

成衣制造巨头的非凡之路

——纺织服装龙头公司复盘系列二：申洲国际

广发证券发展研究中心

纺织服装研究小组

分析师：糜韩杰
电话：021-60750604
邮件：mihanjie@gf.com.cn
执业证书编号：S0260516020001

海外研究小组

分析师：胡翔宇
电话：010-59136632
邮件：huxiangyu@gf.com.cn
执业证书编号：S0260517080001

2018年8月1日

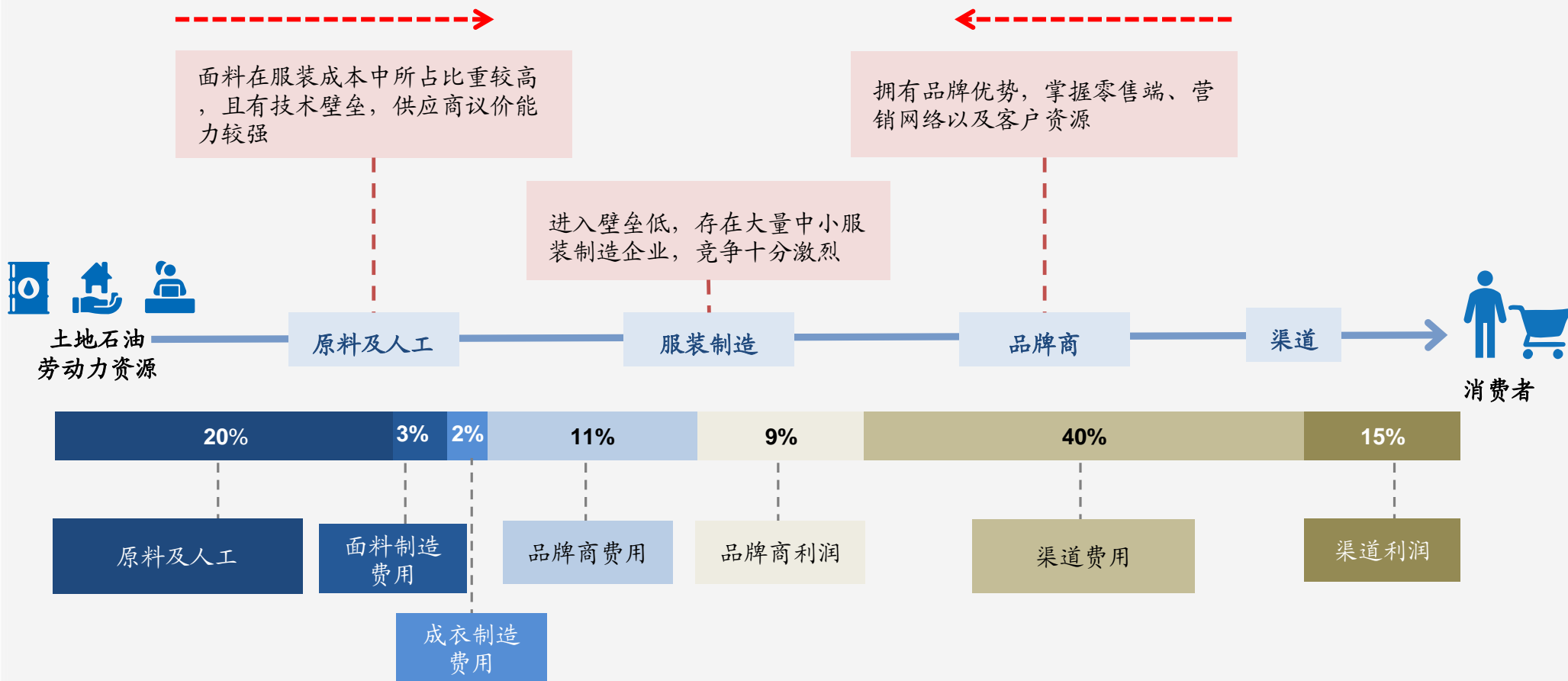
1 成衣制造行业——依靠下游做大做强是唯一出路

2 申洲国际——国内市值排名第一的纺织服装企业

3 历史回顾——二十八年发展成就卓越针织服装龙头

4 成功经验——十年百倍的大牛股是如何炼成的

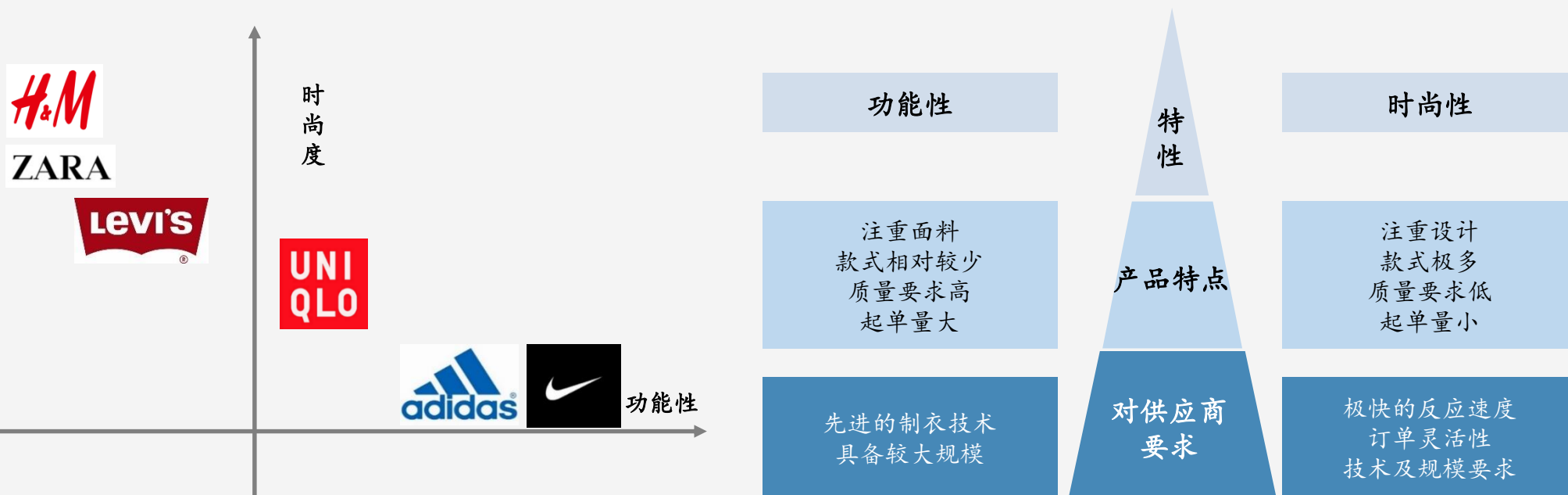
5 风险提示



数据来源：根据各品牌服饰公司财报估算，广发证券发展研究中心

- 纺织服装产业链中，上游是土地、石油以及劳动力的所有者，下游是品牌商。上游拥有原料资源，下游品牌商掌控品牌以及渠道资源，处在行业中游的服装制造商受上下游挤压，议价能力薄弱。
- 同时由于成衣制造企业属于劳动力密集型行业，小企业进入门槛低，所以行业内部竞争十分激烈。在这样的背景下，缺乏资源优势，依托下游品牌客户，是服装制造企业做大做强的唯一出路。

世界品牌服饰巨头产品特点不同，背后供应商存在巨大差异



能够孕育出卓越的成衣制造企业的品牌服饰需要具备以下特点：

- **规模大：**成衣制造企业的成长将受益于品牌服饰规模的扩大
- **拥有产品壁垒：**品牌服饰的产品具备壁垒，上游成衣制造企业生产时能够通过技术、成本以及反应速度优势逐步夯实护城河

依据对于服饰时尚性和功能性特点的分析，功能性越强，时尚性越低的产品对供应商的制衣技术以及面料要求更高，起单量大也需要供应商具备更大规模。因此，时尚性越低，功能性越强的品牌服饰上游较容易出现卓越的成衣制造企业。

