

证券研究报告·上市公司深度

南旋是否具备“申洲”基因？

——“智”造系列之二

国内针织毛衣制造龙头，前五大客户为优衣库、Tommy Hilfiger、Lands' End、Ann Taylor 和 GAP，公司已成为优衣库毛衣品类的全球最大供应商（约 40% 销量）。2017 年 12 月，收购保丽信进军针织鞋面领域，以 ODM 模式服务于 PUMA、UA、斯凯奇等国际运动品牌，并开拓安踏、李宁等本土运动品牌。

产能转移+智能设备+研发投入，带动细分龙头集中度提升。2011-2016 年我国针织行业规模 CAGR 为 5.5%，目前针织市场高度分散，CR5 仅 2% 左右。龙头凭借资金实力，提高装备自动化水平、加强海外产能转移等方式来缓解成本压力，同时加强垂直一体化布局、重视自主研发来强化核心竞争力，行业进入门槛抬高，叠加人工环保等成本攀升影响，落后产能逐渐出清。

越南产能提效空间大，保障客户继续渗透与新客户拓展。目前越南产能利用率仅 50% 左右，越南人均产能 2540 件/年，相比于国内 5455 件/年的水平仍有一倍以上的提升空间。另外，毛衣与鞋面生产设备同型，并且生产淡旺季交错，每年 6-7 月是针织鞋的生产淡季，恰也是毛衣秋冬款的生产旺季，因此双方产能的灵活调配，促进产能利用率进一步提升。伴随着产能逐渐释放，毛衣与鞋面客户的交叉销售空间值得期待。

全成型服装技术引变革，推动产品多元化，迎合快时尚趋势。2017 年推出 Whole Garment，是目前全球唯一大规模应用全成型无缝针织技术的制造商，能够节约一半生产时间，节省缝制用工成本，减少原材料损耗，较普通毛衣售价提升 40%+。

国内运动鞋市场规模高增，各品牌的针织鞋款渗透空间大。2014-2017 年国内运动鞋 CAGR 达 15.3%。2012 年 Nike 率先推出 Flyknit 针织鞋，目前 Nike 编制运动鞋仅占整体收入的 6%-8%。鉴于针织鞋的生产成本低、时尚度高、舒适度好等，包括 Nike 在内的国内外品牌近年来均在加大对针织鞋的新品研发生产。

投资建议：考虑到保丽信仅 1-3 月并表（春节假期停工）、以及人民币升值、原材料价格上涨等负面因素影响，我们下调公司盈利预测，预计 2018-2019 财年净利润分别为 3.52、5.25 亿港元，同比增长 7.4%、48.9%，2019 财年（截止 2019 年 3 月 31 日）对应的 PE 为 10 倍。但鉴于公司在针织领域的龙头优势，未来越南产能释放空间大，毛衣与鞋面交叉销售打开增长空间，目前安全边际较高，维持“买入”评级。

风险因素：海外需求低迷、海外产能释放低于预期、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。

南旋控股 (01982)

维持

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

香港牌照：BJU617

史琨

shikun@csc.com.cn

010-65608483

执业证书编号：S1440517090002

发布日期：2018 年 03 月 23 日

当前股价：2.26 港元

相关研究报告

- | | |
|----------|--|
| 17.12.13 | 南旋控股：全成型无缝技术与针织鞋面业务，推动产品多元化和市场份额提升 |
| 17.12.07 | 南旋控股：国际化布局与一体针织品类驱动主业稳增长，收购保丽信拓展优质运动服饰客户 |



开篇

纺织制造行业龙头申洲国际，也是目前板块市值最大的公司。自去年8月智造系列一：《申洲国际：研发驱动、中国“质造”》报告发布以来，公司累计涨幅已达50%。2008-2017的十年间，公司业绩增长9倍，市值增长100倍。此篇是我们潜心推出的智造系列二，南旋控股是否属于具备“申洲”基因的优质制造商。

我们如何看待申洲国际的高护城河？

(1) 抢占赛道很重要！申洲国际以生产针织服装为主，2006年全球运动风盛行，申洲从休闲转型运动，分享头部运动品牌Nike、ADIDAS、PUMA爆发增长红利以及高毛利。10余年后，申洲运动销售额占比已超65%。

(2) 国际品牌商选择供应商会优先考虑：研发生产高附加值产品的能力、快速交货、质量稳定、价格优势等。申洲基于“研发突出+智能装备+产能转移+垂直一体化”四维布局，不断强化护城河，因此能够筛选客户订单并获得爆款高端订单，从而实现比客户更快的增速。

- 运动产品的差异性主要体现在基于面料的功能性，比如排汗防水等。申洲年研发费用投入上亿元，年开发新面料上千种。面料生产采用ODM模式，与客户共同进行高附加值新品研发，促进产品毛利率提升，提高对客户的议价能力。
- 为了缓解人工成本上涨压力，公司高瞻远瞩顺应行业趋势：一方面将产能向成本较低的越南和柬埔寨转移，享受当地税收优惠和人口红利。另一方面加大自动化设备投入和改造，提高生产效率，目前申洲一半订单45天交货，宁波工厂实现15天快速交货。
- 消费者对时尚的需求快速更迭，品牌对上游供应链柔性化程度的也越来越高。申洲独有的垂直一体化布局，从纱线到织布到成衣，各个环节精益化管理。一方面节省中间流通时间，有效缩短交货周期。另一方面从源头控制产品质量，易获得优质国际品牌信赖。近年来呈现品牌商向优质供应商进行订单倾斜的趋势，头部供应商受益。

南旋是否具备“申洲”基因？

(1) 赛道已占，份额待提升！回顾申洲的发展历程，从优衣库向运动延伸的过程中，优衣库的高标准要求为后续国际大牌的开拓奠定了坚实基础。目前，南旋已经是优衣库针织类毛衣的全球最大供应商，针织鞋面是当下最流行运动概念，客户包括PUMA、UA、斯凯奇等头部品牌，并与李宁、安踏等本土品牌共同开拓国内广阔市场。

(2) 研发领先！南旋年研发费用率2%左右，与优衣库战略开拓3D-U-Knit高端无缝毛衣市场，今年秋冬款上线销量爆满；鞋面业务采取ODM模式，自主研发的3D针织鞋面技术已进入产品试验阶段。

(3) 装备一流！全球目前唯一大规模引进Whole Garment革命性技术，凭借“节约人力成本、节省工时费料、产品质量稳定”等突出优势，具备较强的成本转嫁能力。南旋的壁垒不仅仅体现在智能设备的资金投入成本比较高，更多的是在电脑程序操作过程中，由于针织产品弹性较大，因此数据精准输入的难度高，而数据准确性直接关系产品稳定性，这也是国际品牌最为看重的。而南旋凭借20余年深耕毛衣行业的丰富经验，熟练掌握电脑针织编织技术，能够完成复杂图案的产品设计生产。

(4) 不得不说申洲国际的垂直一体化布局具有非常明显的先发优势，后来者再向上下游延伸的最大问题在于会同现有的合作商形成竞争，因此推进难度加大。但后进者可以通过加强现有各环节的精益管理、与上下游保持紧密合作来进行弥补。南旋鞋面业务已与兄弟品牌合作开始整鞋生产。



目录

一、公司概况	1
(一) 国内针织毛衣制造龙头	1
(二) 王氏家族绝对控股，管理层行业经验丰富	1
(三) 背靠大客户优衣库，毛衣业务稳定增长	2
(四) 供应商全球化分布，成本控制能力良好	4
二、针织行业：市场规模稳增，集中度有待提升	5
(一) 国内面料纺织技术：以针织与梭织为主	5
(二) 产能转移+智能设备+研发投入，带动细分龙头集中度提升	6
(三) 内销增速趋缓稳定，出口数据呈现回暖	10
三、成长驱动力：越南产能释放+产品多元化+装备高科技	12
(一) 越南产能提效空间大，保障客户继续渗透与拓展	12
(二) 全成型服装技术引变革，推动产品多元化，迎合快时尚趋势	16
(三) 收购保丽信进军针织鞋面，盈利改善与协同效应明显	21
四、盈利预测及投资建议	29
五、风险因素	30

图目录

图 1：公司发展历程	1
图 2：公司股权结构情况	2
图 3：FY13-FY18H1 公司营业收入及同比增长	3
图 4：FY13-FY18H1 公司归母净利润及同比增长	3
图 5：FY13-FY18H1 分地区收入占比情况	3
图 6：FY13-FY18H1 主要客户收入构成	3
图 7：FY13-FY18H1 毛利率与净利率情况	4
图 8：FY13-FY18H1 期间三项费用率情况	4
图 9：FY14-FY18H1 公司 ROE 呈迅速增长趋势	4
图 10：公司成本构成情况	5
图 11：公司原材料成本中纱线成本占比 80%	5
图 12：原材料供应商数目（按地区）（单位：个）	5
图 13：针织和梭织技术面料结构图示	6
图 14：针织中经编和纬编两种形式织物图示	6
图 15：2011-2016 针织行业主营业务收入情况	7
图 16：2011-2016 年梭织/针织服装产量及针织服装占比情况（亿件）	7
图 17：2012-2016 年全国规上针织企业数量（家）	8
图 18：2014 年国内前五名针织企业市占率合计仅 2% 左右	8
图 19：2007 年以来国内服装鞋帽针制品零售额增速先快后缓	11
图 20：我国纺织服装总体出口情况（亿美元）	11
图 21：我国针织品出口情况（亿美元）	12



图 22: 2010 年以来国内针织品出口结构.....	12
图 23: 美国针织品零售额及增长	12
图 24: 国内及越南产能占比	13
图 25: 国内及越南工厂工人数量及人均产能.....	13
图 26: 第一大客户优衣库贡献收入呈上升趋势.....	14
图 27: 优衣库日本及海外收入情况 (亿日元)	14
图 28: 优衣库日本及海外店铺情况 (家)	15
图 29: 优衣库大中华区收入及占比情况.....	15
图 30: Tommy Hilfiger 整体及北美营收情况	15
图 31: Lands' End 营业收入及增速情况	15
图 32: GAP 营业收入及增速情况	16
图 33: 耐克 2017 年 7 月推出首款 Flyknit 运动内衣.....	16
图 34: PUMA 的运动紧身针织毛衣.....	16
图 35: 岛正博博士由改进手套织机获得应用于服装的 Whole Garment 技术灵感	17
图 36: MACH 系列最新机型 MACH2XS 图示	17
图 37: SMG 系列最新机型 SMG-N2 图示	17
图 38: 传统针织技术主要环节图示	18
图 39: Whole Garment 毛衫编织顺序图示.....	18
图 40: 南旋控股拥有岛精公司 Whole Garment 织机.....	19
图 41: 公司逐渐扩张 Whole Garment 产能.....	19
图 42: 传统毛衣各成本占收入比例情况.....	20
图 43: 全成型毛衣各成本占收入比例情况.....	20
图 44: 公司为优衣库提供的 UNIQLO U 系列部分产品图示	20
图 45: 全球首款 3D 编织鞋——JS shoes.....	21
图 46: 3D 编织鞋结构图示——针织部分形成整只鞋.....	21
图 47: 保丽信营业收入及净利润增长迅速.....	25
图 48: 保丽信 2017 年 4-7 月客户收入占比情况	25
图 49: 保丽信产能分布情况	25
图 50: 保丽信国内及越南工厂机器数量及人均产能.....	25
图 51: 保丽信针织鞋面业务毛利率远高于毛衣业务.....	26
图 52: 运动针织鞋面的各种图案编织	27
图 53: 今年 ASH 品牌推出的针织时尚鞋	27
图 52: 保丽信联合研发制造的 UA 最新薄款 Curry 4.....	27
图 53: 保丽信与 PUMA 的合作产品 PUMA Evoknit.....	27
图 54: 国内运动鞋市场规模情况	28
图 55: PUMA 营业收入及增长情况.....	28
图 56: UA 营业收入及增长情况.....	28
图 57: 斯凯奇营业收入及增长情况	29

表目录

表 1: 针织与梭织织物区别概览	6
------------------------	---



表 2: 国内与越南、柬埔寨纺织相关成本及相关政策对比.....	8
表 3: 国内各中游服装制造企业海外产能布局情况.....	9
表 4: 中游制造龙头垂直一体化布局情况	9
表 5: 中游制造龙头研发优势一览	10
表 6: 公司针织毛衣国内及越南工厂情况	13
表 7: 岛精公司 Whole Garment 织机及相关设计程序开发进程一览	17
表 8: Whole Garment 技术能够在产-销-用各环节提供独特优势	19
表 9: 运动品牌两大龙头部分针织鞋面产品.....	22
表 10: 其他品牌部分针织鞋面产品	23
表 11: 国内三大针织鞋面厂商对比情况.....	26
表 12: 公司收购保丽信有望实现多重协同效应.....	27
表 13: 公司 2017-2019 年财务预测拆分情况	29



