

证券研究报告—深度报告

港股

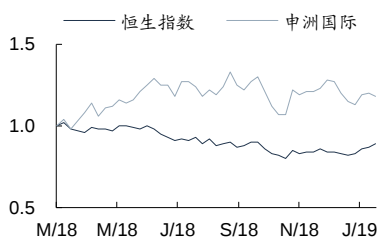
(HS) 消费品制造业

申洲国际(02313)
买入

合理估值: 111.0-112.1 元 昨收盘: 91.3 元 (维持评级)

2019 年 01 月 29 日

一年该股与恒生指数走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	1,503/1,503
总市值/流通(百万元)	129,127/129,127
上证综指/深圳成指	2,515/7,285
12 个月最高/最低(元)	103.00/71.55

证券分析师: 王学恒

电话: 010-88005382

E-MAIL: wangxueh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030002

联系人: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

海外扩张顺利, 成长确定性强

● 海外一体化复制扩张顺利, 产能逐步释放驱动增长

产能长期供不应求的情况下, 公司积极扩张向海外复制。产能扩张情况优于预期, 19 年多地成衣工厂在建, 20-21 年产能将逐步释放。目前上游面料工厂合计约 550 吨/天, 预计到 20 年宁波、越南各达到 350 吨/天; 下游制衣产能在国内、越南、柬埔寨共有约 2 万人的工厂在建。预计公司 18-20 年年均产量增长在 10-15% 之间, 其中每年增速分别接近 15%/10%/15%。新成衣产能逐步释放不仅推动公司稳健快速的成长, 同时使海内外布局更加均衡。

● 纺织产业百年迁移, 中国与东南亚具较强竞争力

纺织业在全球经历了大致四次大规模的产业转移浪潮, 目前转移至中国以及东南亚国家, 并且由于中国工人效率、产业链配套、基建水平等方面仍具备较强的竞争力, 而东南亚成本上涨较快, 产业从我国向外转移的趋势开始趋向平缓。具备核心竞争力的企业始终能发挥不同地区的优势获得较好的经营效益。

● 行业整合大势所趋, 申洲强竞争力决定广阔成长空间

纺织制造业门槛低以及历史上的配额制度, 造成行业高度分散。经过近十年高度市场化竞争, 优质龙头企业逐步集中但市占率仍不到 1%, 未来整合将长期持续。与产业链其他上市公司比较, 公司在多方面具有显著优势, 体现在财务数据上包括 1) 长期以来公司收入规模最大且增速最快, 印证竞争力与执行力; 2) 利润率先领先且持续抬升, 印证管理水平与创新能力; 3) 人均效益领先, 自动化提效明显; 4) 变现能力强且资本支出积极, 良性循环驱动长期增长。

● 风险提示

1. 海外生产基地产生大规模长时间的罢工; 2. 国际贸易摩擦加大, 全球经济受较大影响; 3. 原材料价格、人民币汇率短时间内出现大幅波动; 4. 市场悲观情绪短期对公司估值形成压力。

● 维持“买入”评级

我们认为, 公司具有显著领先于行业的核心竞争力与龙头地位, 长期可持续增长确定性强, 预计公司 18-20 年每股收益 3.06/3.58/4.23 元, 利润增速分别为 22.3%/17.1%/17.9%。结合 FCFF 与相对估值, 我们认为公司合理估值价值在 111.0-112.1 元之间, 对应 2019 年 PE 为 26.7-27x, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,085	20,762	23,508	27,381
(+/-%)	19.8%	14.8%	13.2%	16.5%
净利润(百万元)	3,763	4,601	5,388	6,352
(+/-%)	27.7%	22.3%	17.1%	17.9%
摊薄每股收益(元)	2.53	3.06	3.58	4.23
毛利率	31.4%	32.8%	33.6%	33.7%
净利率	20.8%	22.2%	22.9%	23.2%
净资产收益率(ROE)	19.2%	21.0%	21.9%	22.9%
市盈率(PE)	31.4	25.9	22.1	18.8
市净率(PB)	6.09	5.45	4.85	4.30

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

投资摘要

估值与投资建议

我们认为公司具备值得长期投资的好公司的 3 个重要特点：

- 1. 行业充分竞争，龙头壁垒深厚。**公司所处的纺织制衣行业历史较长，在 2005 年纺织品贸易配额制度取消后，行业经过了十余年的充分竞争，龙头企业凭借核心竞争力获得了更大的市场份额。行业整体利润率较低，龙头企业具有明显的规模优势，而小型企业和外来竞争者面临多种成本上涨和订单不稳定的压力，经营困难。并且低成本国家由于投资大量涌入，成本上涨也较快。由于附加值较低、生产工序多、产品标准化程度低、材料柔软有弹性等特点，行业尚未实现大规模、全流程的自动化生产。生产效率的提升需要结合设备技术开发与生产实践经验逐步推进，具备研发能力、资金实力和大生产实践平台的龙头企业有望持续引领行业前沿；
- 2. 公司核心竞争力突出，具备较强议价力。**公司采取一体化生产模式，相比一般的代工厂具备自主研发创新、短交期、高效率、高质量等特点，产品对消费者畅销且独家供应，使得公司产能对于国际龙头品牌商来说属于稀缺资源，长期供不应求，因此公司能够获得较好的利润回报以及较大的增长空间；
- 3. 管理层具备长期眼光与高效的执行力。**公司的长期眼光，1）体现在选择客户上，公司选择深度长期合作的大客户均为具有数十年历史的国际龙头品牌，注重服装面料质量与研发创新，在长期的消费需求变迁中具备可持续增长的潜力，与公司战略相契合；2）体现在持续的投入上，在建设大规模生产基地、环保、员工福利、设备更新、面料开发、自动化开发等方面持续投入大量资金，确保长期成长能力的同时抵御经营风险。而其他增长遇到瓶颈的同行，或多或少会具有依赖廉价劳动力、压榨员工福利、产品缺乏创新、污染处理不力等问题。

从结果看，公司执行力相当强，一方面能够在选择大客户后深度合作，数年后就成为核心供应商；另一方面，大规模的生产基地能够迅速扩张爬坡，短时间内达到比较理想的规模、效率和盈利水平。

综合以上三点，公司长期可持续发展的确定性强，值得长期投资。我们预计公司 18-20 年每股收益 3.06/3.58/4.23 元，利润增速分别为 22.3%/17.1%/17.9%，未来一年合理估值区间 111.0-112.1 元，维持“买入”评级。

核心假设与逻辑

第一，行业集中度提升持续进行，品牌商主动整合供应链，劣质产能被动淘汰退出，龙头企业与龙头品牌合作更加紧密，在行业内占据越来越重要的话语权。

第二，世界服装整体需求长期保持稳健小幅增长，而消费者对服装面料需求偏好的演变、以及生产自动化变革，需要市场前沿的信息、大量的资本开支、研发投入和大生产实践平台，目前行业相当分散，充分竞争，整体空间广阔，决定企业成长天花板的是自身的核心竞争力。

第三，公司核心竞争力突出，护城河深厚，一体化生产模式具备多种优势，并且可向海外生产基地完整复制。在管理层的长期眼光与强执行力下，未来成长空间广阔。

与市场的差异之处

第一，市场认为纺织制衣行业是夕阳行业，劳动密集，利润率微薄，公司在此行业中长期发展前景不乐观。我们认为，消费者对服装有长期的稳定的需求，整体纺织制衣行业是一个充分竞争的行业，在长期的充分竞争中胜出的企业具备难以超越的核心竞争力与广阔的成长空间；

第二，市场认为公司是大品牌商的代工厂，议价力较差，增长容易遇到瓶颈。我们认为，公司并非简单代工，而是掌握产品核心研发技术、高效运营管理、先进的定制化生产设备、一体化的生产流程、可持续的经营理念，产品畅销且与同行具有差异化，公司产能对于品牌商来说属于优质稀缺资源。品牌商为了加强产品力、降低库存风险，不会限制优质供应商的份额，而是会加深合作；

第三，市场认为公司受中美贸易摩擦影响、消费需求下降影响、大客户增长放缓影响等因素可能性较大。我们认为，公司海外一体化生产产能足以覆盖美国市场，相比同行优势明显。在公司突出的核心竞争力下，产能供不应求，增长主要取决于自身产能扩张速度而非客户订单增速，具备良好的抗周期能力，市场需求波动对公司影响相对较小。

股价变化的催化因素

第一，公司在 2017-2018 年越南、柬埔寨新增成衣产能将继续爬坡，2019 年有望取得良好的效率提升作用，对利润增长的促进作用将更加明显；

第二，公司在 2019 年，国内、越南、柬埔寨均有新成衣工厂在建设中，合计规模高达 2 万人。随着工厂的逐步投产、爬坡，新增产能有望在 2020-2021 年贡献重要收入与利润增长。

核心假设或逻辑的主要风险

第一，海外生产基地由于当地政治法律重大事件影响产生大规模长时间的罢工，或是员工招聘困难；

第二，国际贸易摩擦加大，全球经济受较大影响，整体服装消费需求明显下滑；

第三，原材料价格、人民币汇率短时间内出现大幅波动；

第四，宏观经济不景气，市场悲观情绪短期对公司估值形成压力。

内容目录

投资摘要	2
估值与投资建议	2
核心假设与逻辑	2
与市场的差异之处	3
股价变化的催化因素	3
核心假设或逻辑的主要风险	3
估值与投资建议	7
绝对估值：111.0-111.5 元	7
绝对估值的敏感性分析	7
相对法估值：111.7-112.1 元	8
投资建议	10
海外一体化复制扩张顺利，产能逐步释放驱动增长	11
上游扩张提速，海内外一体化双轮驱动	11
国内生产基地：招工顺利，自动化水平领先	12
柬埔寨生产基地：现有万人工厂运行稳定，新项目将大幅提升产能	13
越南生产基地：一体化推进顺利，产能扩张积极	15
纺织制造产业百年转移，中国与东南亚具较强竞争力	17
纺织产业世界格局百年变迁	17
中国：纺织产业升级，仍具强大竞争力	19
柬埔寨：自由经济吸引投资，成本渐涨强者恒强	23
越南：资源条件较好，竞争力提升	25
行业整合大势所趋，申洲强竞争力决定广阔成长空间	27
全球纺织产业变革升级，龙头集中空间广阔	27
30 年快速成长，业绩横向比较印证申洲竞争力与护城河	29
盈利预测	34
未来 3 年盈利预测	35
盈利预测的敏感性分析	35
风险提示	36
附表：财务预测与估值	37
国信证券投资评级	38
分析师承诺	38
风险提示	38
证券投资咨询业务的说明	39

图表目录

图 1: 公司目前上游面料产能分布比例	12
图 2: 公司目前下游制衣产能分布比例	12
图 3: 公司宁波总部生产基地入口	12
图 4: 公司宁波生产基地纺织大圆机	12
图 5: 公司宁波生产基地面料厂	13
图 6: 公司宁波生产基地面料厂设备	13
图 7: 安达工业园距离金边机场 5 公里	14
图 8: 公司柬埔寨金边安达工业园厂房	14
图 9: 公司柬埔寨工人使用模板辅助缝纫	14
图 10: 公司与设备商自主研发的设备	14
图 11: 柬埔寨新项目距离金边机场车程约 25 分钟	15
图 12: 柬埔寨金边经济特区三期新项目土地	15
图 13: 德利工厂地理位置便捷	16
图 14: 德利工厂厂房内部	16
图 15: 德利工厂面料设备	16
图 16: 德利工厂公园式绿化环境	16
图 17: 越南世通工厂卫星航拍图	17
图 18: 越南世通工厂入口	17
图 19: 世通工厂信息化生产线实时反馈生产情况	17
图 20: 越南世通工厂员工宿舍	17
图 21: 18 世纪 60 年代纺织业在英国兴起	18
图 22: 第二次工业革命后法、德、美纺织业兴起	18
图 23: 目前形成以中国和东南亚国家为世界供应中心的格局	18
图 24: 我国纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动	21
图 25: 我国纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动	21
图 26: 欧美日占我国纺织服装出口额比例	21
图 27: 我国在欧美日纺织服装进口额中的占比	21
图 28: 2017 年美国服装进口国份额	21
图 29: 2017 年欧盟区外服装鞋类进口国份额	21
图 30: 我国对欧盟纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动	22
图 31: 我国对欧盟纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动	22
图 32: 我国对美国纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动	22
图 33: 我国对美国纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动	22
图 34: 我国对日本纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动	22
图 35: 我国对日本纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动	22
图 36: 柬埔寨在全球 140 个国家在综合竞争力排名 110	24
图 37: 柬埔寨金边 OPPO vivo 手机店铺较常见	24
图 38: 柬埔寨金边街景	24
图 39: 2005-2018 年越南纺织品出口总额及同比增长	25
图 40: 2017 年越南纺织品出口金额比例	25

