

针织制造全球领航者，卓越品质铸就行业标杆

2024 年 12 月 27 日

► **申洲国际：针织制造全球领航者，卓越品质铸就行业标杆。**申洲国际于 1990 年 3 月在浙江宁波成立以来，历经三十余载，已成为全球最大的纵向一体化针织制造商之一，主要生产针织运动类用品、休闲服装及内衣服装。2023 年，实现营业收入 249.70 亿元，同比-10.12%，归母净利润 45.57 亿元，同比-0.12%。2023 年，NIKE、ADIDAS、UNIQLO 及 PUMA 四大客户，占集团年收入的 79.6%。

► **行业趋势：品牌端集中度提升，供应商向头部聚拢。**1) 纺织制造行业历经四次产业链转移。2) 成衣制造长坡厚雪，市场规模空间可观。2009-2023 年，全球鞋服市场规模由 1.44 万亿美元增长至 1.82 万亿美元，CAGR 为 1.7%。3) 运动鞋服马太效应显著，供应商头部集中提升为发展趋势。2023 年，全球运动鞋服前五大品牌为 Nike、Adidas、Puma、Skechers 以及 Lululemon，其中 Nike 市场份额最高，达到 15.8%，Adidas 其次达 8.2%。头部品牌供应商数量精简化、集中化为行业发展趋势。4) 成衣制造行业集中度较低，仍有较大提升空间。国内主要纺织服饰制造企业在全球市场占有率水平均较低，随着运动品牌市场呈现出强者愈强的态势，头部运动品牌凭借强大的品牌影响力、广泛的市场渠道、持续的产品创新等优势，有望不断扩大市场份额。

► **强创新研发+一体化布局+先发性全球化布局，稳坐行业龙头。**1) 自主研发及创新能力强，产品技术壁垒高。核心管理团队在纺织业深耕多年，经验丰富，研发人员具有较强开发设计能力；面料开发能力强，新产品的自主研发能力突出；积极探索各类新技术，新材料及新工艺应用，进行新产品开发和精益生产；打造成衣数字化与自动化，建立创新中心，加大科技研发投入。2) 纵向一体化布局，保质保量生产交付。选用高质量发展的原料供应商，把控源头质量；建立供应商管理平台，与供应商伙伴共同创造企业物联网环境；纵向一体化模式有效缩短生产和交货周期，备受品牌商青睐；通过纵向一体化布局模式，公司在成本把控上优于同业。3) 前瞻性布局头部品牌，合作稳定且深入。公司从为母婴服饰代工树立中高端定位，以此为契机打开日本休闲服饰市场，获得品牌优质订单，在行业红利期前瞻性布局抓住运动服饰增长势头，和头部运动品牌达成深度合作。

► **未来看点：短期看合作品牌驱动，中长期看市场份额提升及订单拓展。**1) 短期看点：核心客户驱动收入高增。2) 中长期看点：行业集中度提升趋势下，公司份额有望提升。头部品牌与供应商形成稳定的合作关系，核心供应商市场份额更加集中。据我们测算，公司在大客户内部份额整体呈现持续提升，随着行业供应商集中度上行，我们预计公司市场份额仍有提升空间。此外，公司综合竞争力较强，持续进行多样化新品牌合作，进一步带动公司向上。在新品牌客户方面，申洲国际已经成功接手了多个知名品牌的订单，例如安踏子品牌斐乐 (FILA) 的订单、与新客户如 POLO (RALPH LAUREN)、Lululemon、Lacoste (法国鳄鱼) 等建立合作关系，随新合作客户愈加深入，订单的增长性长期看好。

► **投资建议：**公司作为针织制造全球领航者，凭借强创新研发+一体化布局+先发性全球化布局，稳居龙头地位，且具备向上增长动能。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 57.01、65.30、74.10 亿元，分别同比+25.1%、+14.5%、+13.5%，12 月 26 日收盘价对应 PE 分别为 15x、13x、12x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**国际贸易风险、劳动力成本上升风险、终端需求不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万人民币	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,970	27,980	31,172	34,399
增长率 (%)	-10.1	12.1	11.4	10.4
归母净利润	4,557	5,701	6,530	7,410
增长率 (%)	-0.1	25.1	14.5	13.5
EPS	3.03	3.79	4.34	4.93
P/E	19	15	13	12
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：收盘价对应 2024 年 12 月 26 日，1HKD=0.94RMB，财年与自然年一致）

推荐

首次评级

当前价格：

60.60 港元

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

目录

1 申洲国际：针织制造全球领航者，卓越品质铸就行业标杆	3
1.1 公司简介：从本土崛起到全球布局的蜕变之旅	3
1.2 历史复盘：历经三大阶段，紧跟行业发展趋势	5
1.3 财务状况：收入稳健增长，盈利能力富有弹性	6
1.4 股权结构：家族制企业，股权结构稳定	9
2 行业趋势：品牌端集中度提升，供应商向头部聚拢	11
2.1 历史复盘：纺织制造行业历经四次产业链转移	11
2.2 运动成衣制造长坡厚雪，市场规模空间可观	13
2.3 运动鞋服马太效应显著，供应商头部集中	15
2.4 成衣制造行业集中度较低，仍有较大可提升空间	16
3 强创新研发+一体化布局+先发全球布局，稳坐行业龙头	18
3.1 自主研发及创新能力强，产品技术壁垒高	18
3.2 纵向一体化布局，保质保量生产交付	19
3.3 前瞻性布局头部品牌，合作稳定且深入	21
4 未来看点：短期看合作品牌驱动，中长期看市场份额提升及订单拓展	23
4.1 短期看点：核心客户驱动收入高增	23
4.2 中长期看点：行业集中度提升趋势，公司份额有望提升	24
5 盈利预测与投资建议	26
5.1 盈利预测假设与业务拆分	26
5.2 估值分析	27
5.3 投资建议	28
6 风险提示	29
插图目录	31
表格目录	31

1 申洲国际：针织制造全球领航者，卓越品质铸就行 业标杆

1.1 公司简介：从本土崛起到全球布局的蜕变之旅

申洲国际于 1990 年 3 月在浙江宁波成立以来，历经三十余载，已成为全球最大的纵向一体化针织制造商之一，主要生产针织运动用品、休闲服装及内衣服装。公司在多个时期实现了快速增长：1997 年凭借“20 天内交付 35 万件针织衫”，成功进入了优衣库的供应链体系；2005 年，公司在港交所上市；2006 年，申洲通过了 NIKE 和 ADIDAS 的验厂，并开始为这些品牌提供一站式代工服务。此后，公司运动服饰的收入占比逐年提升，至 2012 年已占比过半；2013 年至今，公司前瞻性在东南亚布局，在越南投产多个面料和成衣工厂。近年来，公司营业收入保持稳定增长，2019-2023 年，营收由 226.65 亿元增至 249.70 亿元，期间 CAGR 为 1.96%。因零售商去库存影响与海外市场需求疲软，2023 年实现营业收入 249.70 亿元，同比-10.12%，归母净利润 45.57 亿元，同比-0.12%。

表1：2019-2024H1 公司营业收入与归母净利润及同比增速

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	226.65	230.31	238.45	277.81	249.70	129.76
yoy	8.19%	1.61%	3.54%	16.51%	-10.12%	12.23%
归母净利润	50.95	51.07	33.72	45.63	45.57	29.31
yoy	12.22%	0.23%	-33.98%	35.33%	-0.12%	37.80%

资料来源：iFinD，民生证券研究院

运动服饰引领增长，多元化战略稳固市场地位。1) **分产品看：**运动类服装业务是公司营收增长的主要驱动力，从 2019 年的 163.22 亿元增长至 2023 年的 180.32 亿元。2) **分地区看，**集团主要客户遍布欧洲、美国、日本等地区，实现业务布局的多元化。2019 年到 2023 年，欧洲市场的营业收入呈现波动趋势，但有所增长，从 38.90 亿元增至 50.27 亿元，占总营业收入的比例由 2019 年的 17.16% 增至 2023 年的 20.13%。

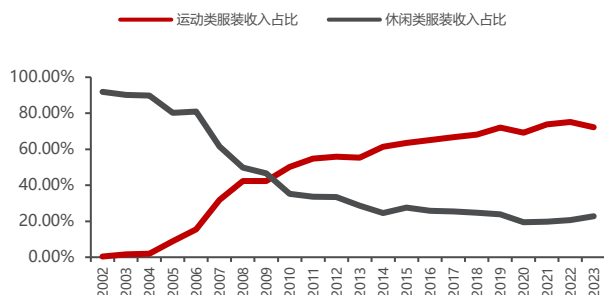
表2：2019 -2024H1 年公司营业收入拆分

单位：亿元	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	226.65	230.31	238.45	277.81	249.70	129.76
yoy	8.19%	1.61%	3.54%	16.51%	-10.12%	12.23%
按产品分类						
运动类服装	163.22	159.41	176.12	208.70	180.32	92.13
占比 (%)	72.01	69.22	73.86	75.12	72.21	71.00
休闲类服装	53.88	44.81	47.21	57.52	56.73	27.61
占比 (%)	23.77	19.46	19.80	20.70	22.72	21.28
内衣类服装	8.03	10.33	10.40	8.19	10.67	9.03
占比 (%)	3.54	4.49	4.36	2.95	4.27	6.96
其他针织品	1.53	15.76	4.72	3.41	1.99	1.00
占比 (%)	0.68	6.84	1.98	1.23	0.80	0.77
按地区分类						
欧洲	38.90	36.79	47.33	62.15	50.27	25.27
占比 (%)	17.16	15.97	19.85	22.37	20.13	19.47
美国	34.75	31.15	38.05	48.73	38.80	18.81
占比 (%)	15.33	13.53	15.96	17.54	15.54	19.50
日本	35.43	47.96	33.47	39.26	36.76	21.16
占比 (%)	15.63	20.82	14.04	14.13	14.72	16.31
其他国家	46.14	41.18	43.92	56.93	52.63	27.28
占比 (%)	20.36	17.88	18.42	20.49	21.08	21.02
中国内地	71.43	73.23	75.68	70.74	71.24	37.24
占比 (%)	31.51	31.80	31.74	25.46	28.53	28.70

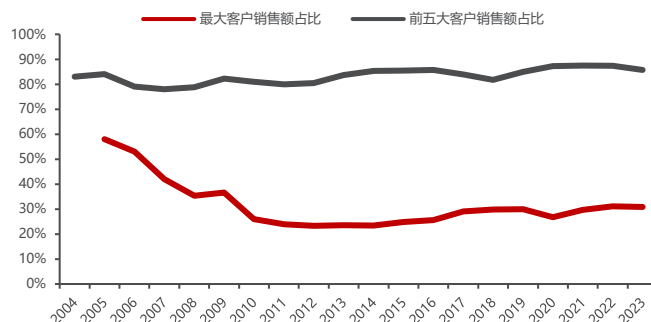
资料来源：公司公告，民生证券研究院

申洲国际的客户结构经历以休闲服饰品牌为主到运动服饰品牌占比快速提升。

2005-2010 年，集团在稳固发展以 UNIQLO 为代表的日本客户的基础上，与 ADIDAS、NIKE、PUMA 等知名运动品牌客户的关系持续取得进展。2005 年，这些客户开始增大规模订单，呈现快速增长的趋势。2006 年，集团获得 ADIDAS、NIKE、PUMA 三家客户的面料与成衣检测许可，专用厂房相继投入运行。该阶段，运动类服装收入占比逐年上升，但仍未超过休闲类服装占比。2011-2023 年，集团运动服装占销售额的比重超过休闲服装；2011 年，NIKE 取代 UNIQLO 成为集团的最大客户；2016 年，集团成为 NIKE、ADIDAS 及 PUMA 等运动大牌的第一大供应商。2023 年，NIKE、ADIDAS、UNIQLO 及 PUMA 四大客户，占集团年收入的 79.6%。

图1：2002-2023 年运动类和休闲类服装收入占比(%)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图2：2004-2023 年最大客户和前五客户合计占比(%)


