

超盈国际控股 (02111)

内衣物料龙头企业，运动业务布局打开成长空间

全球内衣物料制造龙头，消费升级率先受益

超盈国际是提供内衣、运动衣物一站式解决方案的物料制造龙头企业，市占率近 5%。受益于消费升级以及庞大的消费群体基础（5 亿人），中国内衣市场仍处于高速（复合增速 15%）发展阶段，在服装行业中增速保持第一，内衣物料市场规模同步增长，16 年内衣物料规模已达 95 亿美元，而运动服装市场保持年均 10%+ 的稳健增长。在内衣及运动行业持续良性发展的背景下，公司 16 年业绩表现出众，收入及净利润均实现高速增长（20.6%及 33.3%），毛利率（33.5%）及净利率（18.5%）均处于行业领先水平。

16 年业绩优秀，研发实力及稳定客户是壁垒，运动物料是驱动力

2016 年公司全年股价绝对涨幅达到 66%，位居港股纺服板块第三位，主要得益于以下四点：（1）研发实力强大。公司坚定产品为王，持续加大研发投入（占收入 2-3%）并已累计申请专利数 176 件，高于申洲国际（148 件），是少数能够提供领先行业的功能性高附加值产品的公司。同时，强大的研发实力为公司引入大量订单，需求端有保障；（2）运动物料提升整体业绩。公司发挥内衣物料龙头优势，2013 年将业务延伸至运动服饰面料领域，并交出漂亮成绩单，2016 年运动物料收入实现高速增长（YoY 51%），营收比重达到 18.5%；（3）拥有长期稳定客户群，订单量有保障。目前公司与全球多家一线品牌建立长期稳定的战略合作关系。内衣方面包括维密、Wacoal、黛安芬、玛莎百货、CK、曼妮芬等高端品牌；运动服饰方面包括 UA 安德玛、Lululemon、Adidas 等，公司前五大客户占总收入 38%，客户群集中；（4）去年原材料价格大跌，生产成本随之降低，报表滞后体现。公司强大的研发能力及稳定客户成为公司商业壁垒，而运动板块则是业绩驱动力，在去年消费终端持续疲软的不利环境下实现业绩强劲增长（33%+），股价因此随之一路上扬。

展望 17 年，运动服装物料是业绩弹性关键催化剂

展望 2017 年，我们预测公司业绩仍能保持高速增长（20%+），主要基于以下判断：（1）新业务运动服装面料成长潜力依旧巨大，是业绩弹性关键驱动力。功能性运动服装市场发展潜力较大，而公司正处于快速起步阶段，成长空间仍在。公司现尚在大力开拓运动板块客户群，公司作为行业龙头，强大的研发生产力使其在扩大客户群方面具有先发优势，预计今年板块收入占比将提升至 22%+。另外，合作品牌商销售规模持续增长，预计大客户采购量将持续增长。（2）看好维密入驻国内市场，公司将同步获益。维密是公司第一大内衣物料客户，收入占比达 15%，维密已在上海设立首家国内门店，并将继续加快中国市场布局，销售规模具备成长空间。由于公司尚未提供维密蕾丝产品，因此维密在国内大力拓展有利于公司获得蕾丝订单，蕾丝业务今年收入占比有望超过 5%。（3）随着两大业务不断拓展，订单量提升，公司积极扩充产能以提高收入水平。随着公司第六期东莞生产基地、海外越南生产基地先后与今年年中投产，预计产能可以扩张 30%以上，规模效应显现。受益于越南基地投产项目税收优惠（前两年所得税免去，后四年减半），公司净利率有望进一步提升。

首次给予“买入”评级，3-6 个月目标价 8.48 港元

预计公司 2017-2019 年营业收入分别为 29.28、34.63、40.74 亿港元，同比增速分别为 19%、18%、18%。净利润分别为 5.48、6.53、7.92 亿港元，同比增速分别为 20%、19%、21%。EPS 分别为 0.53、0.63、0.77 港元，对应 PE 13、11、9 倍。公司作为行业龙头企业，拥有长期稳定的客户群以及领先的生产能力。在此基础上，公司大力开发运动服饰物料业务并实现高速增长。因此我们给予公司 17 年 16 倍 PE，对应目标价为 8.48 港元。

风险提示：汇率风险、市场竞争加剧风险、原材料成本上升风险等。

证券研究报告

2017 年 05 月 10 日

投资评级

行业 非日常生活消费品/耐用消费品与服装

6 个月评级 买入（首次评级）

当前价格 6.96 港元

目标价格 8.48 港元

上次目标价 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 1,029.28

港股总市值(百万港元) 7,163.77

每股净资产(港元) 1.85

资产负债率(%) 40.34

一年内最高/最低(港元) 7.43/4.45

作者

吴晓宇 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080002
hepianpian@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 全球内衣物料制造龙头，消费升级率先受益	4
1.1. 公司作为全球最大内衣物料制造商，提供一站式解决方案	4
1.2. 中国内衣市场增速依然较快，消费升级下公司作为龙头率先受益	4
1.3. 业绩表现出众，相比于竞争对手各指标亮眼	6
1.4. 原材料价格波动将影响公司利润水平	7
2. 领先的研发生产实力及长期稳定客户群是竞争优势，强者恒强	8
2.1. 公司拥有强大的研发设计能力，贴合市场趋势	8
2.2. 与全球多家一线品牌建立长期稳定的合作关系	10
2.3. 产能利用率持续提升、新建产能逐步释放将增厚业绩	12
3. 运动服装物料是业绩弹性关键催化剂	13
3.1. 发挥内衣物料龙头优势，业务延伸至运动服装物料领域	13
3.2. 健康生活观念升级推动国内运动服装市场持续增长	15
3.3. 与国际领先运动服装品牌合作，需求端空间较大	16
3.3.1. UA 作为运动物料最大客户，销售规模不断增加将提供更大订单空间	16
3.3.2. 瑜伽风靡全球，Lululemon 市场潜力较大	17
3.4. 维密入驻中国市场，内衣物料业务空间有望进一步提升	18
4. 盈利预测及估值	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1：主营产品（弹性织物面料、弹性织带、蕾丝）	4
图 2：提供一站式解决方案	4
图 3：全球内衣物料市场前五大制造商占比	4
图 4：全球及中国内衣市场规模及增速	5
图 5：中国女性内衣销量及购买频次	5
图 6：功能性成为消费主要考虑因素之一	5
图 7：2008-2016 全球女性内衣物料市场规模（单位：十亿美元）	6
图 8：营业收入及增速	6
图 9：净利润及增速	6
图 10：同业竞争者 2016 年净利率、毛利率对比	7
图 11：应收、应付、库存周转	7
图 12：收入按材料区分	7
图 13：弹性织物中女性内衣及运动服饰占比	7
图 14：近三年 CCFEI 价格指数:氨纶 40D（元/吨）	8
图 15：近三年尼龙牛津布市场价（元/吨）	8
图 16：原材料所占成本有所下降	8
图 17：公司毛利率有所提升	8
图 18：不断提升创新与研发能力	9

图 19: 2013-2016 研发费用占比.....	9
图 20: 研发人员在进行设计.....	10
图 21: 研发人员在进行研发.....	10
图 22: 合作品牌.....	11
图 23: 超盈国际控股先进的生产设施.....	12
图 24: 产能利用率逐年提升.....	12
图 25: 第六期东莞生产基地.....	13
图 26: 越南生产基地.....	13
图 27: 运动服饰系列产品.....	14
图 28: 运动服饰业务占比逐年提升.....	14
图 29: 公司运动服装业务高速发展.....	14
图 30: 2010-2016 中国马拉松举办场次.....	15
图 31: 2011-2016 中国马拉松参赛人次.....	15
图 32: 摩根士丹利对全球运动服装销售量的预测.....	16
图 33: 中国运动服装市场规模及增速预测（单位：十亿美元）.....	16
图 34: Under Armour 营业收入及增速.....	17
图 35: Under Armour 净利润及增速.....	17
图 36: Lululemon 营业收入及增速.....	17
图 37: Lululemon 净利润及增速.....	17
图 38: Lululemon 各区域市场贡献率（2015-2020）.....	18
图 39: 维密全球市占率.....	18
图 40: 公司蕾丝业务持续增长.....	19
表 1: 各业务毛利率及变化.....	7
表 2: 公司近 6 年所获荣誉.....	10
表 3: 同比公司公开申请专利数量.....	10
表 4: 公司主要客户收入占比及采购比重.....	11
表 5: 国家体育产业政策.....	15
表 6: 收入预测明细表（百万港元）.....	19
表 7: 盈利预测明细表（百万港元）.....	20
表 8: 可比公司平均估值.....	20

