

# 龙头的跨越式发展大时代

## ——纺织制造行业投资逻辑

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002 联系邮箱：mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001 联系邮箱：chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003 联系邮箱：linjch@dwzq.com.cn

2018年8月10日

## ■ 全球服装供应链向我国龙头生产型企业集中趋势明显：

- 我们认为，由于（1）全球消费者对服装功能性、舒适性要求逐渐提高、（2）国际品牌整体增速下降使其开始对供应链体系进行整合、以及（3）我国龙头生产型企业逐步在研发、规模、生产效率上体现出的优势，全球服装供应链向我国龙头集中将会成为较长期趋势。
- 申洲国际和利丰在2010年以来市值截然不同的走势，充分说明了市场对龙头生产企业的认可，申洲、天虹均在17年创下历史市值新高。

## ■ 受益的我国龙头不断进行海外扩张保证生产效率的最优化：

- 越南和中美洲由于在地理位置、关税优惠、地方政策、生产成本上的优势，成为了我国龙头生产型企业投资的首要选择。
- 我国龙头生产型企业从上游的天虹纺织、华孚时尚、百隆东方、到中游的鲁泰、超盈国际控股、再到下游的晶苑国际、维珍妮、健盛集团，以及一体化的申洲国际，均在以越南为首的东南亚地区扩张，以持续保持竞争力。

## ■ 全面看好我国龙头生产型企业，集中化趋势下具备长期投资价值：

### ➤ 推荐天虹纺织、申洲国际、维珍妮：

- ✓ 天虹纺织：纱线规模化与上下游一体化齐头并进，业绩成长相对确定且估值较低的弹力包芯纱龙头
- ✓ 申洲国际：纺服行业市值第一股，面料成衣生产一体化，研发能力出色、产品交期稳定的全球针织生产龙头
- ✓ 维珍妮：无缝制衣技术全球龙头，开拓新客户加拓品类同步进行，越南产能逐步达产有望迎来快速增长

### ➤ 此外，晶苑国际、超盈国际值得关注：

- ✓ 晶苑国际：高效率的全球制衣龙头企业，瞄准快时尚市场迅速扩张产能
- ✓ 超盈国际：内衣面料龙头生产型企业，扩张产能同时开拓运动面料领域，有望迎来全新增长

	上市公司	市值(亿元)	17归母净利 (亿元)	2018归母净利 润 (亿元)	YOY	18PE	2019归母净利 润 (亿元)	YOY	19PE
纱线									
2678.HK	天虹纺织	112	11.5	14.0	21%	8	16.5	18%	7
002042.SZ	华孚时尚	100	6.8	8.9	32%	11	11.3	26%	9
601339.SH	百隆东方	80	4.9	6.1	24.7%	13	7.0	15%	11
面料									
2111.HK	超盈国际	25	2.5	3.4	34%	7	4.1	19%	6
成衣									
2232.HK	晶苑国际	125	11.4	12.9	14%	10	16.0	24%	8
2199.HK	维珍妮	65	2.1	3.3	56%	20	5.5	68%	12
1982.HK	南旋控股	23	2.9	3.9	38%	6	4.2	7%	5.5
一体化									
2313.HK	申洲国际	1,240	36.4	44.8	23%	28	52.5	17%	24
000726.SZ	鲁泰A	85	8.4	10.0	19%	9	10.9	10%	8

注：南旋控股、超盈国际、晶苑国际来自Wind一致预期，以人民币为货币单位

数据来源：Wind，东吴证券研究所

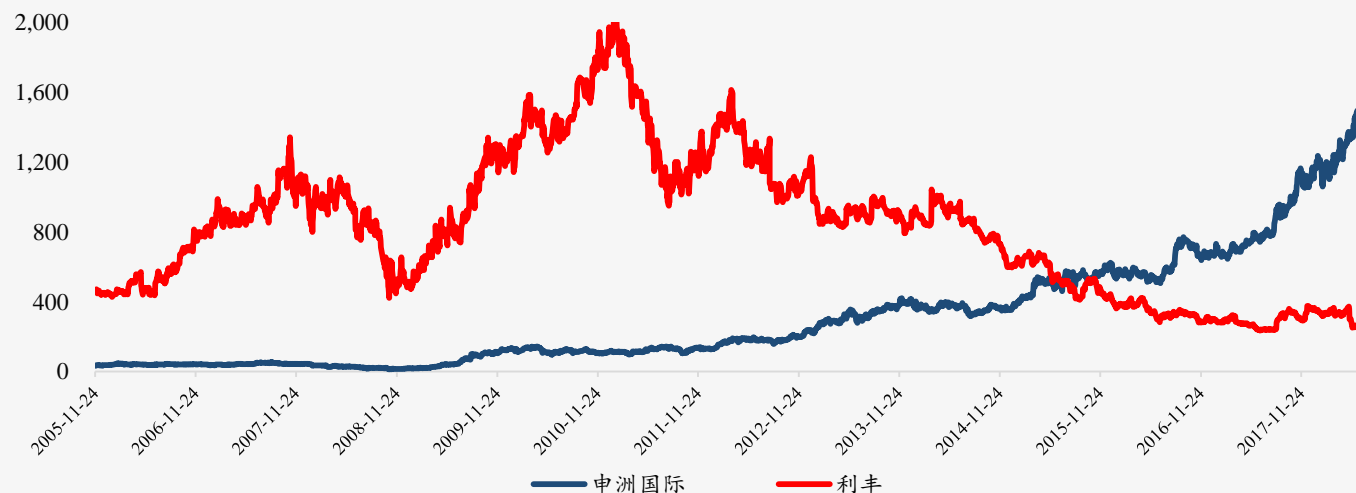


## 1.1 从利丰到申洲国际：服装需求变化带动服装供应链转向龙头生产型企业

### ■ 利丰和申洲国际在十年之间完成市值更替：

- ✓ 利丰依靠百余年积累的分布全球的供应链资源、以及全流程的供应链服务能力，构建起了覆盖全球的供应链服务帝国。巅峰期公司收入/利润分别接近1400亿/50亿，市值接近2000亿人民币。
- ✓ 申洲国际凭借面料成衣一体化的研发生产能力，以及稳定的产品品质和交期，逐步成为了耐克、阿迪等国际品牌全球最大的服装供应商。其目前净利润接近40亿，市值十年之间增长百倍，超过1200亿人民币。
- ✓ 申洲市值在2015年超过利丰，表现出了2010年之后全球服装消费新趋势：在消费者对服装功能性及时尚度要求越来越高的情况下，运动和快时尚品牌发展迅速。这些品牌商由于对供应商研发和快速反应能力要求更高，使具备生产和研发护城河的生产型龙头获得发展的黄金时期，而传统贸易商的业绩则持续出现下滑。
- ✓ 申洲国际与天虹纺织等龙头生产型企业在17年均创下了历史市值新高。

申洲国际、利丰市值比较（亿元）



## 1.2 百年利丰全球采购、全面服务打造供应链帝国

- 作为全球首屈一指的供应链服务商，利丰依靠超过百年的发展逐步搭建起了全球供应链资源网络：自1906年开始，利丰从贸易商起家，后依靠在生产商聚集点设立网点、了解当地生产成本和商业环境，开始为下游客户进行原材料采购和供应链管理。此后通过并购，利丰将自己的客户和供应链资源延伸至全球，目前公司已经拥有分布于40个经济体、共计8211家活跃工厂的供应链网络。

1995	收购英之杰，获得欧洲客户基础
1999	收购太古贸易及金巴莉扩大在美国和欧洲的客户基础
2000、2002	收购Colboy、美利洋行继续扩大客户群

- 目前利丰已搭建起覆盖从产品设计、原材料管控、工厂控制、到物流运输等在内的全流程的供应链服务体系



- 在服装消费趋势变化的情况下，利丰由于原有模式无法适应新的快速消费趋势、以及11~14年管理层更换之后公司策略的改变，利丰整体在12年开始出现了连续下滑。

(单位：亿人民币)	2010/12/31	2011/12/31	2012/12/31	2013/12/31	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31
营业总收入	1055.7	1337.1	1349.9	1384.9	1287.6	1257.1	1118.9	903.5
YOY	18.6%	26.6%	1.0%	2.5%	-7.1%	-2.5%	-11.0%	-19.1%
毛利率	14.00%	15.30%	14.60%	15.90%	11.60%	11.60%	11.70%	10.20%
净利润	36.4	45.5	41.2	48.4	29.5	28.1	14.9	-25
YOY	27.00%	24.90%	-9.40%	17.50%	-39.20%	-4.60%	-47.00%	-267.90%
净利率	3.40%	3.40%	3.00%	3.50%	2.30%	2.20%	1.30%	-2.80%