资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司在海外产能占比呈持续提升。申洲国际的产能分布主要有以下五个基地：宁波基地，作为申洲国际的总部，拥有完整的面料生产和成衣制造能力；安徽安庆基地，与宁波基地形成互补，共同满足客户需求；浙江衢州基地，主要为申洲国际的产能提供补充；越南胡志明市，主要为国际品牌提供代工服务；柬埔寨基地，位于柬埔寨首都金边市，与越南基地共同推动集团海外产能扩张。截至 2023 年末，成衣海外产能占成衣总产出的比例为 53%。

1.2 历史复盘：历经三大阶段，紧跟行业发展趋势

1) 初创与奠基阶段 (1988-2005 年)：1988 年，公司前身宁波申洲制造有限公司成立，公司初创期专注于日本市场的休闲服饰代工 (OEM) 业务。1990 年，公司正式开业，将主营产品定位为中高端，主要目标市场定位于日本。1997 年，现任董事长马建荣接任，凭借前期打造的名气，拿到优衣库订单，高品质且高效完成，加深了合作关系，并随后建立专用工厂。2005 年 11 月，申洲国际在中国香港联交所挂牌上市，当年收入规模达到 25 亿元，位列中国针织服装出口商榜首。公司自发展初期就高度注重设备改造，如 1997 年投入 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) 业务持续扩展阶段 (2006-2013 年)：一方面公司加大海外建厂，2005 年欧美对我国纺织品出口实施配额限制，公司在柬埔寨金边建厂，2005 年 9 月投产；2012 年柬埔寨二期制衣工厂逐步投产。另一方面，加大运动品牌的业务合作，2006 公司与 NIKE、ADIDAS、PUMA 等头部运动品牌深化合作，享受运动服饰市场红利，驱动公司业务成长，并逐步发展出委托设计 (ODM) 业务。2012 年，公司承接 NIKE Flyknit 订单，成为其针织跑鞋鞋面的重要供应商，与 NIKE 实现更深度的绑定及合作关系。

3) 海外产能提升与业务持续向上 (2014 年至今)：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，以应对国内成本上涨压力并推动

全球化布局。2014 年，申洲国际继续加大对越南和柬埔寨的产能布局，降低贸易风险的同时确保成本优势。申洲国际与国内外知名客户建立稳固的合作伙伴关系，主要客户包括运动品牌 NIKE、ADIDAS、PUMA 及休闲品牌的 UNIQLO 等客户，产品市场遍布中国内地、日本、亚太区及欧美市场。2024 年上半年，四大核心客户收入占比保持稳定，其中优衣库及阿迪达斯表现靓丽。国内品牌客户合作持续强化，欧美市场收入平稳增长。

图3：申洲国际发展历程



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

1.3 财务状况：收入稳健增长，盈利能力富有弹性

营业收入分阶段变动原因分析：

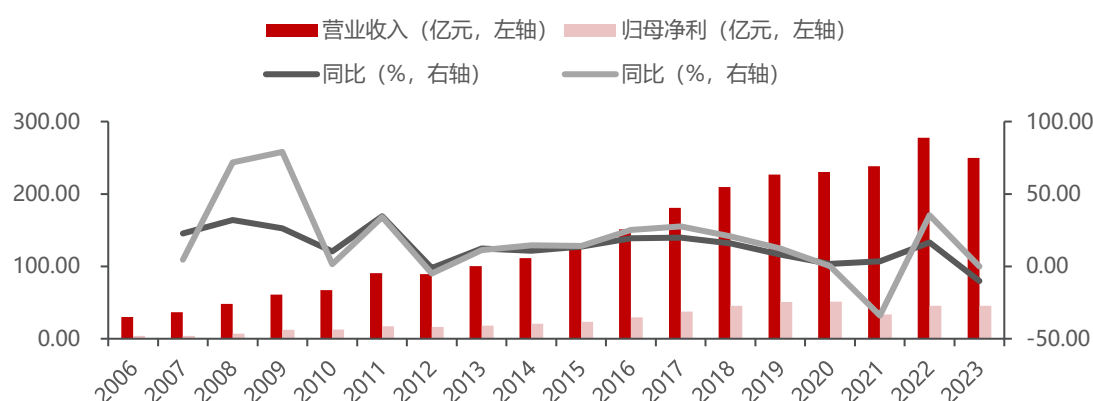
1) 2006-2013 年，公司处于业务扩展与全球化布局阶段，该阶段公司营收整体呈现上升趋势。这一阶段营业收入 CAGR 为 16.41%。2009-2010 年，公司营业收入和归母净利润同比均有所放缓，主要因 2008 年全球金融危机对全球经济产生深远影响，尽管 2009 年开始出现复苏迹象，但是复苏过程可能相对缓慢且不稳定，这种经济环境对服装制造业等出口导向型行业产生了一定冲击，进而导致市场需求减少，公司营业收入减少。2012 年，公司营业收入和归母净利润有所下降，其主要原因为纺织服装行业的经营环境较为困难，具体表现为国内棉花价格高于国际市场，劳动力成本持续上涨，全球市场需求疲软，部分海外订单转移至中国周边的其他发展中国家，对公司的生产经营造成不利影响。

2) 2014-2019 年，公司处于海外产能提升与业务优化阶段，这一阶段公司的营业收入持续提升，盈利能力逐年增强。这一阶段营业收入 CAGR 为 13.48%。公司在这一阶段的营业收入和归母净利润迎来上升，其原因为公司持续推进海外生产基地的建设。2015 年，集团持续推进越南面料工厂和成衣工厂的建设，海外生产基地已经初步形成纵向一体化的生产模式；2016 年，公司的大陆生产基地效率进一步提高，有效减轻成本上升的压力；2017 年，海外基地的产能进一步扩充，管理能力也更加成熟，越南成衣工厂首年度实现盈利。此外，集团已经开始实施新

建天然气锅炉,改造污水管道,定型机尾气收集处理及余热回收等环保项目;2018年,公司的海外基地产能明显上升,生产自动化水平进一步提高,销售市场的分布更为合理。虽然这一阶段公司面临纺织行业的原材料价格和人工成本持续上涨以及人民币对美元汇率波动加大等问题,但是公司仍然能够通过大陆基地和海外基地的产能提升,使得自身销售收入、归母净利润和经营业绩屡创新高。

3) 2020 年至今,公司逐步恢复稳健增长。2019 年,公司营业收入和归母净利润同比有所下降,主要源于贸易环境更趋复杂多变,尤其是中美贸易的摩擦影响了两国间的经贸规模的增长;同时,2020 年受公共卫生事件影响,集团关闭了部分区域的线下零售门店,并且该年初国内基地未招收新员工,导致下半年员工人数短缺,因此集团的产能未能满足所有客户的订单需求。2022 年公司营业收入达到 277.81 亿元,同比+16.51%,主要得益于主要客户在欧美等国际市场的订单需求增加;集团在海外的生产基地因当地政府放松了公共卫生事件的管控,产能利用率恢复至正常水平,并且新工厂的产能得到持续扩充。2023 年,公司营业收入下降至 249.70 亿元,同比-10.12%,归母净利润下降至 45.57 亿元,主要是因为欧洲和美国市场的需求减少。

图4：2002-2023 年营业收入及归母净利润情况



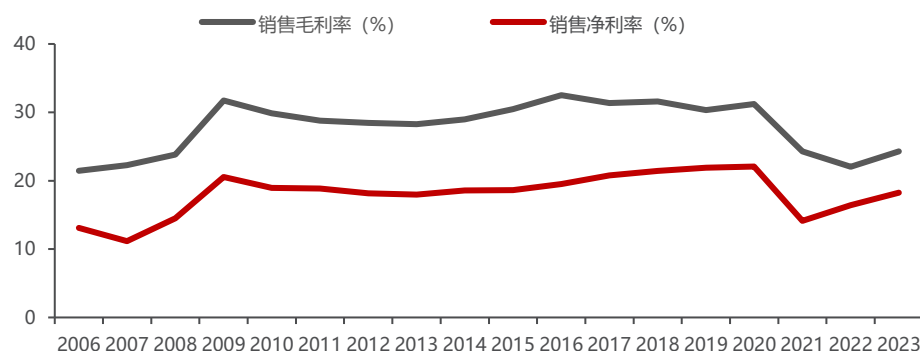
资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司毛利率和净利率受到产品结构、产能利用率、棉花价格及汇率等因素影响。

公司毛利率及净利率走势基本一致,其中毛利率维持在30%上下、净利率维持在20%上下。2006-2009年上行主要系在产品结构方面加大高产值运动类服饰占比、同时优化提升内部生产及销售效益所致;2010-2013年,公司的毛利率、净利率逐年下降主要为人工成本的持续大幅上涨、以棉花为主的原材料的价格上涨以及人民币对美元的进一步升值;2015年毛利率的上行主要系棉花成本下行所致。2017-2018年毛利率、净利率相对稳定主要系集团管理促进效率提升和用料节约,产品结构进一步优化,人民币对美元的汇率下降对公司的毛利率产生了积极影响。成本的上升以及原材料价格的波动对公司的毛利率产生负面影响;2019年,销售毛利率由2018年的31.57%下降至30.34%,主要源于集团收缩零售业务,人工

成本上升，原料平均采购价格上涨以及能源结构的调整，增加了用能成本；2020年，销售毛利率回升至 31.24%，主要原因海外工厂产能规模上升，国内基地工人的效率提升；2021 年销售毛利率下降至 24.28%，主要源于公共卫生事件因素影响，各项生产成本大幅上升以及人民币兑美元的汇率持续升值对盈利造成负面影响；2022 年，销售毛利率进一步下降至 22.05%，主要系公共卫生事件影响以及全球性的消费需求下降；2023 年，销售毛利率上升至 24.27%，主要源于集团整体产能利用率的上升和海外工厂的运行效率的提高。

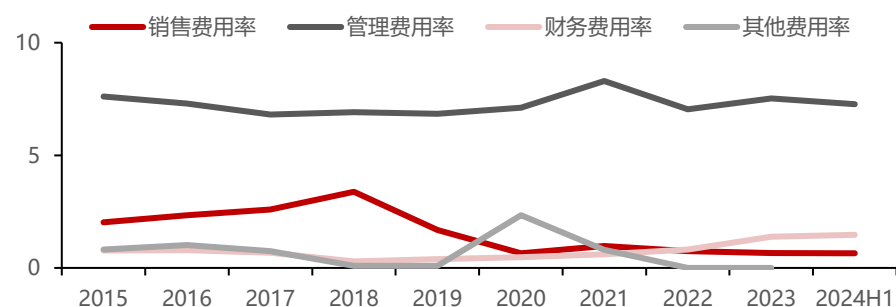
图5：2006-2023 年销售毛利率与净利率 (%)



资料来源：iFinD，民生证券研究院

公司管理高效下，销售费用率和管理费用率呈现较好控制。2015-2023 年，公司销售费用率整体呈先上升后下降趋势，2019 年起销售费用率长期处于稳定较低水平，2020 年起均处于 1.0%以下，其主要原因 2018 年开始，公司通过优化生产流程和供应链管理，在成本控制方面表现出色；公司与 NIKE、ADIADS、PUMA 等诸多全球知名品牌建立了长期稳定的合作关系，这些品牌为公司提供了稳定的订单和市场支持，减少了销售费用的支出；公司积极拓展海外市场，降低订单对单一市场的依赖。2015-2019 年，公司的管理费用率呈下降趋势，主要是因为公司持续提升集团管理的效率。2019-2021 年，管理费用率呈上升趋势，主要源于公司业务的增长和海外工厂的建设。2021-2022 年，因公司提高管理效率，优化组织结构、提高管理效率，管理费用率有所下降。

图6：2015-2024H1 费用率 (%)