针织服装制造行业更易孕育出龙头企业

符合功能性强而时尚性相对较低的品牌服饰主要以运动服饰以及休闲服饰为主。从具体服饰面料的角度来看，对比服装产业最常用的两种织布工艺针织和梭织的特点以及应用，针织面料弹性好、更加吸汗透气，穿着也更为舒适，相对于梭织面料来说，更适用于运动服以及休闲服的生产。因此针织服装制造行业更易出现卓越的成衣制造企业。

| | 工艺 | 面料特点 | 主要应用 |
|----|--|------------------------------|---------------|
| 针织 | 利用织针把各种原料和品种的纱线构成线圈、再经串套连接成针织物的工艺过程。 | 质感柔软、伸缩性较大、透气、吸汗、穿着舒适随意、富有个性 | 运动服、男女休闲时装和内衣 |
| 梭织 | 用梭子带动纬纱在上下开合的经纱开口中穿过，一纱一纱的构成交叉的结构，由两组或两组以上的相互垂直的纱线，以90度角作经纬交织而成织物。 | 布面平整挺阔，弹性相对较小，不易起球，耐洗涤性好 | 衬衫、西装等正装，牛仔裤 |

数据来源：全球纺织网，广发证券发展研究中心

1 成衣制造行业——依靠下游做大做强是唯一出路

2 申洲国际——国内市值排名第一的纺织服装企业

3 历史回顾——二十八年发展成就卓越针织服装龙头

4 成功经验——十年百倍的大牛股是如何炼成的

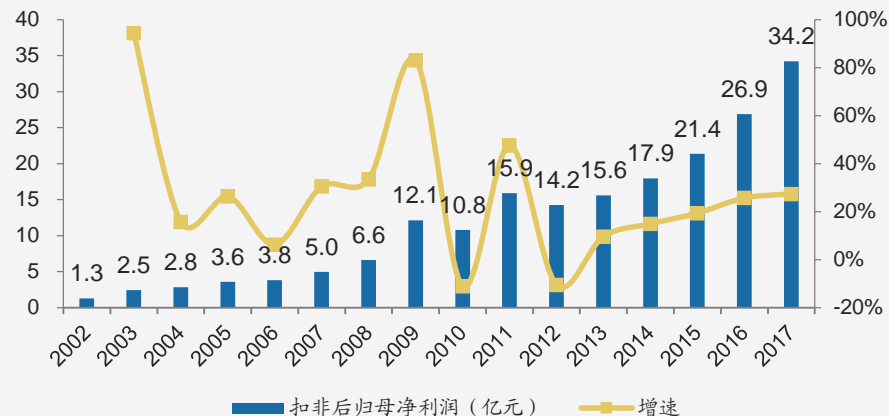
5 风险提示

申洲国际历年营收情况



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

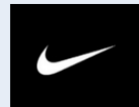
申洲国际历年扣非后归母净利润



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

- 2017, 申洲国际营业收入为181亿元, 面料产量15.68万吨, 成衣产量3.5亿件。其中, 国内成衣产量占比约70%, 面料产量占比约60%, 其余为海外工厂生产。申洲国际是中国规模最大的纵向一体化针织制造商, 集织布、染整、印绣花、裁剪与缝制等工序于一身, 产品涵盖了所有的针织服装, 包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等。
- 公司与国内外知名客户建立了稳固的合作伙伴关系, 包括UNIQLO、Nike、Adidas、PUMA等。

合作客户包括众多国际国内知名品牌



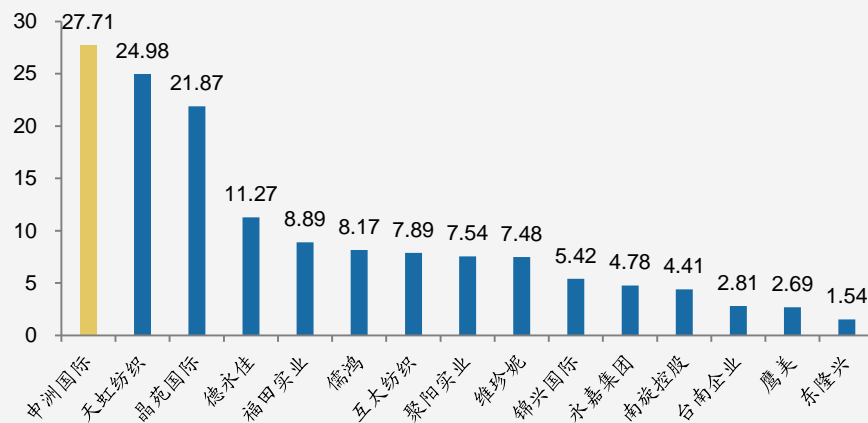
数据来源: 公司年报, 公司官网, 广发证券发展研究中心

2.2 | 申洲国际：国内市值排名第一的纺织服装企业



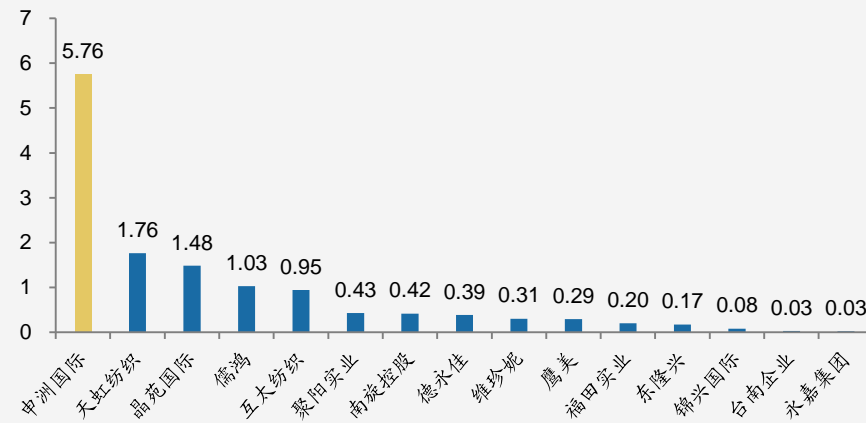
2.3 同业对比：各项指标优于国内上市的纺织制造公司

纺织制造公司营收情况（亿美元）



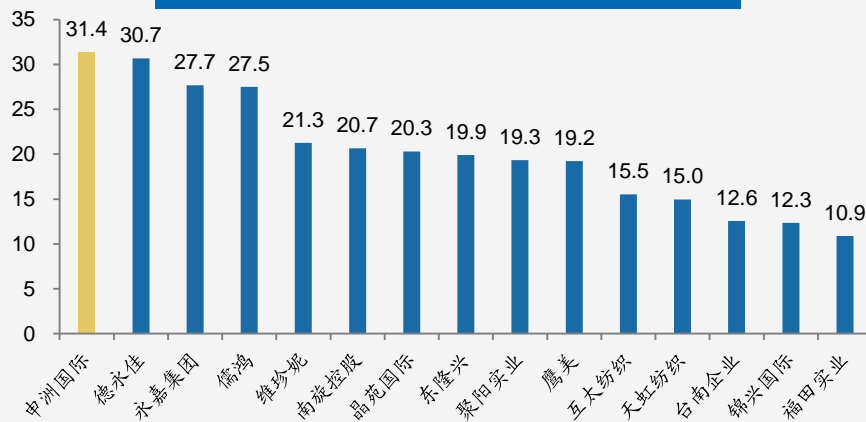
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

纺织制造公司净利润情况（亿美元）



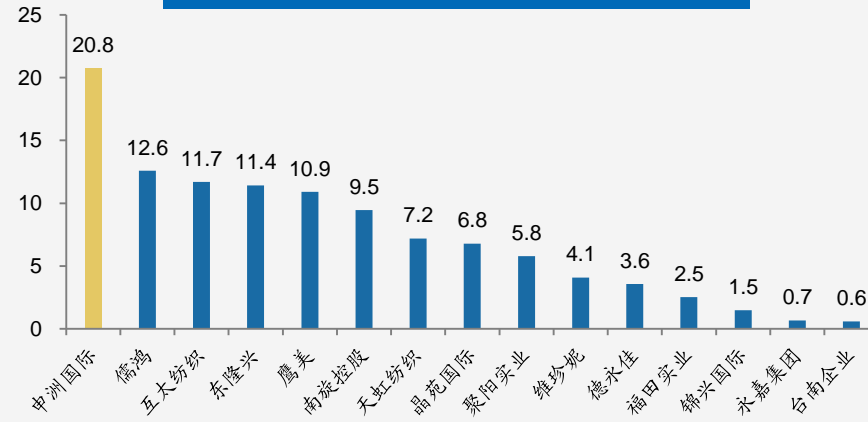
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

