

申洲国际 (2313. HK)

2019-8-30

港股公司报告 | 深度报告

评级 **买入** 首次

# 复盘针织隐形冠军成长之路

## 报告要点

### ■ 纵向一体化针织制造冠军，估值三上台阶

申洲国际前身为宁波北仑区政府筹建的宁波申洲织造，05 年在港股上市。作为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，核心客户包括以 Nike、adidas、PUMA 等在内的优质运动品牌以及 UNIQLO 为代表的休闲品牌客户，销售范围逐步从日本扩张至欧美及亚太区域，连续多年名列中国针织服装出口企业出口规模第一。同时，公司基于持续的品类升级、深度的客户绑定实现了从普通制造、优质制造向稀缺制造的升级，不断巩固针织龙头地位，在 08 年金融危机后估值表现三上台阶，16 年以来 PE 估值中位数水平提升至 26 倍。

### ■ 关注点之一：如何规避经营周期实现持续增长？

传统制造企业经营受产能周期以及库存周期影响较大，而申洲国际借助布局优质赛道、绑定核心客户以及全球化产能布局等方式强化竞争优势，逐步成长为具备订单筛选能力的优质供应商，实现增长动力由订单驱动向产能驱动的转化。从成长的角度来看，运动用品行业增长红利仍存，一方面申洲在核心客户的订单份额仍有提升空间，另一方面头部运动品牌服装品类占比偏低、后续有望提升；此外，中国运动消费渗透率仍低，新品牌订单空间大。

### ■ 关注点之二：如何控制风险敞口平滑业绩波动？

传统制造企业特别是出口导向型企业短期经营的风险集中于原材料和汇率波动。申洲平滑原材料价格波动的措施包括：(1) 借助全产业链布局强化流程管控和成本消化能力；(2) 与上游紧密合作，优化产能布局强化业务匹配度的同时，外部化原材料管控职能。平滑汇率波动的措施包括：(1) 扩建海外生产基地，匹配客户全球化采购需求；(2) 增加外币资本开支、外币借款等以收缩外汇风险敞口，并借助衍生金融工具进行套保操作；(3) 切入头部品牌企业供应链体系，汇率风险敞口进一步收窄。在压缩盈利扰动项的同时，持续加大面料研发从而增强产品附加值和客户粘性，支撑毛利率改善。

### ■ “三好”原则打造核心壁垒

申洲国际之所以能享受稀缺制造估值溢价，核心在于解决了市场对于经营周期及风险敞口两方面的担忧、强化稳增长能力。复盘申洲国际发展历史，我们简单总结了筛选优质供应商的“三好”原则：好的赛道扩大市场空间、好的能力决定市场份额、好的客户影响盈利能力。看好公司专注运动针织领域，借助面料升级和产能结构优化实现优质客户强绑定的经营策略，预计 2019 年、2020 年实现归母净利润 51.53 亿、61.40 亿，对应 EPS 为 3.43 元、4.08 元，对应 PE 为 27.9 倍、23.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

分析师 于旭辉

☎ (8621) 61118735

✉ yuxh1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518020002

分析师 雷玉

☎ (8621) 61118735

✉ leiyu@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490511040005

分析师 李俐璇

☎ (8621) 61118735

✉ lilx2@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070008

## 相关研究

**风险提示：** 1、新增产能投产进度不及预期的风险；2、海外投资环境变化的风险。

## 目录

|                        |    |
|------------------------|----|
| 引言                     | 5  |
| 纵向一体化针织制造冠军，估值三上台阶     | 5  |
| 改制民企，马氏家族持股集中          | 5  |
| 产品优化、客户聚焦，打造针织细分龙头     | 6  |
| 稳增长+盈利优化，估值三上台阶        | 7  |
| 关注点之一：如何规避经营周期实现持续增长？  | 12 |
| 品类布局：开拓高成长细分市场         | 14 |
| 客户布局：优质客户深度绑定，完全竞争分散风险 | 15 |
| 产能布局：先发布局东南亚，5年再造一个申洲  | 16 |
| 关注点之二：如何控制风险敞口平滑业绩波动？  | 20 |
| 职能升级：全产业链布局强化成本控制      | 21 |
| 分散风险：全球买全球卖，平滑汇率敞口     | 22 |
| 品类升级：持续的研发投入与高效的成果转化   | 23 |
| “三好”原则打造核心壁垒           | 25 |
| 制造企业筛选标准由成本管控转向效率优化    | 25 |
| 赛道→空间，能力→份额，客户→盈利      | 26 |
| 强盈利能力&高营运效率，支撑高 ROE    | 28 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1：申洲国际股权结构一览（2018 年报）                | 6  |
| 图 2：申洲国际业务流程涵盖四道完整工序                   | 6  |
| 图 3：2005-2018 年，申洲国际营收 CAGR 达 17.8%    | 6  |
| 图 4：2006 年以来，申洲国际运动服饰产品收入贡献持续提升        | 7  |
| 图 5：2006 年以来，申洲国际欧、美及本土市场份额持续提升        | 7  |
| 图 6：2013-2018 年，申洲国际核心客户收入贡献均维持高速增长    | 7  |
| 图 7：2018 年，申洲国际前四大客户收入占比达 77.4%        | 7  |
| 图 8：2006 年上市以来，申洲国际估值三上台阶              | 8  |
| 图 9：2006-2012 年，普通制造阶段申洲国际市场表现         | 8  |
| 图 10：金融危机影响，2007 下半年至 2008 上半年申洲国际业绩承压 | 9  |
| 图 11：2009 年中国纺织品服装贸易额下滑但份额提升           | 9  |
| 图 12：金融危机影响全球需求，2009 年全球纺织服装贸易额下滑      | 9  |
| 图 13：2013-2015 年，优质制造阶段申洲国际市场表现        | 10 |
| 图 14：2013-2015 年，申洲国际收入增速中枢上移          | 10 |
| 图 15：2014 年，Nike 收入贡献大幅提升并成为第一大客户      | 10 |

|                                                  |    |
|--------------------------------------------------|----|
| 图 16: 2013-2015 年, 越南非流动资产占比快速提升 .....           | 10 |
| 图 17: 2015 年以来, 中国纺织品服装贸易份额趋势下移 .....            | 11 |
| 图 18: 2013 年以来, 申洲所得税率优势逐步显现 .....               | 11 |
| 图 19: 2016 年至今, 稀缺制造阶段申洲国际市场表现 .....             | 11 |
| 图 20: 2018 年以来, 申洲国际相对恒生指数 PE 趋势提升 .....         | 11 |
| 图 21: 2005-2017 年, 我国纺织业年新增产能一览 .....            | 12 |
| 图 22: 2005-2018 年, 我国纺织业经营表现一览 .....             | 12 |
| 图 23: 2005-2018 年, 我国服饰业经营表现一览 .....             | 12 |
| 图 24: 2012-2018 年, 代表性纺织制造企业保持低速增长 .....         | 13 |
| 图 25: 2013-2018 年, 代表性纺织制造企业维持较高的资本开支 .....      | 13 |
| 图 26: 2014-2018 年, 代表性纺织制造企业固定资产折旧占比提升 .....     | 13 |
| 图 27: 2018 年, 百隆/华孚/鲁泰毛利率低于 2011 年水平 .....       | 13 |
| 图 28: 2009-2018 年, 代表性国家运动服饰销售增速优于服饰品类 .....     | 14 |
| 图 29: 运动服饰品类保持较高消费渗透率, 中国市场提升空间广阔 .....          | 14 |
| 图 30: 运动服饰行业竞争格局较优, 便于制造企业实现规模化销售 .....          | 15 |
| 图 31: 运动服饰产品为申洲销售体量最大且增速最高的产品品类 .....            | 15 |
| 图 32: 申洲国际相对于下游客户表现出更强的增长确定性 .....               | 15 |
| 图 33: 2013-2018 年, 预计占核心客户服装订单比例趋势提升 .....       | 16 |
| 图 34: 核心客户运动服装收入贡献仍有较大提升空间 .....                 | 16 |
| 图 35: 申洲国际营运布局 (2018A) .....                     | 17 |
| 图 36: 2013 年以来加大越南布局 (非流动资产占比) .....             | 17 |
| 图 37: 2015-2018 年, 劳动力成本占比趋势下行 .....             | 17 |
| 图 38: 2006-2013 年, 申洲国际期末人员数量增速高点领先于营收高点出现 ..... | 19 |
| 图 39: 固定资产周转率 13 年以来受资本支出加大拖累, 长期趋势提升 .....      | 19 |
| 图 40: 2006-2017 年, 折旧与摊销占营业成本的比例保持稳定 .....       | 19 |
| 图 41: 人民币快速贬值阶段, 出口型纺企毛利率显著改善 .....              | 20 |
| 图 42: 纺企毛利率受棉花波动影响较大 .....                       | 20 |
| 图 43: 棉价及汇率波动预期是影响百隆短期估值波动的重要因素 .....            | 20 |
| 图 44: 一般而言, 垂直一体化企业毛利率表现更优 .....                 | 21 |
| 图 45: 一般而言, 垂直一体化企业存货周转率偏低 .....                 | 21 |
| 图 46: 申洲国际与核心供应商保持稳定的合作关系 .....                  | 22 |
| 图 47: 百隆东方采取逆周期库存调节措施 .....                      | 22 |
| 图 48: 2015Q3-2016Q4 土耳其里拉累计贬值幅度大于人民币 .....       | 22 |
| 图 49: 2016 年健盛集团分季度营收增速出现较大波动 .....              | 22 |
| 图 50: 2013 年以来, 申洲国际外币计价收入占比趋降 .....             | 23 |
| 图 51: 2014 年以来, 人民币兑美元汇率波动对利润影响趋弱 .....          | 23 |
| 图 52: 申洲国际年均专利产品转化率持续提升 (单位: 个/项) .....          | 24 |
| 图 53: 迅销集团生产基地范围从中国不断向外扩展 .....                  | 25 |
| 图 54: 申洲核心客户普遍对存货周转效率要求较高 .....                  | 26 |
| 图 55: Nike 供应商区域分布分散 (2017AR) .....              | 26 |
| 图 56: Nike 实施核心供应商制度, 推进供应链集中化 .....             | 26 |
| 图 57: adidas 持续加大 Speed-enabled 产品销售占比 .....     | 26 |
| 图 58: 各细分品类市场空间及增速一览 .....                       | 27 |

|                                                             |    |
|-------------------------------------------------------------|----|
| 图 59: 中国本土运动用品行业保持高速增长 .....                                | 27 |
| 图 60: 2012 年以来, 申洲国际雇员流动率持续降低 .....                         | 27 |
| 图 61: 代表性国家运动服饰品牌集中度优于成人装品牌 (2018 年) .....                  | 28 |
| 图 62: 申洲国际上市以来经营及市场表现一览 .....                               | 30 |
| <br>                                                        |    |
| 表 1: 申洲国际历史募资及投向一览 (币种: HKD) .....                          | 5  |
| 表 2: 2006-2012 年, 申洲国际 ROE 拆分一览 .....                       | 9  |
| 表 3: 申洲国际持续加大海外产能投放, 构建海外纵向一体化生产体系 .....                    | 16 |
| 表 4: 2017 年以来, 随着申洲国际越南生产基地收入贡献增加, 所得税节税效应明显 (单位: 万元) ..... | 18 |
| 表 5: 申洲国际历史研发投入及转化一览 (单位: 个/项) .....                        | 24 |
| 表 6: 代表性个股历史 ROE 及驱动因素对比 (2014-2018 年均值) .....              | 29 |
| 表 7: 代表性个股 ROE 影响因素拆解 (2014-2018 年均值) .....                 | 29 |
| 表 8: 2016 年以来申洲国际历次回调一览 .....                               | 30 |
| 表 9: 申洲国际盈利预测 (单位: 百万元) .....                               | 31 |

## 引言

申洲国际作为针织制造领域隐形冠军，自 2005 年上市以来实现了持续稳健增长，与包括 Nike、adidas、PUMA、UNIQLO 等在内的优质服装品牌公司建立了长期稳固的合作关系。同时，基于前瞻性的战略眼光以及与上游企业紧密的合作关系，实现了海外垂直一体化业务布局，也带动了上游合作企业加速海外业务扩张。在收入端稳步增长、盈利能力趋势改善的背景下，先后经历了“普通制造→优质制造→稀缺制造”的发展阶段，估值中枢三上台阶，2016 年以来 PE 估值中位数水平提升至 26 倍，获得了远超传统制造公司的估值水平。本篇报告中，我们将在复盘申洲国际上市以来生产经营等活动的基础上，重点回答以下两个问题：其一，如何规避经营周期实现持续增长？其二，如何控制风险敞口平滑业绩波动？

## 纵向一体化针织制造冠军，估值三上台阶

申洲国际为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，核心客户包括以 Nike、adidas、PUMA 等在内的优质运动品牌以及以 UNIQLO 为代表的休闲品牌客户，销售范围逐步从日本扩张至欧美及亚太区域，连续多年名列中国纺织服装出口企业出口规模第一名。同时，公司基于持续的品类升级、深度的客户绑定实现了从普通制造、优质制造向稀缺制造的升级，不断巩固针织龙头地位，在 2008 年金融危机后估值表现三上台阶。

## 改制民企，马氏家族持股集中

申洲国际为改制民企，马氏家族通过管理层 MBO 取得控股权。申洲国际前身为宁波北仑区政府筹建的宁波申洲织造，1997 年启动管理层 MBO，马氏家族取得控股权。公司于 2005 年在港股上市，募集 7.75 亿港币用于扩大国内业务布局；此后，在 2012 年和 2013 年，连续两年通过配售的方式募集资金分别用于扩大国内业务布局及筹划越南两期项目，并于 2014 年发行 39 亿港币可转债，募资扩建越南生产基地并补充营运资金。

表 1：申洲国际历史募资及投向一览（币种：HKD）

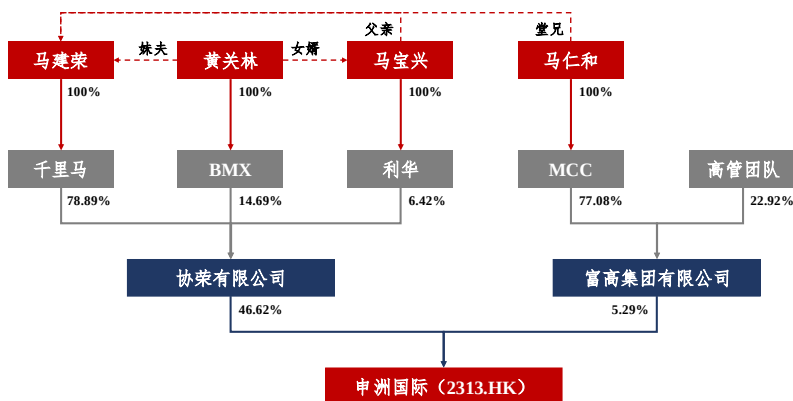
| 公告日期       | 发行方式 | 发行价格  |             | 募资金额<br>(亿) | 发行数量<br>(万股)  | 占公告日已<br>发行股本   | 募投资目的                      |      | 募投资目的      |      |
|------------|------|-------|-------------|-------------|---------------|-----------------|----------------------------|------|------------|------|
|            |      | (元)   | (元)         |             |               |                 | 项目名称                       | 投资规模 | 项目名称       | 投资规模 |
| 2013-06-17 | 配售   | 22.40 | 15.46       | 15.46       | 6,900         | 5.19%           | 越南项目第一期                    | 7.77 | 越南项目第二期    | 7.51 |
| 2012-04-16 | 配售   | 13.80 | 11.73       | 11.73       | 8,500         | 6.83%           | 设立新纺织生产设施                  | 7.50 | 扩充零售网络     | 1.00 |
|            |      |       |             |             |               |                 | 设立新服装生产设施                  | 1.50 | 偿还银行贷款     | 1.59 |
|            |      |       |             |             |               |                 | 购置新染整设备                    | 1.99 | 购置新裁剪与缝纫设备 | 0.51 |
| 2005-11-24 | IPO  | 2.25  | 7.75        | 7.75        | 34,500        | 0.38            | 购置新厂房及设备生产适用<br>运动服装的功能性面料 | 1.83 | 偿还银行贷款     | 1.90 |
|            |      |       |             |             |               |                 | 购置新织造设备                    | 0.70 | 一般营运资金     | 0.42 |
| 公告日期       | 发行方式 | 票面利率  | 募资金额<br>(亿) | 转股价格<br>(元) | 占公告日已<br>发行股本 | 募投资目的           |                            |      |            |      |
| 2014-05-22 | 可转债  | 0.50% | 39          | 38.56       | 7.23%         | 越南生产基地扩充及一般营运资金 |                            |      |            |      |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

