官网, 国信证券经济研究所整理

2、以阿迪达斯为例:

1) 品牌公司对准制造商考核严格, 新进入者难以切入龙头品牌供应链

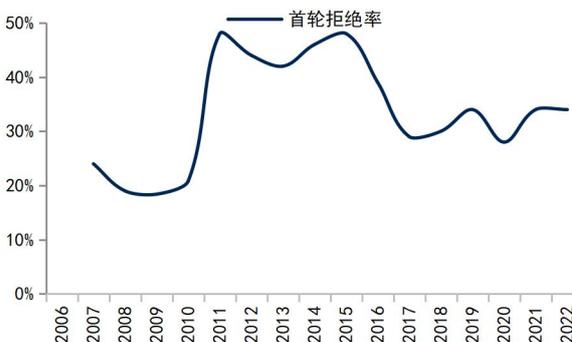
品牌公司在选择新的制造商时, 一般会进行 1 年左右的考察和验厂, 重点考察合作制造商的开发能力、生产能力、质量管理、交货期、劳工保护、环保与社会责任等情况。以 Adidas 为例, 公司自 1997 年开始对制造商执行指导方针, 将不定期进行调整更新。指引中的标准较为严格且同样适用于准制造商, 约有三成到四成左右的在第一轮评选时就被直接拒绝, 近两年首轮拒绝率维持在 34%; 同时近年 Adidas 开始注重与现有制造商的合作, 准制造商的审核量减少, 2022 年仅有 58 家。

图30: Adidas 准制造商数量近年来大幅减少



资料来源: Adidas 官网, 国信证券经济研究所整理

图31: Adidas 制造商首次拒绝率维持在较高水平



资料来源: Adidas 官网, 国信证券经济研究所整理

2) 品牌公司将定期不合格的制造商进行评级和淘汰

为保证供应链的健康, 品牌公司对制造商采取淘汰制度。Adidas 近年的工厂抽查数量大幅上升, 2020 年疫情期间开展线上工厂访问, 2021 年工厂访问数有所回落但仍保持在 370 家以上, 2022 年再次提升至 657 家。对于有合规、环保方面问题的厂家, 会发出警告信, 警告无效后将会终止合作, 由于严格的准入机制和监管机制, 近年来警告公司和终止合作公司大幅减少。2017-2019 年 Adidas 发出的警告信数量平均在 47 家/年, 终止合作的工厂平均为 6 家/年。2020 年警告公司下

降到 22 家，2022 年进一步下降到 6 家；近 3 年内终止合作的公司仅 1 家。

图32: Adidas 工厂访问数量维持在较高水平



资料来源: Adidas 官网, 国信证券经济研究所整理

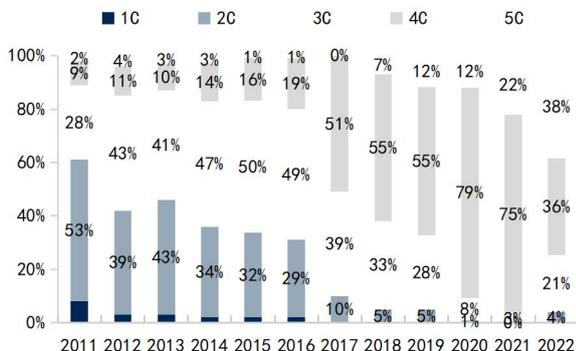
图33: Adidas 工厂警告信和终止合作工厂数量大幅减少



资料来源: Adidas 官网, 国信证券经济研究所整理

品牌公司不定期对工厂进行考察和评分, 此前主要指标为环境方面的 E-KPI 和合规方面的 C-KPI, 2022 年将 C-KPI 升级为 S-KPI, S-KPI 总共有 15 个等级, 主要衡量指标包括遵守入门和零容忍问题、完成补救计划、事故和缺勤率, 以及一系列工人维权措施, 如工人申诉的解决和满意度、工人满意度调查的参与率以及担任中层管理职位的女性比例。此评分将成为品牌公司订单分配的参照之一。近年 Adidas 达到 4C 及以上标准的制造商比例显著增加 (2021 年已达 97%), 而新晋制造商的评分往往在较低水平, 行业壁垒持续增加。

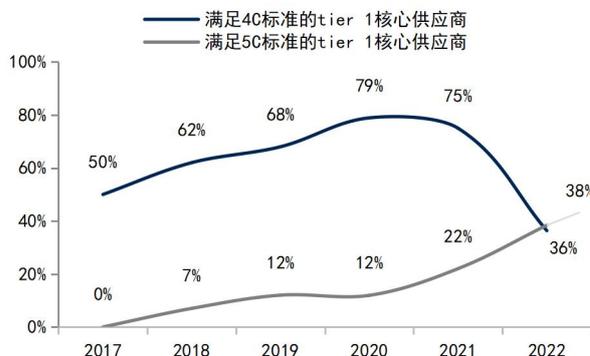
图34: Adidas 制造商评分分布



资料来源: Adidas 官网, 国信证券经济研究所整理

注: 2022 年评分体系从 C-KPI 改为 S-KPI

图35: Adidas 满足 4C/5C 标准的 Tier1 核心制造商占比



资料来源: Adidas 官网, 国信证券经济研究所整理

注: 2022 年评分体系从 C-KPI 改为 S-KPI

(二) 绑定核心供应商成长, 核心供应商份额集中度、合作年限高且持续提升

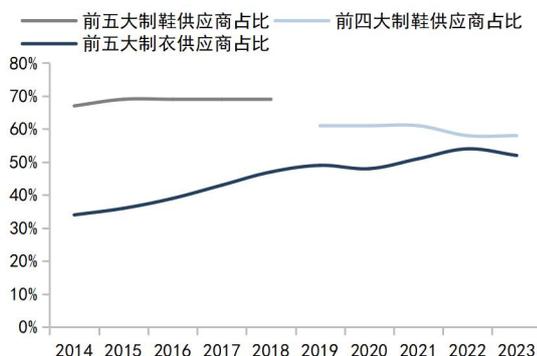
核心头部供应商往往规模较大、成本较低、创新能力领先、交期和品质良好, 合作周期长且稳定, 因此国际大牌绑定核心供应商成长, 并给予更大供应份额, 由此可见核心供应商拥有较强的客户资源壁垒。

1) 从耐克披露的前四大制鞋供应商、前五大制衣供应商的份额看, 虽然制衣供应商的集中度不如制鞋供应商高, 但是这个份额呈现快速提升趋势, 2014-2022 年前五大制衣供应商份额提升 20pct 至 54%。

2) 从阿迪供应商的合作年限可见, 2020-22 年, 合作 20 年以上的制衣供应商占比从 30%提升至 39%, 合作 10-20 年的占比从 33%提升至 37%, 制衣供应商平均合

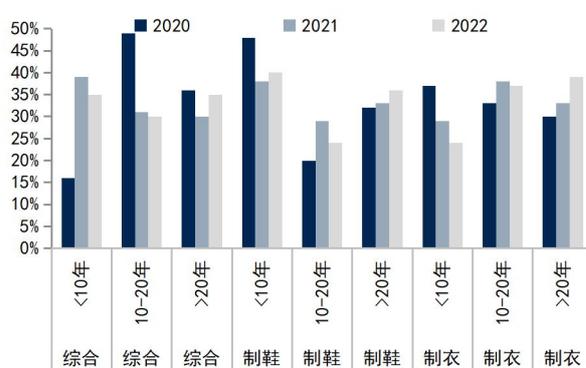
作年限为 21.5 年，可见核心供应商合作年限长且持续提升。

图36: 耐克头部制衣供应商的供应份额提升



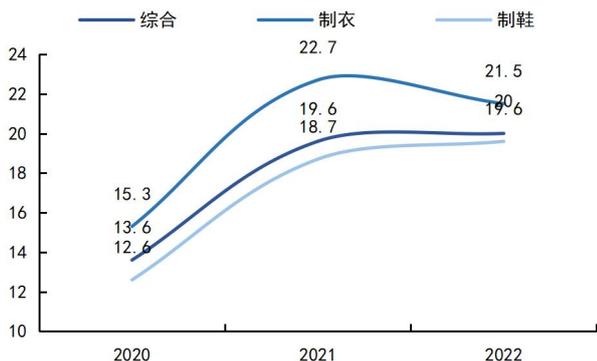
资料来源：耐克公司公告，国信证券经济研究所整理

图37: 阿迪达斯制衣核心供应商合作年限呈提升趋势



资料来源：阿迪达斯公司公告，国信证券经济研究所整理

图38: 阿迪达斯核心供应商平均合作年限



资料来源：阿迪达斯公司公告，国信证券经济研究所整理

图39: 阿迪达斯核心供应商占比总体呈提升趋势



资料来源：阿迪达斯公司公告，国信证券经济研究所整理

代工企业估值复盘：核心供应商与品牌估值强相关，竞争力与份额提升驱动估值中枢上移

代工制造企业与下游品牌估值变动强相关，对于运动品牌有深入绑定的核心供应商，长期估值中枢与运动品牌客户形成一定的折扣，同涨同跌。运动服饰龙头因强大的品牌力更具备穿越周期的稳定性，估值易受业绩对标市场预期、市场竞争力等因素影响。核心供应商估值与品牌客户呈现强相关，同时也受到自身业绩情况、宏观经济预期、贸易政策、通胀因素影响。

下文将分阶段详细复盘耐克/丰泰/申洲/华利历史估值，可见核心供应商与品牌客户估值的高关联度，同时我们对影响估值背离的因素做出一定的分析。

（一）复盘总结：核心供应商长期估值中枢与品牌客户形成一定折扣，同涨同跌

1、2005-2009年：耐克、丰泰估值整体平稳，申洲先下滑后上升。耐克/丰泰/申洲估值区间为 9-19/8-15/2-12，中枢为 15/10/6，丰泰/申洲对耐克的估值比为 65%/42%。

品牌与供应商估值背离时间点主要是 2006 年 8 月-2007 年 2 月，2007 年 8 月-11

月，这段时期耐克估值平稳上升，申洲和丰泰的小幅下跌，**估值背离主要原因有：**1) **丰泰：**2006-2007 上半年，因海外工厂爬坡短暂影响毛利率；2) **申洲：**50-80% 收入来自日本市场与耐克关联度较低、中国对日本出口增长降速、受到欧美贸易摩擦影响（2005 年配额取消，欧美开始对中国纺织品出口设限）等。

2、2010-2013 年：估值均有提升，申洲与耐克关联度增强。耐克/丰泰/申洲估值区间为 15-26/7-19/4-15，中枢为 19/12/9，丰泰/申洲对耐克的估值比为 64%/46%。

品牌与供应商估值背离时间点主要是 2010 年 7 月-2011 年 7 月、2012 年 4 月-11 月，**估值背离主要原因：**1) **2010/7-2011/7，**耐克业绩延续超预期态势，但是 2010-2011 年原材料成本急剧上升压制供应商估值表现。2) **2012/4-2012/11，**金融危机后快速增长的耐克逐步出现期货订单下降、中国市场受库存危机增长放缓、库存压力等问题，叠加宏观面临通胀、希腊主权债务危机等冲击，耐克估值回落；2011 年下半年开始棉价回落，申洲和丰泰业绩预期改善带动估值回升，申洲因客户结构多元化，加上内需市场仍不景气、外需弱复苏，估值修复的力度和时间略弱于丰泰。2012 年，申洲为耐克开发的针织鞋面 Flyknit 成功做成爆款，自此与耐克合作进一步加深，估值中枢进入上升通道。

3、2014-2019 年：耐克与丰泰估值震荡上行，申洲估值提升并超越丰泰，与耐克关联度进一步增强。耐克/丰泰/申洲估值区间为 20-31/14-26/13-26，申洲与丰泰估值齐平，中枢为 25/20/19，丰泰/申洲对耐克的估值比为 78%/77%。

估值背离时间区间主要是 2014 年 1 月-10 月、2015 年 3 月-7 月、2015 年 10 月-12 月，**估值背离的主要原因：**1) **2014/1-2014/10，**行业库存恢复正常，耐克估值平稳；申洲 4-8 月估值小幅下跌，主要由于上半年经营利润下滑（日本订单不佳、外汇套期损失等），下半年增长加速、越南面料厂投产带动估值回升；丰泰估值下跌主要受 5 月越南工厂停工、越南排华升级攻击工厂、Q2 给越南一次性补税 940 万美金影响，7-10 月受台股大盘影响（全球政治风险）。2) **2015/3-2015/7，**耐克因为 FY15 业绩表现好，估值小幅提升，申洲同样呈现提升趋势；丰泰 4-6 月大幅下跌主要由于 4 月股东高位减持、中国市场经济疲软及出口预期下降。3) **2015/10-2015/12，**耐克、丰泰估值下跌主要受美股、台股大盘影响，实际上当时港股大盘也大幅下跌，但申洲因 2015 1H 业绩增速较强、原材料成本回落和人民币贬值利好、越南制衣厂于 2015 年 5 月首次投入运营且订单饱满等利好，估值逆势提升。