纺织制造公司毛利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

纺织制造公司净利率（%）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

2.4 同业对比：客户资源、研发等方面优于其他成衣制造企业

| | 营收 (2017) | 主要客户 | 产品类型 | 研发能力 | 大客户占比 |
|---|--------------|---|--------------------|--|---|
| 申洲国际 | 27.68亿美元 | UNIQLO、Adidas、Nike及PUMA等国际知名品牌客户 | 针织运动类用品、休闲服装及内衣服装 | 具备深厚研发积累，有专门的研发中心研发面料供内部使用，2017年新材料面料研发专利90项，面料年产量已达15.68万吨。 | 2017来自第一大客户收入占比29.1%，来自前三大客户收入占比69.5%。2012-2016来自前四大客户收入占比70%-80% |
| 晶苑国际 | 21.78亿美元 | 迅销（旗下品牌优衣库、GU）及L Brands(旗下品牌VICTORIA'S Secret) GAP、Lee、H&M、，2016年通过收购vista间接拥有客户UA、PUMA | 休闲服、牛仔服、内衣、毛衣、运动服装 | 2017年于台湾收购布料研发中心，重点研究功能合成材料，计划在东莞设立研发中心研究创新织造工艺 | 2017来自第一大客户收入占比32.9%，来自前五大客户收入占比61.7%。2014-2016来自最大客户收入占比33%-36%，前五大客户收入占比约70%。 |
| 南旋控股 | 3.6亿美元 | UNIQLO、Tommy Hilfiger及Lands'End等多个国际知名服装品牌提供优质针织产品 | 针织品休闲服 | 17人的研发团队，负责产品花色以及混纺方案设计 | 2017报告期来自第一大客户收入占比61.1%，来自前五大客户收入占比89.5% |
| 鹰美 | 2.26亿美元 | Nike、The Northface | 运动服装 | - | 2017报告期来自第一大客户收入占比56.2%，来自前五大客户收入占比99.5% |
| 永嘉集团 | 4.76亿美元 | Adidas、Reebok、Jako、Aigle | 运动服装 | 以无污染纺织技术为主 | 2017报告期来自第一大客户收入占比61.5%，来自前五大客户收入占比67.2% |
| <div> <div>从营收来看，在成衣制造企业中排名第一</div> <div>客户及产品涵盖休闲服和运动服饰两大品类，更为多元</div> <div>有专门的技术中心，与客户产品设计联系紧密</div> <div>来自前几大客户的收入同步发展，占比较为均衡</div> </div> | | | | | |

数据来源：wind，公司招股书，公司年报，公司官网，广发证券发展研究中心

1 成衣制造行业——依靠下游做大做强是唯一出路

2 申洲国际——国内市值排名第一的纺织服装企业

3 历史回顾——二十八年发展成就卓越针织服装龙头

4 成功经验——十年百倍的大牛股是如何炼成的

5 风险提示

- 1990，宁波北仑区政府牵头，与上海针织二十厂和外企投资商共同创建申洲制造有限公司，即申洲国际前身
- 1992，专注于中高端代工的申洲国际开始实现盈利

- 2005，申洲国际登录港交所主板
- 2005，为了规避欧美对中国服装产品进口的配额限制，申洲国际在柬埔寨设立制衣工厂
- 2006，Nike专用工厂建成投产
- 2007，Adidas专用工厂建成投产

- 2013，申洲国际开始在越南设立面料生产基地
- 2016，越南面料工厂二期和成衣工厂投产；申洲国际成为Nike、Adidas、优衣库、Puma的第一大服饰类供应商
- 2018，将在柬埔寨和越南新建成衣工厂

1990-1996

1997-2004

2005-2007

2008-2012

2013-2018

- 1997，马建荣家族通过MBO控股申洲国际，同年马建荣接管公司
- 1997，通过顺利完成一笔紧急订单，与大客户优衣库建立了紧密的合作关系
- 1997，业务向上游面料领域延伸
- 2002，开始涉足运动服饰业务

- 2008-2009，金融危机期间小企业淘汰，受益行业洗牌，逆市高速增长，营收增长+32%/+26%，归母净利润增长+72%/+79%
- 2009，安庆和衢州制衣工厂建成投产
- 2012，开始承接Nike核心鞋类科技产品Flyknit订单

