

证券研究报告—动态报告/海外公司快评

港股

纺织服装

申洲国际 (02313)

动态报告

2020年02月22日

“分散布局+核心竞争力”足以应对外环境的不确定性

 证券分析师: **王学恒** 010-88005382

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** 0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

事项:

2020年2月12日, 欧盟委员会决定撤销部分EBA计划下给予柬埔寨的关税优惠, 并替换为欧盟标准关税(MFN), 涉及商品包括一部分服装和鞋类产品, 以及所有旅游商品和糖, 除非欧盟议事会和理事会反对, 否则该法案将于2020年8月12日生效; 同日, 欧盟议会投票正式批准通过了《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA), 该贸易协定将消除双方之间贸易货物的几乎所有关税, 协定将在2020年越南完成批准程序后生效, 最有可能在2020年夏初生效;

2020年2月14日, 甬派新闻报道, 申洲派出700余辆大巴, 从四川、甘肃、山西、云南、山东等14个省市迎接员工复工, 员工数量有一万七千余名, 首批已抵达;

2020年2月19日, Adidas表示, 自1月25日农历新年以来, 其在华业务同比下降了85%, 日本和韩国的业务量也有所下降; 同日, PUMA表示, 在截至2020年的强劲开局之后, 其在中国大陆的业务在2月份受到了“严重影响”。一半以上的Puma中国门店暂时关闭, 将影响第一季度的销售和利润, 但仍坚持其2020年全年销售增长10%的目标指引;

2020年2月20日, 商务部表示, 新冠肺炎疫情对消费短期影响较大, 中期影响平缓, 后期逐步恢复。预计3月消费市场有望触底企稳, 二季度消费市场仍将处于恢复期, 下半年进一步好转, 受疫情影响的部分补偿性消费进一步释放。

国信观点: 1) 柬越两地生产基地可充分对冲欧盟贸易风险; 2) 疫情延误复工对业绩影响相对轻微; 3) 内销占比仅3

成, 订单超出产能, 品牌春季货品滞销对申洲影响有限; 4) 海外产能即将加速释放, 研发+效率决定广阔空间; 5)

风险提示: 疫情持续时间过长, 全球消费需求显著下滑, 贸易摩擦加剧; 6) **投资建议:** 把握内在竞争力博弈的确定性, 外环境的不确定性显现申洲加仓良机。

近期欧盟柬埔寨贸易摩擦引发市场担忧, 但我们认为公司柬越两处生产基地足以对冲风险, 长期更将受益于行业劣质产能退出。疫情影响也有限, 因申洲海外产能运转正常, 国内复工迅速, 短暂1-2个季度的疫情对订单负面影响甚微。申洲产能即将加速释放, 且面料研发与生产效率在行业内均显著领先, 行业的逆风即是公司继续扩大份额的契机。我们采取保守假设, 国内工厂复工延迟两周, 工资和防护措施增大生产成本, 且未来也不会出现消费补偿性释放, 则分别下调公司2020年收入和净利润预测2%和3.6%, 影响相当轻微。我们预计公司19-21年净利润增速分别为13.4%/15.7%/25.1%, EPS分别为3.42/3.94/4.96元, 当前股价对应19-21年的PE分别为27.0x/23.4x/18.7, 并未充分反映公司抗风险能力与核心竞争优势, 并且公司即将进入产能加速释放期, 当前估值吸引。我们维持公司合理估值为2020 PE 27-28x, 对应120-125港元, 维持“买入”评级。

评论:

■ 柬越两地生产基地可充分对冲欧盟贸易风险

欧盟拟撤销柬埔寨关税优惠涉及小部分低附加值服装, 占申洲产品比例较小。根据撤销EBA (Everything But Arms) 计

划关税优惠的法案中的 HS 编码,我们发现涉及的鞋服类产品主要为非棉男裤、男内衣、男衬衫、T恤、袜子、非针织运动服、皮鞋和鞋垫等 13 类,在所有 61、62、64 章商品的 40 个分类里面占 13/40,且其中 5 个类别中只涉及部分子类别。考虑到申洲生产的产品主要为针织的运动服、休闲服和内衣,棉与非棉材料比例约为 6:4,我们粗略估计申洲柬埔寨工厂目前产品中可能受影响的商品占比仅为小部分。同时因为申洲采取 FOB 报价,关税由客户承担,对申洲无直接影响,间接影响也较为有限。