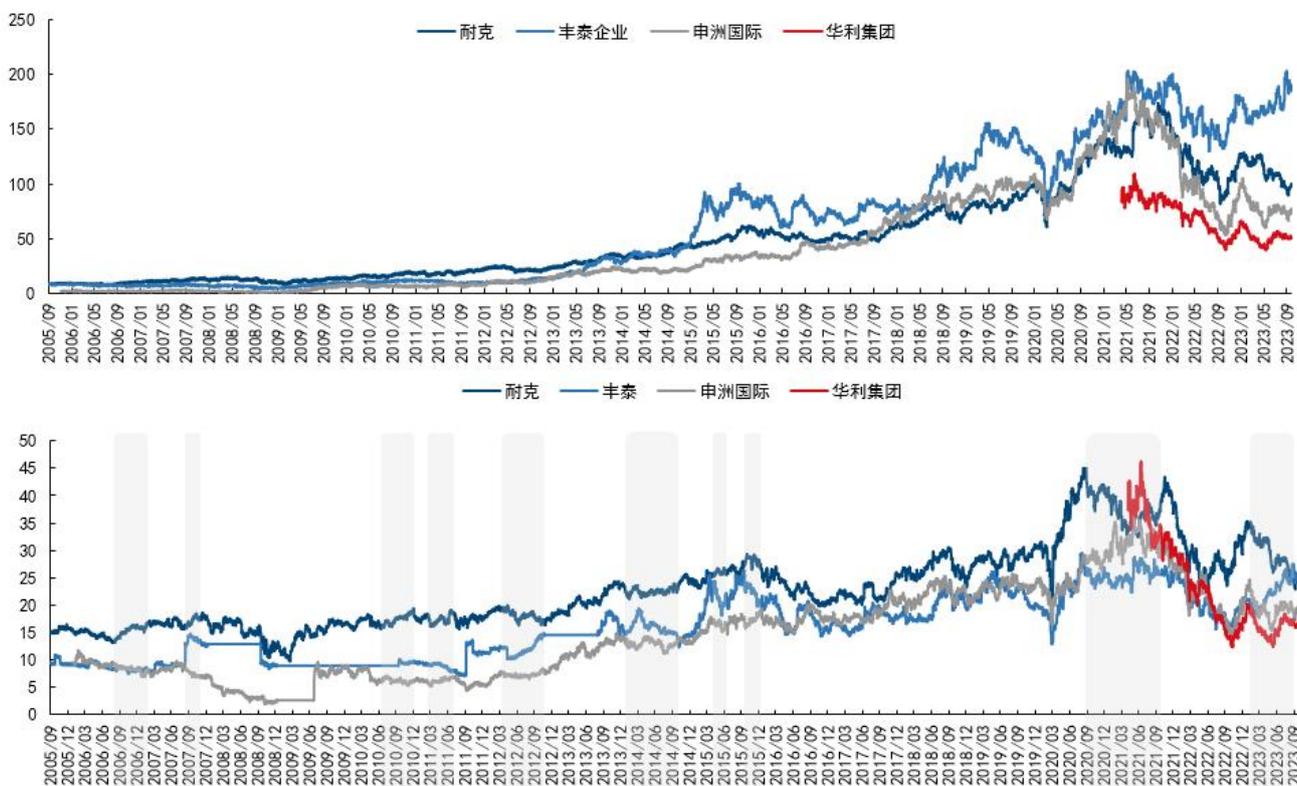
2016-2019 年长达 4 年时间里，耐克、丰泰、申洲估值变动趋势基本一致，同时随着申洲竞争力和份额提升，估值中枢超越丰泰。

4、2020-2022 年：估值普遍经历了疫情之初下滑-大幅上升后-波动下滑回归。耐克/丰泰/申洲/华利估值区间为 21-45/13-30/14-37/12-46，中枢为 34/22/25/25，丰泰/申洲/华利对耐克的估值比为 64%/74%/73%，在此期间估值的大幅波动主要与大盘有关。**估值背离发生在 2020 年 9 月-2021 年 12 月，背离主要原因：**1) **丰泰与耐克：**在此期间丰泰估值变动总体与耐克较为接近，2021/3 新疆棉事件导致耐克估值下跌，2021/5-2021/12 耐克估值反弹主要由于业绩超预期（同时在新疆棉事件冲击下，大中华区季度收入仍增长 9%）、库存周转加快，但随后缺货问题显现，2021 年底耐克估值开始回落。2) **申洲：**2020 年下半年开始估值持续上行，与耐克和丰泰背离，主要由于中报好于预期、海外疫情加剧促进订单回落中国、公司下半年订单增长可观等。但 2021 年 7 月开始，陆续受到越南封控工厂停产、原材料成本上涨、2022 年初宁波疫情封控停产、2022 年下半年品牌去库存订单预期不佳等负面影响，财报毛利率持续不佳。3) **华利：**2021 年 4 月上市，起初估值背离主要与新股上市、估值偏高有关，后续走势与申洲一致，且随着估值消化，估值逐步回落到略低于申洲的水平。

5、2023 年至今：耐克估值持续下跌，丰泰与之背离明显，申洲与华利波动中微

降。耐克/丰泰/申洲/华利估值区间分别为 23-35/18-27/15-25/12-20，中枢为 30/22/20/16，丰泰/申洲/华利对耐克的估值比为 73%/65%/54%。2023 年至今，1) **耐克：估值持续下跌。** 主要由于海外经济不明朗，以及其美国零售商 Footlocker 多次下修指引，随着 9 月底业绩兑现和库存改善，估值出现小幅修复。2) **丰泰：估值逆势上涨，台企代工普遍股价较为坚挺。** 2023 年制造出口企业基本面普遍承压，但回顾整体中国台湾纺织指数，总体小幅上涨，其中 1-9 月收入降幅超过双位数的儒鸿、钰齐、志强、丰泰年初至今股价持平或小幅上涨，1-9 月收入同比接近持平的聚阳年初至今股价上涨约 67%。基本面承压但股价上涨，因此反映到估值层面上，台企代工的估值水平整体抬升。这可能与中国台湾股市的系统性因素有关，投资者对台企代工基本面长期恢复信心较充足。3) **申洲和华利：申洲估值略高于华利，两者变动趋同。** 1-5 月估值与耐克同时下跌，6-7 月估值有所反弹，主要由于 LULU、耐克、优衣库、阿迪、Deckers 等海外品牌最新季度收入和库存去化表现好于预期，催化供应商订单预期改善。

图40: 耐克/丰泰/申洲/华利股价（图1）及估值（图2）复盘



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理。备注: 灰色区域表示估值背离

（二）个股复盘：竞争力提升和份额增长，估值中枢长期趋势上移

- 1. 耐克：**业绩韧性强、股价表现优于大盘，几次重挫主要受大型黑天鹅事件影响，但每次恢复速度和弹性好于大盘，且估值中枢持续上移。品牌商股价主要受到自身业绩（是否超预期）、利好/利空预期（例如中国市场、库存压力）、同期竞争者（压制阿迪/被阿迪压制（15-17 年）影响；以及非常强的大盘因素（美联储加息、金融危机、疫情等）。
- 2. 丰泰：**业绩波动大，与下游客户 Nike 深度绑定，除大盘因素外，业绩和估值受下游客户影响大；同时作为制造型企业受到原材料成本影响、东南亚劳动力和贸易政策影响、以及自身产能利用率影响。

3. 申洲：早期受我国贸易政策影响大，估值被严重压制。之后随公司自身竞争实力的提升、市场认可度的打开，业绩估值双升，宏观贸易等因素对公司的影响减弱。后期疫情对需求的短期冲击未影响公司，但长期的供应链的影响较大，包括疫情停工的直接冲击和品牌库存积压的间接冲击，对公司业绩和估值造成影响。

产能利用率问题：品牌客户景气度下降叠加贸易形势恶化，导致供需错配

2022Q4 至今，申洲首次遇到了因客户订单不足导致国内基地产能利用率不满的情况，主要由于：

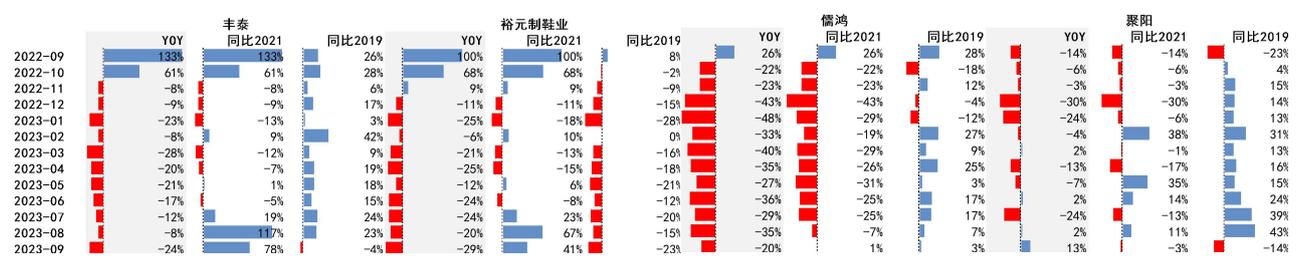
1) **主要品牌客户需求不景气**：外需方面，2022 年品牌在经历了上一年疫情导致越南等主要产地封控缺货的影响后大幅补单，但海运不畅加剧了存货周转效率问题，库存积压下品牌开始下调订单，2023 上半年主要鞋服代工企业收入降幅明显。内需方面，市场受到三年疫情影响，品牌库存高企、消费者消费力不佳等因素，2022 年消费压力显著，2023 年进入疫后复苏期但恢复力度较温和。另外，主要国际运动品牌客户在中国的市场份额从 2021 年的新疆棉事件后有明显回落，而申洲在国际品牌中国市场的供应份额较高，加大了订单压力。

2) **贸易形势变化**：美国、欧洲对中国进口服装和纺织品的抵制变本加厉，2022 年到 2023 年一季度中国服装和纺织品出口份额下降趋势明显，国际品牌考虑到贸易风险，在海外基地产能有空余的情况下更倾向于从海外基地下单。

（一）品牌需求疲软：国际运动品牌库存高企，在中国市场份额下降

1、外需受品牌去库影响订单，近期品牌库存有明显的改善。2021 年，国际品牌在去年疫情的低基数和当年疫后消费复苏的推动下，收入反弹明显，需求景气度较高。而 2021 年 7 月开始，品牌的主要产地越南胡志明等地因疫情发生了长达 3 个月的封控，货品供应产生了严重的短缺问题，促使品牌在封控解除后大量补单，但海运堵塞导致大量的货品在途中未能及时到店，使得 2022 年品牌的库存逐季积压，到 Q3 达到顶峰。过去一年的时间内，品牌重点清理库存，对供应商的订单下调，导致运动鞋服主要代工企业的收入从 2022Q4 开始显著下滑，截至 2023 年 7 月仍处于同比下降的趋势中。但品牌的去库措施已有成效，截至 2023 年 Q3，不少品牌的库存情况得到明显改善，并展望在未来半年的时间内恢复健康水平。

图41：运动鞋服主要代工上市企业月度收入同比变化（美元口径）



资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图42: 申洲四大国际品牌客户季度收入、库存 (财季按自然年统一归位)

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA、LULU为货币中性口径)																							
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023				
耐克	12.0%	10.0%	10.0%	12.0%	6.0%	-36.0%	0.0%	8.0%	-2.0%	38.0%	12.0%	0.0%	8.0%	3.0%	10.0%	27.0%	19.0%	8.0%	2.0%				
阿迪达斯	5.3%	4.0%	6.0%	11.0%	-20.3%	-33.0%	-3.0%	1.0%	27.0%	5.0%	3.0%	-3.0%	-3.0%	4.0%	4.0%	-1.0%	0.0%	0.0%					
优衣库	9.4%	7.3%	9.8%	-3.3%	-6.1%	-39.4%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	47.2%	-6.3%	1.2%	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%					
PUMA	15.3%	15.7%	17.0%	19.0%	-1.3%	-30.7%	13.3%	9.1%	25.8%	36.0%	20.4%	14.0%	19.7%	18.4%	16.9%	21.1%	14.4%	11.1%					
Deckers	-1.6%	10.5%	8.0%	7.4%	-4.9%	2.3%	15.0%	14.8%	49.7%	78.2%	15.8%	10.2%	31.2%	21.8%	21.3%	13.3%	7.5%	11.1%					
VF	-22.6%	-4.0%	-1.2%	-2.2%	-10.8%	-47.5%	-18.0%	-5.8%	22.8%	103.9%	22.6%	22.0%	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%					
UA	1.6%	1.4%	-0.9%	3.7%	-22.8%	-40.6%	0.2%	-2.6%	35.1%	91.0%	7.9%	8.9%	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%					
LULU	20.4%	22.1%	22.5%	19.7%	-16.7%	2.2%	22.0%	23.8%	88.1%	60.7%	29.8%	23.1%	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	27.0%					

报表存货YOY																							
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023				
耐克	0.9%	6.9%	11.6%	15.1%	7.2%	31.0%	14.9%	-1.8%	15.3%	-7.0%	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%				
阿迪达斯	1.9%	4.5%	14.3%	18.6%	31.9%	5.7%	27.2%	7.6%	-9.1%	-22.2%	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%					
优衣库	1.7%	14.9%	-11.7%	-6.2%	-6.6%	20.7%	1.7%	-4.8%	0.2%	-9.5%	-5.4%	-0.2%	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%					
PUMA	19.3%	19.4%	28.4%	21.3%	24.5%	21.2%	7.2%	2.5%	8.3%	7.7%	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%					
Deckers	-6.9%	8.7%	8.5%	7.0%	11.8%	-13.4%	-16.6%	-10.7%	5.2%	31.4%	82.1%	83.4%	83.4%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%					
VF	-37.0%	-9.2%	-29.3%	11.7%	10.3%	1.5%	-9.8%	-31.2%	-17.9%	-13.3%	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%					
UA	-23.8%	-25.7%	-22.7%	-12.5%	7.4%	24.1%	16.6%	0.4%	-9.4%	-26.5%	-20.7%	-9.4%	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	4.4%	38.4%					
LULU	18.6%	25.9%	26.4%	28.1%	1.3%	86.1%	22.9%	24.8%	17.1%	17.4%	22.4%	49.3%	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	8.1%					