1 成衣制造行业——依靠下游做大做强是唯一出路

2 申洲国际——国内市值排名第一的纺织服装企业

3 历史回顾——二十八年发展成就卓越针织服装龙头

4 成功经验——十年百倍的大牛股是如何炼成的

5 风险提示

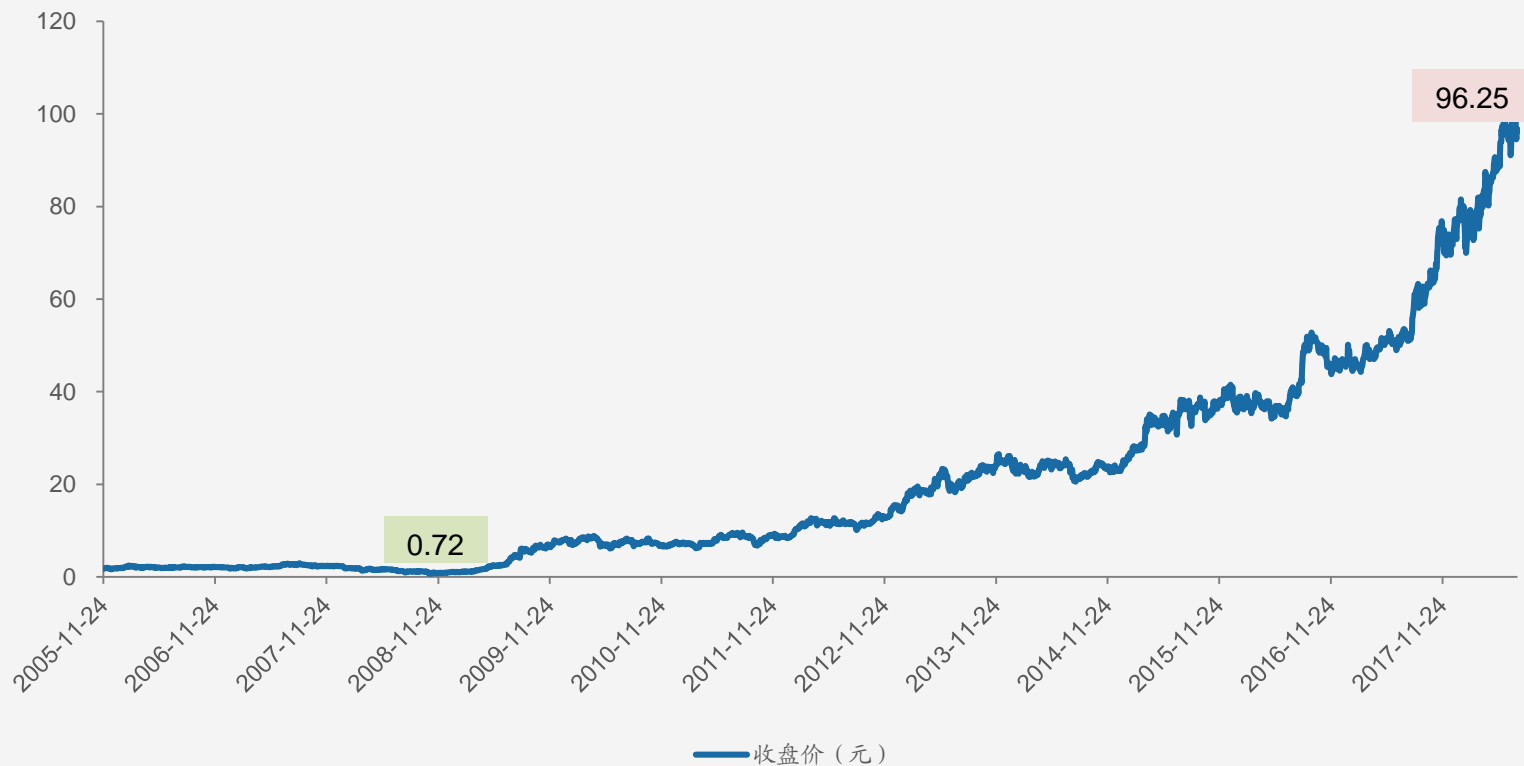
申洲国际目前股价较上市以来最低点上涨超过百倍，我们将它的成功经验归纳为：

深度绑定大客户

纵向一体化产业链

规模优势

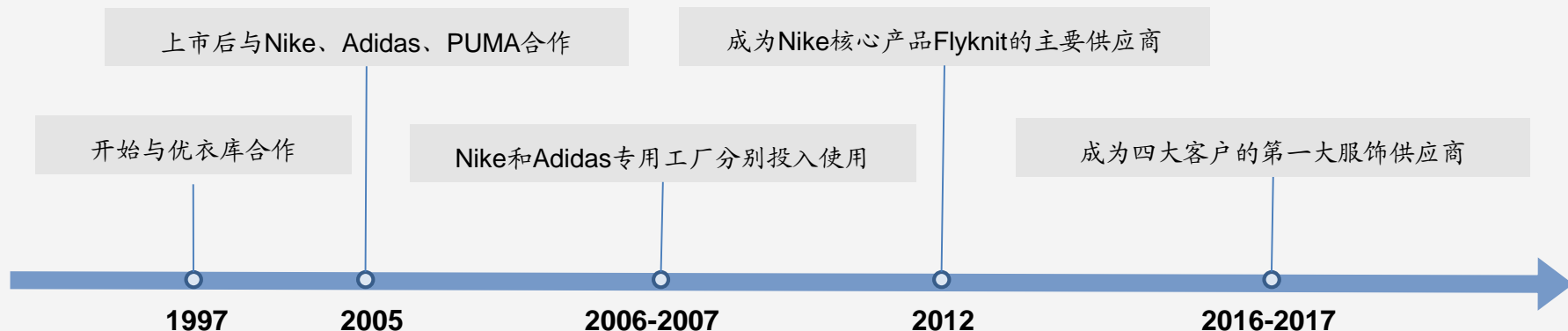
海外扩张



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

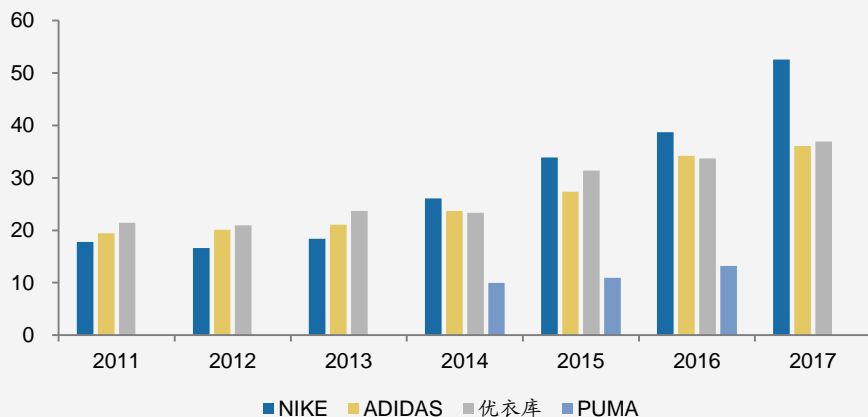
4.1 与客户合作关系日益紧密，竞争优势明显

申洲国际目前已成为四大客户的服饰类第一大供应商



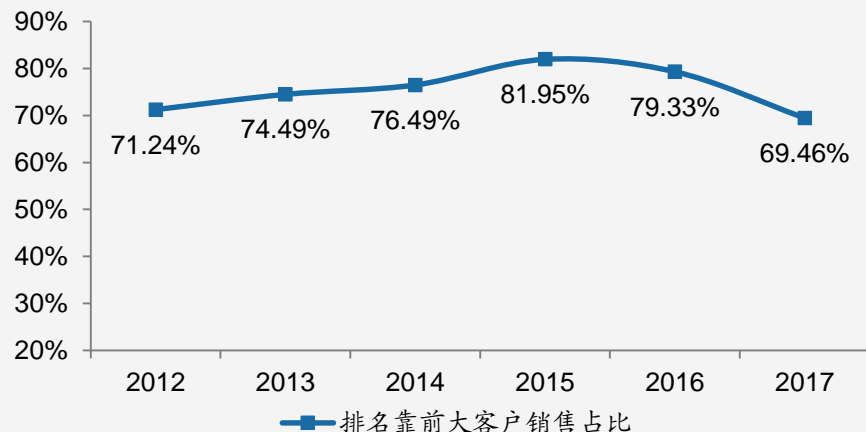
数据来源：公司官网，公司年报，广发证券发展研究中心

申洲国际来自各大客户收入稳步提升（单位：亿元）



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

申洲国际来自前几大客户收入占比保持在较高水平



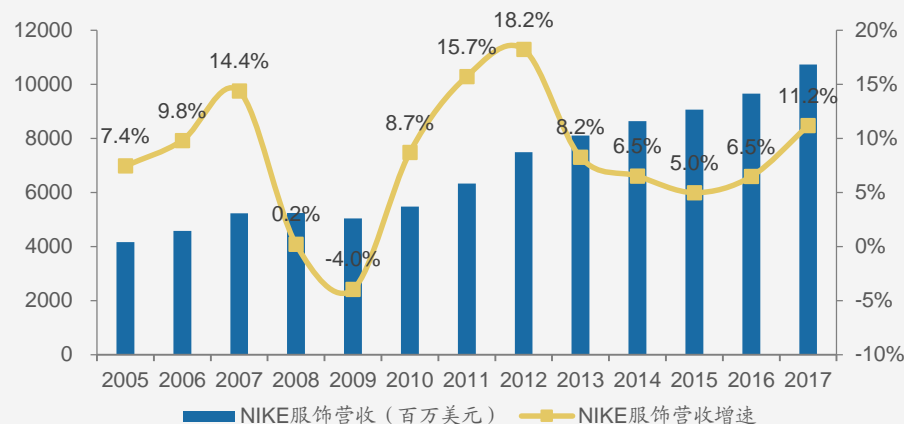
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：2012-2016年数据为来自前四大客户收入占比，2017年为来自前三大客户收入占比