- 17-19年利丰规划新的三年计划，目标创造未来的供应链：利丰的三年规划包括了（1）速度（协助客户缩短交期、加快新产品推出速度）；（2）创新（创新运营模式，与客户及供应链伙伴）；（3）数码化（实践供应链全面数码化，透过数码化由产品开发、样板制作、原材料管理及成本计算到最终产品送达，提升效率）

## 1.3 运动、快时尚风潮席卷全球，龙头供应商迅速成长

- 消费者对于服装功能性和时尚度的追求，使11年以来运动品牌和快时尚品牌的符合增速明显超过传统的休闲服饰品牌。

(单位: 亿美元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	CAGR
NIKE	241.28	253.13	277.99	306.01	323.76	343.50	363.97	7.1%
ADIDAS	155.94	173.93	169.36	169.85	197.67	225.44	247.96	8.0%
UNDER ARMOUR	14.73	18.35	23.32	30.84	39.63	48.25	49.77	22.5%
运动品牌收入总计	411.91	445.38	470.71	506.65	561.09	617.15	661.74	8.2%
H & M	123.87	136.03	144.78	170.51	203.67	216.51	225.23	10.5%
INDITEX	146.39	161.19	195.45	211.72	244.25	272.42	296.09	12.5%
FAST RETAIL	73.00	82.64	101.71	123.25	149.92	159.16	165.99	14.7%
快时尚品牌总计	343.26	379.86	441.94	505.48	597.84	648.09	687.31	12.3%
PVH	58.91	60.43	81.86	82.41	80.20	82.03	89.15	7.1%
RALPH LAUREN	68.60	69.45	74.50	76.20	74.05	66.53	61.82	-1.7%
VF	94.59	108.80	114.20	122.82	123.77	120.19	118.11	3.8%
休闲品牌总计	222.09	238.68	270.56	281.43	278.02	268.75	269.08	3.2%

- 运动品牌对产品功能性（轻薄、透气等）、快时尚品牌对产品反应速度均提出了更高的要求，传统供应链服务商更注重成本控制的理念逐渐不能满足这样的需求，这些品牌商开始出现明显的供应链订单集中趋势。

	2014	2015	2016	2017
NIKE鞋类供应商	前五大共占采购额67%，均占采购额超过10%，最大单一工厂占采购额5%	前五大共占采购额69%，均占采购额超过10%，最大单一工厂占采购额7%	前五大共占采购额69%，均占采购额超过10%，最大单一工厂占采购额7%	前五大共占采购额69%，均占采购额超过10%，最大单一工厂占采购额8%
NIKE服装供应商	前五大占比34%，最大超过10%，最大单一工厂占采购额7%	前五大占比36%，最大超过10%，最大单一工厂占采购额12%	前五大占比39%，最大超过10%，最大单一工厂占采购额12%	前五大占比43%，最大超过10%（申洲国际），申洲占其针织类服装采购量20%，最大单一工厂占采购额13%

- 下游需求的增长以及订单的集中，使能够适应新趋势的龙头生产型企业获得了较快的增长，包括一体化针织龙头申洲国际、休闲服制造龙头晶苑国际、胸围内衣制造龙头维珍妮均在近年获得了较快的发展。

(单位: 亿元)	产业链布局	核心护城河	主要类目	主要客户	17年收入	YOY	17年净利润	YOY
申洲国际	面料到成衣生产	产业链一体化的研发生产能力	运动服、休闲服、内衣类	耐克、阿迪、优衣库、彪马	181.0	19.7%	37.6	27.7%
晶苑国际	成衣生产	大规模、自动化、信息化、高效率的成衣生产能力	休闲服、牛仔服、毛衣、户外服	优衣库、HM、GAP、Levis	148.0	22.6%	10	20.0%
维珍妮	成衣生产	独特的胸围、胸杯制造技术	胸围、胸杯、内衣等	Lbrands、PVH、优衣库	50.6	25.6%	2.1	146.0%

## 1.4 未来趋势：龙头集中化将成为长期趋势

■ 我们认为，服装供应链向生产型龙头集中的趋势将会更加明显：

✓ 运动服装品牌16年开始增长放缓，我们认为整体增速下滑使品牌商其很难再培育新的供应商，而会更多进行现有供应链的整合。

（单位：%）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
NIKE收入增速	15.7%	4.9%	9.8%	10.1%	5.8%	6.1%	6.0%
ADIDAS收入增速	11.3%	11.5%	-2.6%	0.3%	16.4%	14.0%	10.0%
UA收入增速	38.4%	24.6%	27.1%	32.3%	28.5%	21.8%	3.1%
H & M收入增速	1.4%	9.8%	6.4%	17.8%	19.4%	6.3%	4.0%
INDITEX收入增速	13.0%	10.1%	21.3%	8.3%	15.4%	11.5%	8.7%
FAST RETAIL收入增速	0.7%	13.2%	23.1%	21.2%	21.6%	6.2%	4.3%

✓ 供应链研发属性越来越强的情况下，龙头企业研发和规模优势逐步显现，例如申洲国际过去10年年均超过10亿的资本开支使其拥有了超越同行的面料研发能力和先进的机器设备，申洲正是凭借资金实力在购入特殊机器之后获得了耐克Flyknit全球超过70%的订单。

✓ 自身研发之外，龙头企业上下游自身已开始建立战略合作关系，新企业进入愈发艰难，例如日本纤维巨头东丽不仅与天虹纺织、申洲国际等进行技术长期合作，其已经通过收购成为互太纺织第一大股东（占比28%）。

✓ 大型生产企业自动化、信息化对生产效率的提升作用逐步显现，以晶苑国际为例：公司的SAP系统与客户参与系统为公司提供订单从生成到采购制造的可视化经营；同时晶苑过去4年年均投入7亿，使其拥有大量的自动化机器以提升效率。晶苑的牛仔服生产效率高于同行30-50%。

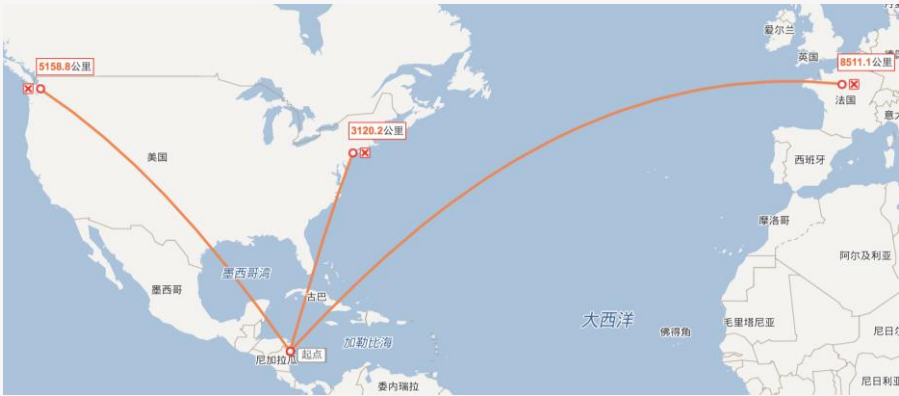
✓ 龙头生产型企业的全球化布局是其巩固优势的重中之重：全球化的布局不仅能够保证中国纺织生产型企业在全球范围保持成本优势，更能够保证生产型企业用最快的速度服务全球市场。

## 2 越南、中美洲是中国企业出海的优质目的地（1/2）

越南、中美洲为我国生产型企业出海提供了较国内更为优越的生产和贸易条件：

- **地理位置：**中美洲位于美国南部、欧洲西部，较国内距离两大消费市场更近，在此建厂符合下游品牌商越来越追求制造商作出快速反应的趋势，节约运输成本。

图：中美洲与美国、欧盟市场具有区位优势



图：越南与日本、欧盟市场具有区位优势



- **国际贸易：**2006年起越南、中美洲等国陆续与世界成衣进口前三大经济体欧盟、美国、日本签订促进区域内自由贸易的相关协定，为上游纺织制造企业提供了稳定、低关税的贸易环境。

表：中国、越南及尼加拉瓜成衣出口关税税率

来源国\目的地国	HTS61: 针织或钩编的服装及衣着附件			HTS62: 非针织或非钩编的服装及衣着附件		
	美国	日本	欧盟	美国	日本	欧盟
中国	14.33%	9.45%	11.79%	10.82%	8.87%	11.52%
越南	14.33%	0%	9.43%	10.82%	0%	9.22%
尼加拉瓜	0%	9.45%	0%	0%	8.87%	0%