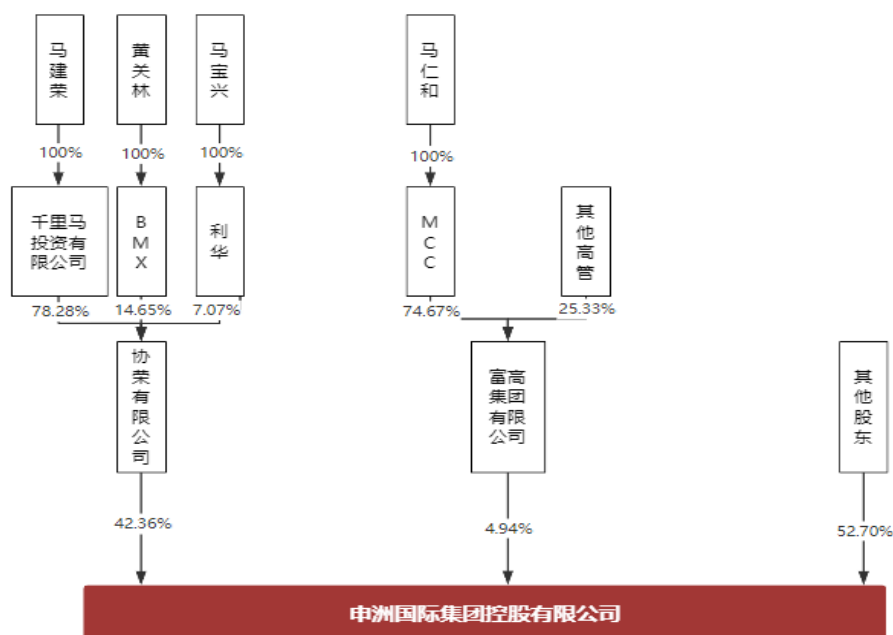


资料来源：iFinD，民生证券研究院

1.4 股权结构：家族制企业，股权结构稳定

股权结构稳定，公司业务发展稳健。公司董事长马建荣先生通过千里马投资有限公司持有的协荣有限公司实现对公司的最终控制，协荣有限公司持股 42.36%，为实际控制人。公司核心管理团队具备丰富从业经验，马建荣先生和马仁和先生均在纺织业具有 40 余年的经验；总经理助理宋庆、江涛和马彬分别主管 ADIDAS 事业部、UNIQLO 事业部和 NIKE 事业部，均在纺织行业有二十余年的工作经验。

图7：申洲国际股权结构图（截止至 2024 年中报）



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

申洲国际作为全球最大纺织品生产企业，高管团队具备丰富经验和深厚行业背景。董事长马建荣先生负责本集团的整体业务发展策略，在纺织业有超过 42 年经验，曾于绍兴棉纺厂及杭州临平针织服装厂工作，2005 年 4 月起担任宁波申洲针织董事长。核心管理团队皆具备丰富从业经验，职责明确分工清晰，执行董事兼副总经理马仁和负责集团染整事务及行政事务，在纺织业有逾 47 年经验；副总经理胡记军和言德林分别担任集团柬埔寨生产基地总经理和主管柬埔寨制衣工厂；副总经理陈岚负责棉纱等原材料采购及信息管理工作，在纺织业拥有逾 35 年经验；副总经理顾朝权负责安徽制衣工厂生产运营，在纺织业有逾 36 年经验；副总经理杨红辉负责本集团的生产计划，在纺织业拥有逾 34 年管理经验；财务总监及公司秘书陈德兴拥有逾 28 年审核、财务监管、公司秘书及会计经验；总经理助理宋庆、江涛和马彬分别负责 ADIDAS 事业部、Uniqlo 事业部和 NIKE 事业部项目运作和客户关系管理；总经理助理崔纪锋负责技术及品质事务，在纺织业拥有逾 35 年经验；金山负责宁波地区制衣工厂生产运营；周高峰任世通（越南）有限公司总经理。

表3：高管团队及履历介绍

姓名	出生年份	职位	履历
马建荣	1965	执行董事	负责本集团的整体业务发展策略，在纺织业具有超过四十二年经验。在1989年加盟本集团后，曾出任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，2005年4月起担任宁波申洲针织董事长
黄关林	1966	总经理	负责本集团的生产、营销及市场推广等日常业务运作，在纺织业具超过三十六年经验。1989年加盟本集团后，黄先生曾任宁波织造的生产经营部经理及副总经理。自2005年4月一直担任申洲针织总经理
马仁和	1961	副总经理	负责本集团染整事务及行政事务，在纺织业拥有逾四十七年经验。1989年加盟集团后曾担任宁波织造染整部经理及副总经理，自2002年起一直担任申洲针织副总经理
王存波	1973	副总经理	硕士学历。注册会计师、注册税务师、注册资产评估师、高级会计师。2004年加盟集团担任财务部部长兼申洲针织财务总监，于2011年升任本集团董事，于2016年起任本集团副总经理
胡记军	1971	副总经理	现任集团柬埔寨生产基地总经理，于1989年加入集团，担任集团生产营运部副经理，在日常营运管理方面担当重要角色。2013年至2020年担任集团自有品牌总经理
陈德兴	1972	财务总监及公司秘书	工商管理硕士学位及中国商贸管理理学硕士学位，拥有逾28年审核、财务监管、公司秘书及会计经验
陈岚	1967	副总经理	负责棉纱等原材料采购及信息管理工作，在纺织业有逾三十五年工作经验。于1989年加盟本集团后，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、总经理助理及本集团总经理助理
顾朝权	1963	副总经理	负责本集团的安徽制衣工厂的生产运营，在纺织业具有超过三十六年经验。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	1956	副总经理	主管柬埔寨制衣工厂，在纺织业具有超过三十五年经验。于1999年加盟本集团后，曾任宁波织造办公室副主任，并自2005年以来一直担任申洲针织总经理助理
江涛	1968	总经理助理、Uniqlo 事业部部长	集团总经理助理及Uniqlo事业部部长，在织造业具有二十八年经验。加盟本集团前，曾于上海东方日绵有限公司工作。于1998年加盟本集团后，江先生曾任宁波织造总经理助理，负责向Uniqlo进行销售
崔纪锋	1965	总经理助理	负责本集团技术及品质事务，在纺织业具有逾三十五年经验。于1990年加盟本集团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	1967	总经理助理	负责面料技术事务，在纺织业具有超过三十五年经验。曾担任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	1972	总经理助理、NIKE 事业部部长	全面负责NIKE事业部运作项目管理和客户关系维护，具有二十四年的纺织行业经验。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年被任命为本集团总经理助理
宋庆	1971	总经理助理、ADIDAS 事业部部长	全面主管ADIDAS事业部的日常管理和制度建设等工作，在纺织行业有二十六年的工作经验。于2007年加入本集团之前，在新加坡有十年的工作经验
杨红辉	1970	副总经理	负责本集团的生产计划，在纺织业具有超过三十四年管理经验，于1990年进入申洲织造，曾担任宁波织造生产经营部辅料部经理，生产计划部部长，负责集团辅资材采购及管理及生产计划管理工作，于2018年担任集团副总经理，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
金山	1974	负责宁波地区制衣工厂生产运营	1992年加入集团，在纺织业有32年工作经验，现负责集团宁波地区四个制衣工厂的生产运营
周高峰	1981	世通（越南）有限公司总经理	在纺织业具有20年工作经验，于2004年3月加入集团，曾任申洲（柬埔寨）有限公司总经理助理、副总经理、世通（越南）有限公司副总经理

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

2 行业趋势：品牌端集中度提升，供应商向头部聚拢

2.1 历史复盘：纺织制造行业历经四次产业链转移

从全球角度复盘纺织制造业的发展历程：

1) 起源：第一次工业革命，英国为世界纺织制造中心（18 世纪末-19 世纪末）。早期纺织业主要依赖于手工生产，纺织活动通常以家庭为单位，小作坊模式为主，人们使用简单的工具来生成纺织品。这时的服装制造效率低，规模小。在 18 世纪末至 19 世纪初的英国，随着珍妮纺纱机、动力织布机等发明的出现，英国的纺织业开始向机械化生产转变。这种转变不仅提高了生产效率，而且也使得英国经济迅速发展；此外，19 世纪末英国棉纺业原料棉花主要从印度殖民地大量进口，具有成本低廉的相对优势，也助力英国成为了最初的世界纺织服装制造的中心。

2) 美国纺织业迅速发展，成为新的纺织制造中心（19 世纪末至 20 世纪中叶）。随着英国劳动力成本的上升和技术扩散，其他国家和地区也开始采用先进的纺织机械。同时，美国南北战争后南部棉花生产的恢复以及北部工业资本的增长共同推动了美国纺织业的发展。此外，美国有着大量的移民劳动力，从而进一步降低了生产成本。与此同时，由于美国规模生产的需求、城市化进程的加快以及消费文化的兴起，时尚产业也得到了迅速发展，对服装的需求迅速增加，世界纺织制造中心也逐渐转移到美国。

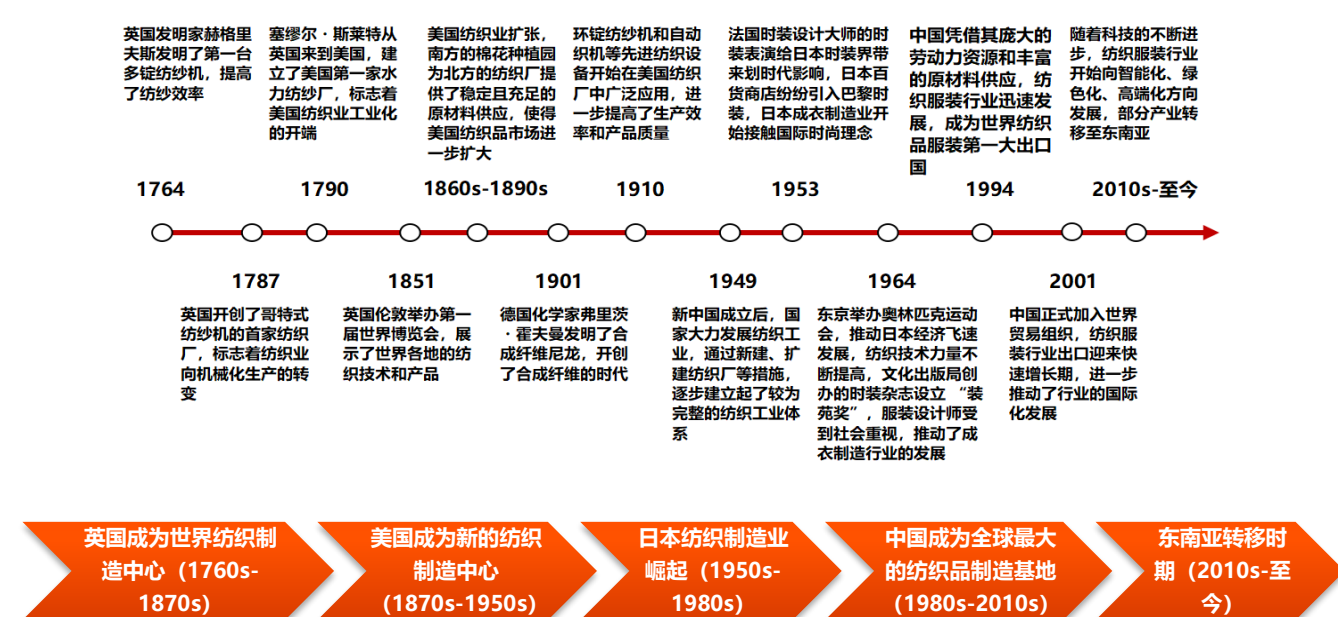
3) 亚洲转移期——日本纺织制造业崛起（1950s 至 1980s）美国二战后虽经济繁荣，但随着劳动力成本的上升，制造商开始寻找成本更低的地区，同时两次世界大战对欧洲各国造成了严重破坏，欧洲各国正处于恢复时期，而日本则在战后重建中获得了发展机遇。日本通过引进西方技术和管理经验，加上政府的支持政策，快速建立起强大的纺织工业基础。美国二战后虽经济繁荣，但随着劳动力成本的上升，制造商开始寻找成本更低的地区。日本则依靠着其高效的生产和低成本的劳动力技术，逐渐成为亚洲乃至全球重要的纺织品制造中心。