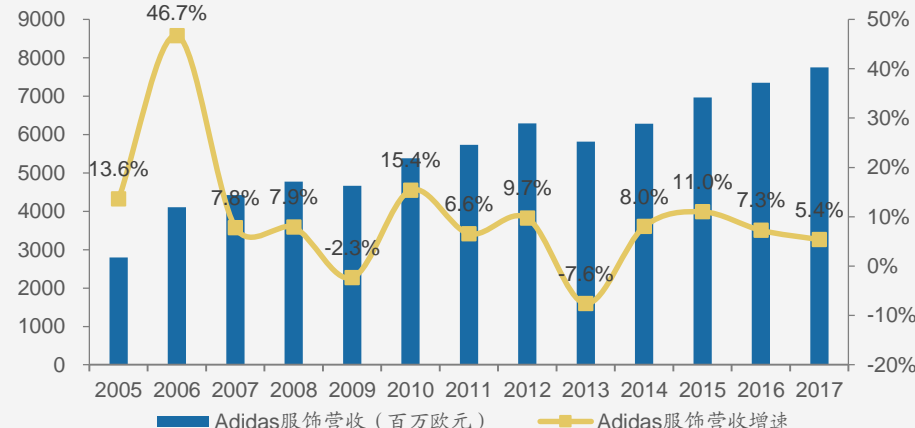
请务必阅读末页的免责声明

自合作以来，主要客户营收状况良好，整体保持较高增长

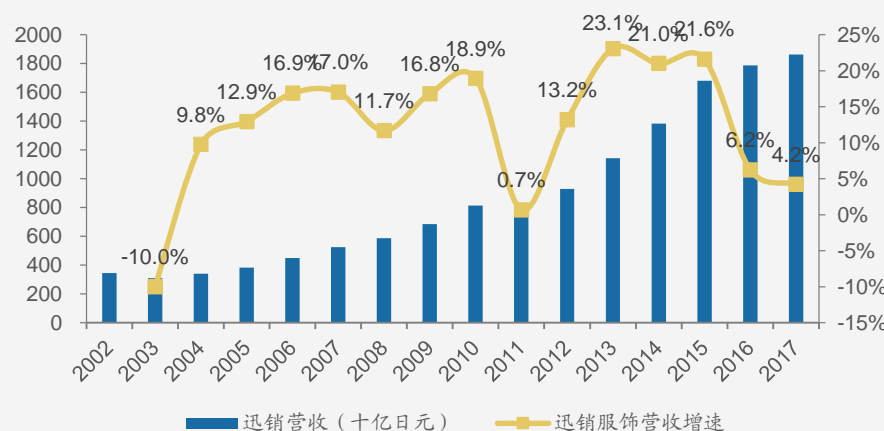
合作以来四大客户服饰营收情况（迅销为优衣库母公司）



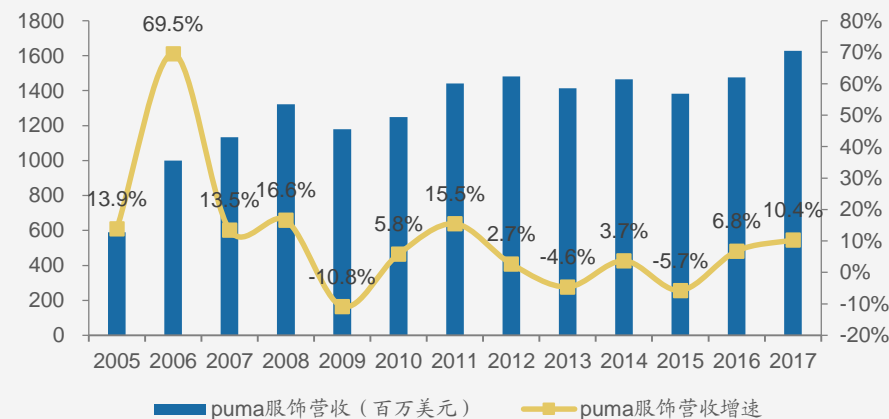
数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心



数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

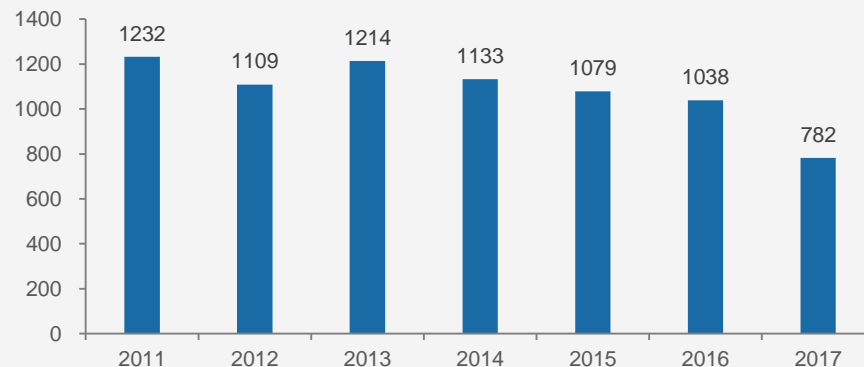


数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

主要客户供应商遴选标准提高，供应商数目持续下降

- Adidas和Nike供应商选择标准一直在提高，供应商数目持续下降，Adidas供应商数量从2011年的1232家下降到2017年的782家，Nike服饰类供应商数目从2014年的430家下降到2017年的363家。
- Nike数据显示优质供应商占比不断提高，三级以上供应商比例由2011年的49%上升到2017年的91%。

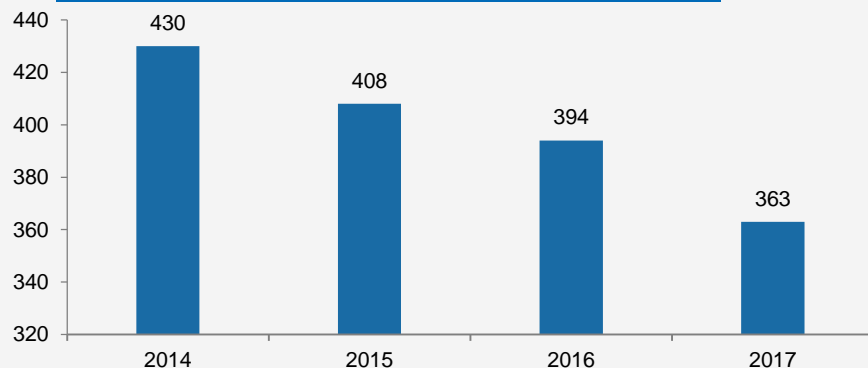
Adidas供应商数目逐步下降



■ ADIDAS供应商数量

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

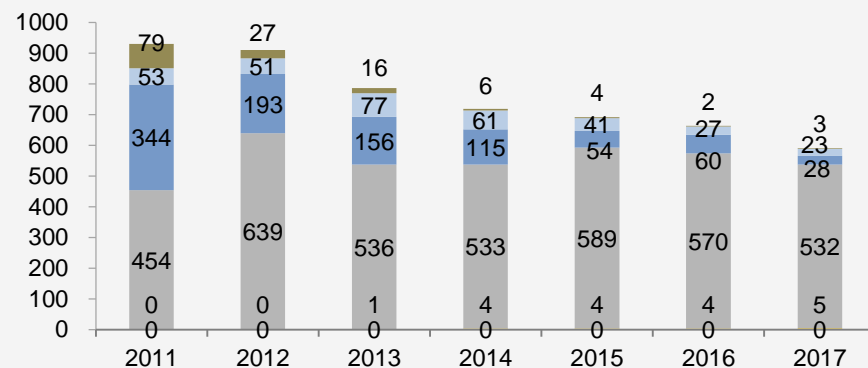
Nike服饰类供应商数目逐步下降



■ NIKE服饰供应商数量

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心
识别风险，发现价值

Nike优质供应商占比逐步提高



■ Gold ■ Silver ■ Bronze ■ Yellow ■ Red ■ No Rating

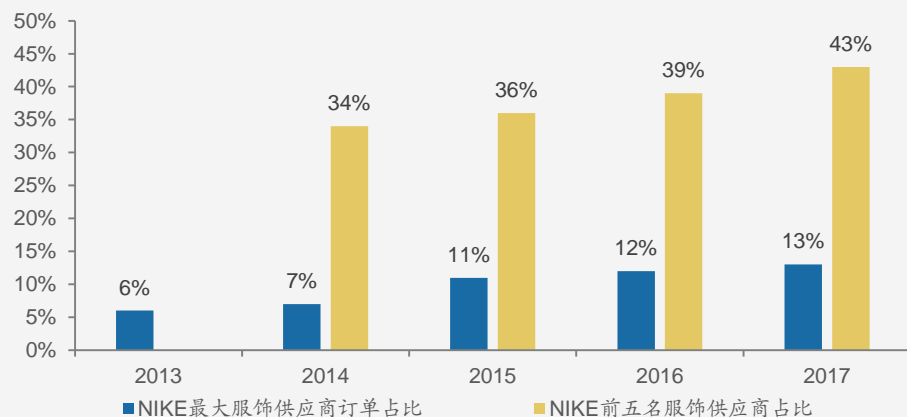
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

Nike和Adidas核心供应商订单保持较高比例

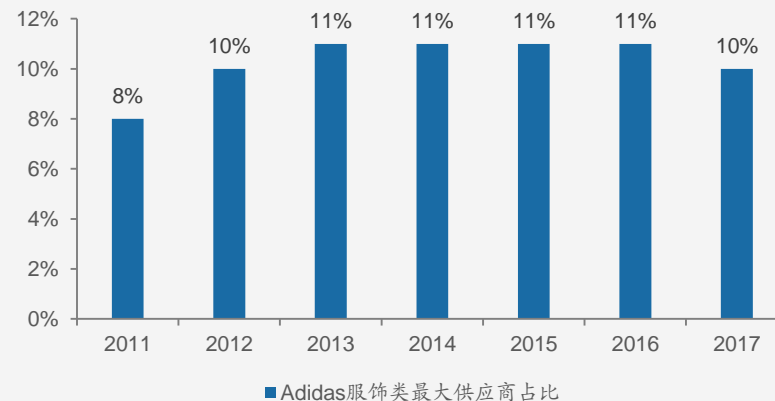
- Nike近年来主要供应商占比持续提升，最大服饰类供应商订单占比由2013年的6%上升到2017年的13%，前五大供应商订单占比由2014年的34%上升到2017年的43%；
- Adidas的服饰类供应商订单占比自2012年起稳定在10%及以上；
- 在客户核心供应商订单占比保持稳定或逐步上升的情况下，优质供应商将直接受益于下游品牌服饰的增长。