1. 全球内衣物料制造龙头，消费升级率先受益

1.1. 公司作为全球最大内衣物料制造商，提供一站式解决方案

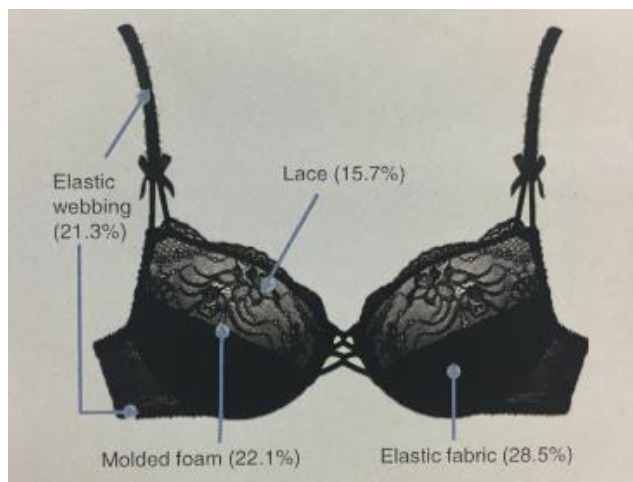
超盈国际控股主营产品分为弹性织物面料（包括女性内衣物料和运动服饰面料）、弹性织带以及蕾丝三大类，是全球范围内少数能够通过提供内衣、运动衣物料等一站式解决方案的物料制造商，可提供下游客户制造内衣的所有相关面料产品。公司在市场集中度高度分散的环境下市占率接近 5%（行业 Top5 的市占率接近 15%），在弹性织物面料排第一，弹性织带排第二，是全球最大的内衣物料制造企业。2013 年开始，公司拓宽领域至运动服装面料，其需求相比于内衣对面料更高。2016 年，运动服装面料占公司总收入比重为 18.4%，同比增长 51.3%，未来有望继续维持高速增长。

图 1：主营产品（弹性织物面料、弹性织带、蕾丝）



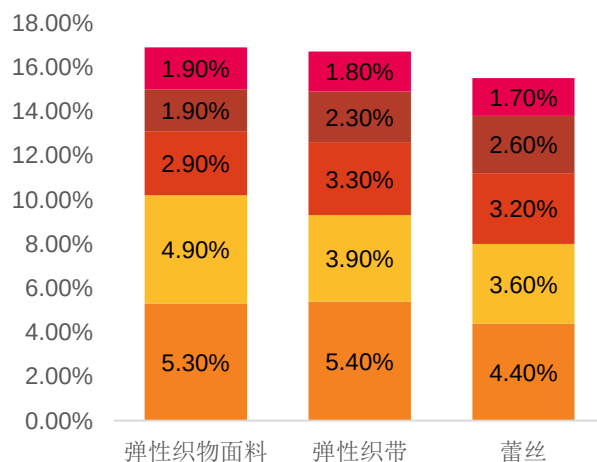
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：提供一站式解决方案



资料来源：公司资料，天风证券研究所

图 3：全球内衣物料市场前五大制造商占比

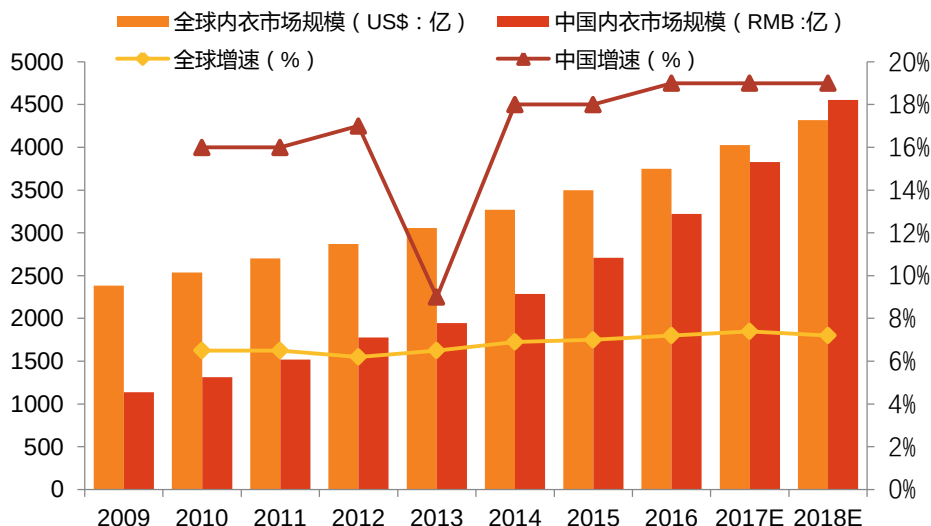


资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

1.2. 中国内衣市场增速依然较快，消费升级下公司作为龙头率先受益

全球内衣市场发展已成熟，年销售增速维持在 6-7%，而中国内衣市场仍处于快速发展阶段。根据 Frost&Sullivan 统计，2016 年中国内衣市场规模已超 3,220 亿元，同比增长 19%，2009-2016 年 CAGR 为 16%，增速在纺服行业中保持第一。展望 2017-2018 年，中国内衣市场仍将保持 18%-19% 的速度增长，到 2018 年末行业规模有望超过 4,500 亿元。在消费升级背景下，作为行业龙头公司有望率先受益。

图 4：全球及中国内衣市场规模及增速

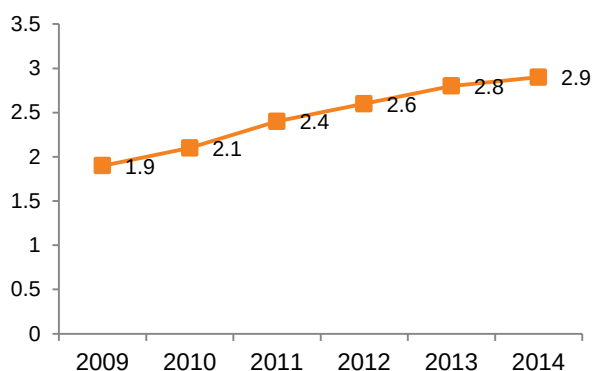


资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

随着经济水平提升和消费观念转变，国内女性内衣购买力提升：基于庞大消费群体基础（适龄群体 5 亿人），未来中国贴身内衣人均支出有较大的提升潜力。据纺织行业协会统计，女性消费者平均一年购买 3 次内衣，购买频次在呈逐年上升趋势，国内人均内衣支出稳步提升将带动国内内衣规模进一步扩大。

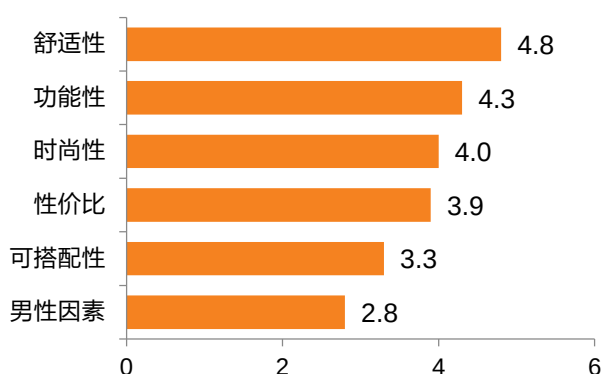
消费升级，舒适性、功能性及时尚性成为购买内衣首要考虑因素：随着女性消费趋于理智化，舒适性、功能性及时尚性成为购买内衣首要考虑的因素。消费者更加注重内衣面料的功能性以及时尚性，包括面料上的弹性、保温、防紫外线、抗菌等功能。随着新的纺织材料技术不断突破，一定程度上将带来整个女性内衣市场的变革。公司作为内衣物料龙头企业，拥有比同行业更强的研发设计生产能力，受益更明显。

图 5：中国女性内衣销量及购买频次



资料来源：联商资讯，天风证券研究所

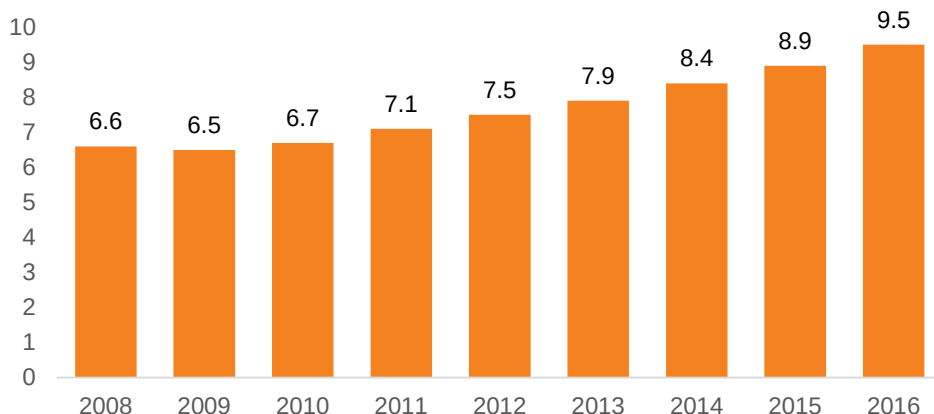
图 6：功能性成为消费主要考虑因素之一



资料来源：联商资讯，天风证券研究所

得益于内衣市场规模不断提升，内衣物料市场规模同步增长：根据 Frost & Sullivan 统计，全球内衣物料市场 2016 年达到 95 亿美元，内衣物料市场规模持续增长为公司内衣物料业务进一步拓展提供坚实基础。