4) 中国纺织业迅速发展，取代日本成为全球最大的纺织品制造基地（1980s 至 2010s）由于日元的汇率走高以及日本国内劳动力成本的增长，导致其纺织行业的生产费用增加，并面临贸易逆差的问题。因此，日本的纺织企业开始逐步将生产基地迁移到海外。与此同时，韩国与中国台湾地区的纺织业经历了快速发展，在产值与出口方面取得了显著增长。这两个地区不仅成功地进行了产业升级和技术革新，还从主要负责最终产品加工的角色转变为更加专注于产业链中上游环节的发展，从而提高了产品的附加值。进入 20 世纪 90 年代后，随着中国实施改革开放政策，凭借其庞大的劳动力资源和丰富的原材料供应，加上完善的基础设施与成熟的产业链。中国迅速崛起为全球最大的纺织品制造基地。

5) 中国产业链升级，全球产业链逐渐向东南亚转移（2010s 至今）随着中国劳动力成本的上涨和工业用地成本上升、环保政策越来越严，中国纺织业产业链逐

渐向高附加值纺织品升级，而下游低附加值产业因为劳动力成本的上涨和工业用地成本上升、环保政策越来越严而向东南亚地区溢出。越南、孟加拉国、印度等国家的纺织业逐渐兴起，利用廉价的劳动力和优惠的政策，吸引了大量的国际投资，成为全球纺织业的新兴力量，全球产业链逐渐向东南亚转移。

图8：纺织服装行业产业链转移过程



资料来源：春风纺织微信公众号，民生证券研究院绘制

复盘成衣制造业历史发展：

1) 早期阶段 (20 世纪初期及以前)：

全球成衣制造业的规模较小且增长速度迟缓。尽管工业革命使机械生产出现，但并未广泛普及，手工制作依旧是成衣制造的主要方式，导致生产效率仍旧不高，全球成衣市场规模较小，多数国家服装生产以满足国内需求为主，国际贸易量不多。

从区域分布来看，成衣制造主要集中在欧美地区。欧洲是当时成衣制造的关键区域，像英国、法国等国家尤为突出。英国的纺织业历史悠久，在成衣制造方面有一定技术优势与产业基础；法国以高级定制服装闻名，其成衣制造主要面向中高端市场。此外，美国的成衣制造业也逐渐发展起来，主要集中于东北部地区，借助当地的劳动力和资源优势开展生产。

2) 快速发展阶段 (20 世纪中叶-20 世纪末)：

成衣制造在全球范围内呈现出规模快速增长的态势。二战结束后，全球经济逐步回暖复苏，人们对于服装的需求呈持续上升趋势。与此同时，纺织技术以及成衣制造技术都在持续向前发展，机械化生产模式被广泛运用，这极大地提升了生产效率，进而促使成衣制造行业的全球规模迅速扩张。

欧美依然占据重要地位，但亚洲开始崛起。美国的成衣制造业在这个时期迎来了高速发展，成为全球最大的成衣生产国之一，其生产的服装除了能够满足国内市场的需求之外，还大量地出口至其他国家。欧洲的成衣制造企业也在持续开展技术创新和产业升级行动，从而继续在高端成衣市场维持优势地位。与此同时，日本的成衣制造业在政府扶持下迅速崛起，通过引入先进的技术和设备，生产效率和产品质量都得到了显著提高，成衣制造的出口大幅增加，在全球成衣制造业中的占比逐渐提高，成为亚洲地区重要的成衣生产国。

3) 全球化加速阶段（21 世纪初-至今）：

全球规模持续扩大，但增速有所放缓。进入 21 世纪，全球经济一体化进程加快，国际贸易更加频繁，成衣制造行业的全球规模持续扩大。然而，随着市场逐渐饱和以及行业竞争的加剧，全球成衣制造行业的增长速度有所放缓。

亚洲成为全球成衣制造中心，加速凭借丰富的劳动力资源、完善的产业链以及不断提高的技术水平，成为全球最大的成衣生产国和出口国。中国的成衣制造企业不仅能够满足国内庞大的市场需求，还为全球各大品牌提供代工服务，在 2020 年，中国成衣出口世界占比 31.6%，虽然相较之前有所下降，但依然在全球成衣制造行业中占据着重要的地位。同时，印度和东南亚各国的成衣制造业也在飞速发展。它们借助劳动力成本低廉的优势，吸引了大量国际订单，成为全球成衣制造领域的重要力量。

2.2 运动成衣制造长坡厚雪，市场规模空间可观

纺织行业产业链主要分为三个部分：上游为原材料供应业，包括棉纺、纱线等；中游为纺织业及纺织服装制造业，其主要从事成衣制作、鞋履制作、拉链制作等；下游为服装品牌商，包括快时尚品牌、运动品牌等。

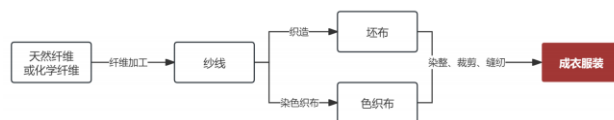
其中，成衣的制造的产业链传导由最开始的原材料天然纤维或化学纤维，通过纤维加工得到纱线后，再通过或织造得到坯布或通过染色织布后得到色织布，最终通过染整、剪裁、缝纫等最终得到成衣服装。

图9：我国纺织服装行业全景概览



资料来源：前瞻产业研究院，民生证券研究院

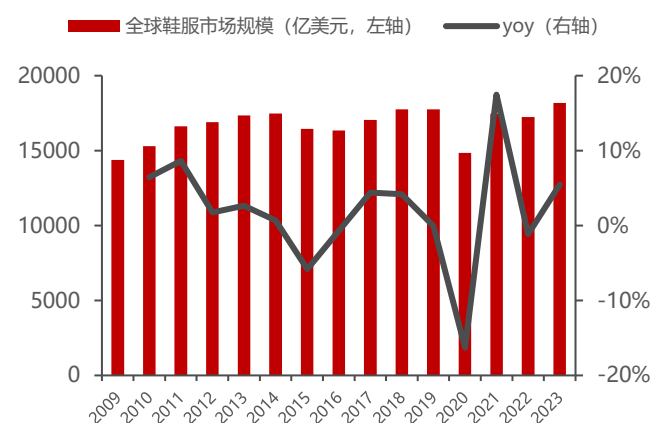
图10：成衣产业链传导图



资料来源：新澳股份公司招股书，民生证券研究院绘制

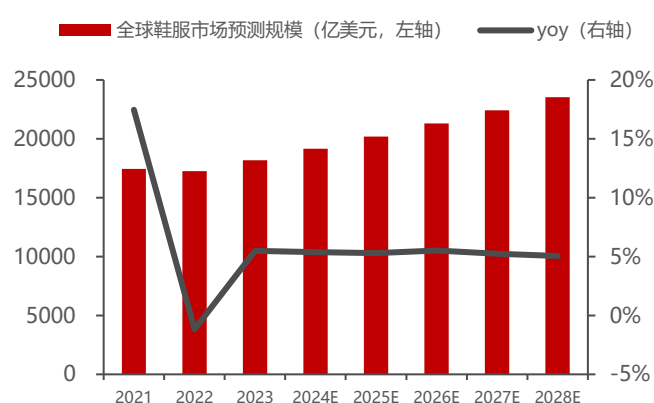
下游鞋服市场快速增长，市场前景广阔。根据欧睿数据，2009年至2023年，全球鞋服市场由1.44万亿美元增长至1.82万亿美元，CAGR为1.7%；2024-2028年，预计全球服装市场规模从1.92亿美元增长至2.35亿美元，CAGR为4.20%。

图11：全球鞋服市场规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图12：全球鞋服市场预测规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

核心假设：根据头豹研究院，从服装产品的生产成本拆分看，主要分面料成本（棉布、麻布、丝绸、皮革）等，辅料成本（线、纽扣、拉链、花边等），包装成本（价线牌、合格证等）以及加工成本，其中面料成本及加工成本占比约88%~95%。因全球服饰市场规模为零售值，考虑品牌销售终端加价（基于服饰品牌方毛利率在45%~60%，对应加价率在1.7~2.2倍），考虑服装产品的生产成本中主料+加工费用占比88%~95%，出于市场规模测算的审慎性原则，选择零售加价倍率为2.2进行测算。**基于此，我们测算全球服饰制造市场规模由2009年的4590亿美元增至2023年的5740亿美元，期间CAGR为1.5%。**

表4：全球服饰市场规模及服饰制造市场规模（百亿美元）

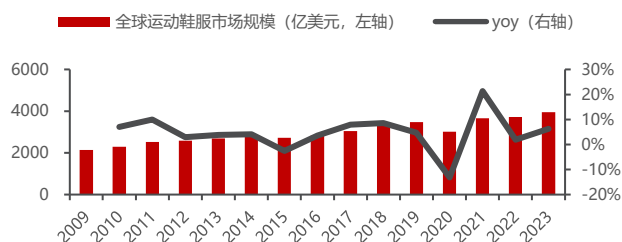
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球服饰市场规模 (百亿美元)	114.8	121.8	131.9	134.0	137.3	138.4	130.7	129.9	135.5	141.3	149.1	118.4	138.8	136.5	143.5
用服饰终端市场规模，除以2.2的零售加价比率，假设制造端成本在服装成本中占比88%，得到全球成衣制造的市场规模															
全球服饰制造市场规模 (百亿美元)	45.9	48.7	52.7	53.6	54.9	55.4	52.3	52.0	54.2	56.5	59.6	47.3	55.5	54.6	57.4

资料来源：欧睿数据，头豹研究院，民生证券研究院测算

运动鞋服赛道增速亮眼，未来增长势头强劲。2022年，全球运动鞋服市场规模达约3722.14亿美元，市场在未来几年内将保持强劲的增长势头。健康意识的提高和对体育活动的参与度增加是推动运动鞋服市场增长的主要因素，特别是“千禧一代”和“Y世代”对运动鞋的需求显著，这部分人群为2021年的购买行为中的主力。健康和健身趋势的持续流行，以及消费者对功能性和时尚性结合产品的需

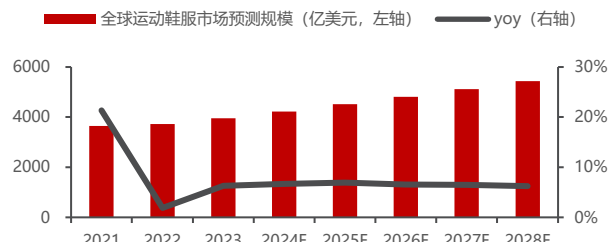
求，全球运动鞋服市场预计将继续保持增长。

图13：全球运动鞋服市场规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

图14：全球运动鞋服市场预测规模



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

同上文预测全球运动服饰制造市场规模：经我们测算，全球运动服饰制造市场规模由 2009 年的 855.3 亿美元增至 2023 年的 1582.6 亿美元，期间 CAGR 达 4.2%，快于上文测算的全球整体成衣制造市场规模增速。

表5：全球运动服饰制造市场规模（亿美元）

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
全球运动服饰制造市场规模 (亿美元)	2138.3	2288.7	2517.0	2590.9	2690.8	2799.6	2726.9	2826.1	3049.2	3311.9	3466.7	3010.9	3653.4	3722.1	3956.6
假设制造端成本在服装成本中占比 88%，并除以 2.2 的零售加价比率，得到全球运动服饰制造的市场规模															
全球运动成衣服饰市场规模 (亿美元)	855.3	915.5	1006.8	1036.4	1076.3	1119.8	1090.8	1130.5	1219.7	1324.7	1386.7	1204.4	1461.4	1488.9	1582.6