**募资扩产部分摊薄持股，家族持股结构清晰。**自 2005 年上市起，申洲合计募资 73.94 亿港币，支持主业扩张；马氏家族合计控股比例从上市前 75%摊薄至 2018 年底 51.91% 的水平。从持股结构来看，经历 2009 年重组，马氏家族马建荣先生、马仁和先生（与

马建荣为堂兄弟关系)分别通过协荣有限公司、富高集团实现间接持股;同时,富高集团 22.92%股份由高管团队控制,对应上市公司股份比例为 1.21%。

图 1：申洲国际股权结构一览（2018 年报）

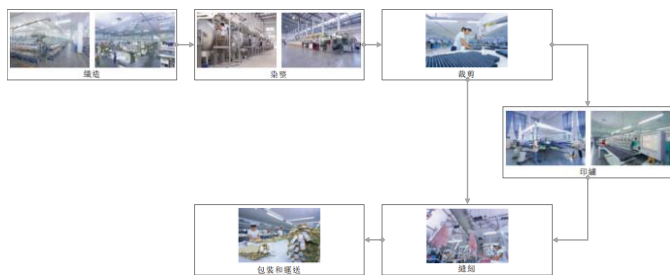


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 产品优化、客户聚焦，打造针织细分龙头

申洲国际为中国最大的纵向一体化针织制造商，上市以来营收年复合增速达 17.8%。公司业务流程涵盖织造、染整、印绣花、裁剪与缝制等四个完整工序，产品涵盖了包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等在内的所有的针织服装。自 2005 年上市以来，除 2012 年受制了产能瓶颈收入增速下滑外，其余年份均实现增长；2018 年，公司实现营业收入 210 亿元，对应 2005-2018 年年复合增速达 17.8%。

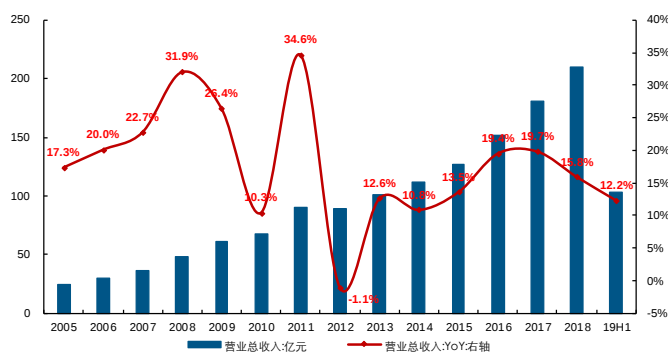
图 2：申洲国际业务流程涵盖四道完整工序



资料来源：公司公告，长江证券研究所

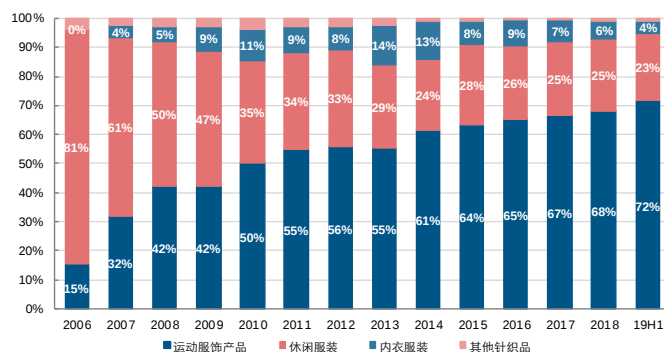
**针织休闲起家，战略布局高成长运动服饰业务。**公司的产品结构经历了以休闲服饰为主到战略倾斜运动服饰的阶段。2005 年公司营业收入 25 亿元，其中休闲服饰产品占比超过 80%；同年，战略布局高成长运动细分市场，产能逐步向运动服饰倾斜。2010 年，运动服饰产品收入贡献达 50%、首次超过休闲服饰品类，2018 年则进一步提升至 68%，对应 2006-2018 年营收年复合增速达 33%。考虑到公司日本市场以休闲装客户 UNIQLO 为主，因此随着产品品类向运动服饰倾斜，公司销售范围逐步扩展至欧洲和美国市场；同时，中国运动用品市场的蓬勃发展为海外品牌国内交付提供了基础，2015 年中国大陆市场超越日本成为公司第一大销售市场，2018 年销售占比提升至 30%。

图 3：2005-2018 年，申洲国际营收 CAGR 达 17.8%



资料来源：Wind，长江证券研究所

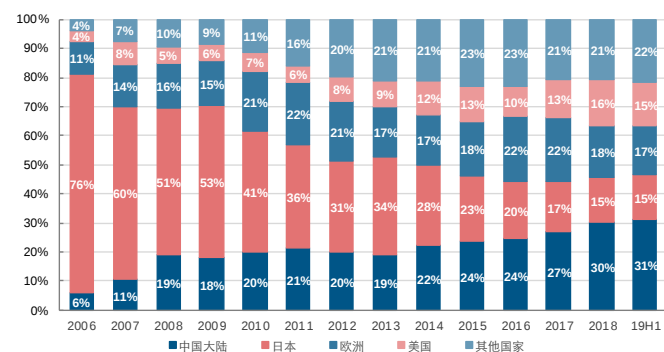
图 4：2006 年以来，申洲国际运动服饰产品收入贡献持续提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

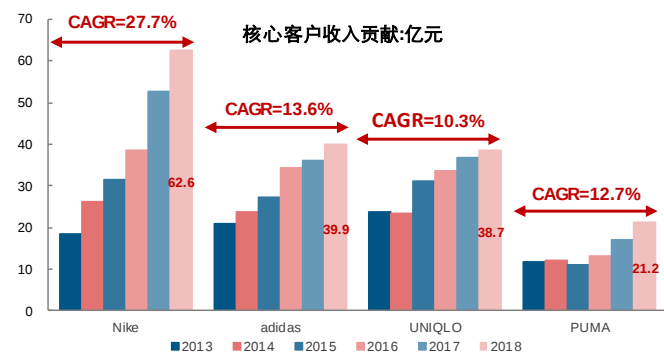
**优质产能重点倾斜，核心客户强聚焦。**公司出口业务以日本市场起家，2006 年日本市场销售占比达 76%。早期服务日本客户强化了公司的质量管控与技术升级意识，为后续战略布局运动领域、开发优质客户奠定了基础。公司 2005 年扩建一个 6,000 m<sup>2</sup> 的面料实验室，并于 2006 年获得 Nike、adidas、PUMA 检测许可，并先后在 2006 年和 2007 年开设 Nike、adidas 专属工厂，强化优质客户粘性。2018 年，公司前四大客户 Nike、adidas、UNIQLO、PUMA 营收贡献分别为 62.6 亿、39.9 亿、38.7 亿、21.2 亿，收入贡献分别为 29.8%、19.0%、18.5%、10.1%。上述四大重点客户 2013-2018 年营收合计年复合增速为 16.8%，而同期公司营业总收入复合增速为 15.8%。优质产能向核心客户倾斜，强化了收入端增长的确定性。

图 5：2006 年以来，申洲国际欧、美及本土市场份额持续提升



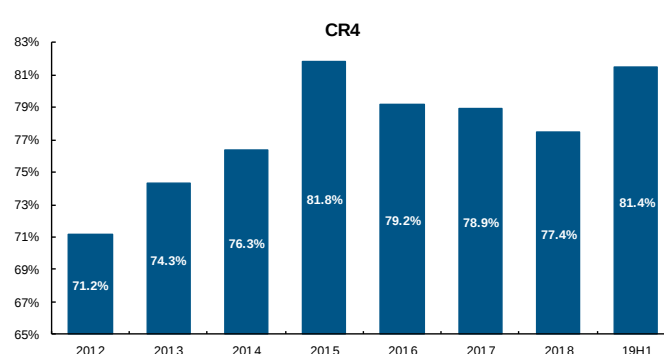
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 6：2013-2018 年，申洲国际核心客户收入贡献均维持高速增长



资料来源：公司公告, 长江证券研究所

图 7：2018 年，申洲国际前四大客户收入占比达 77.4%



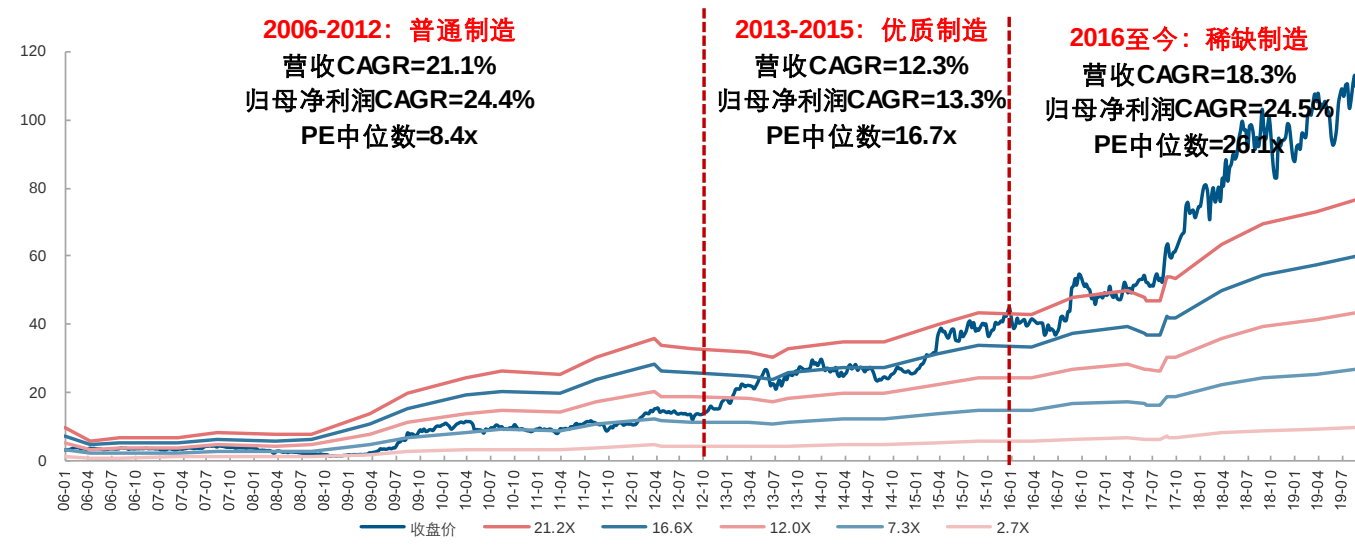
资料来源：公司公告, 长江证券研究所

## 稳增长+盈利优化，估值三上台阶

**针织龙头地位不断强化，估值表现三上台阶。**自 2005 年上市以来，申洲国际经历了由普通制造、优质制造向稀缺制造的转变，估值表现相应地三次上移。**2006-2012 年普通制造阶段：**自 2005 年 1 月 1 日起 WTO 成员国间纺织品服装出口配额撤销，中国纺织品服装出口规模借助劳动力成本优势及政策红利而迅速扩大；对应申洲国际营收及归母净利润复合增速分别为 21.1%、24.4%，PE 中位数为 8.4 倍。**2013-2015 年为优质制造阶段：**公司逐步确立以运动服饰业务和核心运动品牌客户为支撑的业务体系，逐步扩大海外产能布局，一体化生产效率释放、规模优势初步确立；同期，申洲国际营收及归母净利润复合增速分别为 12.3%、13.3%，PE 中位数为 16.7 倍。**2016 年至今为稀缺制造阶段：**海外产能逐步转产、先发布局优势逐步显现，面料研发升级及生产效率优化实

现核心客户强绑定和盈利能力提升；2016-2018 年申洲国际营收及归母净利润复合增速分别为 18.3%、24.5%，PE 中位数提升至 26.1 倍。

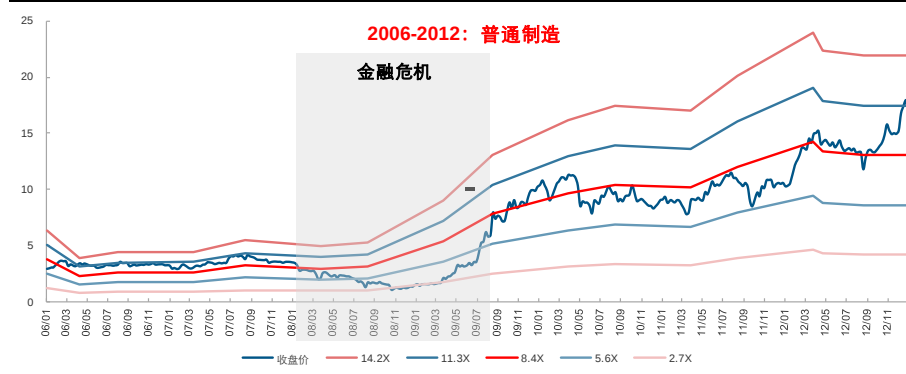
图 8：2006 年上市以来，申洲国际估值三上台阶



资料来源：Wind, 长江证券研究所（更新至 2019 年 8 月 26 日）

**普通制造阶段（2006-2012 年）**，WTO 成员国配额取消，纺织出口集中化红利支撑业务规模扩张，金融危机期间外贸环境恶化导致短期估值大幅下跌。1974-2004 年，全球服装贸易发展一直由配额制度推动，服装生产受配额分配影响而相对分散；2005 年起 WTO 成员国间撤销配额，市场化竞争逐步成为主导，服装出口集中化成为大趋势。特别地，以中国为代表的国家基于廉价的劳动力红利以及政策优惠成为纺织产业转移的主要目的地，广大的纺织出口型企业在此背景下崛起。2005-2012 年，中国占全球纺织品服装贸易的份额由 21.1%提升至 33.1%；特别地，2008 年金融危机以后行业加速洗牌，中国企业竞争优势更明显。公司层面，受金融危机影响，全球消费景气下行，外贸环境恶化压制短期估值表现，PE 由 2007 年中 11.3 倍大幅下跌至 2008 年底 2.7 倍，后续受益于订单恢复估值中枢于 2009 年下半年修复至 8.4 倍。

图 9：2006-2012 年，普通制造阶段申洲国际市场表现

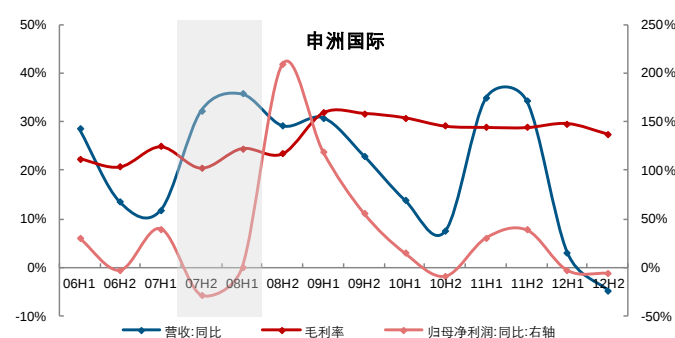


资料来源：Wind, 长江证券研究所

受益于劳动力密集型制造业集中化趋势，申洲国际在本阶段实现了收入端快速增长，享受普通制造公司估值。2006-2012 年申洲国际营收年复合增速达 20.1%，2012 年营收