表 1: 欧盟撤销柬埔寨 EBA 涉及鞋服类商品 (阴影部分所示)

HS 编码	分类	特定细项
61	第六十一章 针织或钩编的服装及衣着附件	
6101	针织或钩编的男士大衣、短大衣、斗篷、短斗篷、带风帽的防寒短上衣 (包括滑雪短上衣)、防风衣、防风短上衣及类似品,但税目 61.03 的货品除外:	
6102	针织或钩编的女式大衣、短大衣、斗篷、短斗篷、带风帽的防寒短上衣 (包括滑雪短上衣)、防风衣、防风短上衣及类似品,但税目 61.04 的货品除外:	
6103	针织或钩编的男士西服套装、便服套装、上衣、长裤、护胸背带工装裤、马裤及短裤 (游泳裤除外):	其中的 41、43、49 (毛制、合成纤维制、其他纺织材料制的长裤、护胸背带工装裤、马裤及短裤)
6104	针织或钩编的女式西服套装、便服套装、上衣、连衣裙、裙子、裙裤、长裤、护胸背带工装裤、马裤及短裤 (游泳裤除外):	
6105	针织或钩编的男衬衫:	
6106	针织或钩编的女衬衫:	
6107	针织或钩编的男士内裤、三角裤、长睡衣、睡衣裤、浴衣、晨衣及类似品:	
6108	针织或钩编的女式长衬裙、衬裙、三角裤、短衬裤、睡衣、睡衣裤、浴衣、晨衣及类似品:	
6109	针织或钩编的 T 恤衫、汗衫及其他背心:	
6110	针织或钩编的套头衫、开襟衫、背心及类似品:	
6111	针织或钩编的婴儿服装及衣着附件:	
6112	针织或钩编的运动服、滑雪服及游泳服:	
6113	用税目 59.03、59.06 或 59.07 的针织物或钩编织物制成的服装:	
6114	针织或钩编的其他服装:	
6115	针织或钩编的连裤袜、紧身裤袜、长筒袜、短袜及其他袜类,包括渐变压力袜 (例如用以治疗静脉曲张的长筒袜) 和无外端鞋底的鞋类:	其中的 10、21、22、29、95、96、99
6116	针织或钩编的分指手套、连指手套及露指手套:	
6117	其他制成的针织或钩编的衣着附件; 服装或衣着附件的针织或钩编的零件:	
62	第六十二章 非针织或非钩编的服装及衣着附件	
6201	男士大衣、短大衣、斗篷、短斗篷、带风帽的防寒短上衣 (包括滑雪短上衣)、防风衣、防风短上衣及类似品,但税号 62.03 的货品除外:	
6202	女士大衣、短大衣、斗篷、短斗篷、带风帽的防寒短上衣 (包括滑雪短上衣)、防风衣、防风短上衣及类似品,但税目 62.04 的货品除外:	
6203	男士西服套装、便服套装、上衣、长裤、护胸背带工装裤、马裤及短裤 (游泳裤除外):	其中的 41、43、49
6204	女士西服套装、便服套装、上衣、连衣裙、裙子、裙裤、长裤、护胸背带工装裤、马裤及短裤 (游泳裤除外):	
6205	男衬衫:	
6206	女衬衫:	
6207	男士背心及其他内衣、内裤、三角裤、长睡衣、睡衣裤、浴衣、晨衣及类似品:	
6208	女士背心及其他内衣、长衬裙、衬裙、三角裤、短衬裤、睡衣、睡衣裤、浴衣、晨衣及类似品:	
6209	婴儿服装及衣着附件:	
6210	用税目 56.02、56.03、59.03、59.06 或 69.07 的织物制成的服装:	
6211	运动服、滑雪服及游泳服; 其他服装:	其中的 33、39、42、43、49
6212	胸罩、束腰带、紧身胸衣、吊裤带、吊袜带、束袜带和类似品及其零件,不论是否针织或钩编的:	
6213	手帕:	
6214	披巾、领巾、围巾、披纱、面纱及类似品:	
6215	领带及领结:	
6216	分指手套、连指手套及露指手套:	
6217	其他制成的衣着附件; 服装或衣着附件的零件,但税号 62.12 的货品除外:	
63	第六十三章 其他纺织制成品; 成套物品; 旧衣着及旧纺织品; 碎织物	
64	第六十四章 鞋靴、护腿和类似品及其零件	
6401	橡胶或塑料制外底及鞋面的防水鞋靴,其鞋面不是用缝、铆、钉、旋、塞或类似方法固定在鞋底上的:	
6402	橡胶或塑料制外底及鞋面的其他鞋靴:	
6403	橡胶、塑料、皮革或再生皮革制外底,皮革制鞋面的鞋靴:	其中的 19、20、40、51、59、91、99