图 41: 2017 年越南纺织服装出口主要国家占比	25
图 42: 2017 年越南纱线出口主要至中国	25
图 43: 2018 年越南出口金额前十商品	26
图 44: 2018 年越南进口金额前十商品	26
图 45: 越南在全球 140 个国家在综合竞争力排名 77	26
图 46: 越南胡志明市摩托车是居民主要交通工具	27
图 47: 越南胡志明市新建中的中国品牌奶茶店	27
图 48: 世界服装出口额及同比变化	28
图 49: 世界服装消费额及同比变化	28
图 50: 公司四大客户销售额与公司销售额增长比较	28
图 51: 估算公司占四大客户的服装采购比例	28
图 52: 纺织制衣上市公司创立时间以及产业链位置	29
图 53: 成衣供应商收入规模增长趋势图 (单位: 人民币百万元)	30
图 54: 纺织制衣产业链上市公司毛利率	31
图 55: 纺织制衣产业链纺织制衣上市公司净利率	31
图 56: 纺织制衣龙头企业人均收入比较	32
图 57: 纺织制衣龙头企业人均利润比较	32
图 58: 龙头纺织制衣企业 COGS 中人工占比比较	33
图 59: 龙头纺织制衣企业低成本国家员工占比比较	33
图 60: 龙头纺织制衣企业 Cash Ratio (%)	33
图 61: 申洲国际 CFO/CapEx	33
图 62: 龙头纺织制衣企业 CapEx 金额 (百万人民币)	34
图 63: 龙头纺织制衣企业 CapEx/Sales	34
表 1: 公司盈利预测假设条件	7
表 2: 资本成本假设	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	8
表 4: 行业相关公司估值比较	8
表 5: 申洲国际历年利润增速、PE 值和涨幅表现	10
表 6: 公司产能布局现状与扩张计划	11
表 7: 公司柬埔寨金边安达工业园工厂现状	13
表 8: 公司柬埔寨金边经济特区三期新项目概况	14
表 9: 公司越南德利工厂概况	15
表 10: 公司越南世通工厂概况	17
表 11: 中国、柬埔寨、越南经营纺织制衣企业条件比较	19
表 12: 中国纺织原料及纺织制品 2017-2018 年出口金额 (亿美元) 及同比变化情况	20
表 13: 柬埔寨制衣制鞋工人最低工资 (美元)	23
表 14: 成衣供应商收入规模与增长比较	30
表 15: 纺织制衣上市公司研发投入比较	32
表 16: 盈利预测假设条件	35
表 17: 盈利预测结果	35
表 18: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	36

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：111.0-111.5 元

公司所处的运动、休闲服行业需求相对稳定，多年来全球市场大致处于单位数缓慢增长的阶段，但供应链整合在持续进行中。目前服装供应商仍十分分散，公司在针织供应商中规模最大，但在整体行业市占率或不到 1%，空间尚远。公司核心竞争力比同行有明显优势，订单需求旺盛，护城河深厚，长期有望保持较快增长。根据公司的增长逻辑，我们预计公司在 2018-2020 年收入增速平均在 15% 左右，毛利率随着海外产能释放、自动化效率提升以及持续的新品研发等有望进一步提升至 33%-34% 的水平，费用率随经营杠杆作用小幅下降，派息比率预期保持 50% 左右的水平。

表 1：公司盈利预测假设条件

项目	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入增长率	13.55%	19.46%	19.78%	14.80%	13.23%	16.47%	16.94%	15.24%	13.72%	12.35%	11.11%	10.00%	9.00%
营业成本/营业收入	69.55%	67.49%	68.64%	67.18%	66.43%	66.26%	66.12%	66.00%	66.00%	66.00%	66.00%	66.00%	66.00%
管理费用/营业收入	7.61%	7.30%	6.81%	6.67%	6.57%	6.50%	6.45%	6.42%	6.42%	6.42%	6.42%	6.42%	6.42%
销售费用/销售收入	2.02%	2.34%	2.60%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%	2.55%
所得税税率	18.43%	19.09%	12.32%	11.50%	11.30%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%	11.00%
股利分配比率	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	0.9	T	11.50%
无风险利率	3.64%	Ka	8.46%
股票风险溢价	5.36%	有杠杆 Beta	0.91
公司股价（元）	91.85	Ke	8.53%
发行在外股数（百万）	1503	E/(D+E)	98.25%
股票市值(E, 百万元)	138071	D/(D+E)	1.75%
债务总额(D, 百万元)	2130	WACC	8.45%
Kd	4.50%	永续增长率（10 年后）	3.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFE 估值方法，得到公司的合理价值区间为 111.0-111.5 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析。

表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

		WACC 变化				
		7.5%	8.0%	8.45%	9.0%	9.5%
永续增长率变化	4.5%	187.34	159.79	139.21	123.27	110.55
	4.0%	165.88	144.41	127.78	114.51	103.69
	3.5%	149.85	132.50	118.66	107.37	97.98
	3.0%	137.42	122.99	111.21	101.42	93.16
	2.5%	127.51	115.22	105.01	96.40	89.04
	2.0%	119.41	108.76	99.77	92.10	85.46
	1.5%	112.68	103.30	95.29	88.37	82.34

资料来源: 国信证券经济研究所分析

相对法估值: 111.7-112.1 元

同行 PEG 比较: 由于行业内上市公司内, 没有能够与公司较好相比的公司, 因为没有公司具备相同的全一体化生产经营模式 (无外包生产面料或成衣, 并且仅出售成衣产品) 以及规模体量, 我们选取了行业内相对具有一定可比性的公司进行比较, 计算公司 18-20 年复合业绩增速, 从 PEG 角度进行分析。

- 在供应商方面, 在台湾、香港、中国大陆市场中, 针织布料成衣制造龙头儒鸿 PEG 0.89, 成衣制造龙头晶苑、聚阳 PEG 0.86、1.49, 衬衫面料成衣制造龙头鲁泰 PEG 1.39, 而申洲相比这些公司在规模体量、盈利能力、订单饱和程度、长期增速方面均具有大幅优势, 我们认为公司的 PEG 应当高于以上水平, 体现公司作为遥遥领先的第一龙头的竞争地位, 以及长期增长确定性的溢价。
- 在品牌商方面, 运动服龙头 Nike PEG 2.45, 休闲服龙头优衣库母公司迅销集团 PEG 2.83。我们认为目前申洲的 PEG 不应超过以上水平, 但公司作为这两家龙头品牌商的第一核心供应商, 并且也具有数十年稳健较快增长的能力, PEG 不应相差过大。

在其他供应商 PEG 最大值 1.49 与龙头品牌商 PEG 最小值 2.45 之间, 我们综合比较后给予公司 PEG 大致为 1.65, 对应 2019 年 PE 26.9-27x, 人民币兑港元汇率取 0.865, 合理价格区间为 111.7-112.1 港元。

表 4: 行业相关公司估值比较

代码	简称	股价 1月25日	EPS (原始货币)			汇率	PE			PB	PEG	总市值 (亿港元)
			2018E	2019E	2020E		2018E	2019E	2020E			
2313.HK	申洲国际	91.85	3.06	3.59	4.23	0.865	25.9	22.1	18.8	5.45	1.35	1,372
品牌商												
NKE.N	耐克公司*	80.44	2.65	3.14	3.64	1.000	30.3	25.6	22.1	14.81	2.45	9,931
9983.T	迅销*	51230.00	1628.90	1870.07	2038.28	1.000	31.5	27.4	25.1	5.25	2.83	3,771
ADS.F	阿迪达斯*	202.50	8.37	9.56	10.93	1.000	24.2	21.2	18.5	6.02	1.45	3,625
PUM.F	PUMA*	474.50	12.87	17.26	21.25	1.000	36.9	27.5	22.3	4.30	1.12	639
成衣供应商												
2232.HK	晶苑国际*	4.48	0.05	0.06	0.07	0.127	10.9	9.1	7.7	1.58	0.86	126
1477.TW	聚阳实业*	189.00	7.23	8.73	9.95	1.000	26.2	21.7	19.0	4.59	1.49	99
面料供应商												
1382.HK	互太纺织*	6.82	0.66	0.71	0.77	1.000	10.3	9.6	8.9	2.94	0.72	97
2111.HK	超盈国际控股*	1.90	0.26	0.32	0.34	1.000	7.3	5.9	5.7	0.79	0.85	20
面料/成衣供应商												
1476.TW	儒鸿*	343.00	16.16	18.27	20.30	1.000	21.2	18.8	16.9	5.60	0.94	238
000726.SZ	鲁泰 A*	9.73	0.95	1.04	1.13	1.000	10.2	9.3	8.6	1.17	1.39	97

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: “*”表示公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

历史 PE 水平比较: 与公司自身历史估值比较, 公司历史上四次估值大幅提升, 可以看出资本市场对公司的认识与定位的不断升级:

1. 2009 年: 逆境凸显竞争力, 运动服比例迅速提升, 公司年均 PE 从 3-5 倍区间提升至 10 倍。2008 年业绩提升 70%, 且 Nike 和 Adidas 的专用工厂已经投产, 运动服占比由 32% 提升至 42%, 摆脱了过去单一品类、单一客户、单一市场的格局。
2. 2013 年: 深度绑定耐克, 上游向海外延伸, 年均 PE 从 10 倍左右提升至 20 倍的区间。公司成功承接了 Nike Flyknit 鞋面的订单, 在 2012 年一次性购入 2000 台专用设备, 满足了 Nike 绝大部分 Flyknit 需求, 公司依靠强大的研发技术能够与国际龙头体育品牌客户形成深入的合作与绑定。并且, 公司 2013 年 9 月开始了越南面料工厂的建造。
3. 2015 年: 成为国际龙头体育品牌核心供应商, 海外一体化雏形初现, PE 从 20 倍左右的水平提升至 25 倍左右的水平。公司产品中运动服占比达到了 60% 以上; 并且, 公司开始了下游向海外延伸的步伐, 越南面料工厂在 2014 年底投产, 到 2015 年已经能够供应海外基地成衣工厂的需求, 产能爬坡速度与管理层的执行力超预期。与此同时, 越南成衣工厂建设启动, 即将初步形成海外一体化。
4. 2018 年: 海外一体化成功盈利, 越南面料厂规模大幅增长, 给予宁波面料厂技改时间, PE 从 25 倍左右的水平提升至 30 倍左右的水平。公司能在两年之内实现越南成衣工厂的建设到盈利, 效率超出了市场的预期, 大幅增强了一体化模式在海外复制的确定性; 并且, 越南面料工厂产能的迅速提升, 能够保障公司业绩增长, 并且在一年半内将国内的面料工厂实施技改, 再次印证了公司的效率与可持续增长的能力。

目前, 公司产能扩张情况优于预期, 2019 年多地成衣工厂在建, 2020-2021 年产能逐步释放。目前上游面料工厂目前合计约 550 吨/天, 宁波和越南分别占 55%/45%, 预计到 2020 年两地各达到 350 吨/天的规模; 下游制衣产能在国内、越南、柬埔寨分别有 3000 人、6000 人和 1.3 万人的工厂在建。我们预计公司 2018-2020 年年均产量增长在 10-15% 之间, 其中 2018/2019/2020 每年产量增速分别接近 15%/10%/15%。结合公司过往产能爬坡效率, 以及在海外工厂已经形成的经营管理经验, 公司业绩增长具备更强的确定性, 预计归母净利润 2018-2020 年增速分别为 22.3%/17.1%/17.9%, 估值水平对应 2019 年 PE 26.9-27x 较为合理。

表 5：申洲国际历年利润增速、PE 值和涨幅表现

	EPS（元）	最高 PE	最低 PE	利润增速	股价涨幅
2005 年	0.38	7.94	7.94		
2006 年	0.31	10.37	7.80	10.68%	6.37%
2007 年	0.33	13.75	8.96	4.59%	1.70%
2008 年	0.56	9.77	2.20	71.89%	-62.24%
2009 年	1.01	16.20	2.13	79.02%	627.00%
2010 年	1.02	10.01	6.60	1.57%	-14.78%
2011 年	1.37	9.31	6.24	33.99%	11.92%
2012 年	1.24	11.35	6.03	-4.91%	64.66%
2013 年	1.32	19.04	10.64	11.28%	61.36%
2014 年	1.48	17.50	13.65	14.58%	-9.78%
2015 年	1.68	25.01	13.63	13.98%	81.97%
2016 年	2.11	28.16	18.38	25.18%	17.72%
2017 年	2.58	31.16	19.37	27.65%	41.15%
2018 年 E	3.06	29.64	16.84	22.43%	43.22%
2019 年 E	3.59	-	-	17.18%	-
2020 年 E	4.23	-	-	17.89%	-

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票价值在 111.0-112.1 元之间，2019 年动态市盈率分别为 26.7 倍和 27 倍，相对于公司目前股价有 20.7%-22%溢价空间。我们认为，公司具有显著领先于行业的核心竞争力与龙头地位，长期可持续增长确定性强，维持“买入”评级。

海外一体化复制扩张顺利，产能逐步释放驱动增长

上游扩张提速，海内外一体化双轮驱动

公司是一体化针织供应商，从纺织到成衣的 ODM/OEM。公司强大的核心竞争力带动客户大量的订单需求，产能长期供不应求。为了满足客户的增长需求与企业的成长目标，公司积极扩张产能，以国内宁波总部为支持，向海外复制扩张，目前生产基地布局中国、越南和柬埔寨三个国家，在国内外均形成了一体化生产模式。公司产能布局现状与扩张计划具体如下：

- 1. 上游面料工厂扩张速度快于预期：**目前，公司上游面料产能合计约 550 吨/天，其中宁波约 300 吨/天，占 55%，越南约 250 吨/天，占 45%，整体扩张速度快于预期。预计到 2019 年底，宁波、越南产能将在此基础上增加 50 吨/天，公司目标到 2020 年实现宁波、越南面料产能各 350 吨/天的规模；
- 2. 下游成衣工厂扩张速度略超预期：**目前，公司下游制衣产能在国内、越南、柬埔寨的比例约为 70%、15%、15%。其中，国内工厂约有员工 4 万人，产能提升主要来自自动化与效率提升，2019 年安庆新建 3000 人成衣工厂，预计年底投产；越南工厂约有员工 1.1 万人，2018 年在人数与效率双重提升作用下产量增长显著，2019 年下半年新建的 6000 人工厂将投产；柬埔寨工厂约有员工 1.1 万人，2018 年新增车间，计划 2020 年下半年投产约 1.3 万人新工厂。