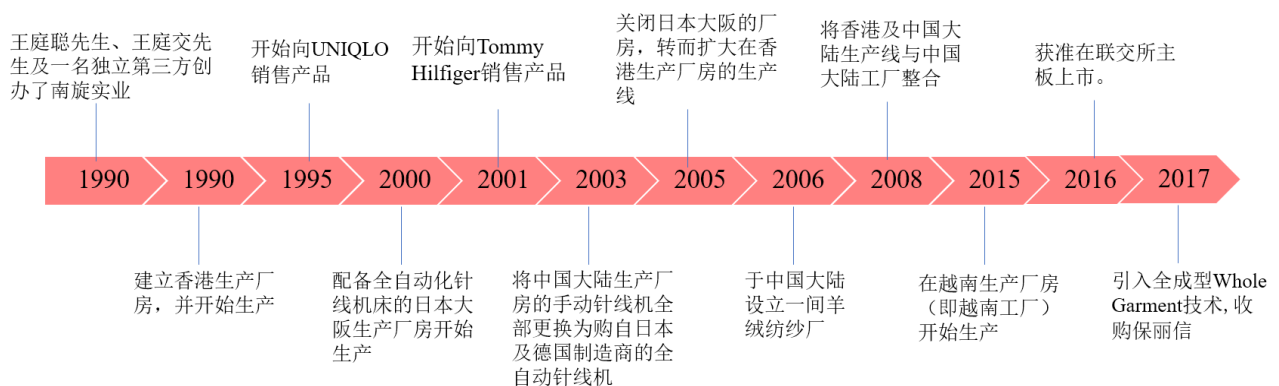
一、公司概况

（一）国内针织毛衣制造龙头

南旋集团于 1990 年 5 月在香港注册成立，集团创始人王庭聪先生曾于 1982 年创立恒昌制造厂经营针织产品，拥有近 35 年的行业经验。公司以垂直一体化模式运营，覆盖从原材料开发及采购，到产品的设计、制造、生产、品控；品类涵盖女装、男装、童装、围巾、手套等，产品包括套头针织衫、开襟针织衫、针织连衣裙、针织斗篷、针织背心等；主要出口日本、美国及欧洲等地区；下游客户为优衣库、Tommy Hilfiger、Land's End 等国际知名品牌，发展至今已成为国内毛衣龙头。

自 1990 年公司创立以来，其产能已经过香港-日本大阪-中国大陆的转移过程；2015 年将生产线拓展至越南，2017 年完成越南二期产能项目，目前已形成广东惠州与越南两大生产基地。2017 年公司引进 Whole Garment 技术并收购保丽信，实现技术革新及针织鞋面扩充。未来公司将借助越南优厚政策和低廉成本，加强新老客户合作，提高新工厂产能利用率和新技术覆盖率，进一步提高整体竞争力。

图 1：公司发展历程



数据来源：公司招股说明书，中信建投研究发展部

（二）王氏家族绝对控股，管理层行业经验丰富

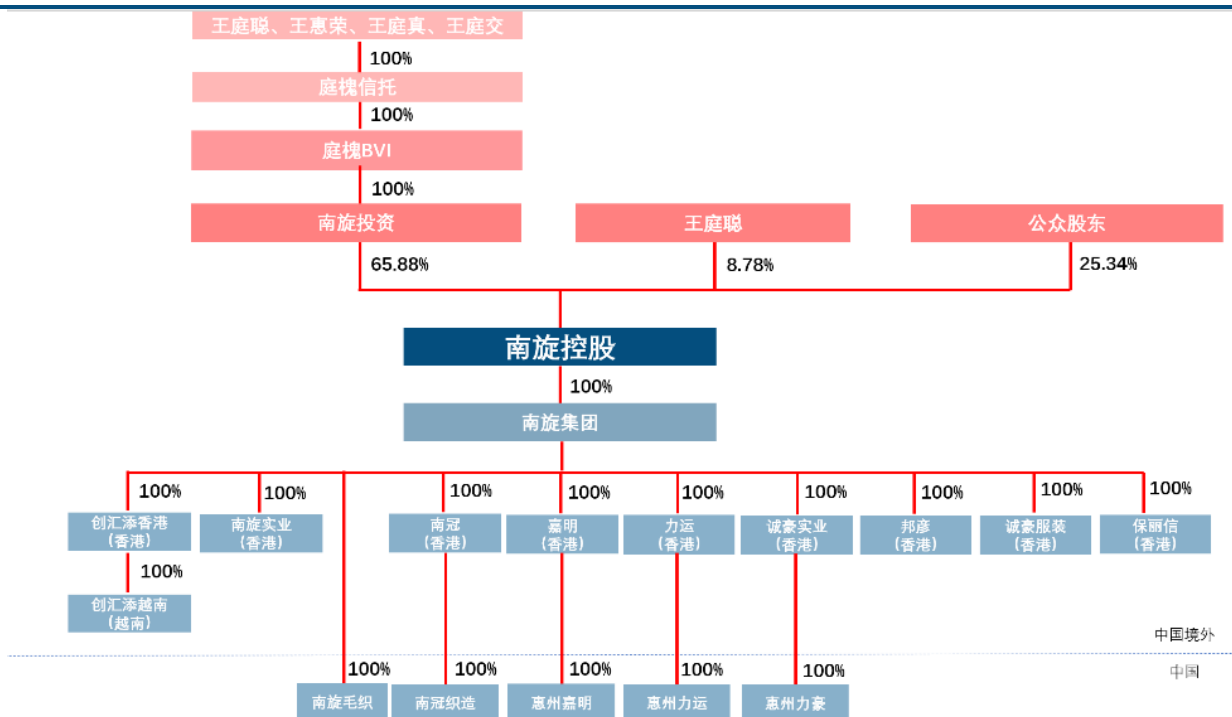
公司目前实际控制人为王氏家族（王庭聪、王慧荣、王庭真、王庭交等），王庭聪先生与王庭交先生为公司创始人。

2017 年 9 月公司公告，拟以 5.5 亿港元收购公司主席股东等持有的保丽信集团 100% 股权，12 月已完成对保丽信集团的收购，采用 2.06 亿港元现金和向王庭聪先生发行 3.44 亿港元股份的方式。收购完成后，王庭聪先生对公司的持股比例由 72.22% 提升至 74.66%。

王庭聪先生从事针织织造 30 多年，经验丰富，负责集团整体管理及企业策略的制定，有利于公司科学、高效地发展和内部治理。



图 2：公司股权结构情况



注：王庭聪、王惠荣、王庭真、王庭交四人为兄弟关系。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

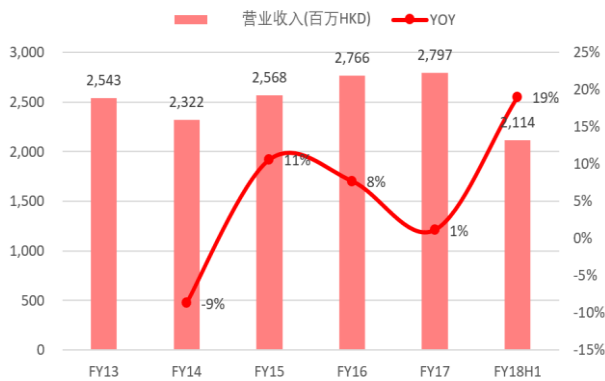
（三）背靠大客户优衣库，毛衣业务稳定增长

2013-2017 财年（截至 3 月 31 日止的 12 个月），公司营业收入由 25.43 亿港元增长至 27.97 亿港元，CAGR 为 2.41%，主要是优衣库等优质新老客户订单需求增长，以及越南产能持续释放。

- FY13，公司归母净利润为近年来最高点 3.68 亿港元。
- FY14，营收同比下滑 8.7%，主要由于 2014 年优衣库下达销售订单时间由 Q1 推迟至 Q2，导致 2014 财年公司女装与男装销量同比均下滑（女装下滑 4.8%，男装下滑 25.1%）。FY14，归母净利润同比下降 40.5% 至 219.37 亿港元，主要原因是营收下滑、毛利率因原材料涨价但产品未同比提价而有所下滑、人民币贬值导致衍生金融工具就未变现损失计提减值准备等因素。
- FY16，业绩下降主要是管理费用同比增加 14% 至 2.68 亿港元，以及因上市产生的相关费用（约 0.28 亿港元）。
- FY18H1（截至 2017 年 9 月 30 日止的 6 个月），公司针织产品平均售价提升超 10%，男装销量增加，推动营业收入同比增长 19.0% 至 21.14 亿港元。FY17 之后业绩波动上升，FY17、FY18H1 归母净利润分别同比增长 41%、30% 至 3.28 亿、2.92 亿港元，主要是越南产能释放带来的低成本红利以及控费效果显著。

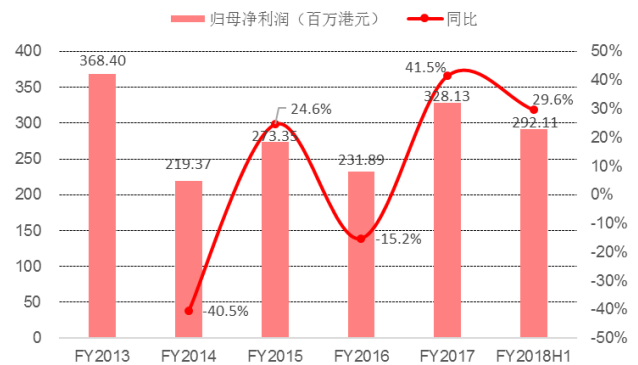


图 3: FY13-FY18H1 公司营业收入及同比增长



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 4: FY13-FY18H1 公司归母净利润及同比增长

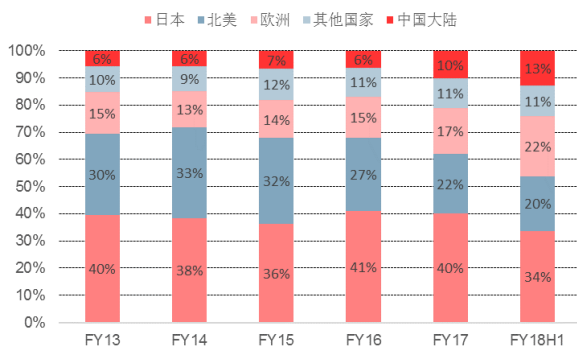


资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

从销售区域来看, 公司三大主要出口市场日本、北美、欧洲, 三者收入占比一直处于 75% 以上。FY18H1 占比为 75.94%, 其中日本占比最高达 34%, 主要因日本市场成熟且规模较大, 且优衣库长期为公司第一大客户。欧洲收入稳定增加, FY18H1 已超过美国跃居第二, 占比 22%。美国由于部分客户如 Tommy Hilfiger 订单 FY17 有所下滑, 导致收入下降明显, 占比降至 20%。中国大陆市场加速增长, 收入占比从 FY16 的 6% 提升至 FY18H1 的 13%。随着公司与内地原材料供应商加深合作、物流网络及分销渠道的进一步拓展, 以及针织产品渗透率逐渐提升, 大陆业务发展空间仍大。

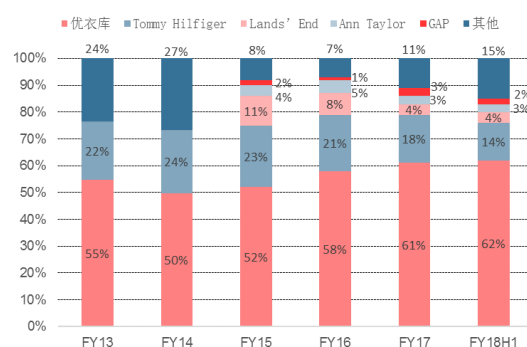
从客户结构来看, 优衣库和 Tommy Hilfiger 是公司前两大客户, FY13 以来两者收入合计占比基本超 75%。其中优衣库的第一大客户地位稳定, 收入占比由 FY13 财年的 55% 提升至 FY18H1 的 62%。第二大客户 Tommy Hilfiger 收入占比由 FY16 的 21% 降至 FY18H1 的 14%。总体看, 优衣库增长及 Lands' End、Ann Taylor、GAP 等新客户的顺利开拓有效填补了 Tommy Hilfiger 的影响。收购保丽信后针织鞋面业务亦将补充 UA、PUMA 等优质运动类品牌订单, 客户结构将会进一步分散。

图 5: FY13-FY18H1 分地区收入占比情况



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 6: FY13-FY18H1 主要客户收入构成



注: FY13/14 除优衣库和 Tommy Hilfiger 外其他品牌收入数据未予披露。

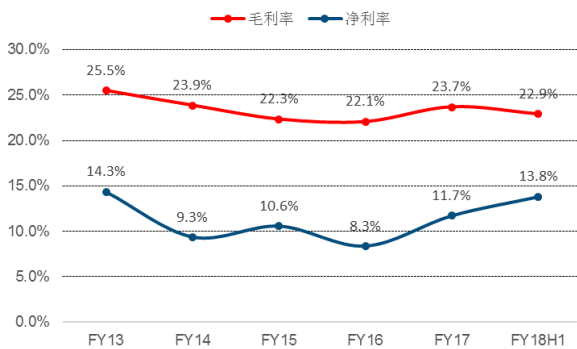
资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

毛利率方面, FY13-FY16 毛利率略有下降, 主要是棉花、羊毛等原材料成本上涨, 以及越南产能投放前期的工人培训导致人工成本增加。FY17 毛利率同比提升 1.6pct 至 23.7%, 主要是成本控制有效实施、国内与越南工厂生产流程精简, 效率有所提升, 同时年内人民币持续贬值也有利外销毛利。但产品组合变动以及人民币年内升值使得 FY18H1 毛利率同比略降 0.7pct。



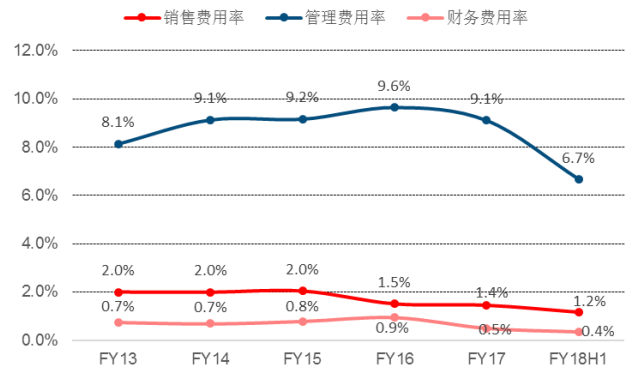
随着生产规模扩大,规模效应愈加明显,期间费用率由 FY16 的 12.1% 下降至 FY18H1 的 8.2%,其中 FY18H1 的管理费用率、销售费用率、财务费用率分别同比下降 0.8pct、0.2pct、0.2pct。控费效果显著推动公司 FY17 与 FY18H1 净利率分别同比增长 3.4pct、1.1pct 至 11.7%、13.8%。同时 ROE 呈迅速增长态势,从 2014 财年的 18.97% 升至 2017 财年 29.46%, 2018 财年 H1 (年化) 达 34.27%, 公司盈利能力显著增长。