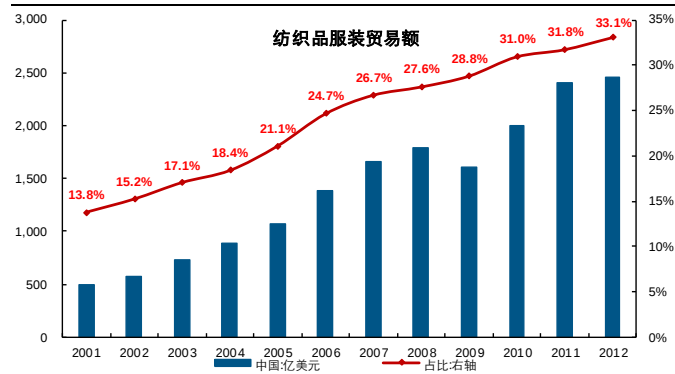
达 89.4 亿元。受益于较高的销售利润率，对应区间公司 ROE 均值达 26.5%。此期间公司 PE 中位数为 8.4 倍，享受传统制造公司估值。其中，受金融危机影响，2008 年前后出口导向型行业经营均显著承压，2009 年全球及中国纺织品服装贸易额分别下滑 14.0%、10.2%；短期危机加速低效企业出清，中国纺织出口产业竞争优势强化、纺织品服装贸易份额持续提升。公司层面，2007 下半年至 2008 上半年公司短期经营业绩显著承压，同期 PE 估值也经历了较大的调整；受益于订单恢复及出口退税率提升，公司盈利自 2009 年起明显改善，估值快速修复。

图 10：金融危机影响，2007 下半年至 2008 上半年申洲国际业绩承压



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：2009 年中国纺织品服装贸易额下滑但份额提升



资料来源：Trade Map，长江证券研究所

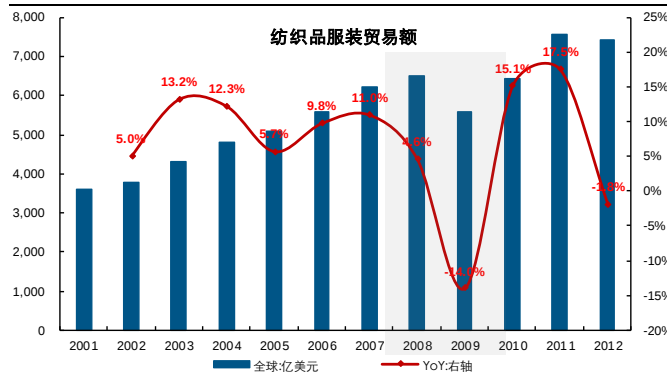
**优质制造阶段（2013-2015 年），产能瓶颈缓解，收入增速中枢上移，核心客户合作深化推动产品结构升级；积极布局海外产能，全球化布局逐步落地。**此阶段公司逐步进入到强化规模优势、绑定优质客户阶段。受益于产能瓶颈释放，公司订单快速增长，2013-2015 年营收年复合增速达 12.3%，同时受益于效益优化归母净利润年复合增速达 13.3%；2013-2014 年估值中枢维持在 16.7 倍。2015 年以来，受益于越南面料工厂陆续投资、海外垂直一体化业务布局逐步成型，估值中枢进一步上移至 19.7 倍。

表 2：2006-2012 年，申洲国际 ROE 拆分一览

|       | 2006  | 2007  | 2008  | 2009  | 2010  | 2011  | 2012  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ROE   | 20.7% | 18.0% | 26.3% | 37.1% | 29.3% | 31.3% | 22.9% |
| 因素分解： |       |       |       |       |       |       |       |
| 销售净利率 | 13.1% | 11.2% | 14.5% | 20.6% | 18.9% | 18.8% | 18.1% |
| 资产周转率 | 1.1   | 1.1   | 1.2   | 1.3   | 1.1   | 1.1   | 1.0   |
| 权益乘数  | 1.4   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.5   | 1.3   |

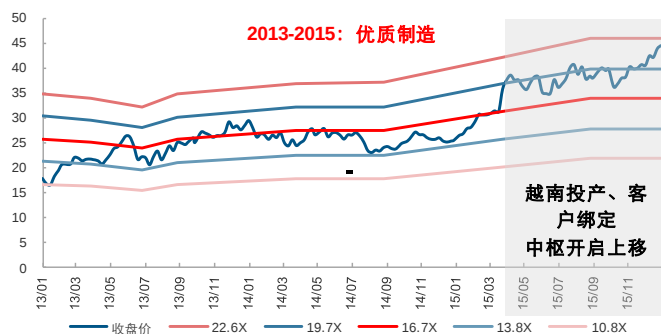
资料来源：Trade Map，长江证券研究所

图 12：金融危机影响全球需求，2009 年全球纺织服装贸易额下滑



资料来源：Trade Map，长江证券研究所

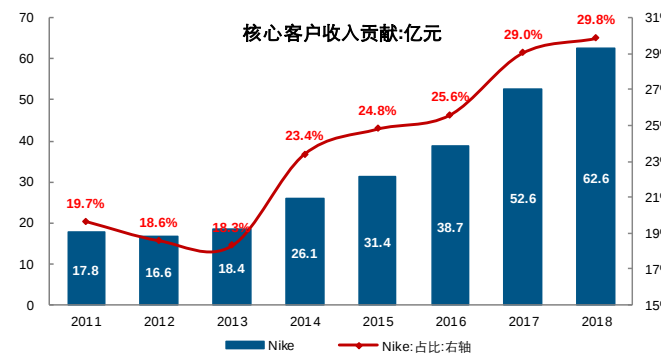
图 13: 2013-2015 年, 优质制造阶段申洲国际市场表现



资料来源: Wind, 长江证券研究所

一方面, 受制于产能瓶颈, 2012 年公司出现了上市至今收入端仅有的一次下滑; 2012 年下半年以来, 随着柬埔寨二期制衣工厂及宁波新纺织工厂陆续投产, 收入端快速恢复增长。另一方面, 公司在继续推进专属工厂作业的同时加强与客户合作; 2012 年以来批量承接 Nike 品牌 flyknit 鞋面材料订单, 随着 flyknit 相关产品顺利推广, 公司不仅实现了毛利率水平的持续改善还强化了与 Nike 的合作关系, 2014 年 Nike 超越 UNIQLO 成为申洲第一大客户, Nike 的收入贡献亦由 2013 年的 18.3% 提升至 2015 年的 24.8%。同时, 公司在 2013 年和 2014 年分别通过配售以及发行可转债方式募资布局越南生产基地, 越南非流动资产占比由 2013 年的 5.2% 提升至 2015 年的 32.6%。2015 年下半年以来, 随着越南面料工厂逐步投资, 海外垂直一体化业务布局逐步成型; 后续亦开始投资成衣工厂配套, 产能扩张预期进一步明确。

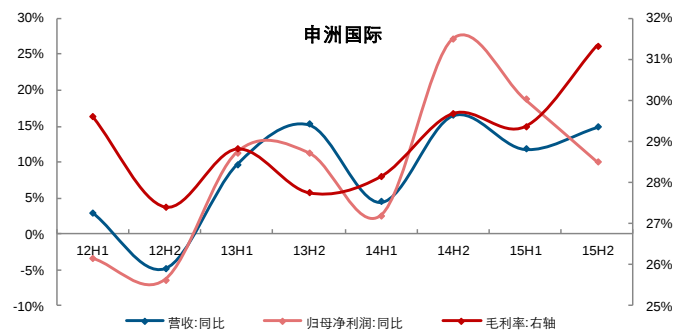
图 15: 2014 年, Nike 收入贡献大幅提升并成为第一大客户



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

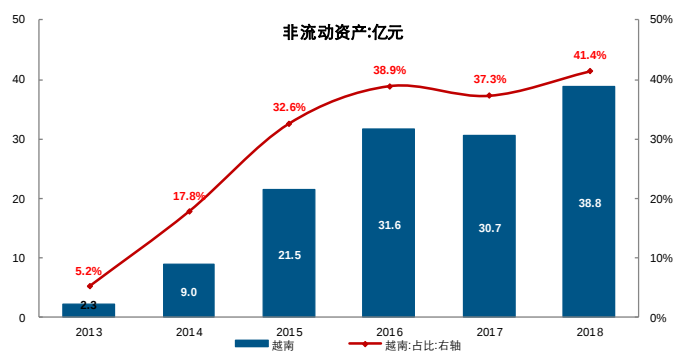
**稀缺制造阶段 (2016 至今), 海外基地实现垂直一体化布局, 稳增长及产品结构升级能力得到认可, 步入估值溢价阶段。**申洲国际在推进宁波工厂技改升级的同时积极加大面料研发投入, 新品创造能力维持高位; 同时, 2016 年以来越南成衣工厂逐步投产并逐步扩建柬埔寨成衣产能。随着中国劳动力红利的丧失以及贸易环境不确定性因素强化, 以越南为代表的东南亚纺织服装出口产业快速发展, 特别地自 2015 年以来中国纺织品服装占全球贸易份额趋降、越南则步入快速提升阶段。在订单加速外移的背景下, 申洲先发布局海外产能的优势逐步显现。一方面, 能够更好地匹配品牌企业产能分散化布局的需求, 订单稳定性得到有效保障, 另一方面随着海外业务体量扩大所得税优惠逐步显现, 综合税率自 2013 年以来明显下移。

图 14: 2013-2015 年, 申洲国际收入增速中枢上移



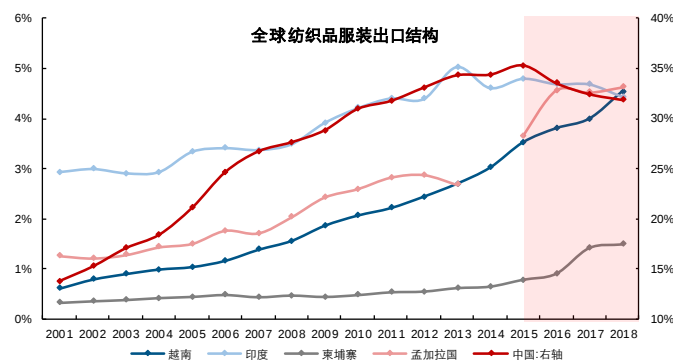
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 16: 2013-2015 年, 越南非流动资产占比快速提升



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

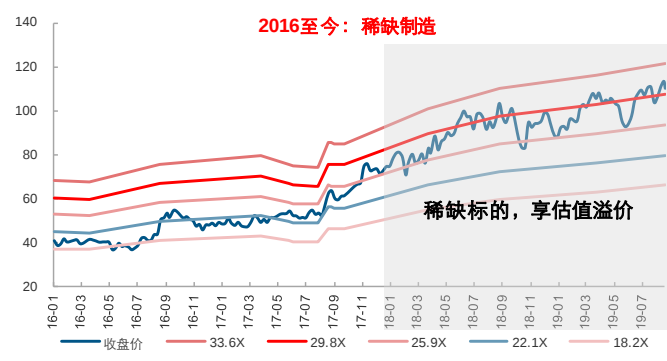
图 17: 2015 年以来, 中国纺织品服装贸易份额趋势下移



资料来源: Trade Map, 长江证券研究所

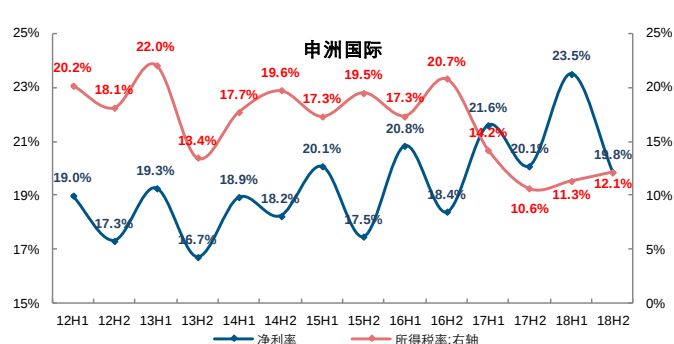
前瞻性布局及稳增长能力得到认可, 估值中枢持续上移。在保持了多年稳增长的基础上, 2016-2017 年随着恒指估值上移申洲的估值中枢亦同步上移; 2018 年以来, 受贸易环境恶化、海外品牌分散化订单布局需求提升等因素影响, 公司估值中枢进一步提升至 30.5 倍, 逐步享受稀缺制造的估值溢价。

图 19: 2016 年至今, 稀缺制造阶段申洲国际市场表现



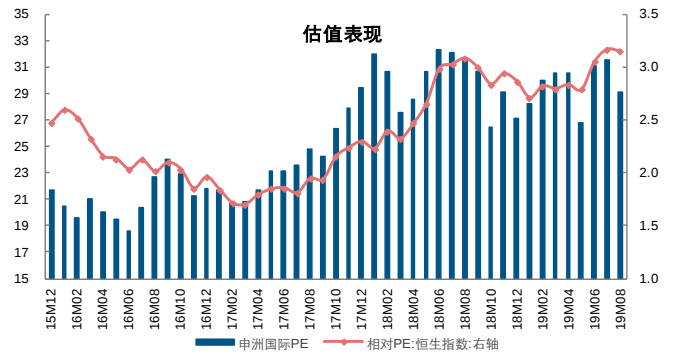
资料来源: Wind, 长江证券研究所 (更新至 2019 年 8 月 26 日)

图 18: 2013 年以来, 申洲所得税率优势逐步显现



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 20: 2018 年以来, 申洲国际相对恒生指数 PE 趋势提升

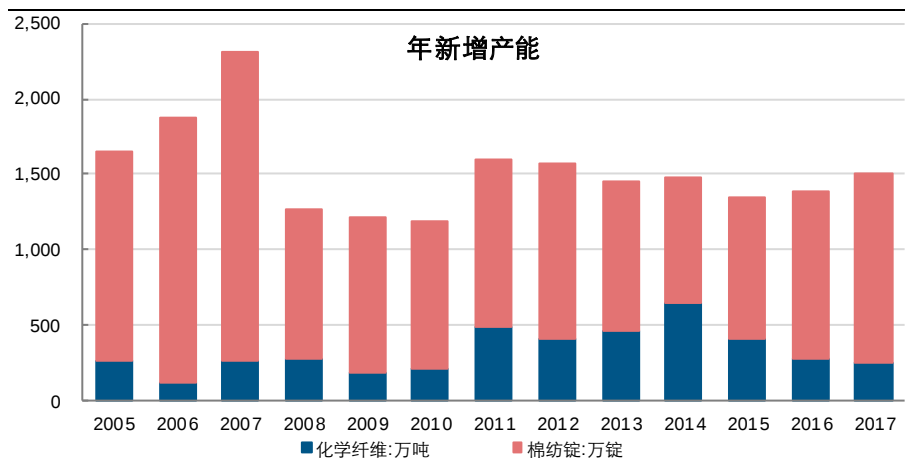


资料来源: Wind, 长江证券研究所 (更新至 2019 年 8 月 26 日)