6404	橡胶、塑料、皮革或再生皮革制外底,用纺织材料制鞋面的鞋靴:
6405	其他鞋靴:
6406	鞋靴零件(包括鞋面,不论是否带有除外底以外的其他鞋底); 活动式鞋内底、跟垫及类似品; 护腿、裹腿和类似品及其零件:

资料来源: 欧盟委员会, 国信证券经济研究所整理

欧盟是柬埔寨的主要出口地区, 此次欧盟向大约 10 亿欧元, 即相当于柬埔寨每年向欧盟出口金额的 1/5 商品加税, 短期将对柬埔寨经济造成一定负面影响, 但由于大部分商品以及高附加值产品仍处于免税中, 也有望促使柬埔寨产业升级。

表 2: 欧盟撤回柬埔寨 EBA 关税优惠系列事件时点

日期	事项
2020 年 2 月 12 日	欧盟委员会决定部分取消柬埔寨进入欧盟市场的优惠待遇
2019 年 11 月 12 日	欧盟委员会就暂停贸易优惠作出最后的初步报告
2019 年 6 月 11 日	欧盟向柬埔寨派出监测团, 评估人权和劳工权利状况
2019 年 2 月 11 日	欧盟启动暂停柬埔寨贸易优惠程序
2018 年 7 月 12 日	欧盟代表团评估柬埔寨人权和劳工状况

资料来源: 欧盟委员会, 国信证券经济研究所整理

表 3: 2018 年柬埔寨与欧盟贸易数据比较

柬埔寨出口				欧盟进口			
排名		金额 (百万欧元)	占比	排名		金额 (百万欧元)	占比
	世界	26,954	100.0%		世界	1,980,627	100.0%
1	欧洲 28 国	4,023	38.2%	1	中国	394,847	19.9%
2	美国	2,389	22.7%	2	美国	267,626	13.5%
3	日本	859	8.2%	3	俄罗斯	168,266	8.5%
4	中国	832	7.9%	4	瑞士	108,999	5.5%
5	加拿大	682	6.5%	5	挪威	83,829	4.2%
6	泰国	309	2.9%	6	土耳其	76,142	3.8%
7	中国香港	202	1.9%	7	日本	70,313	3.6%
8	马来西亚	199	1.9%	8	韩国	51,092	2.6%
9	韩国	184	1.8%	9	印度	45,817	2.3%
10	越南	171	1.6%	10	越南	38,195	1.9%
1	欧洲 28 国	4,023	38.2%	45	柬埔寨	5,360	0.3%

资料来源: 欧盟委员会, 国信证券经济研究所整理

欧盟与越南贸易协定免除 99% 的关税, 预计在 2020 年夏季初生效, 可有效对冲中洲柬埔寨生产基地加税风险。欧盟与越南双方将在 10 年内消除双边货物贸易中的 99% 的关税, 其中 65% 的欧盟至越南的出口将被立即免征关税, 71% 的越南至欧盟的出口将被立即免关税。根据《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA) 规定, 具体货品被分为 “A”、“B3”、“B5”、“B7” 等等多个类别, 分不同年限逐步降至 0 关税, 例如, “A” 类货品在协议生效日立即免征关税, “B3” 类则在协议生效日起的 4 个等年度分阶段取消等。