图 7: FY13-FY18H1 毛利率与净利率情况



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

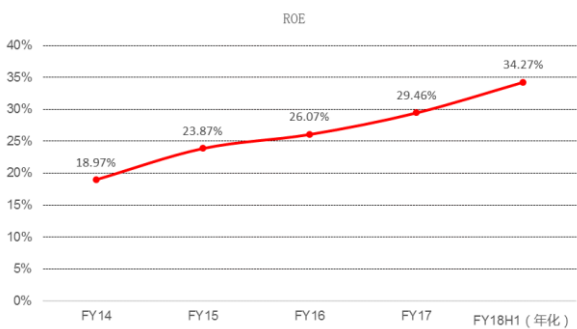
图 8: FY13-FY18H1 期间三项费用率情况



注: FY13/14 除优衣库和 Tommy Hilfiger 外其他品牌收入数据未予披露。

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图 9: FY14-FY18H1 公司 ROE 呈迅速增长趋势



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

(四) 供应商全球化分布, 成本控制能力良好

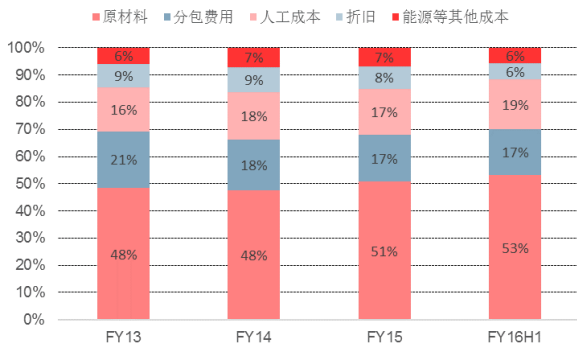
从原材料开发及采购, 到产品的设计、制造、生产、品质监控, 多年来公司以其一站式的服务为自身创造了良好口碑和领先地位。首先, 公司的柔性供应链为其运营管理创造了巨大优势, 主要体现在“与顾客确认订单后再进行原材料采购”的快反应模式以及“标准化、自动化、机械化”的生产过程。

1、长期稳定的供应商合作伙伴, 控制原材料成本占比

从成本结构来看, 主要涵盖原材料、分包生产费用、人工成本、折旧、能源等, 其中原材料成本在公司生产成本中占比最高约为 50%, 而用于针织产品生产的主要原材料包括纱线、棉花、羊毛、山羊原绒以及纽扣、拉链等配件, 其中绝大部分为纱线, 占据原材料成本比例约 80%。



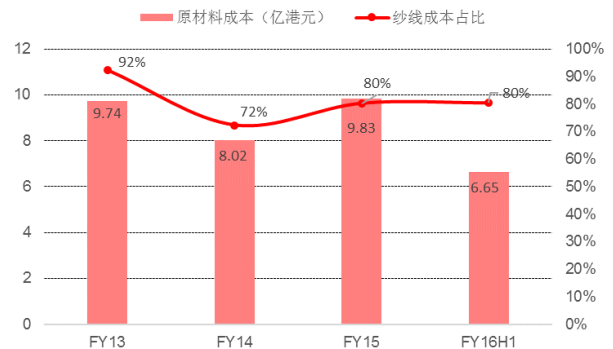
图 10：公司成本构成情况



注：2016 财年 H1 以后成本构成未予披露。

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

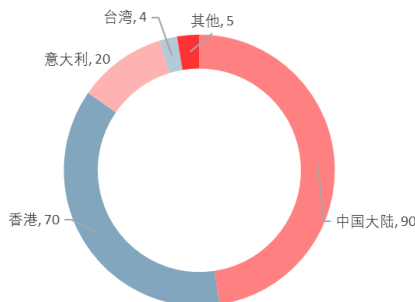
图 11：公司原材料成本中纱线成本占比 80%



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

公司采用成本控制策略和成本加成的定价原则，同时考虑汇率等因素影响，能够将原材料成本上涨的风险转嫁给客户。公司原材料采购主要依赖与若干家仔细甄选的中国及多国供应商长期合作，截至 2017 财年，与公司合作的中国供应商有 90 家，剩余供应商主要来自于香港（70 家）和意大利（20 家）。供应商多元化全球化分布，有利于公司采购成本的控制。

图 12：原材料供应商数目（按地区）（单位：个）



资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

二、针织行业：市场规模稳增，集中度有待提升

（一）国内面料纺织技术：以针织与梭织为主

根据织造方法的不同，面料分为针织、梭织和无纺布三类。目前国内面料以针织和梭织两大传统技术为主。

（1）针织：把纱线按照顺序弯曲成线圈，然后线圈之间相互串套形成的一种织物面料，根据线圈编织方面进行分类，多根纱线同时沿布面的纵向顺序成圈的称为经编（由经编机织成），一根或多根纱线沿布面横向顺序成圈的称为纬编（由圆机或横机织成）。针织面料由孔状线圈形成，透气性好、弹性较好，手感松软。

（2）梭织也叫机织，是由两条或两组以上的相互垂直纱线，以 90 度角作经纬交织而成织物，纵向的纱线叫经纱，横向的纱线叫纬纱。针织物的基本单元是线圈，而梭织物的基本单元是经纱和纬纱相交的组织点。梭



织面料比较硬，延伸性与柔软度差。

(3) 无纺布：根据成分划分，包括涤纶、丙纶、锦纶、氨纶、腈纶等。无纺布不需要纺织，只需将纺织短纤维或者长丝进行定向或随机排列，再采用机械、热粘或化学等方法加固而成，无纺布没有经纬线，剪裁和缝纫方便。而针织、梭织均是由纱线或长丝经过织造工艺所织成。

图 13：针织和梭织技术面料结构示意图

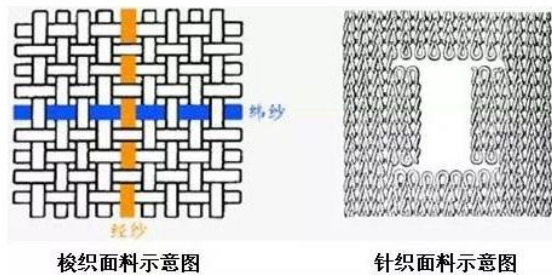
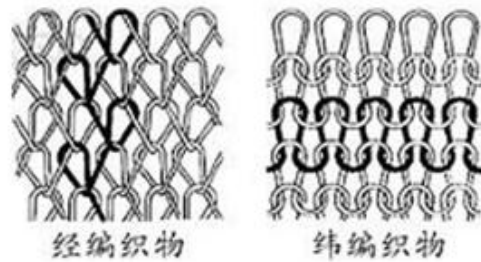


图 14：针织中经编和纬编两种形式织物图示



资料来源：全球纺织网，中信建投研究发展部

资料来源：全球纺织网，中信建投研究发展部

表 1：针织与梭织织物区别概览

区别	针织物	梭织物
纺织工艺	由纱线以横向或纵向的顺序弯曲成线圈，而线圈相互串套而形成织物。	由两条或两组以上的相互垂直纱线，以 90 度角作经纬交织而成织物。
纺织机械	纬编由圆机或横机织成，经编由经编机织成。	由织机织成，分为有梭织机和无梭织机。
织物组织基本单元	针织物的最小基本单元为线圈，由圈干和延展线呈一空间曲线所组成。	梭织物的最小基本单元为组织点，是经纱和纬纱之间的每一个相交点。
物理机械性指标	纵密、横密、平方米克重、断裂强度、卷边性、厚度、脱散性、收缩性、覆盖性、体积密度等	经纱与纬纱的纱线密度、布边、正面和反面、顺逆毛方向、织物覆盖度等
延伸性、弹性	因线圈是纱线在空间弯曲而成，因此线圈的高度和宽度在不同张力条件下是可以互相转换的，所以针织物的延伸性更大、弹性更好。	纵向拉伸时，经纱的张力增加，弯曲则减少，而纬纱的弯曲增加；横向拉伸时，纬纱的张力增加，弯曲则减少，而经纱弯曲增加。所以梭织物经，纬纱不会发生转换，延伸性和弹性均较差。
硬度	质轻、柔软。	紧密挺硬，坚固耐磨。
穿着舒适度	针织面料穿着在身时比较舒适，不会感觉拘束、紧身，能充分体现人体曲线美。	穿着感受更致密，舒适度不如针织面料。

资料来源：中国纺织经济信息网 中信建投证券研究发展部

(二) 产能转移+智能设备+研发投入，带动细分龙头集中度提升

1、质效领跑，针织行业规模继续扩大

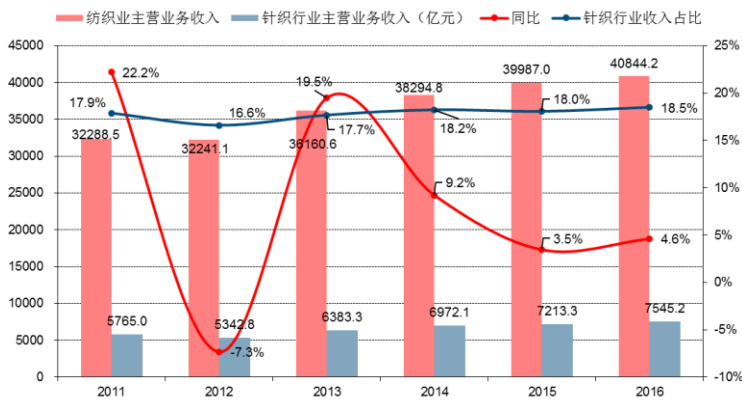
我国纺织服装业中，针织工业化生产开展相对较晚。经过数十年，尤其是改革开放之后伴随着国内纺织服装业腾飞而获得长足进展。目前已经形成相当成熟的针织产业链，在优质原材料、制造工艺、生产效率等方面



均具备全球领先优势。由于针织工序短、成本低、应用广，在我国整个纺织工业中一直占据着重要地位。

针织行业包括针织服装、面料、袜子、手套等，已经成为纺织工业的重要组成部分。近年来国内针织行业规模也在稳步增长，增速超过纺织行业的整体增速。2011-2016 年针织行业主营业务收入呈现增长趋势（2012 年因环保和去产能原因有所下滑），CAGR 为 5.5%，高于纺织业整体主营业务收入 4.8% 的 CAGR。2016 年针织行业主营业务收入为 7545.2 亿元，同比增长 4.6%，增速较上年提升 1.1pct，并且高于同期纺织行业整体 4.1% 的增速。针织收入占比也由 2012 年的 16.6% 增至 2016 年的 18.5%。

图 15：2011-2016 针织行业主营业务收入情况

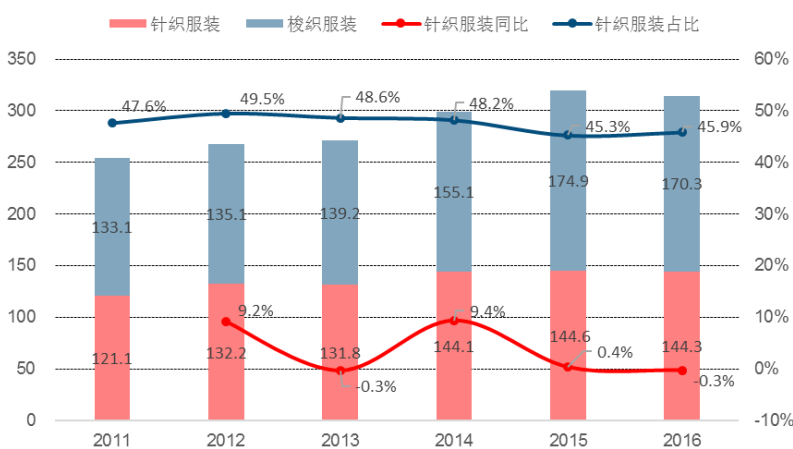


注：纺织业收入既包括纱线、坯布等在内的上游产业，也包括成衣制造等下游产业。

资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

据国家统计局数据显示，2011 年以来国内服装行业规模以上企业针织服装产量总体呈现上升趋势，生产规模处于不断扩张状态。2011-2016 年，针织服装产量从 121.1 亿件增长至 144.3 亿件，CAGR 为 3.6%，其中 2012、2014 两年针织服装产量均实现近 10% 高增长。针织服装占服装整体比例约在 45-50% 之间，2012-2015 年略有下滑，2016 年梭织服装产量同比下降 2.7%，针织服装产量同比略降 0.3%，针织服装占比回升至 45.9%。

图 16：2011-2016 年梭织/针织服装产量及针织服装占比情况（亿件）



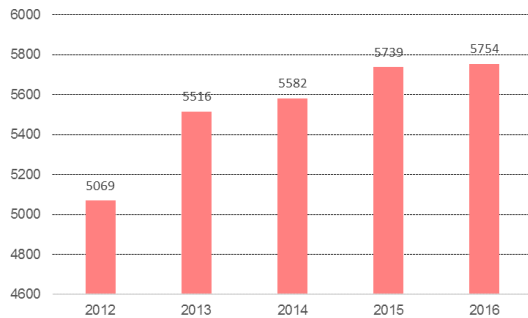
资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部