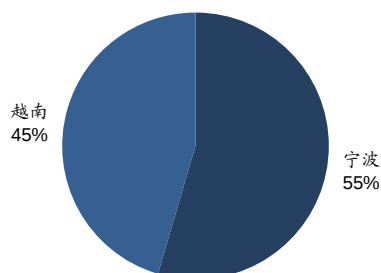
在客户需求超出公司产能的情况下，我们根据公司产能扩张与效率提升的情况，预计公司 2018-2020 年年均产量增长在 10-15%之间，其中 2018/2019/2020 每年产量增速分别接近 15%/10%/15%。合计约 2 万人的新成衣产能逐步释放后，公司不仅能够获得稳健快速的增长，同时使海内外布局更加均衡，有望有效应对贸易摩擦，进一步提升竞争力。

表 6：公司产能布局现状与扩张计划

地区	项目	目前产能		扩张计划	
		成衣	面料	成衣	面料
中国	厂区	宁波、安庆、衢州	宁波	安庆	宁波
	规模	约 4 万人	约 300 吨/天	在建 3000 人工厂，预计 2019 年底投产	计划扩张到 350-360 吨/天
	占比	约 70%	约 55%		
越南	厂区	世通	德利	德利	德利
	规模	约 1.1 万人	约 250 吨/天	在建约 6000 人工厂，计划 2019 上半年招工，下半年投产	计划扩张到 350 吨/天
		约 14%	约 45%		
柬埔寨	厂区	安达、大千		金边经济特区三期	
	规模	约 1.1 万人		2019 年开始建设约 1.3 万人工厂，预计 3 年内完成，预计 2020 年下半年投产	
	占比	约 15%			

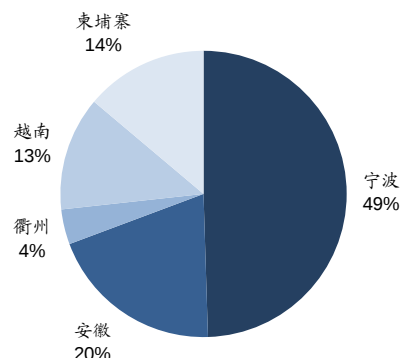
资料来源：调研情况，国信证券经济研究所整理

图 1: 公司目前上游面料产能分布比例



资料来源: 调研情况、国信证券经济研究所整理

图 2: 公司目前下游制衣产能分布比例



资料来源: 调研情况、国信证券经济研究所整理

国内生产基地: 招工顺利, 自动化水平领先

公司在国内生产基地分布于浙江宁波、安徽安庆和浙江衢州三地, 其中宁波为集团总部, 拥有上游面料厂与下游制衣厂一体化生产产能以及创新中心; 安庆、衢州于 2008 年开始建设成衣工厂, 近期在安庆继续新建成衣工厂, 具体如下:

1. 宁波: 生产基地的上游面料工厂技改仍在进行中, 产能在 2018 年中达到 250 吨/天, 预计年底达到 280 吨/天, 而目前已经达到 300 吨/天的规模, 产能提升速度超出预期; 2018 上半年, 下游成衣工厂人数有所减少, 但产量仍有增长, 凸显自动化与效率提升成果, 未来将持续推行自动化进步; 另外设有 Flyknit 工厂;
2. 安庆、衢州: 成衣工厂建设于 2008 年, 两地工厂一期投产于 2009 年, 2012 年安庆二期制衣厂完工。在国内较高的用工压力环境下, 公司安庆工厂一期、二期招工依旧顺利, 目前贡献了集团约 20% 的成衣产能, 一方面由于工厂选址所在县区相对贫困, 另一方面源于公司优厚的员工待遇、有效的企业文化渗透, 保障了用工稳定。在 2019 年 1 月, 公司在安徽安庆新建成衣厂, 预计在 2019 年底投产, 规模预计达 3000 人。

图 3: 公司宁波总部生产基地入口



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司宁波生产基地纺织大圆机



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 5: 公司宁波生产基地面料厂



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 6: 公司宁波生产基地面料厂设备



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

柬埔寨生产基地: 现有万人工厂运行稳定, 新项目将大幅提升产能

公司在柬埔寨的工厂位于金边市安大工业区, 最早投产于 2005 年, 经过十余年的发展, 目前人数约 1.1 万人, 是柬埔寨最大的服装制造商, 包含制衣环节全流程。公司柬埔寨工厂根据宁波总部的标准, 由中方管理人员进行培训, 实施精益生产管理, 为员工提供优厚的待遇, 并且执行高标准的环境处理, 使得工厂历年来招工顺利、运行稳定。随着公司自动化创新研发的逐步推进, 公司将制衣环节的自动化措施在柬埔寨工厂实施, 大大缩短了新工人的培训时间, 有效降低劳动强度, 提升人均产出。公司在 2017 年与 2018 年分别在厂区内各投产一间新厂, 在人数增长与效率提升的双重作用下, 2018 年公司柬埔寨工厂产能增长约为 24%。

表 7: 公司柬埔寨金边安达工业园工厂现状

项目	详情
地理位置	金边市安达工业区, 距离金边机场 5 公里
投产时间	申洲、大千、德容厂区分别投产于 2005、2012、2018 年
工厂面积	占地面积 25.5 万平米, 总建面 13.9 万平米
专用车间	Nike、Adidas、PUMA 等客户专用车间
工序功能	仓库、裁剪、印花、水洗、车缝、无缝
员工人数	约 1.1 万人, 管理人员逐步本地化
自动化	采用进口先进设备, 设计胶板模板辅助员工车缝、采用吊挂式生产线等
员工待遇	较好的薪资水平, 免费午餐, 专家培训, 并为优秀员工提供出国学习的机会
环保设施	雨水收集、屋顶亮瓦、生物质锅炉

资料来源: 调研情况, 国信证券经济研究所整理

图 7: 安达工业园距离金边机场 5 公里



资料来源: Google Map、国信证券经济研究所整理

图 8: 公司柬埔寨金边安达工业园厂房



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 9: 公司柬埔寨工人使用模板辅助缝纫



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 10: 公司与设备商自主研发的设备



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

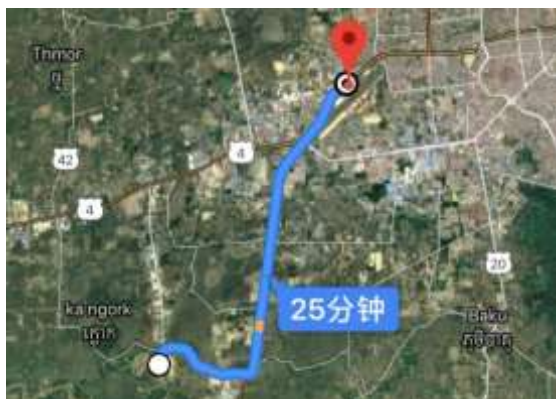
面对迫切的产能需求,公司今年在金边经济特区三期新签一片场地,为期 50 年的免费续约的永久租赁合同,距离金边国际机场 14 公里,距离目前的安达工业园 18 公里。新项目占地面积约 41 万平方米,计划建设 1.3 万人的新制衣工厂,将于 2019 年开始建设,预计 2020 年下半年投产。新项目规模较大,依靠总部的管理输出有望相比同行缩短爬坡期,为公司在 2020 年及以后满足客户订单需求增长起到重要作用。

表 8: 公司柬埔寨金边经济特区三期新项目概况

项目	详情
地理位置	金边经济特区三期,距离金边国际机场 14 公里,距离现在工厂 18 公里
投产时间	2019 年开始建设,整体预计在 3 年内完成,2020 年下半年投产
工厂面积	占地面积约 41 万平米,计划建面 35 万平米
合同	为期 50 年可免费续租的永久租赁合同
工序功能	仓库、裁剪、印花、水洗、车缝、无缝
员工人数	预计 1.3 万人
特区优势	有关政府部门在特区内设立“一站式”服务窗口,基础设施完善,有独立电厂、污水处理厂和物流中心
周边环境	有很多村庄,利于招工。配套商业比较齐全。

资料来源:调研情况,国信证券经济研究所整理

图 11: 柬埔寨新项目距离金边机场车程约 25 分钟



资料来源: Google Map、国信证券经济研究所整理

图 12: 柬埔寨金边经济特区三期新项目土地



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

越南生产基地: 一体化推进顺利, 产能扩张积极

在越南, 公司 2013 年开始布局上游面料厂德利, 2015 年开始布局下游制衣厂世通, 目前形成了完整的一体化生产。具体分上下游来看:

1.上游德利工厂: 距离世通工厂 45 公里, 距离柬埔寨工厂车程约 5 小时, 并且主要纱线供应商百隆越南工厂在同厂区内, 地理位置便捷。目前德利工厂具有面料生产全流程功能, 具备先进的实验室、生产设备、信息化系统以及环保设施。德利面料厂在 2014 年的产能为 20 吨/天, 而目前提升到 250 吨/天, 现在德利工厂产能占集团 45%, 成为重要的面料供应来源。预计 2019 年底, 德利面料工厂产能有望进一步提升至 300 吨/天。另外, 在德利工厂厂区内, 公司在建约 6000 人的成衣工厂, 预计 2019 下半年投产。

越南纺织制造产业主要为纱线的制造以及成衣的制造, 面料主要依靠进口。公司在越南建设面料工厂, 仅用了不到 5 年的时间实现了就将产能提升了 12.5 倍, 体现了公司强大的运营管理能力, 有效将宁波总部模式向外复制输出。德利工厂凭借集团整体的研发创新与生产管理能力, 优质的产品吸引了客户旺盛的需求。

表 9: 公司越南德利工厂概况

项目	详情
地理位置	越南西贡省鹅油县福东工业区
投产时间	2013 年奠基, 2014 年底投产, 2017 年下半年二期开始建设, 2018 年新制衣工厂开始建设, 预计 2019 年投产
工厂面积	一期工厂 84 万平米, 二期工厂 66 万平米
总投资	约 4.7 亿美金
工序功能	纱线、制造、染整、印花、后整理、实验室、开发创新
产能	约 250 吨/天, 预计 2019、2020 年底分别达到 300、350 吨/天
环保设施	污水处理厂、生态池、自来水厂, 污水厂总投资 1200 万美金, 达到越南 A 标
自动化信息化	有现金是现实和设备, 研发创新的自动加料系统, 企业 ERP 追踪坯布流程等
员工福利	免费午餐、活动比赛、慈善帮助等

资料来源: 调研情况, 国信证券经济研究所整理

图 13: 德利工厂地理位置便捷



资料来源: Google Map、国信证券经济研究所整理

图 14: 德利工厂厂房内部



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 15: 德利工厂面料设备



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 16: 德利工厂公园式绿化环境



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

2.下游世通工厂: 位于越南胡志明市, 2015 年一期建成时员工约 2000 人, 经过 3 年扩建招工, 目前达到约 1.1 万人的规模。世通工厂与公司其他成衣生产基地同样, 具备制衣全流程功能, 拥有先进的进口设备以及公司研发创新的专用设备。成衣制造环节相对人工密集, 世通工厂在总部的创新研发支持下, 通过自动化设备以及模板等辅助工具, 将工人去技能化。过往一个新人培训要 1 个月, 现在缩短到 7 天。同时, 依靠先进的信息系统, 公司将产品物流、制造管理和企业管理信息化, 降低管理成本, 实现产能最优利用, 使管理人员更多精力用于差异化和重要的管理决策而非跟踪订单上。

凭借精益生产管理、自动化、信息化等措施, 世通工厂与公司其他工厂一样, 经营效益与盈利能力明显更强, 并且实施比同行更加良好的员工待遇和环保处理。因此, 世通工厂招工也相当顺利, 仅用 1.5 年达到超过 1 万人的规模以及 500 万件/月的产能, 员工对企业文化认可逐步加深, 保障了生产经营的稳健运行以及效率的持续提升。

表 10: 公司越南世通工厂概况

项目	详情
地理位置	越南胡志明市，距离德利工厂 45 公里
投产时间	2015 年 Q1 建成一期，2016 年 Q1 二期，2017 年 Q4 三期，现在 11000+人
工厂面积	占地 59.7 万平米
工序功能	仓库、裁剪、印绣花、水洗、车缝、无缝、整理包装，以及 Flyknit 工厂
环保设施	30%绿化，太阳能、LED、雨水收集、垃圾分类
自动化信息化	电脑数控印花、一次性无缝机器、自动缝紉下摆等先进进口设备与自主研发设备
员工福利	3000 名员工宿舍、35 辆免费巴士、午休躺椅、免费午餐

资料来源:调研情况，国信证券经济研究所整理

图 17: 越南世通工厂卫星航拍图



资料来源: Google Map、国信证券经济研究所整理

图 18: 越南世通工厂入口



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 19: 世通工厂信息化生产线实时反馈生产情况



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 20: 越南世通工厂员工宿舍



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

纺织制造产业百年转移，中国与东南亚具较强竞争力

纺织产业世界格局百年变迁

历史上，纺织业在全球经历了大致四次大规模的产业转移浪潮，兴起于 18 世纪 60 年代的英国，随后转移至美、德、法，然后转移至日本，后又经日本转移至亚洲四小龙，再转移至中国东南沿海地区以及东南亚国家：

1. 1760-1860 英国为“世界工厂”；第一次工业革命，“珍妮纺纱机”、“蒸汽机”出现，纺织服装业以蒸汽为动力的生产方式替代了以手工操作的主要生产方式；
2. 1860-1945 欧美为世界供应中心；第二次工业革命，电力技术广泛应用，在西欧和北美的主要资本主义国家，法国、德国、美国等国先后掀起了技术革命的浪潮，纺织业兴起；
3. 1945-1970 日本纺织复兴；二战后为恢复经济，日本积极引进先进技术扶植纺织业；
4. 1970-1990 亚洲四小龙崛起；日本成本上升，日元升值迅速，纺织业转移到港台韩等地；
5. 1990-2010 中国成为“世界工厂”；劳动力成本比较低，原料比较充足，纺织业发展非常迅速，加入“WTO”与配额取消加速纺织业发展；随着中国经济快速发展与人工成本上涨，部分产业转移至东南亚国家。