图 7：2008-2016 全球女性内衣物料市场规模（单位：十亿美元）



资料来源：Frost & Sullivan，天风证券研究所

1.3. 业绩表现出众，相比于竞争对手各指标亮眼

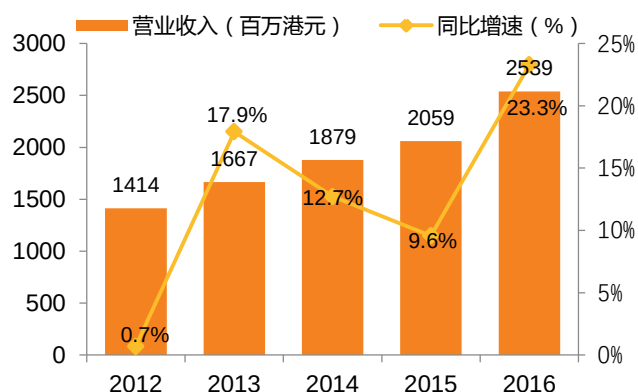
根据最新发布的 2016 年年报，公司实现营业收入 24.69 亿港元，同比增长 20.6%；实现净利润 4.56 亿元，同比增长 33.3%。公司近四年收入及净利润均实现两位数增长，且增幅不断上扬，在终端消费低迷的环境下表现出众。

（1）相比于同样做面料供应的企业，公司毛利率及净利率水平均处于领先地位（包括申洲国际、鲁泰、江苏阳光、新澳股份、鹿港文化以及山东如意）。2016 年公司实现净利率为 18.5%，比上期增加了 1.8pct；毛利率为 33.5%，比上期增加了 0.3pct，两个指标均高于行业整体水平。

（2）公司 2016 年应收、应付账款周转天数均有所减少，存货周转天数基本稳定。

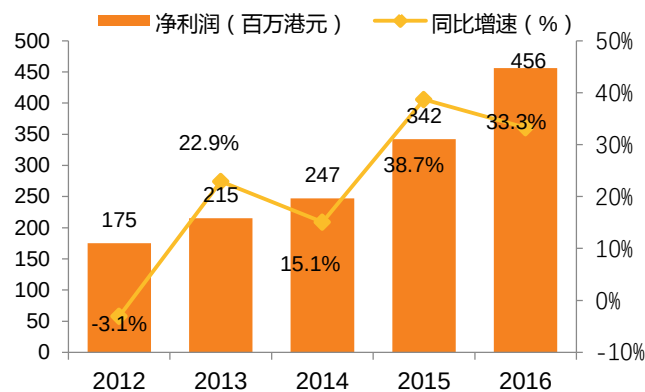
（3）拆分收入来看，运动服及蕾丝是收入增长主要驱动力：分业务来看，弹性织物是公司主要收入来源，占总收入 61.8%，同比增长 21.1%（其中女士内衣占总收入比重为 43.4%，同比 11.6%；运动服占总收入比重为 18.4%，同比 51.3%）；弹性织带占总收入 33.7%，同比增长 16.7%；蕾丝占比 4.5%，同比增长 49.1%。显而易见，运动服及蕾丝虽然占比比较小，但增速均接近 50%。运动服板块收入实现高速增长主要由于公司于 2013 年投入运动面料领域，目前仍在高速拓展期，随着公司不断拓展与更多知名运动品牌商的合作，市场占有率将不断提升，并且订单空间依旧较大。另外，是蕾丝业务具有较高毛利率（47.3%），随着蕾丝、运动服业务不断扩张将成为公司业绩增长新的驱动力。

图 8：营业收入及增速



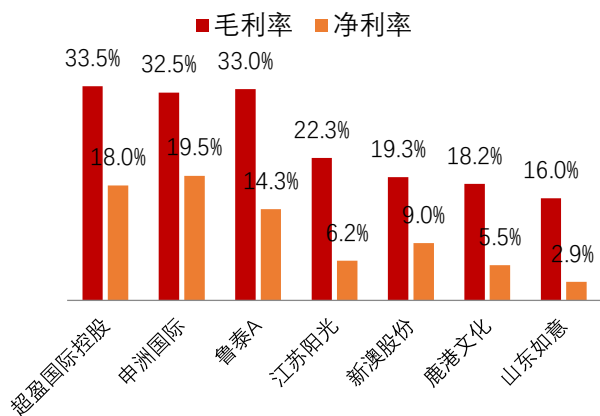
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：净利润及增速



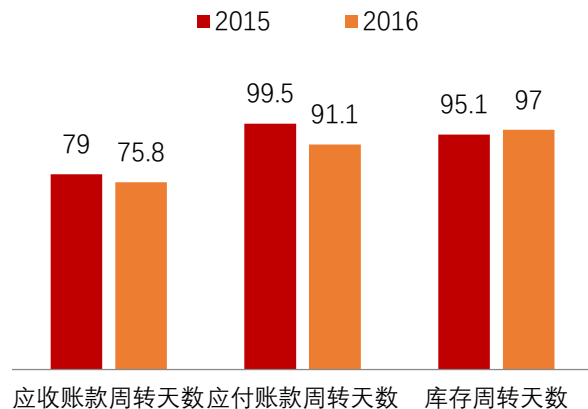
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：同业竞争者 2016 年净利率、毛利率对比



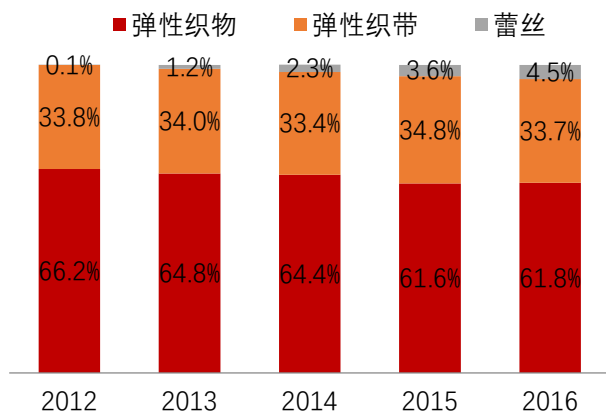
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 11：应收、应付、库存周转



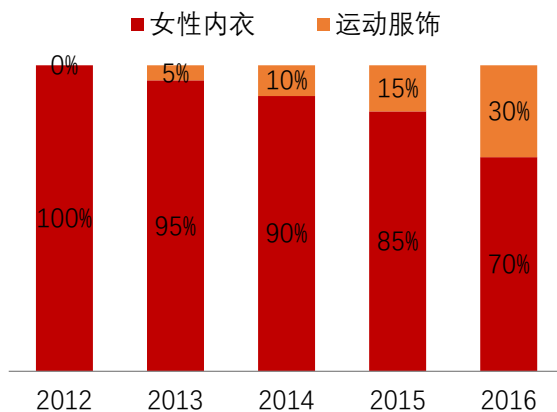
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 12：收入按材料区分



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：弹性织物中女性内衣及运动服饰占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 1：各业务毛利率及变化

	2015	2016	变化
弹性织物	31.3%	33.2%	1.9%
女性内衣	33.8%	33.5%	-0.3%
运动服饰	23.1%	32.4%	9.3%
弹性织带	35.0%	32.3%	-2.7%
蕾丝	50.0%	47.6%	-2.4%
整体毛利率	33.2%	33.5%	0.3%

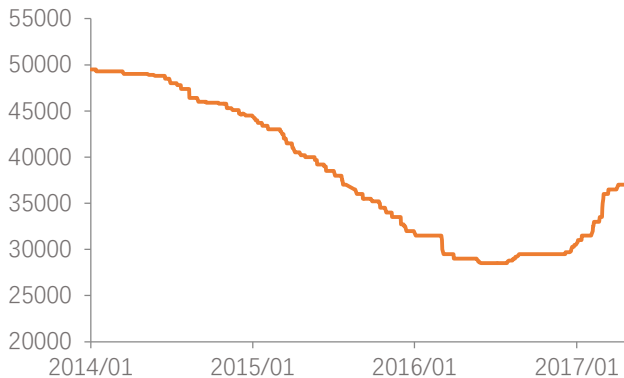
资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 原材料价格波动将影响公司利润水平

原材料价格下降带动整体毛利率提升。公司 2016 年生产成本中原材料占比为 54%，生产开支占比 33.8%，直接劳工占比 11.5%，14-16 年原材料成本占比逐年减少。公司主要原材料是氨纶和尼龙，氨纶价格跟随 MDI 价格，尼龙价格看苯价，这两者都是石油的副产品。由于油价自 2014 年夏季开始回落，在 16 年初达到最低点，氨纶和尼龙价格也随之下落，带动成本下降并提升盈利能力（公司原材料波动影响盈利水平从报表来看滞后半年到一年左右）。自 2016 年初之后油价进入反弹通道，目前进入了 45 美元/吨的中枢，继续上行压