资料来源：欧睿数据，头豹研究院，民生证券研究院测算

2.3 运动鞋服马太效应显著，供应商头部集中

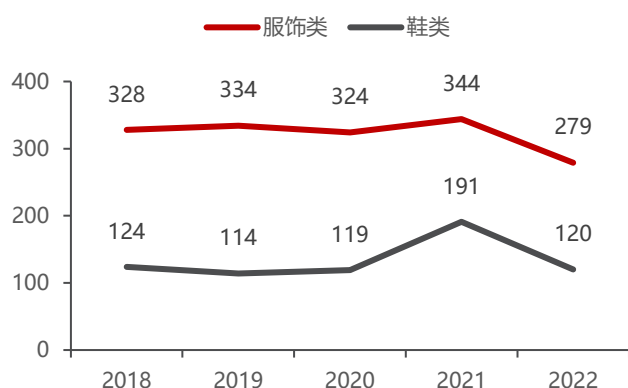
运动鞋服市场集中度较高，其存在逐年提升。据欧睿数据，2023 年全球运动鞋服前五大品牌为 Nike、Adidas、Puma、Skechers 以及 Lululemon。其中 Nike 市场份额最高，达到 15.8%，Adidas 其次达 8.2%。从过往 10 年看，全球运动服饰市场集中度提升趋势明确，CR5 从 2014 年的 27.8%提升至 2023 年的 31.2%，CR10 从 2014 年的 32.9%提升到 2023 年的 39.0%。

表6：2014-2023 年全球运动鞋服品牌市占率 (%)

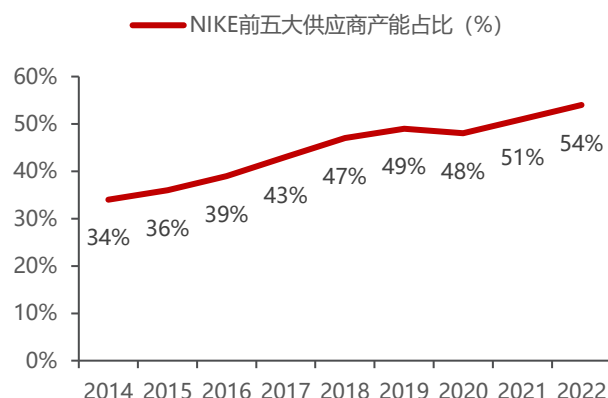
品牌名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nike	13.8	14.8	15.0	14.5	14.4	14.6	15.2	14.9	15.1	15.8
adidas	8.8	8.9	9.8	10.2	10.3	10.1	10.0	9.6	8.9	8.2
Puma	-	-	-	-	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6
Skechers	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.4
lululemon	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3	1.6	2.0	2.2
Under Armour	1.8	2.3	2.6	2.4	2.4	2.3	2.2	2.3	2.3	2.1
New Balance	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
The North Face	1.6	1.6	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
Anta	0.6	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5	1.4
Li-Ning	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.4	1.4	1.4
Jordan	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
Asics	1.8	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
Vans	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
CR5	27.8	29.5	31.1	30.8	31.2	31.3	32.0	31.7	31.3	31.2
CR10	32.9	35.4	37.0	36.7	38.2	38.2	38.8	39.0	38.9	39.0

资料来源：欧睿数据，民生证券研究院

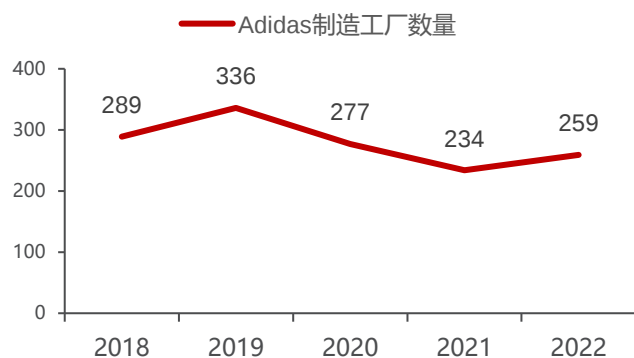
头部品牌供应商数量精简化、集中化为发展趋势。2018 到 2022 年, NIKE 的服装类工厂数量从 328 家减至 279 家; 鞋类工厂从 124 家减至 120 家, 其前五大供应商的占比由 2014 年的 34% 提升至 2022 年的 54%。2018 年至 2022 年 Adidas 制造工厂数量从 289 个减少至 259 个。2014 年至 2022 年 PUMA 的独立供应商数量从 203 个减少至 141 个。品牌方通过积极采取精简供应商的模式, 优化供应链管理的同时也提高生产效率, 与少数几家具备规模优势和生产效率的代工厂建立更紧密的合作关系, 进一步增强产品质量和交货时间的稳定性。

图15: 2018-2022 年 Nike 分产品供应商数量 (个)


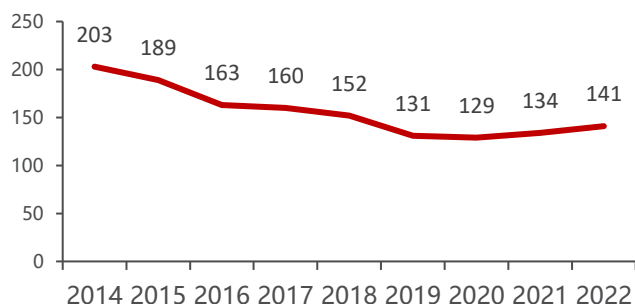
资料来源: Nike 官网, 民生证券研究院

图16: Nike 前五大供应商产能占比


资料来源: Nike 官网, 民生证券研究院

图17: Adidas 制造工厂数量 (单位: 个)


资料来源: Adidas 官网, 民生证券研究院

图18: 2014-2022 年 PUMA 独立供应商 (单位: 个)


资料来源: Puma 官网, 民生证券研究院

2.4 成衣制造行业集中度较低, 仍有较大可提升空间

成衣制造环节布局企业众多, 但在业务布局上各有侧重。国内主要的纺织服饰制造企业包括有儒鸿、鲁泰、晶苑、申洲、聚阳、维珍妮等, 相似点在于均在海外进行了产能布局, 但在核心用户、核心产品上存在一定差异。

表7：2023 年纺织服装制造企业销售产能概况

公司名称	主要产品	主要客户	前五客户销售额占比	各板块销售额	产能布局情况	产能情况
鲁泰 A	色织布和衬衣	BURBERRY、CALVIN KLEIN、BOSS、GUCCI	17.68%	纺织服装、电和气的销售额分别为 555.5、21.5 千万元	面料产能 80%分布在国内，20%位于越南；服装产能 40%分布在国内，60%位于柬埔寨、越南和缅甸	面料总产能 29745 万米，服装总产能 2230 万件
申洲国际	针织类运动用品、休闲服装及内衣服装	NIKE、UNIQLO、ADIDAS、PUMA	85.68%	运动类、休闲类、内衣类销售额分别为 1803.1、567.3、106.6 千万元	国内产能占比 47%，越南产能占比 27%，柬埔寨产能占比 26%	针织服装年产量约 4.2 亿件
晶苑国际	休闲服、运动服、毛衣	UNIQLO、H&M、Marks&Spencer 等	62.20%	休闲服、运动服及户外服、牛仔服、贴身内衣、毛衣的销售额分别为 60.8、47.8、47.3、39.6、22.3 千万美元	主要分布在中国台湾、越南、柬埔寨和印度尼西亚	
聚阳	流行服饰、运动服饰、睡衣服饰	GAP、GU、Target 等	67.40% (前三)	成衣和布料销售额分别为 733.2、15.0 千万元	主要分布在印度尼西亚、柬埔寨、越南、菲律宾、中国大陆	纺织服装 1381 万打
维珍妮	运动产品和贴身内衣	UNIQLO、ADIDAS、GAP、NIKE、VICTORIA'S SECRE	47.70%	贴身内衣、运动产品的销售额分别为 383.3、214.8 千万元	主要集中在越南	
儒鸿	弹性针织布及成衣生成	NIKE、LULULEMON、UA			主要分布在越南、柬埔寨、印度尼西亚	

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理（注：维珍妮为财年数据，财年时间从 2023 年 4 月 1 日至 2024 年 3 月 31 日）

成衣制造企业集中度较低，未来仍有较大可提升空间。国内企业占据全球主要的纺服制造环节，经我们测算，国内主要纺织服饰制造企业在全球市场占有率水平都较低，全球纺织制造市场集中度仍处于较低的水平。但是，随着运动品牌市场呈现出强者愈强的态势，头部运动品牌凭借强大的品牌影响力、广泛的市场渠道、持续的产品创新等优势，不断扩大市场份额。例如，Nike、Adidas 等品牌在全球运动服饰市场的销售额持续增长，其市场中的话语权日益增强。随着这些头部运动品牌的扩张，它们对于供应商的要求也更加严格和集中，倾向于与规模较大、生产工艺先进、质量稳定的成衣制造企业合作，未来成衣制造市场的集中度仍有望提升。

表8：成衣制造企业市场占有率（%）

公司名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
鲁泰 A	0.21	0.20	0.19	0.17	0.17	0.21	0.17
申洲国际	0.58	0.61	0.62	0.85	0.77	0.84	0.70
晶苑国际	0.46	0.50	0.46	0.48	0.48	0.52	0.43
聚阳	0.16	0.16	0.17	0.21	0.21	0.22	0.21
维珍妮	0.10	0.12	0.12	0.16	0.13	0.20	0.18
儒鸿	0.17	0.18	0.18	0.24	0.27	0.27	0.20

资料来源：欧睿数据，头豹研究院，民生证券研究院测算

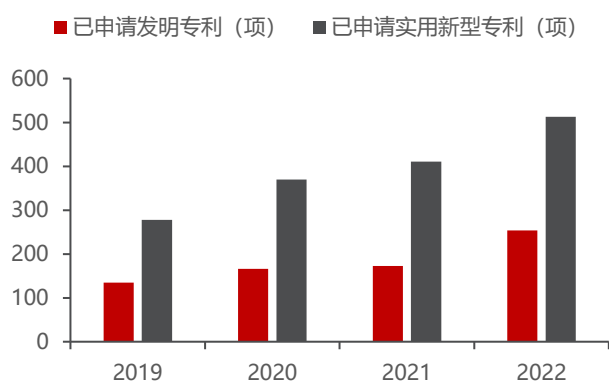
基于上文我们测算的成衣制造企业在全球纺服制造市场的占有率，目前纺服制造领域的公司集中度仍处于较低水平，随着未来运动品牌集中度提升以及运动品牌的供应商集中度提升的趋势，未来该部分市场的集中度有望继续提升。

3 强创新研发+一体化布局+先发性全球布局，稳坐行业龙头

3.1 自主研发及创新能力强，产品技术壁垒高

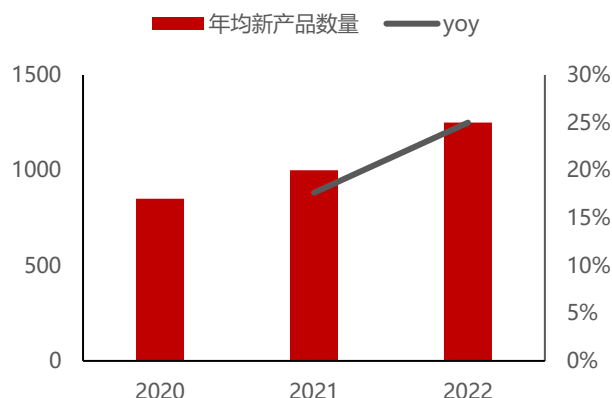
面料开发能力强，新产品的自主研发能力突出。截至 2022 年末，公司共申请专利 767 项，其中发明专利 254 项，实用新型专利 513 项。公司共拥有授权专利 505 项，其中发明专利 63 项，实用新型专利 442 项。同时 2022 年度公司自主专利新产品成果转化达到 41 个系列，开发专利新面料 1250 个，与客户联合开发达 800 个，说明公司具备较强新面料的研发能力，且可以凭借其自主研发及创新能力和客户合作开发并生产出高附加值的产品，获得品牌方客户较大青睐。