2、针织行业高度分散，市场集中度有待提升

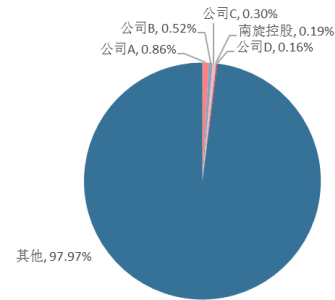
目前国内针织参与者众多，2012-2016 年全国规上针织品制造企业数量由 5069 家升至 5754 家，CAGR 为 3.22%。据 Euromonitor 数据显示，2014 年国内前五大针织品制造商的市场占有率（按收入计算）仅为 2% 左右，第一名占比仅 0.86%，南旋控股以 0.19% 排名第四，此外还有数量众多的中小纺织厂，市场高度分散。

图 17：2012-2016 年全国规上针织企业数量（家）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 18：2014 年国内前五名针织企业市占率合计仅 2% 左右



资料来源：南旋控股招股说明书，中信建投研究发展部

伴随着近年来国内人工、环保等生产成本上涨，龙头制造商凭借技术和资金优势，通过提高生产自动化、海外产能转移等方式来缓解成本压力，并且通过垂直一体化布局、加强自主研发来提高核心竞争力，而这均会导致纺织行业的进入门槛越来越高，中小针织企业的生存空间收到挤压，带动纺织行业的集中度提升。

（1）提高自动化与布局海外产能，缓解生产成本上涨压力

据国家统计局数据，国内制造业就业人员平均工资由 2010 年 30916 元/年升至 59470 元/年，CAGR 为 11.5%。伴随着各环节人口红利消失，我国服装制造行业在全球的竞争优势趋于弱化。

- 提升自动化水平，帮助企业降低劳动密度，进一步压缩人工成本，同时有利于解决招工难度大的压力，并持续提升生产效率，是企业保持核心竞争力的必然方向，推进自动化发展提高了资本投入门槛，促进纺织行业从劳动密集型转向资本密集型。
- 东南亚产能转移：申洲国际、南旋控股、健盛集团等国内领先的针织企业，已逐步在东南亚布局，享受当地低人力成本红利和税收优惠，而中小企业显然受限于资金和政策门槛，进军海外市场的难度较大。

表 2：国内与越南、柬埔寨纺织相关成本及相关政策对比

主要项目	中国	越南	柬埔寨
2016 年服装产业发展：			
服装产业产值（亿美元）	739	90	31
2012-2016 年产值 CAGR	5.2%	9.4%	5.1%
生产成本：			
最低工资（美元/月）	204	155	140
工业用电（人民币/度）	0.9	0.5	1.9
工业用水（人民币/吨）	2.75	2.76	1.03



出口目标国关税:

美国	16.5%	16.5%	16.5%
欧洲	12.0%	12.0% (3年降至零)	0-12.0%
日本	7.4%-10.9%	0-10.9%	0-10.9%

税收政策优惠

高新技术企业可获得优惠税率待遇 15%，3 年期可延长；部分纺企出口税率提高至 17%	部分享受 2-3 年免税启动期，获利后 2-4 年免税；免税期过后的 3-9 年享优惠税率 10% 或税收再减半等	部分企业享有 3 年启动期，企业获利后的 3-4 年享受免税，免税期结束后部分企业享受 9% 的优惠税率
---	---	--

资料来源：各公司公告，互联网，中信建投证券研究发展部整理

表 3：国内各中游服装制造企业海外产能布局情况

公司	海外产能情况
江苏国泰	公司目前在海外设有 2 家工厂，分别位于缅甸和柬埔寨。同时公司正继续投资建设缅甸及埃塞俄比亚服装生产产能项目。
健盛集团	公司于 2013 年开始海外布局生产基地，在越南总投资超过 1.1 亿美元，目前公司在越南的 2.3 亿双棉袜生产及产业链配套项目（越南印染）已开始有效运营，2017H1 实现净利润 1900 余万元。
申洲国际	公司早在 2005 年就在柬埔寨设成衣工厂；2013 年在越南开始建设面料和成衣工厂，其中越南成衣工厂于 2016 年初完工；越南面料工厂首期与二期项目已于 2014 年和 2016 年全部投产，不仅能够供应越南、柬埔寨成衣工厂的面料需求，还能满足中国大陆成衣工厂的面料短缺。
晶苑国际	公司目前在越南、柬埔寨、孟加拉国及斯里兰卡四国均拥有自营制造设施，其中公司于 2003 年进入越南，现在已是越南最大的国际公司（按服装出口量计）。公司计划于 2019 年前将越南和孟加拉国的服装产能分别扩张 129.5、26.6 百万件。
南旋控股	公司越南开设工厂，越南一期于 2015 年一季度顺利投产，效率提升显著，二期厂房已于 2017 上半年陆续投产。
冠华国际控股	公司 2011 年开始建设柬埔寨生产基地，目前除中国外在柬埔寨、印尼均有拥有工厂。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

(2) 垂直一体化生产能力，缩短生产交货周期，资源整合实现规模效应

中游制造龙头大多已形成成熟的垂直一体化生产模式，其核心优势体现在：①具有规模生产效应，能够增强对上游原材料供应商的掌控能力，获得性价比更高的原材料。②有助于加强对内部资源的优化配置，实现全产业链整合，提升生产效率，缩短生产、物流与交单时间，完成对供应链柔性化的升级，以更好地适应下游品牌快反的需求。③能够更高的把控产品品质，提升对下游客户的议价能力。

表 4：中游制造龙头垂直一体化布局情况

公司	垂直一体化布局情况
鲁泰 A	产业链完整，集棉种植、纺纱、漂染、织布、后整理、制衣为一体，是具有综合垂直生产能力的色织布龙头企业，主要生产销售中、高档衬衫用色织面料、印染面料、成衣等产品。
申洲国际	公司覆盖了产业链的中下游，可提供包括面料织造、染色与后整理、印绣花、裁剪与缝纫、包装和物流在内的多种服务，打造纵向垂直一体化的供应链模式。公司面料生产环节采用 ODM 模式，成衣生产环节采用 OEM 模式。根据客户对功能性和设计的要求，研发制作相应面料并生产成衣，所生产的面料都是自行设计，仅供内部使用。
裕元集团	集团为全球最大主要国际品牌运动鞋及便服鞋制造商，能为全球知名鞋类品牌客户 Nike、adidas、Reebok、NewBalance、Asics 等提供产品设计、开发、制造等业务，同时兼营在中国销售国际品牌运动鞋服的零售业务。
南旋控股	目前公司已形成成熟的垂直一体化运作模式，供应链把控能力强，为客户提供原材料开发、产品设计、样品制造、优质生产、质量控制、产品配送的一站式解决方案。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



(3) 自主研发能力更强，摆脱产品同质化陷阱，增强对下游议价能力

对于市场分散的针织行业，激烈竞争下形成的产品同质化对全行业带来消极影响，压缩行业利润率。新入企业及中小企业能够投入研发创新的资源通常较少，因而难以摆脱产品同质化陷阱，一般以中低端市场为主，很难进军高端市场。而大企业在资金和人才上的优势有助于其形成更强的研发实力，转化为创新经验和差异化高附加值产品，形成强大的技术壁垒和核心竞争力保障，通常定位中高端市场。

表 5：中游制造龙头研发优势一览

公司	研发优势
鲁泰 A	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016、2017H1 公司研发投入 2.90 亿、1.59 亿元，研发费率为 4.85%、3.44%； ● 公司拥有较强的研发能力和高水平的技术合作平台，长期致力于前沿技术研究。截止 2016 年拥有 600 多项新技术、新产品，国家及省部级重大研究项目 15 项、国家与省部级奖励 44 项、授权专利 260 项、制定的国家和行业标准 32 项。2017 年加强新产品和定制产品的开发，针对不同市场的特点进行新品推广，特别是对重点客户进行了 40 多种产品的定制研发服务。
申洲国际	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016 年公司研发费用率约为 2%，与行业可比公司相比处于中等偏上水平； ● 公司鼓励研发人员进行专利申请，引入发明专利授权奖励政策，稳步推动专利商品化，吸引国际一线品牌密切合作，并创造自有品牌产品。2012-2016 年，公司专利申请数量不断增加，其中技改和设备研发专利从无到、快速增长。目前公司有 575 种新产品、163 件专利（新材料面层专利 69 件）、35 个自助研发项目，年均 23 个系列专利转化为产品。
裕元集团	<ul style="list-style-type: none"> ● 2016、2017H1 公司产品研发开支达 1.66 亿、1.08 亿美元，同比增长 5.9%、11.3%，研发费率为 1.94%、2.44%； ● 公司产品开发包括样本开发、技术开发及提高生产效率等项目。对于每一个拥有研究开发团队的主要品牌客户，公司均同时成立为该团队设立的独立产品研发中心。除产品开发工作外，公司也与客户合作研发，以改善生产流程、生产周期及开发新技术，从而生产高品质、高技术含量的鞋类产品，以及在设计、开发及制造鞋类时加入环保材料。
南旋控股	<ul style="list-style-type: none"> ● 研发费用率 2%左右 ● 2017 年引入全成型针织技术 Whole Garment，收购保丽信引入针织鞋面技术，技术升级大幅压缩人工及生产周期； ● 公司注重产品创新和新材料及技术的应用，已在中国工厂及香港办事处设立设计及开发部门。公司专业设计开发、样品团队由 400 名员工组成，主要负责针织产品设计与各种混纺纱的创新及开发。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

(三) 内销增速趋缓稳定，出口数据呈现回暖

从针织面料在下游服装的应用来看，质轻、柔软、延伸性好的特点使得其最早多用于内衣及袜类产品。随着针织新原料开发、工艺创新以及装备数控、全成型、智能制造等新技术推广，针织产品应用领域也得到极大扩展，从内衣转向外衣。功能性针织面料的开发也成就了在运动领域及产业用领域应用的扩大。新技术的突破和应用端的扩展是针织品消费市场不断增长的最主要动力。

1、我国针织品需求量大，规模持续增长，增速基本趋稳

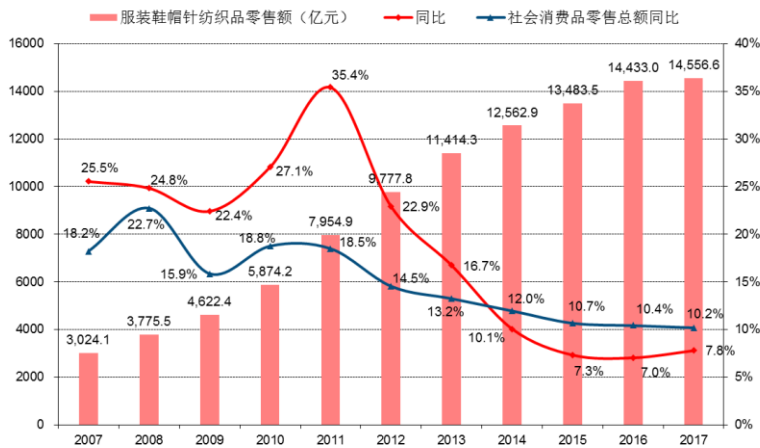
居民收入提升带动了包括运动服饰在内的优质针织品服装的需求，针织服装消费市场不断扩张。据国家统计局数据，国内服装鞋帽针制品零售额 2007 年以来逐年稳定增长，2007-2016 的十年间由 3024.1 亿增至 1.44 万亿元，CAGR 达 19.0%。其中 2007-2011 年加速增长，2011 年增速最高达到 35.4%，期间增速一直显著高于社会消费品零售总额增速。

2011 年以后增速放缓，至 2014 年已低于社零增速。2017 年服装鞋帽针制品零售额 1.46 万亿元，同比增长



7.8%，增速较去年同期提升 0.8 个 pct。2011 年以后国内针织品消费增速显著下滑原因：一方面是由于前期迅速增长时期大量中小企业进入导致同质化严重，价格竞争下影响行业收入水平增长；另一方面收入增长使得居民消费选择增多，娱乐休闲等体验型消费增多，而服装鞋帽作为商品类消费的增速有所放缓。

图 19：2007 年以来国内服装鞋帽针织品零售额增速先快后缓

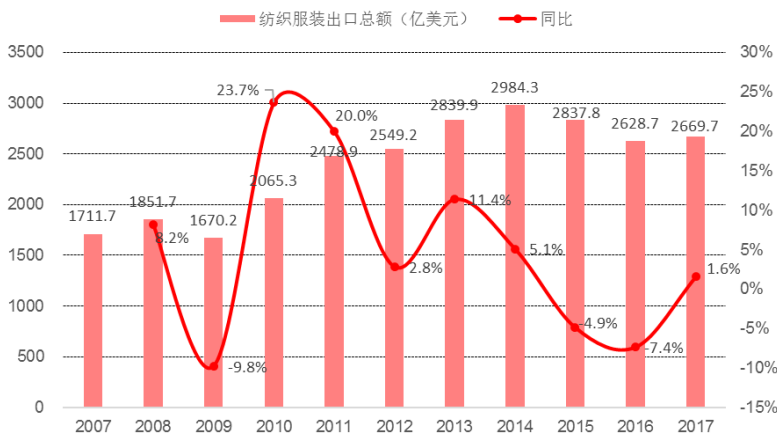


资料来源：国家统计局，中信建投研究发展部

2、我国纺织品出口恢复增长，出口降幅大幅收窄

2009-2014 年我国纺织服装整体（纺织纱线、织物及制品+服装及衣着附件）出口规模逐年增长，由 1670.2 亿美元增至 2984.3 亿美元，CAGR 达 12.3%。此后由于国际市场需求回升乏力、东南亚纺织业竞争加剧、国内原材料价格提升影响出口竞争力等影响，纺服整体出口连续两年出现下滑，2016 年出口金额较 2014 年下滑 11.9%。2017 年通过优化产品品质，提高产品附加值，加强品牌影响力，同时积极探索跨境电商等新业态，出口恢复增长，出现初步回暖，同比增长 1.6%至 2669.7 亿美元。