图 21: 18 世纪 60 年代纺织业在英国兴起



资料来源:《世界纺织品贸易格局变迁》、国信证券经济研究所整理

图 22: 第二次工业革命后法、德、美纺织业兴起



资料来源:《世界纺织品贸易格局变迁》、国信证券经济研究所整理

图 23: 目前形成以中国和东南亚国家为世界供应中心的格局



资料来源:《世界纺织品贸易格局变迁》、国信证券经济研究所整理

随着我国经济快速增长，劳动力成本已经处于较高水平，纺织制衣产业出现向东南亚低成本国家转移的趋势，但目前这一趋势趋向平缓。主要由于东南亚国家除了工资、水电费、关税具有一定优势以外，也存在较多的隐性成本，而中国工人效率、产业链配套、基建水平等方面仍具备较强的竞争力。具体来看，东南亚低成本国家与中国相比，在经营纺织制衣方面主要有以下的优势和劣势：

- 优势：**工资水平约为中国工人的一半，部分地区水电费用低于中国，为外资投资给予优惠的所得税条件，并且出口到欧盟、美国、日本这三大消费市场具有明显的关税优惠；
- 劣势：**用工方面，需要将《劳动法》和工会制度研究透彻，因为工人罢工现象较为普遍，另外工人效率较低，尤其柬埔寨公众假期较多；原材料方面，柬埔寨制衣原材料基本都来自进口，越南纱线供应充足但缺乏布料生产能力，延长了生产周期，增大了物流和关税成本；基建方面，部分地区用电用水紧张，道路条件较差，海运船期班次少等；经商环境方面，部分地区存在一定的政治风险，腐败现象较普遍。

综合东南亚国家投资生产的优劣势，主要凭借廉价劳动力但经营能力较差的企业，转移到东南亚国家后近期也开始出现招工困难、倒闭等情况，而具备核心竞争力企业能扬长避短，发挥不同地区的优势获得较好的经营效益。

表 11：中国、柬埔寨、越南经营纺织制衣企业条件比较

	中国	柬埔寨	越南
平均工资	4000-5000 左右	2000 左右	2200-2500 左右
人口	劳动力 9.98 亿人，占 71.82%；15 岁以下人口占 16.8%；	劳动力 1030 万人，占 64.4%；15 岁以下人口占 31.3%；	劳动力 6668 万人，占 69.8%；15 岁以下人口占 23%；
工人效率	效率高，普遍愿意加班，假期 17 天	效率低，较少加班，假期 27 天	效率略高于柬埔寨，较少加班，假期 11 天
关税	欧盟 12%，日本 4-15%，美国化纤类税率 16-30%左右，棉类税率 7-16%左右；	欧盟、加拿大、日本、澳洲等国家的零进口关税，无原材料产地限制；	欧盟二次转换免关税（VEFTA），美国 17.5%，日本免关税；
企业所得税	25%，满足一定条件的企业享受优惠税率 15%	20%，满足一定条件的企业免缴所得税 3 年以上，经济特区免税 9 年	20%，满足一定条件的企业“四免九减半”，即优惠税率 10%，其中 4 年免税，9 年 5%；或“两面四减半”，即优惠税率 17%，其中 2 年免税，4 年 8.5%
原材料	供给丰富，产业链齐全，纺织品出口世界领先	面辅料基本都要进口	棉几乎 100%进口，棉纱 65%出口，布 80%进口
能源	水费 0.3-0.6 美元/吨，污水处理费 0.12-0.26 美元/吨，电费约 0.1 美元/度	水费约 0.15 美元/吨，电费约 0.2 美元/度	水费约 0.3 美元/吨，污水处理费 0.38 美元/吨，电费约 0.07 美元/度
基建	海运：2017 全球 100 大集装箱港口中，中国大陆有 23 个，其中前 10 中有 7 个；宁波舟山港 2017 年吞吐量 2464 万个标准箱	海运：金边港 2017 年货物吞吐量 18.48 万个标准箱	政府支出：2017 年 63 亿美金；海运：017 全球 100 大集装箱港口中，越南有 2 个，其中胡志明港 2017 年货物吞吐量 594 万个标准箱，海防港吞吐量 445 万个标准箱
营商环境	竞争力排名 28 腐败排名 77	竞争力排名 110 腐败排名 161	竞争力排名 77 腐败排名 107

资料来源：调研情况，中国国际贸易促进委员会，世界银行，中国港口协会，Wind，国信证券经济研究所整理

中国：纺织产业升级，仍具强大竞争力

以纺织制造产业为代表的轻工制造业为中国经济腾飞做出重要贡献，目前我国轻工业产业链完、善产能升级，优质龙头企业具备世界领先竞争力。具体发展可以分为以下 4 个阶段：

- 建国后，我国轻工业得到恢复和发展，但直至改革开放初期，轻工产品市场供给仍然紧缺，多数消费品实行定量供应；

2. 从 1978 至 20 世纪 90 年代初,我国轻工业按照市场经济发展需要得到大力发展,同时良好的投资环境吸引承接世界产业转移,轻工业得到迅速发展,消费品供应短缺状况结束,国内城镇市场供求趋向平衡;
3. 21 世纪初,中国轻工业广泛且深入的打开了全球市场,对外贸易拉动了国内经济增长,产业链完善、门类齐全的部分轻工业地区已经成为全球制造中心与采购中心;
4. 近年,随着我国经济发展转型升级与国际贸易环境变化,多数经营能力较弱中小型轻工业工厂在人力成本增加、原材料涨价、订单减少等不利因素的压力下逐步退出,而优质龙头企业我国利用我国完善的基础设施、高素质的劳动力、技术创新支持等有利环境,与通过创新升级、效率提升、坚持可持续发展等方式形成了世界领先的竞争力与深厚的护城河。

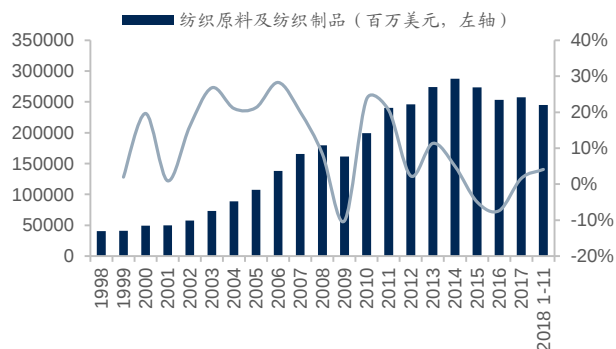
2017 年,中国纺织原料及纺织制品出口总金额为 2573.2 亿美元,同比增长 1.6%。自 2010 年至今,随我国经济发展进入新阶段与产业结构转型,我国纺织品出口增速逐年回落,在 2017 年-2018 年回升,整体增速回落趋向缓和。分产品来看,对研发、基建、产业配套要求较高的面料出口增速仍相对较高,而附加值较低的成衣制造出口增速下降相对明显,显示出我国纺织制造产业升级的趋势。

表 12: 中国纺织原料及纺织制品 2017-2018 年出口金额 (亿美元) 及同比变化情况

编号	类别	2017 全年		2018 1-11 月	
		出口金额	同比增长	出口金额	同比增长
第十一类	纺织原料及纺织制品	2,573.21	1.6%	2,450.33	4.10%
50 章	蚕丝	11.12	-4.0%	10.58	4.85%
51 章	羊毛、动物细毛或粗毛;马毛纱线及其机织物	19.99	-6.6%	22.64	24.52%
52 章	棉花	151.27	1.1%	142.54	2.75%
53 章	其他植物纺织纤维;纸纱线及其机织物	10.55	0.1%	12.11	33.05%
54 章	化学纤维长丝	179.54	8.4%	186.99	14.95%
55 章	化学纤维短纤	120.61	-0.5%	116.47	6.23%
56 章	絮胎、毡呢及无纺织物;线绳索及其制品	50.84	3.5%	52.69	14.04%
57 章	地毯及纺织材料的其他铺地制品	27.02	7.1%	27.33	11.61%
58 章	特种机织物;簇绒织物;花边;装饰毯;装饰带;刺绣品	47.40	5.7%	46.73	8.82%
59 章	浸渍、涂布、包覆或层压的纺织物;工业用纺织制品	73.90	7.1%	73.82	10.18%
60 章	针织物及钩编织物	165.06	14.5%	167.91	11.43%
61 章	针织或钩编的服装及衣着附件	718.24	-3.5%	677.75	3.14%
62 章	非针织或非钩编的服装及衣着附件	734.09	1.9%	657.81	-2.69%
63 章	其他纺织制成品;成套物品;旧衣着及旧纺织品;碎织物	263.58	3.3%	254.96	5.82%

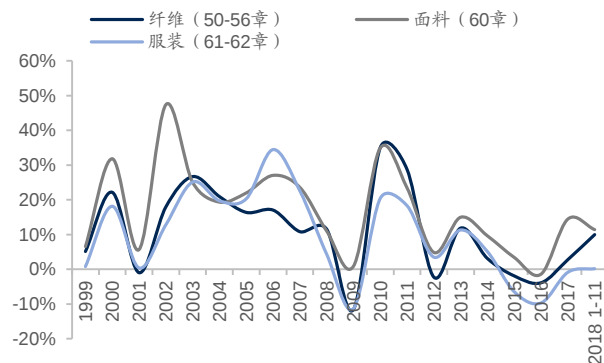
资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 24: 我国纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

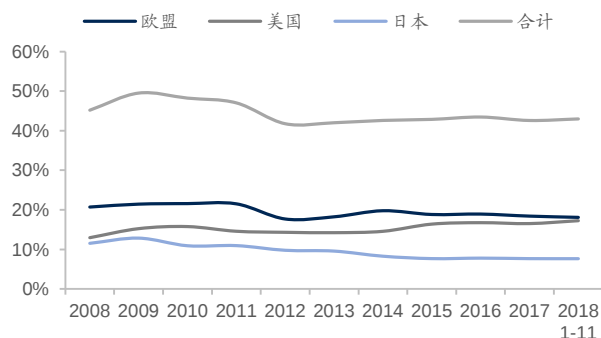
图 25: 我国纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

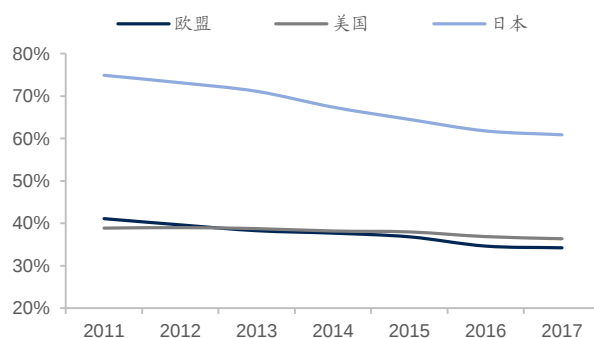
2012 年至今，中国纺织服装出口总金额中，出口到欧盟、美国、日本三地的金额占比回升，目前稳定在 43% 左右，占主要比例。具体来看，欧盟、美国与日本分别占比 18%、17% 和 8%。近年来，中国纺织服装产品于上述主要进口市场的所占比例继续下降，但降幅趋势放缓。目前，中国世界三大服装消费市场的第一供应来源。

图 26: 欧美日占我国纺织服装出口额比例



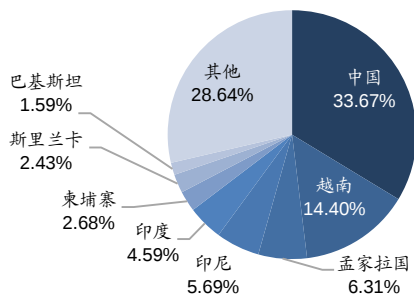
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 我国在欧美日纺织服装进口额中的占比



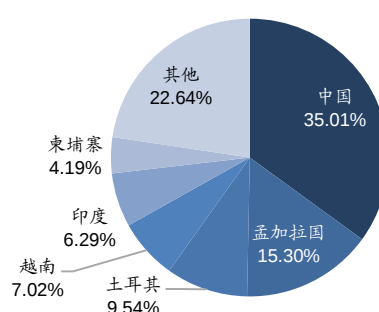
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 2017 年美国服装进口国份额



资料来源: 中国棉花网、国信证券经济研究所整理

图 29: 2017 年欧盟区外服装鞋类进口国份额

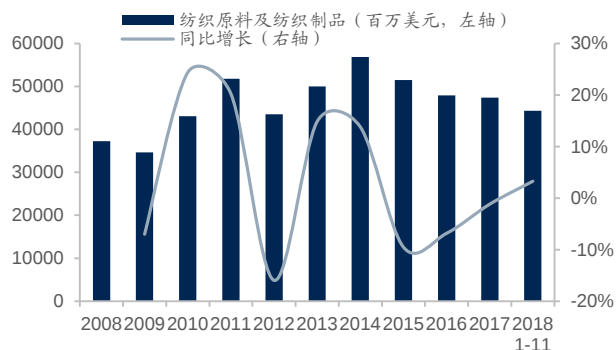


资料来源: 欧盟统计局、国信证券经济研究所整理

具体来看，我国出口至欧美日三地的纺织服装总额在 2017 年至 2018 年 11 月份均出现回升，而其中纤维纱线和面料的升幅较高，服装增长仍较弱，主要原因为劳动力成本上升对服装产品的影响大于纺织品，服装业受到的产业跨国转

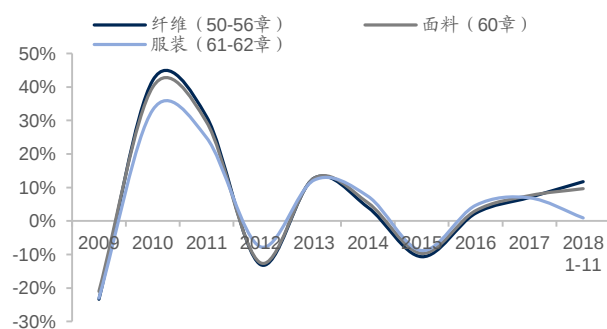
移的压力更大。近年来，附加值较低的服装产品更多转向越南、孟加拉等国生产，但中国制造的自动化程度较高的纱线产品、研发创新含量较高的面料产品以及对质量和交期要求较高的优质服装产品，仍具备较强的竞争力。