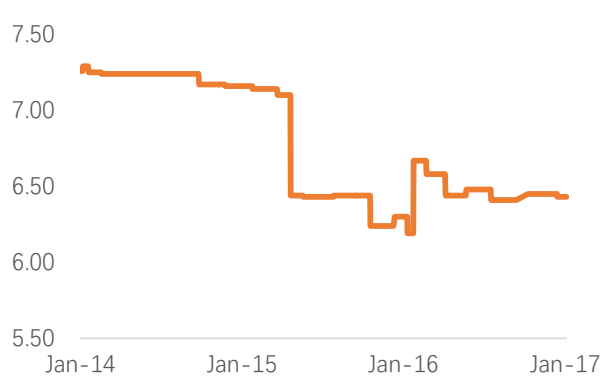
力较大，虽氨纶价格区间内有所上扬（尼龙价格目前趋稳），但持续性判断不佳，因此从17年来看，原材料成本总体较16年有所上升，公司毛利率或受影响，但总体可控。

图 14：近三年 CCFEI 价格指数:氨纶 40D（元/吨）



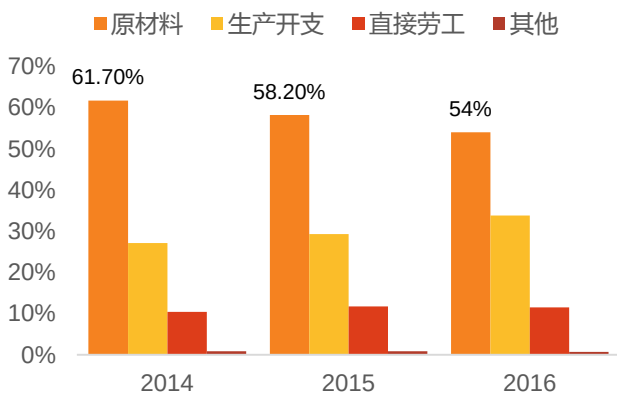
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：近三年尼龙牛津布市场价（元/吨）



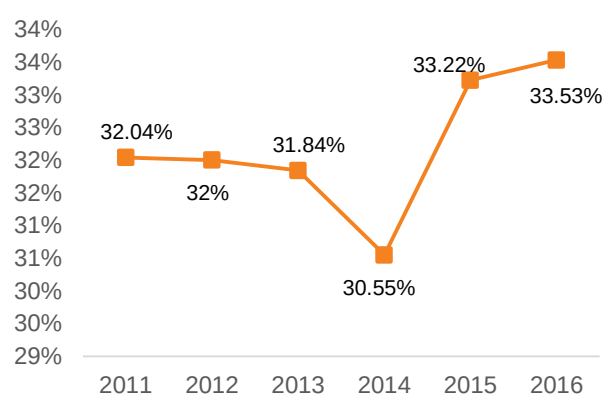
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：原材料所占成本有所下降



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 17：公司毛利率有所提升



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 领先的研发生产实力及长期稳定客户群是竞争优势，强者恒强

2.1. 公司拥有强大的研发设计能力，贴合市场趋势

创新及研发能力是保证长期可持续增长的动力。服装行业呈现快时尚趋势，这波快时尚风同样也吹到女性内衣市场，女性对内衣的审美及需求日新月异。公司想要实现业绩可持续增长首先需提高研发能力优化产品线，更高效地响应不断变化的消费趋势。作为行业龙头，公司多年来已累积庞大的研发数据库，每年能为市场提供数以百计的创新元素。另外，公司开发了丰富的功能性内衣物料产品组合，能够根据市场趋势及客户需要度身研发创新材料。

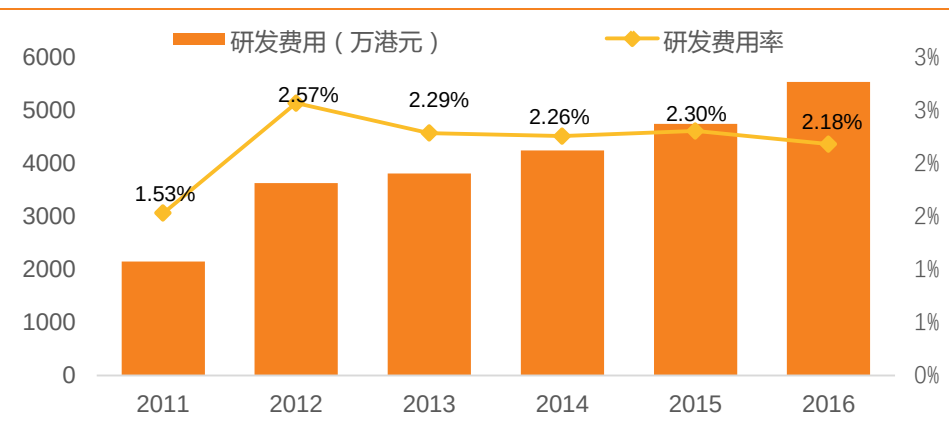
图 18：不断提升创新与研发能力



资料来源：公司资料，天风证券研究所

在市场竞争激烈、终端消费低迷的环境下，公司坚信产品为王，优秀的研发设计能力能够为公司注入长期可持续的生命力。公司每年将收入的 2-3% 投入到研发设计，2016 年 6 月，超盈技术研究院正式成立，为公司在技术研发方向提供足够支持，2017 年公司计划建立研发中心，为将来的可持续发展打下坚实基础。

图 19：2013-2016 研发费用占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司通过以下举措保持强大的创新能力：

- 1) 自 2012 年起成立设计工作室以吸纳当地的人才和创意。
- 2) 与一家法国时尚咨询公司紧密合作，取得有关设计和潮流的意见，并由其建议弹性织物面料、弹性织带及蕾丝产品的色彩、纱线和材料的选择。
- 3) 凭借卓越的研发实力，加强并保持了与女性内衣制造商以及原材料供货商之间的合作，将这些企业的设计概念转变成独家新产品，迎合求变求新的客户需求。
- 4) 研发团队还与尼龙及氨纶业首屈一指的主要原材料供货商紧密合作，根据不断变化的市场需求共同开发新织物面料或物料。
- 5) 计划于第八间生产设施建立新研发设施，以开发不同的产品种类和设计。
- 6) 与本地院校合作招聘优秀毕业生，通过文化交流和新人才招聘为研发提供支持并加强创新。
- 7) 持续研发投入，成立研发设计中心。

图 20：研发人员在进行设计



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 21：研发人员在进行研发



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 2：公司近 6 年所获荣誉

年份	荣誉	颁奖机构
2016	FEMMY Award(供应商类别)	美国女性内衣协会
2013	高新技术企业	广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局
2012	广东省加工贸易转型升级示范企业	东莞市人民政府、广东省对外贸易经济合作厅
2011	广东省企业技术中心	广东省经济与信息化委员会
	东莞市化纤经编织物工程技术研究开发中心	东莞市科学技术局
	东莞市专利培育企业	东莞市科学技术局、东莞市知识产权局
2010	高新技术企业	广东省科学技术厅、广东省财政厅、广东省国家税务局、广东省地方税务局

资料来源：公司资料，天风证券研究所

目前公司累计申请专利数达到 176 件,超过同行业公司。以“一种透气全涤经编弹性织物”为例,公司针对目前市场上运动上衣、普通 T 恤纬编织物缺陷,开发出一种透气涤经编弹性织物,是一种舒适透气且富有弹性的全涤面料,解决了传统纬编织物不透气的缺陷,广受市场欢迎。