图 20：我国纺织服装总体出口情况（亿美元）



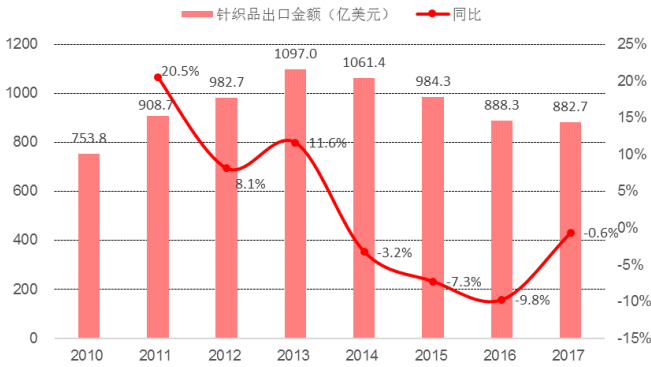
资料来源：海关总署，中信建投研究发展部

中国每年生产的针织品中约 40%用于出口，针织品出口与纺织服装总体出口基本一致。2010-2013 年我国针织物及钩编织物、服装及衣着附件出口金额由 753.9 亿美元增至 1097 亿美元，CAGR 为 13.3%。此后逐年下滑，



至 2016 年出口金额同比下降 9.8% 至 888.3 亿美元，主要原因是欧美等市场经济复苏缓慢，外需提振不力，叠加外贸环境不稳定性增强；同时国内人口成本攀升，纺织行业国际竞争力偏弱，产能开始向东南亚等地转移，影响出口规模。2017 年随外需提升出口有所回暖。全年出口额同比下降 0.6%，降幅已大幅收窄。

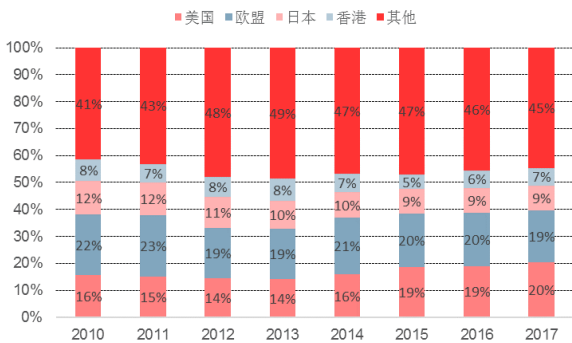
图 21：我国针织品出口情况（亿美元）



资料来源：海关总署，中信建投研究发展部

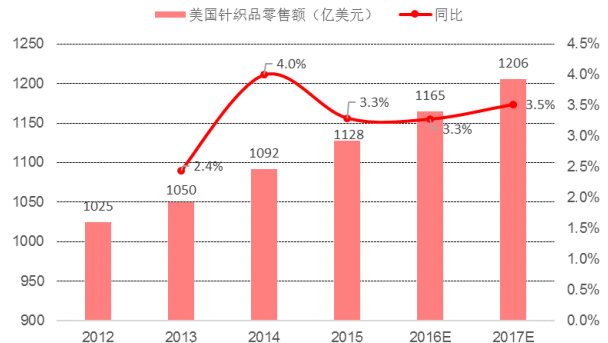
我国针织品主要出口市场为美国、欧盟、日本和香港，2010 年以来出口至该四国的总额已占据一半以上，其中出口至欧盟金额最大，但受欧盟经济疲软影响降幅最大。其次是美国，出口金额下滑幅度相对较小，主要因为美国本身针织市场庞大且成熟，2012-2015 年针织品零售额由 1025 亿美元增至 1128 亿美元，2015 年以来经济复苏情况相对较好，针织消费受高端市场拉动出现回暖，零售增速企稳回升。据 Euromonitor 预测 2017 年美国针织零售额增速将增至 3.5%，对针织品的进口需求亦将提升。

图 22：2010 年以来国内针织品出口结构



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 23：美国针织品零售额及增长



资料来源：南旋控股招股说明书，中信建投研究发展部

三、成长驱动力：越南产能释放+产品多元化+装备高科技

（一）越南产能提效空间大，保障客户继续渗透与拓展

公司是全国领先的针织品制造商之一，也是国内针织毛衣龙头，拥有 20 多年针织行业生产经营经验。目前公司已形成成熟的垂直一体化运作模式，供应链把控能力强，为客户提供原材料开发、产品设计、样品制造、优质生产、质量控制、产品配送的一站式解决方案，在巩固现有优质客户群的基础上，持续拓展新客户基础是



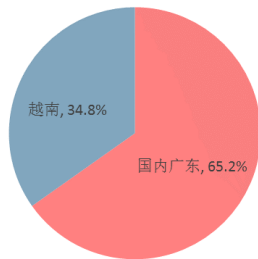
公司针织业务扩张的经验所在，也是未来发展核心战略。

1、两大生产基地稳定扩张，越南产能释放推动销售增长

截止 FY18H1 末，公司针织毛衣总产能约 4600 万件，其中国和越南占比分别为 65.2%、34.8%。

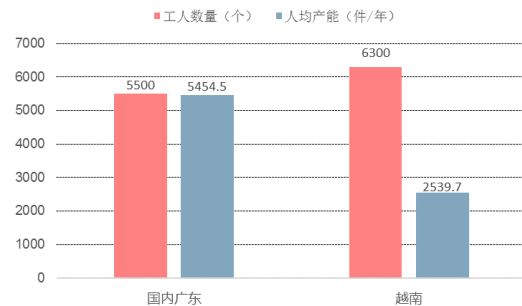
- 2002 年国内广东惠州生产基地投入运作，区位优势明显，出口物流便利，厂内织机设备购自全球领先织机厂商——日本岛精机械制作所和德国 stoll。目前拥有约 3700 台自动织造机，配以其他自动化设备如电脑刺绣机等，年产能约 3000 万件，产能利用率达 85%，处于较理想状态。
- 为应对国内人工成本提升，挖掘东南亚人口红利，公司于 2015 年开始海外产能布局，选址越南胡志明市郊区建设工厂，分两期建设投产，其中一期产能于 2015 年一季度投入使用，二期产能 2017 年上半年开始陆续投产。目前拥有约 2200 台自动针织机，年产能约 1600 万件。

图 24：国内及越南产能占比



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 25：国内及越南工厂工人数量及人均产能



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

从目前效率水平来看，越南人均产能 2540 件/年，相比国内 5455 件/年的水平仍有一倍以上的提升空间。目前越南产能利用率仅 50% 左右，远低于国内 85% 理想水平，主要原因是越南纺织产业链远不如中国完善，本地工人熟练度较国内相差较大，工效约为国内一半。目前一期项目今年基本达到满产，二期项目尚在爬坡，达到理论产能利用率水平仍需时日。未来随着越南产能释放加之乘越南纺织出口迅速增长之东风，有望显著促进针织毛衣销售。

表 6：公司针织毛衣国内及越南工厂情况

	广东惠州生产基地	越南胡志明市生产基地
投产时间	2002 年	一期于 2015Q1 投产，二期于 2017H1 开始陆续投产
总建筑面积	> 35 万平方米	> 13 万平方米
设备数量	约 3700 台全自动织造机	约 2200 台全自动针织机
工人数量	>5500 名	> 6300 名
年产能	约 3000 万件	约 1600 万件
当前产能利用率	85%	约 50%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

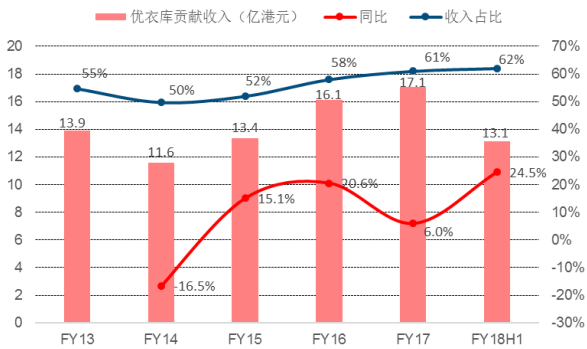
2、公司系优衣库毛衣全球最大供应商，与客户共成长

FY18H1，公司前五大客户分别为优衣库、Tommy Hilfiger、Lands'End、Ann Taylor 和 GAP。优衣库为公司第一大客户，双方早在 1995 年即建立合作关系（20 余年合作），是公司长期以来最重要的合作伙伴。同时公司也是优衣库全球最大的毛衣供应商，每年为其供应毛衣 2000 万件以上，占优衣库毛衣年销量的 40% 以上，跻



身核心优质供应商之列。FY15 以来，来自优衣库的收入金额和占比逐年稳定提升，由 13.4 亿港元升至 FY17 的 17.1 亿港元，FY18H1 同比增长 24.5% 至 13 亿港元，贡献公司近 62% 的收入。

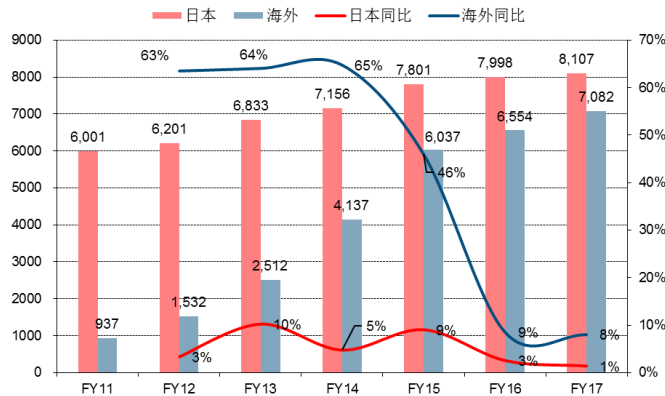
图 26：第一大客户优衣库贡献收入呈上升趋势



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

优衣库作为全球快时尚品牌龙头之一，近年来在海外市场强劲表现的推动下，整体营收呈现快速增长态势。2013-2016 财年，营业收入由 1.14 万亿日元增长至 1.79 万亿日元，CAGR 为 16.1%。分区域看，虽然日本本土增长较为乏力，但成功的国际化战略下海外市场迅猛增长。2011-2017 财年，海外收入由 937 亿增至 7082 亿日元，CAGR 高达 40%，直逼日本市场。2018 财年一季度，优衣库日本收入同比增长 7.6% 达 2570 亿日元，同店增长达 8.4%，而优衣库海外收入同比增长 31.4% 至 2582 亿日元，首次超过优衣库日本收入。

图 27：优衣库日本及海外收入情况（亿日元）



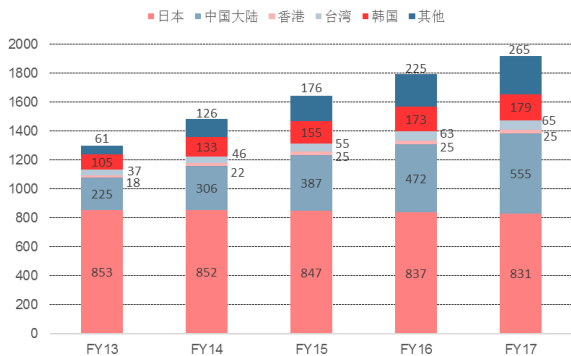
注：迅销集团财年报表日为每年 8 月 31 日。

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

优衣库海外销售以亚洲为主，其中大中华区和南亚地区是增长关键引擎。从品牌全球开店情况来看，2013 财年以来，优衣库日本本土店铺数逐年减少。2017 财年优衣库日本店铺共减少 21 家，而海外店铺则由 446 家猛增至 1089 家，其中中国大陆由 225 家翻倍增长至 555 家，大中华区（大陆+香港+台湾）由 280 家增至 645 家，增长超两倍。大中华区的营业收入也由 2013 财年的 1250 亿日元增至 2017 财年的 3464 亿日元，CAGR 为 29%，FY11 以来海外收入增长几乎全靠大中华区带动，增速亦一直高于整体营收，大中华区收入占比由 13.4% 升至 22.8%。FY17 大中华区收入增速低于海外收入，主要原因是香港、台湾店铺同店销售出现下降，大陆店铺同店保持增长但折扣率有所提高，同时南亚区实现大幅增长，韩国、欧美同店亦保持正增长，带动海外收入整体高增。

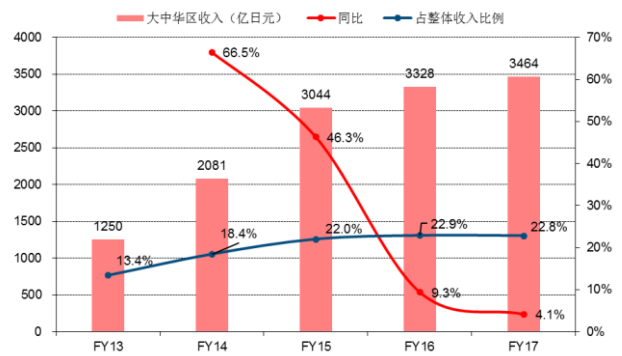


图 28：优衣库日本及海外店铺情况（家）



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 29：优衣库大中华区收入及占比情况

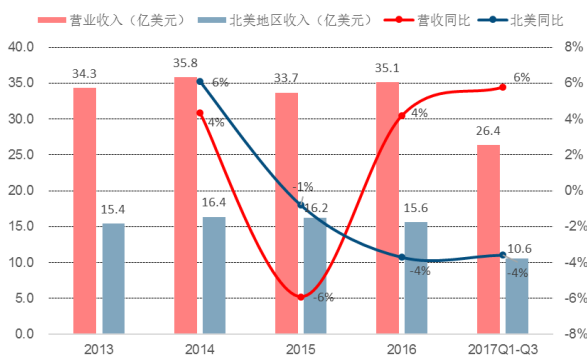


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

优衣库品牌需求增长带动公司订单量稳定提升。优衣库中国区体量大、增速快，优衣库基于对成本和品质考虑，不断提高中国优质供应商的数量和份额。据迅销集团 2017 年公布的优衣库 146 家供应商名单显示，供应商分布在中国、孟加拉国、柬埔寨、越南、日本、印尼和泰国等 7 个国家，其中中国供应商共 88 家，占比超 60%，主要集中在江苏、浙江、山东和广东，大多为长期合作商。公司作为优衣库战略合作方以及核心供应商之一，20 余年的合作关系稳固，享受优衣库海外扩张迅猛势头带来订单稳定提升。近年来公司接受优衣库高单价、高毛利羊绒衫订单份额快速增长，FY18 约 200 万件，FY19 有望增至 300 万件。