存货周转天数 (TTM)																							
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023				
耐克	92	92	92	94	90	112	108	103	104	106	97	92	104	110	116	106	107	106	115				
阿迪达斯	112	120	116	121	126	158	151	155	154	135	123	138	154	150	201	181	169	167					
优衣库	104	93	136	138	117	123	147	149	129	123	140	140	123	120	147	156	117	109					
PUMA	122	139	138	131	132	161	156	148	148	150	138	135	138	154	160	149	146	156					
Deckers	108	167	194	124	105	163	180	113	92	128	154	109	93	146	166	130	105	159					
VF	109	106	143	113	96	118	133	117	100	101	107	83	84	118	140	129	122	171					
UA	130	146	135	125	126	168	152	141	134	137	124	110	106	115	116	117	113	128					
LULU	98	101	123	96	114	123	141	110	116	114	127	111	128	134	150	122	140	149					

报表存货金额																							
	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2020	Q2 2020	Q3 2020	Q4 2020	Q1 2021	Q2 2021	Q3 2021	Q4 2021	Q1 2022	Q2 2022	Q3 2022	Q4 2022	Q1 2023	Q2 2023	Q3 2023				
耐克	5415	5622	5835	6199	5807	7367	6705	6090	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698				
阿迪达斯	3285	3579	3677	4085	4334	5213	4676	4397	3938	4054	3664	4009	4542	5483	6315	5973	5675	5540					
优衣库	379104	315503	410526	424615	353907	380673	417528	404115	354641	344651	394867	405103	350348	351718	485928	570314	437671	387386					
PUMA	908	1063	1141	1110	1130	1289	1222	1138	1224	1389	1364	1492	1618	1984	2350	2245	2147	2146					
Deckers	279	473	559	366	312	435	484	305	278	458	636	551	507	840	925	723	533	741					
VF	1173	1382	1590	1565	1294	1403	1435	1076	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293	2787					
UA	875	966	907	892	940	1199	1057	896	852	881	838	811	824	954	1080	1218	1190	1320					
LULU	443	494	627	519	626	673	771	647	733	790	944	966	1275	1462	1742	1447	1580	1580					

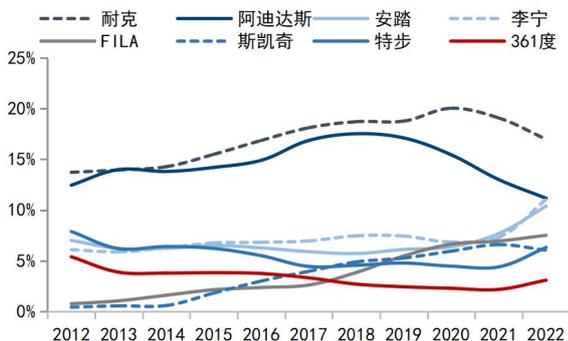
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

2、内需受品牌竞争格局变化影响, 在国际品牌供应份额较高影响较大。

耐克和阿迪达斯在中国运动市场的份额下降。受到2021年3月新疆棉事件的影响, 叠加疫情封控对购物商场客流的冲击, 耐克、阿迪达斯在中国区的市场份额在2021-2022年连续两年下降, 2022年耐克/阿迪市占率分别相较2020年下滑4.3/3.0个百分点至11.2%/17.0%。从更高频的季度收入或流水增速可见, 从2021Q2开始, 国际品牌增长便明显落后于本土品牌, 直到最近这一趋势才在收窄。

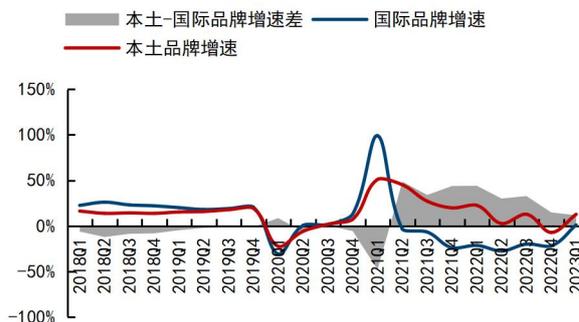
申洲在国际品牌中国市场采购份额较高, 短期受影响较大。申洲由于总部位于中国, 国内产能占比高于大部分其他代工同业公司, 在现有国际品牌客户的中国市场采购份额明显大于海外市场, 例如以前申洲对阿迪的销售有45%在中国市场。较高的国际品牌集中度下, 国际品牌在中国市场份额下降、叠加三年疫情对国内服装消费的冲击, 造成了申洲2022年中国市场收入占比从30%下降到25%, 对国内生产基地的产能利用率造成影响。2022年申洲在中国市场的销售额下降, 来自阿迪的收入也有下降。

图43: 中国市场头部运动品牌集中度变化



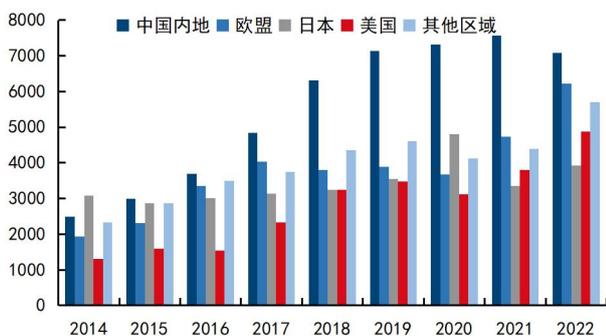
资料来源: 前瞻产业研究院、公司公告、国信证券经济研究所

图44: 2018-2023 年中国市场运动品牌季度增长比较



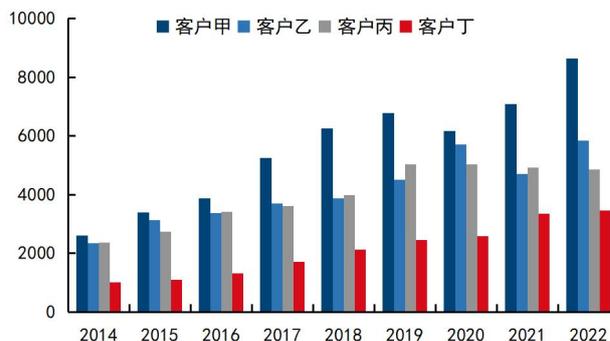
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图45: 申洲在中国市场销售金额下滑 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

图46: 申洲来自阿迪的收入有所下降 (百万元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所

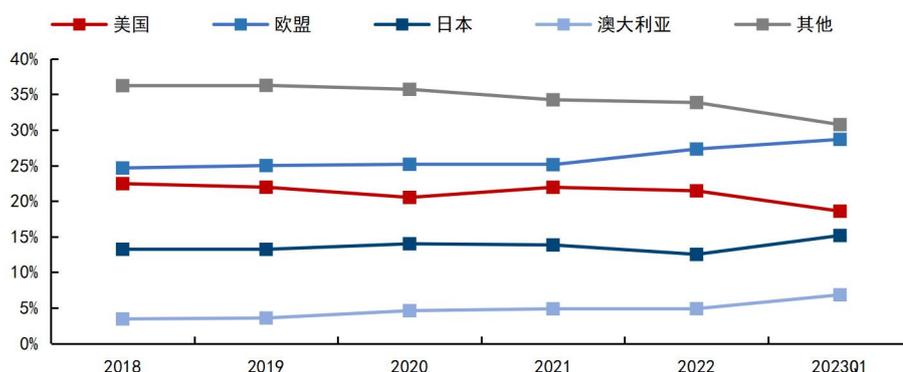
(二) 贸易壁垒加大: 近年美国从中国进口服装与纺织品的比重均明显减少

我们通过统计年度、月度的各国家和地区进出口服装、纺织品数据来洞察 2018 年至今贸易形势变化对中国纺织服装出口的影响。发现美国、欧盟、日本、澳大利亚是中国服装的前四大出口国家或地区, 其中日本、澳大利亚对中国纺织品和服装的进口基本没有限制。美国和欧盟近 2 年对中国服装进口比例都有较明显的减少, 但欧盟对中国进口设限力度目前仍然不大。

1、美国、欧盟、日本、澳大利亚是中国服装主要出口国家或地区

从中国服装主要出口地来看, 2018 年美国、欧盟、日本、澳大利亚分别占中国服装出口比例的 22%、25%、13%、3%, 2022 年这一比例变为 21%、27%、13%、5%, 2023Q1 这一比例为 19%、29%、15%、7%。

图47: 中国服装主要出口国的金额占中国服装出口总额的比例



资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理。计算公式=某国从中国进口服装的金额/世界各国和地区从中国进口服装的总金额

2、服装：美国从中国进口比重明显减少，欧盟、日本、澳大利亚在产业迁移趋势下小幅减少

我们用“某地从中国进口服装金额÷某地从全球进口服装的金额”来比较国家或地区对从中国进口服装的抵制程度，分别按年度和月度统计并做图。从年度数据可见，美国从中国进口服装的比重一路下滑，从2018年的33%下降至2022年的22%，再到2023Q1的18%，欧盟2018/2022/2023Q1从中国进口比重分别为32%/29%/25%，日本分别为60%/55%/50%，澳大利亚66%/62%/61%，考虑到2023Q1有中国农历春节假期，数据仅供参考。

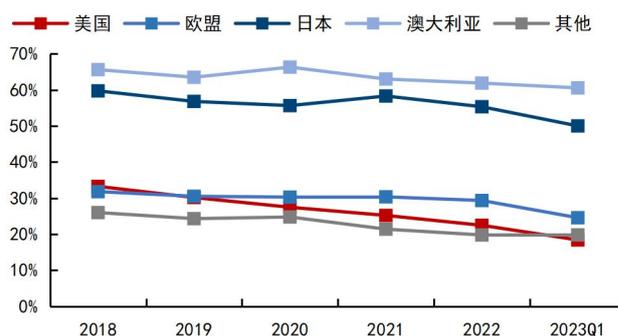
由此可见，由于美国对中国纺织服装进口设限且力度加大，因此从中国进口的比重明显减少，欧盟、日本、澳大利亚目前没有明确对中国进口设限，但是从中国进口的服装比例均小幅减少，也可能是因为劳动力成本提升导致下游加工产业外溢的自然趋势。

图48: 各国从中国进口服装的金额（亿美元，年度）



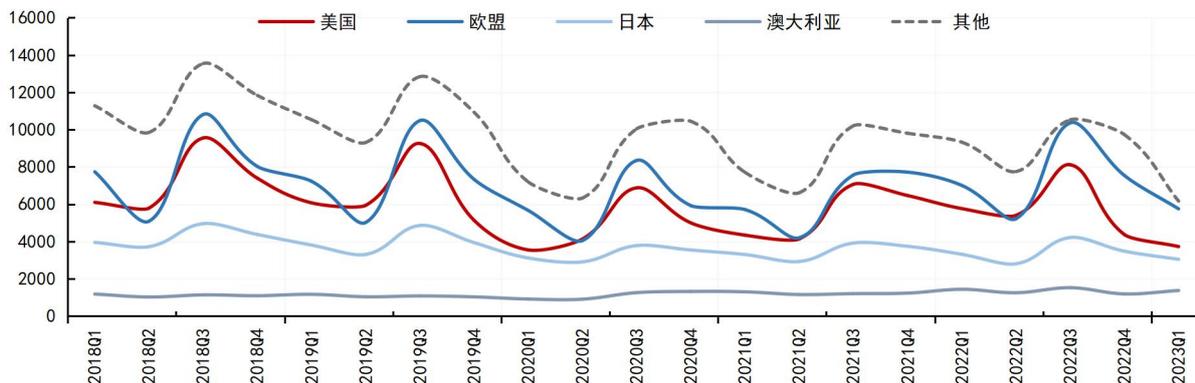
资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理

图49: 各国从中国进口服装占从全球进口服装比例（年度）



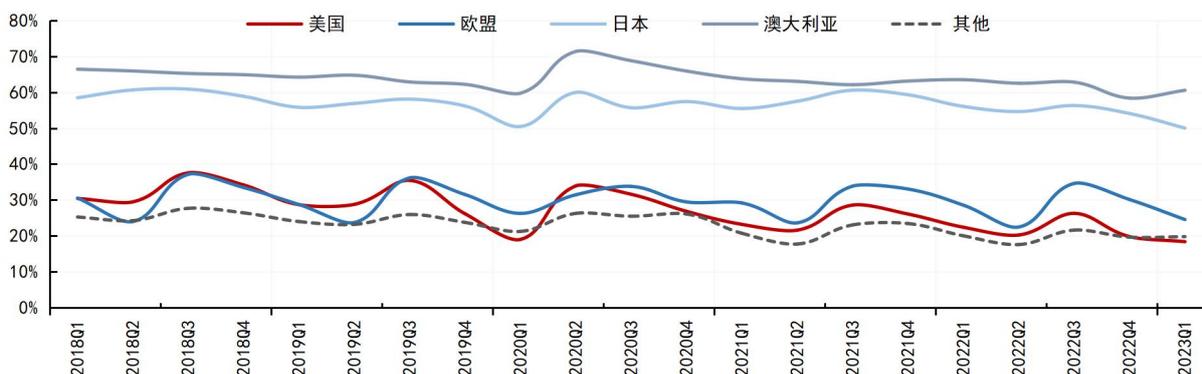
资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理; 备注: 1) 计算公式=某国从中国进口服装金额/某国从全球进口服装的金额; 2) Q1有中国春节假期影响, 一般单季占比会比全年偏低