表 3：同比公司公开申请专利数量

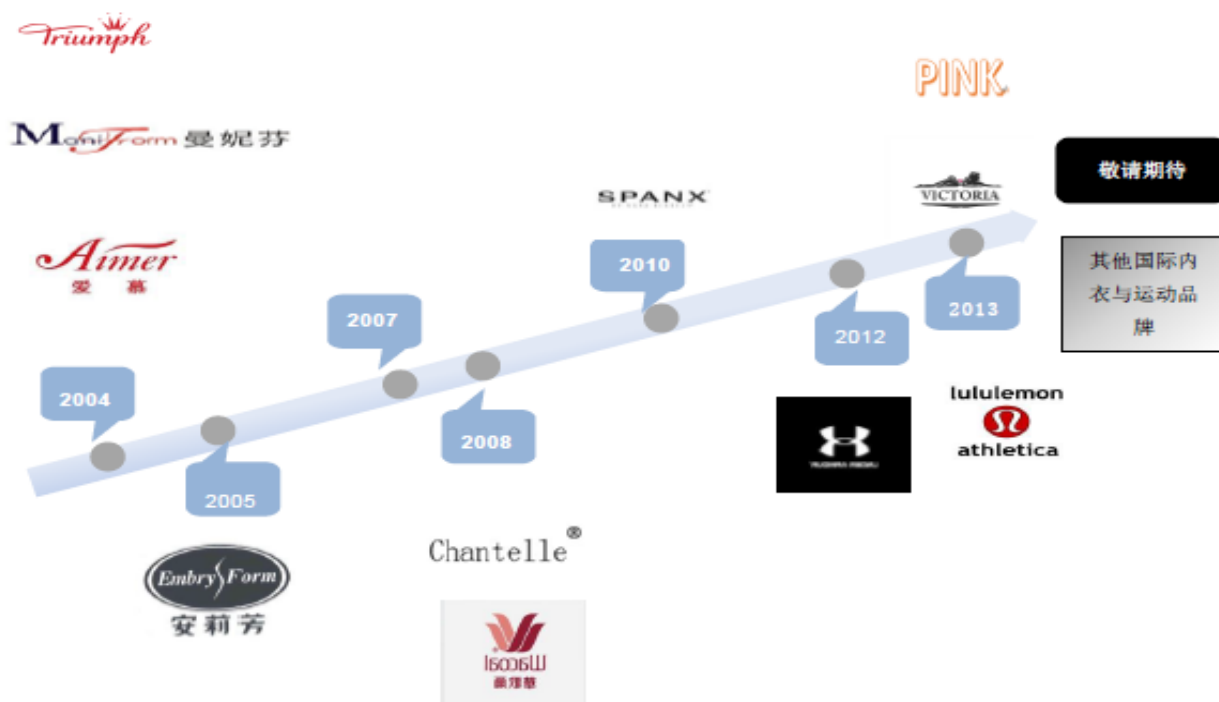
公司	已申请的专利数量
超盈国际	176
申洲国际	148
互太纺织	25
南旋控股	10

资料来源：国家知识产权局，天风证券研究所

2.2. 与全球多家一线品牌建立长期稳定的合作关系

公司与全球多家一线品牌建立长期战略合作关系。内衣方面包括 Victoria's Secret(维多利亚的秘密)、Wacoal(华歌尔)、Triumph(黛安芬)、Marks&Spencer(玛莎百货)、Aimer(爱慕)、Maniform(曼妮芬)、安莉芳、Chantelle、CK 等在内的多家首屈一指的国际女性内衣品牌。2013 年公司将业务拓宽至运动服饰面料,先后与 Under Armour(安德玛)、Lululemon、Reebok 以及 Adidas 建立合作关系,随着内衣及运动服饰业务快速发展,公司将继续挖掘更多目标客户以丰富订单结构。

图 22：合作品牌



资料来源：公司资料，天风证券研究所

根据披露的 2015 年客户数据来看，公司前 5 大客户收入占年度销售额 38%，客户群相对集中。内衣板块，Victoria's Secret 是公司最大单一客户，销售占比 25%，其次分别是玛莎百货、黛安芬、CK 以及华歌尔各占 3%。公司占维密的采购比重较多，弹性织物超 50%、弹性织带为 25%，除了维密之外公司均有提供蕾丝产品，其中 CK 为最大蕾丝采购方（50%），因此维密是公司能够提高蕾丝业务订单量的首要客户，能提供较大蕾丝业绩增长空间。运动服饰方面，UA 安德玛是最大客户，收入占比为 4%，随着运动服饰业务持续高速增长，大客户的采购量将持续上升。

表 4：公司主要客户收入占比及采购比重

业务	占总收入比重（%）	占客户采购比重（%）
女性内衣		
Victoria's Secret	25%	弹性织物：内衣 50%，运动 60%； 弹性织带 25%；蕾丝暂未供应。
CK	3%	蕾丝 50%
华歌尔	3%	NA
黛安芬	3%	NA
玛莎百货	3%	NA
运动品牌		
UA 安德玛	4%	1%
Lululemon	1%	1%
Reebok	1%	1%
Adidas	1%	1%

资料来源：公司资料天风证券研究所

2.3. 产能利用率持续提升、新建产能逐步释放将增厚业绩

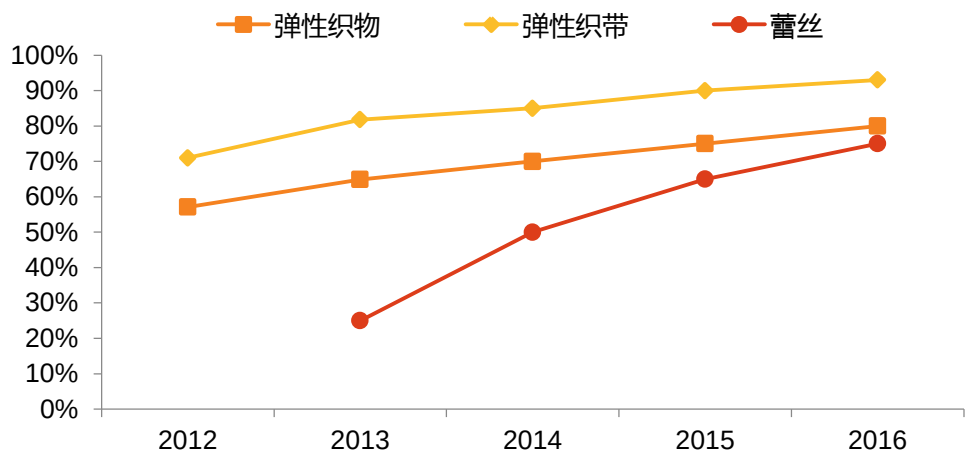
公司弹性织物面料、弹性织带及蕾丝业务的生产主要来自自有生产设施。公司旗下有两家大型生产工厂，分别为东莞超盈纺织有限公司，主要生产弹性织物面料和蕾丝、印花产品；以及东莞润信弹性织物有限公司，主要生产弹性织带。截至 2016 年，公司弹性织物面料、弹性织带及蕾丝的设计产能分别达到 84.6 百万米、1190.6 百万米以及 22.8 百万米；产能利用率分别为 80%、93%以及 75%，产能利用率逐年提升。

图 23：超盈国际控股先进的生产设施



资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 24：产能利用率逐年提升



资料来源：公司资料，天风证券研究所

第六期东莞生产厂房产于 2017 年一季度建成并投产，将进一步提高生产能力。为迎合市场增长潜力及进一步巩固公司的市场领先地位，2016 年上半年，公司在中国东莞麻涌镇（麻涌生产基地）投建第六期生产厂房，并预计将于 2017 年一季度投产，该厂房总建筑面积约 35,000 平方米，**预计产能将会增加 10-15%**。公司将继续改进并拓展生产机器和设施以提高生产效率，降低消耗成本并提升产能。

越南兴建首个海外生产基地将于 2017 年中期投入使用。受惠于多项自由贸易协议，越南作为新兴生产基地日渐受到青睐，区内纺织业更享有优越的关税减免优惠，人工及运输成本大大降低。此外，由于公司不少客户已在越南设厂生产，使公司能与该等客户更紧密合作，希望借此扩大市场份额。公司总投入约 6 亿港元用于发展越南的生产基地，预期越南厂房将于 2017 年中期投入使用，**届时能够提供大约 10-15%的额外生产力，其中弹性织物和弹性织带的生产力可以提高 25-30%**。另外公司可享受当地的税务优惠，包括最初两个获利年度可以免除全部所得税，其后四年可享受一半的所得税率豁免，税务政策可以提高公司利润水平。