## 关注点之一：如何规避经营周期实现持续增长？

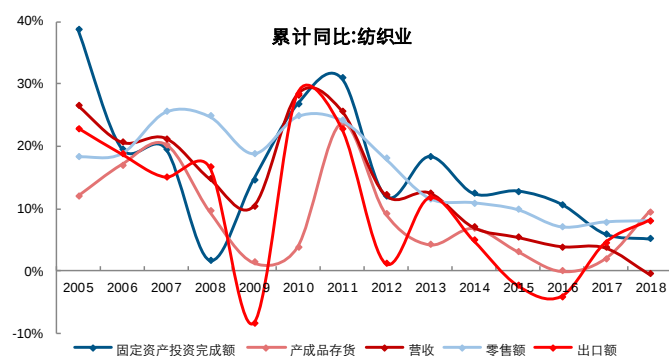
对于传统制造企业而言，受产能周期以及库存周期影响，经营波动较大。一方面，受机器设备更迭以及产能扩建等因素影响，经营杠杆会放大订单波动对企业盈利的影响，同时产能周期又建立在下需求景气基础之上。从行业新增产能情况来看，2005-2007 年内需及外需均保持较好趋势，化学纤维及棉纺锭产能投产均维持高位；2008-2010 年受金融危机影响，下游需求趋弱，行业新增产能明显收缩；2011 年以来新增产能略有恢复。另一方面，库存作为连接生产与销售的重要环节，有助于解决即时消费与生产周期之间时间矛盾的因素，受“牛鞭效应<sup>1</sup>”影响，下游客户补库存及去库存行为或放大制造企业收入端波动。我们分别梳理了 2005-2018 年纺织业及纺织服装、服饰业固定资产投资、出口、营收、库存同比增速以及国内服装行业零售增速。从增速波动率的角度来看，纺织业表现出“出口>固定资产投资>营收>库存>国内零售”的特征，纺织服装、服饰业则是“固定资产投资>出口>营收>国内零售>库存”。整体而言，投产周期以及外需的波动性大于行业库存以及国内终端零售。

图 21：2005-2017 年，我国纺织业年新增产能一览



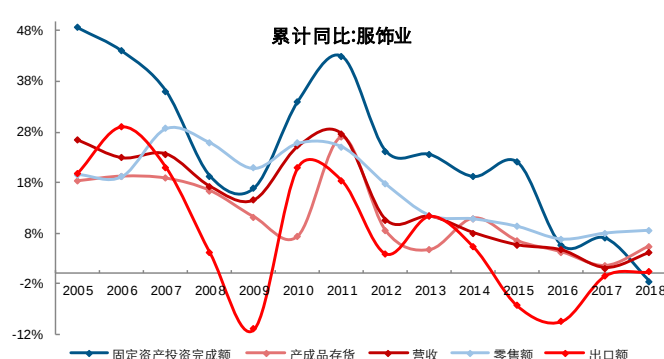
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 22：2005-2018 年，我国纺织业经营表现一览



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：2005-2018 年，我国服饰业经营表现一览

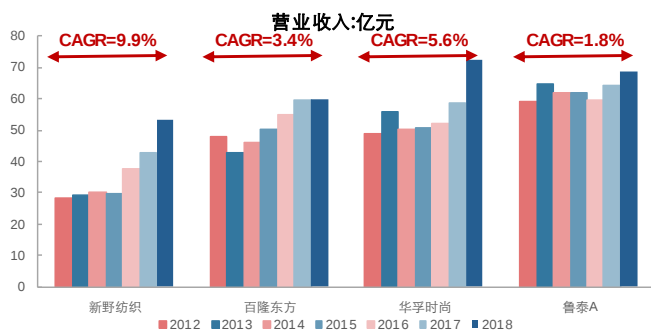


资料来源：Wind，长江证券研究所

<sup>1</sup> “牛鞭效应”指供应链上的一种需求变异放大现象，是信息流从最终客户端向原始供应商端传递时，无法有效地实现信息共享，使得信息扭曲而逐级放大，导致了需求信息出现越来越大的波动。

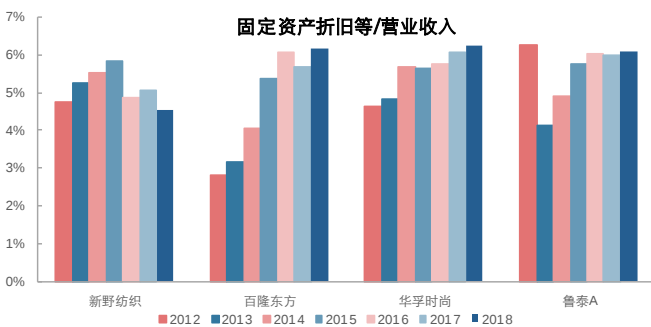
进一步地，我们对比了 A 股代表性纺织制造企业 2012-2018 年经营以及资本开支情况，结果显示在收入端增速相对平缓的背景下经营杠杆拖累制造企业盈利。一般来说，传统企业倾向于在需求高涨的阶段扩产，后续需求放缓及产能利用率下滑将拖累企业盈利，更严重的情况如金融危机阶段往往伴随着行业产能出清。从 A 股纺织制造样本企业新野纺织、百隆东方、华孚时尚、鲁泰 A 等<sup>2</sup>表现情况来看：（1）2012-2018 年 4 家公司收入端均维持相对低速增长，而自 2013 年起相关企业均维持较大规模的资本开支；（2）随着新增产能转产，2014-2018 年相关企业固定资产折旧占营业收入的比例提升；（3）考虑到折旧摊销为制造企业主要的成本项，大规模的资本开支拖累企业盈利，样本企业中百隆东方、华孚时尚和鲁泰 A 2018 年毛利率均低于 2011 年水平。

图 24：2012-2018 年，代表性纺织制造企业保持低速增长



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

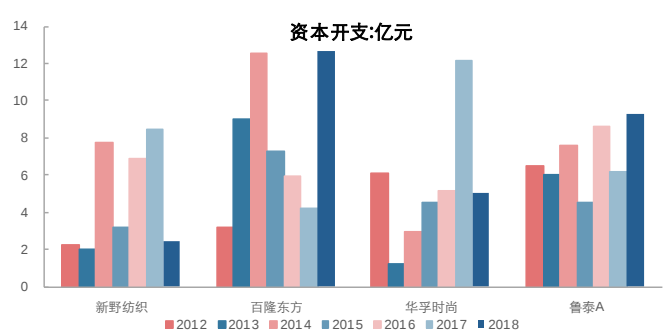
图 26：2014-2018 年，代表性纺织制造企业固定资产折旧占比提升



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

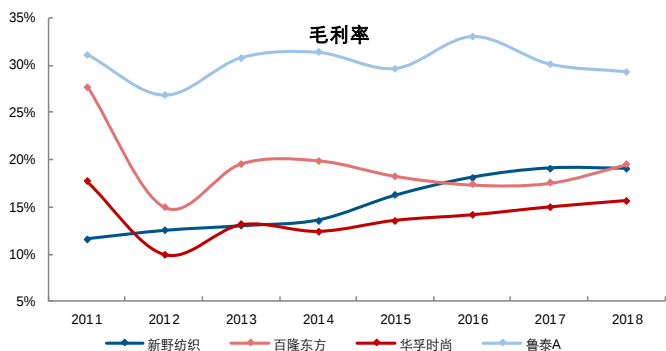
具体到申洲国际，作为全产业链布局的针织制造企业，自身的产能与下游客户的订单变化依然是影响经营稳定性的重要扰动项。公司是如何规避经营周期实现持续增长的呢？简单来看，申洲国际即是借助布局优质赛道、绑定核心客户以及全球化产能布局等方式强化竞争优势，逐步成长为具备订单筛选能力的优质供应商，实现增强动力由订单驱动向产能驱动的转化。

图 25：2013-2018 年，代表性纺织制造企业维持较高的资本开支



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 27：2018 年，百隆/华孚/鲁泰毛利率低于 2011 年水平



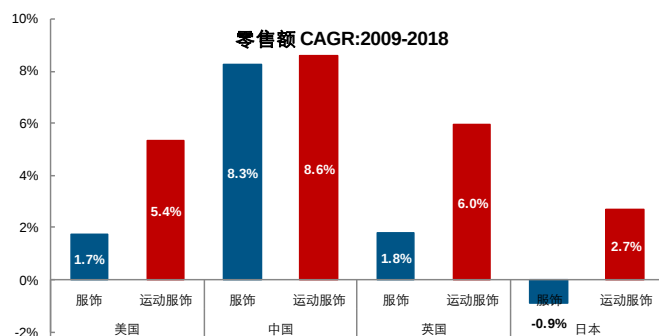
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

<sup>2</sup> 新野纺织主业收入和毛利率均剔除原棉销售影响，华孚时尚主要考虑纱线业务。

## 品类布局：开拓高成长细分市场

申洲的应对策略之一即战略布局高成长且竞争格局更优的运动服饰行业，丰富品类布局。战略布局高成长品类，享受消费扩张红利是规避订单大幅波动的重要手段。对比美国、中国、英国以及日本等代表性国家服装消费数据可以发现，运动用品消费增速明显高于传统服饰品类；2009-2018 年美国及英国运动服饰零售年复合增速均超过 5%，而服饰零售增速小于 2%，日本在本土服装消费增速下滑的背景下运动服饰仍实现了 2.7% 的复合增长，同期快速成长的中国市场服装和运动服饰零售年复合增速均超过 8%。更进一步地，从品类渗透空间来看，受益于广泛的运动参与度以及细分运动领域功能性产品消费需求，2018 年美国、日本及英国运动服饰消费占整体服装消费的比例分别为 32.7%、18.0% 和 15.1%，同期中国运动服饰渗透率仅 9.7%，后续提升空间广阔。考虑到国际品牌客户本土交付产品的采购安排，目前中国大陆为申洲第一大销售市场，在后续运动参与度提升的基础上中国市场的发展空间依旧广阔。

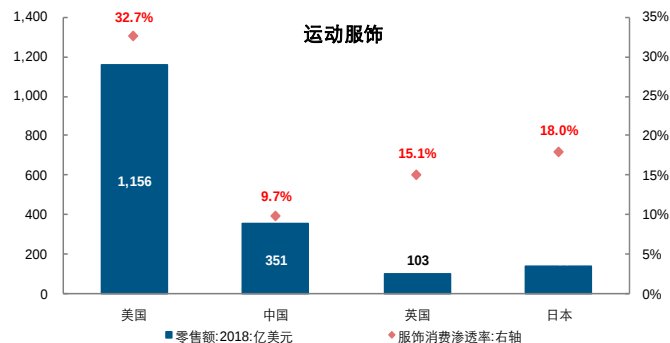
图 28：2009-2018 年，代表性国家运动服饰销售增速优于服饰品类



资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

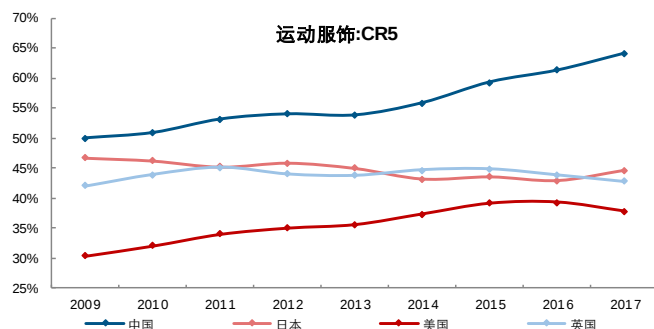
同时，运动服饰领域由于功能性门槛以及强品牌认知的消费属性，构筑了相对稳固的竞争格局；代表性国内运动服饰品牌集中度快速提升，其中经历了价格战和库存危机的中国市场集中度更高。下游客户稳定的竞争格局更益于供应商运营效率改善，一方面便于供应商集中开发大客户，且基于先发优势建立的合作关系更稳固；另一方面在与下游品牌的合作过程中，竞争策略逐步由成本节约升级至产品优化和供应效率提升。自 2005 年战略布局高成长运动服饰行业以来，申洲先后通过建设专属工厂、承担升级品类订单以及提供功能性面料等方式取得了快速发展；2018 年运动服饰产品实现营业收入 142.8 亿元，2006-2018 年营收年复合增速达 33.1%，是销售体量最大且增速最高的产品品类。

图 29：运动服饰品类保持较高消费渗透率，中国市场提升空间广阔



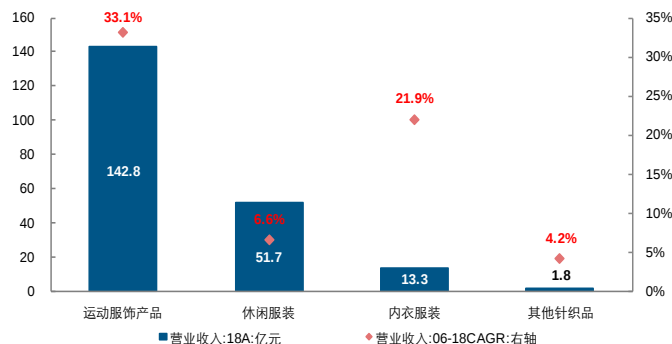
资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

图 30：运动服饰行业竞争格局较优，便于制造企业实现规模化销售



资料来源：Euromonitor，长江证券研究所

图 31：运动服饰产品为申洲销售体量最大且增速最高的产品品类

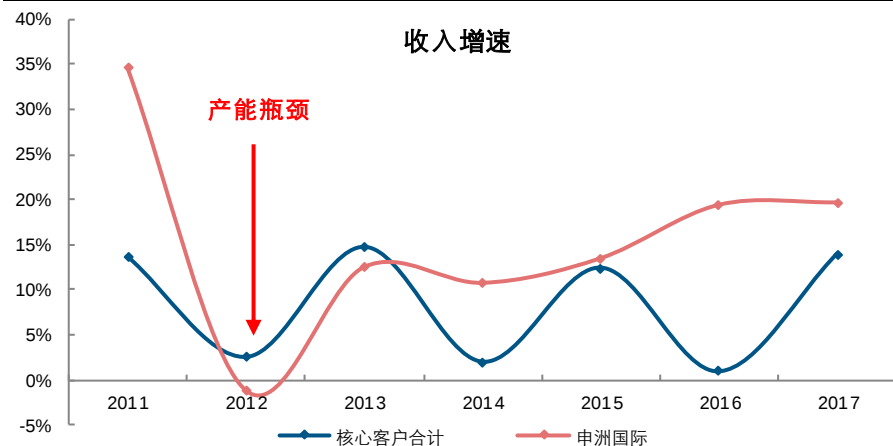


资料来源：公司公告，长江证券研究所

## 客户布局：优质客户深度绑定，完全竞争分散风险

申洲的应对策略之二即深度绑定多个优质客户，分散过度依赖单一大客户的风险。对于制造企业而言，在订单驱动的背景下对单一大客户过度依赖或加剧自身的经营风险。申洲上市初期，以日本为核心市场、第一大客户 UNIQLO 订单占比一度超过 80%。自战略布局运动服装品类以来，先后开发了 Nike、adidas、PUMA 等品牌客户；并通过搭建专属工厂、持续进行面料研发升级等方式强化大客户黏性。随着产能瓶颈逐步缓解，2013 年以来申洲国际收入增速表现趋势上移。对比 2013-2017 年申洲自身收入增速和四大核心客户合计收入增速<sup>3</sup>发现，申洲相对于下游客户表现出更强的增长确定性，核心在于顺应下游客户供应链集中化提升的要求，占核心客户服装订单的比例持续提升。