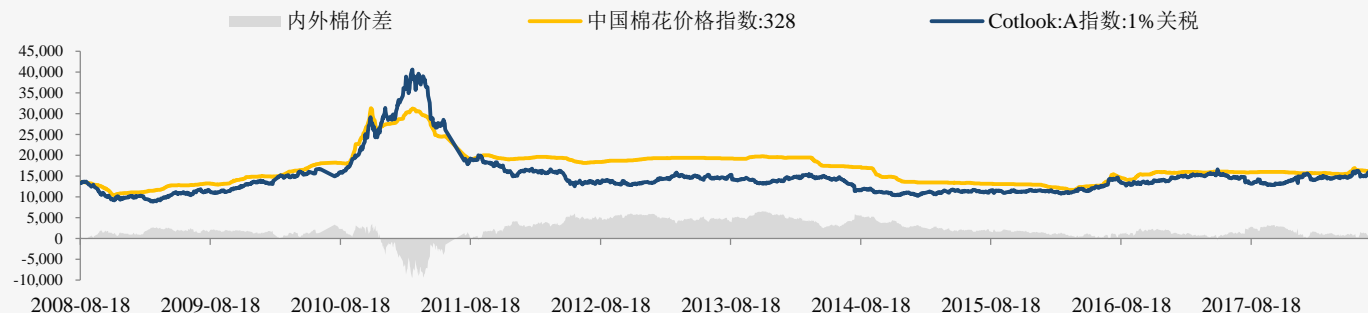


## 2 越南、中美洲是中国企业出海的优质目的地（2/2）

- **所得税政策：**1) **行业：**越南纺织、服装、鞋具作为越南国家鼓励项目凡满足员工总数达到5千人、投资规模突破3亿美元两个条件，即享受15年10%的企业所得税税率及“四免九减半”的税收优惠。2) **地区：**在高新区、工业区设厂的纺织企业享受地区性所得税双重优惠。

地区	CIT税率	免CIT	减CIT	地理位置
口岸经济区	15年内10%	4年内	9年半内减半	共24个，位于广宁省芒街、谅山省同登—谅山、高平省那隆、河江省清水、老街省等地
生物高科技区	15年内10%	4年内	9年半内减半	共2个，分别位于同奈省锦美县、河内市慈廉区
高新技术区	税率20%	2年内	5年半内减半	共4个，分别位于河内市高新技术区、胡志明市光中软件技术园、胡志明市高新技术区、舰港市高新技术区
工业区	税率20%	——	无	共325个，其中胡志明市18个，河内市18个

- **原料成本：**越南、中美洲棉花依赖于进口美棉，较国内以低成本获取原料，18年平均价差为910元/吨。



- **人工、电力、土地成本：**越南及尼加拉瓜等中美洲国家人工、电力、土地成本较国内更低。

国家	人均收入（元/月）	电价（元/度）	土地成本（元/平方）
中国	3813	0.86	480
越南	1145	0.16~0.67	330
尼加拉瓜	1001	1.09	

### 3 上市公司海外布产力度：行业龙头出海早、投资力度大、多选择越南为投资首站（1/2）



■ **上游纱线类企业：**天虹纺织出海最早、布局坚定，投资包括纱线规模化业务及垂直一体化；百隆东方2013年跟随大客户申洲出海布产，未来随申洲订单扩张继续配套扩张；华孚时尚此前产能扩张重点在国内，未来预计国内（新疆）及东南亚并重。

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017年海外产能占比	现状说明	未来规划
天虹纺织	越南	2006	已投入45亿元	41%（纱线）	2006年赴越南建纱厂，目前303万锭纱线产能中国内/越南178/125万锭；2016年集团在越南广宁建立天虹工业园垂直一体化业务在工业园内展开	纱线产能维持双位数增长（海外为主）；下游垂直一体化（牛仔裤、针织、无纺布）业务主要在越南展开
	柬埔寨、中美洲等	2015	2015年以0.25亿元收购柬埔寨成衣工厂，2017年收购年兴纺织旗下工厂获得越南、柬埔寨成衣工厂及尼加拉瓜染厂，未来除越南外计划建立其他海外生产基地，中美洲凭借靠近目标市场（美国）、关税优惠（对美出口免税）成为有力候补			
百隆东方	越南	2013	45亿元（共7亿美金，其中B区3亿17年起分3年投入）	约40%	2013年随大客户申洲国际出海越南，越南A区50万锭纱线产能13年底试产、16年底全部投产；截至2017年色纺纱越南产能50万锭	越南B区50万锭产能17年5月启动，投资额3亿美金，2018H2逐渐释放，19年B区产能完全释放后不排除进一步产能扩张。
华孚时尚	越南	2013	已投入14.3亿元	16%	2013年成立越南华孚，一期12万锭2015年投产、二期16万锭2016年末陆续投产，2017年总产能180万锭，越南产能28万锭	未来产能总体以双位数速度扩张，新疆及东南亚并重。

■ **中游面料企业：**超盈国际控股对准日本及美国市场开发越南及斯里兰卡产能，鲁泰海外扩产注重垂直产业链搭建（尤其越南地区）

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017年海外产能占比	现状说明	未来规划
鲁泰	越南	2014	10.7亿元	15%（色织布） 15%（衬衣）	公司总产能：色织布现有产能1.8-1.9亿米，匹染布产能0.8亿米，衬衫总产能2000万件。越南1）纺纱：15年底纺纱一期（3万锭）投产；2）3000万米色织布面料项目：一期16年投产；3）600万件衬衫项目：17年一期300万件投产，处于产能爬坡阶段	越南纺纱二期7.6万锭开建，1000万米色织面料扩产项目筹备中，制衣二期300万件衬衫开建
	柬埔寨	2014	1.4亿元	15%（衬衣）	300万件衬衫产能，14年一期投产，15年二期投产	暂无
	缅甸	2014	0.8亿元	5%（衬衣）	100万件，15年投产	暂无
超盈国际	越南	2016	近6亿元（0.84亿美金）	10%左右	公司目前拥有1.10/16.7/0.25亿米面料/织带/蕾丝产能，出于服务大客户Uniqlo角度建立越南工厂，17Q3投产，占面料产能比重10%左右。	远期来看，越南+斯里兰卡占到50%产能
	斯里兰卡	2017	6.5亿元（1亿美金，此处仅为初始投资）	未过户	从开发Nike等潜在美国客户角度出发2017年底签订两个框架协议，一为出资5000万美元持股51%与MAS成立合营公司接管其已有工厂，二为出资5000万美元持股75%与Brandix成立合营公司建立新工厂，两工厂同时起量后将对整体产能带来20%增长	

### 3 上市公司海外布产力度：行业龙头出海早、投资力度大、多选择越南为投资首站（2/2）

■ 下游成衣企业：申洲国际、维珍妮、晶苑国际东南亚投资魄力十足，后续扩产计划明晰；健盛国际、南旋控股处于消化海外已有产能阶段

公司	海外布产地点	布局时间	累计投资额	2017年海外产能占比	现状说明	未来规划
申洲国际	越南	2013	约40亿元	40%（面料） 12%（成衣）	公司整体产能约14万吨，宁波/越南分别8.5/5.7万吨；成衣方面，越南产能4200万件（整体3.5亿件），公司现有工人共7.7万人，其中中国内/越南分别5.0/1.6万人。	面料部分，越南2018目标产能300吨/天；成衣部分，在现有万人工厂基础上计划18年新建10000人工厂
	柬埔寨	2005	超过5亿元	15%（成衣）	2017年成衣工厂扩张到1.1万人	继续提升人效并适时招工
维珍妮	越南	2014	约30亿元	40%	目前越南产能占比40%； A工厂16/3投产，产能约4600万件胸围及贴身内衣，基本满产； B工厂17/5投产，产能约9000万对胸杯，目前基本满足越南生产需要； C工厂18/4投产，规划产能3000万件胸围及运动服； D工厂预计18Q4竣工，规划产能3000万件胸围及运动内衣； E工厂预计19年投产，200万双运动鞋及部分内衣产能。	随越南C工厂招工，D/E工厂陆续建成，目标接下来两财年越南产能占比达到50%/70%-75%
晶苑国际	越南	2003	约为20亿元	43%	约为1.80亿件，总产能约为4.2亿件	2019年前扩张1.29亿件，投资1.63亿美元（约合10.6亿元）
	孟加拉	2006	约为3亿元	6%	约为0.25亿件	2019年前扩张0.27亿件，投资1.81亿美元（约合11.8亿元）
	柬埔寨	2011	约为7亿元	15%	约为0.61亿件	2019年前扩张0.18亿件，投资800万美元（约合5200万元）
	斯里兰卡	1981	约为2亿元	4%	约为0.18亿件	暂无扩张计划
健盛集团	越南	2014	超7亿元（计划投资1.1亿美金）	30%（袜子）	2014年赴越南投资，计划投资1.1亿美金、形成年产2亿双袜子产能。截至2017年越南产能形成2亿+人民币销售规模，自产产量7000多万双。	越南产能进一步释放，2018年计划生产1.2亿双（占比40%）。未来不排除在越南发展无缝内衣产能的可能。
南旋控股	越南	2014	近6亿元	35%（毛衫） 30%（鞋面）	14年为配合Uniqlo订单赴越南扩产，17年毛衫产能4600万件，越南产能1600万件，利用率50%；鞋面产能2000万双，其中越南600万双，属于初投放阶段。	未来关注越南产能利用率提升