中洲生产的主要为针织服装, 我们在协议中欧盟关税表的 HS 61 针织服装类别中, 看到大部分货品被分为 “A” 类, 其余为 “B3” 和 “B5”, 即大部分针织服装关税将在今年协议生效后立即从 10% 左右的降为 0, 其余将在今年起的 6 年内逐步下降至 0, 因此对于中洲采购越南基地产品向欧盟出口的品牌客户来说, 将明显受益关税下降。另外, 我们再逐一对比 HS61 类别中, 欧盟拟向柬加税而向越免税的商品, 具体免税的等级分类具体如下表所示:

表 4: 欧盟撤回柬埔寨关税优惠涉及商品在 EVFTA 中的免税情况

HS 编码	一级分类	二级编码	二级分类	基础税率	等级分类
6103	针织或钩编的男士西服套装、便服套装、上衣、长裤、护胸背带工装裤、马裤及短裤（游泳裤除外）:	41	毛制	12	A
		43	合成纤维制	12	B5
		49	其他纺织材料制	12	B3
6105	针织或钩编的男衬衫:	10	棉制	12	B5
		20	人造纤维制	12	B5
		90	其他纺织材料制	12	A
6107	针织或钩编的男士内裤、三角裤、长睡衣、睡衣裤、浴衣、晨衣及类似品:	11、12、19	内裤	12	B5、B3、A
		21、22、29	睡衣	12	B5、A、A
		91、99	其他	12	A、A
6109	针织或钩编的 T 恤衫、汗衫及其他背心:	10	棉制	12	B5
		90	其他纺织材料制	12	B5
6115	针织或钩编的连裤袜、紧身裤袜、长筒袜、短袜及其他袜类,包括渐紧压力袜类(例如用以治疗静脉曲张的长筒袜)和无外编鞋底的鞋类:	10-99	全部	8-12	A

资料来源: 欧盟委员会, 国信证券经济研究所整理

■ 疫情延误复工对业绩影响相对轻微

此次疫情短暂延误公司国内工厂复工, 海外工厂正常运作, 业绩影响较为轻微。根据公司微信公众号以及宁波媒体报道, 公司国内工厂在 2 月 10 日复工, 宁波基地首日复工 1.4 万人, 均为自本地员工, 复工率 39%; 安徽工厂首日复工 6200 人, 复工率 62%。由于当时多地高铁停运, 公司派出 700 余辆大巴, 从四川、甘肃、山西、云南、山东等 14 个省市迎接员工复工, 人数共超过 1.7 万名, 首批员工在 2 月 13 日抵达。我们预计在 2 月 17 日公司国内复工率已经达到 90% 以上, 产能利用率可以顺利达到 100%。在公司严格的疫情防控措施下, 我们对公司保持安全有序生产充满信心。

根据复工情况, 我们假设公司国内工厂延迟复工 1 周, 第二周产能利用率 50%, 第三周产能利用率 100%, 海外工厂照常, 全年其余时间按照原计划生产, 则可大致预计疫情耽误复工对公司 2020 年收入影响比例为 2%, 较为轻微。

表 5: 2020 年公司受疫情影响复工产能情况测算

生产基地	预计原产能	预计疫情影响后产能	比例
中国	33,100	32,111	97.0%
柬埔寨	6,993	6,993	100.0%
越南	10,080	10,080	100.0%
合计	50,173	49,184	98.0%

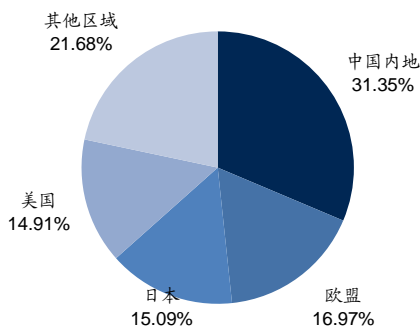
资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