图 32：申洲国际相对于下游客户表现出更强的增长确定性



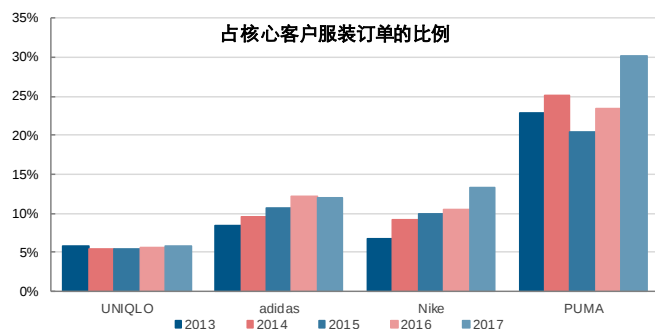
资料来源：公司公告，长江证券研究所

顺应下游客户供应链集中化要求提升，核心客户服装订单加大倾斜。对于服装品牌公司而言，在规模扩张的基础上效率优化的重要性逐步提升。一方面，为满足库存管控能力，品牌企业对供应商产品交付时间提出了更高的要求；另一方面，运动服饰产品具备功能性升级的要求，需要供应商就新品进行试产并具备面料研发能力。在此背景下，大型服装企业纷纷推进核心供应商制度，加强与优质供应商的合作并加大订单倾斜力度。申洲占核心供应商的订单比例持续提升，估算显示 2017 年申洲分别贡献了 PUMA、Nike、

<sup>3</sup> 计算口径为 Nike、adidas、PUMA 服装业务及 UNIQLO 整体收入。

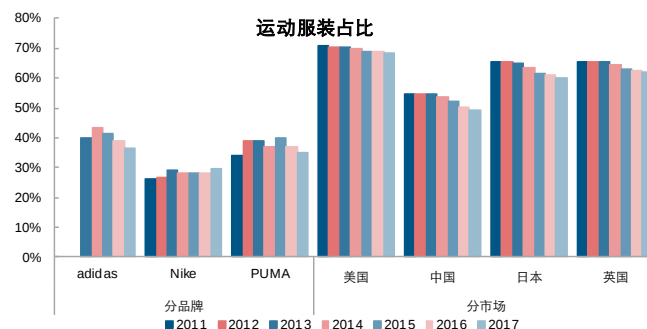
adidas 约 30%、13%、12%的服装产品订单量，贡献了 UNIQLO 整体约 6%的订单量且产品集中于高附加值、功能性面料品类。

图 33：2013-2018 年，预计占核心客户服装订单比例趋势提升



资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

图 34：核心客户运动服装收入贡献仍有较大提升空间



资料来源：Bloomberg, Euromonitor, 长江证券研究所

## 产能布局：先发布局东南亚，5 年再造一个申洲

申洲的应对策略之三即实现全球化产能布局，减少订单转移对企业的影响。申洲为规避出口配额限制，于 2005 年在柬埔寨开设成衣工厂，在国内制造红利逐步丧失的背景下自 2013 年起布局越南基地，逐步建立起以宁波基地为核心、海外纵向一体化经营的业务布局；国内外两大生产基地均形成了以面料为中心、成衣为卫星工厂的制造体系。其中，宁波生产基地定位于工作体系管理关键工作流程实施方，同时控制并影响工作流程的横向连接，故而使整个工作流程形成一个有机整体；海外基地中越南面料工厂同时为柬埔寨和越南成衣工厂提供面料，在提高海外成衣工厂反应能力、减少运输成本的同时，有助于应对贸易环境变化从而化解订单转移对企业的影响。

表 3：申洲国际持续加大海外产能投放，构建海外纵向一体化生产体系

| 公告时间     | 项目内容                                                                                    |
|----------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 招股说明书    | 柬埔寨金边制衣工厂于2005年9月底投产，生产能力每月超过50万件                                                       |
| 2011年年报  | 启动柬埔寨二期新制衣工厂建设，预计于2012年下半年开始分期投产                                                        |
| 13-05-28 | 全资附属公司德利于越南福东工业区订单租赁协议，租期至2058年12月29日，计划投资1亿美元投资设立生产设施，年目标产能为55,000吨布匹                  |
| 13-06-17 | 计划投资7.77亿港币投资越南一期项目、预计2014年落成，投资7.51亿港币投资越南二期项目、计划于2015年动工                              |
| 14-08-28 | 计划将越南项目投资总额提升至3亿美元，筹建越南成衣工厂、于2016年初完成工程安装                                               |
| 18-09-17 | 全资附属公司申洲柬埔寨于柬埔寨金边为50年期可续租永久租赁合同，计划投资1亿美元建设下游成衣生产设施等                                     |
| 2018年年报  | 继续扩充越南面料产能，并于越南面料工厂附近新建一家制衣工厂，计划于2019Q2起分批招工并投产；追加柬埔寨金边制衣工厂投资至1-1.5亿美元，预计于2020年中开始分阶段投产 |

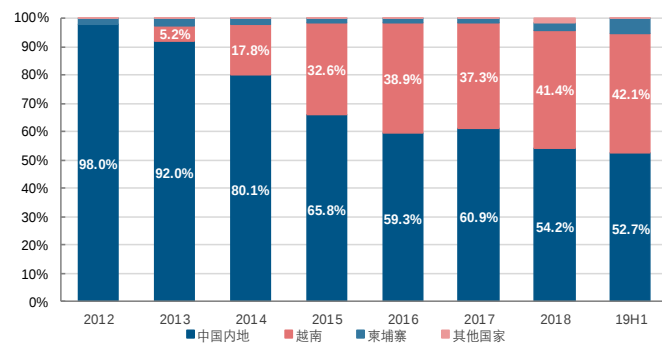
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 35: 申洲国际营运布局 (2018A)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所 (蓝色/橙色为宁波/除宁波外生产基地)

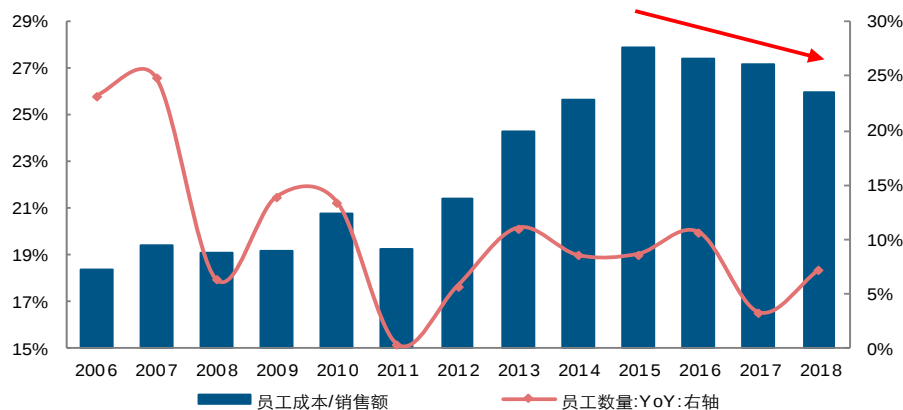
图 36: 2013 年以来加大越南布局 (非流动资产占比)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

**先发布局东南亚, 减少贸易摩擦影响, 享受要素价格成本及税收优惠。**受多因素影响, 纺织产业集群先后经历多次产业转移; 2018 年以来中美贸易环境不确定性增强, 进一步加速订单向东南亚转移。申洲基于先期布局东南亚产能的优势, 顺利实现订单在不同生产基地间的调配, 减轻品牌企业担忧。另外, 柬埔寨、越南等东南亚国家低用工成本及所得税优惠政策等对生产企业也有较大的吸引力。申洲国际以面料加工和成衣制造为核心业务, 其中成衣制造环节具有显著的劳动力密集型特征, 随着海外产能占比提升以及生产效率改善, 2015-2018 年公司劳动力成本占收入的比例趋势下行; 此外, 受益于所得税政策优惠, 海外生产基地节税效应逐步显现, 所得税率从 2013 年 18.0% 降至 2018 年 11.7%, 考虑到目前海外基地仍处于新增产能扩建阶段, 预计节税效应仍能持续。

图 37: 2015-2018 年, 劳动力成本占比趋势下行



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

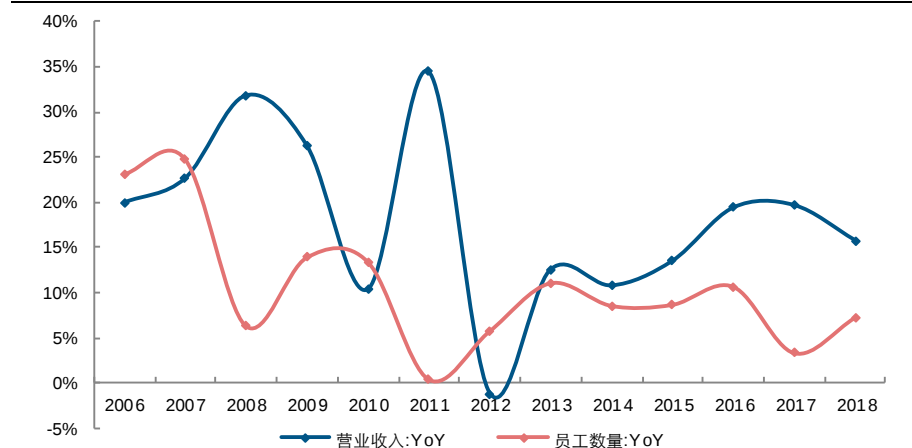
表 4: 2017 年以来, 随着申洲国际越南生产基地收入贡献增加, 所得税节税效应明显(单位:万元)

| 项目名称                      | 2019H1       | 2018           | 2017           | 2016           | 2015           | 2014           | 2013           |
|---------------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 除税前利润                     | 261,390      | 509,035        | 428,823        | 364,295        | 288,690        | 254,335        | 220,121        |
| 以法定税率 25%计算之税项            | 65,348       | 127,259        | 107,206        | 91,074         | 72,173         | 63,584         | 55,030         |
| <b>特定司法权区或地方部门实施之较低税率</b> |              | <b>-69,862</b> | <b>-53,135</b> | <b>-26,784</b> | <b>-20,623</b> | <b>-19,479</b> | <b>-18,406</b> |
| 对以前期间当期税项的调整              |              | <b>-1,398</b>  | <b>-552</b>    | <b>-1,379</b>  | <b>-12</b>     | <b>-390</b>    | <b>-485</b>    |
| 应占一间联营公司利润                |              | <b>-128</b>    | <b>-92</b>     | <b>-62</b>     | 24             | 21             | -              |
| 无须课税收入                    |              | <b>-39</b>     | <b>-258</b>    | <b>-221</b>    | <b>-1</b>      | <b>-21</b>     | -              |
| 不可扣税支出                    |              | 226            | 1,705          | 2,140          | 1,833          | 838            | 228            |
| 海外预扣税                     | 231          | 511            | -              | 1,853          | -              | -              | -              |
| 年内未确认之税项亏损                |              | 3,319          | 1,403          | 6,711          | 4,151          | 3,585          | 3,996          |
| 利用以前未确认的税项亏损              |              | <b>-108</b>    | <b>-3,448</b>  | <b>-3,805</b>  | <b>-4,338</b>  | <b>-467</b>    | <b>-634</b>    |
| <b>所得税</b>                | 27,733       | 59,780         | 52,828         | 69,527         | 53,206         | 47,672         | 39,730         |
| <b>税收优惠/除税前利润</b>         |              | <b>13.7%</b>   | <b>12.4%</b>   | <b>7.4%</b>    | <b>7.1%</b>    | <b>7.7%</b>    | <b>8.4%</b>    |
| <b>所得税率</b>               | <b>10.6%</b> | <b>11.7%</b>   | <b>12.3%</b>   | <b>19.1%</b>   | <b>18.4%</b>   | <b>18.7%</b>   | <b>18.0%</b>   |

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

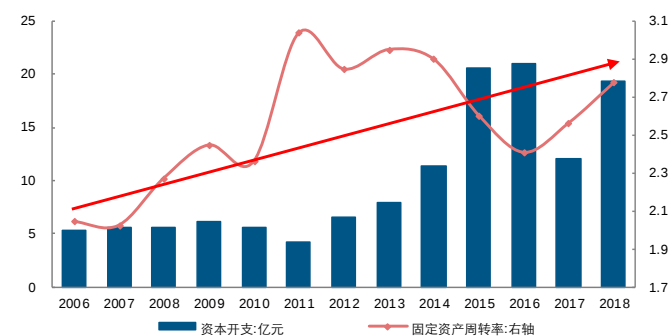
总结来看, 申洲国际借助开拓高成长运动服饰品类、绑定核心客户以及全球化产能布局等方式强化竞争优势, 逐步成长为具备订单筛选能力的优质供应商, 实现增长动力由订单驱动向产能驱动的转化。从增长趋势来看, 供应链集中化趋势延续以及核心客户运动服装收入贡献占比提升共同支撑运动服装订单提升; 此外, 从品类渗透率的角度来看, 中国运动用品发展潜力巨大, 还有较多的国内品牌客户资源可供开发。从早期发展来看, 公司的业务扩张仍具备明显的劳动力密集型特征, 员工数量增速高点领先于营收增速高点; 2013 年以来, 随着生产效率优化以及产品结构不断升级, 收入端增速明显优于员工数量增长。另外, 2013 年以来公司持续加大海外业务布局、重点扩张前端面料产能; 2013-2017 年合计资本开支达 73 亿, 截至 2018 年海外非流动资产占比达 46%, 利用 5 年时间在海外重建了一个申洲。得益于核心客户的深度合作关系, 公司订单的稳定性较强; 产能利用率高, 中期来看固定资产周转率趋势上移, 另外上市以来折旧与摊销占营业成本的比例维持稳定, 资本开支增加多体现为正向的经营杠杆。在产品结构升级、生产效率改善的基础上, 公司的盈利能力处于长期提升通道。

图 38：2006-2013 年，申洲国际期末人员数量增速高点领先于营收高点出现



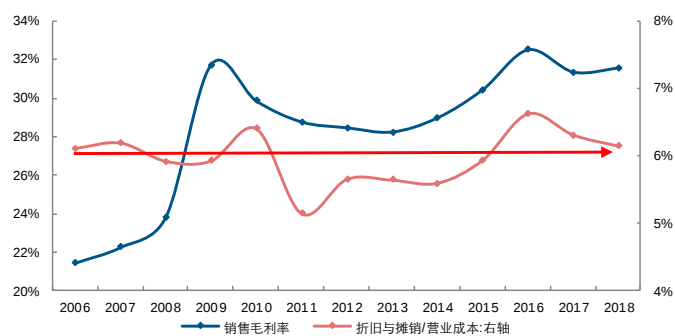
资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 39：固定资产周转率 13 年以来受资本支出加大拖累，长期趋势提升



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 40：2006-2017 年，折旧与摊销占营业成本的比例保持稳定

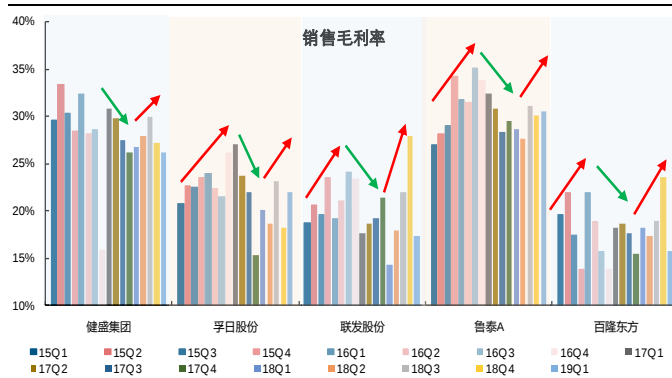


资料来源：Wind, 长江证券研究所

## 关注点之二：如何控制风险敞口平滑业绩波动？

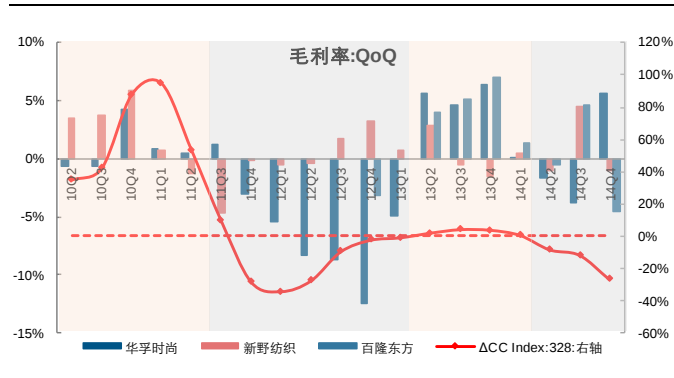
对于传统制造企业特别是出口导向型企业而言，短期经营的风险敞口较大，主要体现为**原材料价格和汇率波动风险**。一方面，原材料价格波动往往会通过毛利率影响经营业绩。成本加成定价模式下，原材料价格短期大幅波动将导致库存成本重估，制造企业为了保证订单稳定交付一般会提前备货，若期间发生原材料价格大幅下跌的情况将对毛利率水平构成拖累。另一方面，汇率短期波动将通过外币折算收入影响毛利率，还会通过汇兑收益影响财务费用，长期来看汇率波动趋势还会影响出口竞争力。