# 4.1 申洲国际：研发生产垂直化、管理高效、质量交期稳定，与核心客户共成长（1/3）



- 申洲国际，研发+垂直一体化能力带来优秀而均衡的客户结构：公司业务包括了面料生产及成衣制作两个步骤，其依靠超强的面料研发能力，以及极致的工厂管控建立起了效率极高的成衣工厂，一站式的服务使其成为了各大品牌的首选合作伙伴。Nike、Uniqlo、Adidas、Puma四大客户占据收入的70%，申洲也作为这几家公司的针织服装部门全球第一大供应商活跃。目前耐克12%的服装采购、阿迪达斯12%的服装采购、优衣库14%的服装采购、以及彪马30%的服装订单均派往申洲。
- ✓ 前瞻性布局现已实现全球化工厂生产。国内工厂提效+越南、柬埔寨工厂大力扩张保证自身产能能够跟上国际巨头的扩张步伐，12-16年公司产能CAGR超过10%，目前越南+柬埔寨成衣产能占比达到27%；其生产的各类功能面料与各大品牌展开合作，目前越南面料产能已达190万吨/天，效率达到国内2/3。

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	13-17年CAGR
服装总产能（百万件）	110	138	160	170	210	210	234	250	270	310	350	10.59%
国内产能（百万件）					197	193	209	217	225	242	255	
越南（百万件）								2	8	22	42	
柬埔寨（百万件）（金边）					13	17	25	31	37	47	53	
面料总产能（万吨）	未披露	未披露	未披露	未披露	未披露	8.73	9.51	9.7	11.36	13.07	14.2	10.54%
国内（宁波）产能										8.5	8.5	
越南产能										4.57	5.7	
资本开支（百万元）	560.47	557.39	611.99	561.89	427.47	652.49	796.36	1,141.29	2,054.13	2,098.18	1,064.52	

- ✓ 突出的研发能力、高效的人工管理、面料及成衣纵向一体化带来的稳定交期及品质，三位一体树立强大的护城河。
  - ◆ 公司投资5亿建成两个世界级研发中心，从事与科研相关人员达上千人，研发开支占收入2%。已拥有约246件专利（其中新材料面料专利90件、生产过程中对设备工艺改造创新的相关专利有156件）60项实用新型专利申请、34项自主研发项目，每年开发面料新品1000种以上。
  - ◆ 产品优质、稳定，公司主持或参与3项强制性国标国家标准、11项行业标准；同时交期稳定（快单一个月完成），申洲近年不断得到下游重要客户的认可。

年份	颁奖方	奖项
2017	Adidas	获阿迪达斯亚洲北部地区颁发的《质量奖》、《人才奖》、《领导力奖》、《可持续发展奖》
2017	安踏	《白金供应商奖》
2016	Puma	彪马供应商峰会中获得《安全奖》
2015	Nike	《整体厂房表现奖》、《Do the right thing奖》

- ◆ 公司人员管理体系成熟，越南建厂前人工收入与成本增速一直相当；越南工厂完工后随着技能培训开始，工厂逐渐成熟，人工收入增速超过人工成本。

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	06-11年CAGR	2016	2017	17年同比增速
总工人数量（人）	28000	35200	37436	42000	48000	48600	11.66%	74600	77100	3.35%
单人产生收入(万元)	10.64	10.39	12.88	14.51	14.00	18.61	11.83%	20.24	23.46	15.89%
单人成本（万元）	1.96	2.01	2.46	2.79	2.92	3.59	12.89%	5.54	6.38	15.03%



## 4.1 申洲国际：研发生产垂直化、管理高效、质量交期稳定，与核心客户共成长（2/3）

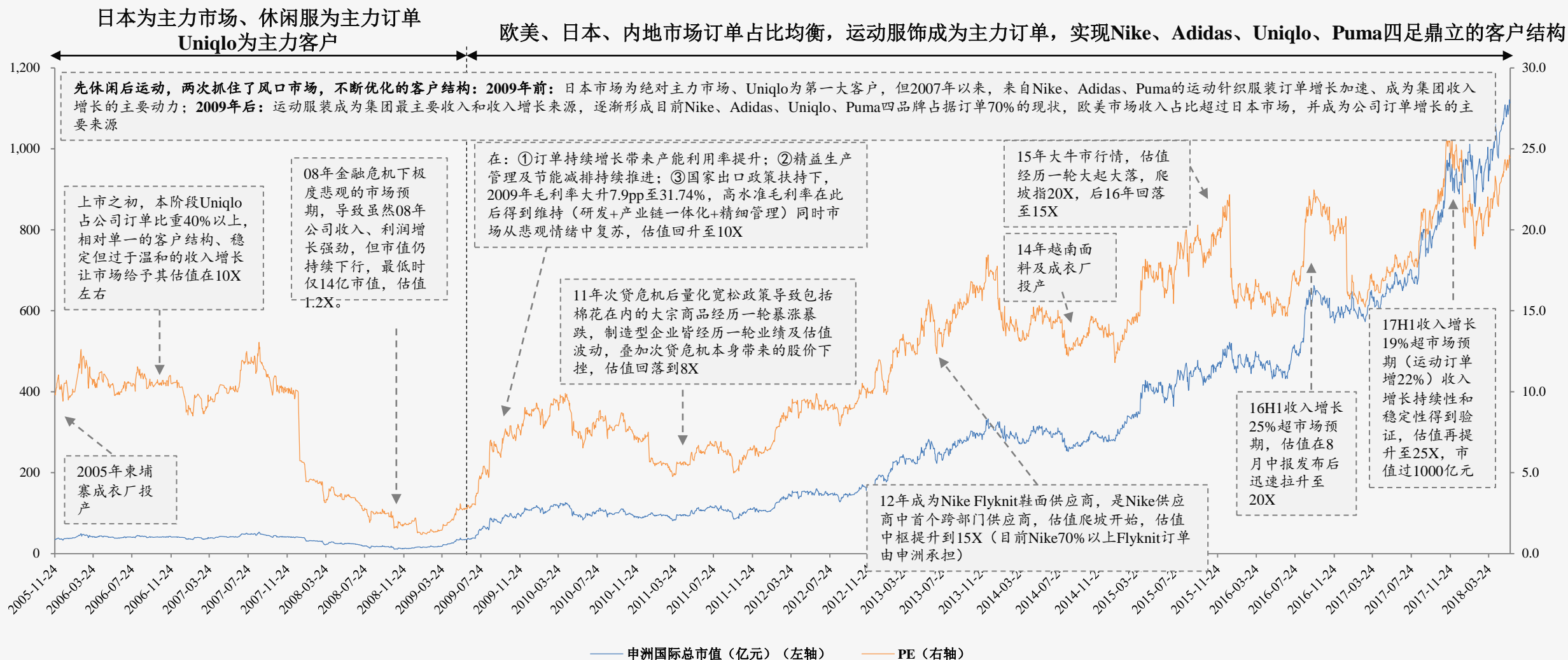
- ✓ 基于极深的护城河，申洲与Nike等大客户建立长期稳定的战略合作伙伴关系，订单量稳步增加；由于其优秀的开发能力甚至成为Nike针织类服装及鞋类双品类跨部门供应商，目前Nike Flyknit鞋面全球70%以上订单派给申洲；另一方面公司于17年扩展POLO、Eland、New Balance等新客户，为公司增长提供新动力。