图 25：第六期东莞生产基地



资料来源：公司资料，天风证券研究所

图 26：越南生产基地

生产基地：越南

总投资

6 亿港元

总设计年生产力

弹性织物和弹性织带生产能力提高大约 25%-30%

总建筑面积 121,804 平方米

A: 70,569 平方米

B: 51,235 平方米

土地状态：

A: 开始建设

B: 开始建设

预计开始生产：

2017 年中期

当地税收激励：

*完全豁免——有盈利的前两年

*减半税率——随后四年



通过周边优势捕捉潜在市场机会



节约生产成本：
降低劳动力成本+节约物流成本



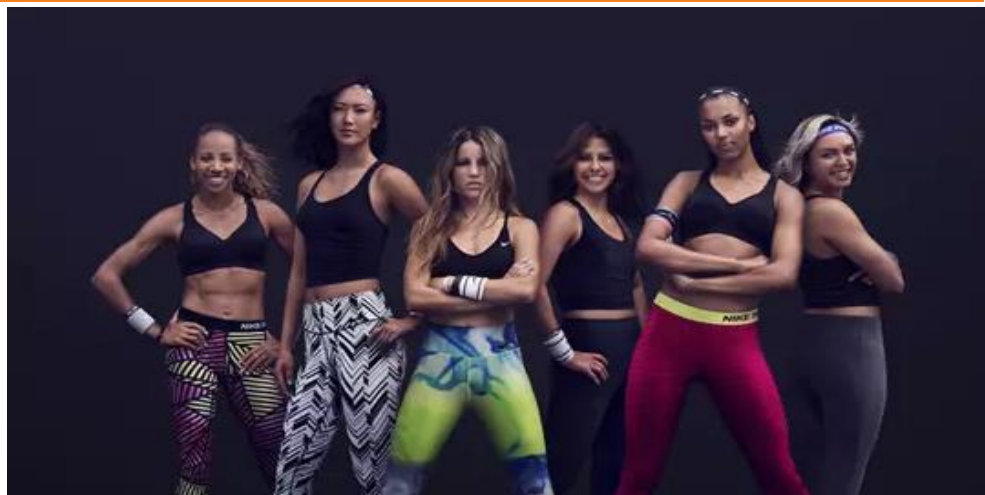
资料来源：公司资料，天风证券研究所

3. 运动服装物料是业绩弹性关键催化剂

3.1. 发挥内衣物料龙头优势，业务延伸至运动服装物料领域

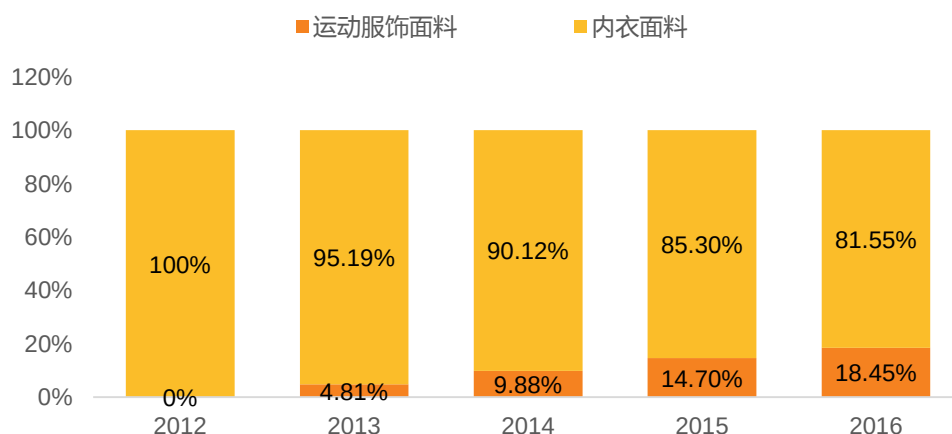
公司于 2013 年将业务进一步扩充至运动服装物料市场，向运动服装品牌商或制造商提供弹性织物面料及弹性织带等相关产品，用于生产运动 bra、跑步及瑜伽服装以及便服等。公司运动服装面料业务快速增长，2016 年收入同比增长 51.3%，占营收比重 18.45%，运动服饰面料收入占比逐年提高，与女士内衣相比，运动服饰面料显然成为公司收入增长的主引擎。受益于运动服装面料业务快速增长，公司业绩表现亮眼，2016 年营收同比增长 23.31%，净利润同比增长 33.26%，近两年来营收和净利润增速明显加快。

图 27：运动服饰系列产品



资料来源：百度图片，天风证券研究所

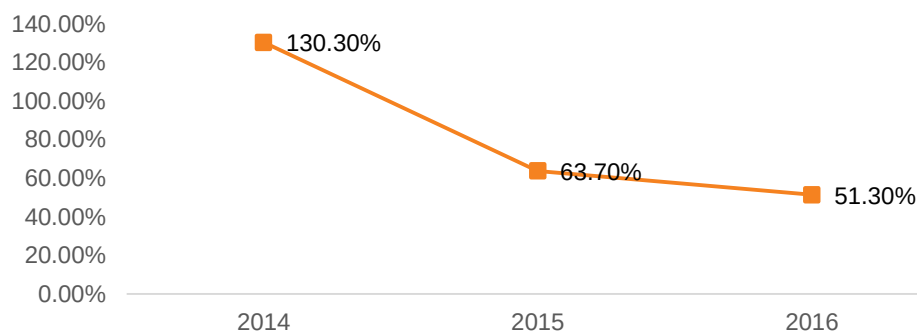
图 28：运动服饰业务占比逐年提升



资料来源：公司资料，天风证券研究所

源于大众对健康生活越发重视，公司快速调整产品结构，将业务延伸至运动服装领域。随着居民生活水平越趋改善，消费者寻求更高质量的生活方式，进而刺激消费者对健康生活及运动的重视。公司重视健康生活方式带来的市场空间，利用已有生产研发能力、专业技术以及客户资源向运动服装品牌销售相关运动服饰物料。另外，由于女性内衣及运动服装所用物料于规格及功能上相近，公司在业务扩展方面更加顺利。目前公司已向相关运动品牌商提供弹性织物面料及弹性织带供其生产运动服装。

图 29：公司运动服装业务高速发展



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2. 健康生活观念升级推动国内运动服装市场持续增长

国家政策支持下将推动体育产业持续高速发展。2016 年 6 月，国务院印发《全民健身计划（2016-2020）》，计划提出到 2020 年，群众体育健身意识将普遍增强，参加体育锻炼的人数明显增加，其中每周参加 1 次及以上体育锻炼的人数可达到 7 亿，经常参加体育锻炼的人数可达到 4.35 亿，体育消费总规模将达到 1,5000 亿元，全民健身趋势将成为促进体育产业发展、推动内需和形成新的经济增长点的动力源。

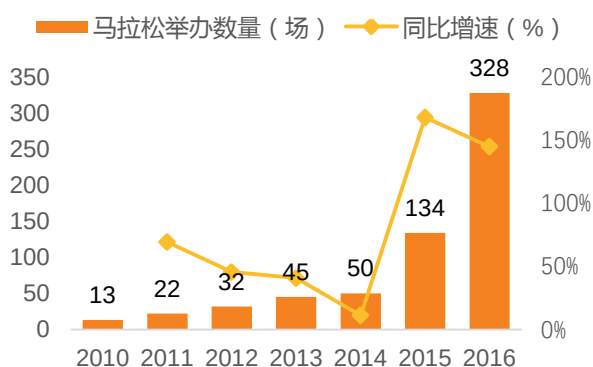
表 5：国家体育产业政策

年份	颁布机构	政策
2016	国务院	《全民健身计划（2016-2020）》
2016	国务院	《“健康中国 2030”规划纲要》
2016	国务院	《关于加快发展健身休闲产业的指导意见》
2016	国家体育总局	《体育产业十三五规划》
2016	国家体育总局	《冰雪运动发展规划（2016-2025 年）》
2016	国家体育总局	《全国冰雪场地设施建设规划（2016-2022 年）》
2014	国务院	《关于加快发展体育产业、促进体育消费的若干意见》

资料来源：国务院、国家体育总局、天风证券研究所

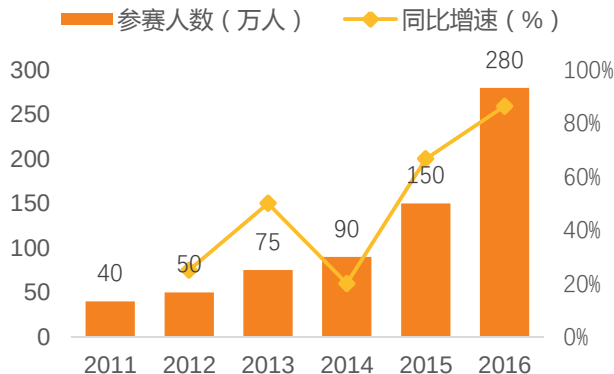
随着健康生活及个人形象意识的提升，加上国际大型运动赛事相继举办，消费者日益注重运动及健身，将带动运动服饰市场进入高速增长期。以马拉松为例，2016 年中国马拉松参赛人次达到了 280 万人次，同比增长 87%。2016 年马拉松达到 328 场，但相比美国（800）我国马拉松比赛数量还相对较少具有很大的提升空间。另外，越来越多的运动爱好者不仅关注运动服的功能性，也开始关注其美观性与独特性，未来运动服装市场的产品将更加细分化、智能化和时尚化，公司作为物料龙头制造商拥有研发生产优势，将率先受益。