图50: 主要国家从中国进口服装的金额（亿美元，季度）



资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理

图51: 主要国家从中国进口服装占它从全球进口服装比例（季度）

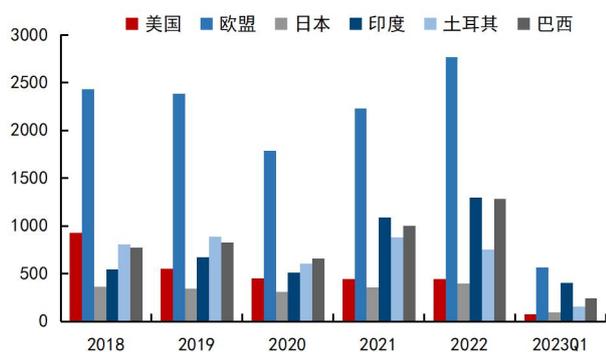


资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理; 计算公式=某国从中国进口服装金额/某国从全球进口服装的金额

3、纺织制品和原料：美国从中国进口比重下降明显，其他地区包括欧盟影响不显著

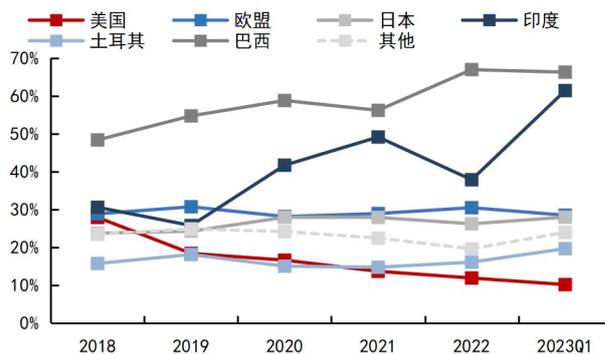
为了进一步研究是否是下游加工产业外溢导致各国进口中国服装比例小幅减少，我们选择纺织原料及制品（棉类+化纤类）主要进口国情况作为研究对象，发现2018-2023Q1 美国、欧盟、日本、印度、土耳其、巴西、其他从中国进口的比重分别变动-18、0、5、7、4、18、2pct至10%、28%、28%、37%、20%、66%、26%。由此可见，目前除了美国外，其他国家或地区（包括欧盟）还没有对中国纺织原料及制品进口实施明确限制。

图52: 各国从中国进口纺织制品的金额（亿美元，年度）



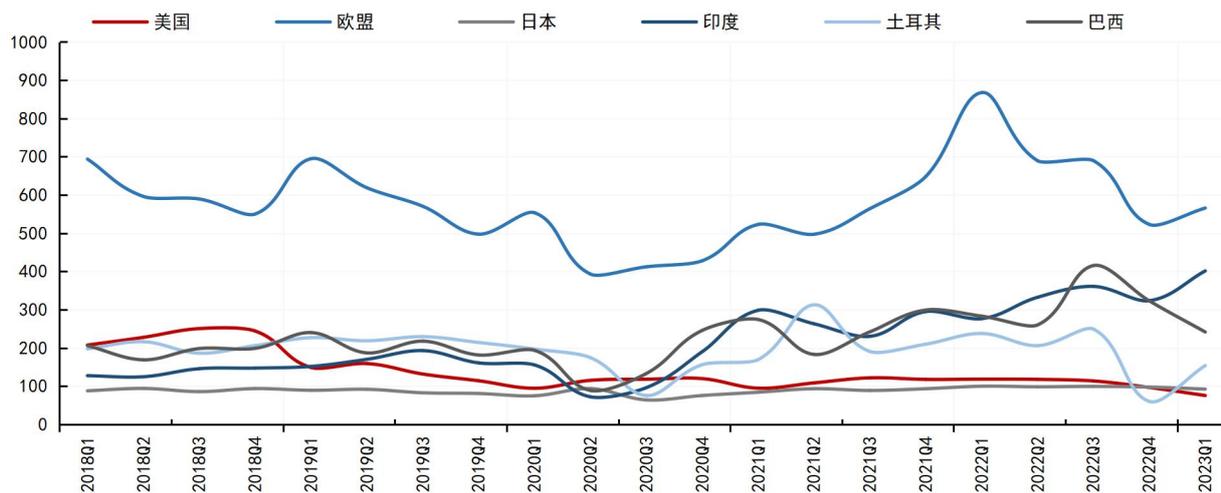
资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理; 备注: 纺织制品包括棉+化纤纺织原料及制品

图53: 各国从中国进口纺织制品占全球进口比例（年度）



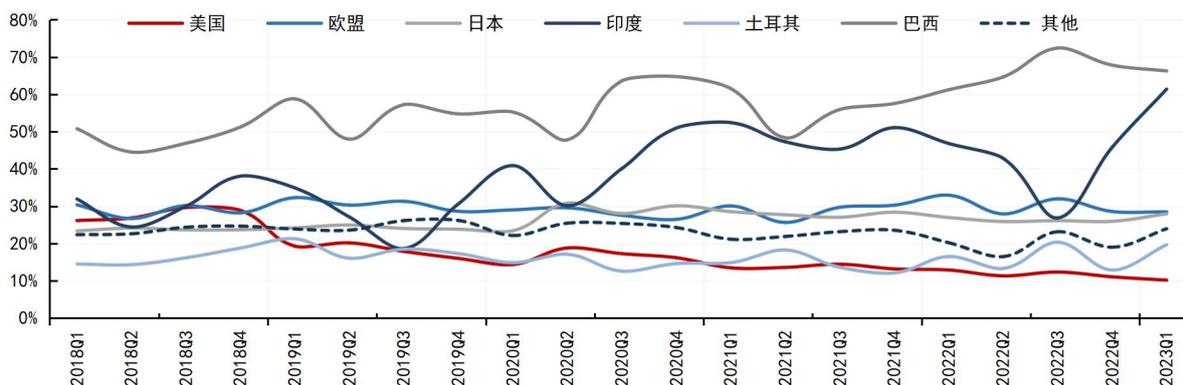
资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理; 计算公式=某国从中国进口纺织制品金额/某国从全球进口纺织制品金额

图54: 主要国家从中国进口纺织制品的金额（亿美元，季度）



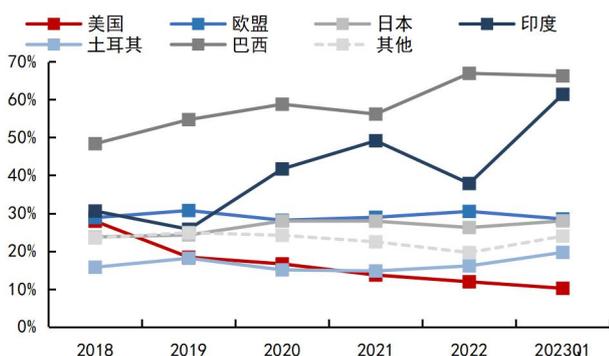
资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理;

图55: 主要国家从中国进口纺织制品占它从全球进口纺织制品比例 (季度)



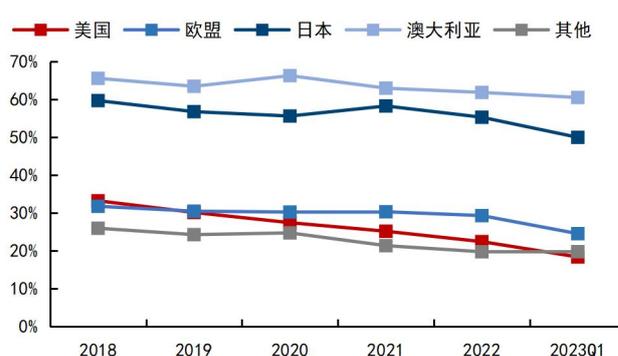
资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所整理;

图56: 大多国家从中国进口纺织原料制品比重不降反升



资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所; 计算公式=某国从中国进口纺织原料制品金额/某国从全球进口纺织原料制品金额

图57: 产业迁移趋势下, 主要国家从中国进口服装比重下降



资料来源: uncomtrade, 国信证券经济研究所; 备注: Q1 有中国春节假期影响, 一般单季占比会比全年偏低

解决方案: 客户突破, 产地调整, 供需平衡促进盈利能力回升

(一) 加深现有品牌合作: 国际品牌中国市场销售回暖, 阿迪达斯更换管理层有望突破份额瓶颈

1、2023 年以来耐克和阿迪达斯大中华区的销售表现回暖

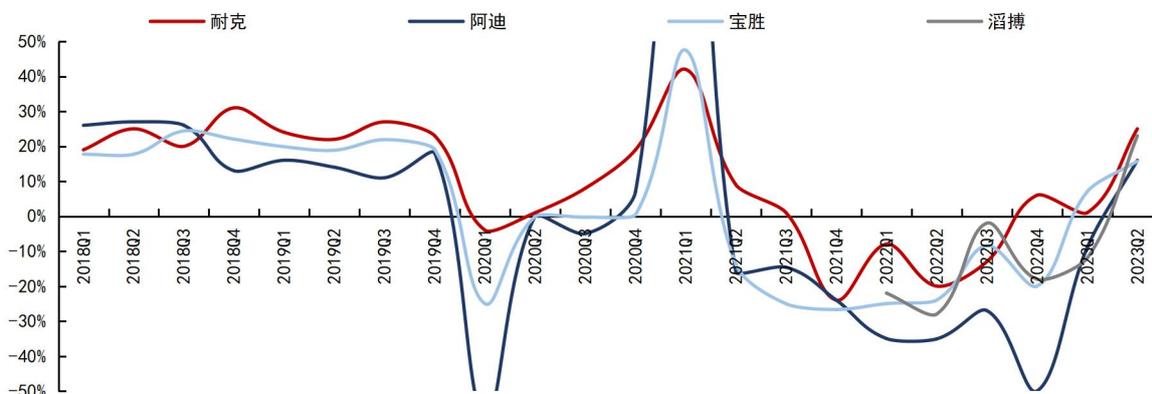
耐克和阿迪达斯在依次经历 2021 年新疆棉事件、2022 年国内疫情后, 大中华区销售表现承压、市场份额下降, 体现在品牌收入及经销商滔搏和宝胜零售收入的持续下滑。

2022 年四季度耐克首先出现拐点, 在行业下滑压力下当季收入增长 6%, 今年 Q1 和 Q2 分别增长 1%和 25%。Q2 阿迪、滔搏和宝胜分别增长 16%、23%、16%。

由于申洲在中国市场的供应份额较高, 国际品牌在中国的市场份额企稳回升有利

于申洲订单的回暖。

图58: 国际品牌大中华区季度收入及滔搏宝胜季度零售增长表现



资料来源: wind, 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

2、阿迪达斯新任 CEO 有望改善经营业绩、提升采购集中度

1) 2023 年阿迪新全球 CEO 上任, 有望改善阿迪业绩, 并提升头部供应商份额

阿迪达斯 2023 年新上任的全球 CEO 曾助力 PUMA 走出低谷。2023 年 1 月 1 日, Bjorn Gulden 担任阿迪达斯新 CEO, Bjorn Gulden 曾在 1992-1999 年担任阿迪达斯的服装和配饰部门高级副总裁。2013 年 Bjorn Gulden 担任 PUMA CEO, 2013 年前后正是 PUMA 业绩低谷期, 收入增长停滞、净利润大幅下滑。新 CEO 在上任后在 PUMA 推行一系列改革措施, 从打造品牌热度、提升产品引擎、提升渠道质量、精简优化人力组织和打造有竞争力的供应链四大方面入手, 计划将于前期 5 年修正基础问题, 后期产生实际成果。从实际情况来看, Bjorn Gulden 的改革举措取得显著成效, 2014-2022 年 PUMA 收入呈现加速增长趋势, 收入从 30 亿欧元增长至 85 亿欧元, 年复合增速 14%, 净利润明显改善。新 CEO 的上任有望为阿迪达斯业绩带来改善机遇。

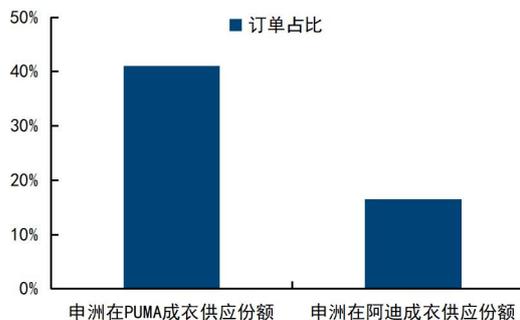
阿迪达斯新全球 CEO 上任后有希望加大供应商采购集中度。申洲国际是 PUMA 的第一大成衣供应商, 占其供应份额超过 40%, PUMA 对供应商集中份额的容忍度较高, 新 CEO Bjorn Gulden 上任阿迪达斯后也有希望对有竞争力的供应商加大采购的集中度, 目前申洲国际占阿迪成衣供应份额 16-17%, 未来有提升空间。

