

投资评级：增持(首次评级)

当前价格(元): 107.20

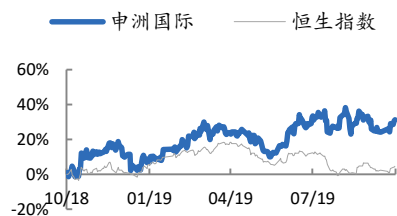
合理价格区间(元): 102.60~119.70

证券分析师
石林

资格编号: S0120518030001

电话: 021-68761616-8747

邮箱: shilin@tebon.com.cn

联系人
市场表现


恒生指数对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-2.1	3.4	1.8
相对涨幅 (%)	-2.0	0.6	8.4

资料来源: 德邦研究所

相关研究

携手巨头，乘风而起

申洲国际(2313.HK)首次覆盖报告

投资要点

高成长的 OEM 巨头。申洲国际为中国最大的纵向一体化针织制造商，主要以 OEM 方式为客户生产针织服装等，2005 年上市至今收入复合增速 17.8%，归母净利润复合增速 21.8%。公司过去十年股价翻了二十倍，实现了穿越行业兴衰周期的稳健成长，我们认为这与公司纵向一体化生产、深度绑定大客户等竞争优势密不可分，其次则由于公司海外产能布局带来的增长，使市场进一步认可龙头地位。

纵向一体化生产具有巩固研发优势和提升生产效率的双重优势。申洲的纵向一体化生产指的是公司的生产流程包括了织造、染整、印绣、裁剪和缝纫和包装运输等完整环节，相较于单一成衣厂大大缩短了供货周期，生产效率更高。公司的研发优势体现在研发过程中可以和大规模生产结合验证可行性和效率性，因此更受品牌商青睐。截止 2018 年拥有已授权的专利 308 件和 32 项自主研发项目。

锁定大客户受益于下游景气度高和订单集中度提升。申洲的前四大客户为 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA，这四家公司占公司收入的 80% 以上。公司能长期绑定大客户不仅由于研发生产一体化的优势，还源于其在生产上做到的专业性和保密性。前四大客户近年来营收保持高增长，这是由于全球运动风潮的兴起和龙头品牌效应不断加强。此外近年来大客户的供应商数量持续下降，公司作为优质供应商，订单集中度或将进一步提升。

海外产能布局验证一体化的可复制性。公司在越南和柬埔寨设立产能是为了符合海外客户低风险偏好的需求，东南亚地区在全球贸易风险趋紧的背景下可以降低关税的不确定性，同时也具有生产成本等优势。未来公司对国内产能的规划主要以效率提升为主，对东南亚产能则会继续面料和成衣两方面的扩张。截止 2018 年末，海外和国内的面料产能占比为 45% 和 55%；海外和国内的成衣产能占比为 30% 和 70%。

盈利预测和投资建议。首次覆盖，给予增持评级。我们预计公司 2019-2020 年收入分别为 240.5/278.5/324.7 亿元人民币，归属母公司净利润为 51.5/60.4/72.5 亿元人民币，对应 EPS 为 3.42/4.02/4.82 元，当前股价对应 19-21 年市盈率为 31/27/22 倍。考虑到公司作为龙头的盈利能力优于同业，同时海外扩张提供新的增量空间，以及历史估值中枢约 30 倍，我们认为公司合理估值水平为对应 2019 年 30-35 倍，对应目标价 102.60~119.70 元，首次覆盖给予增持评级。

风险提示。越南人工成本上涨过快的风险；核心客户销售不达预期的风险；海外产能扩张不达预期的风险；人民币汇率波动的风险。

股票数据

总股本(百万)	1503.22
流通股(百万)	1503.22
52 周内股价区间(元)	116.84-80.05
总市值(百万)	161,145.44
总资产(百万)	28,294.87
每股净资产(元)	15.67

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,950	24,052	27,846	32,474
(+/-) YoY (%)	15.84%	14.80%	15.77%	16.62%
净利润(百万元)	4,540	5,145	6,044	7,250
(+/-) YoY (%)	20.67%	13.32%	17.47%	19.95%
全面摊薄 EPS (元)	3.02	3.42	4.02	4.82
市盈率(PE)	35.49	31.32	26.66	22.23
市净率(PB)	5.85	4.95	4.13	3.49

资料来源: 公司年报, 德邦研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 十年二十倍：高成长的代工巨头	6
1.1 上市至今业绩和盈利性持续提升	6
1.2 发展历程不断蓄力，稳步走向国际化	7
1.3 股权集中，管理层深耕行业	8
1.4 收入结构多元化	9
1.5 十年股价复盘重新定义“代工厂”	9
2. 全球纺织服装产业的第三次转移	10
2.1 中国仍是全球最大的纺织品和服装的出口国	10
2.2 东南亚转移趋势日渐明朗	12
2.3 针织品具有更广阔空间	13
2.4 棉价对纺织产业链中下游影响减弱	15
3. 纵向一体化构建竞争壁垒	16
3.1 纵向一体化更受品牌商青睐	16
3.2 一体化全流程夯实研发优势	17
3.3 短交货周期远领先于同行	18
3.4 盈利能力逐年提升	18
4. 锁定大客户共同成长	19
4.1 较早切入运动休闲赛道，大客户占比高	19
4.2 运动服饰高速发展，龙头业绩节节攀升	21
4.3 大客户精简供应商，订单集中度提升	22
5. 海外一体化布局提供新增量	24
5.1 东南亚布局较早，享受成本优势	24
5.2 海外一体化初成型，产能有序扩张	25
6. 专注细节锻造精益生产	26
6.1 资本开支高投入提升自动化	26
6.2 员工稳定性强人均产出高	28
7. 盈利预测	28
8. 投资建议	30
9. 风险提示	31

图表目录

图 1 公司上市至今营业收入及增速	6
图 2 公司上市至今归母净利润及增速	6
图 3 公司上市至今毛利率和净利率 (%)	6
图 4 公司上市至今 ROE (%)	6
图 5 公司发展历程	7
图 6 公司股权结构	8
图 7 收入结构按品类分 (2018)	9
图 8 收入结构按地区分 (2018)	9
图 9 申洲国际过去十年股价走势	10
图 10 世界服装工业就业人数的分布	11
图 11 全球纺织业的生产中心转移	12
图 12 2018 年中国和东南亚年龄结构	13
图 13 2018 年中国和东南亚人均月收入 (美元/月)	13
图 14 面料的几种分类方式	13
图 15 针织与梭织面料的区别	14
图 16 2015-2018 年针织行业规模以上企业营业收入 (亿元)	14
图 17 过去十年棉价走势图和上市企业毛利率	15
图 18 过去十年棉价走势图和上市企业毛利率 (续)	16
图 19 公司一体化生产模式和一般采购模式的对比	16
图 20 纺织制造行业研发费用率对比	17
图 21 纺织制造行业专利数量对比	17
图 22 申洲国际专利数量逐年递增	17
图 23 申洲国际专利转化为产品数量持续提升	17
图 24 一体化生产模式明显缩短交货周期	18
图 25 申洲国际历年毛利率和净利率	19
图 26 申洲国际历年三项费用率	19
图 27 纺织制造行业毛利率对比 (2018)	19
图 28 纺织制造行业净利率对比 (2018)	19
图 29 申洲国际前四大客户占比	19
图 30 申洲国际产品分品类占比	20
图 31 申洲国际产品分品类增速	20

图 32 申洲国际产品分地区占比	20
图 33 申洲国际产品分地区增速	20
图 34 中国运动鞋服市场规模及人均消费开支（亿元、元）	21
图 35 2013-2017 年 NIKE 和 ADIDAS 全球市占率合计情况	21
图 36 NIKE 历年营收及增速（百万美元）	22
图 37 ADIDAS 历年营收及增速（百万欧元）	22
图 38 UNIQLO（迅销）历年营收及增速（十亿日元）	22
图 39 PUMA 历年营收及增速（百万欧元）	22
图 40 NIKE 2015-2018 年供应商达标率	23
图 41 NIKE 2016-2018 年供应商评级结果	23
图 42 NIKE 历年服饰供应商数量	23
图 43 ADIDAS 历年供应商数量	23
图 44 NIKE 历年核心供应商订单占比	23
图 45 ADIDAS 最大服饰供应商订单占比	23
图 46 公司越南面料产能（吨/天）	25
图 47 公司越南和柬埔寨成衣产能（万件/年）	25
图 48 申洲国际的海内外产能布局	25
图 49 公司历年按国家划分的员工数量	26
图 50 公司过去五年资本开支具体情况（亿元 RMB）	27
图 51 公司过去五年资本开支占收入比例（亿元 RMB）	27
图 52 纺织制造行业 2018 年资本开支规模和占收入比例（亿 RMB）	27
图 53 公司污染物排放强度	27
图 54 公司员工过去五年离职率	28
图 55 公司员工人均产出（万元）	28
图 56 申洲国际过去三年 PE 走势图	31
图 57 申洲国际过去三年 PB 走势图	31
表 1 公司管理层	8
表 2 申洲国际 2008-2018 年收入及净利润增长情况	10
表 3 全球服装产业出口金额前十名的国家/地区	11
表 4 全球服装产业进口金额前十名的国家/地区	11
表 5 2018 年我国针织行业部分财务数据对比	14
表 6 申洲国际海外产能扩张进程	24
表 7 中国、越南、柬埔寨的生产成本对比	25

表 8 申洲国际收入预测 - 按产量拆分	29
表 9 申洲国际收入预测 - 按品类拆分	30
表 10 申洲国际毛利率预测.....	30
表 11 1999-2018 年越南人均月薪情况.....	31
表 12 越南人工成本上涨对公司盈利的敏感性分析	32

1.十年二十倍：高成长的代工巨头

申洲国际集团控股有限公司为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，集织布、染整、印花、裁剪与缝制四个完整的工序于一身，产品涵盖了所有的针织服装，包括运动服、休闲服、内衣等。集团的出口金额连续多年在中国针织服装出口企业和中国服装出口企业中名列前茅。

本集团主要以代工(OEM)方式为客户生产针织运动类用品、休闲服装及内衣服装，主要客户包括 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA 等国际知名品牌客户。产品市场也从日本市场逐步拓展至亚太区及欧美市场。产品、客户及市场的多元化发展，有效降低了公司的经营风险，提升了整体竞争能力。

申洲国际的优质绩效得到了客户、行业以及资本市场的肯定。多家国际知名客户将其评选为“最佳供应商”；中国针织工业协会于 2011 年 10 月授予“中国针织行业领军企业”的荣誉；2005 年 11 月成功于香港主板上市，2012 年入选为“港股 100 强”企业，并于 2013 年 6 月 1 日起纳入 MSCI 明晟指数。

1.1 上市至今业绩和盈利性持续提升

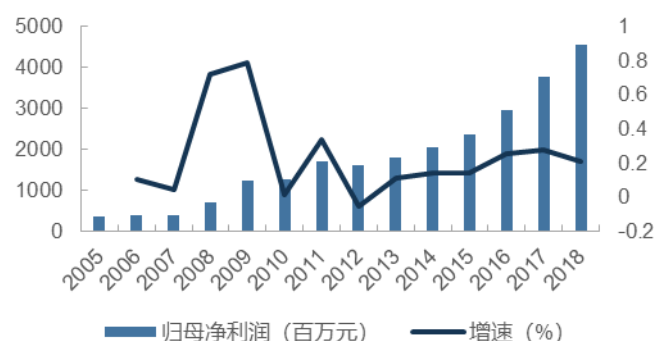
上市至今申洲国际的业绩保持了长期稳健的成长性，2005-2018 年收入复合增速 17.84%，归母净利润复合增速 21.75%。公司 2018 年实现营业收入 209.68 亿元人民币，同比增长 15.82%，归母净利润 45.40 亿元人民币，同比增长 20.67%。

图 1 公司上市至今营业收入及增速



资料来源：WIND，德邦研究所

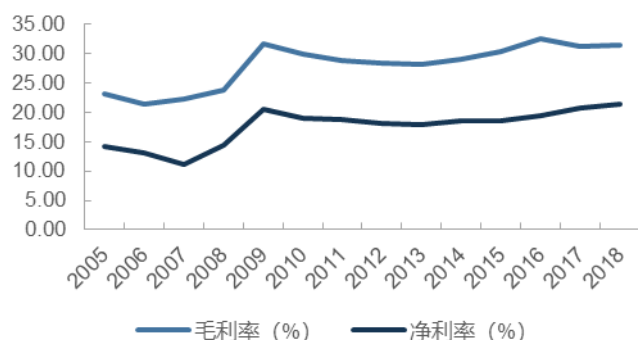
图 2 公司上市至今归母净利润及增速



资料来源：WIND，德邦研究所

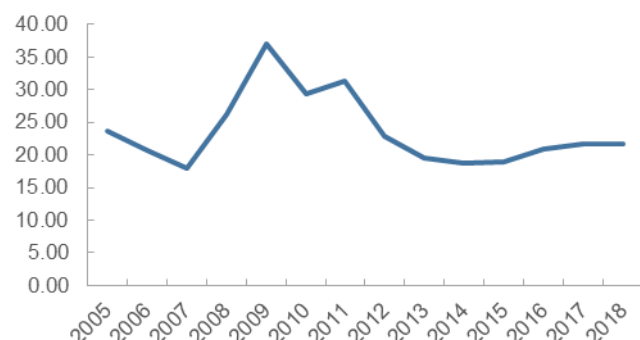
公司上市至今毛利率和净利率保持稳健提升的趋势。毛利率从 2005 年的 23.13% 提升至 2018 年的 31.57%，净利率从 2005 年的 14.23% 提升至 2018 年的 21.43%。2012 年至今盈利能力保持提升，主要是由于公司自动化水平和生产效率不断提高、产品结构优化、海外产能布局节约一定成本等原因。ROE 近年来亦在稳步提升，保持在 20% 以上的水平。

图 3 公司上市至今毛利率和净利率 (%)



资料来源：WIND，德邦研究所

图 4 公司上市至今 ROE (%)



资料来源：WIND，德邦研究所

申洲国际作为一家“质朴”的代工厂，维持在 20%以上的净利率水平跑赢了大多数的品牌服装企业，并且在十余年间保持稳健的成长性。究其原因，还是来自于自身不断优化管理能力和生产效率，因此突破了大众对代工厂的一般认知，成为了以业绩证明绝对优势的当前市值第一的服装上市公司。