图19：申洲国际已申请专利数量不断提升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图20：申洲国际自主研发项目转化新产品数量上升



资料来源：公司公告，民生证券研究院

积极探索各类新技术，新材料及新工艺的应用，进行新产品开发和精益生产。

公司引入先进设备加强生产技术、自动化及环保水平。持续开发新面料产品、改善面料功能、延长使用寿命。自 2003 年以来，公司陆续开发莱卡弹性面料、超细涤纶及超细涤纶的保暖面料、针织仿真面料、功能性运动面料、保健面料等多款面料。同时和品牌方共研多款创新面料，并开发多款热销产品：与优衣库共同研发的吸汗/透气/柔软功能性面料 Airism；与 Nike 共同研发轻盈/保暖/透气面料 TechFleece 及一体织鞋面 Flyknit，2012 年，公司一次性购入 2000 台设备，承接了 Flyknit 的全部订单，2012-2016 年，Flyknit 鞋面订单在申洲国际营收中的占比由 2% 提升至 6% 左右。

图21: Nike Flyknit 产品

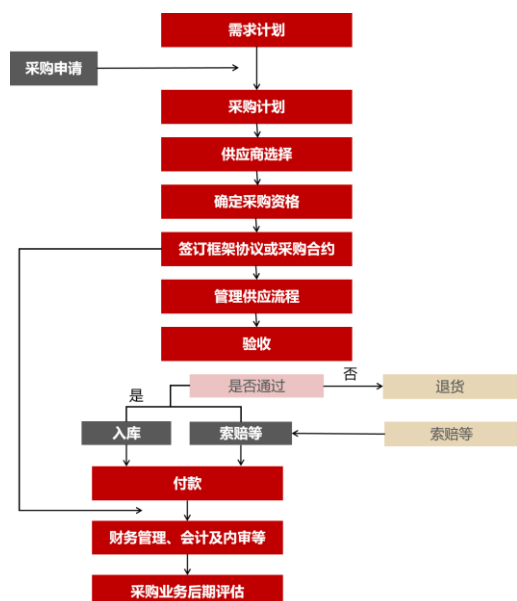


资料来源: Nike 公司官网, HYPEBEAST 官网, 民生证券研究院

打造成衣数字化与自动化, 建立创新中心, 加大科技研发与投入。公司持续推进全产业链的自动化、智能化仓储物流系统, 提高物料配送的效率和准确性。制衣工序在模块化缝制基础上, 进一步研发缝制工序的自动化和提高配套物料的智能化, 推进设备的全生命周期管理, 提高生产设备的综合利用率; 并利用吊挂系统提升人均产出效率。2022 年, 公司在创新技术或可持续发展方面有多项改善项目, 包括但不限于双头压标机、激光切面料割机、巡检小助手 APP、新型抽线机、六轴机器人衣片传递功能、集圈三角和梭子的改进、投入 RO 循环系统并运行、投入生物质生产锅炉等。

3.2 纵向一体化布局, 保质保量生产交付

选用高质量发展的原料供应商, 把控源头质量。公司采购的材料主要包括棉纱、染料、辅料、设备及零部件、办公用品以及食材。公司会根据需求设定采购计划, 与筛选出符合要求的供应商签订框架协议或者采购合约, 并进行后续流程的管理和验收。为了保证原材料的质量, 公司设立供应商准入原则、考核评价制度以及监管机制, 以保证产品优质率。截至 2022 年末, 主要纱线供应商有 68 家来自中国内地, 占比 67.33%, 9 家来自越南, 6 家来自中国台湾。

图22：申洲国际采购流程


资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

建立供应商管理平台，与供应商伙伴共同创造企业物联网环境。申洲供应商管理平台旨在优化采购、物料出货条形码、物料交期等流程，强化供应商响应速度，并提升作业效率与作业准确率，同时也极大程度上减少了工作员工的强度负荷。截至 2022 年底，75%的供应商已加入公司的管理平台并得到有效运作，相比 2017 年效率已提升 90%。

表9：申洲国际 2022 年度纱线供应商

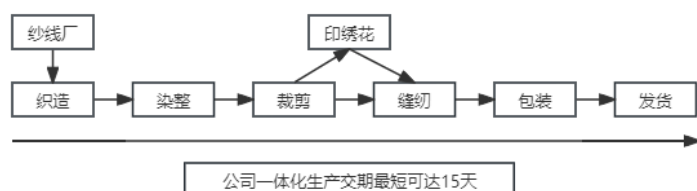
序号	国家及地区名称	供应商数量	百分比
1	中国	68	67.33%
2	越南	9	8.91%
3	中国台湾	6	5.94%
4	日本	5	4.95%
5	韩国	2	1.98%
6	意大利	2	1.98%
7	中国香港	2	1.98%
8	中国澳门	2	1.98%
9	泰国	2	1.98%
10	美国	1	0.99%
11	瑞士	1	0.99%
12	新加坡	1	0.99%
总共		101	100.00%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

纵向一体化模式有效缩短生产和交货周期，备受品牌商青睐。公司发展出纵向一体化针织服装业务模式，将纺织业务的面料织造、染整服务、印绣服务和针织服装产品的裁剪与缝纫等生产工序合而为一。在此生产模式之上，公司可在针织服装

制造业中提供完善周全的服务，节省从一个生产工序转移到另一生产工序的前置时间及物流成本，有效降低单位固定生产成本。且对于大客户 NIKE、PUMA、ADIDAS 和 UNIQLO，分别建立专用工厂，能一站式完成从面料研发、设计、打样及生产等所有环节，同时保证品牌间生产的独立性和保密性。

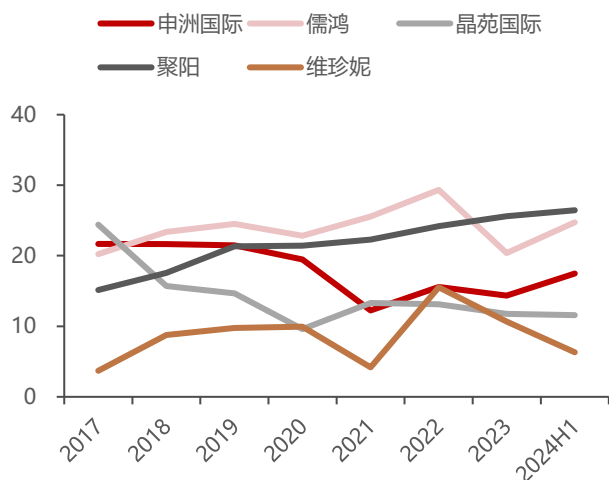
图23：申洲国际一体化生产工序流程



资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

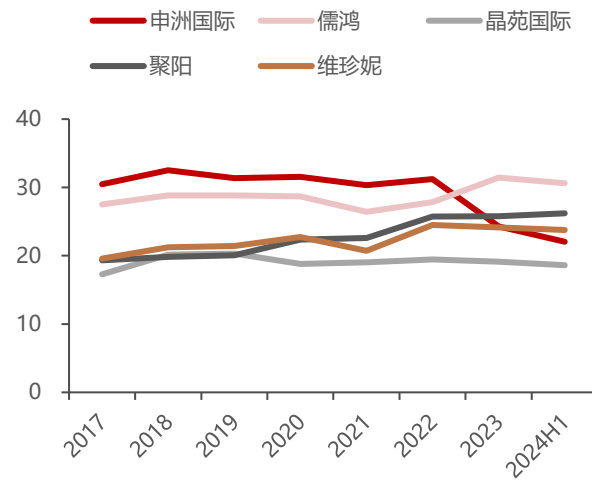
通过纵向一体化布局模式，公司在成本把控上优于同业。2015-2023 年，申洲国际的 ROE 处在 12%~22% 区间，销售毛利率在 22%~32% 之间，2019 年公司退出了自有品牌“马威”的零售业务，之后 2020-2023 年毛利率对比过往下滑，但仍处于较稳定区间，且呈现稳中有升态势。

图24：申洲国际与同行 ROE (%) 对比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图25：申洲国际与同行销售毛利率 (%) 对比



资料来源：iFinD，民生证券研究院

3.3 前瞻性布局头部品牌，合作稳定且深入

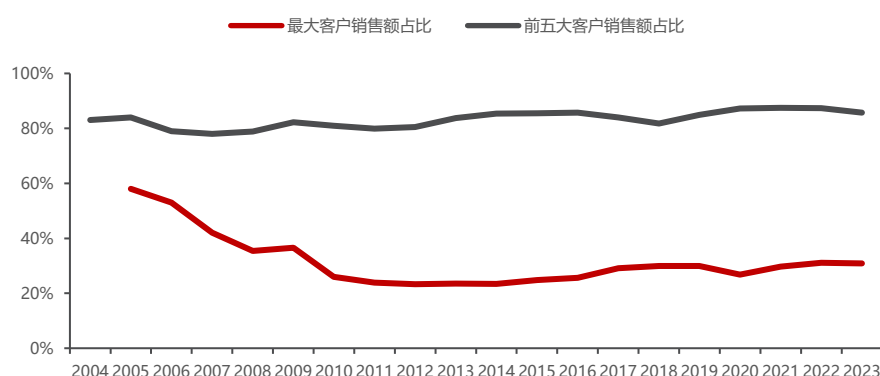
公司从为母婴服饰代工树立公司中高端定位，以此为契机打开日本休闲服饰市场，获得品牌的优质订单，在行业红利期，前瞻性布局抓住运动服饰增长势头，和头部运动品牌达成深度合作。

公司发展早期以母婴服饰代工进入日本市场，成功获取优衣库订单。1990 年左右，公司开始尝试进入日本市场，选择日本母婴服饰主要是考虑到其产品对比成

人服饰有更高单价，且在面料等多方面的要求更高，可以确立公司的高端定位，也为其后来获取更多品牌订单打下坚实基础。1997 年，申洲国际在 20 天内完成了优衣库 35 万件的生产订单，获得和优衣库长期合作的机会。

与以优衣库为代表的日本休闲服饰品牌达成稳定合作后，申洲国际开始积极拓展 Adidas、Nike、Puma 等欧美运动品牌客户，前瞻性布局全球化运动头部品牌，合作绑定深入，也较大程度享有其过往高速发展红利期。2005 年，与 Adidas、Nike、Puma 的合作取得实质性进展，客户开始增大订单规模，2005 年，运动服饰收入占比提升至 8.8% (2004 年仅为 1.9%)；2006 年，进一步深化与 Adidas、Nike、Puma 等国际知名运动品牌客户的合作关系，已通过对面料与成衣的检验许可，Nike 专用工厂与服装设计中心开始运作，随着与运动服饰品牌合作深入，运动服饰在其总销售额的占比日益提升，到 2010 年，运动类服装收入占比提升至 50%以上。

图26：第一大客户及前五大客户销售额占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 未来看点：短期看合作品牌驱动，中长期看市场份额提升及订单拓展

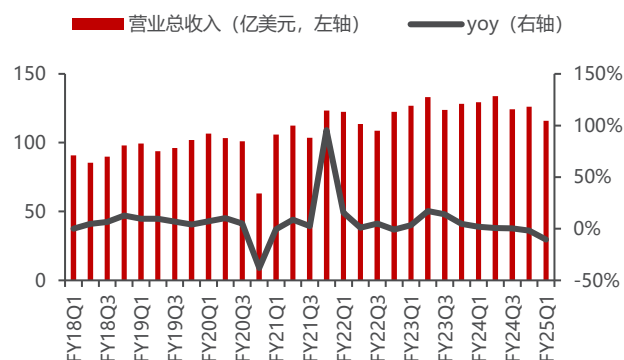
4.1 短期看点：核心客户驱动收入高增

➤ Nike：收入短期承压，大规模复苏仍需时间，运动领域创新品类增长良好

最新财报表现： FY25Q1 (24.6.1-24.8.31)，集团实现营收 115.89 亿美元，同比-10%，毛利率同比+1.2 pct至 45.4%，实现净利润 10.51 亿美元，同比-28%，期末存货金额为 82.53 亿美元，同比-5%，集团预计 FY25Q2 收入同比-8%~-10%。