图59: Bjorn Gulden 助力 PUMA 收入在 2013 年后加速增长



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图60: 申洲在 PUMA 成衣供应份额超过 40%



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

2) 阿迪中国市场新负责人注重产品本土化创新, 同时多举措有望助力份额回升

2022年4月阿迪达斯任命萧家乐为中国市场董事总经理, 萧家乐曾担任阿迪达斯中国市场商业高级副总裁, 于2019年离职并加入都市丽人。在阿迪达斯“掌控全场”战略中, 大中华区被列为三大战略重点市场之一。萧家乐这次回归将适时调整中国市场运营策略, 包括更深入洞察中国消费者需求、加大数字化和新零售发展力度、与中国田径协会等展开合作, 有望带动品牌在中国市场份额回升。

同时阿迪达斯在中国市场另一大调整是加码“中国创造”在商品中的比例, 这些产品将来自于阿迪达斯中国设计中心的设计, 以及其与更多年轻的中国设计师、艺术家合作, 通过更多本土化创新来拉近与中国年轻消费者之间的距离。萧家乐指出, 未来2-3年, 中国创造的产品在阿迪达斯中国整体市场的占比将提升至1/3, 在现有的占比翻一番。我们认为, 在本土化产品创新这一目标下, 阿迪有望进一步与中国龙头供应商形成紧密合作。

(二) 拓展客户与面料种类: 新增本土运动品牌和 LULU 等成长性更好的新客户

1、成功进入 LULU 供应链, 瑜伽服赛道成长潜力大

近几年, 随着女子运动热潮兴起, Lululemon 成长迅速, 截至2022年, 瑜伽服品牌 Lululemon 全球收入5年复合增速达28%, 并且中国市场发展迅速, 截至最新季度4年复合增速67%。申洲看到瑜伽服饰赛道的成长机遇, 并逐步突破瑜伽服饰缝制和面料生产技术。疫情期间, 申洲东南亚工厂率先通过 Lululemon 验厂, 2022年开始出货第一年, 订单金额在4300万美金, 而2023年预期出货金额翻倍增长, 达到8000万美金, 迅速放量。在中国疫情防控放宽后, 申洲中国工厂区的验厂工作进行顺利, 预计2024年中国产能也将开始供应。

Lululemon 在截至2023年4月的供应商名单中, 按工厂人数占比算, Lululemon 前五大一级成衣供应商分别为维珍妮(占12.5%)、韩国 Youngone(占11.4%)、斯里兰卡 MAS(占7.6%)、中国台湾 Sabrina(占5.9%)、印度 Sintex(5.8%)。

申洲第一年进入 Lululemon 供应链, 按工厂人数估算排名17左右, 份额为2%。若按金额估算, Lululemon FY2022 的收入约81.1亿美金, 营业成本36.2亿美金, 假设其中80%是服装, 服装采购金额约28.9亿美金, 2022年申洲国际对 Lululemon 订单约4300万美金, 约占 Lululemon 采购金额的1.5%。2023年订单翻倍增长后, 预计在 Lululemon 的供应份额也明显提升。

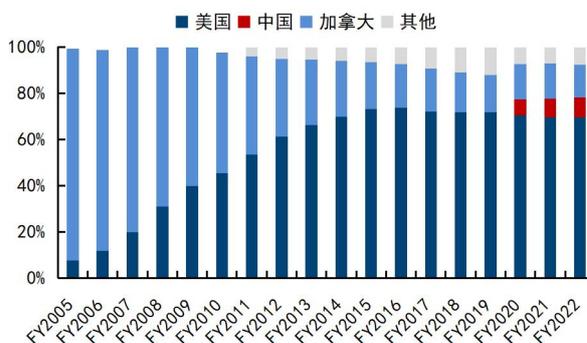
未来随着 Lululemon 的持续高速增长和申洲的份额突破, 有望逐步贡献明显的订单增量, 同时带动申洲功能性面料服饰品类的发展。

图61: Lululemon 收入增长情况



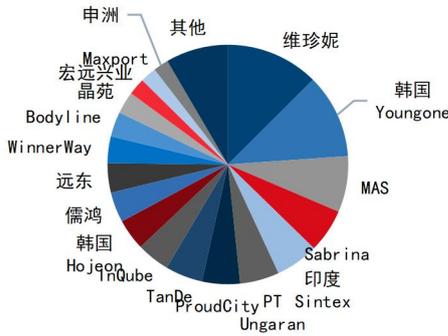
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图62: Lululemon 收入分地区占比



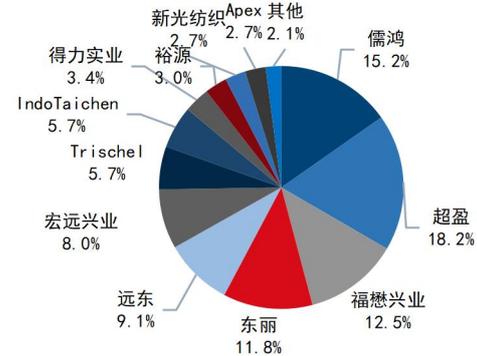
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

图63: Lululemon 成衣供应商 (2023年4月)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图64: Lululemon 面料供应商 (2023年4月)



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

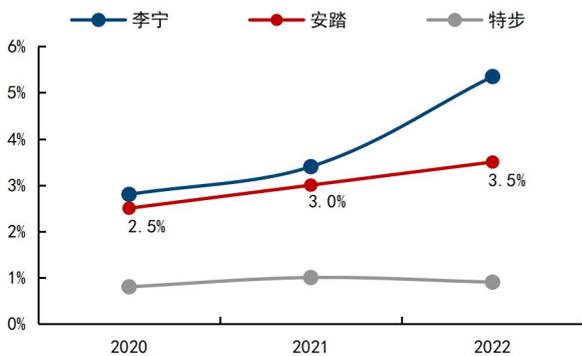
2、近年本土运动品牌李宁、安踏、特步订单成长迅速

近几年, 随着本土品牌的品牌力和产品力提升, 中国消费者对本土品牌认可度增加, 本土品牌规模迅速成长, 并且在中国市场份额提升, 申洲开始加大与李宁、安踏、特步品牌的合作力度。

2022 年李宁、安踏 (主品牌)、特步按申洲的收入比重分别约 5.4%/3.5%/1.1%, 申洲占李宁、安踏 (主品牌)、特步的实际服装采购份额分别 28-29%、9-10%、11%。订单成长迅速。

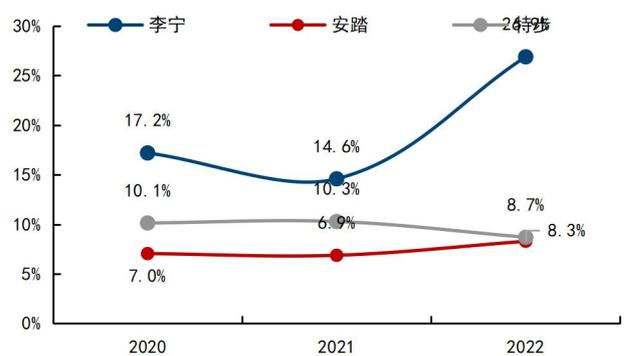
未来随着本土运动品牌的收入规模快速增长和供应链集中化趋势, 申洲有望持续受益。

图65: 李宁、安踏、特步占申洲收入比重



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图66: 申洲占李宁、安踏、特步服装采购金额比重估算



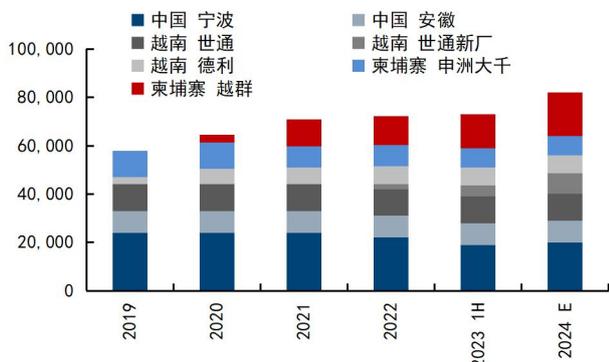
资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

(三) 调整产能结构: 开辟东南亚适宜产地, 提高海外产能占比

公司加快海内外的产能结构调整, 目前下游成衣海外产能已经超过国内产能。在近几年国内工厂人数有小幅自然流失的同时, 公司重点扩张海外工厂招聘, 目前在国内的成衣生产人数大约为 2.8 万人, 包括宁波约 1.9 万人和安徽 9 千人; 而在海外的成衣生产人数大约为 4.5 万人, 包括越南 2.3 万人和柬埔寨 2.2 万人。在人员结构变化和海外新厂不断爬坡提效的推动下, 海内外成衣产能占比从 2019 年的 70:30 到 2023 年上半年已经调整为 45:55, 未来理想情况下将调整到 35:65。国际品牌耐克、阿迪达斯

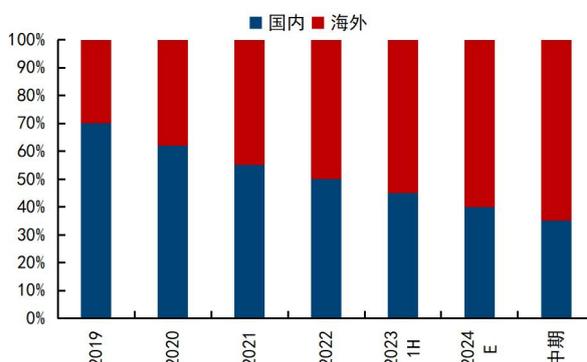
近年来在中国采购成衣的比例也缓慢下降，2022 年分别为 20%和 17%。

图 67: 申洲各成衣生产基地人数变化



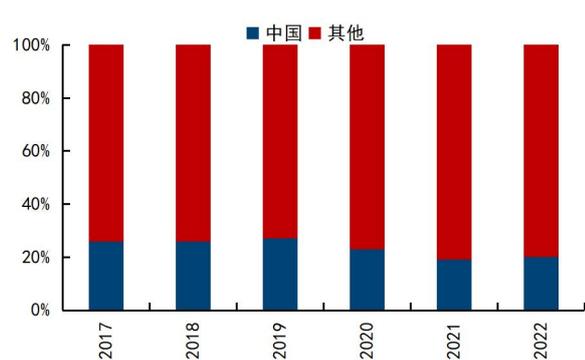
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 68: 申洲国内和海外成衣产能占比



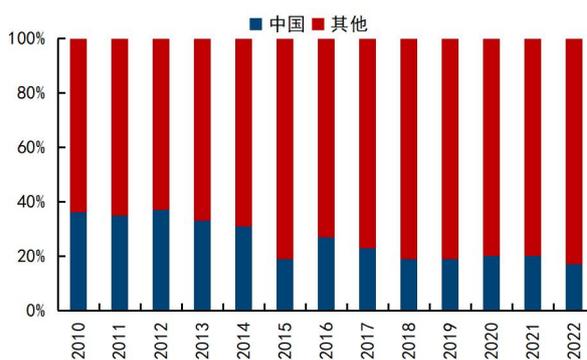
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 69: 耐克服装采购在中国和其他国家比例变化



资料来源: 耐克公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 70: 阿迪达斯服装采购在中国和其他国家比例变化



资料来源: 阿迪达斯公司公告, 国信证券经济研究所整理

越南生产基地情况: 上下游一体化布局, 德利面料厂构建海外上游生产重心, 世通成衣厂持续扩张。公司自 2013 年进入越南布局, 目前已有超过 3.2 万名员工。在海外多个纺织产业链国家中, 公司看中越南的优势主要包括: 基础设施环境相对较好, 能够满足面料生产要求; 贸易条件关税优惠, 政府鼓励外资投资并重视经济发展, 有着良好的营商环境; 劳动力素质较高, 许多员工可以流利地使用中文等。公司在越南的生产基地主要有两个厂区构成:

1、德利工厂: 位于越南西宁省, 于 2013 年 5 月奠基, 截至目前厂房总占地面积近 150 万平米, 总投资额达到 6 亿美元, 拥有织造、漂染、印花、整理、制衣等配套全生产流程。厂区分为面料厂和成衣厂两个主要部分, 面料厂约 9000 人, 日产面料约 400 吨, 占集团一半面料产能; 成衣厂总共 7500 人, 日产成衣约 20 万件。

德利工厂的优势包括: 1) 设备自动化、信息化水平高, 效率提升, 员工技能门槛降低; 2) 中方管理技术人员带队下, 生产工艺经验丰富, 大数据积累下能适配最优的品质和良率; 3) 环保处理, 降本增效, 中水回用设施在有限排污指标下能够提高面料产能上限; 4) 园区内上游纱线辅料企业同步布局, 而下游距离公司的世通成衣工厂 50 公里, 距离公司柬埔寨制衣工厂 210 公里, 能够实现面料快速交付运输。

2、世通工厂：位于越南胡志明市，于2014年动工，2015年投产，2018年达到1万员工和月产500万件的产能，目前总规模83万平方米，员工超过1.5万人，总投资3.6亿美金。厂区分为一期和二期，二期工厂于2020年开始建设，去年投产，目前是公司自动化水平最高的制衣车间。工厂服务的客户包括耐克、阿迪达斯、PUMA、优衣库，另外还有耐克的flyknit鞋面厂。

世通工厂的优势包括：1) 生产效率高，越南本地员工在中方干部的培训指导和自动化设施的辅助下能快速提高产出，并逐步实现研发和管理人才本地化；2) 福利待遇好，除了高于行业的工资以外，提供空调工厂、免费午餐、午休躺椅、员工宿舍，并且在疫情期间额外发放工资保障员工稳定性，是当地唯一有超过5000员工在“三就地”政策下开工的企业。