1.2 发展历程不断蓄力，稳步走向国际化

申洲国际的发展历史可分为四个阶段：

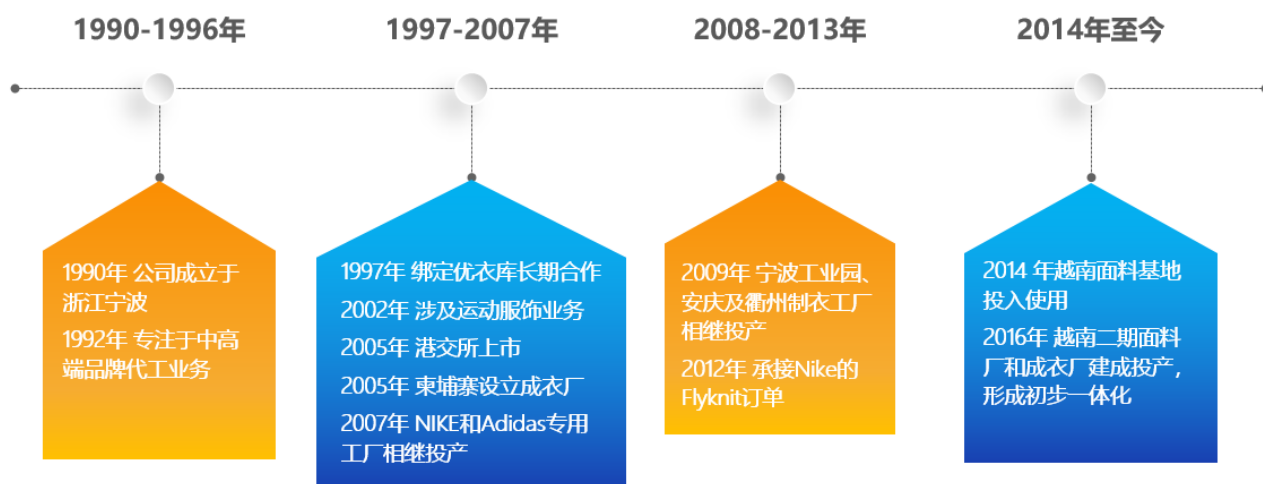
初创期（1990-1996 年）：初创期的申洲主要确立了专注于中高端品牌代工的业务路线，日本市场占据了销售的绝大多数比例。申洲成立于 1990 年的浙江宁波，前身是由由宁波北仑区政府、上海针织二十厂、澳大利亚五洲织造公司等组建的宁波申洲织造有限公司。90 年代申洲确立了发展路线为搞面料研发，走中高端路线。申洲专注于中高端品牌代工业务，主要着力于逐步拓展日本市场。

发展期（1997-2007 年）：这一阶段申洲以优衣库为契机不断增加国际化大客户，而香港上市也为申洲强化生产上的竞争力提供了资本支持。1997 年申洲经历了管理层重大变革，三方股东将股份转让给马氏家族，马建荣持股 46.62% 掌管申洲国际。同时，在 1997 年申洲以拿下优衣库的长期合作机会为突破，不断增加日本市场的业务。2002 年起申洲开始多元尝试，从休闲服装代工向运动服装代工转变，并加大欧美市场销售。2005 年申洲在香港上市，募资 9 亿多港币进行设备升级，此外，为了规避欧美对中国产品进口配额，申洲开始在柬埔寨设厂。2007 年申洲的业务多元化初显成效，申洲运动服装订单激增，拿到了 Nike、Adidas、彪马等客户，建立 Nike、Adidas 专用厂。

逆势扩张期（2008-2013 年）：2008 年的金融危机使服装行业整体在低谷徘徊数年，申洲在这阶段稳步扩建产能，竞争优势得到巩固。2009 年申洲在宁波新建织造工业园，在安庆、衢州建设制衣生产基地，逆市抢占市场份额。至此申洲出口销售额已经位居全国第一。2012 年申洲国际承接 Nike 的 Flyknit 订单，并逐步成为其业绩跃升的重要转折点。在此期间公司 Nike、Adidas 专用工厂的效率也逐渐提高，运动服饰的收入占比也逐渐提升。

海外布局期（2013 年至今）：申洲加速海外产能扩张，初步形成了海外的纵向一体化布局。申洲意识到东南亚产能转移的重要性，积极扩充海外产能。2014 年在越南设立面料生产基地，2015 年启动越南成衣厂建设，2016 年越南面料工厂二期以及成衣工厂建成投产，2018 年柬埔寨和越南将继续新建成衣工厂，海外版图不断壮大。2016 年起申洲成为 Nike、Adidas 的全球第一大服饰类供应商，代工领域的优质企业进一步得到资本市场认可。

图 5 公司发展历程

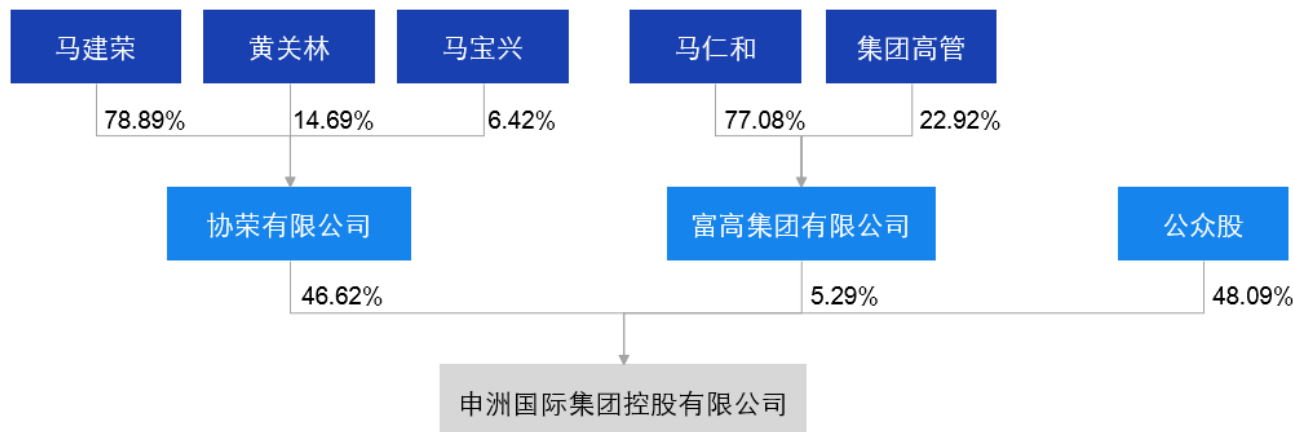


资料来源：公司官网，德邦研究所

1.3 股权集中，管理层深耕行业

公司股权结构集中，马氏家族合计持有股份占公司的 **51.91%**。截止 2018 年报，董事会主席马建荣先生，与其妹夫黄关林先生、其父马宝兴先生通过协荣有限公司合计持有股份占比为 **46.62%**；马建荣先生的堂兄马仁和、集团的部分高管（包括执行董事王存波先生和陈志芬女士）通过富高集团有限公司持有公司 **5.29%** 的股权，其余为社会公众股。

图 6 公司股权结构



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司管理层稳定，全部均在纺织行业拥有多年工作经验，多数的行业经验甚至超过二三十年，显示了申洲的管理层稳定并对纺织制造行业建立了深刻的了解。同时，申洲还对 Uniqlo、Nike、Adidas 建立了专门的事业部对接，体现了其对大客户专业、负责的态度。

表 1 公司管理层

姓名	职务	性别	出生年份	简介
马建荣	董事会主席, 执行董事	男	1964	负责本集团的整体业务发展策略，在纺织业具有三十多年经验。马先生曾出任集团之最早期营运企业宁波织造的织造部经理及副总经理及总经理。2005 年以来一直担任董事长，于 2012 年获任提名委员会主席。
王存波	执行董事	男	1972	于 2004 年 5 月加盟集团后担任财务部部长兼财务总监，并于 2011 年升任集团董事。曾任宁波天健永德联合会计师事务所合伙人、宁波永德企业管理咨询事务所副总经理，彼作为执业会计师具超过六年经验。
陈芝芬	执行董事，副总经理	女	1969	负责各制衣部，在纺织业具有二十多年经验。于 1990 年 4 月加盟集团后，曾任宁波织造的工段长、制衣部经理、制衣二部及六部经理、总经理助理及本集团总经理助理。
黄关林	执行董事，总经理	男	1965	负责集团的生产、营销及市场推广等日常业务运作，在纺织业具有二十多年经验。加盟集团后曾任宁波织造的生产经营部经理及副总经理，自 2005 年 4 月以来一直担任申洲针织总经理。彼为马建荣先生的妹夫。
马仁和	执行董事，副总经理	男	1960	负责本集团染整事务，在纺织业拥有三十多年经验。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 5 月起一直担任申洲针织副总经理。彼为马建荣先生的堂兄。
陈德兴	财务总监，公司秘书	男	1971	于 2008 年 9 月加入本集团，拥有十多年审核、财务监管、公司秘书及会计之经验。
陈岚	副总经理	男	1966	负责棉纱等原材料采购及咨询管理工作，在纺织业有逾 30 年工作经验。
顾朝权	副总经理	男	1962	负责安徽制衣工厂的生产运营，在纺织业有超过 31 年经验。
言德林	副总经理	男	1955	主管柬埔寨工厂，在纺织业有超过 31 年经验。
江涛	总经理助理，Uniqlo 事业部部长	男	1967	负责 Uniqlo 事业部运作管理，在织造业具有 23 年经验。
崔纪锋	总经理助理	男	1964	负责技术及品质事物，在纺织业有超过 30 年经验。
胡永海	总经理助理	男	1966	负责面料技术事物，在纺织业有超过 30 年经验。

马彬	总经理助理, Nike 事业部部长	男	1971	全面负责 Nike 事业部运作项目管理和客户关系维护, 在纺织业有 19 年经验。
宋庆	总经理助理, Adidas 事业部部长	男	1970	全面主管 Adidas 事业部的日常管理和制度建设等工作, 并协助总经理处理一些其他方面的工作, 在纺织行业有 21 年的工作经验。
徐惠国	副总经理	男	1953	负责集团的行政事务, 超过 47 年的行政管理经验。
杨红辉	副总经理	男	1969	负责集团的生产计划, 在纺织业有逾 29 年管理经验。

资料来源: 公司年报, 德邦研究所

1.4 收入结构多元化

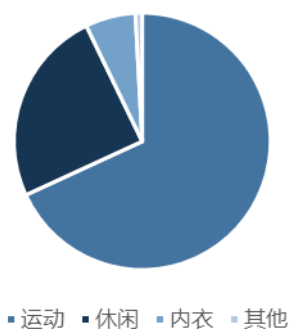
公司收入结构多元化。主要产品分为运动服饰、休闲服饰、内衣和其他, 2018 年报显示占比分别为 68.14%、24.66%、6.34%、0.86%, 其中, 前四大客户合计占比 77.50%, 即 Nike、Adidas、Uniqlo、PUMA 占比分别为 29.87%、19.04%、18.47%、10.11%。

公司销售客户在全球均有分布。2018 年年报显示, 中国大陆收入占比最高, 为 30.13%, 美国、欧洲、日本、其他地区收入占比分别为 15.53%、18.12%、15.45%、20.78%。其中, 中国大陆地区近年来增速较快, 其他地区包含了香港、台湾、新加坡、韩国等市场。

公司生产模式为 ODM, 相较于 OEM 模式可以在产品的设计研发上进行深入的参与。主要的生产流程为, 申洲在每季开始前与客户协商生产与销售计划, 再配合客户的特殊设计、面料要求、预算, 研发制作相应的面料并生产成衣, 完成定制化和品质化需求。具体在制造流程上, 申洲实现了纵向一体化的生产, 集织造、染整、印绣花、裁剪与缝制、包装及物流五个完整工序于一身, 在行业内处于领先水平。

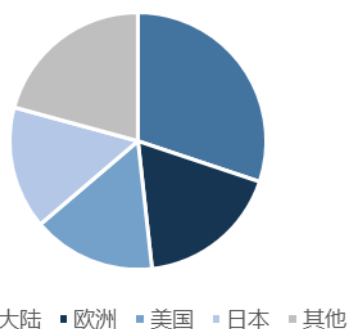
公司产能分布全球化。面料工厂有中国宁波和越南两个生产基地, 国内和越南的产能占比约为 55%和 45%。成衣工厂有中国的宁波、安庆、衢州三处和国外的柬埔寨、越南两处, 国内成衣产能占了 70%左右。

图 7 收入结构按品类分 (2018)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 8 收入结构按地区分 (2018)



资料来源: WIND, 德邦研究所

1.5 十年股价复盘重新定义“代工厂”

从申洲国际过去十年的股价以及 PE 变化来看, 我们将其分为三个阶段:

一、2009-2012 年市场基于对 OEM 制造业的一般认知给予 5-10 倍的 PE 估值。

2008 年起金融危机导致行业洗牌加速, 纺织行业整体情绪低迷, 申洲在这段时期加快扩张产能和攫取订单, 产品市场从日本扩大到亚太、欧美等地区, 产品品类重心从休闲服饰向运动服饰转移, 业绩实现了较快速的增长。在此期间, 公司股价上涨了 14 倍, 估值从 4 倍提升到 10 倍, 股价的驱动主要基于公司业绩的快速增长。

二、2013-2017 年公司深度绑定 NIKE、Adidas 等大客户, 实现业绩和估值的双增。

2012 年承接 NIKE 的 Flyknit 订单成为公司发展的重要转折点, 公司通过建成 NIKE 和 Adidas 的专用工厂, 实现了国际运动品牌巨头的深度绑定。在产能上, 公司国内生产效率节节攀升, 国外在越南建设面料厂和成衣厂, 初步实现了海外生产的一体化。

在此期间, 公司股价上涨了 5 倍, 估值从 10 倍提升至 25 倍, 业绩和估值的提升对股价的贡献大约各占一半。可以说, 申洲在这一阶段用持续提升的业绩和盈利能力证明了公司优于一般代工厂的回报率, 和运动巨头的深度绑定也证明了公司相对于一般代工厂具有特定的护城河, 因此估值突破了一般纺织制造业的认识, 达到了可与品牌商对比的水平。

三、2018 年至今公司从盈利能力、海外布局等多方面证明了自身资产的优越性, 估值区间上移至 25-35 倍。

2018 年至今公司 PE 估值保持在 25-35 的区间, 原因在于公司通过长期稳定的盈利能力证明了基本面的优越性, 得到了市场的认同。公司稳定的盈利能力, 一是来自和客户的深度绑定, 产能利用率高, 生产效率高, 并且客户对其订单量不断增加, 二是来自海外产能布局的效果逐步释放, 越南和柬埔寨逐渐提升效率, 进一步提升盈利水平, 因此未来的增长仍存在可持续的空间。