公司客户集中度呈降低趋势，前五大客户合计收入占比由 FY15 财年的 92% 下降至 FY18H1 的 85%。第二大客户 Tommy Hilfiger 整体营收经历 2015 财年下滑之后连续两年复苏，2017 财年前三季度营收同比增长 6% 至 26.4 亿美元，增速缓慢主要受美国市场销售持续低迷拖累，2017 财年前三季度北美地区营收均同比下滑 4%，降幅基本企稳。Lands' End 于 2017 财年迎来复苏同比增长 2.2% 至 9 亿美元，增速转正。GAP 经历两年衰退后，2017 财年前三季度收入降幅大幅收窄，同降仅 0.1%。原有客户销售回暖支撑公司订单稳定增长。

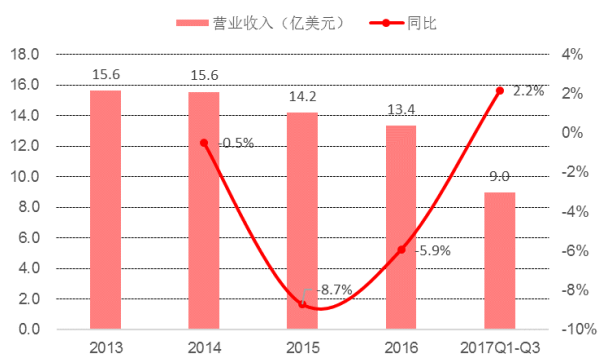
图 30：Tommy Hilfiger 整体及北美营收情况



注：Tommy Hilfiger 母公司 PVH 财年报表日为每年 1 月 31 日

资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

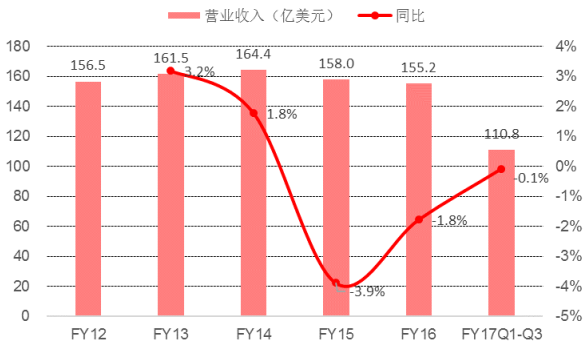
图 31：Lands' End 营业收入及增速情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



图 32: GAP 营业收入及增速情况



注: GAP 财年报表日为每年 1 月 31 日

资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

公司在保持 Tommy Hilfiger、Lands'End、GAP 订单稳定增长的同时积极开拓新客户 (H&M 等), 尤其是近年来越南新工厂开工以后, 新增产能能够充分消化新客户订单。此外, 公司收购保丽信之后, 未来有望促进客户交叉销售, 进一步优化客户结构。保丽信主要客户为运动休闲品牌 PUMA、UA、斯凯奇等, 公司具备设计生产多种功能性运动针织服装的能力。

图 33: 耐克 2017 年 7 月推出首款 Flyknit 运动内衣



资料来源: 懒熊体育, 中信建投研究发展部

图 34: PUMA 的运动紧身针织毛衣



资料来源: 公司公告, 中信建投研究发展部

(二) 全成型服装技术引变革, 推动产品多元化, 迎合快时尚趋势

1、Whole Garment: 针织技术新变革, 生产省时省力省料

全成型无缝针织技术 (Whole Garment) 由全球领先的电脑横编机制造商——日本株式会社岛精机制作所创立。岛精公司 CEO 岛正博博士发明了一部可以无缝编织整只手套的机器, 后将之改进为可以将中间 3 只手指并合在一起缝织, 并从中获得灵感, 于 1995 年发明了一种两侧可以同时编织袖子的全成型编织机, 这种依托全新电脑横机的针织技术被命名为 Whole Garment。

图 35：岛正博博士由改进手套织机获得应用于服装的 Whole Garment 技术灵感



资料来源：岛精公司官网，中信建投研究发展部

此后 20 余年间，日本岛精公司不断改进，相继推出 SWG 系列、MACH2X 等新 Whole Garment 织机型号，同时开发出配套 SDS-ONE APEX 系列全成型设计系统。目前岛精公司拥有 Whole Garment 相关专利超过 2000 个，受到全球针织厂商的追捧，开启了针织技术的新世纪革命。

表 7：岛精公司 Whole Garment 织机及相关设计程序开发进程一览

推出新机型/系统	
1995	开发出首套 Whole Garment 全成型电脑横编机 SWG-V
1996	推出 ATD-PA，为初代 Whole Garment 全成型模拟服装设计系统，可进行服装纸样 CAD 设计
1997	推出新机型 SMG-FIRST
1999	推出新机型 SMG-X，采用 SlideNeedle 全成型针、纱环压脚、拉力装置等
2000	开发新设计系统 ONE，可进行高质量纱环模拟
2004	推出新机型 SMG-021，拥有 i-DSCS 智能型数控纱环系统
2007	推出全新 3D 服装设计系统 SDS-ONE APEX，增加 3D 模特设计、3D 辅助键盘等功能，性能大幅提升
2008	推出新机型 SMG-N 以及新织机系列 MACH2X 和 MACH2S
2011	升级原 3D 设计系统至 SDS-ONE APEX3，可进行实时 3D 预览
2014	推出新机型 SMG-N2，备有弹簧式可动沉降片
2015	推出新机型 MACH2XS

资料来源：岛精公司官网，中信建投证券研究发展部

图 36：MACH 系列最新机型 MACH2XS 图示



资料来源：岛精公司官网，中信建投研究发展部

图 37：SMG 系列最新机型 SMG-N2 图示



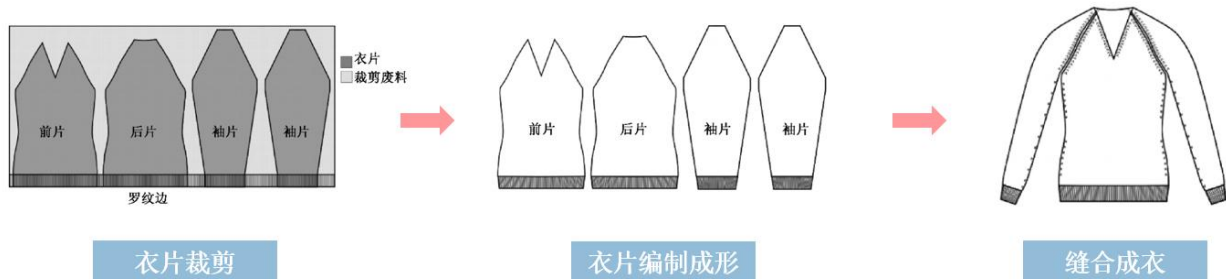
资料来源：岛精公司官网，中信建投研究发展部

传统技术下的针织产品是分开编织前身、后身还有袖子再缝合而成的。具体来看，首先在面料上裁剪单片，再通过将衣服主要的四快单片（前片、后片、左右袖片）分别编织，使衣片成形，最后再进行缝合而成。传统

针织技术存在以下几点主要弊端：

- 裁剪、编制成形衣片及缝合各个环节均需要花费较大时间及人力投入，生产周期长，人工成本高；
- 裁剪衣片时会造成较大的原料浪费，尤其是原料成本昂贵时的浪费非常大；
- 缝合时依靠工人技术处理，易产生质量差异，且拼缝处不美观，难以满足某些对外观要求较高的产品。

图 38：传统针织技术主要环节图示

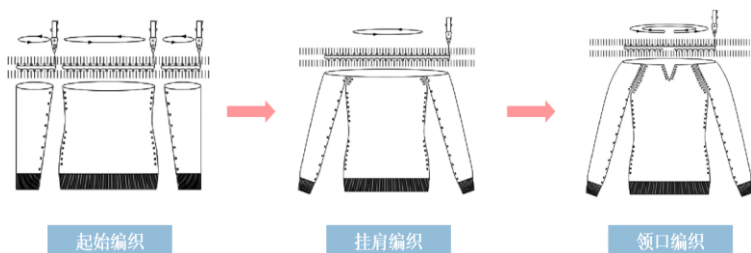


资料来源：互联网，中信建投研究发展部

Whole Garment 是以整件状态、直接三维立体方式一次性编织出来，无需任何裁剪、缝合等一系列的后道工序。基本顺序是先将前后两片合并成一个筒，以筒形编织为基本组织，从大身和袖口罗纹处开始进行编织，通过暗收针、暗放针实现轮廓变化，在腋下处通过针床横移将袖子与衣身合并后用导纱器编织，并使用中部收针处理肩部造型，最后根据领子款式设计编织领口直至编织完成。

- 对于生产商，能够有效降低约 50% 的生产时间，节省大量人力成本（缝盘工人招工难且工资高），减少原材料耗费（尤其是毛成本羊绒），提高产品良品率。
- 对于品牌商，生产交期的缩短使得柔性供应链模式得以实现，Whole Garment 完美处理肩部、腋下、领口等传统技术下关键缝合部位，产品更受消费者喜欢。
- 行业角度，近年来随国内经济不断增长以及劳动法的逐年完善，整体居民收入水平及最低工资均呈上涨趋势。据中国棉纺织行业协会统计，从近百家大中型棉纺织企业来看，近五年人工工资支出总额年均增长率为 7% 左右，工人人均工资年均增长率为 13%。伴随着各环节人口红利消失，我国服装制造行业在全球竞争优势已趋于弱化，自动化设备升级促进纺织行业从劳动密集型向资本密集型转型。

图 39：Whole Garment 毛衫编织顺序图示



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

表 8: Whole Garment 技术能够在产-销-用各环节提供独特优势

	推出新机型/系统
生产商	<ul style="list-style-type: none"> ● 相比传统技术，减少一半的生产时间，实现更快的交付周期。一是由于全成型无缝针织机器的编制速度更快，二是能够省略裁剪和缝合等后道工序，削减了大量的缝纫时间； ● 减少生产程序所需要的人力，尤其是劳动密集型的缝制环节，从而降低人员成本； ● 没有裁剪环节，减少废弃物，节省原材料等生产资源，尤其对羊绒等珍贵原材料的意义较大，也更为环保； ● 自动化提升，解决缝合过程中因人工因素产生的脱线等质量问题，有效保持均一的高品质，提高良品率； ● 除时装外，Whole Garment 技术产品包括广阔应用潜质，如家居装修、运动、医疗、汽车、太空及其他工业等，有利于厂商进行产品多元化变革。
品牌商	<ul style="list-style-type: none"> ● 缩短交货周期，确保质量稳定，顺应快反趋势； ● Whole Garment 针织产品通过具有高技术难度的立体缝制等，使得终端产品更加丰富，更好地满足不同消费者的多元化需求，促进销售； ● 与生产商一样，Whole Garment 的应用潜质为品牌商提供广阔的业务推广空间； ● Whole Garment 使个人定制针织服装成为可能；
消费者	<ul style="list-style-type: none"> ● 省掉了令针织衣失去弹性的套口接缝，分散了整体张力，减少紧绷感，为消费者提供全新的舒适穿着感； ● 服装更加柔软轻盈，曲线优美，更受女性消费者青睐。

资料来源：岛精公司官网，互联网，中信建投证券研究发展部

2、Whole Garment 已对接优衣库高端 U 系列，为其重要战略合作伙伴

2017 年，公司推出 Whole Garment 业务，是目前全球唯一大规模应用全成型无缝针织技术的制造商。公司与 Whole Garment 全球领导者岛精公司深度合作，日本岛精机制作所和岛精机（香港）有限公司是公司的基石投资者，目前南旋已成为日本岛精的最大客户。

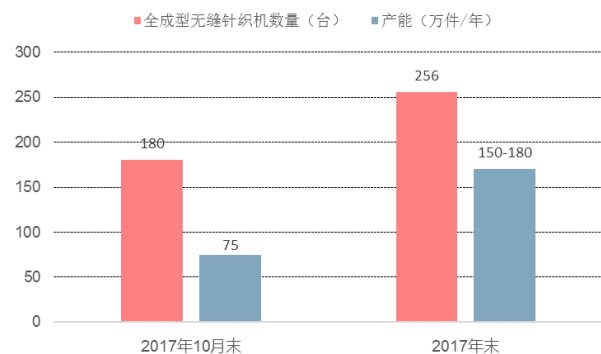
截止 2017 年 10 月底，公司已有 180 台全成型无缝针织机到位，产能约 75 万件，2017 年底增至约 256 台，年化产能有望达到 150-180 万件，占公司服装总产能约 3-4%。公司所有 Whole Garment 织机均来自岛精公司，单台成本价格 100 万港币左右，是传统机器 20-30 万港元的价格的 4 倍多，设备投资大抬高进入门槛。

图 40: 南旋控股拥有岛精公司 Whole Garment 织机



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 41: 公司逐渐扩张 Whole Garment 产能