图 30: 我国对欧盟纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动



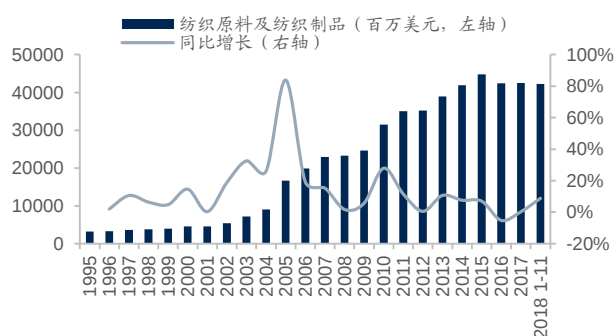
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 31: 我国对欧盟纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动



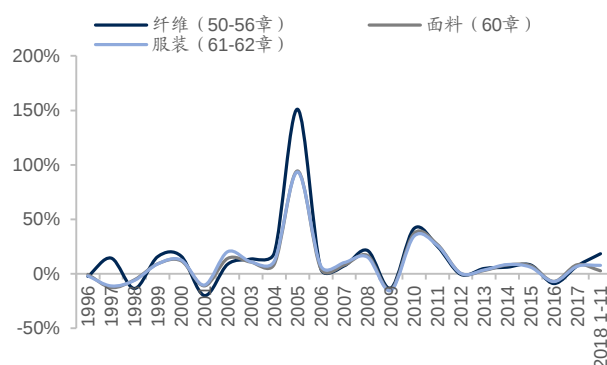
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 我国对美国纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动



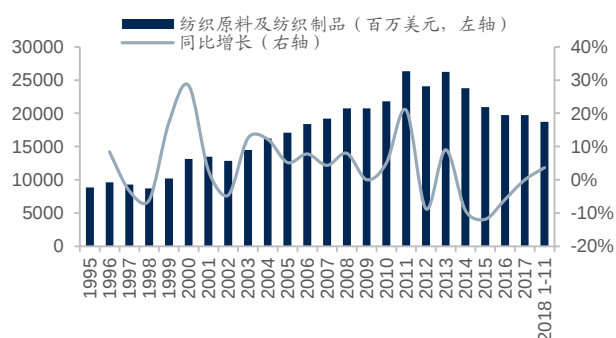
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 33: 我国对美国纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动



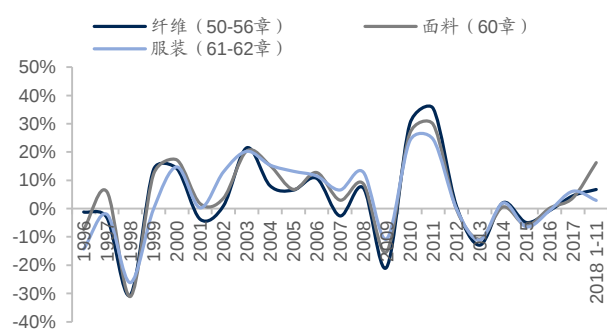
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 我国对日本纺织原料及纺织制品出口金额及同比变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 35: 我国对日本纺织纤维、面料与服装出口金额同比变动



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

目前，尽管面临多种成本上升的压力，中国仍为世界三大服装消费市场的最大供应来源，原因在于完善的产业配套、基础设施与庞大的高素质劳动力在世界范围内仍具备强大的竞争力，具备优秀的生产管理能力的纺织制造企业能够通

过提升经营效率与产业升级来应对成本压力，利用中国良好的经营条件来保持世界范围内领先的竞争地位。

柬埔寨：自由经济吸引投资，成本渐涨强者恒强

柬埔寨是东南亚承接纺织服装制造产业的主要国家之一，目前在欧美主要服装消费市场的进口份额占比在 3-4% 左右，排名领先。根据柬埔寨国家银行的年度报告，2017 年，柬埔寨鞋类出口增长了 25%，服装出口增长了 8%。柬埔寨吸引纺织制造企业投资的主要优势主要体现在：

1. 柬埔寨实行开放的自由市场经济政策，经济活动高度自由化。比如，美、欧、日等 28 个国家给予柬埔寨普惠制待遇（CSP）。对于自柬埔寨进口纺织服装产品，美国给予较宽松的配额和减免增收进口关税、欧盟不设限、加拿大给予免征进口关税等优惠措施，吸引了以中国（含港、澳、台）为首的纺织服装出口受限国家和地区来柬埔寨投资。根据云南日报报道，在柬埔寨的 200 余家纺织服装企业中，80% 以上来自中国（含港、澳、台）；
2. 柬埔寨劳动力充足，劳动力成本低。柬埔寨 15-64 岁占总人口的 64%，65 岁以上只占总人口的 3.8%。并且，大约 200 美元/月的工资水平，低于中国三四线城市的劳动力成本。

尽管存在经济政策与劳动力优势，在柬埔寨投资也存在较多不利因素，一方面体现在水、电、交通、通讯等基础设施条件差，相关成本费用高；另一方面体现在社会环境较差，存在较严重的官员腐败现象，市场、经营秩序、法制有待健全。此外，近年工人工资涨幅较快，自 2013 年以来，柬埔寨成衣和制鞋工人最低工资年年上涨，由 61 美元涨至 2019 的 182 美元，基本翻了两倍。

表 13：柬埔寨制衣制鞋工人最低工资（美元）

日期	试用	正式	涨幅
1997	-	40	
2000	40	45	12.5%
2007	45	50	11.1%
2008	45	50	0.0%
2010	56	61	22.0%
2011	56	61	0.0%
2012	56	61	0.0%
2013	75	80	31.1%
2014	95	100	25.0%
2015	123	128	28.0%
2016	135	140	9.4%
2017	148	153	9.3%
2018	-	170	11.1%
2019	-	182	7.1%

资料来源：柬埔寨劳工咨询委员会，国信证券经济研究所整理

世界经济论坛的《2018 全球竞争力报告》中的排名一定程度反应了柬埔寨投资环境的优劣势。我们可以看到柬埔寨在 140 个国家中综合排名 110，其中，相对具有优势的领域在于宏观经济的稳定性以及劳动力市场等，相对处于劣势的部分是基础设施、人力技能水平和商业活力。

图 36: 柬埔寨在全球 140 个国家在综合竞争力排名 110



资料来源:世界经济论坛, 国信证券经济研究所整理

近年来柬埔寨的 GDP 在 7%左右的速度增长, 尤其金边作为柬埔寨的首都发展较好。在成本逐渐上涨的背景下, 在柬投资的纺织制造企业的经营管理实力仍为最核心的竞争力。除了工资上涨, 一年 29 天公共假日, 还有水费、电费、运输费、非正式费用、原材料欠缺、工人产能低等问题, 使柬埔寨制衣制鞋业吸引新来投资的竞争力有所减弱, 资本较弱以及订单不稳固的工厂面临较大的经营压力, 工厂倒闭现象较为常见。柬埔寨工业手工业部数据显示, 2018 年前 9 个月, 全国新开工工厂 129 家, 共有 40 家工厂被关闭。

综合在柬埔寨投资设厂的优劣势, 近年来纺织制造企业向柬埔寨转移的产业主要为附加值较低、人力更加密集的成衣制造工序。随着劣质产能的逐步退出, 优质企业将从中获得更加丰富的劳动力资源, 强者恒强的格局在柬埔寨也将出现。

图 37: 柬埔寨金边 OPPO vivo 手机店铺较常见



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 38: 柬埔寨金边街景

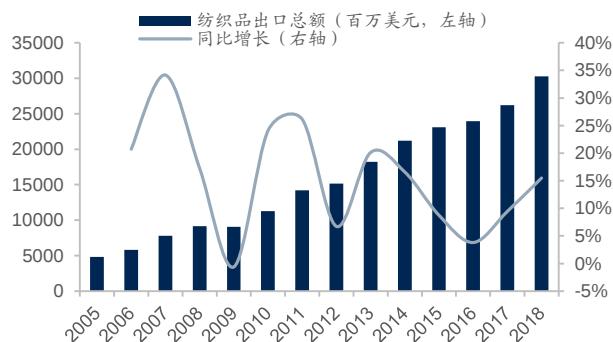


资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

越南：资源条件较好，竞争力提升

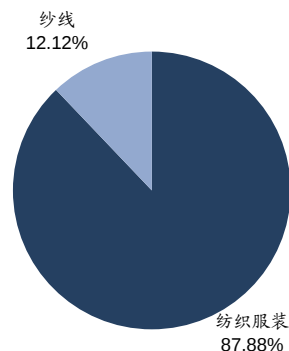
越南纺织品出口高速增长，出口产品主要为成衣和纱线。根据越南统计局统计，2018 年，越南纺织品出口总额达 302.8 亿美元，同比增长 15%。根据越南国家海关 2017 年的初步统计资料，纺织行业出口金额 296.3 亿美元，其中约 88% 为成衣，12% 为纱线。其中，纺织服装主要出口至美国、日本和韩国，占比分别为 47%、12%、10%，纱线主要出口至中国，占比达到 57%。

图 39：2005-2018 年越南纺织品出口总额及同比增长



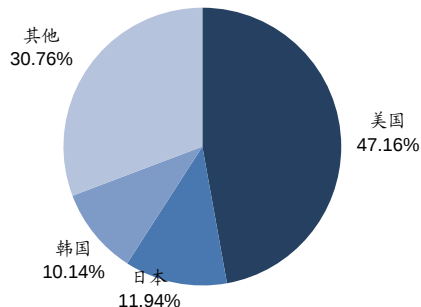
资料来源：越南统计局、国信证券经济研究所整理

图 40：2017 年越南纺织品出口金额比例



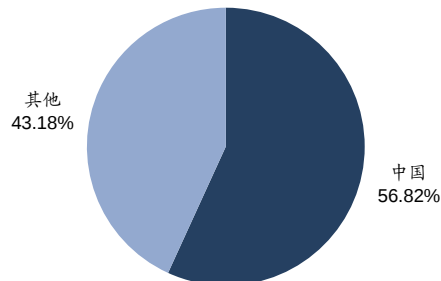
资料来源：越南国家海关、国信证券经济研究所整理

图 41：2017 年越南纺织服装出口主要国家占比



资料来源：越南国家海关、国信证券经济研究所整理

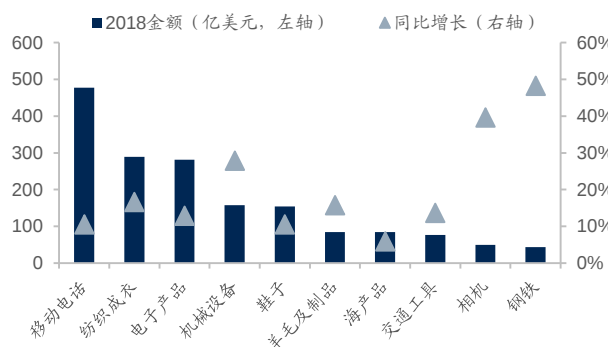
图 42：2017 年越南纱线出口主要至中国



资料来源：越南国家海关、国信证券经济研究所整理

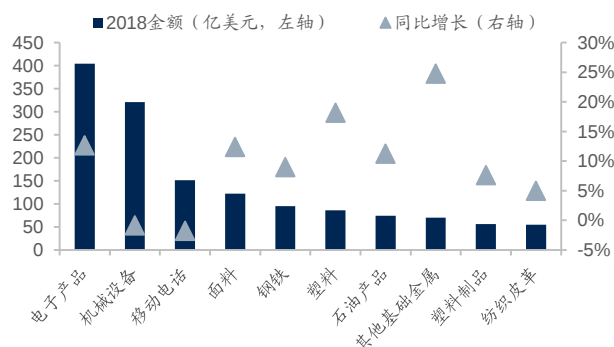
面料依赖进口，主要来自中国。尽管越南服装出口高增长，但由于基础设施、产业配套等综合原因，生产成衣的面料主要依赖进口。根据越南国家海关统计的 2018 年的进出口 TOP 10 商品排名可以看到，出口商品中纺织服装排名第二，进口商品中纺织面料排名第四。结合中国海关与越南海关的统计，可以看出越南成衣制造依赖的进口面料主要来自中国。2017 年中国出口至越南的纺织品金额约为 103.3 亿美元，增幅为约 3.4%，而其中面料占 60%；在越南进口面料总额中，中国占比达到 53.5%，其次是韩国和中国台湾，占比分别为 17.9% 和 13.8%。

图 43: 2018 年越南出口金额前十商品



资料来源: 越南国家海关、国信证券经济研究所整理

图 44: 2018 年越南进口金额前十商品



资料来源: 越南国家海关、国信证券经济研究所整理

根据越南综合竞争力排名可以看出,越南在 140 个国家中排名 77, 高于柬埔寨。其中, 相对中低收入国家, 越南的优势主要体现在基础设施、宏观经济稳定性、人力健康与技术水平、金融系统和市场规模等方面。

图 45: 越南在全球 140 个国家在综合竞争力排名 77



资料来源: 世界经济论坛, 国信证券经济研究所整理

近几年, 越南经济增长较快, 尤其胡志明市, 在 2017 年人口已经达到 1320 万人, GDP 总量占越南全国 22.6%。越南纺织服装业通过引进外资方式扩大了产业投资规模, 除面料的进口依赖度较高外, 纺织服装产业链的上下游配套得到改善, 较低的工资水平及稳定的资源供给, 促进了越南纺织服装产业在国际上的竞争力。但相对于越南, 中国大陆在内需市场、产业基础和专业人才方面更具优势, 在中高端产品市场上更具竞争力。