图 9 申洲国际过去十年股价走势



资料来源: WIND, 德邦研究所

表 2 申洲国际 2008-2018 年收入及净利润增长情况

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入 (百万元)	4,823	6,093	6,724	9,048	8,944	10,067	11,152	12,660	15,122	18,104	20,968
收入增长率(%)	31.92	26.35	10.35	34.57	-1.15	12.55	10.79	13.52	19.45	19.72	15.82
净利润 (百万元)	699	1,252	1,272	1,704	1,620	1,803	2,066	2,355	2,948	3,763	4,540
净利润增长率(%)	71.89	79.02	1.57	33.99	-4.91	11.28	14.58	13.98	25.18	27.65	20.67

资料来源: WIND, 德邦研究所

2.全球纺织服装产业的第三次转移

2.1中国仍是全球最大的纺织品和服装的出口国

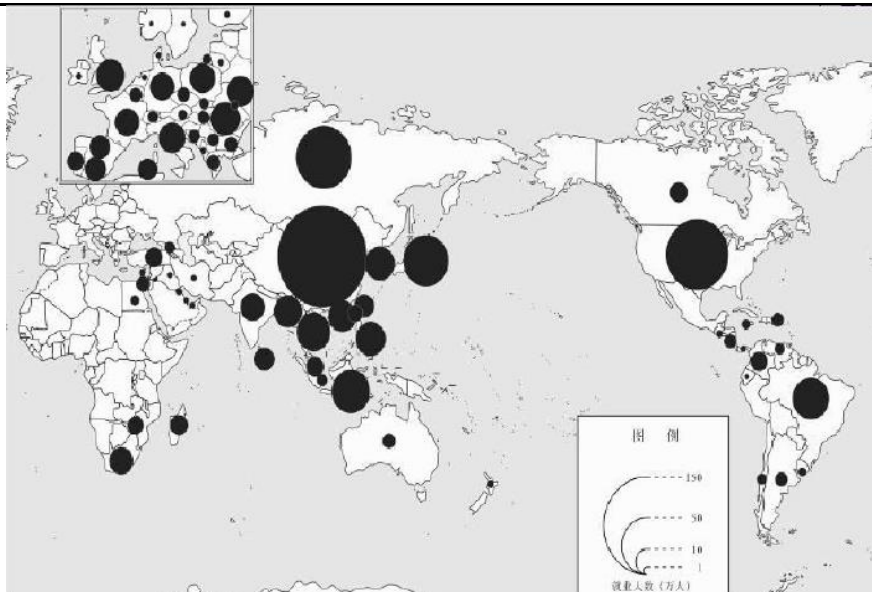
国际纺织品贸易已经形成了三大纺织品市场和三大贸易圈。三大市场是指以美国、加拿大为中心、周边包括墨西哥的北美市场, 以欧盟为中心、周边包括俄罗斯的欧洲市场, 以日本为中心、周边包括中国和印度的东亚市场。

三大贸易圈是指欧盟及周边国家和北美国家组成的欧洲贸易圈, 美国、加拿大、墨

西哥及中南美洲组成的美洲贸易圈，中国、印度、巴基斯坦及东南亚国家与日本、欧盟、美国和加拿大组成的亚洲、欧盟、北美贸易圈。

服装业作为劳动力密集型的行业，目前亚洲的服装生产在全球已处于主导地位，其次是美洲和欧洲。中国是世界上纺织品和服装最大的生产国和出口国，就业人数也最多。

图 10 世界服装工业就业人数的分布



资料来源：《纺织服装业的全球生产和贸易格局》，德邦研究所

根据 WTO 数据，中国仍为全球服装产业中出口金额最多的国家，2017 年出口金额为 1585 亿美元，占据全球市场的 26%；进口金额最多的地区则为欧洲，2017 年进口金额为 1981 亿美元，占据全球市场的 32%。由出口和进口金额前十名的列表可见，发达国家主要承担了服装的品牌的研发和营销部分，而将服装产业链的各生产环节按照要素特点在全球范围内进行资源配置。

中国作为全球最大的纺织品和服装的出口国，具有以下三个特点：一是纺织服装原料资源不仅产量大、品种较齐全，而且价格相对低廉；二是劳动力总量与成本优势突出；三是纺织服装业的产业集群优势突出。珠江三角洲和长江三角洲地区是纺织服装业集群最集中的区域。

表 3 全球服装产业出口金额前十名的国家/地区

排名	国家/地区	出口金额（亿美元）	份额
1	China	1585	25.88%
2	European Union (28)	1297	21.19%
3	Bangladesh	292	4.77%
4	Viet Nam	278	4.54%
5	Italy	233	3.81%
6	Germany	209	3.42%
7	India	186	3.04%
8	Turkey	151	2.47%
9	Hong Kong, China	145	2.37%
10	Spain	143	2.34%

资料来源：WTO Statistics, 德邦研究所

表 4 全球服装产业进口金额前十名的国家/地区

排名	国家/地区	进口金额（亿美金）	进口份额
1	European Union (28)	1981	31.95%

2	United States	913	14.72%
3	Germany	373	6.02%
4	Japan	281	4.53%
5	France	242	3.90%
6	United Kingdom	228	3.67%
7	Spain	187	3.01%
8	Netherlands	166	2.68%
9	Italy	161	2.59%
10	Hong Kong, China	124	2.00%

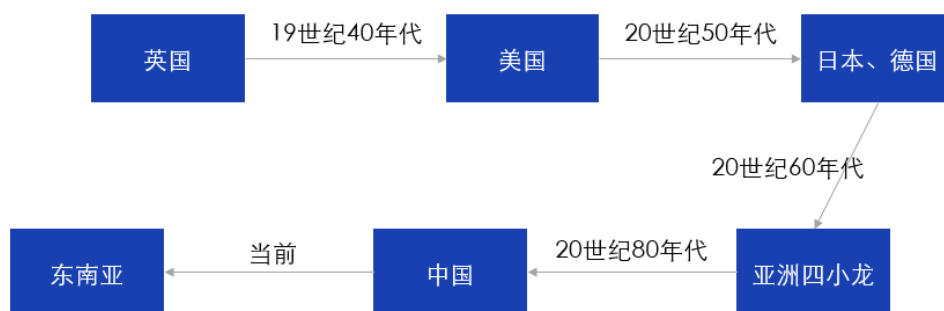
资料来源：WTO Statistics, 德邦研究所

2.2 东南亚转移趋势日渐明朗

纺织服装产业的全球分工格局呈现出典型的以低劳动力成本为主要标志的地域性集中倾向，随着劳动力成本水平变化还形成了明显的产业阶梯转移现象。

发达国家不仅通过发展高科技、高附加值的纺织品获取了高利润，而且将服装及中低档纺织品转移到发展中国家。目前主要形成了以中国和东南亚国家为世界供应中心的格局。

图 11 全球纺织业的生产中心转移



资料来源：WIND, 德邦研究所

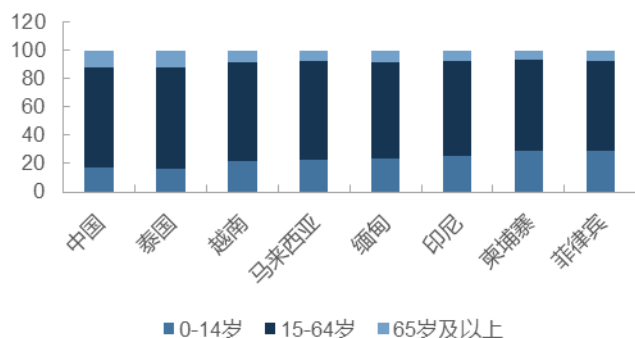
迄今全球制造业曾出现过四次产业转移。第一次产业转移发生在 19 世纪 40 年代，英国将过剩的产能转移到美国，这次转移使得美国的流水线批量、标准化生产得到高速发展。第二次产业转移是 20 世纪 50 年代，美国为了支持其盟友，将钢铁、纺织等产业向日本、德国转移。第三次产业转移是 20 世纪 60 年代，日本开始将劳动密集型产业向香港、台湾、新加坡和韩国转移，使得“亚洲四小龙”接棒承接全球制造业。第四次产业转移是 20 世纪 80 年代，“亚洲四小龙”都面临着资源不足、市场狭小的问题，而中国改革开放正好提供了新的机遇。由此中国成为新的“世界工厂”。

随着中国经济的不断崛起，第五次产业转移也在慢慢开始。尤其是近几年伴随着中国人口红利的消失，劳动力成本也在不断上升，企业的土地成本、环境资源成本等都在不断上升，因此许多低端制造业开始向东南亚国家转移。

在纺织业产业转移的趋势下，东南亚主要在劳动成本和营商环境上有显著的优势。相较于我国的人口结构，东南亚人口优势更为明显。人口年轻程度更高，更适宜发展劳动密集型产业；劳动力成本更低，2018 年中国工人的人均月收入为 807 美元/月，东南亚人工约为 300-400 美元/月。

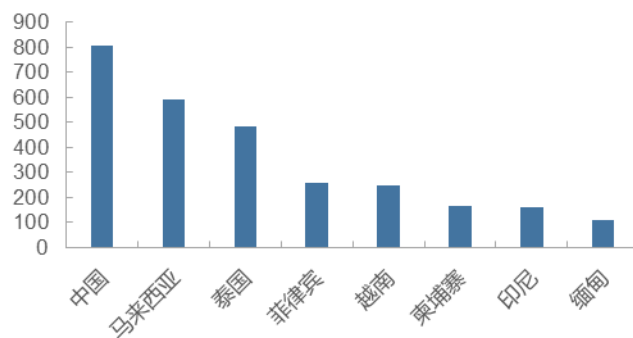
东南亚在税负成本和贸易环境上亦具有优势。外资在东南亚投资都有一段时期的免税期，同时政府还会给予其他的优惠政策；随着中美贸易摩擦成为全球贸易和经济的核心不确定性因素之一，东南亚良好的贸易环境更受到低风险偏好的投资者的认可。

图 12 2018 年中国和东南亚年龄结构



资料来源：WIND，德邦研究所

图 13 2018 年中国和东南亚人均月收入（美元/月）



资料来源：CEIC，德邦研究所

然而，东南亚在基础设施和产业链厚度上不及我国。从《2018 年全球竞争力报告》来看，我国中部和东部的铁路密度明显高于东南亚，东南亚的铁路建设则显示设施设备老旧、费用竞争力不足；公路综合评分，中国明显高于东南亚各国；航空的综合评分，中国低于印尼、泰国和马来西亚，但高于其他国家；水运综合评分，中国仅低于马来西亚，明显高于其他国家。从电力水平来看，东南亚电力需求增长较快，长期以来电力供应不足，部分地区和大部分农村供电质量不稳定。

因此，东南亚更适宜劳动密集型、上游产业链较短的企业进行转移，纺织服装、木材加工、家具轻工等行业具有更强的转移动力。纺织服装企业较早开始在越南布局产能，越南相较于其他东南亚国家，在投资环境和文化背景上有更大优势；此外，越南的纺织上游产业链（纺织面料生产）较弱，本土纺织服装业实力不强，2018 年外商占越南纺织服装企业的 25%，也为外资企业在越南的纺织服装业进一步壮大提供机遇。

2.3 针织品具有更广阔空间

按织造方法分类可以将面料分为针织物和梭织物。针织物是由纱线顺序弯曲成线圈，线圈相互串套而形成织物。纱线形成线圈的过程，可以横向或纵向地进行，横向编织称为纬编织物，而纵向编织称为经编织物。梭织物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。

按原料分类可以将面料分为天然面料、化纤面料和混纺面料；按加工方式分类可以将面料分为漂白布、染色布、印花布、色织布、提花布；按用途分类可以将面料分为衣着用布、生活装饰用布、医疗用布和产业用布。

图 14 面料的几种分类方式

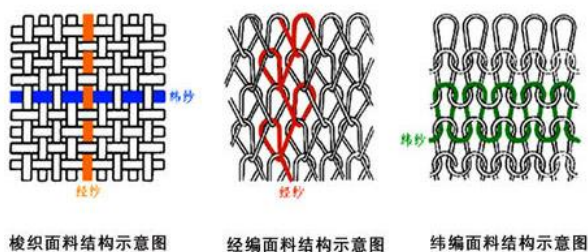


资料来源：公开资料，德邦研究所

针织品具有柔软性、透气性、伸缩性等特性，被广泛运用于服装、内衣、家纺等多种生活场景中。由于针织品是由线圈相互串套形成，这决定了其一系列的特性，线圈的弯曲状态导致针织品具有优良的弹性和延伸度，线圈空隙又使其具有较好的透气性，因此，针织品具备功能性、舒适性面料的条件。随着现代纺织工艺的发展，针织品可使用不局限于棉、毛、丝、麻等天然纤维，还有醋酸纤维、莫代尔纤维、CoolMax 等新型纤维，在产品外观、使用场景等多方面给予消费者全新的感受。

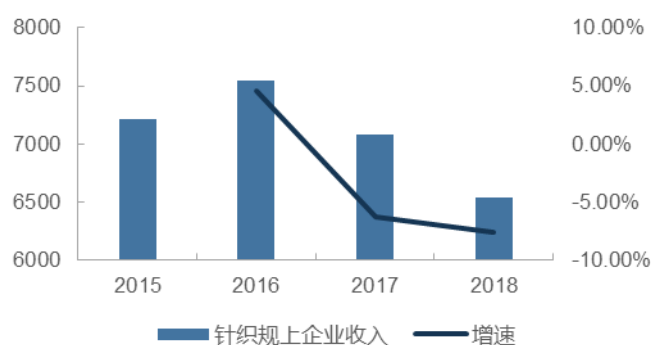
我国针织行业规模处于结构调整阶段，但整体盈利质量高于纺织平均。根据中国针织工业协会数据，2018 年我国针织行业 6028 家规上企业完成主营收入 6536.22 亿元，受到环保监管趋严以及宏观经济的影响，收入规模有所下滑，但盈利能力仍高于纺织行业平均水平。2018 年针织行业实现利润总额 340.25 亿元，毛利率达到 13.19%，利润率 5.21%，较纺织行业高 0.06 个百分点。整体来看针织行业发展质量高于纺织行业，但盈利能力仍有提升空间。