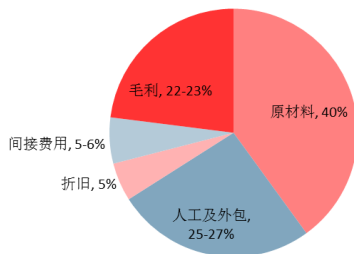


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

公司 Whole Garment 针织毛衣的生产成本更低，产品售价更高。Whole Garment 相对于公司传统机器，生产成本尤其是人工成本下降显著，人工和外包成本占销售收入比例由 25-27% 下降至 17-18%。同时普通毛衣 ASP 为 11-12 美金/件，毛利率 22%-23%，而因 Whole Garment 产品品质高、舒适度提升，其 ASP（平均销售价格）

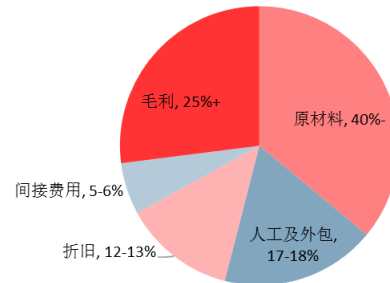
约 16 美金/件，较普通毛衣高约 40%，毛利率达到 25% 以上，较普通毛衣更高。

图 42：传统毛衣各成本占收入比例情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 43：全成型毛衣各成本占收入比例情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

2016 年 10 月，优衣库母公司迅销集团与日本岛精机械公司共同出资 4 亿日元成立合资公司（岛精公司持股 51%，迅销持股 49%），共同开发以 Whole Garment 为代表的针织新产品，高度重视全成型针织新技术对产品的变革。迅销与岛精公司基于 Whole Garment 共同研发了 3D U-Knit 技术。

2017 年 6 月，优衣库在纽约 2017 秋冬系列展示会上首次展示了这项新技术，并率先开始在 2018 UNIQLO U 春夏系列上运用。公司通过与上游针织机械供应龙头深度绑定，促进新产品的共同研发，确保产品品质可靠稳定，加深与大客户优衣库的密切合作。目前优衣库的 UNIQLO U 系列 3D U-KNIT 全部订单交由公司生产，其中 2017 秋冬新品 3D U-Knit 针织连衣裙等广受市场欢迎，极大促进新产品销售。

图 44：公司为优衣库提供的 UNIQLO U 系列部分产品图示



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

除服装外，公司 Whole Garment 针织机也具备生产 3D 编织鞋的能力。中国设计师时晓曦于 2016 年推出全球首款 3D 编织鞋 JS Shoes，诞生之初引爆市场，获得德国 Red dot Design 和 IF design，美国 IDEA，日本 Good Design Award 等多项国际顶尖设计奖项。

与普通针织鞋面不同，3D 编织鞋是用针织织成整双鞋，然后加热塑型，最后将鞋子底部的编织面跟鞋底热压即可。3D 编织鞋穿着舒适便捷透气，较传统鞋类改善明显，对不同脚型适应性极强，且可实现定制业务。同时其生产流程同样具备极大优势，相较传统鞋类，大幅减少生产废料，生产流程减少近 80%，所需劳动力减少 80-90%，未来成长空间仍大。结合保丽信针织鞋面，公司牢牢掌控未来针织鞋类技术制高点。

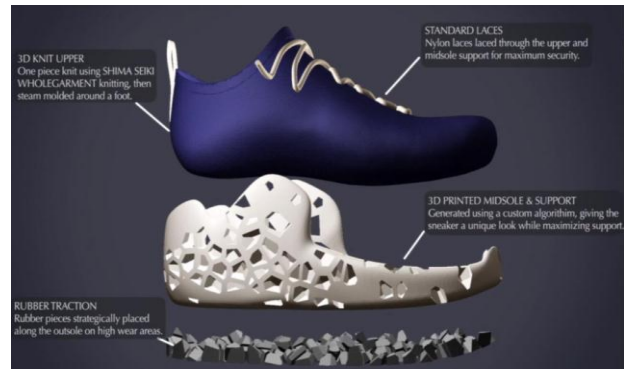


图 45：全球首款 3D 编织鞋——JS shoes



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

图 46：3D 编织鞋结构图示——针织部分形成整只鞋



资料来源：互联网，中信建投研究发展部

伴随着消费者的时尚周期越来越短，下游品牌商对供应商的交货速度要求越来越高，Whole Garment 技术有效适应快反生产，未来市场拓展空间巨大。

- 市场反应积极，目前公司 Whole Garment 针织毛衣已得到客户积极响应，其中最大客户优衣库对公司 Whole Garment 产品提供了极大的支持同时新客户也在积极开拓，订单有望爆发式增长。
- Whole Garment 产品在下游品牌客户中渗透率还较低，在低成本、高品质、高舒适度、3D 新概念等多项优势条件下，产品渗透率仍有较大提升空间。
- 目前采用 Whole Garment 技术的针织制造商数量较少，公司凭借多年的针织行业经验，以及与日本岛精、优衣库的良好合作效果，在该领域享有明显的先发优势。

（三）收购保丽信进军针织鞋面，盈利改善与协同效应明显










1、针织鞋面成为运动鞋生产技术的一项重大变革

随着社会的发展和生产技术的不断进步，一款性能良好、透气舒适且贴合脚部的运动鞋愈发成为运动爱好者的“刚需”。近几年运动品牌商和消费者将关注的重点逐渐由鞋底的灵活度和软弹感转向鞋面的支撑和保护作用。针织鞋面的研发无疑成为运动鞋生产技术的一项重大变革。

鞋面针织技术最早由 Nike 在 2012 年伦敦奥运会前的发布会上展示，并首次应用于 Nike Flyknit Racer 这款跑鞋，一经上市，即广受消费者瞩目。三个月后，Adidas 紧随其后推出 Primeknit 技术和相应产品。两大品牌凭借针织鞋面编织技术在中市场针锋相对，互不相让，以其功能性强、适销对路的产品及近乎垄断的技术，设定了较高的终端价格，并在短期内创造巨额收益。针织鞋面首先应用于跑鞋和足球鞋，2014 年后逐渐向篮球鞋转移，从 Kobe 9 代到如今的 Kobe A.D.NXT，Nike 旗下 Kobe 系列的发展就是针织鞋面成长的最好见证。



表 9：运动品牌两大龙头部分针织鞋面产品

品牌名称	编织鞋面球鞋品类名称	品牌形象	推出时间
NIKE	ZK9		2013 冬
	presto flykint		2016 春
	Nike Hyperdunk 2016		2016 夏
	air max 1 flykint		2016 夏
	Air Jordan 32		2018 春
	Nike Kobe A.D. NXT		2017 春
	Nike Zoom Flight Bonafide		2017 春
	KD10		2017 夏
	詹姆斯 15		2017 秋



Adidas	adidas Crazy Light Boost 2015		2015 春
	Tubular Defiant		2016 夏
	罗斯 7		2016 夏
	adidas Crazy Explosive 2017		2017 夏
	adidas Harden Vol.1		2017 冬







资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

此后, 编织鞋面球鞋成为一股不可阻挡的势力被国内外众多运动品牌纷纷效仿, 例如, Under Armour 于 2016 年春和 2017 年秋分别推出的 Speedform Slingshot 和 Curry 4, PUMA 凭借自主拥有的 Proknit 概念于 2016 年冬推出的 Blaze of Glory Limitless Hi 和 Ignite evoKNIT 系列、SKECHERS 于 2016 年冬和 2017 年春分别推出的 Burst 和 Vaso Knit 等, 以及国内一线运动品牌李宁 (驭帅 11)、安踏 (汤普森系列) 也逐渐推出自己主打的针织鞋面球鞋, 力图在针织球鞋市场分得一杯羹。

表 10: 其他品牌部分针织鞋面产品

品牌名称	编织鞋面球鞋品类名称	品牌形象	推出时间
Under Armour	Speedform Slingshot		2016 春
	Under Armour Curry 4		2017 秋
Puma(Proknit)	Puma Ignite ProKnit		2016 夏



	Puma Blaze of Glory Limitless Hi		2017 春
	Ignite evoKNIT		2016 冬-2017 春
	Burst		2016 冬
Skechers	Vaso Knit		2017 春
ANTA	汤普森 2 代		2016 秋
李宁	驭帅 11		2016 秋

资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

相比于传统鞋面, 针织鞋面具有如下生产特点和优势:

- **改善产品功能。** 编织鞋面产品的核心优势体现为“贴合、轻质、透气”等方面。针织鞋面有伸缩弹力, 舒适轻盈, 既能如袜子般完美贴合脚部, 纤维材料又能解决运动鞋不透气的的问题。足球鞋可增强控球感, 而篮球鞋又能很好地起到支撑和保护作用。
- **节约生产成本。** 传统鞋面生产人工密度较大, 裁剪与缝合需消耗大量人工成本, 而针织鞋面的生产工序以自动化为主, 机器将代替手工, 生产线人力可由 80-100 人压缩至 40-50 人, 节约生产成本的同时生产效率也将大幅提升。此外, 更新换代的生产机器可以在淡季提供其他针织品的织造作业, 尽可能提高产能利用率, 避免产能的闲置和浪费;
- **市场颇受欢迎。** 目前针织鞋面产品收入占比较低, 如 Nike Flyknit 产品仅占品牌整体收入 6%-8%。随消费者消费能力的提高及对针织鞋面产品认识的进一步加深, 原定位于中高档消费者的针织鞋面产品将逐渐扩大目标客户。例如保丽信下游品牌商 UA 近些年不仅加大自主品牌针织鞋面系列产品的研发生产, 并已经开始为新百伦、安踏、李宁、匡威、特步等众多国内外知名运动品牌进行研发设计。加之近年来整个运动服饰行业增速良好, 未来下游品牌商针织鞋面产品渗透率有望进一步提升。



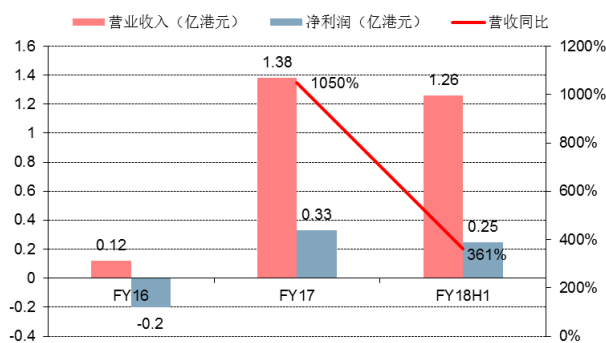
2、收购保丽信扩针织鞋面，具备多重协同效应

2017年9月28日公司公告，拟以5.5亿港元收购公司主席股东等持有的保丽信集团100%股权，采用2.06亿港元现金和3.44亿港元发行股份（每股1.72港元发行新股）方式。公司已于2017年12月完成对保丽信集团的收购，大股东对公司的持股比例由72.3%提升至74.7%。

保丽信于2015年开始运营，主营针织鞋面和针织鞋生产。受益于针织鞋面订单需求高增，保丽信运营以来销售增长迅速，2017财年（保丽信资产负债表日为3月31日，2017财年为2016.3.31-2017.3.31）公司营业收入1.38亿港元，同比增长超十倍，净利润大幅转正，达到0.33亿港元。2017年4-7月营业收入同比增长361%至1.26亿港元，净利润同比增长1755%至0.25亿港元。

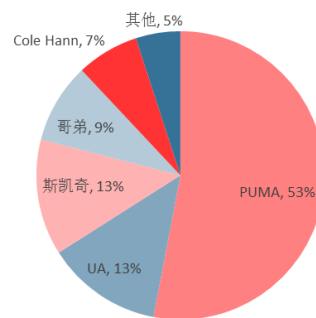
保丽信拥有独立设计团队，为下游品牌客户提供针织鞋面ODM业务。从客户来看，保丽信主要对接国际知名运动品牌，也包含一些休闲品牌。公司客户集中度高，2017年4-7月前五大客户收入占比合计达95%，其中第一大客户PUMA收入占比达到53%，第二大客户UA收入占比13%。

图 47：保丽信营业收入及净利润增长迅速



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

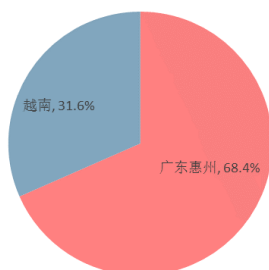
图 48：保丽信 2017 年 4-7 月客户收入占比情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

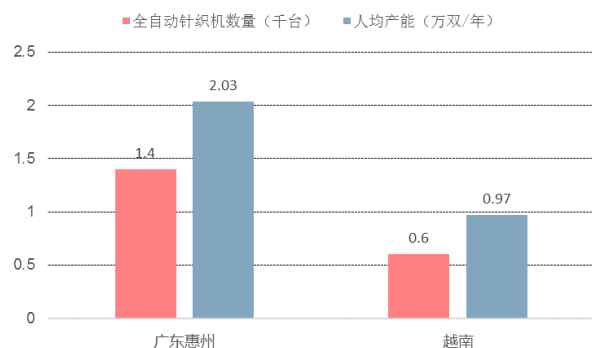
保丽信生产基地同样在广东惠州和越南，目前惠州全自动针织机约有1400台，年产能约1400万双，实际产能利用率约70%，其中60%为正式生产，10%为样本生产。越南工厂于2017年9月开始运营，拥有约600台织机，年产能约600万双，产能处于投放阶段。

图 49：保丽信产能分布情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

图 50：保丽信国内及越南工厂机器数量及人均产能



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

从规模上看，保丽信与申洲国际、中山辰元纺织为国内针织鞋面行业前三强。申洲国际与中山辰元纺织针织（按70%产能利用率测算）鞋面业务年收入均超10亿元，保丽信2017财年营收1.4亿港元，在收入规模上