图 46: 越南胡志明市摩托车是居民主要交通工具



资料来源: 调研拍摄、国信证券经济研究所整理

图 47: 越南胡志明市新建中的中国品牌奶茶店



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业整合大势所趋，申洲强竞争力决定广阔成长空间

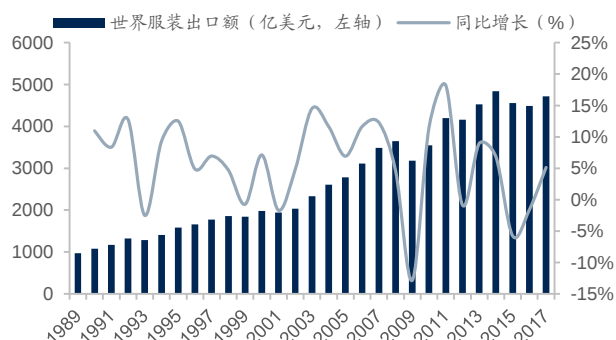
全球纺织产业变革升级，龙头集中空间广阔

行业进入门槛低以及历史上的配额制度，造成全球纺织制造行业高度分散。分析历史上纺织制造产业转移的过程可以看出，大多数国家和地区在实现初步工业化、发展轻工业促进经济增长时，纺织制衣业普遍是首先发展起来的支柱产业。人对服装的需求基本且频繁，纺织制衣业投资相对较小，初期快速发展较为容易。另外，自上世纪 70 年代至 2005 年的 30 年间，世界纺织品和服装贸易受配额体系控制，使得服装产业的供应链高度割裂，具备产能扩张实力的企业发展受配额所限，并且国际龙头品牌商因为配额所限，同一品牌甚至需要向全球上千个供应商采购。

龙头企业市占率不到 1%，整合空间广阔。在 2005 年配额制度取消后，全球纺织制衣产业开始整合，能够应对成本上涨与消费者需求演变的具备实力的供应商逐步脱颖而出，但目前市场仍十分分散。据世贸组织统计，2017 年世界服装出口总额达 4716 亿美元，而目前市场上的几大龙头供应商收入规模在仅在 10-30 亿美元之间，市占率均不到 1%。从消费端看，根据欧睿国际统计，2017 年全球服装销售总额 1.36 万亿美元，以 4 倍加价倍率计算折合出厂金额约 3400 亿美元，龙头供应商市占率亦未达到 1%。

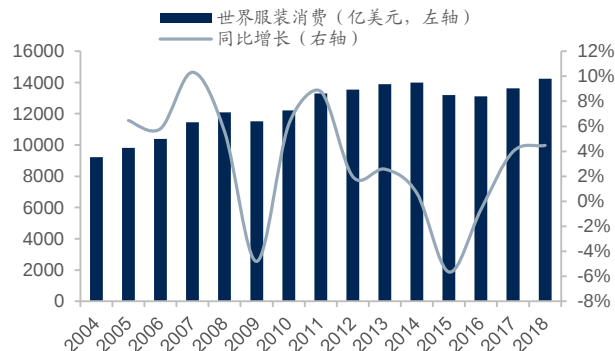
并且，从增速来看，出口端和消费端在世界范围内服装需求增长近 10 年年均复合增速在中低单位数水平，相对稳定，而龙头品牌和龙头供应商的增速显著高于行业平均水平。在龙头品牌持续整合供应链、向头部供应商集中订单的趋势之下，龙头供应商集中度提升空间广阔。

图 48: 世界服装出口额及同比变化



资料来源: WTO、国信证券经济研究所整理

图 49: 世界服装消费额及同比变化



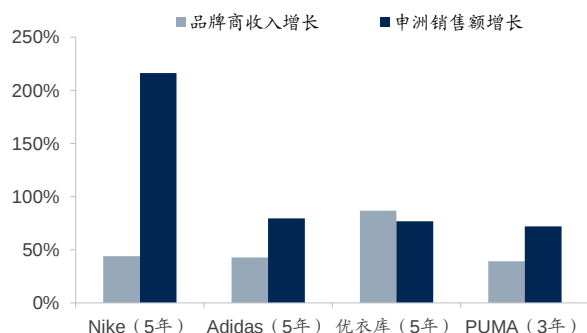
资料来源: WTO、国信证券经济研究所整理

推动优势纺织制衣行业整合集中、龙头优势企业良性循环的具体因素包括:

1. **品牌商主动整合供应链:** 为了降低管理成本,提升产品质量、稳定可靠性,加强供应商财务监管,以及降低库存以及把握潮流,缩短交期等因素,品牌商削减供应商数量,增大主要供应商的占比;
2. **成本上涨倒逼低效产能退出:** 主要制造国家地区随经济发展,人力成本上涨迅速,监管加强,盈利能力差的企业在研发、环保、员工福利等方面投入不利,劣质产能因成本压力被动淘汰;
3. **规模优势:** 订单批量大,采购原材料、设备规模大,经营杠杆效应持续体现,资金再投入巩固护城河;
4. **创新优势:** 龙头供应商与龙头客户品牌深度合作,获取下游需求最新信息,指引研发创新方向;另外,服装制造标准化较低,创新需要广泛的实践检验,龙头企业的产品创新与工艺创新能结合大生产实现有效开发。

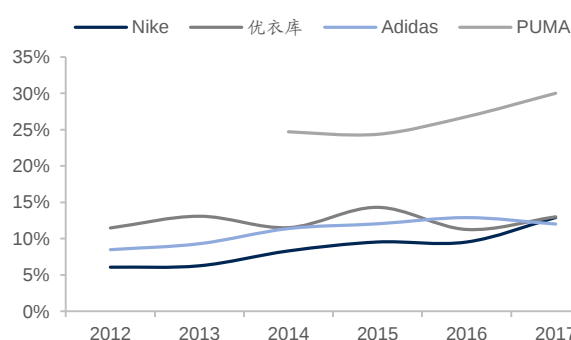
公司在大客户的采购份额占比快速提升。公司四大客户均为运动休闲世界龙头品牌,公司在大客户中的份额逐步提升,侧面印证了品牌商向头部供应商集中集中订单的趋势,以及公司的核心竞争力。数据显示,近 3-5 年中洲在四大客户的销售额增长约为品牌商自身销售额增长的 2 倍,其中 Nike 最为显著。我们根据公司销售额以及品牌商采购成本估算,目前公司在四大客户采购额占比在 12-13%之间, PUMA 约 30%,相比起各品牌商的几百家供应商,公司均处于核心供应商地位。未来决定公司在品牌商的采购份额的因素仍为核心竞争力,我们认为公司竞争力突出,且护城河深厚,在行业整合的大趋势下,未来不论在现有大客户份额占比提升或是新客户增长方面,公司均有广阔的空间。

图 50: 公司四大客户销售额与公司销售额增长比较



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 51: 估算公司占四大客户的服装采购比例



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

30 年快速成长，业绩横向比较印证申洲竞争力与护城河

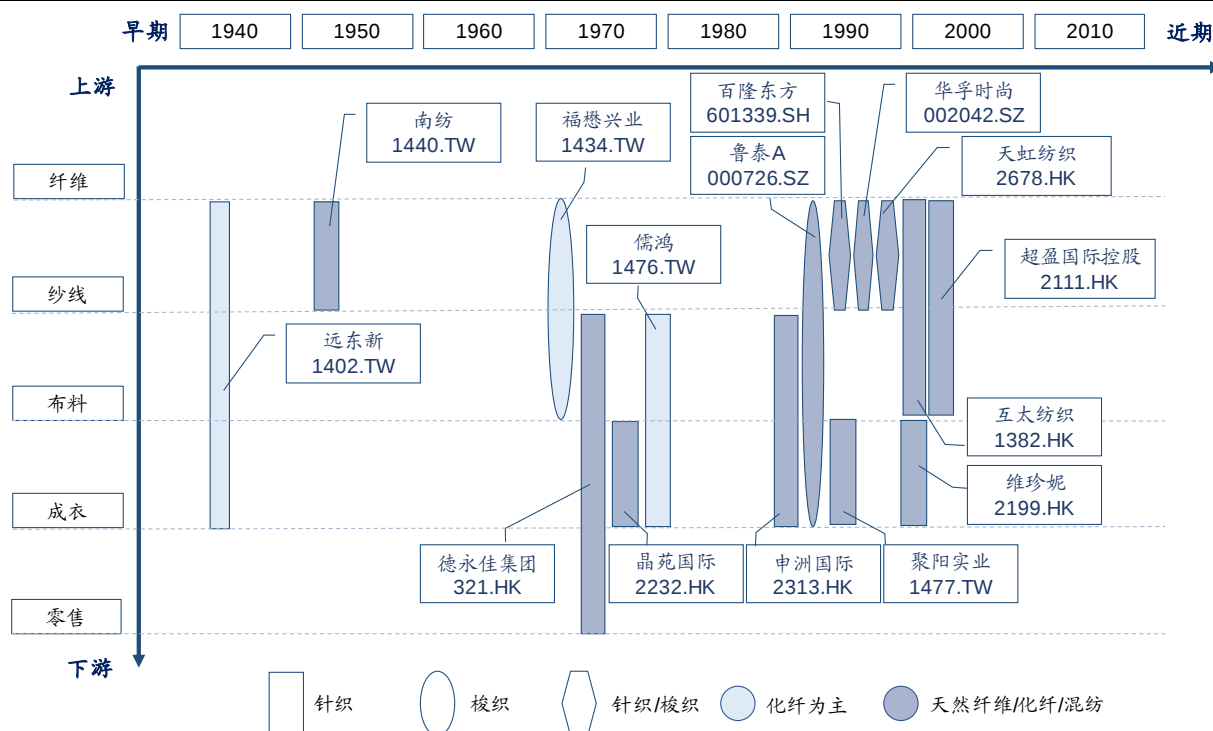
在上世纪 50 年代至今，台湾、香港以及中国大陆的纺织制衣产业链先后崛起，目前在资本市场当中，有一批具备较大规模的纺织制衣企业在港股、台股以及 A 股上市。我们选取了规模相对较大的上市公司，根据多维度分类标准绘制下图，以观察申洲国际与他的同行的区别。其中，分类标准包括：

1. 成立时间：从上世纪 40 年代至今；
2. 产业链位置：根据生产工序自上而下包括，纺纱（纤维-纱线）、织布（纱线-布料）、制衣（布料-成衣）和零售；
3. 制造工艺：分为针织和梭织，形成不同面料，运用于不同类别的服装；
4. 原材料：分为以化纤为主生产，或综合使用天然纤维、化纤和混纺纱生产。

由此可以看出，申洲的布局有以下特点：

1. 在成立时间上，申洲与起家在香港的企业相比并不算早，但目前已在这其中规模最大的企业，凸显成长速度；
2. 在产业链位置上，申洲一体化生产体现在生产面料和成衣上，占据了产业链中一体化价值较高的两个环节。公司在面料生产上不仅是 OEM，也是 ODM，产品创新研发对公司持续快速增长起到重要作用；同时，由于成衣制造的一体化，公司能够实现短交期，为客户降低库存风险起到重要作用；而由于纱线供应充足，自动化程度高，且申洲需求的种类分散，一体化的价值较小；零售与品牌运营的商业模式与公司主业差异较大，亦未重点发展；
3. 在制造工艺上，申洲为针织服装供应商，针织面料具有较好的弹性，吸湿透气，舒适保暖等特点，广泛应用于内衣、运动服、休闲服等；目前世界较大的运动品牌与休闲品牌的服装主要以针织为主；
4. 在原材料上，申洲过去以棉纱为主，近几年已经发展为棉纱与化纤纱约 6:4 的比例，能够生产多种面料产品，应对流行趋势进行研发，推出适销新品。

图 52：纺织制衣上市公司创立时间以及产业链位置

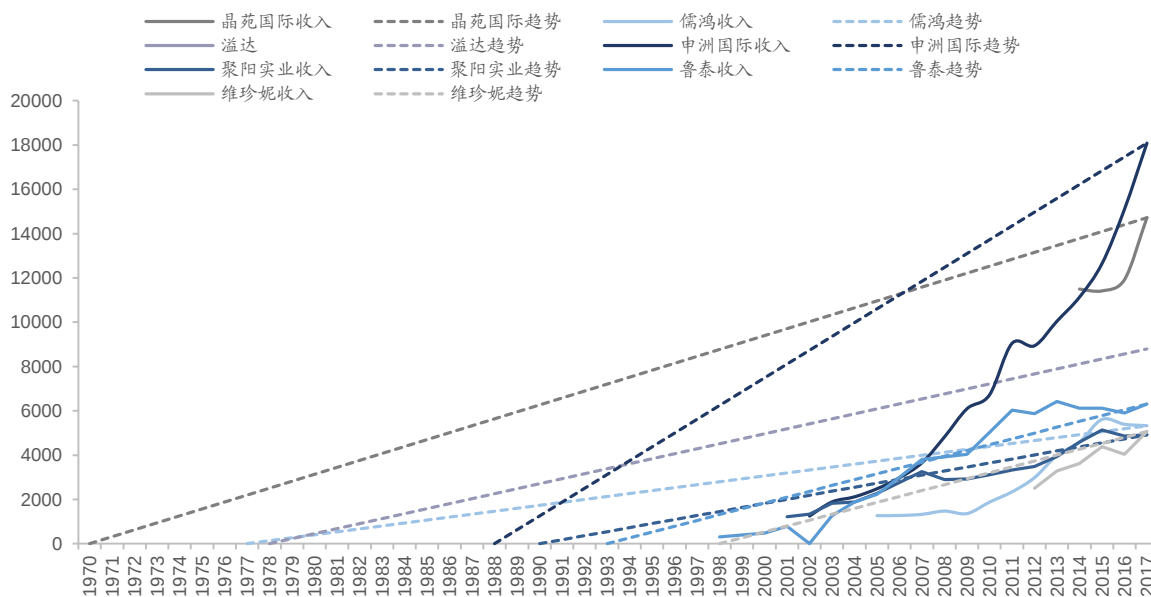


资料来源:国信证券经济研究所整理

1. 规模领先，增速领先，印证竞争力与执行力

申洲是同行中收入规模最大，且增速最快的企业。我们在图中标记出目前规模较大的成衣供应商的成立时间起点，可以看出申洲成立时间并不早。申洲创立于 1988 年，诞生于我国改革开放后以及亚洲四小龙纺织业向外转移的背景之下。在此之前，台湾、香港等地区已经发展出较大规模的成衣供应商。但截至目前，从业务可比的同行看，申洲是收入规模最大的成衣供应商，规模扩张均来自内生增长而非外延并购，并且从上市至今十余年规模基本未出现倒退的情况，增速长期领先行业水平。尽管已经取得了明显领先的规模地位，申洲仍处于快速成长期。