Nike服饰类核心供应商占比逐步提升



数据来源：Nike年报，广发证券发展研究中心

Adidas最大服饰类供应商占比超过10%

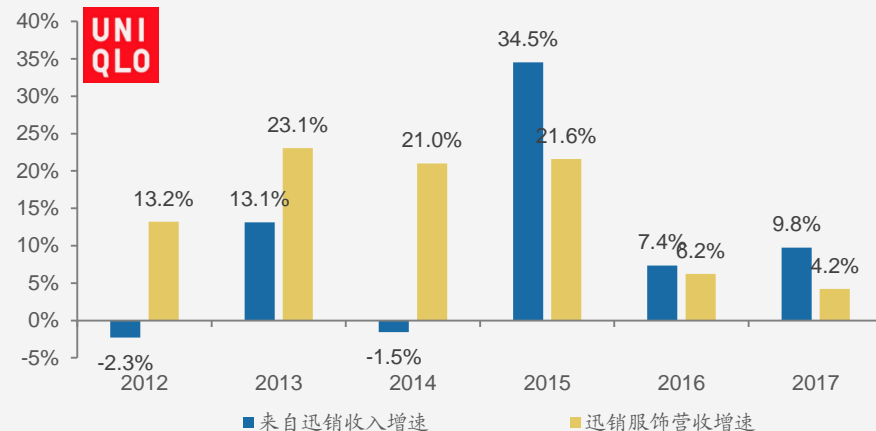


数据来源：Adidas年报，广发证券发展研究中心

在主要客户中渗透率逐步提高

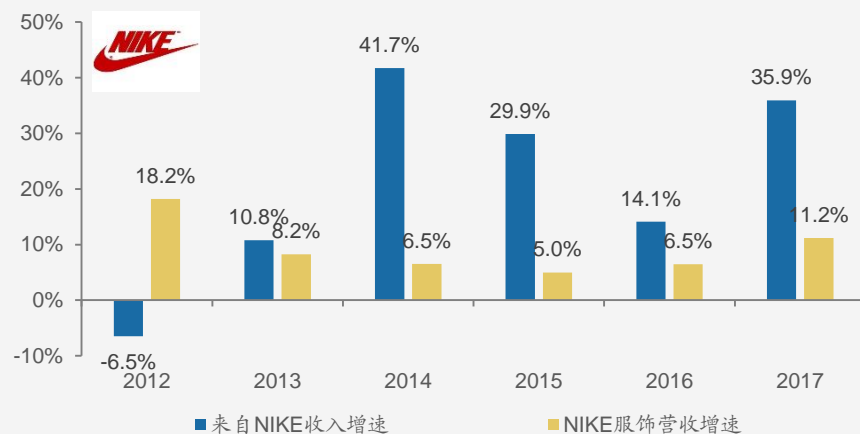
- 2013年以来，申洲国际来自主要客户的营收增速高于客户自身服饰类营收增速，在客户的采购占比逐步提升。
- 2017年，申洲国际占优衣库、Nike、Adidas的采购比重接近15%，占Adidas采购比重约10%，占Puma采购比重约40%，已经成为各大客户的第一大服饰类供应商。（迅销为优衣库母公司）