图 41：人民币快速贬值阶段，出口型纺企毛利率显著改善



资料来源：Wind，长江证券研究所

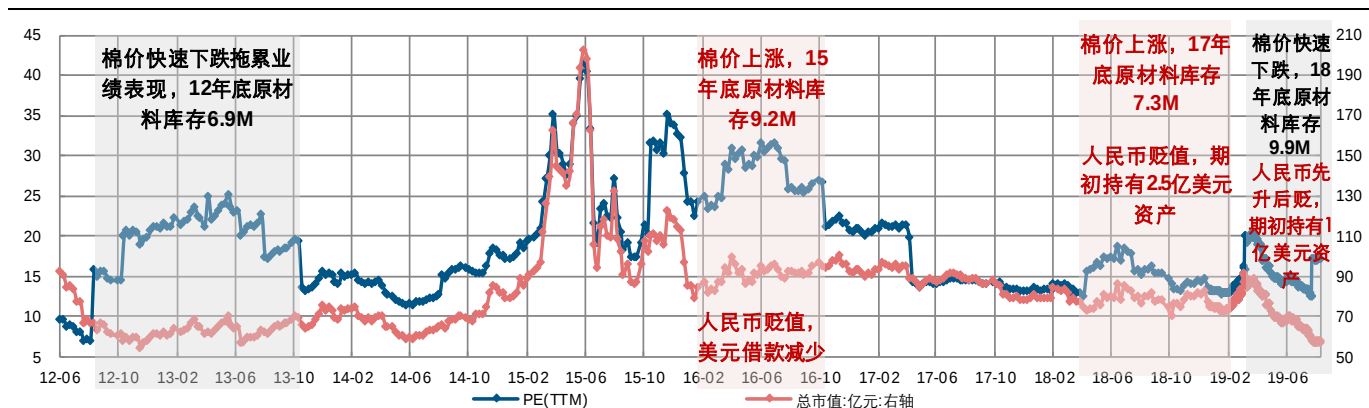
图 42：纺企毛利率受棉花波动影响较大



资料来源：Wind，长江证券研究所

我们复盘了申洲国际纱线核心供应商百隆东方市场表现。在 2013-2016 年棉价下行阶段公司收入端表现为量增价减的趋势，持续增加的固定资产通过反向经营杠杆拖累盈利表现，长周期来看公司的估值中枢未出现明显提升。短期来看，棉价和汇率波动是影响短期估值波动的重要因素：（1）2012 年下半年至 2013 年上半年，棉价快速下跌拖累业绩表现，公司股价短期承压，受利润规模收缩影响短期 PE 估值虚高；（2）2016 上半年，公司棉花库存充裕且偿还了前期美元负债敞口，受益于棉价短期快速上涨以及人民币波动背景下汇兑收益增厚，短期业绩弹性明显，市场表现同步上涨；（3）2018 上半年，公司棉花库存充裕且持有大额的美元资产，受益于棉价上涨以及人民币波动背景下汇兑收益增厚，短期业绩弹性明显，同时叠加越南新增产能转产预期，估值中枢上移。

图 43：棉价及汇率波动预期是影响百隆短期估值波动的重要因素



资料来源：Wind，长江证券研究所

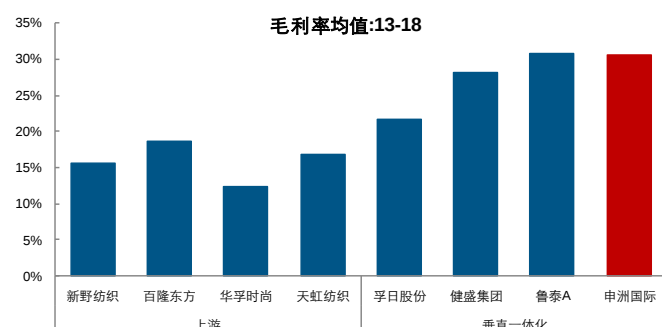
具体到申洲国际，为尽可能地减少成本波动对盈利的影响，一方面实施全产业链布局，从而强化流程管控和成本消化能力；另一方面，与上游企业紧密合作，在优化产能布局、

强化业务匹配度的同时，将以棉花为代表的原材料管控职能转移至上游企业。同时，作为出口导向型企业，一方面为减少汇率波动以及贸易环境变化对下游品牌客户下单决策的影响，积极扩建海外生产基地；另一方面，在外币收款居多的情况下，通过增加外币资本开支、外币借款等方式收缩风险敞口，并借助衍生金融工具进行套保操作；此外，切入以 Nike 为代表的头部品牌企业供应链体系，汇率风险敞口进一步收窄。特别需要指出的是，在尽可能地减少原材料及汇率风险敞口的同时，申洲持续加大面料研发力度从而增强产品附加值和客户粘性，为毛利率提升提供了产品基础。

## 职能升级：全产业链布局强化成本控制

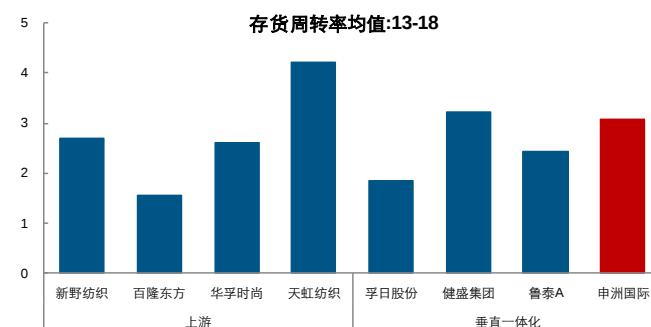
**申洲国际推进全产业链业务布局，强化成本控制、保障供应效率。**传统服装产业链流程长、工序复杂，专业化分工属性较强，因此在发展过程中往往具备较强的产业集群特征。对比代表性单一环节布局以及垂直一体化布局纺织制造企业毛利率水平可以发现，由于业务链条更长，垂直一体化企业毛利率普遍优于单一环节企业；同时，受产品结构及成本控制能力差异影响，垂直一体化企业间毛利率水平差异也较明显。此外，受各环节采购备货及整体生产流程更长影响，垂直一体化企业存货周转率相对偏低，日常营运资金的占用量更大。为了强化成本控制，减少单一环节布局频繁的价格调整，申洲在宁波及海外均建立了以面料为中心、成衣为卫星工厂的垂直一体化业务布局。

图 44：一般而言，垂直一体化企业毛利率表现更优



资料来源：Wind, 长江证券研究所

图 45：一般而言，垂直一体化企业存货周转率偏低

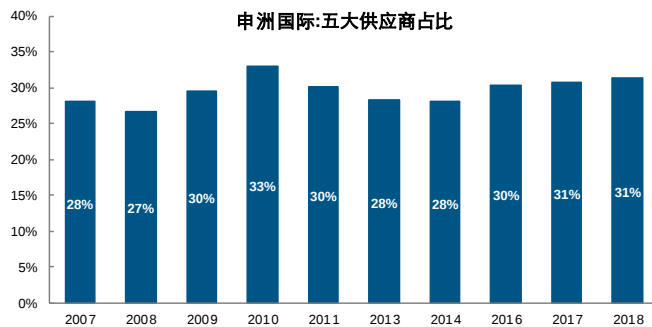


资料来源：Wind, 长江证券研究所

**与上游供应商强联系，供需匹配度较优、库存管理职能外部化。**特别需要注意的是，作为大体量垂直一体化企业，申洲仍能维持较优的存货周转率，其核心在于与上游供应商建立了稳定的合作关系，并借助上游企业实现原材料库存管理职能外部化。申洲与上游供应商建立了长期稳定的合作关系，从历史数据来看，前五大供应商占比常年维持在 30% 左右。同时，业务布局维度，自 2013 年战略布局越南生产基地以来，其上游合作伙伴亦同步推进了产能转移。

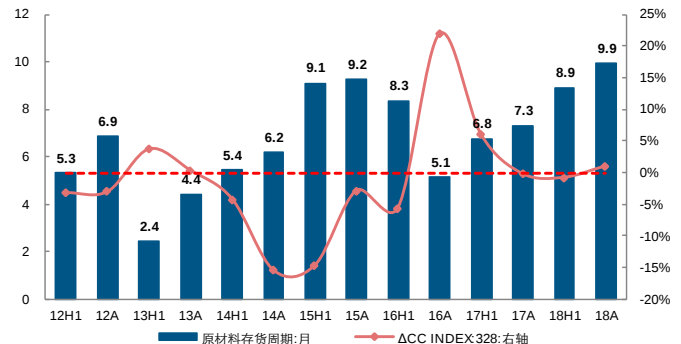
我们仍以申洲核心纱线供应商百隆为例。其一，为配合申洲增加越南面料产能的业务安排，百隆于 2013 年在越南西宁成立子公司并于 2014 年追加投资额度至 3.46 亿美元，在申洲追加投资越南面料产能同时于 2017 年公告投资 3 亿美元扩建纱线产能，上下游之前的配合度持续优化。其二，百隆作为申洲核心纱线供应商，一般能够提前一年获得预期订单方案，通过实施逆周期库存调节强化生产的成本管控能力，在由纯生产职能向服务职能升级的过程中，订单的稳定性提升并因此实现了更高的订单利润。

图 46: 申洲国际与核心供应商保持稳定的合作关系



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

图 47: 百隆东方采取逆周期库存调节措施



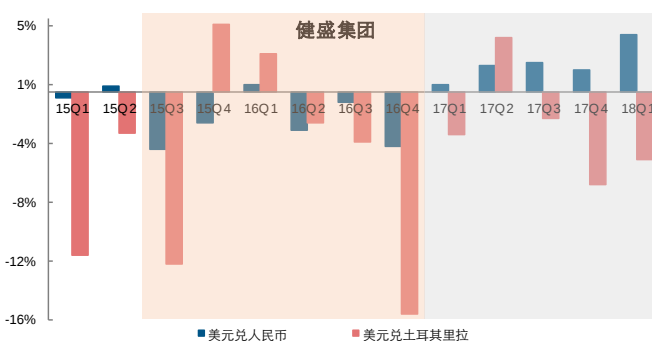
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

## 分散风险: 全球买全球卖, 平滑汇率敞口

申洲国际作为出口导向型企业, 在进行分散化生产基地布局、强化对贸易环境变化应对能力的同时, 通过多种方式收缩外汇风险敞口, 尽可能减少汇率波动对业绩的影响。从品牌企业的角度来看, 组织供应链的时候除考虑包括成本、质量、交货效率等供应质量层面的因素之外, 还会考虑贸易环境变化以及全球汇率变动等情况, 更倾向于避免订单过度集中以提升经营的稳定性。单纯从汇率波动的角度来看, 一般而言我们在研究出口型企业的时候更多地关注美元与人民币汇率的情况, 从实际经营的角度来看竞争对手所处国家的汇率变动趋势同样重要, 理论上竞争对手本位货币贬值幅度越深, 其获取订单能力相对越强。

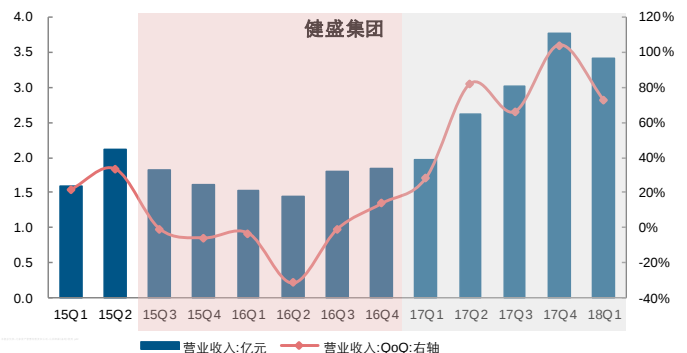
以健盛集团为例, 历史上曾出现过竞争对手汇率大幅贬值订单外流的情况。2015 下半年在人民币快速贬值阶段健盛集团短期收入增速和毛利率均出现了下滑, 与其它代表性纺企走势相背离。在 2015 年至 2016 年人民币波动汇率的同时, 新兴市场国家货币也出现不同程度贬值, 2015 年三季度至 2016 年四季度土耳其里拉累计贬值 23.94%, 远大于同期人民币 11.87% 的贬值幅度。竞争对手订单价格吸引力提升, 短期健盛订单大幅下滑。2016 年下半年, 在土耳其里拉加速贬值的同时健盛集团大客户订单逐步回流, 收入增速回升。我们认为这主要体现了公司对大客户的强粘性, 同时也意味着除价格之外, 更短的生产周期和稳定的产品品质对客户而言同等重要。因此, 具备全球分散化产能布局的企业能更好地满足品牌企业订单分散化的需求, 且具备更强的汇率波动应对能力。

图 48: 2015Q3-2016Q4 土耳其里拉累计贬值幅度大于人民币



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 49: 2016 年健盛集团分季度营收增速出现较大波动

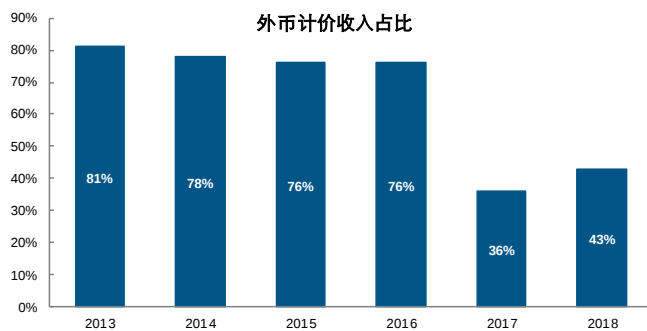


资料来源: Wind, 长江证券研究所

除打造海外垂直一体化生产基地以外，申洲还通过多种措施合理控制外币风险敞口。从历史上看，申洲结算货币以美元为主、采购货币以人民币为主，汇率风险敞口较大。随着国内销售占比提升，2017 年外币结算占比明显降低；公司持续加大海外资本开支，汇率风险敞口明显收窄；同时，还通过利用外汇衍生金融工具等方式合理控制外币风险敞口。随着风险敞口的逐步收窄，从公司披露的汇率风险敞口压力测试结果来看，人民币兑美元汇率波动对利润的影响快速收窄，经营性风险敞口得到有效控制。