图 15 针织与梭织面料的区别



资料来源：针织工业协会，德邦研究所

图 16 2015-2018 年针织行业规模以上企业营业收入（亿元）



资料来源：针织工业协会，德邦研究所

表 5 2018 年我国针织行业部分财务数据对比

行业	主营收入 (亿元)	毛利率	利润率	总资产 周转率	产成品 周转率
纺织行业	53703	12.16%	5.15%	1.24	17.70
针织行业	6536	13.19%	5.21%	1.35	19.09
针织面料	2850	11.92%	5.35%	1.38	20.51
针织服装	3686	14.18%	5.09%	1.33	18.11

资料来源：针织工业协会，德邦研究所

我们认为针织品目前仅占整体纺织业的 12%，未来占比将持续提升，发展空间广阔。原因有如下三点：

首先，针织品由于其透气性和弹性的特点被多数应用于运动休闲类的服饰，而近些年来运动服饰行业增长亮眼，这是由于大众运动意识兴起使得购置运动服饰更为普及，并且将运动时尚类的服饰作为日常穿着，因此针织品作为运动休闲类的主要材料未来将持续收益。

其次，针织品在快时尚和运动服饰的品类中较大部分使用色纺纱，色纺纱由于生产工艺的特点具有朦胧立体的质感，适合用于中高端面料，同时可灵活地用于小批量、多品种的生产，和未来服装的定制化需求和快速反应供应链的发展趋势相一致。

最后，针织品在发展中逐步开发出许多新型复合面料，在面料特点上对悬垂性、透气性、水洗稳定性等进行改进，适用的服装类型越来越广，带来更丰富的视觉效果和穿着体验。

2.4 棉价对纺织产业链中下游影响减弱

我们调取了过去十年的棉花现货价和纺织产业链企业的毛利率进行对比，在纺织产业链选择了三类代表性企业，其中：

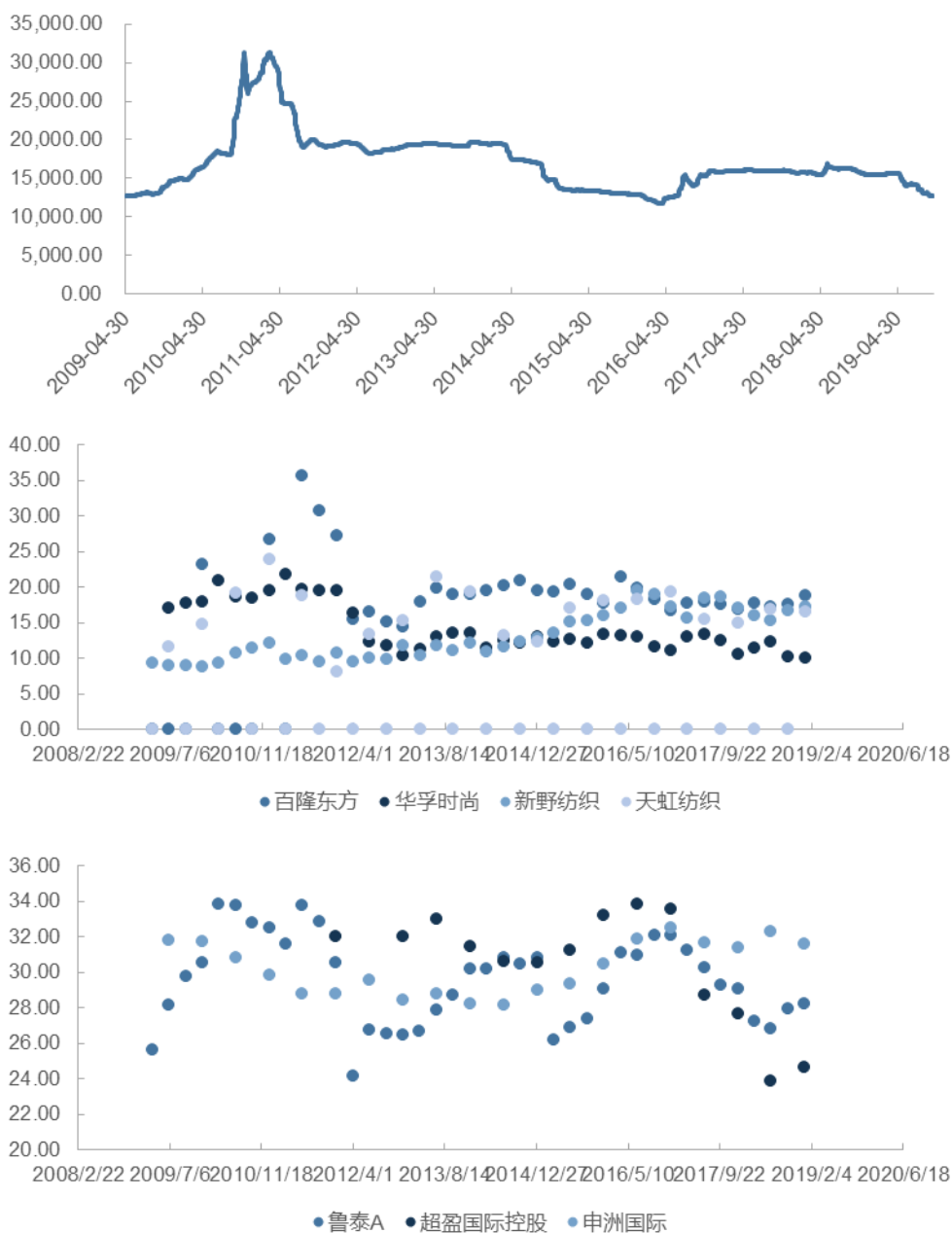
上游企业为百隆东方、华孚时尚、新野纺织和天虹纺织；

中游企业为申洲国际、鲁泰 A 和超盈国际控股；

下游企业为安踏体育和森马服饰。

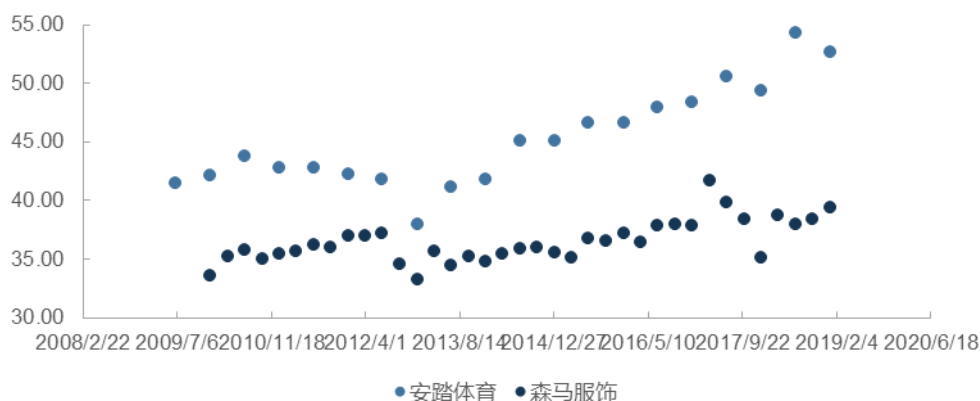
从棉价走势我们可以看到，2009 年到 2011 年棉价上涨至高点，带动纺织上游企业毛利率有明显上行趋势，2011 年随后一年棉价快速下落，上游企业也显示出了较强的相关性。棉价走势和中游、下游企业的毛利率则显示出较弱的相关性，尤其是下游企业，由于棉价经过中间数个环节传导到下游，影响基本已经不大，下游企业的毛利率主要由企业的运营能力有关。

图 17 过去十年棉价走势图和上市企业毛利率



资料来源：WIND，德邦研究所

图 18 过去十年棉价走势图和上市企业毛利率（续）



资料来源：WIND，德邦研究所

3.纵向一体化构建竞争壁垒

申洲国际的纵向一体化生产指的是公司的生产流程包含了从研发到织布到成衣，产业链充分延伸到服装制造的各环节，相较于单一的面料厂或成衣厂，生产效率更高，亦更易实现规模效应。品牌商选择一体化生产的代工厂，产品品质高，交货周期短；公司布局一体化，能在下游提升一定的议价力，攫取更多利润空间。

3.1纵向一体化更受品牌商青睐

申洲国际采用一体化生产模式，生产工序包括了织造、染整、印绣、裁剪和缝纫和包装运输等完整环节，目前是国内最具规模的纵向一体化服装加工企业。

公司在面料生产环节具有研发优势，根据客户要求自行研发生产，在成衣制造环节由客户设计，公司负责生产。在生产周期规划上，公司一般在每年 11 月和客户达成大致的生产安排计划，客户一般提前一个季度左右下单，公司再按订单需求进行产能分配、原材料采购等工作，原材料库存一般跟随棉纱预期价格走势和生产规划，库存不会堆积过高，基本维持 1-2 月。

据 USFIA 调查，品牌商倾向于选择面料+代工的一体化的供应商，选择意愿由 2015 年的 37%提高至 2016 年的 59%，而分开选择面料供应商和代工厂商的，则从 2015 年的 93%下降至 2016 年的 68%。可见纵向一体化的生产模式，提高了品牌商的采购效率，降低了采购成本；同时代工厂向上游延伸的过程中提升了面料的研发能力，也成为品牌商对其青睐的另一原因。

服装的消费群体具有变化快、偏好分化的特点，因此近年来对服装生产的快速反应供应链的要求不断升级。申洲国际的纵向一体化能缩短供货周期，可以满足品牌商小批量快速生产的要求，同时研发能力帮助品牌商提供更丰富的解决方案、提升产品附加值。这正是申洲可与国际品牌商建立长期合作关系的主要原因之一。

图 19 公司一体化生产模式和一般采购模式的对比

申洲的一体化生产模式



一般采购模式：



资料来源：公司招股书，USFIA，德邦研究所

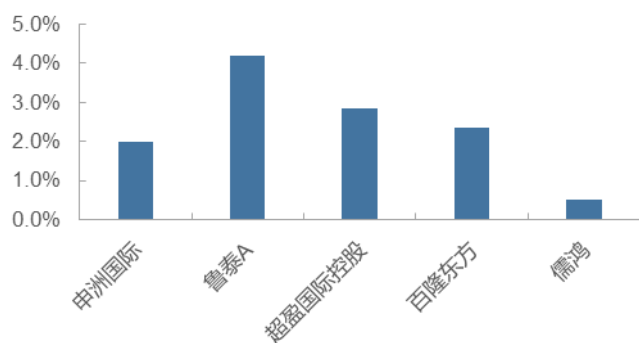
3.2一体化全流程夯实研发优势

申洲的一体化模式有利于不断发展研发实力。代工厂的研发能力主要体现在面料层面，面料的高附加值性能主要来自原材料配方设计、面料的结构设计以及染整环节，而织布环节由于生产设备的趋同性，不具备门槛。品牌商与公司的合作模式有共同参与研发、自主研发等方式，由于公司把控了从织布到成衣的全流程一体，研发的产品可以快速投入少量生产到大规模生产中验证可行性和效率性，并不断回到研发前端改进提升，因此申洲的研发优势是不断加强的，也成为了品牌商与其深度绑定的核心竞争力。

公司的研发优势还体现在研发投入规模和管理层对研发的重视上。申洲每年的研发投入占比约为 2%，在行业中处于中游，而 200 多亿人民币的收入规模在纺织制造业属于头部水平，因此每年的研发投入维持在可观的水平。管理层对公司的研发实力亦高度重视，在研发资金投入、研发人员数量和工资等方面都远高于行业平均水平；公司设立了申洲纺织研究院、实验室、检测机构等多个部门，为面料的研究开发提供支持。

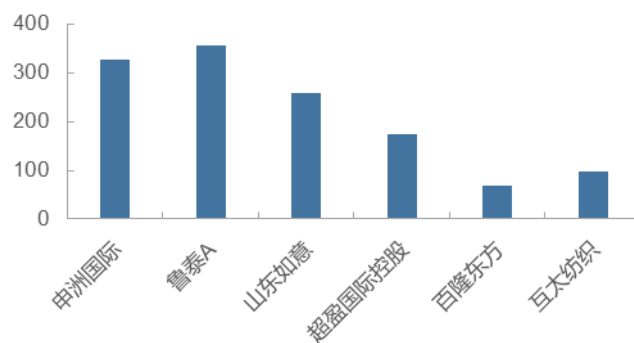
公司在研发取得的成果主要体现每年递增的专利数量和专利转化速度。截止 2018 年，拥有已授权的专利 308 件，其中新材料面料专利有 104 件，生产效率提高类专利有 204 件。另外有 32 项自主研发项目，年均 33 个系列专利转化为产品，按平均每一系列有 25 个品种，约有 825 件新产品。

图 20 纺织制造行业研发费用率对比



资料来源：WIND，德邦研究所

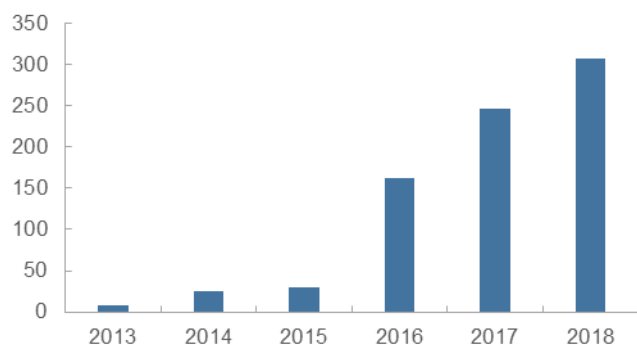
图 21 纺织制造行业专利数量对比



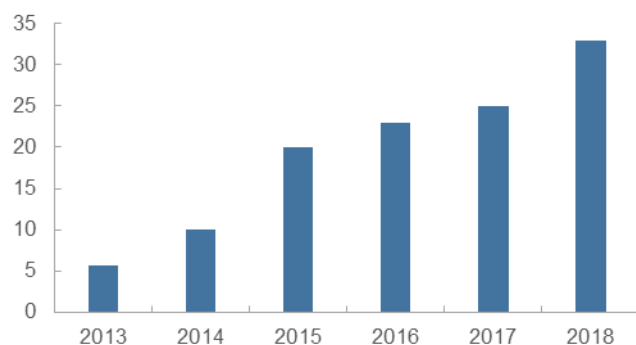
资料来源：国家知识产权局，德邦研究所

图 22 申洲国际专利数量逐年递增

图 23 申洲国际专利转化为产品数量持续提升



资料来源：公司年报，德邦研究所



资料来源：公司年报，德邦研究所

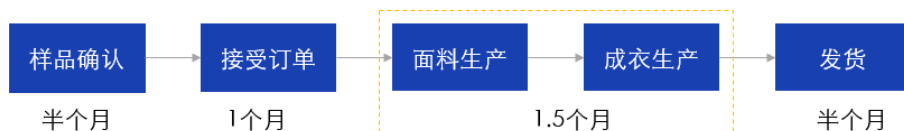
3.3短交货周期远领先于同行

纵向一体化生产流程节约了中间环节的衔接时间，同时公司重视技改不断提升生产效率，因此实现了交货周期远快于同行水平。一般成衣制造商需要提前1个月向面料生产商下单，拿到面料后再行生产成衣，因此生产周期至少两个月以上。而申洲国际一体化的模式使其面料与成衣的生产都在内部消化，安排得当的情况下可以达到无缝衔接，中间的运输物流和订单衔接时间都得到有效控制，因此交货时间大为缩短。