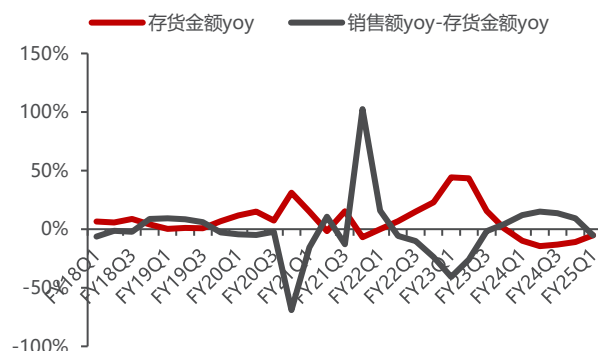
业绩表现分析及后续展望： 第一季度表现基本符合预期，大规模复苏仍需时间，但运动领域的创新加速推进，增长势头良好。春季订单表现基本与去年同期持平，全新推出或者在过去 8 个季度推出的鞋类产品保持较好增长态势，集团预计下半年保持中到高个位数增速；跑步鞋领域势头良好，女性跑步鞋在该季度实现销量正增长，春季订单中，男女跑鞋销量实现双位数增长。此外，Nike 宣布人事调整，Elliott Hill 将担任新总裁兼首席执行官，其曾在 2010 年 Nike 的北美业务增长停滞时，带领 Nike 成功扭转局势并实现连续四年的双位数增长，随着 Elliott Hill 回归，有望引导 Nike 下一阶段增长。

图27：Nike 单季度营业收入及同比增速



资料来源：Nike 公司官网，民生证券研究院

图28：Nike 单季度存货及销售情况



资料来源：Nike 公司官网，民生证券研究院

➤ Uniqlo：预计 FY2025 收益同比+9.5%，延续良好增长势头

FY24 财报表现： FY2024 (23.9.1-24.8.31)，迅销集团综合收益总额为 31038 亿日元，同比+12.2%，经营溢利总额为 5009 亿日元，同比+31.4%，实现归母净利润 3719 亿日元，同比+25.6%。

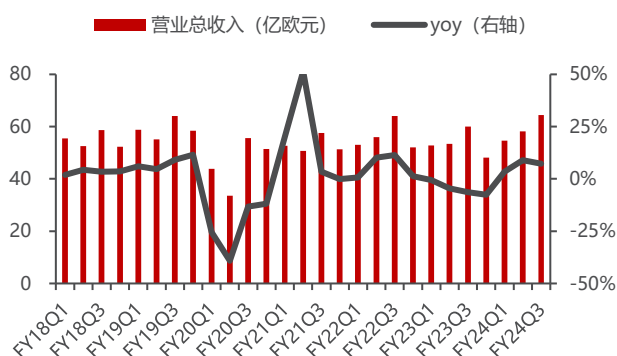
FY25 财年预期： 集团预计 2025 财年综合收益总额增长为 34000 亿日元，同比+9.5%，经营溢利总额为 5300 亿日元，同比+5.8%，归母净利润为 3850 亿日元，同比+3.5%。

➤ Adidas：FY24Q3 表现超预期，上调全年收入及业绩指引

最新财报表现：FY24Q3，Adidas 实现销售额 64.38 亿欧元，同比+7.3%，在货币中性下，收入同比+10%，主要得益于 Adidas 基础业务的强劲增长势头；毛利率为 51.3%，同比+2.0 pct，主要得益于产品和货运成本的降低，更有利的产品组合和折扣减少。

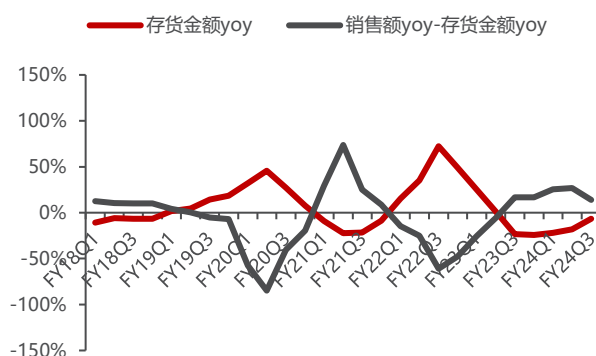
FY24 预期：收入双位数增长，经营利润上调至 12 亿欧元。Adidas 因 Q3 表现超出预期，并考虑到当前品牌势头，上调其收入及业绩指引。Adidas 预计 FY24 在货币中性下，收入将以 10% 的速度增长（此前预期以高个位数速度增长）；预计营业利润将达到约 12 亿欧元的水平（此前约 10 亿欧元的水平）。

图29: Adidas 单季度营业收入及同比增速



资料来源：Adidas 公司官网，民生证券研究院

图30: Adidas 单季度存货及销售情况



资料来源：Adidas 公司官网，民生证券研究院

➤ Puma: FY24Q3 收入同比+5%，维持全年销售额中个位数增长目标

最新财报表现：FY24Q3，Puma 彪马实现营收 23.08 亿欧元，销售额同比+5%，毛利率同比+0.8 pct 至 47.9%，其中，Puma 大中华区 Q3 营收实现单位数增长，连续 7 个季度实现正增长。

全年业绩展望：基于前九个月业绩表现，Puma 重申对 2024 年的业绩预期的调整，将全年 EBIT 预期范围缩至 6.2~6.7 亿欧元，维持销售额中个位数增速目标。

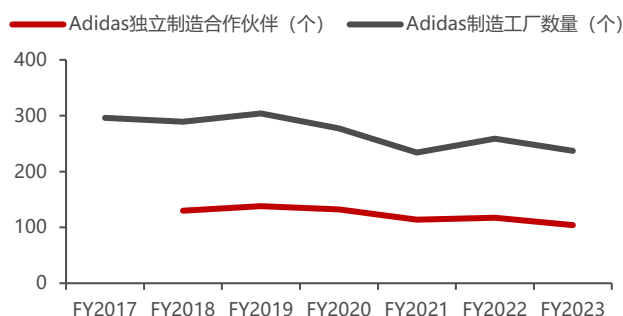
4.2 中长期看点：行业集中度提升趋势，公司份额有望提升

据欧睿数据，2023 年，全球运动鞋服的品牌市占率 CR5 与 CR10 增至 31.2% 与 39.0%，头部品牌集中度仍将保持提升趋势。2023 年，全球运动鞋服市场前五大品牌为 Nike、Adidas、Puma、Skechers 与 lululemon，市占率分别为 15.8%、8.2%、2.6%、2.4%与 2.2%。因头部运动品牌具备较强的知名度与消费者认可度，且其产品创新能力较强、开发设计投入较多，可以快速满足终端消费者对于功能、设计、舒适度等多方位的需求，有望抢占更多市场份额。

与此同时，为保证产品质量可靠及降低经营成本，头部品牌与供应商形成稳定的合作关系，核心供应商市场份额更加集中。Adidas 合作制造工厂数量由 FY2018 的 289 家降至 FY2023 的 237 家，核心供应商的集中度提升；FY2018-FY2023，

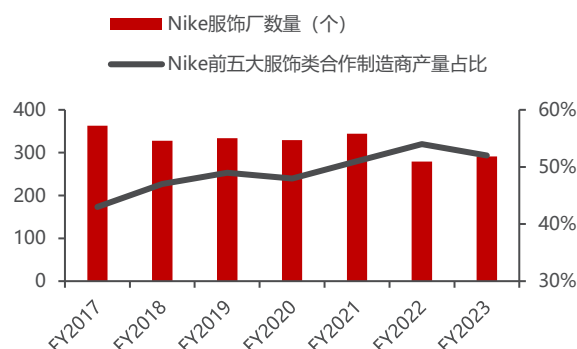
Nike 的服饰类工厂数量由 328 个将至 291 个，供应商数量进一步缩减，而前五大服饰类合作制造商产量占比由 47%提升至 52%，供应集中度进一步提升。

图31：Adidas 独立制造合作伙伴及制造工厂数量（个）



资料来源：Adidas 公司公告，民生证券研究院

图32：Nike 服饰厂数量及前五大服饰类合作制造商产量占比

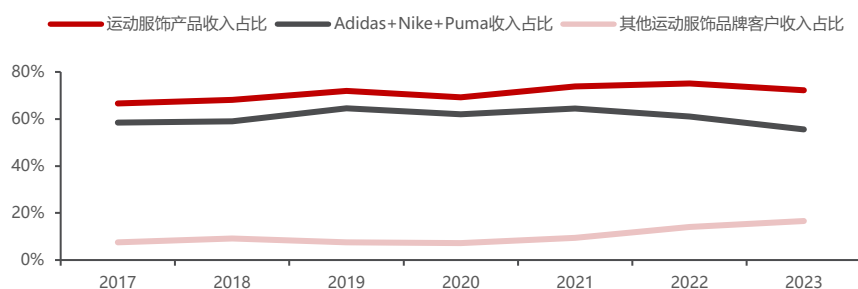


资料来源：Nike 公司公告，民生证券研究院

此外，公司综合竞争力较强，持续进多样化新品牌合作，进一步带动公司向上。

在新品牌客户方面，申洲国际已经成功接手了多个知名品牌的订单，例如安踏子品牌斐乐 (FILA) 的订单、新客户如 POLO (RALPH LAUREN)、Lululemon、Lacoste (法国鳄鱼) 等建立了合作关系，订单均价较高，为公司带来更大的利润空间，随新合作客户愈加深入，订单的增长性长期看好。随 2021 年新客户 Lululemon 的扩展，其他运动服饰品牌客户（李宁+安踏+特步+Lululemon）收入占比进一步提升，2021-2023 年收入占比分别为 9.5%、14.1%与 16.6%。

图33：运动服饰产品收入、三大运动品牌收入及其他运动服饰品牌收入占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院；（注：其他运动服饰品牌客户包括李宁、安踏、特步，2021 年及之后新增 Lululemon）

表10：集团与合作品牌客户

品牌名称	合作时间	产品类型	价格带（元）
优衣库	1997	高级轻羽绒系列产品	200-1000
NIKE	2006	运动鞋、Flyknit 系列等	100-4000
ADIDAS	2006	运动裤、Originals 系列	300-3000
PUMA	2006	运动系列产品	100-2000
Lululemon	2022	运动裤、运动上衣等	100-4500

资料来源：各公司公告，天猫旗舰店，各品牌官网，民生证券研究院整理

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

分产品进行收入拆分及盈利预测：

1) 运动类产品：24H1，运动类产品实现销售额 92.13 亿元，同比+7.6%，主要由销售于中国大陆市场的运动服装需求上升所带动。随着运动品牌客户补货，主要运动品牌客户 Puma、Adidas、Lululemon 以及国内运动品牌的订单增长，我们预计 24-26 年运动类产品实现营收 195.30、218.96、243.00 亿元，分别同比+8.3%、+12.1%、+11.0%。

2) 休闲类产品：24H1，休闲类产品实现销售额 23.00 亿元，同比+20.0%，主要因为销售在日本市场、欧洲市场及其他市场的休闲服装需求上升。在 Uniqlo 及其他休闲类客户的收入增速良好预期下，带动公司休闲类产品订单持续增长，我们预计 24-26 年休闲类产品实现营收 67.71、73.94、80.32 亿元，分别同比+19.4%、+9.2%、+8.6%。

3) 内衣类产品：24H1，内衣类产品实现销售额 6.13 亿元，同比+47.4%，主要系日本市场内衣服装需求上升拉动。24H1，内衣类产品快速增长，预计后续增速逐步趋于稳定，我们预计 24-26 年内衣类产品实现营收 14.55、16.40、18.06 亿元，分别同比+36.4%、+12.7%、+10.1%。