与另外两家相比仍较小，但增长迅速，2017年3-9月订单已超3亿港元。客户方面，申洲国际与中山辰元纺织分别对接耐克与阿迪达斯两大龙头，保丽信客户以PUMA、UA等第二梯队运动休闲品牌为主，呈现多元化，且目前业已展开与国内领先运动品牌如安踏在针织鞋面品类的研发生产合作，未来国内运动品牌将成为公司业务增长点。

表 11：国内三大针织鞋面厂商对比情况

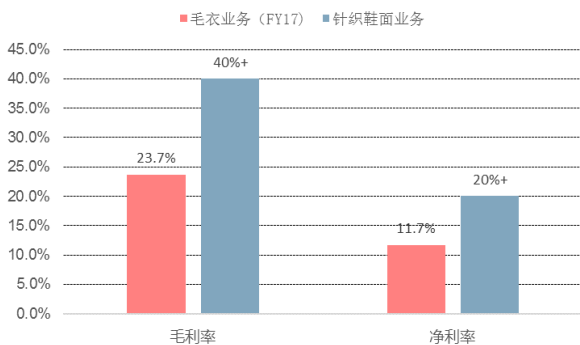
	保丽信	申洲国际	中山辰元纺织
织机数量	约 2000 台	超过 2000 台	约 2000 台
织机种类	岛津 SVRO93SP 和德国 Stoll 均有	只有德国 Stoll	只有岛津
客户	PUMA、UA、斯凯奇等	耐克	阿迪达斯
收入规模	FY17 收入 1.4 亿港元, 2017 年 3-9 月订单已超 3 亿港元	2016 年 11 亿元, 2017 年增长超 20%	按 70% 产能利用率测算, 年收入约 10.5 亿元

资料来源：公司公告，公司官网，中信建投证券研究发展部

3、拓展针织鞋面业务的核心优势：盈利改善+市场广阔+协同共享

(1) 保丽信的加入使公司品类扩充至针织鞋面，与 Whole Garment 类似，针织鞋面也为公司生产技术带来革新。相对于传统运动鞋，针织鞋面最大的优点在于直接通过电脑编程，完全省掉了鞋面网布、针车缝合步骤，节省了大量成本较高的针车工人，平均人工节约 50% 以上，且生产时间有效缩短，提升生产效率。而由于产品技术含量高，美观、轻便、透气，适销对路，实际终端产品价格更高。目前保丽信针织鞋面价格平均约 6 美元/对，毛利率超 40%。南旋的核心优势不仅仅是装备投入高带来的门槛，更多的是基于电脑编程过程中，数据输入需要具备对针织面料的长期经验支撑。

图 51：保丽信针织鞋面业务毛利率远高于毛衣业务

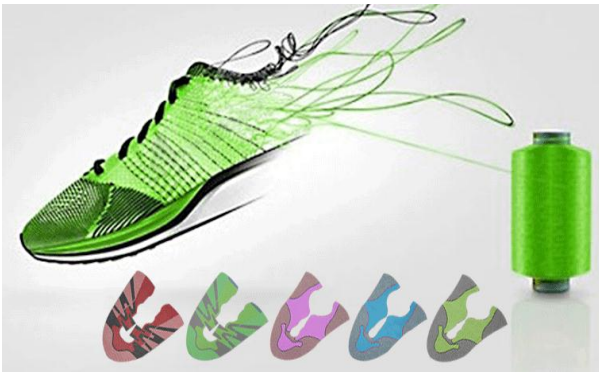


资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

(2) 公司鞋面采用 OEM 模式，目前除哥弟提供冷粘服务（将鞋面缝合并与鞋底粘连完成）外，对 PUMA 等主要运动客户只提供针织鞋面制造，已打造数款颇受市场欢迎的运动鞋，与 PUMA 的合作产品 PUMA Evoknit，以及由公司联合研发制造的 UA 最新薄款 Curry 4 等。目前针织鞋面在下游运动品牌渗透率还较低，如 Nike 运动鞋里 Flyknit 渗透率在 6-8% 左右。此外，ASH、Jimmy Choo 等时尚品牌也在推出针织鞋，明星网红钟爱袜鞋，当前市场反映强烈。各大品牌纷纷着手开发针织鞋面的环境下，随着针织鞋面节省人工及时间、高价格、高毛利、高舒适度等优势逐渐凸显，未来渗透率空间提升仍大。



图 52: 运动针织鞋面的各种图案编织



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

图 54: 保丽信联合研发制造的 UA 最新薄款 Curry 4



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

图 53: 今年 ASH 品牌推出的针织时尚鞋



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

图 55: 保丽信与 PUMA 的合作产品 PUMA Evoknit



资料来源: 互联网, 中信建投研究发展部

(3) 公司收购保丽信之后, 不仅收获迅速增长的优质资产, 直接助力盈利能力的提升, 同时在由于鞋面针织和毛衣针织技术一脉相承, 且客户存在重叠, 有助于在销售及研发方面进行共享, 扩大稳定的客户群体, 并且通过毛衣与鞋面生产淡旺季调配, 带动产能利用率进一步提升, 多方面协同效应明显, 助力针织地位巩固。

表 12: 公司收购保丽信有望实现多重协同效应

	协同效应
研发及营销	公司主要客户是休闲服饰品牌, 而保丽信主要客户为运动品牌, 未来双方合作有望优化产品组合, 实现多元化发展。同时在客户资源、产品研发等方面交叉共享。目前保丽信的客户已经开始与公司进行共同研发。
盈利能力	2017 年 4-7 月保丽信毛利率 43.8%, 净利率 20.2%, 远高于公司 22.9% 的毛利率和 13.8% 的净利率, 收购完成后, 公司综合毛利率和净利率水平能够有力提升。
产能调配	一般来说每年 6-7 月份是保丽信针织鞋的生产淡季, 而恰好又是公司毛衣准备秋冬装的生产旺季, 因此保丽信如果有多余的产能则可以用于完成公司的毛衣订单, 促进双方产能的灵活调配, 以进一步提高产能利用率。
供应链	双方利用工厂均在广东惠州和越南的优势, 可以实现供应链管理等方面的协同, 提升营运效率。

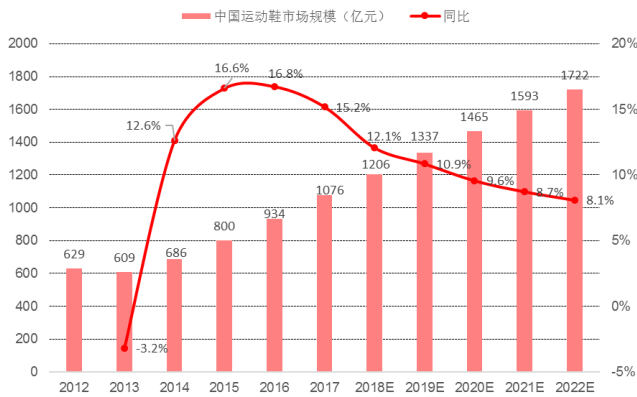
资料来源: 中信建投证券研究发展部

4、下游需求: 中国运动鞋规模高增长, PUMA 及斯凯奇高增支撑订单, UA 保持核心款合作



中国运动鞋规模与运动鞋服整体趋势一致，近年来保持高速增长。据 Euromonitor 数据显示，中国运动鞋市场规模 2012 年以来经过一年行业整合带来规模下滑后，在运动需求增长刺激下，2014-2017 年均保持逐年双位数增长，由 609 亿元增至 1076 亿元，CAGR 达 15.3%。Euromonitor 预测未来五年运动鞋规模能保持近 9.9% 复合增速，高于运动鞋服整体。国内运动鞋规模高速增长，结合各大品牌未来针织鞋面渗透率提升，以及公司加大与国内运动品牌龙头合作力度，未来针织鞋面业务成长空间巨大。

图 56：国内运动鞋市场规模情况



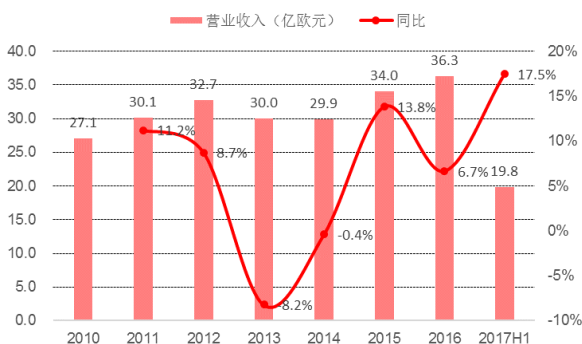
资料来源：Euromonitor，中信建投研究发展部

保丽信第一大客户 PUMA 经历了 2013 年开始的衰退后进行改革，品牌新形象获消费者认可，销售迅速回升，2016 年突破 36 亿欧元，2017 财年前三季度营收同比增长 17.5% 至 19.8 亿欧元，收入增速创新高。品牌改革成功，开启运动时尚化大潮，未来增长潜力巨大，对针织鞋面在内的各类产品需求将保持增长。

UA 与斯凯奇订单占比相当，均为 13% 左右。UA 曾经历连续 26 个季度收入增幅超过 20% 的高增长，2016 财年第四季度起品牌销售增速趋缓，2017 年前三季度营收增速降至 2.59%，但 UA 因体量较大，订单规模占比仍较高，保丽信也与 UA 保持核心鞋类款式的合作关系。

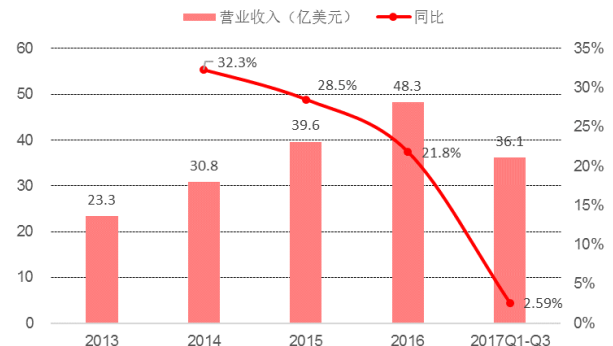
斯凯奇目前已是美国仅次于耐克的第二大鞋类品牌，2012-2016 年营业收入 CAGR 高达 22.9%，2017 财年前三季度营收同比增长 14.1% 至 31.9 亿欧元，品牌处于全球扩张期，为公司订单增长提供支撑。

图 57：PUMA 营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

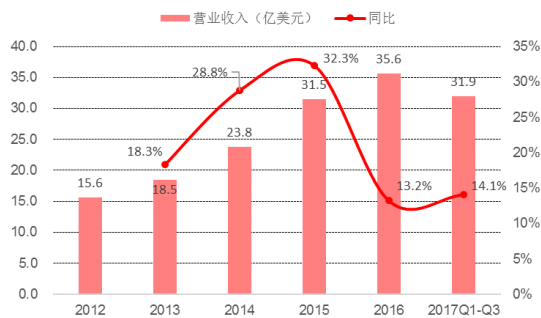
图 58：UA 营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部



图 59：斯凯奇营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，中信建投研究发展部

四、盈利预测及投资建议

公司是国内针织毛衣龙头，与优衣库等大客户保持长期战略关系，引入全成型技术大幅压缩人工成本及生产周期，产品附加值提升。完成对保丽信的收购，促进品类多元化发展至针织鞋面，市场份额有望进一步提升。伴随着越南产能逐步释放，叠加自动化生产设备的设计研发投入，公司核心竞争力强。考虑到保丽信仅 1-3 月并表（春节假期停工）、以及人民币升值、原材料价格上涨等负面因素影响，我们下调公司盈利预测，预计 2018-2019 财年净利润分别为 3.5、5.3 亿港元，同比增长 6.7%、50.4%，2019 财年（截止 2019 年 3 月 31 日）对应的 PE 仅 10 倍。但鉴于公司在针织领域的龙头优势，目前安全边际高，维持“买入”评级。

表 13：公司 2017-2019 年财务预测拆分情况

单位：百万 HKD	2017A	2018E	2019E
A. 普通针织毛衣			
销售量（百万件）	32.5	34.0	36.6
YoY %	5.2%	4.6%	7.0%
平均销售价格	87.1	91.4	95.0
YoY %	-3.0%	4.9%	3.9%
收入	2,797	3,108.7	3,473.7
YoY %		11.1%	11.7%
B. 全成型针织服装 Whole Garment			
销售量（万件）		178.0	296.4
YoY %			66.5%
平均销售价格		125.0	125.0
收入（百万港元）		222.5	370.5
YoY %			66.5%
毛衣业务合并			
收入	2,797	3331.2	3844.2
YoY %		19.1%	15.4%
C. 针织鞋面			
销售量（百万双）		1.4	12.3
YoY %			46.4%



平均销售价格		45.0	45.0
收入		63.0 (2018 年 1-3 月)	553.5
YoY %			46.4% (全年可比口径)
合计			
收入	2,797	3,394	4,398
YoY%		21.3%	29.6%

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

五、风险因素

海外需求低迷、海外产能释放低于预期、汇率波动风险、原材料价格波动风险等。



分析师介绍

花小伟：中信建投轻工制造消费行业分析师，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名。

史琨：CFA，金融学硕士，2017 年 7 月加入中信建投证券纺织服装团队，2015-2017 年在东兴证券从事商贸零售行业研究。

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892pengyanping@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405jiangdongya@csc.com.cn

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909zhaohailan@csc.com.cn

北京非公募组

张博 010-85130905zhangbo@csc.com.cn

李祉瑶 010-85130464lizhiyao@csc.com.cn

周瑞 010-85130749zhourei@csc.com.cn

张勇 zhangyongzgs@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403zhuyan@csc.com.cn

任师慧 010-8515-9274renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249wangjianyf@csc.com.cn

上海地区销售经理

黄方禅 021-68821615huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617daiyuefang@csc.com.cn

邓欣 dengxin@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

深广地区销售经理

胡倩 0755-23953981huqian@csc.com.cn

许舒枫 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 chenpeikai@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有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。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾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。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859