公司一般交货周期为45天，加急订单最快可缩短至15天。公司为保证交货周期，研发阶段和主要客户共同开发，缩短产品前导时间；制造阶段要求上游纱线厂就近设厂，节省原材料运输时间，生产各工序的厂房相近，集中在同个园区，从织布、印染到成衣制作全部无缝衔接；生产基地设置在就近港口等交通便利的地方，如宁波生产基地靠近宁波北仑港，尽量缩短运输时间。此外，公司拥有的308件专利中有204件与技术改进相关，体现了公司在不断与时俱进地改进生产效率。

图24 一体化生产模式明显缩短交货周期

一体化模式的生产周期



一般代工的生产周期



资料来源：WIND，德邦研究所

3.4盈利能力逐年提升

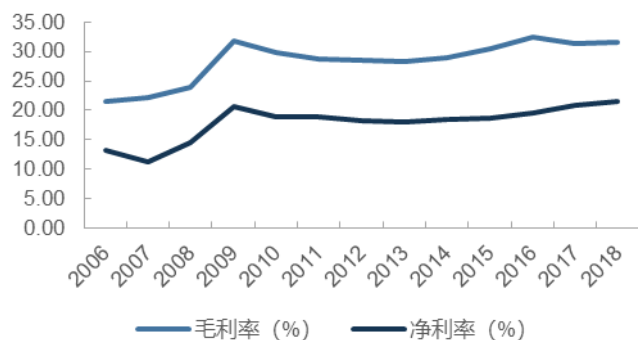
公司的一体化模式有助于从全产业链攫取尽可能多的利润空间，因此盈利能力逐年不断提升。究其原因主要有三点：

- 1) 纵向一体化的生产流程使得中间环节的利润全部保留在公司内部，同时公司在研发上不断增厚的实力帮助进一步提升了产品的附加值，因此盈利水平得以不断提升；
- 2) 公司在各生产工序、主要为织造、印染等工序上加强技术改进和提高设备自动化水平，确保了工人的生产效率不断提高；

3) 公司生产规模不断扩大,过去十年营业收入从 2008 年的 48 亿元提升至 2018 年的 210 亿元,从采购成本到生产效率上的规模优势逐年得到加强,此外海外产能的扩张也为公司的总体盈利水平提升提供了有力条件。

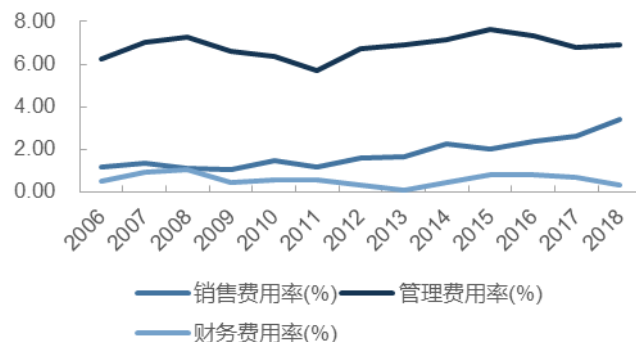
公司长期以来毛利率和净利率保持不断提升的趋势,从上市初期的 22%提升至近年来 30%以上的水平,净利率也从低双位数提升至 20%以上的水平,相对于同行业的对手有着明显的领先优势。

图 25 申洲国际历年毛利率和净利率



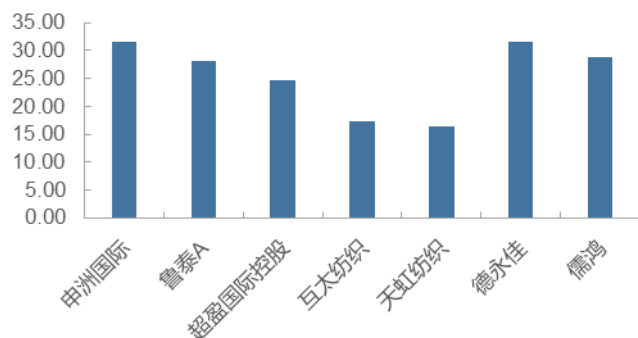
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 26 申洲国际历年三项费用率



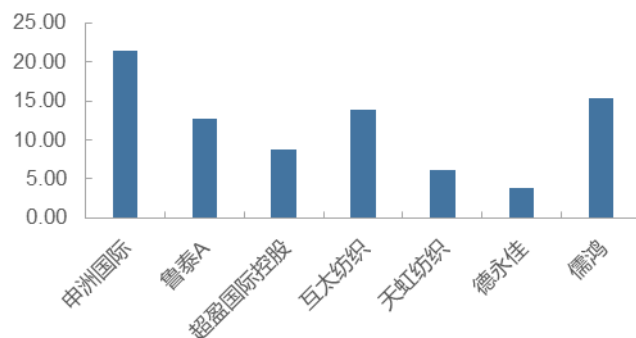
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 27 纺织制造行业毛利率对比 (2018)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 28 纺织制造行业净利率对比 (2018)



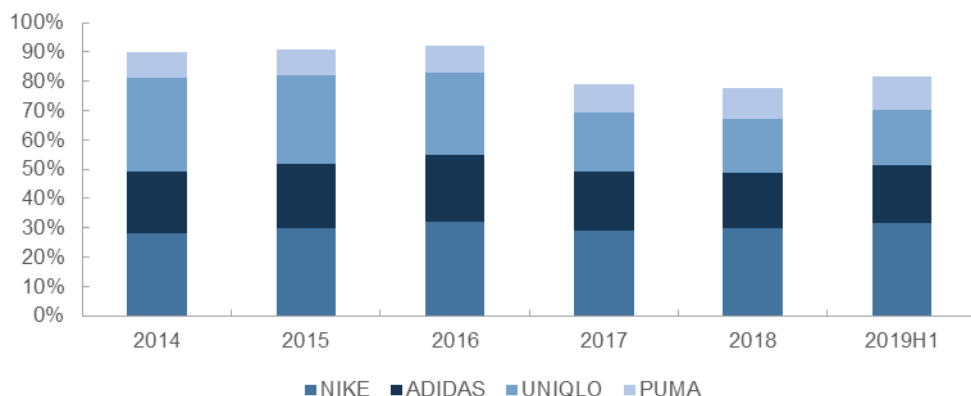
资料来源: WIND, 德邦研究所

4. 锁定大客户共同成长

4.1 较早切入运动休闲赛道, 大客户占比高

申洲国际的前四大客户为 NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA, 均为国际运动休闲领域的知名品牌, 这四家客户占公司总收入的 80%以上。截至 2019H1, NIKE 为第一大客户, 占收入的 31.7%, UNIQLO 占 18.9%, ADIDAS 占 19.7%, PUMA 占 11.22%。公司同时也为其他品牌 POLO、安踏、李宁、特步等提供生产服务, 相对于前四大品牌这些小客户的合计占比约 10-15%, 基数低, 增长较快。

图 29 申洲国际前四大客户占比



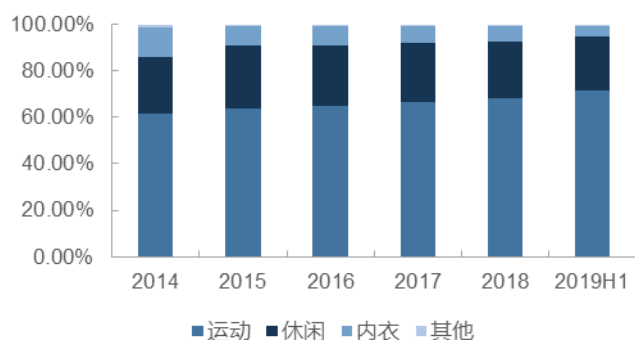
资料来源：公司公告，德邦研究所

公司能取得和国际知名品牌的长期合作关系，这和申洲本身优质的生产能力有关，也和申洲敏锐感知到运动休闲行业的机遇，较早切入运动服饰领域，因此和客户在快速成长期共同取得发展。公司的四大客户来自于历年不断累积。1997 年公司争取到了和优衣库的长期合作，2006 年公司在运动服饰转型初显成效，拿到了 NIKE、ADIDAS、PUMA 这三大品牌客户，开启了四大客户合作的序幕。公司在 2006 年和 2007 年相继建成 NIKE 和 ADIDAS 的专用工厂，因此更有力地奠定了为大客户长期服务的基础。申洲目前大约占 NIKE、UNIQLO 的采购订单的 15%，占 ADIDAS 采购订单的 10%，占 PUMA 采购订单的 40%，已经成为四大客户的第一大服饰类供应商。

申洲国际能够长期绑定大客户不仅由于其研发生产一体化的优势，还源于申洲在生产的专业性和保密性能更为贴近客户需求。首先，申洲建立了专门的实验室和相应的检测中心便于为客户提供更多解决方案，在技术和设备上持续改进以满足客户更新的产品生产需求；如 2012 年申洲在 NIKE 的 flyknit 推广初期就购入 2000 台设备承接订单，此后在 NIKE 的 flyknit 订单中逐步占比达到 70%，此举也成为近年来业绩推动的动力之一。其次，申洲为多个大品牌建立专用工厂，既可以有效保护客户生产信息相互隔离，也易于满足客户多样化的生产标准，

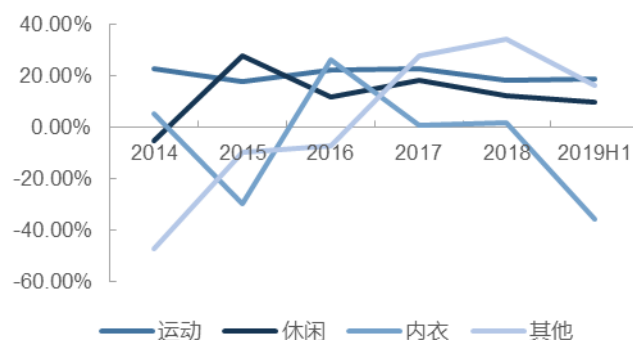
按品类来看，运动类毛利率较休闲类更高，因此随着运动类占比从 2014 年的 61.4% 提升至 2018 年的 68.1%，带动总体毛利率从 2014 年的 29.0% 提升至 2018 年的 31.6%。按地区来看，中国大陆和美国市场近年来占收入的比例稳步提升，增速也较为稳健，2018 年中国占总体收入的 30.1%，美国占 15.5%。这主要是由于来自中国和美国的运动类需求逐年上升，中国大陆市场的需求崛起将成为公司未来业务的有力推动点。

图 30 申洲国际产品分品牌占比



资料来源：WIND，德邦研究所

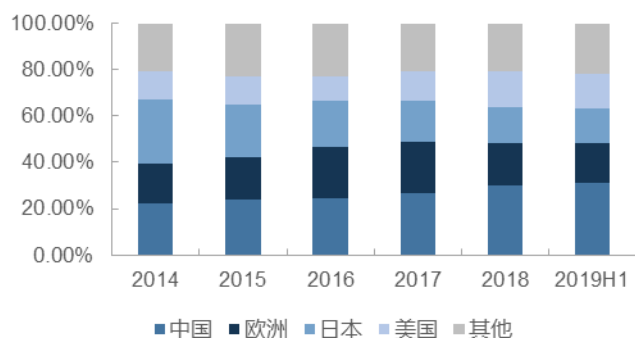
图 31 申洲国际产品分品牌增速



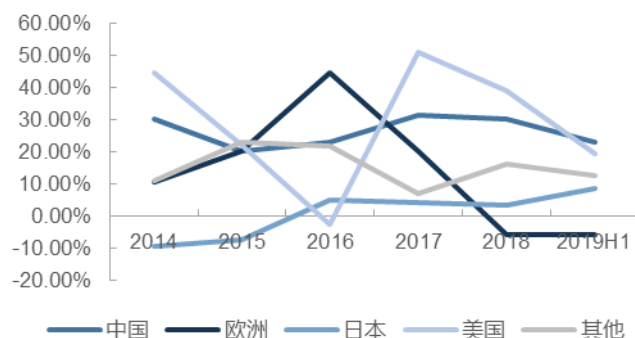
资料来源：WIND，德邦研究所

图 32 申洲国际产品分地区占比

图 33 申洲国际产品分地区增速



资料来源: WIND, 德邦研究所



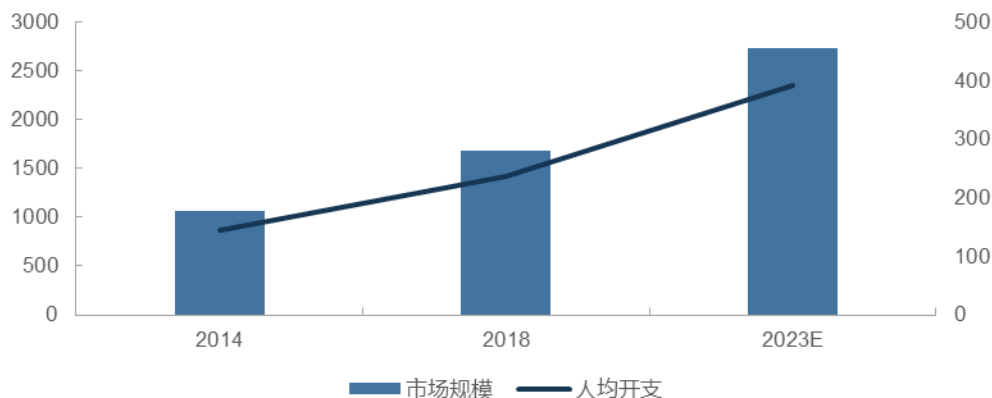
资料来源: WIND, 德邦研究所

4.2 运动服饰高速发展，龙头业绩节节攀升

申洲合作的主要客户为国际运动品牌龙头，近年来业绩持续走强主要受益于全球大健康的潮流盛行。当前全球体育产业增长势头较好，根据 Frost&Sullivan 报告，2018 年全球体育产业市场规模为 4.5 万亿美元，预计 2023 年可达到 6.0 万亿美元，年均复合增长率为 6.0%。全球体育产业的增长主要是由于，消费者尤其是千禧一代对运动的益处更为关注，更容易获得健身设施以及消费意愿更强，同时随着媒体对体育及健身文化的日益普及，因此消费者健康意识日益提升，也乐于去消费更具成本效益、且符合其需求的体育产品和服务。