(单位：百万元)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	11-17年CAGR
收入	3655.6	4822.6	6093.5	6719.2	9043.4	8937.6	10047.2	11131.5	12639.3	15,099.08	18,085.25	12.24%
yoy	22.70%	31.90%	26.40%	10.30%	34.60%	-1.20%	12.40%	10.80%	13.50%	19.50%	19.80%	
Nike收入					1778	1662.3	1841.7	2610.5	3139.5	3868.5	5256.1	19.80%
yoy						-6.50%	10.80%	41.70%	20.30%	23.20%	35.90%	
占比					19.70%	18.60%	18.30%	23.50%	24.80%	25.60%	29.10%	
阿迪收入					2142	2093.4	2368.4	2331.9	3137.3	3368.2	3697.1	9.52%
yoy						-2.30%	13.10%	-1.50%	34.50%	7.40%	9.80%	
占比					23.70%	23.40%	23.60%	20.90%	24.80%	22.30%	20.40%	
Uniqlo收入	1535.4	1707.2	2230.2	1747	1940	2010.7	2109.5	2367.4	2738.3	3422	3609.4	10.90%
yoy	-2.80%	11.20%	30.60%	-21.70%	11.00%	3.60%	4.90%	12.20%	15.70%	25.00%	5.50%	
占比	42.00%	35.40%	36.60%	26.00%	21.50%	22.50%	21.00%	21.30%	21.70%	22.70%	20.00%	
彪马收入						600.6	1164.3	1204.2	1092.1	1319		
yoy(%)							93.80%	3.40%	-9.30%	20.80%		
占比						6.70%	11.60%	10.80%	8.60%	8.70%		
前五大客户合计	78.00%	78.80%	82.20%	81.00%	79.90%	80.50%	83.70%	85.40%	85.50%	85.70%	84.00%	

- 突出的研发能力、面料及成衣纵向一体化带来的稳定交期及品质、与Nike等大客户与长期稳定的战略合作伙伴关系，使得申洲十多年来表现出了极强的业绩成长稳定性和超强的盈利能力。公司过去10年收入、净利润CAGR均在20%左右，ROE水平持续保持在20%的水平。未来，其优秀的生产和管理护城河也将支撑其新产能投放与下游订单持续稳定增长，这也是其股价持续提升的重要基础。我们预计18/19年业绩44.8/52.5亿元，同增19.1%/17.3%，对应估值28/24X。

单位：亿人民币	FY2002	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E	13-17年CAGR
收入	12.5	18.88	21.17	24.83	29.8	36.56	48.23	60.93	67.24	90.48	89.44	100.67	111.52	126.6	151.22	181.04	213.03	249.08	289.54	16%
YOY		51.04%	12.13%	17.29%	20.02%	22.68%	31.92%	26.33%	10.36%	34.56%	-1.15%	12.56%	10.78%	13.52%	19.45%	19.72%	17.67%	16.92%	16.25%	
毛利率	19.88%	22.78%	22.22%	23.13%	21.45%	22.26%	23.83%	31.74%	29.86%	28.77%	28.47%	28.25%	28.99%	30.45%	32.51%	31.36%	31.50%	31.50%	31.50%	
净利润	1.26	2.45	5.88	3.51	3.89	4.07	6.99	12.52	12.72	17.04	16.2	18.03	20.66	23.55	29.48	37.63	44.79	52.54	61.19	20%
YOY		94.44%	140.00%	-40.31%	10.83%	4.63%	71.74%	79.11%	1.60%	33.96%	-4.93%	11.30%	14.59%	13.99%	25.18%	27.65%	19.01%	17.31%	16.47%	
净利率	10.08%	12.98%	27.78%	14.14%	13.05%	11.13%	14.49%	20.55%	18.92%	18.83%	18.11%	17.91%	18.53%	18.60%	19.49%	20.79%	21.00%	21.10%	21.10%	
ROE	18.54%	30.96%	54.10%	23.64%	20.67%	17.96%	26.25%	37.14%	29.29%	31.33%	22.87%	19.59%	18.69%	18.94%	20.93%	21.68%	21.00%	22.60%	24.10%	
最高PE				11.04	12.61	13.05	5.75	9.02	9.9	6.94	11.97	18.45	15.78	22.17	22.48	26.3				
最低PE				9.41	9.49	8.5	1.57	1.18	6.53	4.77	6.35	9.82	12.2	11.8	14.64	15.22				

## 4.1 申洲国际：研发生产垂直化、管理高效、质量交期稳定，与核心客户共成长（3/3）



## 4.2 天虹纺织：纱线规模化+产业链一体化齐头并进，具有前瞻眼光的龙头（1/2）

### ■ 天虹纺织：

- ✓ **纱线业务：**我国纱线领域第二大、弹力包芯纱领域第一大生产企业（市占率**40%**）。截至2017年拥有303万锭纱线产能（其中越南占比超过40%），差异化产品开发+一站式订单服务造就持续领先优势，过去5年纱线产能复合增速在20%，未来仍将通过收购/自建维持双位数规模扩张速度。
- ✓ **垂直一体化业务：**主要在越南开展，**17年发展步伐加速**，包括（1）梭织业务，另17年收购年兴工厂后牛仔裤产能超过2000万条（2）针织业务，17年收购华峰针织并改造浙江天虹成为针织服装工厂，目前在开拓客户阶段，未来有望放量（3）无纺布业务：生产纯棉水刺无纺布，目前已完成设备购置。下游业务累计投入超过20亿元，17年收入占比10%，18年将开始放量。
- ✓ **高度前瞻性的国际化布局：**2006年出海大力投资越南（累计投资45亿人民币），2017年收购年兴纺织从而拥有柬埔寨、越南牛仔裤工厂及尼加拉瓜染厂，未来不排除针对美国市场在中美洲等国发展新产能基地可能。

### ■ 投资建议：

- ✓ 纱线业务稳定扩张2018-2019年继续扩张60万锭，加之棉价长期向上趋势基本确定，毛利率预计不会出现大幅波动；
- ✓ 公司上下游产业链业务扩张，牛仔裤、针织业务2018年将贡献收入增量，下游业务占比提升有助于提高公司盈利能力稳定性；
- ✓ 我们预计2018/2019/2020年业绩14.02/16.51/19.44亿元，同增21.7%/17.8%/17.8%，对应当前估值8/7/6X，分红比例30%，对应股息率4.8%，公司在正常年份均能保持20%左右的ROE水平，充分说明其质地优秀，目前低估值高股息的情况下坚定推荐。

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入(百万元)	4,088.44	5,471.60	6,872.71	7,341.47	8,228.53	10,470.32	10,574.85	13,647.74	16,306.38
YOY	9.39%	33.83%	25.61%	6.82%	12.08%	27.24%	1.00%	29.06%	19.48%
其中：纱线收入	3197.51	4558.08	5863.97	6146.85	7211.83	9623.03	9848.08	12625.06	14580.16
YOY		42.55%	28.65%	4.82%	17.33%	33.43%	2.34%	28.20%	15.49%
坯布、面料及服装收入	890.9	913.5	1,008.7	1,194.6	1,016.7	847.3	726.8	1,022.7	1,726.2
YOY		2.53%	10.42%	18.43%	-14.89%	-16.66%	-14.22%	40.71%	68.79%
毛利率	14.71%	23.92%	8.08%	15.31%	19.24%	12.36%	18.02%	19.38%	14.96%
净利润（百万元）	285.57	841.23	61.26	486.54	1,125.89	306.72	590.83	1,187.53	1,151.86
YOY	33.33%	194.58%	-92.72%	694.22%	131.41%	-72.76%	92.63%	100.99%	-3.00%
净利率	6.98%	15.37%	0.89%	6.63%	13.68%	2.93%	5.59%	8.70%	7.06%
ROE	21.04%	45.52%	2.86%	21.02%	37.92%	8.97%	16.04%	26.22%	20.83%