图71：越南工厂数字化看板



资料来源：公司调研拍摄，国信证券经济研究所整理

图72：越南工厂制衣车间



资料来源：公司调研拍摄，国信证券经济研究所整理

柬埔寨生产基地情况：申洲海外布局的桥头堡，大规模成衣新厂快速爬坡。公司在海外布局最早开始于2005年，在柬埔寨金边设立制衣工厂，后续持续扩张，目前已有接近2.2万名员工。公司看重柬埔寨的贸易政策优势和劳动力资源，与越南面料基地位置也较为接近。公司目前在柬埔寨主要有两个厂区：

1、申洲和大千工厂：位于柬埔寨金边市距离金边国际机场5公里的工业区，于2005年第一家工厂投产，后续逐步扩建，占地面积约27万平方米，截至目前有员工8000人，服务客户包括耐克、阿迪达斯、PUMA等。

申洲和大千工厂的优势包括：1) 运营成熟效率高，具有自动化程度较高的吊挂生产线，完整配套的仓储、裁剪、银华、绣花、水洗、车缝生产车间；2) 周边人口密集，工资待遇好，有免费午餐和空调工厂的福利条件利于招工。

2、越群工厂：位于柬埔寨金边经济特区第三期，距离金边国际机场14公里，占地面积58.7万平方米，计划投资额1.5亿美金，2021年投产，目前有员工14000名，服务的客户包括耐克、拉夫劳伦、Lululemon。

越群工厂的优势包括：1) 全新的设备和数字化系统，中方管理人员和老工厂员工迁入，带动新员工生产效率快速上升，缝纫车间有30%+的模板应用率，数字化进程达到50%；2) 与越南西宁省的面料工厂距离230公里，能够实现3天面料快速补货系统，未来随着柬埔寨和越南便捷的建设，原料运输时间可以缩短为2天；3) 完善的员工生活配套，厂区内有员工宿舍（带厨房），超市和银行，以及丰厚的员工福利，使得员工流失率仅为4%，招工容易。

图73: 柬埔寨工厂面料仓库



资料来源: 公司调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

图74: 柬埔寨工厂制衣车间



资料来源: 公司调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

（四）产能利用率回升：“双闭环”战略下供需平衡过程推演

目前申洲的国内产能利用率偏低，市场对公司中长期的成长和盈利能力有一定担忧，我们认为在“双闭环”战略下公司的供给分布会更合理，加上品牌客户的恢复和拓展，国内产能利用率不足的问题将得到长期解决。

2022-2023 年申洲国内产能利用率偏低的原因：1) 2022 年 1 月和 11 月因疫情导致的宁波厂区封控/有限开工，影响产出；2) 公司客户耐克、阿迪在中国区受到疫情消费冲击比海外更大；3) 国内疫情政策严格，中美贸易关系紧张，海外生产成本低，在海外产能有空余的情况下，客户倾向于向申洲海外工厂下单。

未来申洲中国产能利用率恢复的驱动力有：1) 内需消费复苏，内销占申洲收入比例回升，并且国际品牌去库完成后订单恢复；2) 国内市场开拓新客户，包括继续提高本土品牌比例，同时切入 Lululemon 中国市场供应，受益品牌在中国景气增长；3) 继续提高海外产能扩张，中国产能占比自然下降，形成中国产能对应内需和临近贸易友好市场，海外产能对海外市场为主的格局。

具体测算分析过程如下：

供给侧假设：2023 年年中，申洲产能国内外比例为 45:55，未来假设 2026 年达到理想产能结构，国内外产能 35:65，这样在国内产能满足内需市场约 30% 的供应后，仅 5% 的产能用于供应出口市场需求。从前面分析可知，目前美国从中国进口服装比例下降明显，而 2018-2023 年日本、欧盟、澳大利亚等国家或地区从中国进口服装比例仅小幅下降，一定程度反应了纺织终端加工产业本身在向东南亚迁移，并且目前日本、印度、土耳其、巴西等国直接从中国进口纺织品（棉+化纤原料及制品）比重不降反升，未来预计仍有较多对中国服装出口贸易友好的市场，完全可以满足申洲中国产能 5% 的出口比例。

需求侧检验：1) 内销市场占比回升到 30%，意味着 2026 年内销订单比 2020 年复合增速 8%，较为容易达成；2) 国产品牌占比达到 11%，意味着 2026 年国产品牌订单比 2023 年复合增速 14%，考虑到未来国产品牌的收入增长预期在中双位数，且申洲仍有一定份额提升空间，也较为容易达成；3) 内销国际品牌占比下降到 18%，意味着 2026 年年比 2020 年复合增速为 3%，较为容易达成，比 2023 增速看起来较高主要是因为短期去库导致 2023 年订单下降幅度远大于实际品牌销售表现；4) 供应中国 Lululemon 订单 2.3 亿元，即假设占申洲的 Lululemon 所有订单的 20%，所有订单金额为 11.6 亿元，大约为 2023 年订单金额未来 3 年实现 50%/20%/20% 的增长，从目前订单增速看也较容易实现。

表5: 申洲中国产能对应市场与客户测算

项目	2020		2023E		2026E		复合增速	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	2026/2023	2026/2020
单位: 亿元								
中国产能	142.8	62%	118.5	45%	138.3	35%	5%	-1%
-内销市场	73.2	32%	71.1	27%	118.5	30%	19%	8%
—国际品牌	59.4	26%	41.5	16%	72.7	18%	21%	3%
—国产品牌	13.8	6%	29.6	11%	43.5	11%	14%	21%
—Lululemon	0	0%	0	0%	2.3	1%		
-出口市场	69.6	30%	47.4	18%	19.8	5%	-25%	-19%
东南亚产能	87.5	38%	144.8	55%	256.8	65%	21%	20%
总产能	230.3	100%	263.3	100%	395.0	100%	14%	9%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理测算

(五) 订单回暖和新厂提效有望带动毛利率恢复

2015-2020年申洲在正常经营环境下的毛利率水平均在30%以上, 2021Q2-2022Q4开始毛利率波动较大, 主要影响因素包括: 疫情导致工厂封停、原材料价格大幅上涨、需求疲软产能利用率等, 叠加前期几年较高的资本开支影响。目前对毛利率有较大的影响因素有一部分已经解除, 产能利用率和新增产能效率仍有待改善:

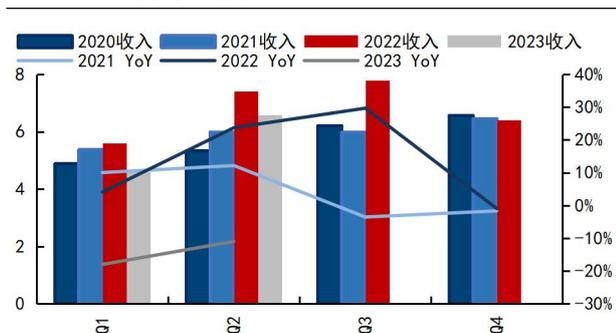
1) **原材料成本压力已经缓解。**原材料价格从2022年下半年开始至今回落到平稳较低的水平, 从内外棉价、化纤价格、辅料原材料价格均可看到回落后平稳的趋势。从实际效果看, 虽然2022Q4申洲产能利用率平均不及80% (低于Q3的90%左右), 但是毛利率环比Q3回升1.5pct至22.4%。

2) **疫情相关成本已经消除。**疫情期间工厂停工带来的生产节奏紊乱和额外防疫支出, 在海外与中国生产基地的防疫政策依次正常化后, 2023年这部分成本影响已完全消除。

3) **产能利用率正逐季改善。**下游品牌去库存砍单的影响在2022年Q4至今影响较大, 但公司订单正逐季改善, 2023年Q1/Q2收入下滑幅度分别为18%和11%, 有明显收窄, 在此带动下毛利率也从Q1的20%提升到Q2的24%。上半年公司海外产能达到95%以上利用率, 国内产能在80%左右, Q3及以后随订单回暖, 产能利用率和毛利率都有逐季持续改善的趋势。

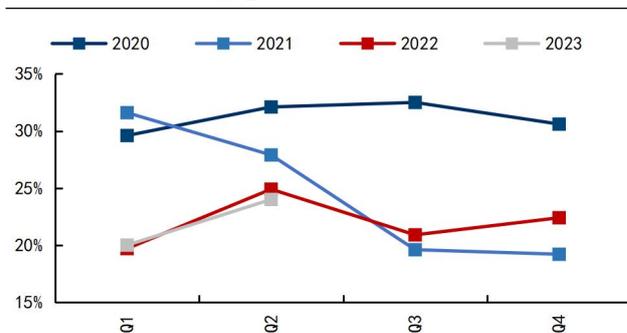
4) **海外新产能效率有提升空间。**疫情前公司需求旺盛, 新增产能提效速度符合预期, 基本未明显对总体毛利率产生明显拖累。疫情期间公司在海外投放了两处新厂, 分别是位于柬埔寨的越群工厂和越南世通二期, 由于疫情和订单的影响, 招工进度有所放缓, 目前两处新厂分别均有4000名员工的空缺, 员工生产效率也尚未达到理想水平。从今年下半年开始, 随订单回暖, 公司继续启动招聘, 未来海外产能效率提升将进一步改善毛利率水平。

图75: 申洲国际分季度收入



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图76: 申洲国际分季度毛利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图77: 近1年内外棉价格回归平稳较低水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图78: 近半年拉链纽扣原材料价格回归平稳较低水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

成本结构有一定刚性，产能利用率回升将推动毛利率反弹。疫情前公司在正常的经营环境下，以2019年的成本结构作为参考，原材料成本占比约49%，人工成本占33%，制造费用占18%。假设未来在不受原材料价格、新产能招聘进度等其他因素的影响下，只考虑产能利用率对不同成本的影响，我们根据不同类型成本对产能利用率的变化进行合理假设，可以看出产能利用率平均每恢复5个百分点，毛利率大约恢复1.6个百分点，其中从较低的产能利用率恢复时毛利率弹性更大。

图79: 公司毛利率敏感性测试

2019-2022年申洲单件成衣成本拆分 (单位: 元/件)					不同产能利用率下的毛利率敏感性测试							
分类	项目	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	产能利用率	75%	80%	85%	90%	95%	100%
原材料	纱线	10.6	10.5	11.9	13.2	纱线	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
	辅料	4.2	4.4	4.2	5.0	辅料	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2	4.2
	染料	2.5	2.9	2.9	3.2	染料	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
人工	人工	11.7	12.4	12.8	13.1	人工	13.6	13.1	12.7	12.3	12.0	11.7
	水电蒸汽	2.1	1.8	2.1	2.6	水电蒸汽	2.8	2.7	2.5	2.4	2.2	2.1
制造费用	折旧	1.8	1.8	1.8	2.3	折旧	2.4	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8
	其他	2.5	2.5	3.2	4.0	其他	3.3	3.1	2.9	2.7	2.6	2.5
单件总成本		35.3	36.4	38.9	43.3	单件总成本	39.4	38.4	37.5	36.7	36.0	35.3
件单价		51.1	52.9	51.4	55.5	件单价	51.1	51.1	51.1	51.1	51.1	51.1
单件毛利		15.7	16.5	12.5	12.2	单件毛利	11.7	12.7	13.6	14.4	15.1	15.7
毛利率		30.8%	31.2%	24.3%	22.0%	毛利率	22.8%	24.8%	26.6%	28.1%	29.5%	30.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所估算

注: 以2019年作为样本, 假设不同产能利用率下, 原材料成本全部为可变成本, 人工成本假设50%固薪和50%计件工资, 制造费用假设为全部为固定成本, 测算产能利用率与毛利率对应关系。

(六) 中长期空间: 品牌订单恢复叠加新客户驱动, 2024-2026年营收复合增速约15%

2023年由于品牌清理库存砍单, 我们预计公司订单金额下降, 而品牌终端零售保持增长, 相比之下有明显的落差。我们以品牌零售金额/3来推算品牌服装采购出厂价口径的订单金额, 用申洲的收入相比占客户的份额, 得到的结果在2023年有明显的下降, 主要是品牌在去库过程中, 实际采购和零售趋势相反导致的。

假设未来3年, 2024-2026年品牌采购逐步恢复正常, 申洲在品牌客户的份额逐步恢复过往高点, 甚至部分品牌如Adidas、优衣库、Lululemon、和本土运动品牌, 由于合作的加深, 份额突破前高, 总体假设未来3年申洲在客户的订单份额平均每年增加1.1个百分点。以此测算得到, 公司在以上8家客户的订单在未来