中国已成为全球体育产业的主要推动者。根据 Frost&Sullivan 报告，2018 年中国体育产业市场规模为 7.2 万亿人民币，预计 2023 年可达到 11.3 万亿人民币，年均复合增长率为 9.5%。运动鞋服细分品类上，中国已成为仅次于美国的全球第二大市场，亦是全球增长最快的市场之一。中国运动鞋服零售市场的销售额由 2014 年的人民币 1455 亿元增长至 2018 年的 2357 亿元，年均复合增长率为 12.8%；人均年消费开支由 2014 年的人民币 106 元增长至 2018 年的 169 元，年均复合增长率为 12.2%。

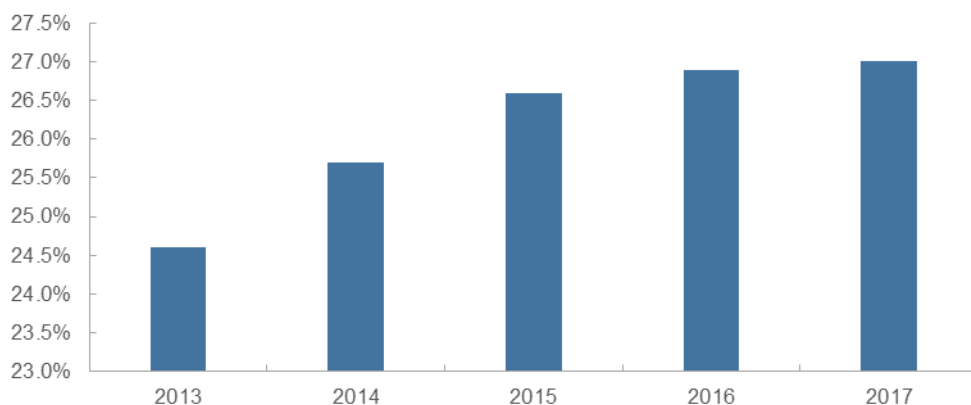
图 34 中国运动鞋服市场规模及人均消费开支（亿元、元）



资料来源: Frost&Sullivan, 德邦研究所

四大客户近年来营收保持高增长，未来受益于品牌效益和集中度提升也将保持较好势头。NIKE 和 ADIDAS 作为行业头部品牌，凭借卓越的研发能力和品牌营销多年来一直位居全球运动服饰市场的市占率前二。PUMA 则依靠近年流行的运动时尚风潮，和 NIKE、ADIDAS 错位竞争，实现了成功转型。优衣库的成功源于品牌打造的高性价比路线获得消费者认同，同时不断开拓的海外市场也为其增长提供持续的动力。我们认为，运动服饰标准化高的特性有利于企业更好地发挥规模效应，因此行业集中度更易向头部企业聚拢，龙头企业更易扩大品牌影响力，形成了强者恒强的格局。

图 35 2013-2017 年 NIKE 和 ADIDAS 全球市占率合计情况



资料来源: Euromonitor, 德邦研究所

图 36 NIKE 历年营收及增速 (百万美元)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 37 ADIDAS 历年营收及增速 (百万欧元)



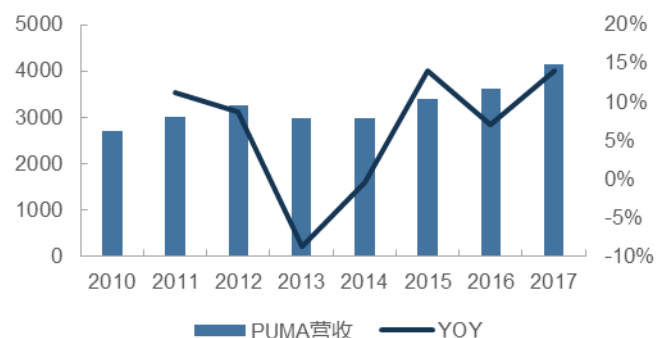
资料来源: WIND, 德邦研究所

图 38 UNIQLO (迅销) 历年营收及增速 (十亿日元)



资料来源: WIND, 德邦研究所

图 39 PUMA 历年营收及增速 (百万欧元)



资料来源: WIND, 德邦研究所

4.3 大客户精简供应商, 订单集中度提升

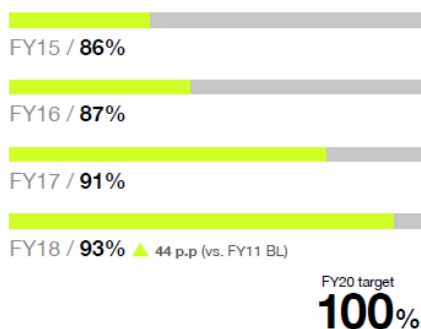
品牌商可以通过数量众多的供应商相互竞争来降低成本, 然而从实际运营来看, 供应商数量过多可能导致单个供应商的固定成本并不能降低, 因此采购成本下降有限, 此外供应商的生产标准也难以对生产质量日益提升的供应链管理要求相匹配。因此, 大型品牌商近年来趋于精简供应商数量, 提升供应商的生产效率和服务水平。该趋势有利于申洲国际这类优质供应商提升订单集中度, 优化规模效应。

以 NIKE 为例近年来对供应商的选择标准一直在提高, NIKE 服饰类供应商数量从 2014 年的 430 家下降至 334 家。NIKE 为供应商制定的筛选标准为可持续制造与发展指数 (SMSI), 分别从产品质量、交货期、生产安全、员工人权、效益、环保等多维度对工厂进行考核, 审查的部门既包括了 NIKE 自查, 也包括了第三方机构。在 SMSI 的考

核机制下, NIKE 将供应商分为五个等级, 即红、黄、铜、银、金。其中铜以上为达标, 要求符合耐克在质量、效率、安全等各方面的生产准则, 2018 年达标率为 93%。

图 40 NIKE 2015-2018 年供应商达标率

Factories Rated Bronze or Better (%)



资料来源: NIKE 影响力报告, 德邦研究所

图 41 NIKE 2016-2018 年供应商评级结果

Factory Ratings

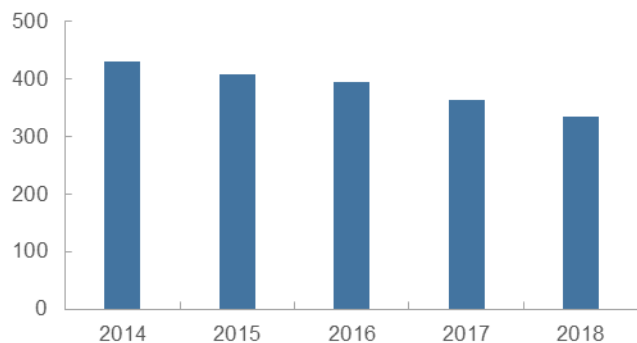
	FY16	FY17	FY18
No Rating	2	3	1
Red	27	23	23
Yellow	60	28	12
Bronze	570	532	499
Silver	4	5	7
Gold	0	0	0
Total	663	591	542

资料来源: NIKE 影响力报告, 德邦研究所

大客户的供应商数量持续下降, 核心供应商订单占比较高。NIKE 和 ADIDAS 近年来优化供应商结构, 调整供应商数量。NIKE 服饰供应商数量从 2014 年的 430 家下降到 2018 年的 334 家; 核心服饰供应商中前五大占比从 2014 年的 34% 上升到 2018 年的 49%, 最大服饰供应商从 2014 年的 7% 上升到 2018 年的 10%。ADIDAS 供应商数量从 2014 年的 340 家下降到 2018 年的 289 家, 其中战略核心工厂在 2018 年达到了 82 家, 84% 的战略核心工厂合作时间超过了 10 年; 服饰类最大供应商的订单占比近五年稳定在 10% 左右。

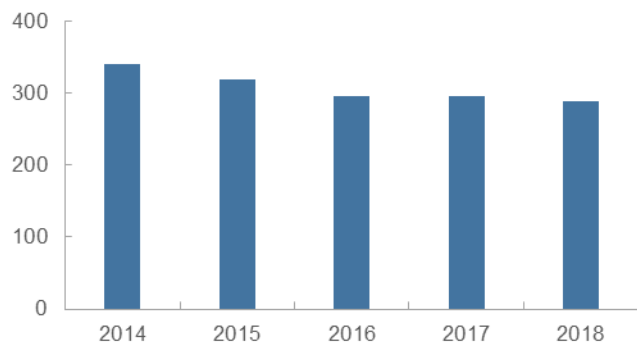
因此未来在此趋势下, 优质供应商将维持或进一步提升订单集中度, 和大品牌的营收实现同步增长。

图 42 NIKE 历年服饰供应商数量



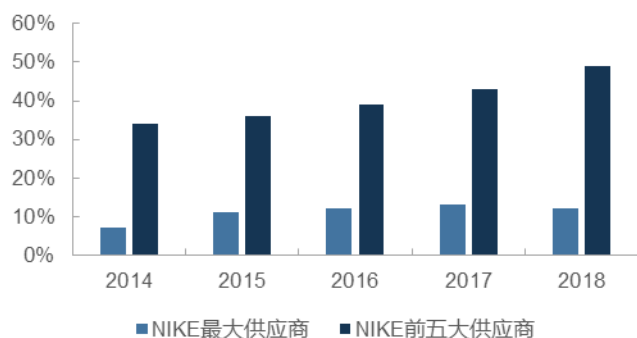
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 43 ADIDAS 历年供应商数量



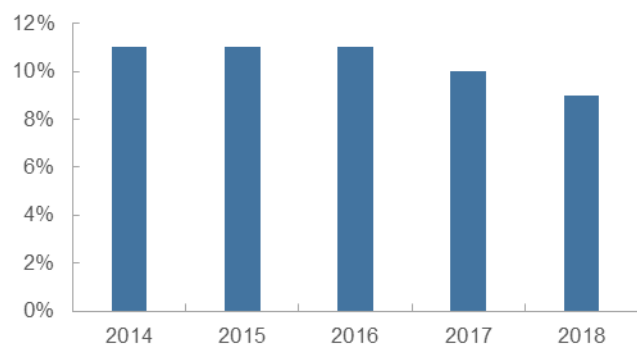
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 44 NIKE 历年核心供应商订单占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 45 ADIDAS 最大服饰供应商订单占比



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

5.海外一体化布局提供新增量

5.1 东南亚布局较早，享受成本优势

申洲在东南亚产能布局较早。2005 年就开始在柬埔寨设立制衣工厂，2013 年在越南设立面料工厂，2015 年在越南设立成衣工厂，初步完成海外一体化生产的布局。公司在柬埔寨率先布局，主要是由于柬埔寨出口不受配额限制，随后在越南扩张产能，主要是考虑到国内人工成本、TPP 关税等多重因素，公司向东南亚的产能转移也符合全球纺织业转移的大趋势。**越南生产基地和柬埔寨成衣工厂地理位置接近，越南的面料产能可以供给柬埔寨和越南的成衣工厂，基本实现海外纵向一体化。**

表 6 申洲国际海外产能扩张进程

	柬埔寨	越南
2005	设立第一家海外制衣厂	
2006		
2007	配套了印绣花的生产工序	
2008		
2009		
2010		
2011	建设制衣厂二期厂房，一期效率提升	
2012	制衣厂二期投产	
2013		越南南部设立面料生产基地
2014		面料生产基地一期投产 启动成衣厂建设
2015		面料生产基地二期建设完成 海外成衣所需面料基本由越南基地供应，基本完成成衣工厂的厂房和设施的建设，同时启动印绣花配套
2016		面料二期全部投产
2017		新建特种面料工厂投产 成衣厂首年实现盈利，计划兴建成衣厂二期
2018	筹备新建成衣厂，计划于 2019 年工程建设、2020 年投产	新建成衣厂，计划于 2019Q2 投产

资料来源：公司年报，德邦研究所

东南亚成为全球制造业产能转移的主要布局点是由于其在本土生产成本、原材料成本和贸易环境的多重优势。东南亚的人工成本和水电、租金等均低于国内，近年来受海外制造业迁入的影响，工人的平均薪资上涨较快，但相对于中国国内仍有较大优势。原材料成本优势在纺织制造业体现更为明显，这是由于东南亚国家使用外棉无配额限制，而国内由于受限一部分成本受到内棉价格偏高的影响而升高，因此东南亚设立产能具有原材料优势。贸易环境相对宽松，关税水平较低，同时当地政府对外商有多重优惠政策。

越南已达成 TPP 协定（全面与进步跨太平洋伙伴关系协定）和 EVFTA 协定（越南与欧盟自由贸易协定），有利于越南纺织服装业进一步提升在全球的竞争力。2018 年越南纺织行业的出口金额约为 345 亿美元，较上年增长了 16.2%，增幅较上年提高了 5.5 个百分点。其中纺织服装的出口金额约为 304.9 亿美元，较上年增长了 16.7%，纱线的出口金额约为 40.3 亿美元，较上年增长了 12.0%。

公司在越南设立产能，主要是为了符合海外客户低风险偏好的需求，越南等东南亚地区在全球贸易风险趋紧的背景下可以降低关税的不确定性。越南在生产成本方面，土地价格由于公司拿地较早，有一定优势，人工成本越南目前较国内明显偏低，所得税方面，公司在越南的工厂前四年免税优惠期接近尾声，接下来九年享受约 5% 的所得税率（即“四免九减半”，越南对外商有最长 15 年的税收优惠期，税率 10%），相较于国内

15-25%的税率(15%为取得高新技术企业认定的企业,25%为一般企业)仍有较大优势。

表 7 中国、越南、柬埔寨的生产成本对比

	中国	越南	柬埔寨
平均月薪 (RMB)	5000-6000	2000-3000	1200-1600
工业用水 (元/吨)	3.2	4.1	3.5
工业用电 (元/度)	0.8	0.4	1.9
所得税	25%	20% 符合条件可享受四免九减半、三免七减半等优惠	20% 符合条件可享受前四年免税的优惠
关税	日本 7% 美国 14% 欧盟 12%	日本零关税 美国零关税 欧盟零关税	日本零关税 美国零关税 欧盟零关税