4) 其他针织品：24H1，其他针织品实现营收 0.89 亿元，同比+12.2%。其他针织品占收入比重较小，预期未来保持稳健增速，我们预计其他针织品实现营收 2.24、2.43、2.61 亿元，分别同比+12.5%、+8.6%、+7.5%。

毛利率方面：随全球纺服行业下游品牌客户订单恢复常态化，公司面料及成衣制造工厂运转常态化，随着公司积极提升制造工厂的产能利用率并扩充海外产能，带动制造业务的毛利率逐步优化，24H1，公司毛利率达 28.99%，我们预计 2024-2026 年公司毛利率逐步抬升，分别为 28.4%、28.7%、29.1%。

综上所述，我们预计 2024-2026 年公司实现营收 279.80、311.72、343.99 亿元，分别同比+12.1%、+11.4%、+10.4%。

表11：公司分产品收入拆分及盈利预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	23845.01	27781.41	24969.79	27980.36	31172.41	34399.32
yoy	3.5%	16.5%	-10.1%	12.1%	11.4%	10.4%
毛利率	24.3%	22.1%	24.3%	28.4%	28.7%	29.1%
按产品拆分						
运动类						
营业收入（百万元）	17612.1	20869.6	18031.5	19530.29	21895.50	24299.68
yoy	10.5%	18.5%	-13.6%	8.3%	12.1%	11.0%
休闲类						

营业收入 (百万元)	4720.7	5751.8	5672.7	6771.3	7394.1	8032.2
yoy	5.4%	21.8%	-1.4%	19.4%	9.2%	8.6%
内衣类						
营业收入 (百万元)	1040.2	819.1	1066.6	1455.0	1639.7	1806.0
yoy	0.7%	-21.3%	30.2%	36.4%	12.7%	10.1%
其他针织品						
营业收入 (百万元)	471.9	340.9	199.0	223.8	243.1	261.4
yoy	-70.1%	-27.8%	-41.6%	12.5%	8.6%	7.5%

资料来源：公司公告，iFinD，民生证券研究院预测

费用率方面：1) 销售费用率：随公司控费能力增强及营收规模增长对费用的摊薄作用，我们预计公司 24-26 年销售费用率分别为 0.65%、0.64%、0.63%；
2) 管理费用率：随公司管理效率提升，管理费用率有望随营收规模扩张收窄，我们预计 24-26 年公司管理费用率分别为 7.30%、7.27%、7.26%；
3) 财务费用率：我们预计 24-26 年，公司财务费用率分别为-0.98%、-0.95%、-0.79%。

表12：各项费用率预测

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.97%	0.74%	0.66%	0.65%	0.64%	0.63%
管理费用率	8.30%	7.04%	7.53%	7.30%	7.27%	7.26%
财务费用率	-0.34%	-0.18%	-1.73%	-0.98%	-0.95%	-0.79%

资料来源：iFinD，民生证券研究院预测

5.2 估值分析

可比公司方面，我们选取同属纺服制造板块的台股儒鸿、聚阳实业及丰泰企业，其中，丰泰企业主要承接 Nike 集团订单，核心大客户份额稳健；儒鸿聚焦于高质量针织面料的生产与供应，作为 Lululemon 的核心供应商之一；聚阳实业主要从事成衣的设计、制造及销售业务。我们认为上述公司与申洲国际同属纺服制造板块，在生产研发能力、客户资源以及产业链一体化布局等方面与公司有较大相似之处，故选取为可比公司进行对比。24-26 年可比公司 PE 平均值分别为 21x、18x、17x，而公司的 PE 分别为 15x、13x、12x，低于可比公司 PE 均值，具备估值优势。

表13：可比公司 PE 数据

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
1476.TW	儒鸿	507.00	18.87	24.43	27.02	30.23	27	21	19	17
1477.TW	聚阳	314.00	16.18	16.81	18.51	19.93	19	19	17	16
9910.TW	丰泰	134.50	5.04	6.09	6.96	7.88	27	22	19	17
平均值							24	21	18	17
2313.HK	申洲国际	60.60	3.03	3.79	4.34	4.93	19	15	13	12

资料来源：Wind，民生证券研究院预测（注：可比公司数据采用 Bloomberg 一致预期，申洲国际收盘价为港元，儒鸿、聚阳、丰泰收盘价及 EPS 为台币，收盘价对应 2024 年 12 月 26 日，1HKD=0.94RMB）

5.3 投资建议

公司作为针织制造全球领航者，凭借强创新研发+一体化布局+先发性全球化布局，稳居龙头地位，且具备向上增长动能。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 57.01、65.30、74.10 亿元，分别同比+25.1%、+14.5%、+13.5%，12 月 26 日收盘价对应 PE 为 15x、13x、12x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 国际贸易风险。公司的主要客户为全球知名的运动、休闲服饰品牌，销售遍及全球多个国家和地区，公司生产工厂主要设于越南、柬埔寨等人力成本相对较低的国家，如果国际政治、经济环境或者进出口国的贸易政策发生重大变化，将可能对公司业务的发展产生重要影响。

2) 劳动力成本上升的风险。服饰制造属于劳动密集型产业，公司的主要生产基地位于劳动力充足的越南、柬埔寨等地，人力成本相对较低，但随着越南经济的发展，以及更多企业将生产制造环节转移至越南，越南的劳动力成本不断上升。如果公司不能有效应对劳动力成本上升带来的挑战，合理规划和布局，将对公司经营产生不利影响。

3) 终端需求不及预期的风险。公司的制造业务与品牌客户的订单需求关联度较高，零售业务与终端消费者对服饰的需求高度相关，若终端需求不及预期，则会影响到制造业务与零售业务的经营，最终对公司业务造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	28,479	32,351	34,725	37,445
现金及现金等价物	11,596	8,865	9,699	10,961
应收账款及票据	5,027	5,907	6,494	7,071
存货	6,125	6,400	6,976	7,588
其他	5,731	11,179	11,555	11,826
非流动资产合计	20,132	17,152	17,365	17,555
固定资产	10,931	10,747	10,867	10,973
商誉及无形资产	274	306	393	473
其他	8,927	6,099	6,104	6,109
资产合计	48,611	49,503	52,090	55,000
流动负债合计	13,384	11,639	11,432	11,173
短期借贷	10,204	8,204	7,704	7,204
应付账款及票据	1,202	1,169	1,266	1,355
其他	1,979	2,266	2,463	2,614
非流动负债合计	2,359	2,146	1,946	1,746
长期借贷	1,900	1,700	1,500	1,300
其他	459	446	446	446
负债合计	15,744	13,785	13,378	12,919
普通股股本	151	151	151	151
储备	32,716	35,567	38,561	41,930
归属母公司股东权益	32,867	35,718	38,712	42,081
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	32,867	35,718	38,712	42,081
负债和股东权益合计	48,611	49,503	52,090	55,000

现金流量表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	5,227	6,187	6,891	7,693
净利润	4,557	5,701	6,530	7,410
少数股东权益	0	0	0	0
折旧摊销	1,474	1,411	1,413	1,435
营运资金变动及其他	-805	-925	-1,051	-1,152
投资活动现金流	-1,380	-3,466	-1,471	-1,368
资本支出	-1,091	-1,260	-1,620	-1,620
其他投资	-289	-2,206	149	252
筹资活动现金流	333	-5,394	-4,527	-5,006
借款增加	2,798	-2,200	-700	-700
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-2,458	-2,792	-3,477	-3,983
其他	-7	-402	-350	-323
现金净增加额	4,227	-2,732	834	1,261

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万人民币)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24,970	27,980	31,172	34,399
其他收入	26	35	45	20
营业成本	18,910	20,034	22,226	24,389
销售费用	164	182	200	217
管理费用	1,881	2,043	2,266	2,497
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-433	-72	-83	-122
权益性投资损益	13	8	7	4
其他损益	509	360	481	483
除税前利润	4,996	6,197	7,097	7,925
所得税	438	496	568	515
净利润	4,557	5,701	6,530	7,410
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	4,557	5,701	6,530	7,410
EBIT	4,562	6,125	7,014	7,803
EBITDA	6,037	7,536	8,427	9,238
EPS (元)	3.03	3.79	4.34	4.93

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-10.12	12.06	11.41	10.35
归属母公司净利润	-0.12	25.09	14.54	13.49
盈利能力(%)				
毛利率	24.27	28.40	28.70	29.10
净利率	18.25	20.37	20.95	21.54
ROE	13.87	15.96	16.87	17.61
ROIC	9.26	12.35	13.47	14.42
偿债能力				
资产负债率(%)	32.39	27.85	25.68	23.49
净负债比率(%)	1.54	2.91	-1.28	-5.84
流动比率	2.13	2.78	3.04	3.35
速动比率	1.34	1.41	1.59	1.81
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.57	0.61	0.64
应收账款周转率	4.98	5.12	5.03	5.07
应付账款周转率	17.66	16.90	18.26	18.61
每股指标 (元)				
每股收益	3.03	3.79	4.34	4.93
每股经营现金流	3.48	4.12	4.58	5.12
每股净资产	21.86	23.76	25.75	27.99
估值比率				
P/E	19	15	13	12
P/B	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	14.31	11.46	10.25	9.35

插图目录

图 1: 2002-2023 年运动类和休闲类服装收入占比 (%)	5
图 2: 2004-2023 年最大客户和前五客户合计占比 (%)	5
图 3: 申洲国际发展历程	6
图 4: 2002-2023 年营业收入及归母净利润情况	7
图 5: 2006-2023 年销售毛利率与净利率 (%)	8
图 6: 2015-2024H1 费用率 (%)	8
图 7: 申洲国际股权结构图 (截止至 2024 年中报)	9
图 8: 纺服制造行业产业链转移过程	12
图 9: 我国纺织服装行业全景概览	13
图 10: 成衣产业链传导图	13
图 11: 全球鞋服市场规模	14
图 12: 全球鞋服市场预测规模	14
图 13: 全球运动鞋服市场规模	15
图 14: 全球运动鞋服市场预测规模	15
图 15: 2018-2022 年 Nike 分产品供应商数量 (个)	16
图 16: Nike 前五大供应商产能占比	16
图 17: Adidas 制造工厂数量 (单位: 个)	16
图 18: 2014-2022 年 PUMA 独立供应商 (单位: 个)	16
图 19: 申洲国际已申请专利数量不断提升	18
图 20: 申洲国际自主研发项目转化新产品数量上升	18
图 21: Nike Flyknit 产品	19
图 22: 申洲国际采购流程	20
图 23: 申洲国际一体化生产工序流程	21
图 24: 申洲国际与同行 ROE (%) 对比	21
图 25: 申洲国际与同行销售毛利率 (%) 对比	21
图 26: 第一大客户及前五大客户销售额占比	22
图 27: Nike 单季度营业收入及同比增速	23
图 28: Nike 单季度存货及销售情况	23
图 29: Adidas 单季度营业收入及同比增速	24
图 30: Adidas 单季度存货及销售情况	24
图 31: Adidas 独立制造合作伙伴及制造工厂数量 (个)	25
图 32: Nike 服饰厂数量及前五大服饰类合作制造商产量占比	25
图 33: 运动服饰产品收入、三大运动品牌收入及其他运动服饰品牌收入占比	25

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2019-2024H1 公司营业收入与归母净利润及同比增速	3
表 2: 2019-2024H1 年公司营业收入拆分	4
表 3: 高管团队及履历介绍	10
表 4: 全球服饰市场规模及服饰制造市场规模 (百亿美元)	14
表 5: 全球运动服饰制造市场规模 (亿美元)	15
表 6: 2014-2023 年全球运动鞋服品牌市占率 (%)	15
表 7: 2023 年纺织服装制造企业销售产能概况	17
表 8: 成衣制造企业市场占有率 (%)	17
表 9: 申洲国际 2022 年度纱线供应商	20
表 10: 集团与合作品牌客户	25
表 11: 公司分产品收入拆分及盈利预测	26
表 12: 各项费用率预测	27
表 13: 可比公司 PE 数据	27

公司财务报表数据预测汇总.....	30
-------------------	----

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048