3年的复合增速在16.2%左右。由于这8家客户订单占公司收入90%以上，在剩余少数其他品牌订单趋势相近的情况下，公司的3年收入增速也可以达到15%左右。

图80: 公司在8家主要客户的订单份额中期成长空间估算

项目	品牌	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2023-2026 CAGR3
订单金额	Nike	18	26	34	39	53	63	68	62	71	86	76	86	100	113	14.3%
	Adidas	21	24	27	34	36	40	50	50	49	49	43	51	61	75	20.8%
	优衣库	24	23	31	34	37	39	45	57	47	58	63	72	81	89	12.2%
	PUMA	-	10	11	13	17	21	25	26	33	35	29	34	39	45	15.3%
	LULU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3	6	10	14	20	52.4%
	安踏	-	-	-	-	-	-	-	6	7	10	10	12	13	15	12.6%
	李宁	-	-	-	-	-	-	-	6	8	15	16	18	21	24	14.5%
	特步	-	-	-	-	-	-	-	2	2	3	3	3	4	4	19.6%
	合计	63	83	104	120	143	162	188	209	218	258	245	286	334	385	16.2%
占客户份额	Nike	6.7%	8.7%	10.9%	11.2%	14.3%	16.1%	16.1%	16.9%	16.8%	20.2%	17.0%	18.0%	19.0%	20.0%	1.0%
	Adidas	9.2%	10.1%	11.9%	12.3%	11.7%	11.9%	14.0%	16.2%	13.9%	14.1%	12.6%	14.1%	15.6%	17.1%	1.5%
	优衣库	10.9%	9.7%	12.4%	10.7%	10.8%	10.2%	10.8%	14.3%	11.6%	15.5%	14.0%	14.5%	15.0%	15.5%	0.5%
	PUMA	-	20.5%	24.0%	26.2%	31.0%	32.5%	32.3%	36.3%	38.4%	30.7%	32.7%	34.7%	36.7%	36.7%	2.0%
	LULU	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.8%	3.0%	4.5%	6.0%	7.5%	1.5%
	安踏	-	-	-	-	-	-	-	11.9%	11.2%	13.8%	13.4%	13.9%	14.4%	14.9%	0.5%
	李宁	-	-	-	-	-	-	-	13.7%	13.3%	23.9%	22.2%	22.7%	23.2%	23.7%	0.5%
	特步	-	-	-	-	-	-	-	5.0%	4.0%	4.0%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%	0.5%
	合计	7.5%	9.2%	11.1%	10.9%	11.9%	12.3%	12.8%	15.6%	14.1%	16.5%	14.4%	15.4%	16.4%	17.4%	1.0%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测；

备注：1、申洲占A品牌采购份额=申洲对A品牌服装销售收入÷(A品牌服装终端零售额÷3)；

2、品牌未来零售金额增速参考彭博一致预期。

申洲在海外市场份额提升空间更大，对标运动鞋代工龙头申洲行业份额仍较小。

申洲在全球运动服代工的市占率达到4.2%，过去保持提升趋势，2017-2022年提升1.3个百分点。但呈现国内外份额悬殊的差距，在国内份额虽然近2年受到国际品牌中国市场份额下降的影响，但仍然保持10%以上，在海外的份额仅3.5%，主要由于申洲过去在海外产能比例较低，我们认为随着申洲海外产能占比提升，海内外“双循环”的供应模式下，海外市场份额提升空间较大。

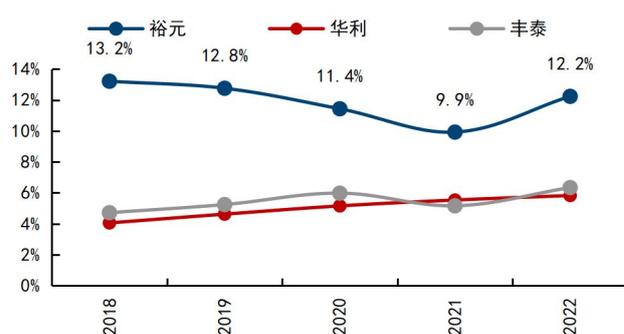
另外，从运动鞋代工格局看，裕元市占率达到12%-13%，丰泰和华利也在5%以上且仍有提升趋势，由此可见成衣代工龙头申洲在运动服市场份额仍远未达到天花板。

图81: 申洲在全球运动服代工市占率持续提升至4.2%



资料来源：公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

图82: 裕元在全球运动鞋代工市占率12%-13%



资料来源：各公司公告，wind，国信证券经济研究所整理

盈利预测：

1、收入：预计2023-2025年为263.3/303.7/347.6亿元，同比增长-5.3%/15.4%/14.4%。

2023年在品牌清理库存削减订单的背景下，预计公司的收入受订单量下降影响有所下滑，单价收益人民币汇率变动而有所增长，但下半年订单情况开始好转，全

年收入下滑幅度比上半年有明显改善，预计在-5%左右。

随着 2023 下半年到 2024 上半年品牌库存改善，订单逐步正常化，预计公司 2024 年收入迎来反弹，并且原材料价格平稳和客户结构变化下，美金单价也有所恢复，2025 年延续增长趋势。在 10%-15%的产能扩张节奏和产品客户结构变化带动的单价增长驱动下，预计公司在 2024-2025 年保持 15%左右的收入增长。

2、毛利率：预计 2023-2025 年为 24.30%/26.92%/27.75%，持续保持上升趋势。

2023 年公司受产能利用率偏低和新厂效率偏低影响，毛利率比疫情前 30%左右的水平有明显下降，而上下半年环比来看，由于下半年订单的逐步改善，毛利率有望环比上半年实现修复，预计全年在 24%左右。2024 年，随着订单逐步正常化，公司的毛利率有进一步回升的空间，同时新工厂员工人数增加和效率提升也有助于毛利率恢复，预计在 27%左右。2025 年，在全年都保持较为饱满的订单，和新工厂效率持续改善的背景下，毛利率预计将进一步小幅恢复，达到 28%左右的水平。

3、销售费用率、管理费用率、融资成本：预计销售费用率在 2023-2025 年均保持在 0.6%左右的水平，管理费用率从 6.9%下降到 6.7%，融资成本占比预计从 1.1%小幅下降 1.0%。

销售费用率方面，2023-2025 年，预计运费等影响销售费用率的因素均保持平稳，公司销售费用率也相对稳定；管理费用率方面，2023-2025 年，随着生产正常化和效率改善，预计保持小幅下降趋势；融资成本方面，2023-2025 年，预计公司净现金继续累增且利率稳中有降，占比预计保持小幅下降趋势。

4、其他收入：预计占收入比例在 2023-2025 年分别为 3.3%/2.3%/2.3%。

其他收入中主要包含政府补贴和利息收入，政府补贴预计未来 3 年相对平稳，利息收入在 2023 年由于利率较高有所增加，2024-2025 预计小幅回落，因此预计其他收入占收入的比例在未来 3 年有小幅回落。

5、其他收益净额：预计占收入的比例在 2023-2025 年为 0.8%/-0.2%/-0.2%。

其他收益净额主要受汇兑收益净额影响较大，2023 年由于人民币贬值带来的汇兑收益净额为正，而 2024-2025 年预计人民币小幅回升，带来小幅汇兑亏损。

6、所得税率：预计 2023-2025 年为 11.0%/12.0%/12.0%。

2023 年由于公司在国内的产能利用率相对较差，海外产能利用率较高，而海外子公司的所得税率较低，因此所得税率相比上年有所下降。2024-2025 年预计公司国内产能利用率也恢复到较好水平，带动公司整体所得税率小幅回升。

7、净利润：预计 2023-2025 年为 46/55/66 亿元，同比增长 1.5%/19.4%/19.1%。

表6: 公司盈利预测假设

项目	百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入	金额	22,665.3	23,030.7	23,845.0	27,815.1	26,328.2	30,374.2	34,760.8
	YoY	8.2%	1.6%	3.5%	16.6%	-5.3%	15.4%	14.4%
毛利	金额	6,876.021	7194.61	5789.65	6,125.849	6,397.761	8,175.519	9,646.274
	比率	30.3%	31.2%	24.3%	22.0%	24.3%	26.9%	27.8%
其他收入	金额	730.52	746.95	429.36	484.52	874.46	705.10	806.93
	比率	3.2%	3.2%	2.4%	1.7%	3.3%	2.3%	2.3%
销售费用	金额	-379.84	-148.68	-231.66	-204.25	-167.00	-192.67	-220.49
	比率	-1.7%	-0.6%	-1.0%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
管理费用	金额	-1,550.61	-1,638.76	-1,978.49	-1,954.48	-1,823.67	-2,043.18	-2,338.25
	比率	-6.8%	-7.1%	-8.3%	-7.0%	-6.9%	-6.7%	-6.7%
融资成本	金额	-89.18	-108.25	-144.04	-228.36	-294.54	-309.43	-354.12
	比率	-0.4%	-0.5%	-0.6%	-0.8%	-1.1%	-1.0%	-1.0%
其他收益净额	金额	-20.99	-539.71	-48.76	1,060.20	220.34	-49.54	-56.70
	比率	-0.1%	-2.3%	-0.8%	3.8%	0.8%	-0.2%	-0.2%
应占联营公司利润	金额	5.82	6.27	7.26	-21.40	-20.26	-23.37	-26.75
	比率	0.0%	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
税前利润	金额	5,571.74	5,512.43	3,823.31	5,262.07	5,187.08	6,262.43	7,456.89
	比率	24.6%	23.9%	16.0%	18.9%	19.7%	20.6%	21.5%
所得税	金额	-613.21	-429.78	-451.64	-698.91	-570.58	-751.49	-894.83
	实际税率	11.0%	7.8%	11.8%	13.3%	11.0%	12.0%	12.0%
净利润	金额	4,958.53	5,082.65	3,371.67	4,563.17	4,616.50	5,510.93	6,562.06
	少数股东损益	金额	-136.670	-24.090	-0.020	0.38	-13.16	-15.19
归母净利润	金额	5,095.20	5,106.74	3,371.69	4,562.78	4,629.66	5,526.12	6,579.44
	YoY	22.5%	22.2%	14.1%	16.4%	17.6%	18.2%	18.9%
		4.1%	0.2%	-34.0%	35.3%	1.5%	19.4%	19.1%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理预测

未来3年业绩预测

按上述假设条件, 预计公司未来3年收入263.3/303.7/347.6亿元, 同比增长-5.3%/15.4%/14.4%。; 净利润46/55/66亿元, 同比增长1.5%/19.4%/19.1%。

表7: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,845	27,815	26,328	30,374	34,761
(+/-%)	3.5%	16.6%	-5.3%	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	3372	4563	4630	5526	6579
(+/-%)	-34.0%	35.3%	1.5%	19.4%	19.1%
每股收益(元)	2.24	3.04	3.08	3.68	4.38
EBIT Margin	15.7%	18.8%	18.5%	20.2%	21.0%
净资产收益率(ROE)	12.2%	15.6%	14.5%	16.0%	17.3%
市盈率(PE)	30.0	22.1	21.8	18.3	15.4
EV/EBITDA	23.8	16.9	17.9	14.9	13.0
市净率(PB)	3.64	3.29	3.06	2.79	2.53

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司2023-2025年净利润分别为52.2/63.1/76.1亿元; 2) 中性假设下, 公司2023-2025年净利润分别为46.3/55.3/65.8亿元; 3) 悲观假设下, 公司2023-2025年净利润分别为40.6/47.9/56.3亿元。

表8: 情景分析 (乐观、中性、悲观)

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	23,964	28,353	26,477	30,953	35,870
(+/-%)	3.9%	18.3%	(4.8%)	16.9%	15.9%
净利润(百万元)	3,727	5,116	5,121	6,195	7,468
(+/-%)	-33.8%	37.3%	12.2%	21.0%	20.6%
摊薄 EPS	2.48	3.40	3.41	4.12	4.97
中性预测					
营业收入(百万元)	23,845	27,815	26,328	30,374	34,761
(+/-%)	3.5%	16.6%	(5.3%)	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	3,372	4,563	4,630	5,526	6,579
(+/-%)	-34.0%	35.3%	1.5%	19.4%	19.1%
摊薄 EPS(元)	2.24	3.04	3.08	3.68	4.38
悲观的预测					
营业收入(百万元)	23,726	27,281	26,180	29,800	33,674
(+/-%)	3.2%	15.0%	(5.9%)	13.8%	13.0%
净利润(百万元)	3,019	4,028	4,143	4,880	5,736
(+/-%)	-34.2%	33.4%	-9.2%	17.8%	17.6%
摊薄 EPS	2.01	2.68	2.76	3.25	3.82
总股本(百万股)	1,503	1,503	1,503	1,503	1,503

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

估值与投资建议: 合理估值 91.9-99.9 港元

公司股票合理估值区间在 91.9-99.9 港元, 维持“买入”评级。

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: 88.7-114.4 港元

未来盈利预测与估值假设条件见下表, 根据以下主要假设条件, 采用 FCFE 估值方法, 得出公司价值区间为 88.4-114.0 港元。

表9: 盈利预测假设

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E
营业收入增长率	3.54%	16.65%	-5.35%	15.37%	14.44%	13.64%	9.02%	8.64%	8.68%	8.35%	8.32%
营业成本/营业收入	24.28%	22.02%	24.30%	26.92%	27.75%	28.56%	29.01%	29.47%	29.89%	30.30%	30.73%
管理费用/营业收入	-8.30%	-7.03%	-6.93%	-6.73%	-6.73%	-6.73%	-6.73%	-6.73%	-6.73%	-6.73%	-6.73%
销售费用/销售收入	-0.97%	-0.73%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%	-0.63%
所得税税率	11.81%	13.28%	11.00%	12.00%	12.00%	11.76%	11.52%	11.29%	11.07%	11.07%	11.07%
股利分配比率	60.91%	56.19%	56.19%	56.19%	56.19%	60.00%	60.00%	60.00%	70.00%	70.00%	70.00%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

表10: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.00	T	11.00%
无风险利率	3.00%	Ka	8.50%
股票风险溢价	5.50%	有杠杆 Beta	110.13%
公司股价 (港元)	74.55	Ke	9.06%
发行在外股数 (百万)	1,503	E/(D+E)	89.13%
股票市值 (E, 百万元)	112,065	D/(D+E)	10.87%
债务总额 (D, 百万元)	12,754.2	WACC	8.31%
Kd	2.50%	永续增长率 (10年后)	2.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