## 4.2 天虹纺织：纱线规模化+产业链一体化齐头并进，具有前 瞻眼光的龙头（2/2）



单位：亿元	FY2001	FY2002	FY2003	FY2004	FY2005	FY2006	FY2007	FY2008	FY2009	FY2010	FY2011	FY2012	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018E	FY2019E	FY2020E
收入	3.44	7.30	10.35	14.16	19.19	26.67	32.54	37.38	40.88	54.72	68.73	73.41	82.29	104.70	105.75	136.48	163.06	191.72	218.16	247.84
YOY		112.21%	41.78%	36.81%	35.52%	38.99%	22.00%	14.86%	9.39%	33.83%	25.61%	6.82%	12.08%	27.24%	1.00%	29.06%	19.48%	17.58%	13.79%	13.61%
毛利率	18.18%	19.13%	15.07%	16.20%	17.89%	15.10%	13.36%	12.28%	14.71%	23.92%	8.08%	15.31%	19.24%	12.36%	18.02%	19.38%	14.96%	16.02%	16.15%	16.38%
净利润	0.50	1.07	0.85	1.37	1.80	1.91	2.38	2.14	2.86	8.41	0.61	4.87	11.26	3.07	5.91	11.88	11.52	14.02	16.51	19.44
YOY		114.00%	-20.56%	61.18%	31.39%	5.86%	24.79%	-9.92%	33.33%	194.58%	-92.72%	694.22%	131.41%	-72.76%	92.63%	100.99%	-3.00%	21.69%	17.76%	17.77%
净利率	14.53%	14.66%	8.21%	9.68%	9.38%	7.14%	7.31%	5.73%	6.98%	15.37%	0.89%	6.63%	13.68%	2.93%	5.59%	8.70%	7.06%	7.31%	7.57%	7.84%
ROE	47.60%	64.66%	32.86%	30.05%	26.21%	23.55%	24.55%	18.59%	21.04%	45.52%	2.86%	21.02%	37.92%	8.97%	16.04%	26.22%	20.83%	21.53%	21.10%	20.76%
最高PE				7.59	6.68	8.63	5.76	4.83	2.73	6.04	101.01	7.11	9.91	24.17	12.33	8.72	8.43			
最低PE				6.23	3.79	5.36	4.04	1.07	1.09	0.83	19.55	2.58	3.03	11.57	12.22	3.00	5.65			



4.3 晶苑国际：高效率成衣制造全球龙头，迅速扩张产能目标瞄准快时尚市场（1/3）



- 晶苑国际作为全球最大的成衣制造商（按量计算），在（1）生产品质（2）信息自动化程度（3）全球产业布局上都具备领先行业的优势。我们认为晶苑有较大潜力在目前客户基础上（优衣库占比超过30%，前五大占比60%+），进一步提升其在快时尚品牌种的市占率。
- ✓ 作为全球最大的成衣制造商之一，晶苑17年收入接近150亿，生产品类包括休闲服、内衣、牛仔服、毛衣、运动衣等等，其中来自优衣库的订单收入接近50亿（占优衣库总采购量超过10%）。同时，晶苑还是HM、GAP、Levi's等国际品牌的重要供应商之一。

表：晶苑国际超过10%客户以及前五大客户  
(单位：百万元人民币)

	2014	2015	2016	2017
收入	11449.5	11245.6	11847.5	14523.8
YOY		-1.78%	5.35%	22.59%
利润	543.2	453.4	821.1	985.6
YOY		-16.53%	81.10%	20.03%
优衣库收入	3778.3	3834.7	4288.8	4778.3
YOY		1.5%	11.8%	11.4%
占比	33.00%	34.10%	36.20%	32.90%
HM（估计）		1226.8	1291.9	1465.6
YOY			5.3%	13.4%
占比	不足10%	10.91%	10.9%	10.09%
Gap	1980.0	1328.8		
YOY		-32.9%		
占比	17.29%	11.82%	不足10%	不足10%
前五大客户合计	72.50%	70.30%	69.70%	61.70%

- ✓ 晶苑专注成衣生产，从品质、效率和全球化布局上打造自身核心竞争力：首先生产品质上，晶苑常年对工厂的打磨使其顾客首次验货通过率达到98.7%，同时在各大品类上晶苑均是各大海外快时尚品牌的顶级供应商。

表：晶苑部分获奖情况

休闲服	HM	2016年黄金供应商
	优衣库	2015年优质供应商奖、2014年最佳供应商奖
牛仔服	GAP	2016年杰出供应商表现奖，2015年基础供应商表现品质奖、产品品质奖
	Levi's	2014年杰出可持续计划奖
贴身内衣	HM	2016年白金供应商、最佳可持续发展表现奖、自主品质控制奖，2015年最积极追求品质奖

## 4.3 晶苑国际：高效率成衣制造全球龙头，迅速扩张产能目标瞄准快时尚市场（2/3）



- ✓ 自动化、信息化使晶苑生产效率高于同行**30-50%**：（1）公司利用全频无线射频辨识解决方案，追踪、监控及管理工序流程、订单状况，同时通过与SAP的整合，密切监控生产负荷及能力、准确计划订单及生产调动，包装迅速完成客户要求；（2）晶苑装配包括自动吊挂系统、自动引导车在内的先进的自动化系统，同时其自行开发的设备在800部以上。**2008-2017年晶苑共实现超过2000项改进，使生产效率提高13%，生产成本降低10%，公司订单整体生产流程在35-45天。**

（单位：亿美元）	2014	2015	2016	2017
晶苑国际资本开支	1.3	1.1	2.9	1.5

- ✓ 全球布局扩张产能，充分利用各地区区位优势：（1）公司目前中国、越南、柬埔寨、孟加拉、斯里兰卡拥有产能，且在19年底前规划投资超过4亿美元在中国（较17年提升15%）、越南（较17年提升72%）、孟加拉（较17年提升100%）、柬埔寨（较17年提升30%）扩产，**总产能较17年提升接近50%**；（2）公司希望凭借效率优势和自身产能扩张，在未来几年逐步提升在快时尚品牌中的份额，不断扩大目前的市场份额。

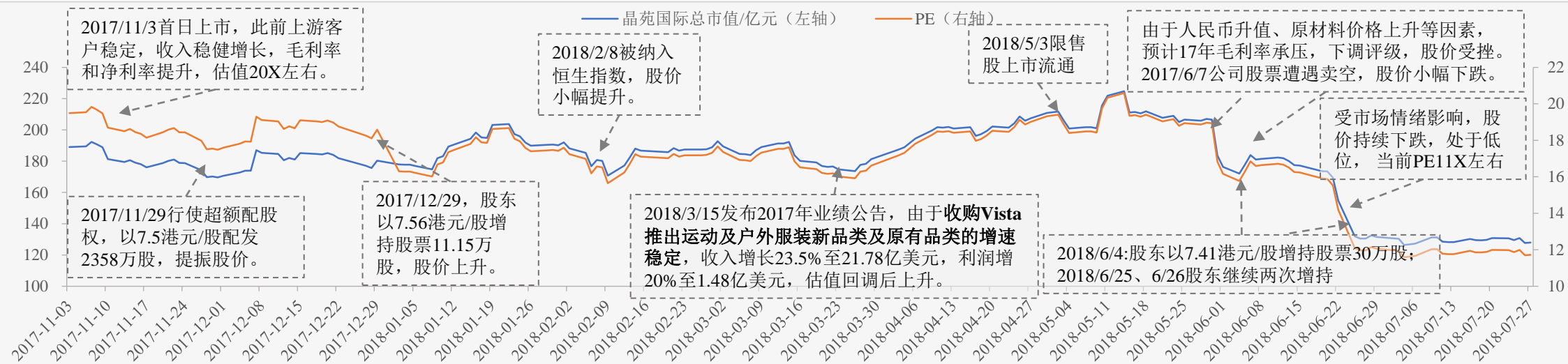
（单位：百万件）	2017估计设计产能	占比	2019底预计设计产能	占比	2019：2017	计划资本开支（百万美元）
中国	132.2	31.8%	152.8	25.04%	15.6%	66
越南	178.2	42.9%	307.7	50.42%	72.7%	163
柬埔寨	61.2	14.7%	79.6	13.04%	30.1%	8
孟加拉	25.4	6.1%	52	8.52%	104.7%	181
斯里兰卡	18.2	4.4%	18.2	2.98%	0.0%	
总产能	415.2	100.0%	610.3	100.00%	47.0%	418

- ✓ 在全球服装供应链整合成为趋势的情况下，晶苑的业绩在17年增速较快；同时，虽然晶苑在18年业绩预计有所波动，但这更多是由于其受到订单增大带来的管理问题，我们预计公司在解决这些问题后将继续稳健的增长。作为制造业龙头其目前估值仅10倍左右，建议关注。