图 30：2010-2016 中国马拉松举办场次



资料来源：中国田径协会，天风证券研究所

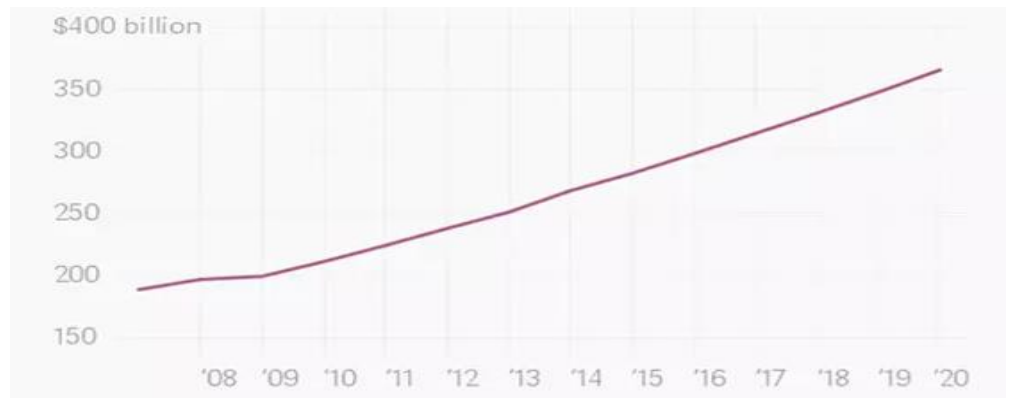
图 31：2011-2016 中国马拉松参赛人次



资料来源：中国马拉松官网，天风证券研究所

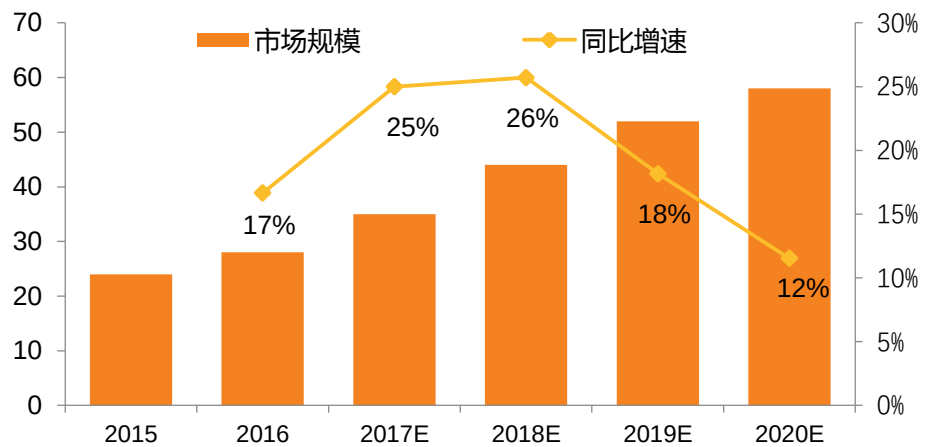
全球运动服装市场稳健增长，中国运动服装市场进入高速增长阶段。据 Euromonitor International 的调查显示，2015 年中国运动服饰市场规模已增长至 240 亿美元，到 2020 年，其规模将超过奢侈品市场，达到 580 亿美元，2017-2020 年运动市场复合增速预计可以达到 18.34%，中国庞大的人口基数是国内运动服装市场爆发的动力源。此外，随着农村人口可支配收入的稳步提高、健身意识的增强以及电子商务的不断渗透，庞大的农村市场有利于运动服市场的进一步提高，从而利好上游物料制造商。

图 32：摩根士丹利对全球运动服装销售量的预测



资料来源：摩根士丹利，天风证券研究所

图 33：中国运动服装市场规模及增速预测（单位：十亿美元）



资料来源：Euromonitor International，天风证券研究所

3.3. 与国际领先运动服装品牌合作，需求端空间较大

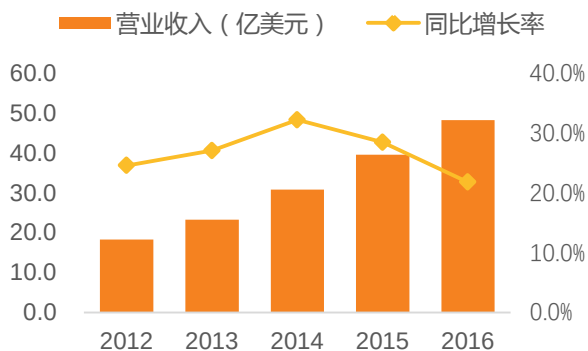
在运动服饰面料方面，公司先后与 Under Armour (UA 安德玛)、Lululemon、Reebok 以及 Adidas 等国际知名运动品牌商成为长期合作伙伴，其中 UA 安德玛是运动板块最大客户，占公司总收入 4%；其余占比较小（1%）。由于运动物料业务仍在大力拓展期，收入同比增速超 50%，随着此业务逐渐成熟将进一步扩大前五大客户收入占比，并成为提拉公司业绩主要动力源。

3.3.1. UA 作为运动物料最大客户，销售规模不断增加将提供更大订单空间

Under Armour 是一家国际大型体育装备生产商，目前占据着美国 79% 的运动服饰市场份额，并且保持快速发展势头，UA 2011-2015 年营收复合增速达到 28.10%，净利润复合增速达到 24.46%，持续稳健的增速将提高运动服饰物料需求，从而有利于超盈国际提升订单量。

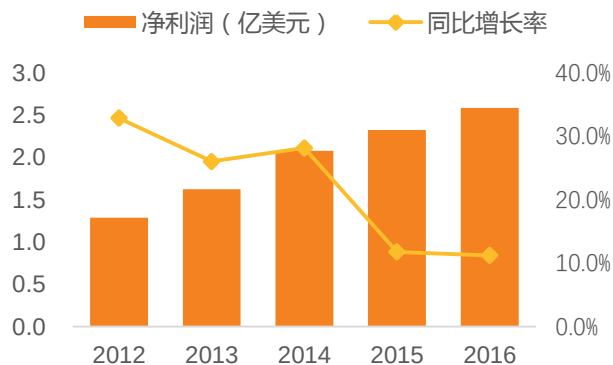
产品方面，UA 专注于改善服饰舒适度并获得消费者广泛认可，因此在功能性运动服市场占据近 80% 的市场份额，并在 2014 年下半年超越了 Adidas，成为美国市场上第二大运动品牌。另外，UA 于 2014 年 4 月宣布进军运动服外的女性服装市场，估计在 2018 年，净营收将增长将近两倍，达到 80 亿美元。由于超盈国际在内衣物料领域拥有丰富经验，而运动物料与内衣物料在技术层面上相似，因此公司能为 UA 提供舒适性及功能性兼备的运动服饰面料。因此在 UA 作为运动服饰行业龙头企业，销售规模不断增加的利好情况下，超盈国际作为内衣物料龙头企业将率先受益，通过进一步合作不断增加订单量提振公司整体收益水平。

图 34: Under Armour 营业收入及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 35: Under Armour 净利润及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

3.3.2. 瑜伽风靡全球, Lululemon 市场潜力较大

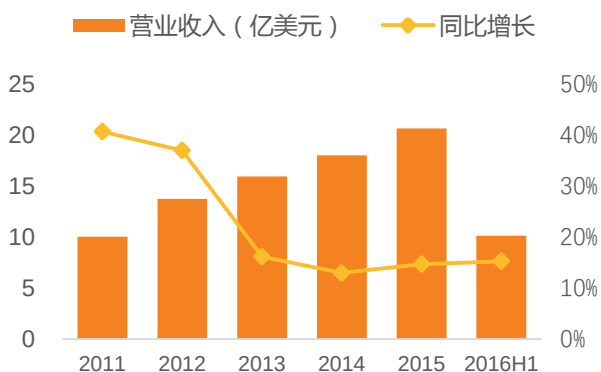
Lululemon 是一家专注于做瑜伽服饰的公司, 由于 Lululemon 服饰除了设计时尚外, 还具有贴身、舒适而又排汗等特点, 因此被誉为“加拿大第一专业运动品牌”, 在北美是人们进行瑜伽、健身等的运动服饰首选。

Lululemon 未来发展潜力大。相对于其他健身项目, 瑜伽由于具有安全轻松、塑身效果好和场所易搭建等优势, 已成为全球热门运动休闲项目。瑜伽行业属于寡头垄断市场, 消费者对优质品牌的客户粘性高, Lululemon 作为领先企业且具有先发优势, 出色的产品研发设计能力将率先瓜分近千亿的瑜伽市场份额。另外, Lululemon 在纵向深耕瑜伽产品领域的同时, 注重横向开拓新的市场, 目前正在全面布局跑步、游泳、登山户外等更大的运动休闲市场。2016 年 Lululemon 收入同比增长 20%, 并根据未来五年发展计划, 公司还将着手打造超过 10 亿美元的男装业务。公司在突破瑜伽行业壁垒的同时, 为自身发展带来更大的市场空间和潜力。

全球化战略推行, 中国市场潜力大。公司立足北美, 注重全球市场的开拓, 目前 Lululemon 在全球共设 400 家门店, 其中仅 7% 收入来自国际市场, 因此国际市场有很大的市场潜力。据其管理层称, 国际市场仍有 20-25% 的增长空间。预计公司在未来几年在保持美国地区门店稳定增长的同时, 还会有进一步深化高增长高毛利的亚洲市场的可能, 2020 年国际市场占比会进一步提升, 预计可以达到 13%, 而未来中国市场规模有望达到美国的 2 倍。

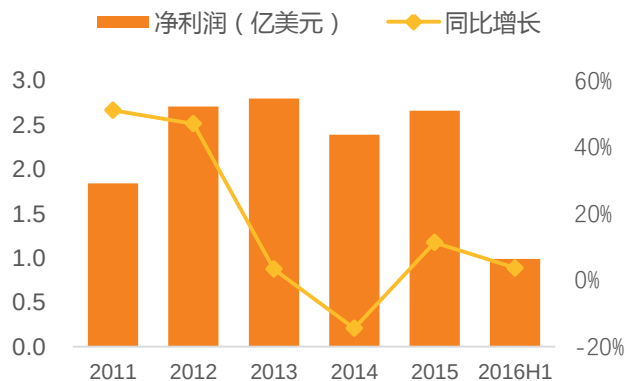
瑜伽作为全球热门运动, 这股热潮将推动瑜伽服饰需求持续增长, 尤其在中国市场受益于庞大的人口基数, 市场潜力巨大。超盈国际作为国内物料龙头有望进一步增加订单量。