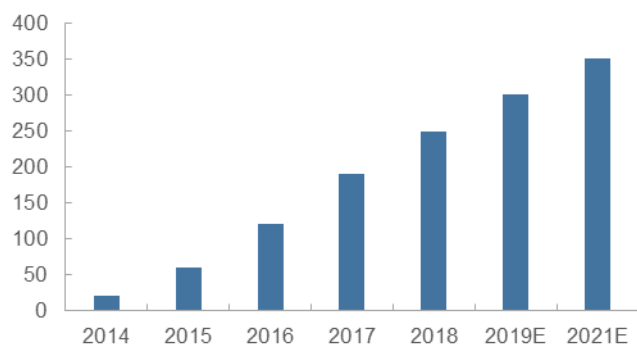
资料来源:统计局等公开资料,德邦研究所

5.2 海外一体化初成型,产能有序扩张

公司当前在越南的面料生产可以有效供给越南和柬埔寨的成衣生产需求,实现了海外一体化。截止 2018 年末,面料方面,公司在越南的产能约为 250 吨/天,国内产能为 300 吨/天,越南和国内工厂的面料产能占比为 45%和 55%;成衣方面,预计年产能可在 4 亿件左右,海外和国内的成衣产能占比为 30%和 70%,其中海外的具体分配为,越南产能占 13-14%,柬埔寨占 15%左右。

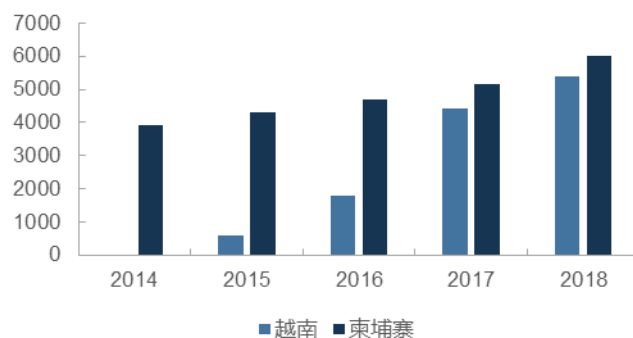
公司员工人数也随着公司规模扩张而不断提升。截至 2018 年末,公司拥有员工 8.27 万人,其中大陆员工 5.2 万人,越南员工 1.85 万人,柬埔寨员工 1.22 万人;大陆员工占比最高,超过 60%。

图 46 公司越南面料产能 (吨/天)



资料来源:公司年报,德邦研究所

图 47 公司越南和柬埔寨成衣产能 (万件/年)



资料来源:公司年报,德邦研究所

未来公司对国内的产能扩张主要以效率提升为主,对东南亚会继续进行面料和成衣两方面的产能扩张。今年年末公司规划将越南的面料产能从 250 吨/天扩张到 300 吨/天;成衣方面,越南和柬埔寨均有建设新的成衣厂。越南原有的成衣厂将从 6000 人的规模扩充到 7000 人以上,2019 年新建的成衣厂设计规模为 6000 人以上,目前也在招工产能爬坡的节奏中。柬埔寨除了现有的成衣厂工人容量为 11000 人,19 年上半年也启动新建了一家 18000 人规模的厂房,计划于 2020 年投产。

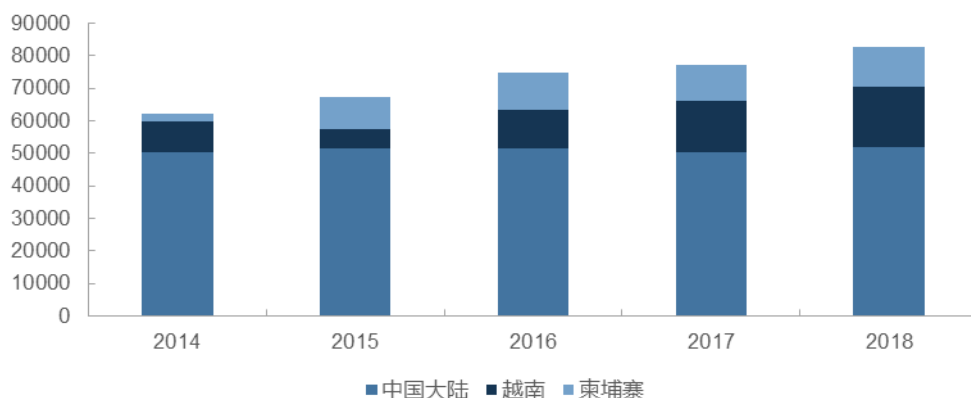
公司长期规划为,希望在 2021 年实现中国和海外的面料和成衣产能均能分别均为 50%,中国和海外面料产能均为 350-360 吨/天,国内外上下游均形成一体化。

图 48 申洲国际的海内外产能布局



注：黄色为宁波生产基地，粉色为申洲销售办事处，蓝色为宁波以外的生产基地。
资料来源：公司年报，德邦研究所

图 49 公司历年按国家划分的员工数量



资料来源：公司年报，德邦研究所

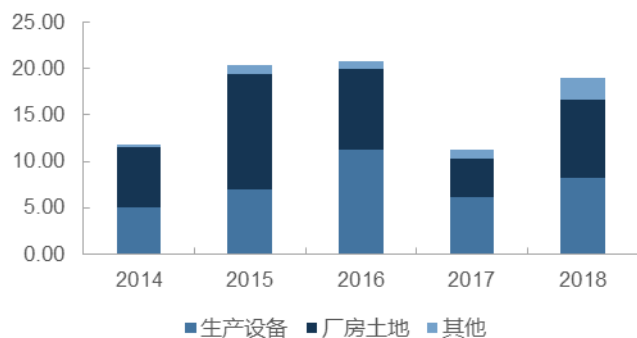
6. 专注细节锻造精益生产

6.1 资本开支高投入提升自动化

公司历年在资本开支上保持高投入，主要用于购买生产设备和新建或购买厂房土地。2018 年公司在物业、厂房及设备预付土地租赁款项的总支出为 18.97 亿人民币，占收入比为 9.05%；其中约 43% 用于生产设备的购买，约 45% 用于新建或购买厂房或预付土地租赁，其余用于购买其他固定资产。2014-2018 年公司资本开支合计 83.29 亿元人民币，公司对设备升级和技改的高投入确保了其在生产上的高交付标准和快供货周期，

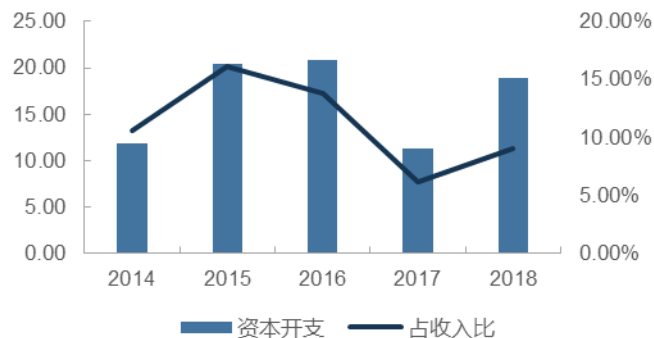
巩固了竞争壁垒。

图 50 公司过去五年资本开支具体情况 (亿元 RMB)



资料来源：公司年报，德邦研究所

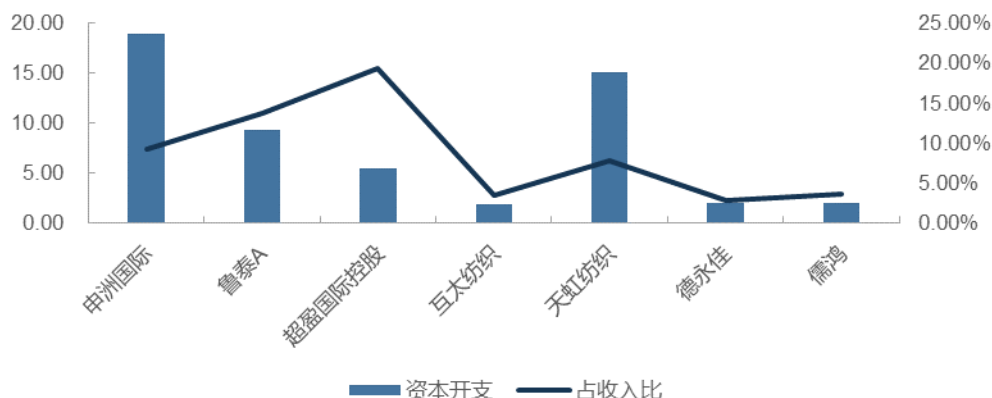
图 51 公司过去五年资本开支占收入比例 (亿元 RMB)



资料来源：公司年报，德邦研究所

公司的资本开支对比同行在绝对值上具有明显的优势，在占收入的比例上也处于靠前的水平。高于同业的资本开支有助于公司进一步提升设备的先进性和不断有效扩充产能，因此得以保持在行业中的领先地位。

图 52 纺织制造行业 2018 年资本开支规模和占收入比例 (亿 RMB)



资料来源：WIND，德邦研究所

公司在生产设备的投入主要用于两方面：

一是提升自动化水平。公司上市以来陆续从德国、日本等国家购入设备以完善生产效率和满足客户需求，如织造部门的大圆机自动化较高，一个工人可以看顾四台机器，大圆机可以满足织造提花、不规则花纹等复杂花型。公司的创新中心亦专门对现有机器进行改造和创新，通过模块化生产等方式提升了生产的精确性、减少了人力的依赖，生产效率逐年提升。

二是节能减排，提高资源利用率。公司在宁波和越南的厂房均配有一体化污水处理设施，并根据环保局要求进行定期检查；烟气排放亦进行定期监测以确保符合排放标准；同时对污水和烟气通过现场实时监测和取样定期三个月监测的方式加强管理。同时公司致力于提升资源利用率，陆续的措施有将生物锅炉改为天然气锅炉、建立锅炉热能回收系统、越南的冷凝水和冷却回收改造项目等。

图 53 公司污染物排放强度

	二零一七年 2017	二零一八年 2018
二氧化硫排放量的强度	0.0001	0.0001
The intensity of discharged volume of sulphur dioxide		
氮氧化物排放量的强度	0.0001	0.0001
The intensity of discharged volume of nitrogen oxides		
煙塵排放量的强度	0.0001	0.0001
The intensity of discharged volume of smoke and dust		
廢水排放量的强度	0.0540	0.0501
The intensity of discharged volume of waste water		
危險廢物排放量的强度	0.0001	0.0001
The intensity of discharged volume of hazardous waste		
非危險廢物排放量的强度	0.0001	0.0002
The intensity of discharged volume of non-hazardous waste		

附註：强度之計算為總排放量與每年針織服裝的總生產量之比率。

Note: Intensity represents the ratio between total discharged volume and total production of knitwear each year.

资料来源：公司年报，德邦研究所

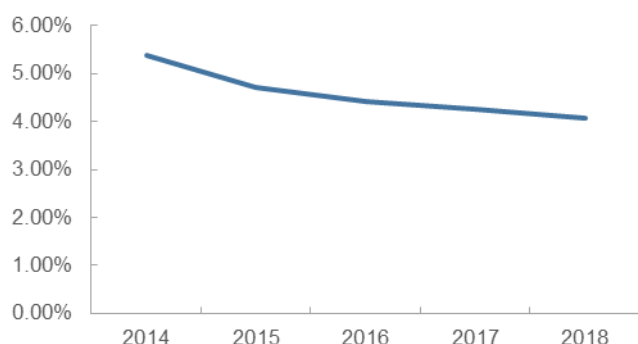
6.2 员工稳定性强人均产出高

公司的员工离职率较低，这说明了公司在员工管理和员工关怀上措施到位，员工的低离职率有利于提高生产效率和完成订单的稳定性。2018 年员工离职率为 4.06%，过去五年员工离职率一直处于下降趋势。

公司的员工管理的优越性体现在三个方面：

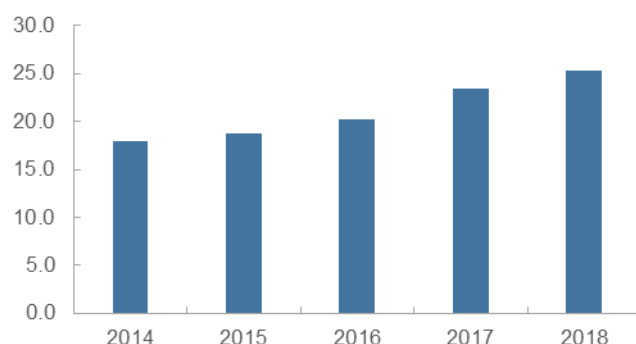
1. 通过员工福利提升归属感，保障员工安心工作。公司多年来通过各种措施关心员工生活，如连续九年春运包车送员工回家，春节过后将返乡员工安全接回，九年来花费超过 1.2 亿人民币，2016 年在宁波投资一亿人民币建造中央厨房，保障员工饮食健康。
2. 通过技改提高效率和生产安全，解放员工生产力。公司每年都在技改上支出，例如改良一部分工序的自动化程度，生产上减低枯燥性，也提高了产品标准率。
3. 分拆模块生产的精益化管理，有利于缩短员工培训周期，同时在海外推广该类方式帮助产能尽快提效，实现申洲模式的对外输出。

图 54 公司员工过去五年离职率



资料来源：公司年报，德邦研究所

图 55 公司员工人均产出（万元）



资料来源：公司年报，德邦研究所

7. 盈利预测

我们对未来三年的收入基于两种拆分方式进行假设：按产量拆分和按品类拆分。

假设 A：基于未来三年产量增长拆分。

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

1. 由于公司产能是逐步增加紧跟订单增长的需求，订单状况基本排满，可以认为公司产量近似等于产能扩张和效率提升。
2. 中国大陆未来三年产能扩张很少，但由于技改和设备升级每年效率提升 5%左右。
3. 海外部分，越南面料基地和海外成衣厂的产能基本对应，越南的成衣厂于 2019 年投产，柬埔寨的成衣厂预计于 2020 年投产，投产的全年处于产能爬坡期。
4. 考虑到海外工厂也有提效的部分，尤其新厂工人熟练度提升会表现更明显，因此 YOY 上给予 5-10%的增量。
5. 均价提升上，2019H1 均价提升约为 3%，因此考虑到公司未来研发优势加厚，同时又引入新客户和增加高科技面料产品等因素，给予 2-3%的增长。