（单位：百万元人民币）	2014	2015	2016	2017
收入	11449.5	11245.6	11847.5	14523.8
YOY		-1.78%	5.35%	22.59%
毛利率	16.88%	17.27%	20.17%	20.31%
净利润	543.2	453.4	821.1	985.6
YOY		-16.53%	81.10%	20.03%
净利率	4.7%	4.0%	6.9%	6.8%
ROE	15.15%	12.74%	29.53%	24.41%

数据来源：Wind，公司公告，调研纪要，东吴证券研究所

## 4.3 晶苑国际：高效率成衣制造全球龙头，迅速扩张产能目标瞄准快时尚市场（3/3）



(单位: 百万美元)	2014	2015	2016	2017
收入	<b>1,700.71</b>	<b>1,688.46</b>	<b>1,763.39</b>	<b>2,177.99</b>
YOY		-0.72%	4.44%	23.51%
毛利率	16.88%	17.27%	20.17%	20.31%
净利润	<b>81.8</b>	<b>68.28</b>	<b>123.65</b>	<b>148.52</b>
YOY		-16.53%	81.09%	20.11%
净利润率	4.81%	4.04%	7.01%	6.81%
ROE		<b>12.74%</b>	<b>29.53%</b>	<b>24.41%</b>

- 考虑到低成本的生产基地产能逐步释放，以及高效生产支撑的客户订单相应增长，公司收入端有望展现较强增长。受工厂订单管理、运输成本及人民币升值影响 18 年毛利率承压但后期有望修复，建议关注。

## 4.4 维珍妮：无缝制衣技术龙头，技术过硬+拓品类获取客户+产能扩张同步发展（1/3）

■ 维珍妮作为全球领先的服装制造商，其独一无二的无缝制衣技术是其不断扩张客户并有望获得长期发展的重要保障。

✓ 技术层面：无缝技术业内领先，创新及研发能力强劲。

（1）公司拥有行业唯一的国家实验室，在业内首推并引导多种主流工艺和技术；目前，公司具有三大核心技术模具、模压和无缝粘合，及几千台无缝生产设备，能综合运用多种工艺生产先进的无缝内衣产品（目前**80%产品为无缝产品**）；FY2018引进注塑新设备将模压技术升级，加强原有业务能力同时推动新品类拓展。

表：维珍妮技术创新能力领先

技术	推出时间	优势
电脑模具设计和加工	1999年	更精准、更高效、更少次品
无缝包边工艺	2003年	优化外观，提高舒适度
热熔粘合技术	2004年	更环保、高效、低耗及透气
注塑技术、3D列印	近年	技术革新，更高效

（2）重视研发，持续投入增强设计开发能力。截至2015/6，设计研发部门有约900名员工，其中50位胸围模具设计师平均工作经验超8年，同时已拥有85项专利。FY2013~2018，公司在研发设计上稳健而持续投入也为其业内领先的研发能力提供了保障。

表：维珍妮近几年研发投入情况

单位：百万港元	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
研发费用	96.38	110.11	125.79	151.01	160.3	195.92
YOY		14.25%	14.24%	20.05%	6.15%	22.22%
研发费用占收入比重	3.3%	2.9%	3.0%	3.0%	3.4%	3.3%

✓ 凭借无缝制衣技术，公司在国际品牌整合供应链的情况下依旧能够不断吸引优质客户，并拓展品类。

（1）与内衣市场领先品牌 L Brands、Hanes Brands等有超十年合作关系：已成为**L Brands全球最大供应商**（占其采购额超过**10%**）。

（2）受益研发优势和品类扩展，与多个国际知名品牌建立合作关系。



## 4.4 维珍妮：无缝制衣技术龙头，技术过硬+拓品类获取客户+产能扩张同步发展（2/3）

（3）公司成为Nike三年来唯一拓展的客户，主要生产无缝运动内衣；新增客户Uniqlo仅两年已培育为公司第二大客户（以无缝粘合产品为主，占比15.6%），验证公司无缝技术过硬。未来，随无缝运动服装增长，对运动品牌客户销售增速有望不断提升；对Adidas的销售额增速较快，目前占公司收入5%

(单位：百万元人民币)	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY
总收入	2459.2	3223.2	3548.8	4302.5	3957	4968
YOY		31.07%	10.10%	21.24%	-8.03%	25.55%
L BRANDS收入	791.9	1128.1	1064.6	1221.9	1190.5	1516.4
YOY		42%	-6%	15%	-3%	27%
占比	32.20%	35%	30.00%	28.40%	30.1%	30.5%
Uniqlo收入						774.81
占比						15.6%
PVH收入		332.9	411.5	495.8	433.3	392.7
YOY			24%	20%	-13%	-9%
占比		10.33%	11.60%	11.52%	11.0%	7.9%

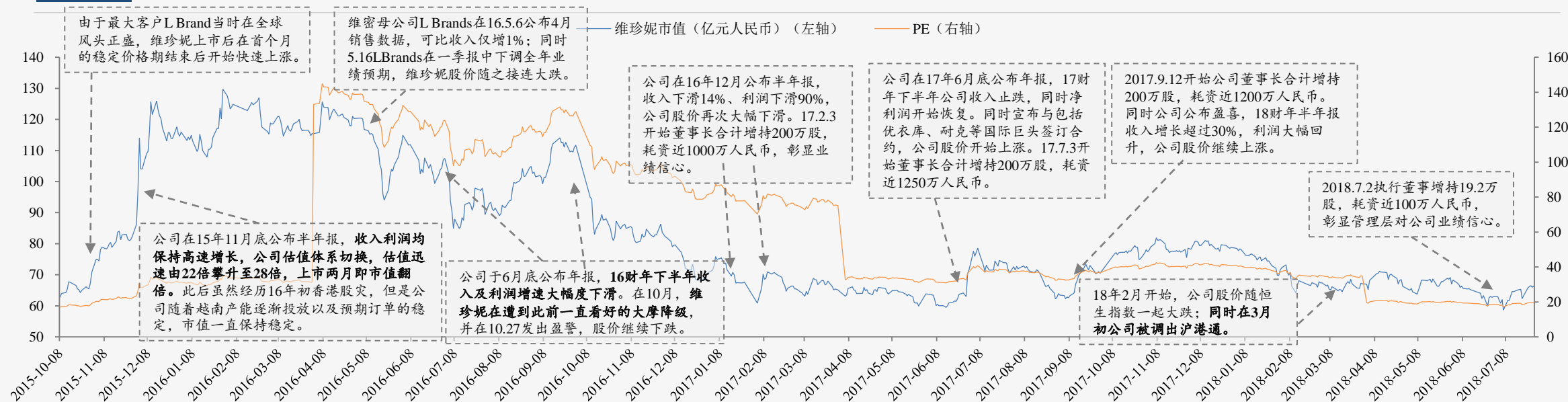
✓ 全球布局方面，越南新增产能保障客户订单需求。在连续三年超8亿的资本开支后，公司在越南的五个工厂产能在建成后将超过目前国内产能。

(单位：百万港元)	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
购买物业、厂房及设备	55.28	153.73	220.72	885.57	806.47	948.40
其中：越南工厂A	生产胸围及贴身内衣产品，16年3月投产，现已接近满产，规划年产能约4,600万件					
越南工厂B	生产胸杯，2017年5月投产，设计产能9000万件，供越南内部用，其产量足以支持本集团对胸杯的内需					
越南工厂C	生产胸围及贴身内衣与功能性运动服装产品，规划年产能约3000万件，已于2018年4月正式营运，目标于2018Q3前招聘达8000人					
越南工厂D	生产胸围及贴身内衣及功能性运动服装产品，规划产能3000万件，目标于2019Q1开始招聘及营运，计划招聘8000人					
越南工厂E	承接深圳厂房鞋履产能，约200万，一期预期于2019年正式投产，计划招聘7000人					

✓ 此外，越南效率具有较大提升空间，毛利率有望提升。由于越南布局尚在初期，生产性人工成本占比处于历史高位（FY2018为32%），单人收入处于低水平，随海外产能落地，公司效率和毛利率有望提升。

单位：万港元	FY2013	FY2014	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018
生产性人工成本占收入比重	26.26%	27.83%	27.58%	30.96%	32.96%	31.82%
总员工人数/人			19,539	26,677	33,955	19,539
单人收入			21.45	19.05	13.77	21.45
单人成本			未披露	未披露	5.80	未披露