来自迅销收入高于迅销服饰类营收增速



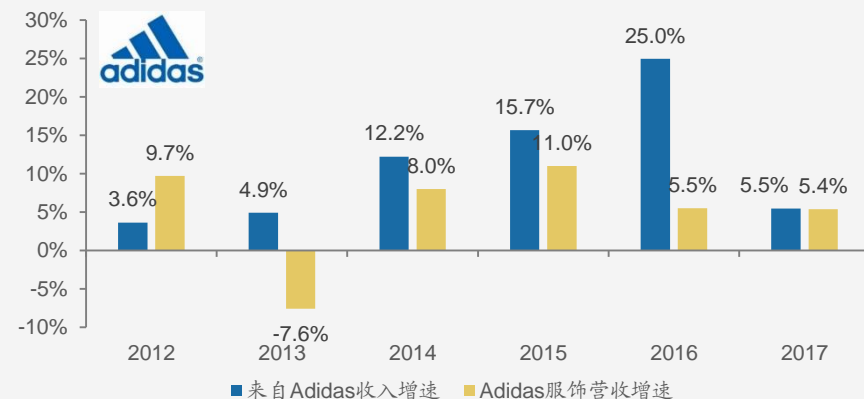
数据来源：Bloomberg，公司年报，广发证券发展研究中心

来自Nike收入高于Nike服饰类营收增速



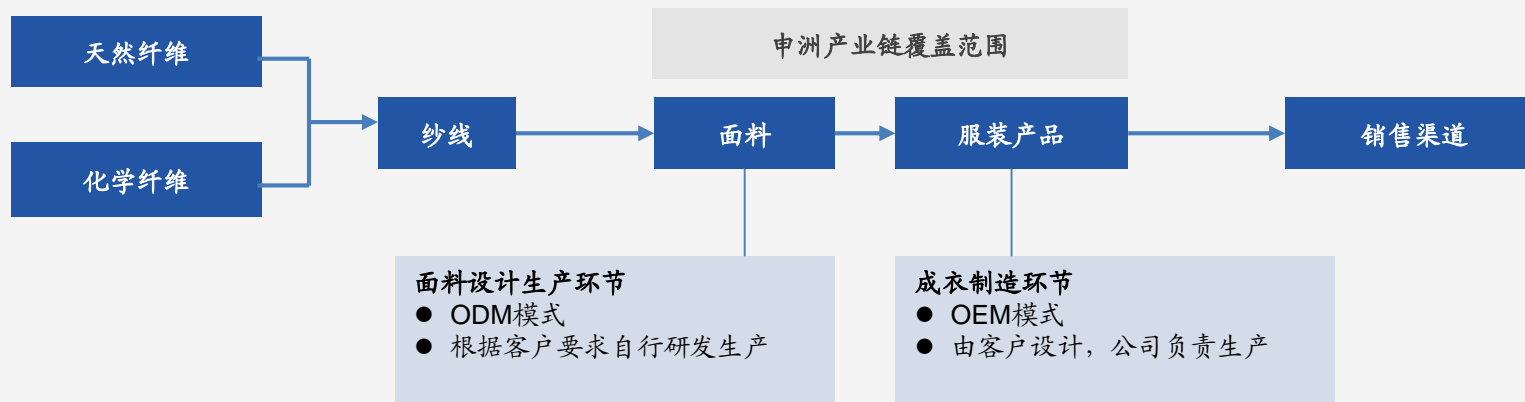
数据来源：Bloomberg，公司年报，广发证券发展研究中心

来自Adidas收入高于Adidas服饰类营收增速

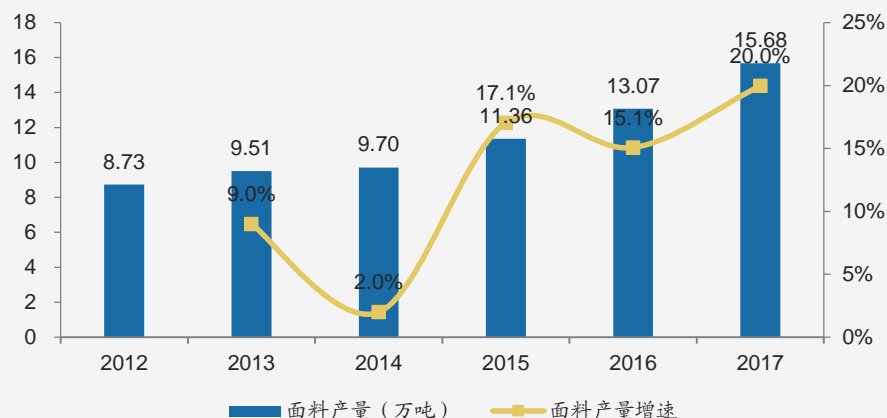


数据来源：Bloomberg，公司年报，广发证券发展研究中心

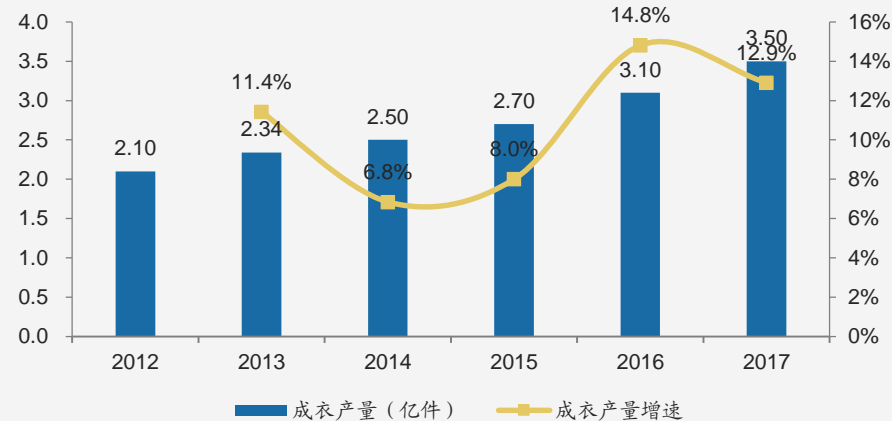
产品涵盖面料设计生产和成衣制造两大环节



申洲国际历年面料产量

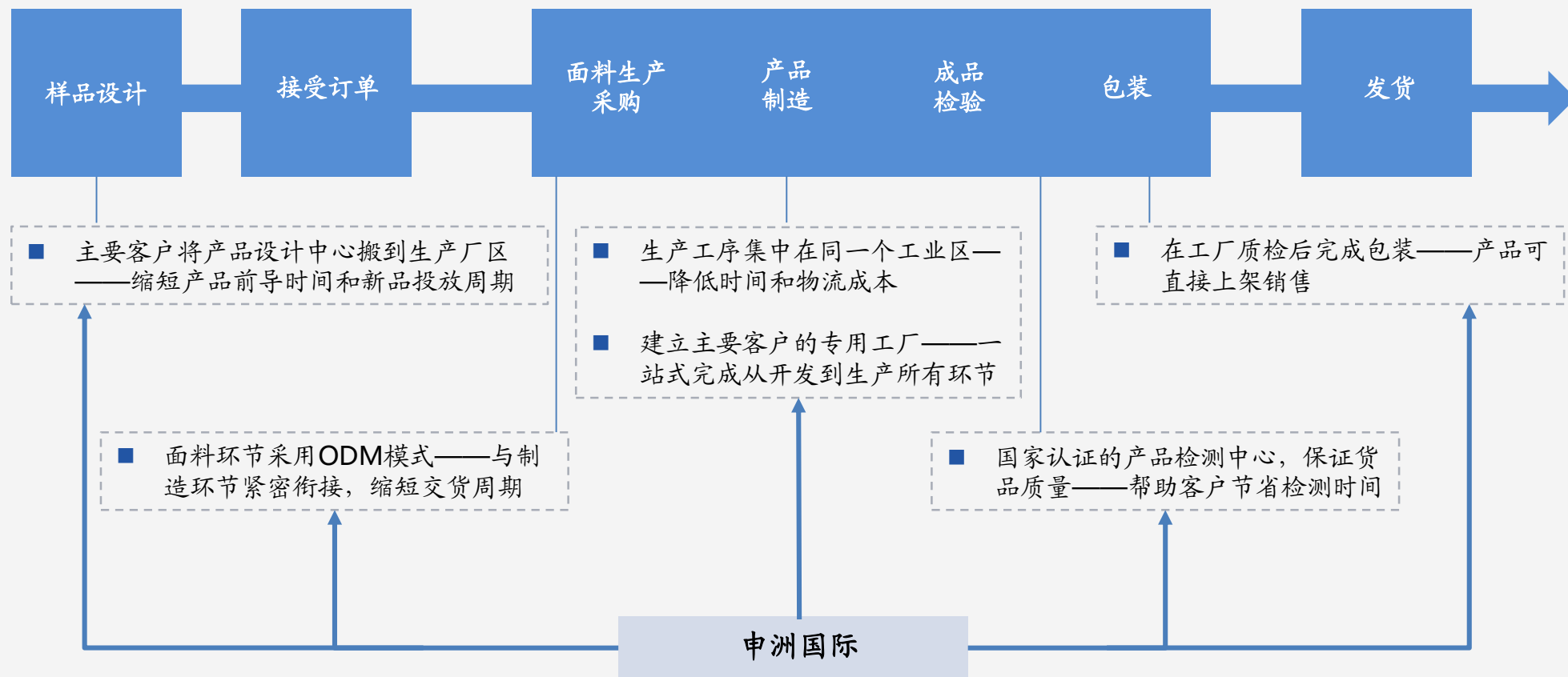


申洲国际历年成衣产量



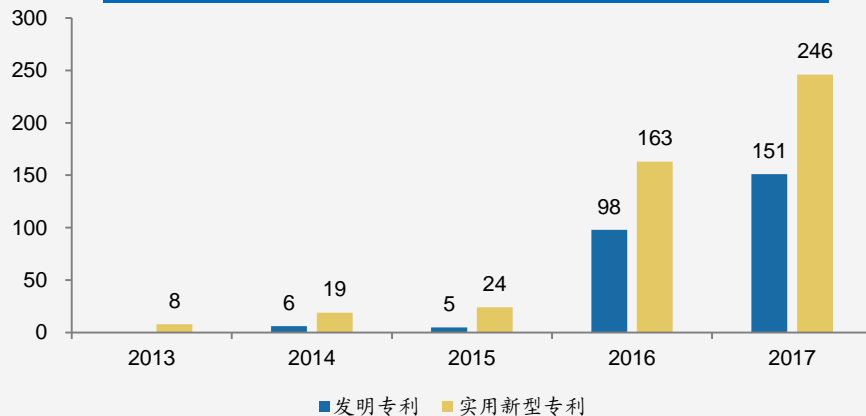
4.2 纵向一体化产业链缩短交期，提升产品竞争力

一体化产业链紧密衔接设计生产，产品交货期显著缩短



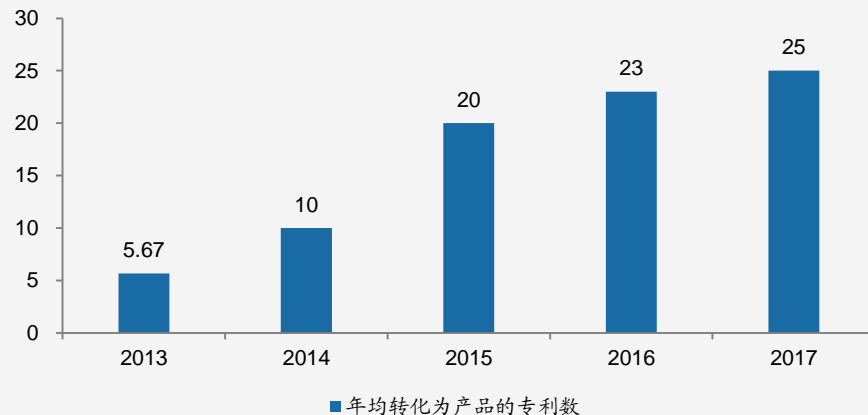
加速面料开发以及专利转化产品速度，竞争优势凸显

申洲国际专利数量快速提升



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

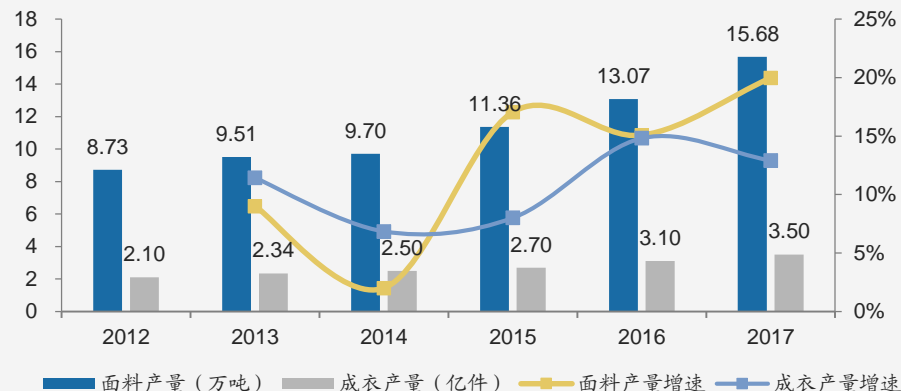
年均转化为产品的专利数逐年增加



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

- 从纺织行业整体产业链来看，面料织造属于技术密集型行业，龙头效应明显，需要企业进行较高的研发和技术投入。申洲国际利用多年与日本高端客户合作的技术经验，结合自身强大资金实力，提升面料研发制造的竞争优势，仅2013-2017年新增150余项发明专利，年均转化为产品的专利数由2013年的5.67项上升至2017年的25项。
- 面料研发实力增强的同时，产量由2012年的8.73万吨上升到2017年的15.68万吨，CAGR为12.4%，高于成衣产量CAGR10.8%，自产面料比例逐步提高。