在假设 A 下，预计未来三年公司营收分别为 236.29/270.40/314.73 亿元人民币，增速为 12.8%/14.4%/16.4%。

表 8 申洲国际收入预测 - 按产量拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
产量 (百万件)	350	400	438	491	561
中国大陆	260	280	294	309	324
越南	40	60	78	94	103
柬埔寨	50	60	66	89	134
YOY		14.3%	9.5%	12.2%	14.1%
中国大陆		7.7%	5.0%	5.0%	5.0%
越南		50.0%	30.0%	20.0%	10.0%
柬埔寨		20.0%	10.0%	35.0%	50.0%
产量占比					
中国大陆	74.3%	70.0%	67.1%	62.8%	57.8%
越南	11.4%	15.0%	17.8%	19.0%	18.4%
柬埔寨	14.3%	15.0%	15.1%	18.1%	23.8%
均价 (元)	51.7	52.4	53.9	55.0	56.1
YOY		1.4%	3.0%	2.0%	2.0%
收入合计 A(百万元)	18085	20950	23629	27040	31473
YOY		15.8%	12.8%	14.4%	16.4%

资料来源：公司年报，德邦研究所

假设 B：基于未来三年品类增长拆分。

1. 运动类处于行业高速增长的风口，中国运动服饰市场未来五年 CAGR 为 12.4%。考虑到主要客户 NIKE/ADIDAS/PUMA 近几年增长较强，大中华区增速均超过 20%，公司在未来应仍将运动类作为公司发展的重点，因此运动类未来三年预计保持 20%的较快增长。
2. 休闲类主要增长源于大客户 UNIQLO，优衣库截止 8 月底的 2019 财年显示营收增长 7.5%，海外地区增长 14.5%并成为未来增长的强力引擎，预计未来海外扩张、尤其是大中华区和东南亚地区将驱动其增长，因此休闲类预计未来增长保持低双位数。
3. 内衣类属于公司的收缩品类，预计未来增长基本持平。

在假设 B 下，预计未来三年公司营收分别为 244.75/286.52/334.76 亿元人民币，增速为 16.8%/17.1%/16.8%。

表 9 申洲国际收入预测 - 按品类拆分

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
按品类 (百万元)					
运动	12049	14276	17131	20557	24668
休闲	4601	5167	5787	6482	7130
内衣	1303	1328	1341	1355	1368
其他	133	179	215	258	310
YOY					
运动	22.8%	18.5%	20.0%	20.0%	20.0%
休闲	18.4%	12.3%	12.0%	12.0%	10.0%
内衣	0.7%	2.0%	1.0%	1.0%	1.0%
其他	27.6%	34.5%	20.0%	20.0%	20.0%
占比					
运动	66.6%	68.1%	70.0%	71.7%	73.7%
休闲	25.4%	24.7%	23.6%	22.6%	21.3%
内衣	7.2%	6.3%	5.5%	4.7%	4.1%
其他	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
收入合计 B (百万元)					
	18085	20950	24475	28652	33476
YOY					
		15.8%	16.8%	17.1%	16.8%

资料来源：公司年报，德邦研究所

毛利率假设未来三年运动类提升 0.5 个百分点，其他基本持平，预计未来三年公司毛利率分别为 32.0%/32.1%/32.2%。

表 10 申洲国际毛利率预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
毛利率合计	31.4%	31.6%	32.0%	32.1%	32.2%
运动	33.0%	33.0%	33.5%	33.5%	33.5%
休闲	29.0%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
内衣	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
其他	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%

资料来源：公司年报，德邦研究所

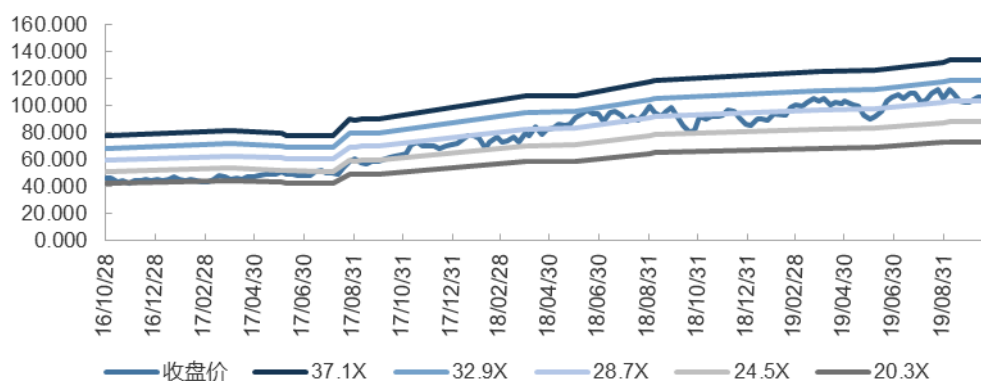
按上述假设条件，我们预计公司 2019-2020 年收入分别为 240.5/278.5/324.7 亿元人民币（选取假设 A 和 B 各占 50% 权重），年增速为 14.8%/15.7%/16.6%，归属母公司净利润为 51.5/60.4/72.5 亿元人民币，年增速分别为 13.3%/17.5%/20.0%。2019-2020 年每股收益分别为 3.42/4.02/4.82 元。

8. 投资建议

申洲国际当前市值约 1630 亿港元，预计 2019-2020 年公司收入端增速 14.8%/15.7%/16.6%，归母净利润增速为 13.3%/17.5%/20.0%，EPS 分别为 3.42/4.02/4.82 元，对应 PE 为 32/27/22.5 倍。公司当前估值基于其盈利水平和下游订单的高景气度，这是由于公司的一体化制造模式的稀缺性使其能在市场中保持较高的竞争壁垒，对标一般品牌商毫不逊色，因此长期来看，申洲国际的估值保持在 30 倍的区间是具有一定合理性的。

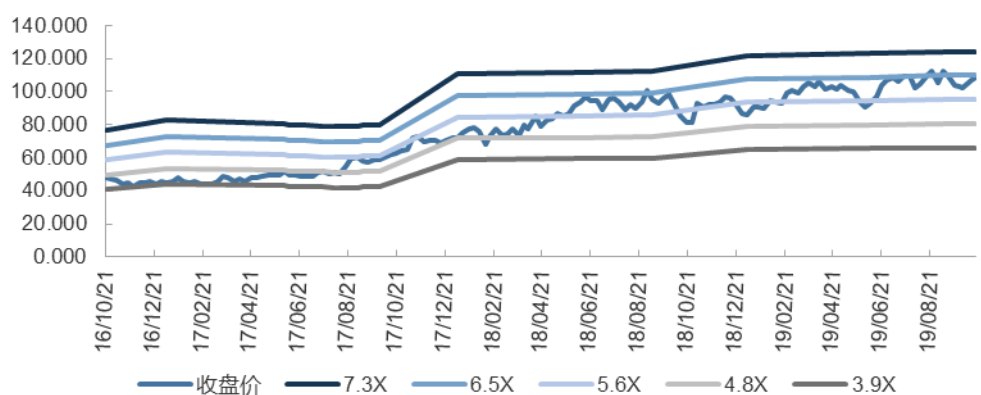
我们认为，公司具有领先于行业的核心竞争力与龙头地位，优质的盈利能力和绑定大客户的稳健性使其有别于一般的纺织制造企业，长期竞争力强，海外扩张提供新的增量空间，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 56 申洲国际过去三年 PE 走势图



资料来源：WIND，德邦研究所

图 57 申洲国际过去三年 PB 走势图



资料来源：WIND，德邦研究所

9. 风险提示

1. **越南人工成本上涨过快的风险。**越南近年来由于开放程度提高、外资引入等原因导致经济过热，人力成本自2004年至今上涨较快，2018年越南人均月薪约为3,876,000越南盾，约合人民币1210元。

表 11 1999-2018 年越南人均月薪情况

	越南人均月薪（千越南盾）	YOY（已折算年均）
1999	295	
2002	356	6.47%
2004	484	16.60%
2006	636	14.63%
2008	995	25.08%
2010	1387	18.07%
2012	2000	20.08%
2014	2637	14.83%
2016	3098	8.39%
2018	3876	11.85%

资料来源：越南统计局，德邦研究所

实际上中国制造业在越南设厂的工人月薪是高于越南统计局的均值，这主要是由于越南统计局考虑的是全国范围的情况，越南设厂多在基础设施完善、经济情

况较好的区域。在过去几年，中国在越工厂的人工成本平均每年上升 10%左右，因此我们对申洲国际的越南人工成本的上涨假设了 5%和 10%两种情况。这是由于我们认为随着制造业搬迁逐渐稳定后，中国在越工厂的工人工资上升未来几年会有逐渐趋缓的可能，同时考虑到越南工人存在生产效率的提升，因而可部分抵消人工成本的上涨压力。

因此，对越南人工成本上涨对申洲国际的盈利能力的敏感性分析如下：

表 12 越南人工成本上涨对公司盈利的敏感性分析

	2019E	2020E	2021E
毛利率			
0%	32.0%	32.1%	32.2%
5%	31.4%	31.5%	31.6%
10%	30.8%	30.9%	31.0%
净利率			
0%	21.4%	21.7%	22.3%
5%	20.9%	21.2%	21.8%
10%	20.4%	20.6%	21.2%

资料来源：WIND，德邦研究所

2. **核心客户销售不达预期的风险。**核心客户订单在公司收入占比较高，若下游客户销售出现下滑，将影响公司后续订单量，从而对公司营收产生影响。
3. **海外产能扩张不达预期的风险。**公司未来几年将保持对东南亚进行产能扩张，海外产能的爬坡期长短以及当地生产效率等将对公司盈利产生影响。
4. **人民币汇率波动的风险。**公司业务以出口为主，大部分以美金结算，虽然随着海外产能占比提升，海外成本以美金结算为主有部分对冲，大陆成本仍主要以人民币结算，因此人民币汇率大幅度波动对公司盈利将产生影响。

财务报表分析和预测

利润表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	20,950.21	24,051.61	27,845.62	32,474.42
销售成本	14,336.18	16,351.82	18,902.55	22,010.51
毛利	6,614.02	7,699.79	8,943.07	10,463.91
毛利率	31.57%	32.01%	32.12%	32.22%
其他收入-净额	17.38	18.00	18.00	18.00
营业开支	2,176.99	2,384.18	2,784.70	3,252.38
其中: 销售费用	708.49	708.86	844.80	994.68
管理费用	1,449.70	1,655.32	1,919.90	2,237.70
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00
其他费用	18.81	20.00	20.00	20.00
经营利润	4,454.41	5,333.61	6,176.37	7,229.52
经营利润率	21.26%	22.18%	22.18%	22.26%
加: 财务收入	294.71	202.17	361.87	578.37
减: 财务费用	61.05	30.90	28.07	24.02
加: 权益性投资损益	5.12	0.00	0.00	0.00
其他非经营性损益	397.15	350.00	300.00	300.00
除所得税前利润	5,090.35	5,854.88	6,810.17	8,083.87
减: 所得税	597.80	709.80	766.21	833.97
合并报表净利润	4,540.49	5,145.07	6,043.96	7,249.89
归属于母公司所有的净利润	4,540.49	5,145.07	6,043.96	7,249.89
净利润率	21.67%	21.39%	21.71%	22.32%
少数股东权益	-47.94	0.00	0.00	0.00
每股收益:				
基本每股收益	3.02	3.42	4.02	4.82
稀释每股收益	3.02	3.42	4.02	4.82

现金流量表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	4,540.49	5,145.07	6,043.96	7,249.89
折旧与摊销	881.23	943.99	962.18	951.90
营运资本变动:	-1,282.02	-1,919.81	-2,172.96	-2,680.50
其他非现金调整	-20.97	-319.10	-271.93	-275.98
经营活动产生的现金流量净额	4,118.73	3,850.15	4,561.26	5,245.32
处置资产取得的收益	33.05	350.00	300.00	300.00
资本性投资:	-1,929.27	-800.00	-1,400.00	-294.46
固定资产	0.00	-800.00	-1,400.00	-200.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	-94.46
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
权益性投资	0.00	0.00	0.00	0.00
长短期投资款项:	172.74	0.00	0.00	0.00
其他投资活动	259.82	0.00	0.00	0.00
投资活动产生的现金流量净额	-1,463.65	-450.00	-1,100.00	5.54
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
债权融资	386.34	20.00	0.00	0.00
支付的利息和股利	-2,057.49	-30.90	-28.07	-24.02
其他融资活动	0.00	0.00	0.00	0.00
计算短期外部融资前融资活动产生的现金流量	0.00	-10.90	-28.07	-24.02
短期外部融资	0.00	-434.39	0.00	-600.00
融资活动产生的现金流量净额	-1,671.15	-445.29	-28.07	-624.02

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 22 日

资料来源: 公司年报 (2018), 德邦研究所

资产负债表 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产:				
现金及现金等价物	3,565.92	6,520.78	9,953.96	14,580.79
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款及票据	4,227.40	4,837.12	5,609.45	6,536.48
存货	5,237.43	5,955.05	6,867.23	7,997.84
其他流动资产	5,109.68	5,949.14	6,884.57	8,020.72
流动资产合计	18,140.43	23,262.08	29,315.20	37,135.83
非流动资产:				
长期股权投资	12.37	12.37	12.37	12.37
固定资产	8,002.72	7,962.45	8,496.21	7,836.59
无形资产	1,382.84	1,279.13	1,183.19	1,185.37
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	13.70	13.70	13.70	13.70
非流动资产合计	9,411.63	9,267.64	9,705.46	9,048.02
资产总额	27,552.05	32,529.72	39,020.67	46,183.85
流动负债:				
短期借款	2,434.39	2,000.00	2,000.00	1,400.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	812.69	931.20	1,064.93	1,231.01
应交税金	615.42	644.65	770.22	888.97
应付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	1,057.13	1,156.37	1,344.05	1,572.51
流动负债合计	4,919.63	4,732.22	5,179.20	5,092.49
非流动负债:				
长期借款	82.36	102.36	102.36	102.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	95.79	95.79	95.79	95.79
非流动负债合计	178.15	198.15	198.15	198.15
股东权益:				
归属于母公司权益总额	22,298.74	27,443.81	33,487.77	40,737.67
少数股东权益	155.54	155.54	155.54	155.54
股东权益合计	22,454.28	27,599.35	33,643.31	40,893.21
负债及股东权益合计	27,552.05	32,529.72	39,020.67	46,183.85

主要财务指标 (百万元)

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	20,950.21	24,051.61	27,845.62	32,474.42
增长率 (%)	15.84%	14.80%	15.77%	16.62%
总股本 (百万股)	1,503.22	1,503.22	1,503.22	1,503.22
归属母公司净利润	4,540.49	5,145.07	6,043.96	7,249.89
增长率 (%)	20.67%	13.32%	17.47%	19.95%
EPS (元/股)	3.02	3.42	4.02	4.82
市盈率 (P/E)	35.49	31.32	26.66	22.23
市净率 (P/B)	5.85	4.95	4.13	3.49

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2. 市场基准指数的比较标准： A 股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。