## 4.4 维珍妮：无缝制衣技术龙头，技术过硬+拓品类获取客户+产能扩张同步发展（3/3）



■ 无缝技术业内领先+新品类（运动服装）扩展，未来业绩有望提升：（1）公司无缝技术业内领先，在女性胸围之外将品类拓展至其他内衣品类以及未来的运动服装品类，市场空间大。虽由于L Brands收入的下滑致使公司业绩有所调整，但是随着新客户拓展，其已经重新开始增长。（2）公司目前仍处于越南产能爬坡期，通过在越南进行产能布局扩产能降成本，虽然静态估值较高，但是效率提升空间大（3）另外，我们相信随着订单的增长以及越南工厂效率的提升，公司的毛利率将会迎来为明显的提升；同时作为生产型企业相对较大的固定费用，使得公司的业绩具备一定的向上弹性。我们预计公司FY19/20/21净利润分别为3.75亿/6.32亿/9.51亿港元，同比增长56.31%/68.32%/50.52%，对应PE20/12/8倍，给予“买入”评级。

（单位：百万港币）	2013/3/31	2014/3/31	2015/3/31	2016/3/31	2017/3/31	2018/3/31	FY2019E	FY2020E	FY2021E
营业收入	2,903.27	3,802.97	4,192.01	5,081.77	4,676.94	5,868.05	7,043.00	8,401.00	9,791.00
YOY		30.99%	10.23%	21.23%	-7.97%	25.47%	20.02%	19.28%	16.55%
毛利率	21.57%	20.78%	23.36%	24.68%	19.58%	21.25%	21.77%	22.81%	23.88%
净利润	128.09	166.91	337.81	442.05	97.64	240.19	375.44	631.94	951.19
YOY		30.31%	102.39%	30.86%	-77.91%	146.00%	56.31%	68.32%	50.52%
净利润率	4.41%	4.39%	8.06%	8.70%	2.09%	4.09%	5.33%	7.52%	9.71%
ROE		17.19%	31.30%	23.28%	3.69%	8.75%	12.48%	18.54%	23.42%

## 4.5 超盈国际控股：内衣面料龙头，品类扩展后有望触底回升（1/2）

- 超盈国际作为全球领先的女性内衣面料制造商，不仅在技术上具备优势，同时公司在运动服饰面料业务上也已经获得新的突破。
- ✓ 从内衣面料扩展至运动服装：1）公司提供女性内衣的一站式服务，其优异的产品研发能力（拥有的独立的研发团队进行产品研发）和稳定的交期，使其成为了全球数一数二的女性内衣面料制造商；2）公司依靠自己在女性内衣面料（化纤面料）上的优势逐步将产品延展至运动服饰（同为化纤面料），如运动胸围、自行车服装、跑步服装及瑜伽服装以及便服，并且保证了快速的收入增长。

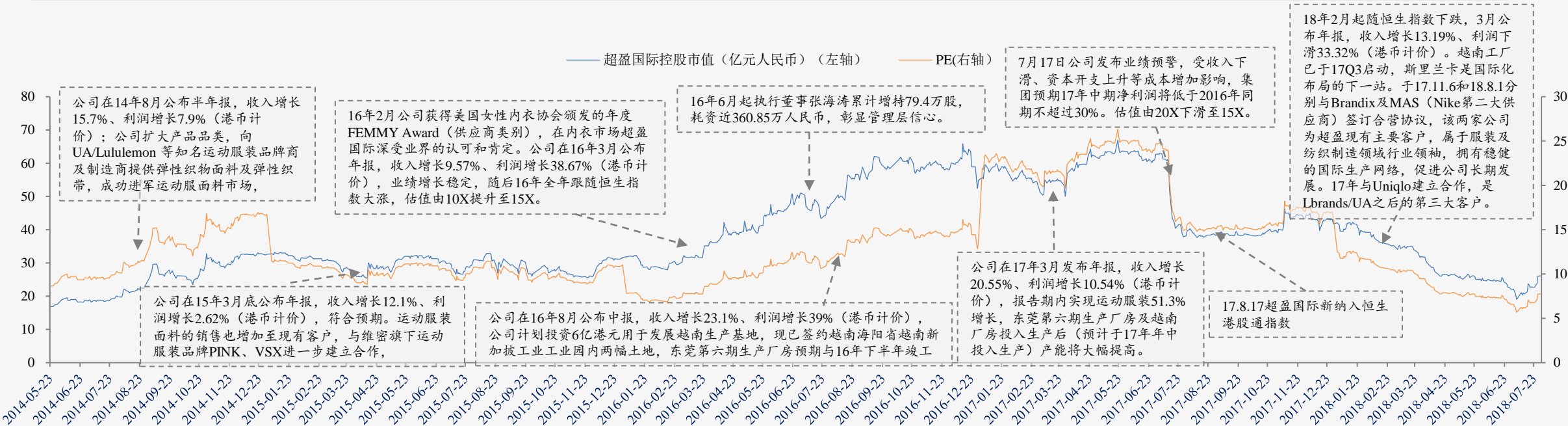
（单位：百万港币）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业收入	1397.10	1403.33	1659.45	1860.88	2048.14	2469.11	2794.81
弹性织物面料	938.12	928.82	1075.98	1198.04	1260.67	1526.44	1767.69
其中：运动服装				183.89	301.03	455.46	796.60
弹性织带	458.99	473.71	563.51	620.78	713.59	832.51	941.56
毛利率	32.04%	32.00%	31.48%	30.55%	33.22%	33.53%	27.65%
归母净利润	180.07	174.58	214.56	246.90	342.38	456.25	304.22
YOY		-3.48%	3.93%	2.62%	25.99%	10.54%	-41.09%
净利润率	12.89%	12.44%	12.93%	13.27%	16.72%	18.48%	10.89%
ROE		39.31%	34.25%	21.08%	20.41%	25.06%	14.48%

- ✓ 工厂全球化布局：在16/17年开始在越南和斯里兰卡投资设厂，17年公司越南扩张带来总产能10~15%增长，斯里兰卡投产后将带来20%产能增长，远期看超盈未来中国和海外（越南+斯里兰卡）产能将会各占50%。在斯里兰卡分别收购下游客户Brandix和MAS，其中MAS是Nike的成衣部门第二大供应商，年消耗40-50亿面料，有望拉动未来订单增长。

（单位：百万港币）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
购买物业厂房及设备	138.55	141.61	217.18	184.60	121.88	522.42	1010.33

- ✓ 多品类的面料生产扩展下游新客户：1）公司第一、二大客户为L brands（20-30%）和UA，优衣库17年开始合作便成为第三大客户，未来有望继续放量，其他运动品牌阿迪、彪马等（占比均在1%-2%）未来有望成为新的增长点。2）未来随着公司运动服面料业务不断扩大，NIKE（斯里兰卡工厂原有客户）、安踏、李宁等均将成为未来重点拓展对象。

# 4.5 超盈国际控股：内衣面料龙头，品类扩展后有望触底回升（2/2）



■ 超盈国际是绝对的内衣面料龙头，运动服面料的爆发和全球化产能的达产将带来新的增长点。目前越南工厂已建成投产，毛利率处于历史底部。19年随着产能释放、将逐步恢复，建议关注。

（单位：百万港币）	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
收入	1,403.89	1,413.65	1,666.97	1,879.06	2,058.87	2,485.37	2,816.01
yoy		0.70%	17.92%	12.72%	9.57%	20.72%	13.30%
净利润	180.07	174.58	214.56	246.9	342.38	456.25	304.22
yoy		-3.05%	22.90%	15.07%	38.67%	33.26%	-33.32%
毛利率	32.04	32	31.48	30.55	33.22	33.53	27.65
净利润率	14.66%	14.01%	14.67%	13.14%	16.63%	18.36%	10.78%



## 5 风险提示

- **全球经济波动带来出口需求下滑的风险：**若出现全球性经济萧条，将对我国纺织服装、尤其制造业出口需求造成负面影响。
- **国内宏观经济波动导致内需下滑的风险：**若宏观经济下滑带来居民可支配收入下降、消费热情下降、零售环境遇冷，将对品牌服饰企业零售表现带来负面影响。
- **大宗商品价格波动带来的原材料成本波动风险：**参考2011年受量化宽松影响下全球大宗商品经历了整体大涨后大跌的周期，棉价波动剧烈，带动当年棉纺企业、尤其上游纱线企业业绩波动剧烈。若未来出现全球性经济危机带来货币波动、影响大宗商品价格、致棉价大幅波动，将对生产制造企业成本管控带来巨大挑战。
- **汇率意外波动的风险：**若人民币意外大幅升值，将对海外投资较多的制造业形成较大汇兑损失、以及对出口企业需求带来负面影响。

## 6 免责声明

证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街5号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>