图 53：成衣供应商收入规模增长趋势图（单位：人民币百万元）



资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

表 14：成衣供应商收入规模与增长比较

公司	创立时间	2017 年收入规模 (亿人民币元)	创立至今年均增长 (亿人民币元)	近五年年均增长 (亿人民币元)
申洲国际	1988	180.9	6.2	18.3
晶苑国际	1970	147.2	3.1	10.8
溢达集团	1978	87.9	2.3	-
鲁泰 A	1993	63.1	2.6	0.9
儒鸿	1977	53.3	1.3	4.7
维珍妮	1998	50.7	2.7	5.1
聚阳实业	1990	49.2	1.8	2.9

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

公司长期收入的快速增长，反应了订单需求长期旺盛，以及企业扩张产能的执行力强。从上市披露收入数据看，连续 15 年保持收入快速增长（除去其中一年是因为历史上棉价大幅波动大致的收入增长减缓），并且均来自内生增长，在高度市场化竞争的纺织制衣行业，能够经历行业兴衰变革，持续吸引充足的订单，印证了公司强大的生产经营实力，并且能够不断升级巩固竞争力与护城河。

2. 利润率先，且持续抬升，印证管理水平与创新能力

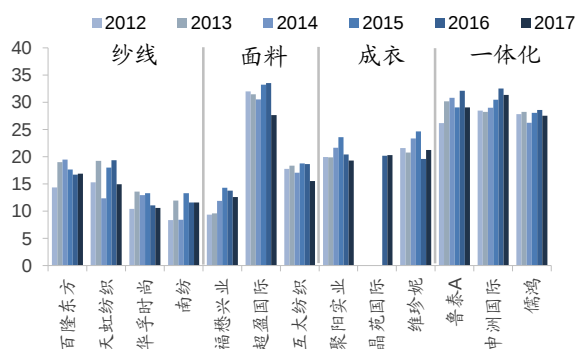
申洲毛利率处于业内领先水平，净利率显著领先，且处于持续抬升的趋势中。

我们将纺织制衣企业按照产业链布局分组观察利润率水平，可以看到：

1) 毛利率方面，非一体化的企业中，按产业链布局分类，大致毛利率水平为面料>成衣>纱线，而一体化企业普遍毛利率在 25-30%的水平，其中申洲的毛利率相对领先，并且明显处于逐步提升的趋势中。较高的毛利率体现了一体化的优势，包括面料研发附加值、短交期等等，使得品牌商愿意支付一定的溢价；同时，申洲的收入规模在较快增长，而毛利率仍在持续提升，一方面体现了公司产品持续创新能力，在服装面料流行趋势逐年变化之中，公司能够通过持续的新品开发保持产品的差异化与竞争力；另一方面，持续提升的毛利率也反映了成本管控持续进步、自动化效率提升；

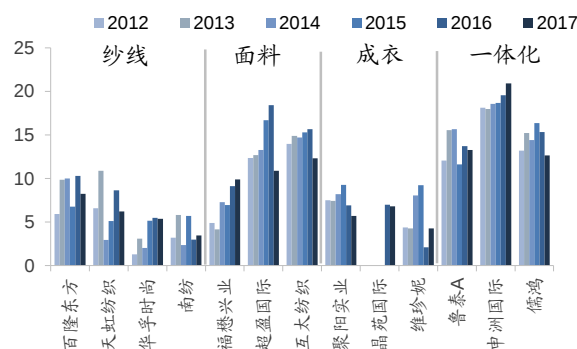
2) 净利率方面，基于不同产业链布局，高毛利率的面料企业普遍也具有较高的净利率，在 10-20%间有分布，纱线和成衣企业净利率基本上低于 10%；而在一体化企业当中，申洲的净利率水平遥遥领先，并且持续提升，2017 年已经超过 20%。遥遥领先的净利率水平一方面印证了公司强大的经营管理能力与效益，另一方面也体现了规模优势的经营杠杆作用。

图 54: 纺织制衣产业链上市公司毛利率



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 55: 纺织制衣产业链纺织制衣上市公司净利率



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

强大的研发能力帮助申洲打破传统产业的增长与利润瓶颈。公司高度重视研发，每年研发费用占收入达到 2-3%，而且在收入规模已经显著领先的情况下，研发投入金额更加突出。公司的研发主要体现在面料创新开发与生产自动化研发两方面。公司能够凭借与国际龙头品牌客户的深度合作关系，获取前沿流行趋势信息，然后有赖于完善研发体系自主研发出适销产品，或者与设备供应商合作开发出公司特有的自动化设备。公司在宁波总部拥有宁波大千面料工程技术中心、宁波申洲面料工程技术中心、面料开发试样中心、面料与服装检测研发中心、申洲制衣创新中心、申洲现代化中心、申洲科创中心、成衣试样开发中心等 10 个创新机构。

截至 2018 年 12 月，公司新增研发项目 10 项，合计在研项目 33 项，参与国家重点科技项目 1 项。已申请专利 298 项，其中发明 107 项，实用新型 191 项。公司每年转化产品的专利数量大约 25 个，其中每系列平均品种 25，带来了每年大约新品面料约 625 种。有效的研发与丰富的新品能够保障公司在应对多种需求变化中持续保持产品的适销，并且由于公司不出售面料，均用于一体化生产，面料的稀缺性促使订单需求旺盛。

表 15: 纺织制衣上市公司研发投入比较

公司	申洲国际	鲁泰 A	儒鸿	晶苑国际	超盈国际控股
业务规模	一体化针织制造商, 年收入 181 亿元人民币	一体化成衣制造商, 年收入 64 亿元人民币	一体化成衣制造商, 年收入 53 亿元人民币	成衣制造商, 年收入 143 亿元人民币	面料制造商, 年收入 24 亿元人民币
开发新产品	每年约 625 个	历史累计 600 个	未披露	未披露	未披露
拥有专利	246 项	289 项	未披露	未披露	未披露
制定标准	企业 58 项, 国家 3 项, 行业 11 项	国家+行业 38 项	未披露	未披露	未披露
研发支出占比	2%-3%	4%-5%	0.6%-0.7%	1.5-2.5%	2%-3%

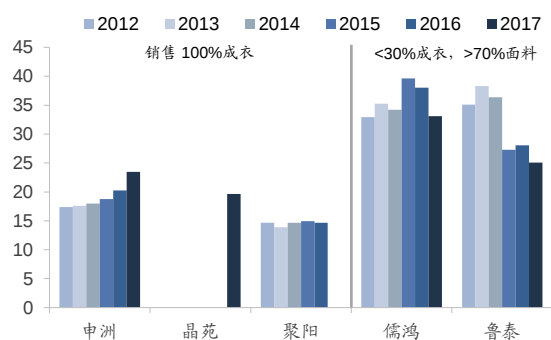
资料来源: 相关公司年报, 国信证券经济研究所整理

3. 人均效益领先, 自动化提效明显, 未来仍有较大提升空间

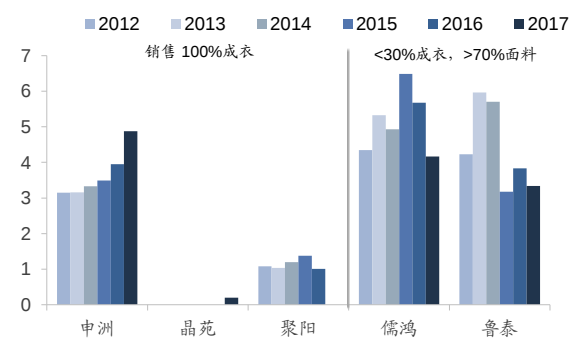
有赖于公司的精益生产管理和自动化推进, 公司人均收入与人均利润指标显著领先于同业其他公司, 并且持续提升。公司生产模式是面料+成衣制造完全一体化, 即成衣生产的面料完全来自自产, 且不出售面料。由于成衣生产与面料生产的工序差异导致前者更加劳动密集, 而未有龙头公司与申洲采用完全相同的一体化生产模式, 我们将公司与其他规模较大的同行进行比较, 发现公司人均效率显著领先于行业水平, 具体比较过程如下:

1) 与制衣龙头比较: 申洲的生产模式与其他仅生产成衣的龙头同行相比, 产业链较长, 同样的成衣销售额背后除了都包含车衣工人以外, 还另外包含了面料工人, 因此在人均收入指标比较上本身应当处于劣势, 但申洲却反而拥有更高的人均收入, 凸显公司强大的生产效率。

2) 与一体化龙头比较: 儒鸿、鲁泰虽然也为同时具备生产面料与成衣能力的一体化龙头企业, 但两者的销售收入均大部分来自面料, 分别约为 70%、75%。面料生产环节相比成衣制造环节需要的人工较少, 且利润率相对更高, 儒鸿与鲁泰在人均收入与利润上应显著高于 100%销售来自成衣产品的企业。但尽管如此, 申洲的人均收入在 2017 年已经与这两者相接近, 人均净利润在 2017 年均已超过了这两者的水平, 再次印证公司强大的生产效率。

图 56: 纺织制衣龙头企业人均收入比较


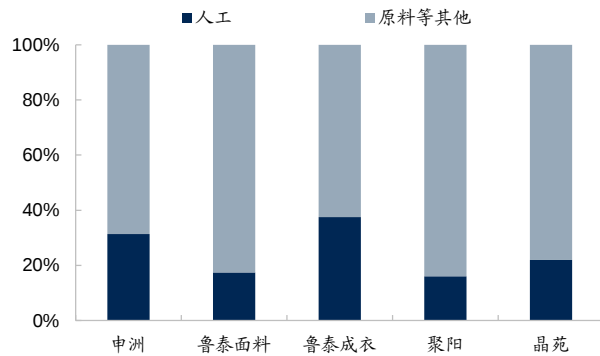
资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 57: 纺织制衣龙头企业人均利润比较


资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

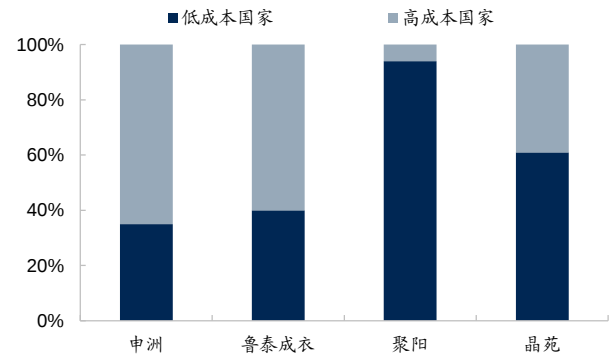
公司海外低成本国家员工占比相对较低, 目前复制扩张积极, 未来降本提效仍有较大提升空间。公司成本结构中人工成本约占三成, 与同行相比占据较重要比例, 而自动化+海外扩张对进一步控制人工成本有显著作用。目前公司柬埔寨、越南员工工资不到宁波工资的一半, 折合人民币柬埔寨约 2900-3000 元/月, 越南约 3000-3200 元/月, 而宁波约 6500 元/月。

图 58: 龙头纺织制衣企业 COGS 中人工占比比较



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

图 59: 龙头纺织制衣企业低成本国家员工占比比较



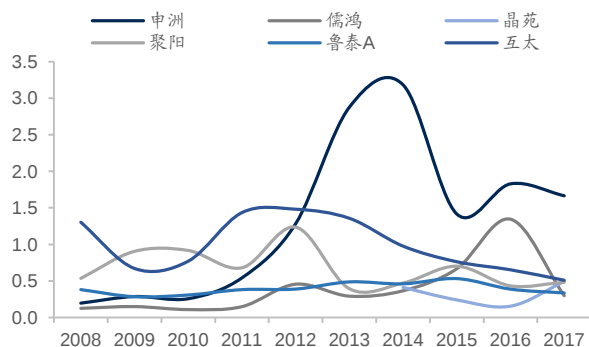
资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

4. 变现能力强，现金流足以支持积极的资本支出，驱动未来健康快速增长

公司拥有充足的现金与良好的现金流，以及持续积极的资本支出。2017 年公司经营性现金流净额高达 36.9 亿元人民币，现金及等价物、银行存款、结构存款和金融产品共 71 亿元。公司现金比率明显高于其他同行，2017 年达到 1.67，而其他同行在 0.3-0.5 左右的水平。面对旺盛的需求，公司积极扩建产能，近几年每年 CapEx 均超过 10 亿元人民币，显著高于其他同行，而 CFO/CapEx 仍能保持在 1 以上。从 CapEx/Sales 也可以看出申洲的扩建投入比起同行更加积极，体现管理层对未来订单需求的乐观与信心。