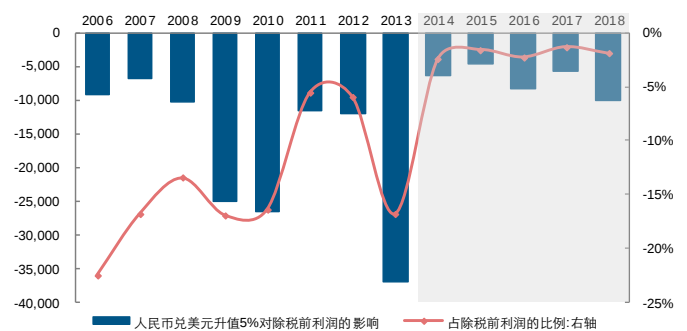
此外，切入以 Nike 为代表的头部品牌企业供应链体系，汇率风险敞口进一步收窄。申洲下游品牌客户具备悠久的全球化运营经验，汇率风险管控的核心目标在于合理控制风险敞口。就 Nike 自身的运营来看，每年会两次设定标准汇率并结合动态套保策略管控风险，一般提前 9 个月和 12 个月，以设定标准日前一个月汇率的均值为标准，一个标准汇率适用于秋季和假日销售季节，一个标准汇率适用于春季和夏季销售季节；同时，在采购环节一般以订单交付日汇率作为结算基准，帮助合作供应链规避了从下单到交付时间段内的汇率风险敞口。

图 50：2013 年以来，申洲国际外币计价收入占比趋降



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 51：2014 年以来，人民币兑美元汇率波动对利润影响趋弱



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 品类升级：持续的研发投入与高效的成果转化

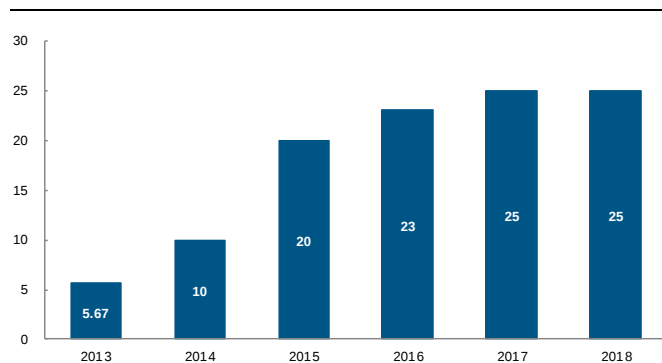
有效控制成本及汇率风险敞口有助于提升盈利的稳定性，从根本上来看盈利能力的提升依赖于产品结构升级。长期以来，申洲持续通过加大面料研发力度来增强产品附加值和客户粘性，为毛利率提升提供了产品基础。考虑到纺织产业分工明确、企业多专注于单一生产环节，因此面料企业进行新产品研发及推广的动力相对偏弱，在新品推广方面多采取跟随策略。相反，申洲国际基于垂直一体化业务布局得以接触到品牌客户，在满足基本订单生产需求的同时，主动推进面料升级、实现研发成果的高效转化。公司年报披露数据显示，公司持续加大自主研发投入且专利产品转化率持续提升；同时，新品数量维持高位，仅 2018 年合计推出新品 825 件、平均每一系列专利对应新品转化数量达 25 件。得益于持续不断的产品结构升级，公司与下游品牌客户建立了强联系，在增强订单稳定性的同时盈利能力也获得了提升的动力。

表 5：申洲国际历史研发投入及转化一览（单位：个/项）

| 项目名称            | 2018       | 2017       | 2016       | 2015         | 2014       | 2013        |
|-----------------|------------|------------|------------|--------------|------------|-------------|
| 实用新型专利          | 55         | 60         |            | 24           | 19         | 17          |
| 自主研发项目          | 32         | 34         | 35         |              | 71         |             |
| <b>专利数量</b>     | <b>308</b> | <b>246</b> | <b>163</b> |              |            |             |
| 发明专利            | 104        | 151        | 98         | 5            | 6          |             |
| 企业标准            | 204        | 58         | 38         | 30           | 10         | 19          |
| <b>年均专利产品转化</b> | <b>25</b>  | <b>25</b>  | <b>23</b>  | <b>20</b>    | <b>10</b>  | <b>5.67</b> |
| <b>年均新品数量</b>   | <b>825</b> | <b>625</b> | <b>575</b> | <b>3,076</b> | <b>368</b> | <b>100</b>  |

资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 52：申洲国际年均专利产品转化率持续提升（单位：个/项）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

## “三好”原则打造核心壁垒

在上游供给格局调整以及下游普遍重视柔性供应系统的背景下，纺织制造领域正处于格局重构阶段，具备全产业链一体化布局的细分领域优质供应商有望通过更广泛地参与产业链分工实现自身价值提升。具体到申洲国际，我们认为从业务的角度来看其稳健增长能力主要建立在好的赛道布局、好的经营能力以及好的客户结构等三个维度。

## 制造企业筛选标准由成本管控转向效率优化

基于前期对包括快时尚、运动以及奢侈品在内的一系列优质品牌分析梳理，我们发现优质品牌企业在建立规模优势之后纷纷进入了全面效率竞争的新阶段。在此基础上，优质品牌供应链组织要求逐步由“成本>质量>交期”向“交期>质量>成本+研发”维度转化，高效匹配的垂直一体化供应商更受青睐，供应链体系亦出现集中化趋势。

以申洲国际核心客户为例：

- **UNIQLO 品牌在推动供应商区域分布分散化的同时加大与面料研发企业的合作。**  
 为避免潜在的贸易摩擦风险，UNIQLO 品牌持续加大中国以外地区的采购订单分配；截至目前，UNIQLO 品牌已经在中国、越南、孟加拉以及印尼等国家建立了 6 大生产基地，并继续在欧洲及美洲市场临近地区寻找合适的供应商资源。需要注意的是，2006 年申洲布局柬埔寨产能的直接原因即减少欧美对中国服装产品进口配额的限制、满足 UNIQLO 分散化采购需求。同时，为摆脱产品低端化形象，UNIQLO 品牌于 2004 年起全面放弃低价策略，通过联手东丽集团开发战略性面料等方式实现产品形象功能性升级，先后开发出冬季保暖服装 HEATTECH、AIRism 以及轻盈保暖的高级轻型羽绒服等产品。

图 53：迅销集团生产基地范围从中国不断向外扩展

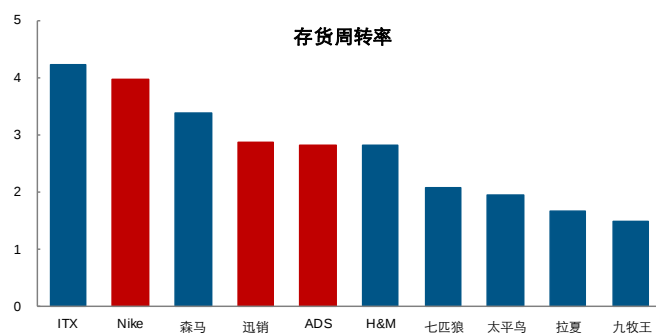


资料来源：公司公告，长江证券研究所

- **Nike 建立了区域分散布局的采购体系并推行核心供应商制度，持续优化供应链质量、提升供应效率。**Nike 的鞋类及服装类产品均建立了相对分散的采购体系，2017 年中国以外采购占比分别达 73%和 74%；同时，通过收缩供应商数量实现向优质供应商的订单倾斜，2013-2017 年前五大制衣供应商订单占比由 36%提升至 47%。此外，Nike 于 2017 年 6 月提出包含双倍创新（2X Innovation）、双倍速度（2X Speed）和双倍直接联系（2X Direct）在内的“Triple Double”战略，计划从产品、渠道、供应链等维度进行改革，优化供应效率。

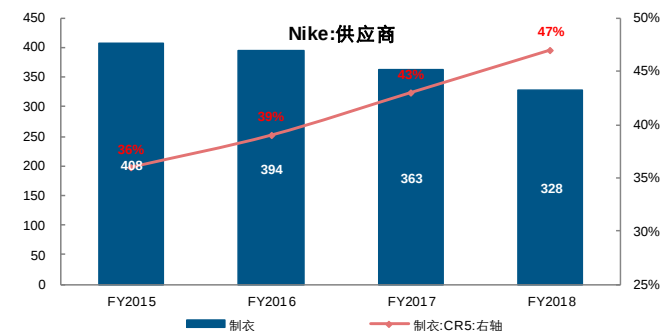
- **adidas 在产品时尚化升级的同时主动优化供应链效率。**在 2015-2020 年“Creating the New 立新”战略中，adidas 聚焦于 Speed（速度）、Cities（核心城市）、Open source（开放资源）等 3 个关键词，其中 Speed 计划主要通过缩短前导期及加强 Never-out-of-stock 机制等两方面来展开，优化传统的订货模式。其一，缩短前导期即基于公司及时的潮流趋势收集及反馈，分析后快速下单并及时完成门店上新，并根据终端销售数据进行畅销款的当季及时补单。2017 年，大约 80% 的服装、85% 左右的鞋子从下单至交货的时间缩短到 60 天以内。其二，加强 Never-out-of-stock 机制，即对于常青款的产品设置全球性的安全库存并持续的进行补货，保证永不缺货。参照公司计划，未来 Speed-enabled（快反/补单）产品的正价率有望较传统模式下提升 20%。

图 54：申洲核心客户普遍对存货周转效率要求较高



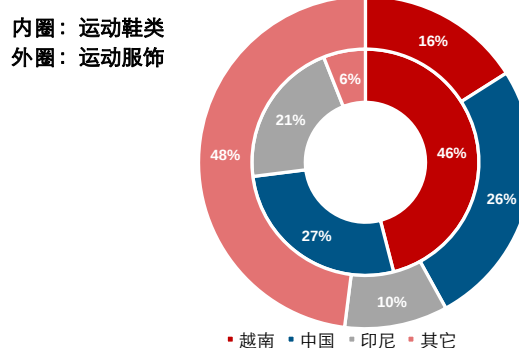
资料来源：Wind, Bloomberg, 长江证券研究所

图 56：Nike 实施核心供应商制度，推进供应链集中化



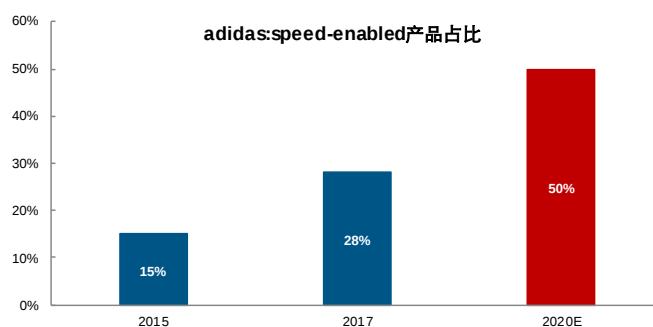
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 55：Nike 供应商区域分布分散（2017AR）



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 57：adidas 持续加大 Speed-enabled 产品销售占比



资料来源：公司公告，长江证券研究所

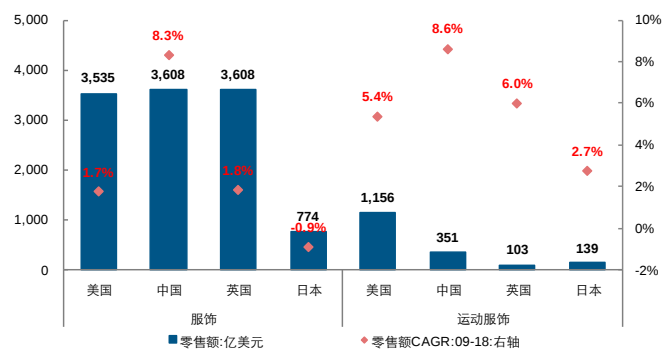
## 赛道→空间，能力→份额，客户→盈利

具体到申洲国际的竞争壁垒，除前述分析的由订单驱动转向产能驱动打造针织卖方市场、同时解决了市场对于制造企业成本及汇率波动敞口的担忧等结果性的判断之外，我们认为从业务的角度来看其稳健增长能力还基于好的赛道布局、好的经营能力以及好的客户结构等三个维度。

**其一，好的赛道扩大市场空间。**正如投资者在自上而下选择行业的时候，首先会分析行业空间、判断增长潜力一样，企业在开展业务的过程中更倾向于选择具备成长潜力的大市场。2005 年布局高成长运动服饰子行业是申洲国际最重要的战略布局之一。服装消费品类作为日用消费品类，整体增速平稳，增速差异多存在于不同国家以及不同品牌之

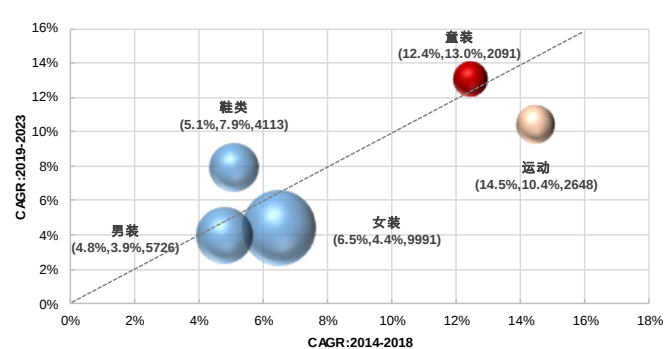
间；相对而言，随着运动参与度的提升以及运动领域的小众细分化发展趋势，运动服饰消费渗透率持续提升，行业增长趋势更优。申洲国际战略布局运动服饰市场，即是在传统行业选择了一个高成长的赛道。特别需要指出的是，在代表性消费国家中，中国运动服饰行业增长预期更优，成为海外一线运动品牌重点布局的市场。从增长空间来看，申洲借助海外生产基地满足品牌客户订单需求，而宁波生产基地将更多地承担起本土生产本土交付以及面料研发升级的职责，从而实现持续增长。

图 58：各细分品类市场空间及增速一览



资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

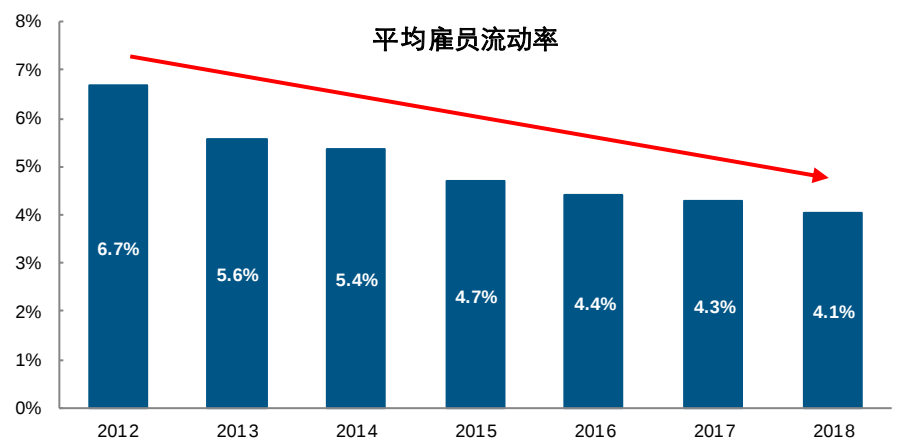
图 59：中国本土运动用品行业保持高速增长



资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所（气泡大小表征 2018 年行业零售总额大小，单位为亿元）

**其二，好的能力决定市场份额。**品牌服装企业经营难度在于产品开发以及库存管控等维度，在建立了一定规模优势以后更倾向于打造柔性供应链体系，通过提升上新速度、优化产品结构等方式更好地满足消费者需求并避免库存大幅累积的风险。相对于传统企业 60 天左右的交货期限，申洲基于垂直一体化的业务布局以及专属工厂等安排实现了快速交货，现阶段宁波生产基地可实现 15 天交货、海外生产基地交货时间从 45 天逐步收窄至 35 天。此外，对于劳动密集型企业来说，生产效率的改善离不开熟练的雇员，因此雇员的稳定性也是生产型企业重要竞争力之一。申洲国际历来重视雇员福利以及培训，通过增加员工福利、改善工作环境以及提供职业培训等方式强调雇员归属感；2012 年以来，申洲国际雇员流动率持续降低，生产体系稳定支撑效率改善。