考虑到在推迟复工期间仍然支付员工工资, 以及防疫措施等方面相比往年额外承担的成本, 我们保守假设为人均 2500 元, 国内员工共约 4.3 万人, 则公司成本增加 1 亿元左右。因此推迟复工的利润损失加上额外承担的成本, 合计净利润比原预测减少 2.2 亿元, 对公司净利润的影响约 3.6%, 仍然较为轻微。

■ 内销占比仅 3 成, 订单超出产能, 品牌春季货品滞销对申洲影响有限

从销售地区、订单提前生产、产能供不应求的三个角度分析, 我们认为需求端的冲击对申洲影响有限。

- 1) 从地区分布看, 由于此次疫情主要影响大中华区的消费需求, 海外大部分市场需求较为正常, 而申洲的产品大部分出口到海外, 仅 3 成在中国内销, 因此下游需求的负面影响对公司整体较为有限;
- 2) 从订单生产节奏看, 只有当疫情延续超过 2 个季度才有可能导致订单出现明显变动。今年疫情的消息在 1 月 20 日左右突发, 春节期间及之后一段时间客流下滑, 造成春季货品滞销, 压力由品牌和经销商承担。品牌普遍提前 2 个季度订货, 夏季订货也已经在去年完成, 春夏季货品的订单能够调整幅度较小。短期疫情也有可能影响品牌经销商对秋季订货的信心, 但按照目前疫情发展趋势以及商务部判断, 消费大概率在 3 月见底, 夏季进入恢复期, 秋季若迎来补偿性消费, 则反而有正面利好作用;
- 3) 从产能情况看, 公司仍然面临产能瓶颈, 订单需求超出产能供给, 使得公司业绩与终端市场需求波动之间存在较大的缓冲空间, 短期终端消费需求下降对公司实际影响有限。

图 1: 2019 1H 公司营收按地区分布


资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

■ 海外产能即将加速释放, 研发+效率决定广阔空间

我们根据公司招工进度和目标产能测算, 预计公司 19-22 年产能释放呈加速趋势, 具体测算如下:

- 2019 年, 由于上一轮越南项目爬坡接近理想产能, 而多个新项目陆续在建, 德利成衣厂尚处于投产初期, 产能增速接近公司以往 10%-15% 增长区间的下限;
- 2020 年, 越南德利工厂招满后爬坡将成为最主要的产能增长驱动力, 柬埔寨新项目一期开始投产额外贡献少量新增产能, 预计公司当年产能增长在 10%-15% 的中间位置;
- 2021-2022 年, 随着越南德利工厂爬坡接近理想水平, 柬埔寨新工业园区项目与越南世通新项目进入爬坡期, 逐步成为新的增长驱动力。在柬越两地工厂同时爬坡驱动下, 预计公司总体产能增速接近 10%-15% 的上限。

综合预计 19-22 年, 公司产能增长分别为 11%/13%/14.5%/14.8%, 具体成衣产能拆分工厂预测如下:

表 6: 公司成衣产能增长预测

地区	工厂	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
中国	成熟工厂	30,000	31,500	33,100	34,800	36,600
	YoY	6.7%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%
	工厂合计	30,000	31,500	33,100	34,800	36,600
	YoY	6.7%	5.0%	5.1%	5.1%	5.2%
柬埔寨	成熟工厂	5,200	6,000	6,540	6,998	7,418
	YoY	27.6%	15.4%	9.0%	7.0%	6.0%
	在建工厂	0	0	453	1,360	3,853
	YoY				200.0%	183.3%
	工厂合计	5,200	6,000	6,993	8,358	11,271
	YoY	27.6%	15.4%	16.6%	19.5%	34.9%
越南	成熟工厂	5,000	6,400	7,360	8,022	8,584
	YoY	66.5%	28.0%	15.0%	9.0%	7.0%
	爬坡工厂	0	510	2,720	5,780	6,800
	YoY			433.3%	112.5%	17.6%
	在建工厂	0	0	0	510	2,720
	YoY					433.3%
	工厂合计	4,800	6,910	10,080	14,312	18,104
	YoY	66.5%	44.0%	45.9%	42.0%	26.5%
合计	合计	40,000	44,410	50,173	57,470	65,975
	YoY	15.30%	11.0%	13.0%	14.5%	14.8%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