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, 下表为敏感性分析。

表11: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

99.96		WACC 变化				
		6.31%	7.31%	8.31%	9.31%	10.31%
永续 增长 率变 化	0.50%	122.83	102.02	86.70	74.98	65.77
	1.00%	131.17	107.53	90.51	77.72	67.79
	1.50%	141.25	113.99	94.89	80.81	70.04
	2.00%	153.67	121.66	99.96	84.33	72.56
	2.50%	169.33	130.92	105.89	88.35	75.41
	3.00%	189.73	142.33	112.95	93.02	78.65
	3.50%	217.37	156.73	121.47	98.48	82.36

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

相对估值: 91.9-99.9 港元

(一) 申洲国际近 5 年动态 PE 中枢 32.0x

近 5 年申洲国际动态 PE 中枢在 32.0x, 均值上下 1 倍标准差的动态 PE 区间为 24.7x-39.3x。

图83: 申洲国际近 5 年 PE (TTM)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所

(二) 与其他运动品牌代工企业的财务指标、估值水平、增长预期对比分析

我们选择同属于运动品牌代工企业作为对标: 运动服代工企业儒鸿、聚阳实业, 运动鞋代工企业华利集团、丰泰企业、裕元集团。

1、运动服代工企业儒鸿、聚阳实业是行业内规模居于前列的上市公司，服务于头部运动和休闲品牌，包括耐克、露露乐檬、安德玛、优衣库等，与申洲国际客户有一定重叠；从财务指标分析，儒鸿、聚阳实业收入体量小于申洲国际，毛利率和净利率略低于申洲国际，而 ROE 比申洲国际略高，都属于行业内较好的水平；从未来业绩增长预期方面，儒鸿和申洲国际相近，聚阳实业比申洲国际略低，但在行业内也数据较好水平。

2、运动鞋代工企业华利集团、丰泰企业、裕元集团，是行业内规模居于前列的上市公司，服务于头部运动品牌，包括耐克、阿迪达斯、亚瑟士等，与申洲国际客户有一定重叠；从财务指标分析，三家运动鞋代工企业收入体量小于申洲国际，毛利率和净利率低于申洲国际，而 ROE 较高，其中华利集团和丰泰企业比较具有可比性，裕元集团的利润率水平较低，且上市公司体内包含品牌零售业务，不具有可比性。

因此，我们选取的可比公司为儒鸿、聚阳实业、华利集团、丰泰企业，4 家可比公司 2024 年盈利预测对应平均 PE 是 20.7x，平均 PEG 1.40。

考虑到 2023 年品牌去库砍单，导致申洲及可比公司业绩承压，当前估值处于低位，申洲目前 PE TTM 为 24.7x，而过去 5 年平均为 32.0x；另外，申洲在行业内财务表现和市场地位都较为突出，可比同行 2024 平均 PE 是 20.7x，PEG 1.40，申洲应当享有不低于行业平均水平的估值。综合以上因素，对应 PEG=1.3-1.4，给予申洲 2024 年 PE 23.2x-25.0x，合理估值区间为 91.9-99.9 港元。

表12: 可比运动品牌代工企业所处行业及公司指标对比

公司	主要产品和品牌客户	市场份额	总收入 (2022A)	收入 CAGR5 (2017-2022)	平均毛利率 (2017-2022)	平均净利率 (2017-2022)	平均 ROE (2017-2022)
申洲国际	运动服、休闲服；耐克、阿迪达斯、优衣库、PUMA 等。	4.9%	278.2	9.0%	28.5%	19.4%	18.7%
儒鸿	运动服、运动服面料；耐克、露露乐檬、安德玛等。	1.4%	92.2	11.6%	28.0%	15.0%	25.0%
聚阳实业	运动服、休闲服；GAP、优衣库等。	0.9%	73.6	8.4%	21.6%	8.0%	20.3%
华利集团	运动鞋；耐克、VF 集团、Deckers、PUMA、安德玛等。	5.8%	205.7	15.5%	24.8%	13.4%	27.5%
丰泰企业	运动鞋；耐克等。	6.3%	222.5	11.5%	23.8%	8.7%	33.7%
裕元集团	运动鞋；阿迪达斯、耐克、亚瑟士等。	12.2%	418.0	0.3%	17.9%	/	/

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所；注：1、市场份额：申洲、儒鸿、聚阳统计运动服收入占运动服饰代工行业份额，华利、丰泰、裕元统计运动鞋收入占运动鞋代工行业份额；2、裕元集团财务指标仅统计制造业务。

表13: 可比运动品牌代工公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 人民币	EPS				PE				CAGR 2023~2025	PEG 2023人民币亿元	总市值
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
2313.HK	申洲国际	买入	71.8	3.04	3.08	3.68	4.38	23.6	23.3	19.5	16.4	19.2%	1.21	1059.0
可比公司														
300979.SZ	华利集团	买入	51.7	2.77	2.69	3.18	3.74	18.6	19.2	16.2	13.8	17.9%	1.07	602.8
9910.TW	丰泰企业	无评级	43.2	2.21	1.30	1.95	2.19	19.5	33.2	22.1	19.7	29.6%	1.12	400.6
1476.TW	儒鸿	无评级	128.1	0.00	4.34	5.42	6.26	20.4	29.5	23.6	20.5	20.0%	1.47	329.9
1477.TW	聚阳实业	无评级	86.77	3.50	3.69	4.14	4.70	24.8	23.5	20.9	18.5	12.8%	1.84	197.0
平均值								20.8	26.3	20.7	18.1		1.40	

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所预测；备注：无评级公司的盈利预测来自彭博一致预期

投资建议：订单拐点带来近期盈利弹性，需求拓展和海外产能扩张打开长期空间

短期看，公司订单拐点已现，下半年至明年产能利用率恢复将带来较大利润弹性。从中长期看，海外产能持续拓张、新客户和新品类将带来业绩增量。我们维持盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 46/55/66 亿元，同比增长 1.5%/19.4%/19.1%，我们看好公司盈利质量和未来增长空间，维持公司合理估值区间 91.9-99.9 港元，估值对应 2024 年 PE 23.2x-25.0x，维持“买入”评级。

表14: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	23,845	27,815	26,328	30,374	34,761
(+/-%)	3.5%	16.6%	-5.3%	15.4%	14.4%
净利润(百万元)	3372	4563	4630	5526	6579
(+/-%)	-34.0%	35.3%	1.5%	19.4%	19.1%
每股收益(元)	2.24	3.04	3.08	3.68	4.38
EBIT Margin	15.7%	18.8%	18.5%	20.2%	21.0%
净资产收益率(ROE)	12.2%	15.6%	14.6%	16.1%	17.5%
市盈率(PE)	32.0	23.6	23.3	19.5	16.4
EV/EBITDA	25.2	17.9	19.0	15.8	13.8
市净率(PB)	3.88	3.51	3.29	3.02	2.75

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

风险提示

估值的风险

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观,从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

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 91.9-99.9 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 3.0%、风险溢价 5.5%,WACC 为 8.31%,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 2.0%,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 2024 年平均动态 PE 做为相对估值的参考,同时考虑公司增发的因素、公司成长性,对行业平均动态 PE 进行修正,最终给予公司 23.2x-25.0x 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

- ◆ 我们假设公司未来 3 年收入变动-5%/+15%/+14%,可能存在对公司销量和价格增长预计偏乐观、进而高估未来 3 年收入的风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年毛利率分别为 24.3%/26.9%/27.8%,可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估风险。
- ◆ 我们预计公司未来 3 年归母净利润增长 2%/19%/19%,可能存在费用低估,从而导致对公司未来 3 年业绩预测值高于实际值。

具体来看,可能存在的风险有:

1、海外经济衰退导致供应商订单受影响的风险。2022 年以来美国和欧洲出现高通胀,为抑制高通胀、防止经济过热,美联储采取较激进的加息政策,与此同时随着美国居民超额储蓄的消耗,消费力可能会出现下降。因此即使目前海外经济表现仍然较好,但不排除后续有衰退的风险。如果美国和欧洲出现经济衰退,则会影响到国际品牌的销售表现,从而影响供应商订单和业绩。

2、品牌去库不及预期导致供应商订单恢复不及预期风险。2021 年下半年疫情导致供应商停产、海运阻塞,恰逢欧美疫情管控放开、消费需求回暖,导致品牌和零售商处于缺货状态。2022 年,品牌给供应商超额下订单,但叠加海运延时、消费增长缓慢的问题,终端库存高企。2022 年底到 2023 年品牌去库存,削减供应商订单后,目前主要国际品牌去库存进展向好,但如果因终端消费不景气或其他外部因素导致库存去化不及预期,则会影响到供应商订单恢复的进展和程度。

3、贸易战、地缘政治冲突加剧风险。目前国际形势不稳定,中美关系走向

存在不确定性。虽然根据我们报告的分析预测，申洲将在 2026 年左右实现国内：海外产能比重=35:65，届时国内产能出口比例仅占集团产能 5%左右。但如果未来地缘政治冲突进一步加剧，贸易战愈发激烈，更多海外国家参与抵制中国出口，则可能会影响这部分国内产能的顺利出口。

4、 产能扩张不及预期风险。公司未来将在东南亚继续进行产能扩张，如果该地区经营环境不稳定或招工进度受阻，可能导致公司的产能扩张不及预期，从而影响公司收入增长预期。

5、 原材料成本大幅波动风险。公司一般情况下会将原材料价格波动向客户传导，但由于产品定价和实际交货时间存在 2-3 个月的时差，公司历史上少数年份遇到原材料价格大幅波动时，毛利率会受到较大影响。如未来市场发生原材料价格大幅波动的情况，则有可能对公司经营业绩造成较大影响。

6、 资本市场系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	8227	6688	7369	9435	11396	营业收入	23031	23845	27815	26328	30374
应收款项	3502	5005	4738	5466	6255	营业成本	18055	21689	19930	22199	25115
存货净额	6636	6261	5753	6408	7250	营业税金及附加	0	0	0	0	0
其他流动资产	8556	8304	6146	5898	34703	销售费用	232	204	167	193	220
流动资产合计	26509	26165	27455	30798	34703	管理费用	1978	1954	1824	2043	2338
固定资产	11130	11594	11898	11594	11353	财务费用	80	50	337	146	167
无形资产及其他	110	125	122	120	117	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	0	0	0	0	0
长期股权投资	4382	5610	5794	6004	6240	其他收入	381	1545	1095	656	750
资产总计	42132	43493	45269	48516	52414	营业利润	3736	5234	4870	6140	7316
短期借款及交易性金融负债	10212	7198	7198	7198	7198	营业外净收支	7	(21)	(20)	(23)	(27)
应付款项	1387	932	856	953	1079	利润总额	3823	5262	5187	6262	7457
其他流动负债	1934	2130	2049	2084	2170	所得税费用	452	699	571	751	895
流动负债合计	13532	10259	10103	10235	10446	少数股东损益	(0)	0	(13)	(15)	(17)
长期借款及应付债券	377	2000	2000	2000	2000	归属于母公司净利润	3372	4563	4630	5526	6579
其他长期负债	440	468	652	841	1054						
长期负债合计	816	2468	2652	2841	3054	现金流量表(百万元)	2021	2022	2023	2024	2025
负债合计	14349	12727	12754	13076	13500	净利润	3372	4563	4630	5526	6579
少数股东权益	12	13	13	13	13	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	27771	30753	32819	35744	39218	折旧摊销	1055	1510	1478	1495	1441
负债和股东权益总计	42132	43493	45586	48833	52731	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
						财务费用	80	50	337	146	167
关键财务与估值指标	2021	2022	2023	2024	2025	营运资本变动	(966)	(1432)	700	(1285)	(1506)
每股收益	2.24	3.04	3.08	3.68	4.38	其它	53	961	(412)	(110)	(68)
每股红利	1.37	1.71	1.73	2.07	2.46	经营活动现金流	3594	5651	6733	5772	6614
每股净资产	18.47	20.46	21.83	23.78	26.09	资本开支	(2188)	(2188)	(2000)	(1400)	(1400)
ROIC	9%	12%	11%	12%	14%	其它投资现金流	(4222)	300	300	300	300
ROE	12%	16%	15%	16%	18%	投资活动现金流	(6410)	(1888)	(1700)	(1100)	(1100)
毛利率	24%	22%	24%	27%	28%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	16%	19%	18%	20%	21%	负债净变化	4132	(1344)	0	0	0
EBITDA Margin	20%	24%	24%	25%	25%	支付股利、利息	(2631)	(2054)	(2564)	(2601)	(3105)
收入增长	4%	17%	-5%	15%	14%	其它融资现金流	(182)	(44)	(87)	(110)	(135)
净利润增长率	-34%	35%	1%	19%	19%	融资活动现金流	1320	(3442)	(2651)	(2711)	(3240)
资产负债率	34%	29%	28%	27%	26%	现金净变动	(1496)	321	2383	1961	2274
息率	1.9%	2.4%	2.4%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	8227	6731	7052	9435	11396
P/E	32.0	23.6	23.3	19.5	16.4	货币资金的期末余额	6731	7052	9435	11396	13670
P/B	3.9	3.5	3.3	3.0	2.8	企业自由现金流	1406	3463	4733	4372	5214
EV/EBITDA	25.2	17.9	19.0	15.8	13.8	权益自由现金流	5458	2115	5033	4501	5361

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司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，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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所提及的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。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。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 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 层
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