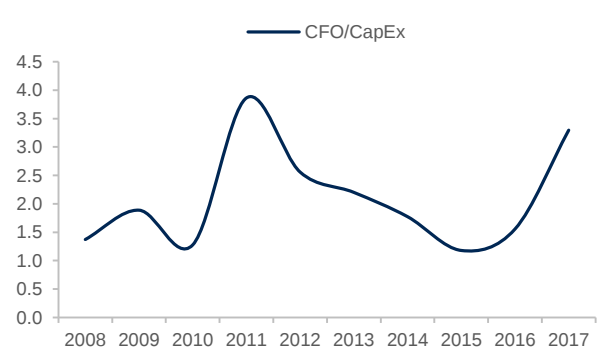
在公司收入规模显著领先的基础上，大额的资本支出也将构成越来越深厚的壁垒。其他资金实力弱的竞争对手无法通过持续的资本支出扩张产能获取长期增长，而公司的核心竞争力能够吸引充足的订单，通过强大变现能力与大额资本支出构成良性循环，使公司具备长期快速成长的能力。

图 60: 龙头纺织制衣企业 Cash Ratio (%)



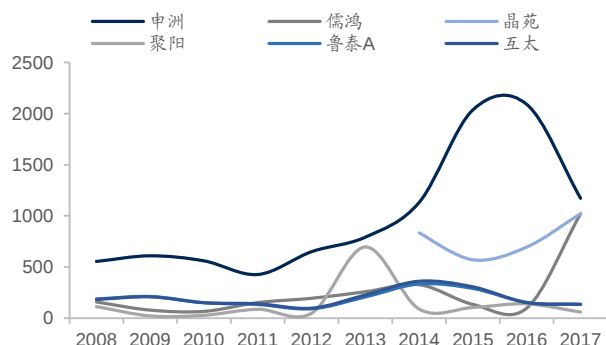
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 61: 申洲国际 CFO/CapEx



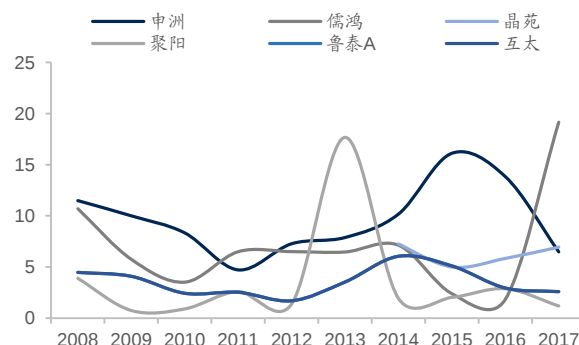
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 62: 龙头纺织制衣企业 CapEx 金额 (百万人民币)



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 63: 龙头纺织制衣企业 CapEx/Sales



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件:

- 1.收入增长:** 我们预计公司强大的核心竞争力将继续保持订单旺盛,在每年10-15%的产能增速下未来三年产能仍然供不应求,收入增长主要取决于产能增长,并且由于下游成衣工厂扩张慢于上游面料工厂,收入增长主要取决于下游成衣工厂扩张速度;
- 2.产能增长:** 公司在2018年有柬埔寨1300人工厂投产,在2019年下半年有越南6000人成衣工厂投产,2019年底有安徽3000人成衣工厂投产,2020年有柬埔寨1万3千工厂投产,投产后随着员工分批招齐、产能逐步爬坡,我们预计公司2018-2020年产能15.3%/10.5%/15.6%;
- 3.ASP 增长:** 在公司与同行相比具备较强的议价力、研发创新能力与盈利能力的情况下,公司的定价采取成本加回报的模式,ASP的变化与成本波动、新品研发、人民币汇率等方面的影响有关,我们预计公司人民币计价的ASP在2018-2020年分别增长-0.4%/2.5%/0.8%;
- 4.毛利率:** 主要与公司的产品组合和产能效率有关,我们预计产品组合大致保持稳定,而新工厂产能效率在投产后1-2年内逐步爬坡至稳定水平,预计2018-2020年毛利率分别为32.8%/33.6%/33.7%;
- 5.销售管理费用:** 公司目前扩张地区均已经有大规模的相对成熟的工厂,未来产能提升后有望进一步发挥经营杠杆作用,预计销售管理费用率在2018-2020年分别为9.22%/9.12%/9.02%;
- 6.有效税率:** 越南工厂享受4免9减半的税率优惠,随着产能扩张,有效税率有望进一步下降,我们预计2018-2020年公司有效税率分别为11.5%/11.3%/11%。

表 16: 盈利预测假设条件

项目	2017	2018E	2019E	2020E
产量 YoY				
国内		8.30%	4.50%	6.96%
越南		57.93%	40.00%	41.23%
柬埔寨		24.20%	13.00%	26.55%
合计	12.90%	15.25%	10.51%	15.61%
产量 ct				
国内	77.5%	72.8%	68.9%	63.7%
越南	10.0%	13.7%	17.4%	21.2%
柬埔寨	12.5%	13.5%	13.8%	15.1%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
ASP YoY				
人民币	6.09%	-0.39%	2.46%	0.75%
收入				
收入 YoY	19.78%	14.80%	13.23%	16.47%
利润率				
毛利率	31.36%	32.82%	33.57%	33.74%
经营费用率	9.41%	9.22%	9.12%	9.05%
有效税率	12.3%	11.5%	11.3%	11.0%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

未来 3 年盈利预测

按上述假设条件, 我们得到公司 18-20 年收入分别为 207.6、235.1、273.8 亿元, 归属母公司净利润 46.0/53.9/63.5 亿元, 利润年增速分别为 22.3%/17.1%/17.9%。每股收益 18-20 年分别为 3.06/3.58/4.23 元。

表 17: 盈利预测结果

盈利预测	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,085	20,762	23,508	27,381
(+/-%)	19.8%	14.8%	13.2%	16.5%
净利润(百万元)	3,763	4,601	5,388	6,352
(+/-%)	27.7%	22.3%	17.1%	17.9%
每股收益(元)	2.53	3.06	3.58	4.23
毛利率	31.4%	32.8%	33.6%	33.7%
EBIT Margin	22.0%	23.6%	24.4%	24.7%
净利率	20.8%	22.1%	22.8%	23.0%
净资产收益率(ROE)	19.2%	21.0%	21.8%	22.8%

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

盈利预测的敏感性分析

盈利预测情景分析

根据经营情景我们假设在乐观、中观、悲观情境下, 收入增速、毛利率、销售管理费用率、所得税税率等因素分别变动+3%/0%/-3%, 得到以下结果。

表 18: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2017	2018E	2019E	2020E
乐观预测				
营业收入(百万元)	18,085	20,872	23,731	27,757
(+/-%)	19.8%	15.4%	13.7%	17.0%
净利润(百万元)	3,763	5,055	5,916	6,983
(+/-%)	27.7%	34.3%	17.0%	18.0%
摊薄 EPS	2.53	3.36	3.94	4.65
中性预测				
营业收入(百万元)	18,085	20,762	23,508	27,381
(+/-%)	19.8%	14.8%	13.2%	16.5%
净利润(百万元)	3,763	4,601	5,388	6,352
(+/-%)	27.7%	22.3%	17.1%	17.9%
摊薄 EPS(元)	2.53	3.06	3.58	4.23
悲观的预测				
营业收入(百万元)	18,085	20,710	23,381	27,117
(+/-%)	19.8%	14.5%	12.9%	16.0%
净利润(百万元)	3,763	4,138	4,843	5,678
(+/-%)	27.7%	10.0%	17.0%	17.2%
摊薄 EPS	2.53	2.75	3.22	3.78
总股本（百万股）	1,503	1,503	1,503	1,503

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

- 海外生产基地由于当地政治法律事件影响产生大规模长时间的罢工。**
公司在越南、柬埔寨的生产基地规模较大，而当地一方面政治环境相比中国稳定性欠佳，另一方面劳工保护和工会活动势力较强，容易产生罢工活动，而大规模且长时间的罢工将影响公司生产经营。但由于公司在海外两国生产基地的经营已经具备多年经验，注重员工关怀与企业文化渗透，对降低罢工风险起到明显作用，历史上相比同行员工稳定性较强；
- 国际贸易摩擦加大，全球服装消费需求明显下滑。**目前中美两国之间存在贸易摩擦，柬埔寨与欧盟之间也存在一定程度的贸易摩擦，贸易保护主义如果在全球大范围兴起，一方面将增加品牌商全球供应链采购的关税成本，另一方面将影响消费市场消费能力与需求水平。但由于公司已经能够在国内与海外都实现完全的一体化生产，贸易摩擦影响较小，相比大部分依赖国内提供原材料的同行具备更明显的竞争优势；
- 原材料价格、人民币汇率等因素在短时间内出现大幅波动。**由于公司成本中原材料占重要比例，大幅价格波动在短时间内难以向下游传导，将对公司业绩产生明显影响。原材料中棉的生产周期较长，容易形成价格波动，但在目前目标直补政策下我国棉价相对稳定，并且公司目前原材料中棉占比下降，比例适度分散，降低了原材料价格波动风险。公司目前大部分下有产能在国内，大部分销售市场在国外，形成了成本以人民币计价为主，收入以美元计价为主的形式，当人民币兑美元汇率大幅波动时，短期将对业绩造成影响；
- 宏观经济不景气，市场悲观情绪短期对公司估值形成压力。**近期中国宏观经济增长随体量增大而增速有所放缓，社会零售总额增速有所放缓，市场对宏观经济与消费需求存在一定的悲观情绪；结合中美贸易摩擦等不确定因素，股票市场也可能产生系统性风险，从而对公司的估值形成一段时间的压力。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E	
现金及现金等价物	2471	3659	7197	11546	营业收入	18085	20762	23508	27381
应收款项	3625	4060	3309	2354	营业成本	(12414)	(13947)	(15616)	(18141)
存货净额	4477	5084	5141	5374	毛利	5671	6815	7892	9240
其他流动资产	4632	4632	4632	4632	销售费用	(470)	(529)	(599)	(697)
流动资产合计	15206	17436	20280	23907	管理费用	(1231)	(1385)	(1545)	(1780)
固定资产	7274	7688	8055	8285	EBITDA	4746	5693	6587	7738
无形资产及其他	98	94	90	86	折旧摊销	(776)	(796)	(843)	(980)
其他长期资产	1515	1518	1522	1526	EBIT	3970	4897	5745	6758
非流动资产合计	8887	9300	9667	9897	财务费用	(123)	(147)	(120)	(72)
资产总计	24093	26736	29947	33804	营业外净收支	437	437	437	437
短期借款及交易性金融负债	2130	2130	2343	2578	其他损益	4	4	4	4
应付款项	1265	1524	1712	1989	税前利润	4288	5195	6070	7132
其他流动负债	870	955	1072	1245	所得税费用	(528)	(597)	(686)	(784)
流动负债合计	4265	4610	5128	5812	少数股东损益	(3)	(3)	(4)	(5)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3763	4601	5388	6352
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	3	3	3	3					
负债合计	4269	4613	5131	5815					
少数股东权益	203	202	200	198					
股东权益	19621	21922	24616	27791					
负债和股东权益总计	24093	26736	29947	33804					

现金流量表（百万元）				
2017	2018E	2019E	2020E	
净利润	3763	4601	5388	6352
资产减值准备	0	0	0	0
折旧摊销	776	796	843	980
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	123	147	120	72
营运资本变动	(486)	(698)	1000	1171
其它	(1)	(2)	(2)	(2)
经营活动现金流	4051	4698	7229	8500
资本开支	(992)	(1206)	(1206)	(1206)
其它投资现金流	(929)	0	0	0
投资活动现金流	(1924)	(1210)	(1210)	(1210)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(3410)	0	0	0
支付股利、利息	(1881)	(2300)	(2694)	(3176)
其它融资现金流	8823	0	213	234
融资活动现金流	(1760)	(2300)	(2481)	(2942)
现金净变动	366	1188	3538	4349
货币资金的期初余额	2105	2471	3659	7197
货币资金的期末余额	2471	3659	7197	11546
企业自由现金流	2779	3226	5732	6960

关键财务与估值指标				
2017	2018E	2019E	2020E	
每股收益	2.53	3.06	3.59	4.23
每股红利	1.25	1.53	1.80	2.12
每股净资产	13.05	14.59	16.38	18.50
ROIC	20.7%	24.0%	27.4%	32.9%
ROE	19.2%	21.0%	21.9%	22.9%
毛利率	31.4%	32.8%	33.6%	33.7%
净利率	20.8%	22.2%	22.9%	23.2%
EBIT Margin	22.0%	23.6%	24.4%	24.7%
EBITDA Margin	26.2%	27.4%	28.0%	28.3%
收入增长率	19.8%	15.0%	13.3%	16.5%
净利润增长率	27.7%	22.4%	17.2%	17.9%
资产负债率	18.6%	18.0%	17.8%	17.8%
息率	1.6%	1.9%	2.3%	2.7%
P/E	31.4	25.9	22.1	18.8
P/B	6.1	5.4	4.9	4.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

负责编写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：

1. 本报告所述所有观点准确反映了本人对上述美股、港股市场及其证券的个人见解。
2. 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观的出具本报告，并保证报告所采用的数据均来自公开、合规渠道。
3. 本人不曾因、不因、也将不会因本报告中的内容或观点而直接或间接地收到任何形式的补偿。

风险提示

国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告版权归我公司所有，仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告仅适用于在中华人民共和国境内（不包括港澳台地区）的中华人民共和国内地居民或机构。在此范围之外的接收人（如有），无论是否曾经或现在为我公司客户，均不得以任何形式接受或者使用本报告。否则，接收人应自行承担由此产生的相关义务或者责任；如果因此给我公司造成任何损害的，接收人应当予以赔偿。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，我公司力求但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，可随时更新但不保证及时公开发布。本公司其他分析人员或专业人士可能因为不同的假设和标准，采用不同的分析方法口头或书面的发表与本报告意见或建议不一致的观点。

我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能

独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险。我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032