柬埔寨新项目总规模较大, 预计 2 年后产生较大增量贡献。具体产能情况:

1. 成熟工厂：目前公司柬埔寨成熟成衣工厂员工约 1.2 万人，产能约占公司总产能的 13.5%，2019 年效率增长 10%。
2. 在建工厂：柬埔寨新建项目位于金边经济特区第三期，计划招聘 1.8 万员工，首批产能在 2020 年 6、7 月份开始招工投产，预计 2020/2021 年底分别招到 1200/4500 人。

按照公司计划以及以往产能效率爬坡的节奏，我们预计柬埔寨地区产能增长将逐年加速，在 2019-2022 年分别同增 15.4%/16.6%/19.5%/34.9%。

表 7：柬埔寨成衣产能概况

项目	情况
建立历程	2005 年 6 月中洲柬埔寨有限公司；2012 年 2 月大千纺织柬埔寨有限公司；2018 年 6 月荣德制衣有限公司；2019 年 2 月越群制衣有限公司
主要客户	Nike、Adidas、PUMA、POLO
出口市场	欧洲、北美、亚太、中国、拉美
生产车间及工序	裁剪、缝制、包装及印花、水洗、仓储等
管理人员	逐步本地化，一个缝制车间 10 人下降到 4 人
工资	最低工资高于法定标准 14%，平均 360 美元
成熟工厂产能	车缝日产量 22-25 万件/天，2019 年效率增长 10%
在建工厂产能	计划员工 1.8 万人，达产后预计年产成衣 8000 万件，首期产能在 2020 年第二季度投产

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 2：柬埔寨新项目在建厂房外部

图 3：柬埔寨新项目在建厂房内部


资料来源：调研拍摄，国信证券经济研究所整理

资料来源：调研拍摄，国信证券经济研究所整理

越南项目正在爬坡，未来 3 年将持续高速增长。具体产能情况：

1. 成熟工厂：目前公司越南成熟成衣工厂员工约 1.2 万人，产能约占公司总产能的 15.6%，2019 年在成熟工厂（世通成衣厂）保持 20% 以上的增长同时新项目（德利成衣厂）已经开始招聘投产。
2. 爬坡工厂：目前德利成衣厂已经招聘到 3000 名员工，预计今年底将达到 3.2 万件每天的产能，明年底/后年底预计分别达到 15/20 万件每天的产能，爬坡迅速；
3. 在建工厂：越南新建项目即公司近期公告的 Adidas 专用工厂，建在世通工厂厂区，计划招聘 6000 名员工，首预计在 2020 年年底土地完工，2021 春节后招聘分批逐步招聘，2-3 年达产。

按照公司计划以及以往产能效率爬坡的节奏，我们预计越南地区产能增长将在未来三年保持高速增长，在 2019-2022 年分别同增 44.0%/45.9%/42.0%/26.5%。