图 36: Lululemon 营业收入及增速



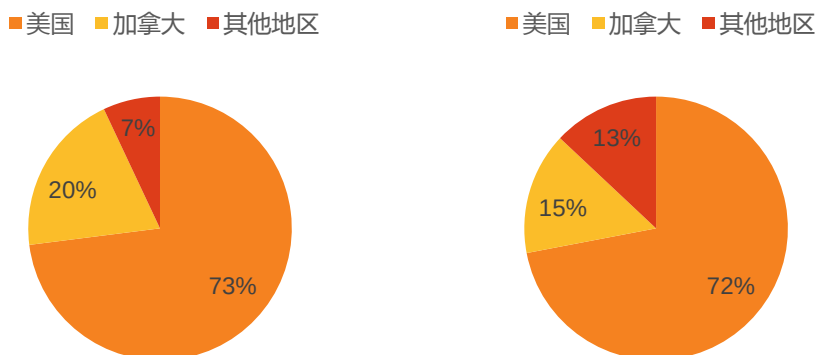
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 37: Lululemon 净利润及增速



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 38: Lululemon 各区域市场贡献率 (2015-2020)



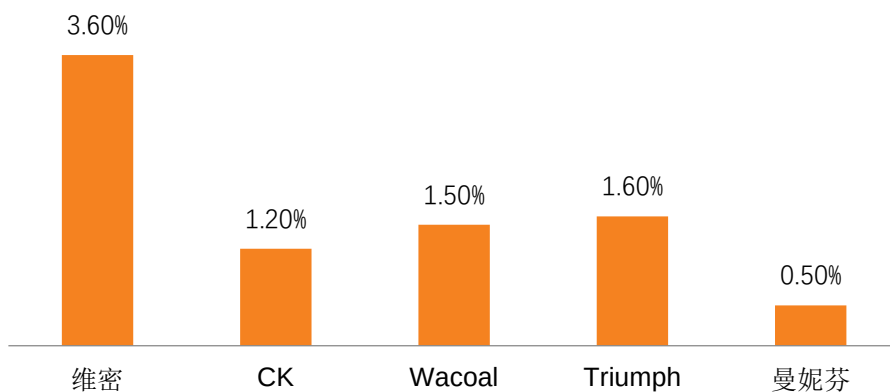
资料来源: 华丽志, 天风证券研究所

3.4. 维密入驻中国市场, 内衣物料业务空间有望进一步提升

公司最大的单一客户维密已在上海设立首家国内门店, 并将继续加快中国市场布局, 维密作为全球内衣龙头企业未来在中国市场的销售规模将高速增长。公司作为维密物料供应商, 目前已提供维密超过 50% 以上的弹性织物和弹性织带产品, 随着维密进一步拓展国内市场, 公司在提高订单量方面具有先发优势。另外, 公司尚未提供维密蕾丝产品, 因此蕾丝产品空间更大。

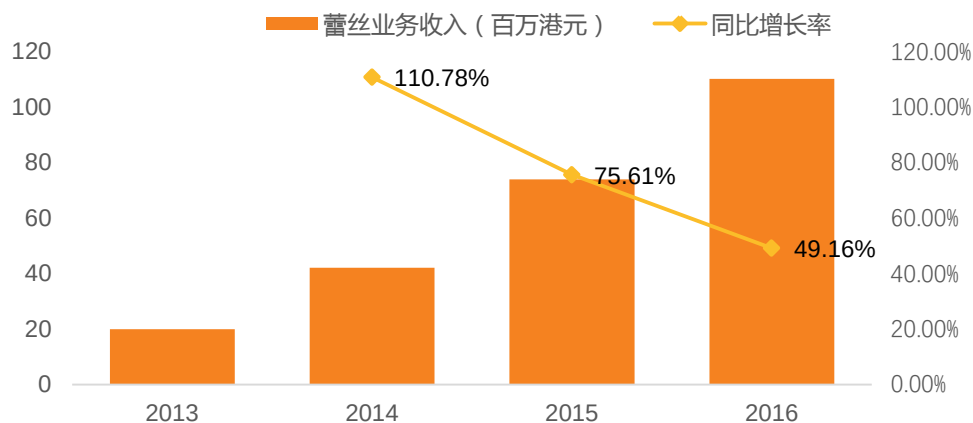
蕾丝业务由设计推动, 但大部分公司缺乏设计动力, 而且蕾丝的设备相对较昂贵, 公司利用多年时间去了解行业情况后于 2012 年才开始拓展蕾丝业务。基于广泛深厚的客户基础, 公司持续向现有客户交叉销售蕾丝产品, 推动蕾丝业务继续快速发展。2016 年, 蕾丝业务的收入同比大增 49.16% 至约 110.2 百万港元。随着维密在国内陆续开店, 公司有望获得维密蕾丝产品订单进而促进公司业绩进一步提升。

图 39: 维密全球市占率



资料来源: 公司资料, 天风证券研究所

图 40：公司蕾丝业务持续增长



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别为 29.28、34.63、40.74 亿港元，同比增长 19%、18%、18%。随着越南工厂的投产，人工成本会有所下降。另外由于越南生产基地有所得税优惠，判断随着越南生产基地投产，公司有效税率会有所下降。因此预估公司 2017/2018/2019 年净利润分别为 5.48、6.53、7.92 亿港元，同比增速分别为 20%、19%、21%。EPS 分别为 0.53、0.63、0.77 港元，对应 PE 13、11、9 倍。

表 6：收入预测明细表（百万港元）

超盈国际控股		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR 17_19
1. 弹性织物面料							
营业收入		1261	1526	1828	2185	2606	
	YOY	5%	21%	20%	20%	19%	19%
毛利率		31%	33%	33%	34%	34%	
内衣物料收入		960	1071	1167	1261	1349	
	YOY	-5%	12%	9%	8%	7%	7%
占比		76%	70%	64%	58%	52%	
毛利率		34%	34%	34%	34%	34%	
运动服装物料收入		301	456	660	925	1258	
	YOY	64%	51%	45%	40%	36%	38%
占比		24%	30%	36%	42%	48%	
毛利率		23%	32%	33%	33%	34%	
2. 弹性织带							
营业收入		714	833	941	1054	1159	
	YOY	15%	17%	13%	12%	10%	11%
毛利率		35%	32%	32%	33%	33%	
3. 蕾丝							
营业收入		74	110	160	224	309	
	YOY	76%	49%	45%	40%	38%	39%
毛利率		50%	48%	48%	48%	48%	
营业总收入		2048	2469	2928	3463	4074	
	YOY	10%	21%	19%	18%	18%	18%
整体毛利率		33%	34%	34%	34%	34%	

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 7：盈利预测明细表（百万港元）

超盈国际控股		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR 17_19
营业收入		2048	2469	2928	3463	4074	
	YOY	10%	21%	19%	18%	18%	19%
毛利		589	828	990	1181	1400	
毛利率		33%	34%	34%	34%	34%	
其他收入		46	45	49	58	69	
其他收益及亏损		1	25	6	5	4	
销售及分销开支		98	121	141	156	193	
行政开支		145	163	176	225	244	
研发费用		47	55	64	76	88	
营业利润		346	559	665	788	948	
营业利润率		17%	23%	23%	23%	23%	
分占合营企业业绩		1	6	7	5	5	
融资成本		24	29	30	32	32	
除税前溢利		323	536	642	761	921	
有效所得税率		-27%	15%	15%	14%	14%	
净利润		342	456	548	653	792	
净利润率		17%	18%	19%	19%	19%	
	YOY	39%	33%	20%	19%	21%	20%
EPS		0.34	0.44	0.53	0.63	0.77	
PE				13.25	11.13	9.18	

资料来源：Wind，天风证券研究所

公司 14-16 年 EPS 分别为 0.27、0.34、0.44 港元，根据我们计算，对应估值区间分别为 7.5-15.8，8.7-12.7，7.1-16.9 倍。另外，2017 年可比公司平均估值为 13.4 倍，考虑到公司作为行业龙头客户资源稳定，内衣物料业务稳健增长，并且大力拓展运动服装面料市场，市场空间亟待进一步开发，我们给予公司 2017 年 16 倍 PE，对应 3-6 个月目标价为 8.48 港元。

表 8：可比公司平均估值

	2017	2018
超盈国际	13.25	11.13
申洲国际	19.64	17.26
互太纺织	11.84	11.66
南旋控股	8.85	7.61
平均 PE	13.40	11.92

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 风险提示

- 1、汇率风险；
- 2、市场竞争加剧风险；
- 3、原材料成本上升风险等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com