图 60：2012 年以来，申洲国际雇员流动率持续降低

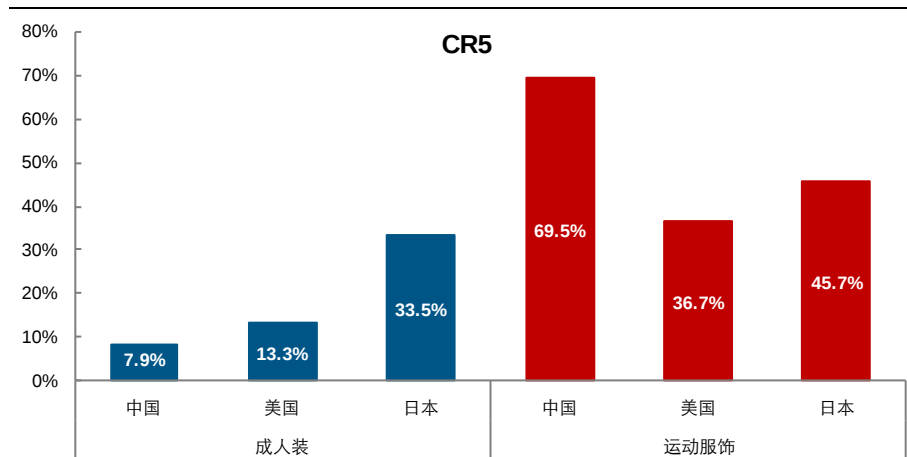


资料来源：公司公告, 长江证券研究所

**其三，好的客户影响盈利能力。**在早期成本至上的采购策略下，品牌企业与上游供应商更多体现为价格博弈关系；同时，在纺织出口型产业快速发展阶段，上游企业也多采用

让利的方式获得更多的订单，并基于自身的规模优势进一步向上游压缩采购成本。随着品牌企业供应链组织要求逐步由成本至上转向效率优化以及研发加成，具备供应效率以及研发能力的优质供应商有机会争取更好的合作机会与合作模式。对于申洲而言，一方面其下游客户以运动品牌为主，运动用品行业更优的竞争格局使其能够通过优化产品体系等方式争取更多的订单，而不用持续地开发新客户、适应新的生产要求与合作模式；另一方面，运动用品行业相对于传统服装来说具备功能性壁垒，相关品牌企业对面料研发的重视程度更高，在合作的过程中申洲前期研发投入的转化效率更高，而产品结构的升级又会体现在自身盈利的改善上，因此会形成“加大面料研发投入→高效销售转化→盈利能力改善&订单量增加→进一步加大研发投入”的业务闭环。

图 61：代表性国家运动服饰品牌集中度优于成人装品牌（2018 年）



资料来源：Euromonitor, 长江证券研究所

## 强盈利能力&高营运效率，支撑高 ROE

从盈利能力角度来看，垂直一体化优选具备产品升级能力且具备管理效率优势的企业。对比代表性单一生产环节企业以及垂直一体化制造企业发现，申洲国际 ROE 在上述企业中处于第一梯队，核心在于借助产品升级实现了高净利率、通过运营效率优化以及上游深度合作提升周转效率。

进一步从盈利能力、营运效率以及资金实力等三维度的进行拆解可以发现：

- **盈利能力角度：**业务布局及产品结构决定毛利率差异、管理效率影响盈利差异，垂直一体化企业毛利率优于普通制造企业，而具备产品升级属性的航民股份、鲁泰 A 和申洲等毛利率表现更优，此外管理效率差异是影响鲁泰和申洲净利率差异的重要因素；
- **营运能力角度：**一般来说垂直一体化企业产业链布局较完备，受固定资产周转拖累总资产周转率相对偏低，但申洲基于自身的生产效率优化以及部分原材料管理职能外部化实现了较优的存货周转，此外高效的现金利用率（对应低权益乘数）也是实现较优总资产周转率的重要因素；
- **权益乘数角度：**上游企业在产业链地位偏低，受原材料采购以及提供销售账期优惠等影响经营性现金流表现偏弱，因而负债率往往偏高，而垂直一体化企业基于较优的盈利能力以及相对上游较强的溢价条件能维持较低的负债率，特别地对于申

洲而言，以权益融资为主的融资结构以及原材料管理职能外部化等降低了资金需求量，因而权益乘数相对更低。

表 6：代表性个股历史 ROE 及驱动因素对比（2014-2018 年均值）

| 产业链位置 | 公司简称 | ROE   | 归属净利率 | 总资产周转率 | 权益乘数 |
|-------|------|-------|-------|--------|------|
| 上游    | 新野纺织 | 7.8%  | 4.7%  | 0.60   | 2.8  |
|       | 百隆东方 | 6.7%  | 8.7%  | 0.49   | 1.6  |
|       | 华孚时尚 | 10.1% | 4.7%  | 0.82   | 2.6  |
|       | 天虹纺织 | 18.1% | 6.1%  | 1.08   | 2.8  |
| 垂直一体化 | 伟星股份 | 14.1% | 13.0% | 0.89   | 1.2  |
|       | 孚日股份 | 10.2% | 6.9%  | 0.62   | 2.4  |
|       | 健盛集团 | 12.5% | 13.3% | 0.56   | 1.6  |
|       | 鲁泰A  | 12.1% | 13.1% | 0.68   | 1.4  |
|       | 申洲国际 | 20.4% | 19.8% | 0.78   | 1.3  |

资料来源：Wind，长江证券研究所

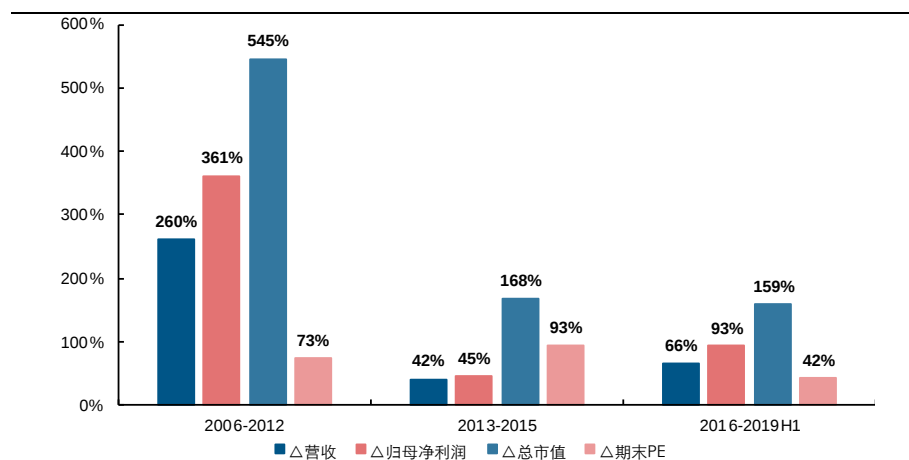
表 7：代表性个股 ROE 影响因素拆解（2014-2018 年均值）

| 产业链位置 | 公司简称 | 盈利能力  |       |       | 营运能力   |       |         | 财务杠杆 |             |       |
|-------|------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|------|-------------|-------|
|       |      | 归属净利率 | 毛利率   | 期间费用率 | 总资产周转率 | 存货周转率 | 固定资产周转率 | 权益乘数 | 经营性现金流净额/营收 | 净营业周期 |
| 上游    | 新野纺织 | 4.7%  | 16.3% | 14.0% | 0.60   | 2.56  | 1.77    | 2.8  | 4.1%        | 170   |
|       | 百隆东方 | 8.7%  | 18.5% | 14.6% | 0.49   | 1.50  | 1.85    | 1.6  | 4.2%        | 244   |
|       | 华孚时尚 | 4.7%  | 12.1% | 8.6%  | 0.82   | 2.61  | 2.65    | 2.6  | -0.2%       | 138   |
|       | 天虹纺织 | 6.1%  | 16.2% | 9.1%  | 1.08   | 4.36  | 2.51    | 2.8  | 9.6%        | 42    |
| 垂直一体化 | 伟星股份 | 13.0% | 41.2% | 27.8% | 0.89   | 5.48  | 2.26    | 1.2  | 17.4%       | 51    |
|       | 孚日股份 | 6.9%  | 21.5% | 11.5% | 0.62   | 1.87  | 1.61    | 2.4  | 15.8%       | 179   |
|       | 健盛集团 | 13.3% | 28.1% | 16.7% | 0.56   | 3.02  | 1.60    | 1.6  | 13.3%       | 130   |
|       | 鲁泰A  | 13.1% | 30.7% | 17.1% | 0.68   | 2.37  | 1.24    | 1.4  | 18.7%       | 143   |
|       | 申洲国际 | 19.8% | 31.0% | 10.6% | 0.78   | 3.02  | 2.65    | 1.3  | 19.1%       | 150   |

资料来源：Wind，长江证券研究所

申洲国际借助前瞻性的业务布局、持续不断的面料研发以及优质的生产供应能力与下游品牌客户建立了长期稳定的合作关系，在收入端稳步增长、盈利能力趋势改善的背景下，先后经历了由“普通→优质→稀缺”的发展阶段，估值中枢三上台阶。申洲国际之所以能够享受不同于传统制造公司的估值，核心在于解决了市场对于制造公司经营周期以及风险敞口等两方面的担忧。梳理公司 2016 年以来经历的 7 次较大幅度回调，前 2 次回调的背景为恒生指数提估值阶段，申洲国际相对 PE 估值未明显提升、回调幅度和回调时间大于恒生指数；接下来 3 次回调均发生在 2018 年，在市场寻找稳增长优质资产的背景下，申洲国际相对 PE 估值持续提升，其中仅第 4 次调整是受产能增速放缓预期影响，公司步入稀缺制造估值溢价阶段。我们看好公司专注运动针织领域借助面料升级和产能优化实现优质客户强绑定的经营策略，预计 2019 年、2020 年实现归母净利润 51.53 亿、61.40 亿，对应 EPS 为 3.43 元、4.08 元，对应 PE 为 27.9 倍、23.4 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

图 62: 申洲国际上市以来经营及市场表现一览



资料来源: Wind, 长江证券研究所 (注: 2016-2019H1 时间段中, Δ营收及Δ归母净利润取 2018 年末值)

表 8: 2016 年以来申洲国际历次回调一览

| 分类  | 申洲国际       |            | 恒生指数       |            | 区间最大跌幅 |        | 持续时间:天 |      |
|-----|------------|------------|------------|------------|--------|--------|--------|------|
|     | 最高点        | 最低点        | 最高点        | 最低点        | 申洲国际   | 恒生指数   | 申洲国际   | 恒生指数 |
| 第一次 | 2015-12-31 | 2016-05-13 | 2015-12-31 | 2016-02-12 | -17.7% | -16.4% | 134    | 43   |
| 第二次 | 2016-09-21 | 2016-11-25 | 2016-09-09 | 2016-11-14 | -17.0% | -7.8%  | 65     | 66   |
| 第三次 | 2018-01-23 | 2018-02-09 | 2018-01-26 | 2018-02-12 | -14.1% | -11.1% | 17     | 17   |
| 第四次 | 2018-08-31 | 2018-10-19 | 2018-08-09 | 2018-10-30 | -18.8% | -14.1% | 49     | 82   |
| 第五次 | 2018-12-13 | 2018-12-27 | 2018-12-04 | 2019-01-03 | -14.1% | -8.1%  | 14     | 30   |
| 第六次 | 2019-04-04 | 2019-05-31 | 2019-04-09 | 2019-06-04 | -14.2% | -11.3% | 57     | 56   |
| 第七次 | 2019-07-30 | 2019-08-05 | 2019-07-02 | 2019-08-13 | -9.3%  | -12.4% | 6      | 42   |

资料来源: Wind, 长江证券研究所 (更新至 2019 年 8 月 26 日)

表 9：申洲国际盈利预测（单位：百万元）

|                   | 2016A  | 2017A  | 2018A  | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>汇总</b>         |        |        |        |        |        |        |
| 主营业务收入            | 15,099 | 18,085 | 20,950 | 23,848 | 28,373 | 34,299 |
| 增速                | 19.5%  | 19.8%  | 15.8%  | 13.8%  | 19.0%  | 20.9%  |
| 归母净利润             | 2,948  | 3,763  | 4,540  | 5,153  | 6,140  | 7,447  |
| 增速                | 25.2%  | 27.7%  | 20.7%  | 13.5%  | 19.2%  | 21.3%  |
| EPS               |        |        |        | 3.43   | 4.08   | 4.95   |
| PE                |        |        |        | 27.9   | 23.4   | 19.3   |
| <b>收入拆分一：产能</b>   |        |        |        |        |        |        |
| 制衣业务产能(百万件)       | 310    | 350    | 398    | 448    | 512    | 597    |
| 增速                | 14.8%  | 12.9%  | 13.8%  | 12.4%  | 14.4%  | 16.5%  |
| 制衣业务均价(元/件)       | 49     | 52     | 53     | 54     | 56     | 57     |
| 增速                | 4.0%   | 6.1%   | 1.8%   | 3.0%   | 3.0%   | 3.0%   |
| 面料产能(吨/天)         | 358    | 440    | 550    | 610    | 700    | 830    |
| 增速                | 15.1%  | 22.9%  | 25.0%  | 10.9%  | 14.8%  | 18.6%  |
| <b>收入拆分二：核心客户</b> |        |        |        |        |        |        |
| 客户一               | 3,368  | 3,697  | 3,870  | 4,528  | 4,905  | 5,142  |
| 客户二               | 3,422  | 3,609  | 3,990  | 4,666  | 5,439  | 6,292  |
| 客户三               | 3,869  | 5,256  | 6,259  | 6,909  | 7,737  | 8,714  |
| 客户四               | 1,319  | 1,722  | 2,119  | 2,175  | 2,370  | 2,572  |
| 合计                | 11,978 | 14,285 | 16,237 | 18,277 | 20,450 | 22,720 |
| 增速                |        |        | 13.7%  | 12.6%  | 11.9%  | 11.1%  |
| 占比                | 79.3%  | 79.0%  | 77.5%  | 76.6%  | 72.1%  | 66.2%  |
| 主营成本              | 10,190 | 12,414 | 14,336 | 16,462 | 19,360 | 23,327 |
| 毛利率               | 32.5%  | 31.4%  | 31.6%  | 31.0%  | 31.8%  | 32.0%  |
| 营业开支              | 1,472  | 1,737  | 2,177  | 2,242  | 2,667  | 3,224  |
| /营业收入             | 9.7%   | 9.6%   | 10.4%  | 9.4%   | 9.4%   | 9.4%   |
| 营业利润              | 3,460  | 3,953  | 4,454  | 5,144  | 6,347  | 7,748  |
| /营业收入             | 22.9%  | 21.9%  | 21.3%  | 21.6%  | 22.4%  | 22.6%  |
| 除税前利润             | 3,643  | 4,288  | 5,090  | 5,783  | 6,914  | 8,434  |
| 所得税               | 695    | 528    | 598    | 630    | 774    | 987    |
| /除税前利润            | 19.1%  | 12.3%  | 11.7%  | 10.9%  | 11.2%  | 11.7%  |
| 归母净利润             | 2,948  | 3,763  | 4,540  | 5,153  | 6,140  | 7,447  |
| 增速                | 25.2%  | 27.7%  | 20.7%  | 13.5%  | 19.2%  | 21.3%  |
| EPS               |        |        |        | 3.43   | 4.08   | 4.95   |
| 对应 PE             |        |        |        | 27.9   | 23.4   | 19.3   |

资料来源：公司公告，长江证券研究所



## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                      |
|------|----------------------|
| 看 好: | 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数  |
| 中 性: | 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平 |
| 看 淡: | 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数  |

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

|      |                             |
|------|-----------------------------|
| 买 入: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%     |
| 增 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间 |
| 中 性: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间  |
| 减 持: | 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%      |

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明:** A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

## 联系我们

### 上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

### 北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

### 深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

## 分析师声明

作者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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。