表 8: 越南成衣产能概况

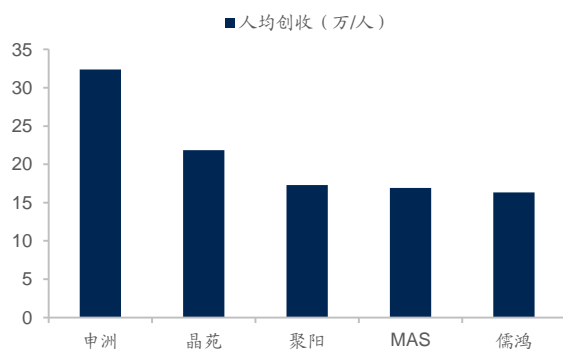
项目	情况
建立历程	世通工厂 2014-2015 年开始建设; 2016 年建面达 55 万平, 招聘到 6000 名员工; 2017 年建面 60 万平, 8000 名员工; 2018 年建面 60 万平, 1 万名员工; 2019 年建面 60 万平, 1.2 万名员工
主要客户	Nike、Adidas、优衣库
出口市场	日本、美国为主
生产车间及工序	裁剪、缝制、包装及印花、水洗、仓储等, 以及 Flyknit
人员分布	ABCD 四个工厂占 83%, Flyknit 占 7%
工资	基本工资高出政府最低工资 13%, 另有奖金绩效和其他福利
成熟工厂产能	员工超过 1.2 万人, 2019 年产能达到 600 万件/月
爬坡工厂产能	计划 6000-8000 人, 2019 年产能达到 3.2 万件/日
在建工厂产能	2021 年开始招聘投产, 总共计划招聘 6000 人, 2-3 年达产

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

面料产能预计在 2020 年底达到海内外各 350 吨/天的规模。预计公司宁波面料技改将于近期完成, 同时越南面料产能将于明年底达到目标产能, 届时将形成海内外均为每天 350/350 吨的面料产能, 足以覆盖公司目前的下游扩张计划所需的面料供应。

研发能力深度绑定客户, 高效生产人均产出为同行 2 倍以上。公司每年投入收入的 2-3% 用于研发, 面料生产为 ODM 模式, 为品牌提供从面料开发到成衣生产一站式服务, 深度绑定国际龙头品牌。公司生产自动化水平领先, 国内、柬埔寨、越南三地均使用目前业内领先水平的自动化设备, 以及自主研发的设备和模块工具。并且, 公司做到了全生产流程的信息化, 实时监控每条生产线的生产进度和良率, 记录每件产品的位置流程信息, 并能进行数据分析统计。生产自动化与信息化的优势主要体现在: 1. 缩短工人培训时间、降低对熟练工的依赖; 2. 减轻工人劳动强度; 3. 提高生产效率, 缩小海内外生产效率差距; 4. 减少物料浪费; 5. 缩短生产周期, 增强快速反应能力等等; 最终将体现在公司领先于同行的盈利水平和人均产出上。

图 4: 公司人均创收与同行公司比较 (成衣生产部分)



资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 5: 申洲工厂信息化系统



资料来源:调研拍摄, 国信证券经济研究所整理

管理人才充足, 有助于产能迅速爬坡。我们认为公司在未来海外产能继续扩建所需的管理人才储备情况将好于 2015-2016 世通工厂开始爬坡时的情况, 有利于公司加快产能提升速度。在柬埔寨和越南的成熟工厂的过往建设管理的过程中, 公司以中方管理人员外派的模式进行管理输出, 快速的提升了海外工厂的产能效率并保持了稳定的经营运行, 目前柬埔寨越南两地成熟工厂效率已达到国内工厂的 80% 左右。目前, 公司继续在柬越两国扩建产能, 已有富有经验的外派管理人员可以从当地成熟工厂抽调, 也有在宁波总部培养出的人才继续外派, 同时也有人才被公司优厚的待遇和发展前景吸引加入, 有望有效克服管理瓶颈, 加快爬坡进度。

高度重视社会责任与环保建设, 奠定长期可持续发展基础。在东南亚国家投资火热、员工文化理念与中国员工差异较大的背景下, 公司以富有竞争力的薪酬福利、以人为本的员工管理来保障招工的顺利, 并且提高了员工稳定性, 激发了员工的工作积极性, 并未员工的职业发展上升提供了更好的前景。同时, 公司在环保建设上做出了大量投入, 能够符合当地监管标准和客户验厂要求, 同时节能降耗、降低环境污染。在产能不断提升的背景下, 公司的能耗、垃圾排放、用水

等指标反而逐年下降，体现出卓越的环保建设成果。

表 9: 公司员工关怀与环保建设相关情况

项目	情况
员工关怀	薪资福利高于同业约 15%、中央空调、免费食宿、午休躺椅、运动场、医务室免费药品、免费体检、照顾孕妇、慈善委员会、免费大巴接送、派往中国轮岗培训、出国走访、团队活动、春节后抽奖
环保建设	雨水利用收集、屋顶采光带、节能降耗型印染设备、冷水循环系统、自建污水处理系统、30%绿化面积

资料来源:公司资料，国信证券经济研究所整理

■ **把握内在竞争力博弈的确定性，外环境的不确定性显现申洲加仓良机，维持“买入”评级**

近期欧盟柬埔寨贸易摩擦引发市场担忧，但我们认为公司柬埔寨两处生产基地足以对冲风险，长期更将受益于行业劣质产能退出。疫情影响也有限，因申洲海外产能运转正常，国内复工迅速，短暂 1-2 个季度的疫情对订单负面影响甚微。申洲产能即将加速释放，且面料研发与生产效率在行业内均显著领先，行业的逆风即是公司继续扩大份额的契机。我们采取保守假设，国内工厂复工延迟两周，工资和防护措施增大生产成本，且未来也不会出现消费补偿性释放，则分别下调公司 2020 年收入和净利润预测 2%和 3.6%，影响相当轻微。我们预计公司 19-21 年净利润增速分别为 13.4%/15.7%/25.1%，EPS 分别为 3.42/3.94/4.96 元，当前股价对应 19-21 年的 PE 分别为 27.0x/23.4x/18.7，并未充分反映公司抗风险能力与核心竞争优势，并且公司即将进入产能加速释放期，当前估值吸引。我们维持公司合理估值为 2020 PE 27-28x，对应 120-125 港元，维持“买入”评级。

表 10: 盈利预测和市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	20,950	23,800	26,735	31,670
(+/-%)	15.8%	13.6%	12.3%	18.5%
净利润(百万元)	4,540	5,148	5,956	7,453
(+/-%)	20.7%	13.4%	15.7%	25.1%
每股收益(元)	3.02	3.42	3.96	4.96
毛利率	31.6%	31.3%	31.1%	32.0%
EBIT Margin	21.3%	21.7%	22.4%	24.1%
净利率	21.7%	21.6%	22.3%	23.5%
净资产收益率(ROE)	20.4%	20.7%	21.4%	23.6%
市盈率(PE)	30.6	27.0	23.4	18.7
EV/EBITDA	27.1	23.9	20.7	16.7
市净率(PB)	6.24	5.59	5.00	4.41

资料来源:公司资料, 国信证券经济研究所整理预测

表 11: 可比公司盈利预测与估值

证券简称	股票代码	总市值 (亿人民币元)	收盘价 (交易货币)	交易货币	EPS			PE			评级
					19E	20E	21E	19E	20E	21E	
申洲国际	2313.HK	1,410	104.0	HKD	3.42	3.96	4.96	27.0	23.4	18.7	买入
儒鸿*	1476.TW	238	374.5	TWD	16.49	19.15	21.33	22.7	19.6	17.6	无评级
丰泰企业*	9910.TW	308	181.5	TWD	9.02	9.79	10.55	20.1	18.5	17.2	无评级
裕元集团*	0551.HK	305	21.0	HKD	0.20	0.23	0.26	13.7	11.7	10.1	无评级
百隆东方*	601339.SH	57	3.8	CNY	0.27	0.32	0.35	14.1	11.6	10.7	无评级
健盛集团*	603558.SH	48	11.5	CNY	0.64	0.78	0.95	18.0	14.8	12.1	无评级

资料来源: Bloomberg; 国信证券经济研究所整理预测

注: “*” 公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期。

相关研究报告

- 《纺织服装产业链梳理专题一：沙里淘金，聚焦运动黄金赛道》——2020-02-14
 《体育用品产业链专题研究：生命不息，运动不止》——2019-12-02
 《中洲国际-02313.HK-重大事件快评：大股东小比例配售旧股无碍基本面保持稳健》——2019-09-22
 《中洲国际-02313.HK-业绩符合预期，产能释放在即》——2019-08-22
 《中洲国际-02313.HK-重大事件快评：受益宁波制造业升级，产能稳健大步扩张》——2019-07-30

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