申洲国际面料产量增速整体高于成衣



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

重视技改及设备升级，保持高比例资本支出

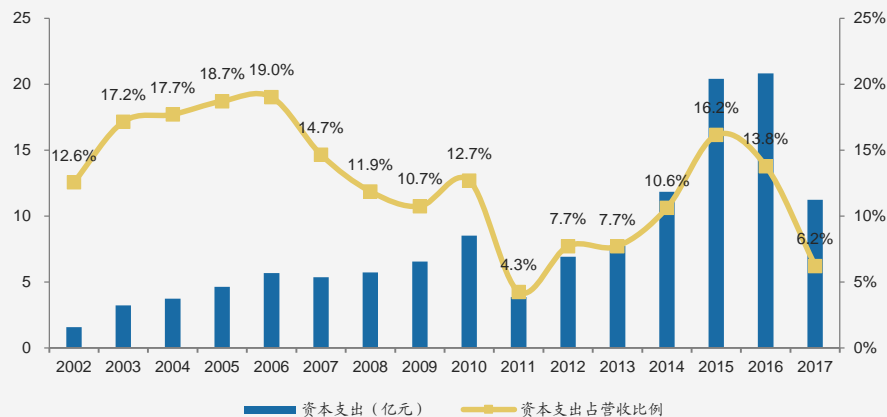
- 申洲国际利用其资金实力持续在机器设备上进行高比例投入，以形成强大壁垒。2005-2017年，生产设备投入总额达到54.8亿。
- 公司每年资本支出的比例几乎都能占到当年净利润的40%以上，2005-2017年总计资本支出116.9亿，占总体营收比例为10.3%，在同业企业中最高。

生产设备投入及其占营收比例



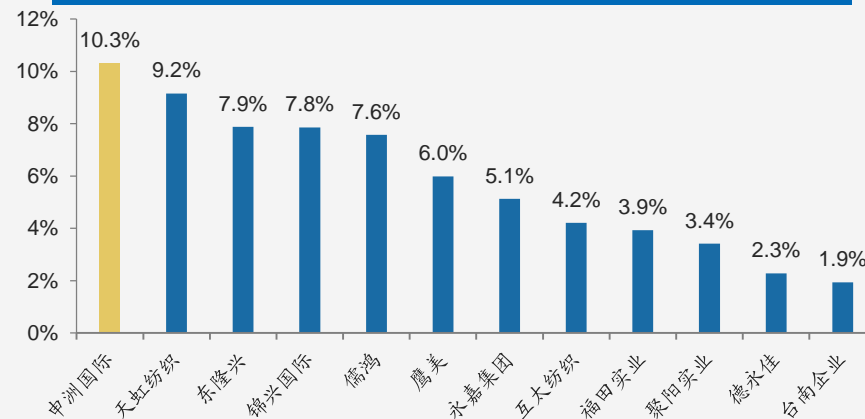
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

资本支出及其占营收比例



识别风险，发现价值
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

申洲国际2005-2017资本支出占营收比例高达10.3%



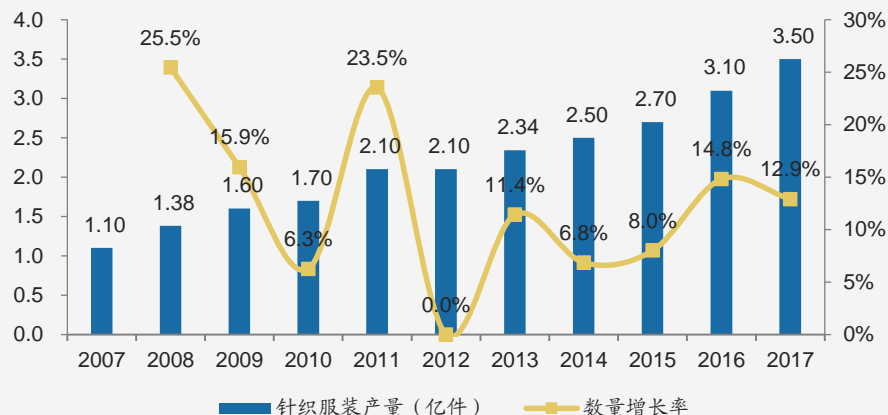
数据来源：wind，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

规模效应显著，效率持续提升

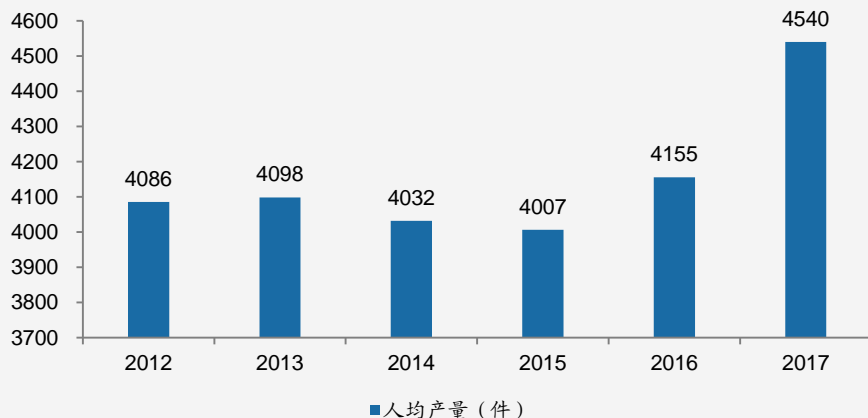
- 高比例生产设备投入使得自动化水平迅速提升，规模优势带来产量以及效率的提高。成衣产量由2007年的1.1亿件达到2017年的3.5亿件，CAGR为12.3%。
- 在不考虑目前东南亚工厂工人逐步招募，效率尚未达成的情况下，申洲国际的人均产量以及人均营收仍呈现逐年上升趋势，人均成衣产量4540件/年，人均营收23.46万/年，反映公司效率逐步提升。

申洲国际历年服装产量



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

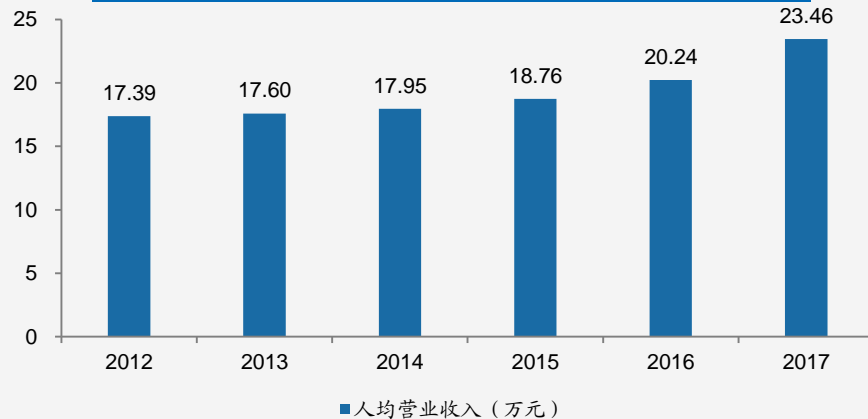
人均产量逐年提升



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

人均营收逐年提升



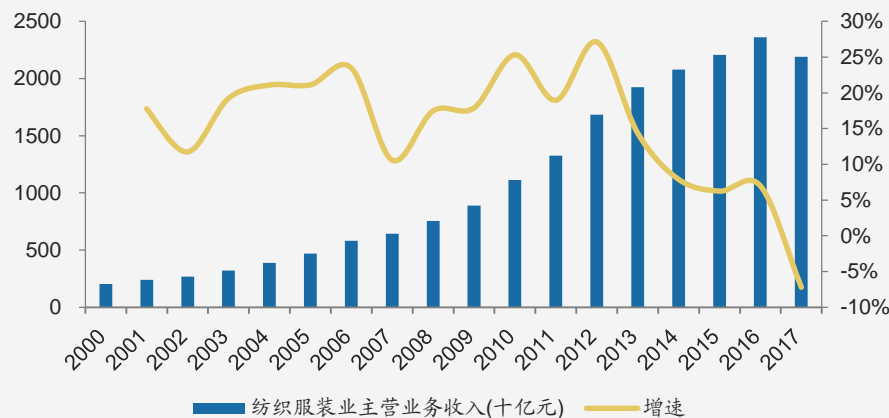
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

从出口额以及行业收入来看，国内纺织业发展增速放缓

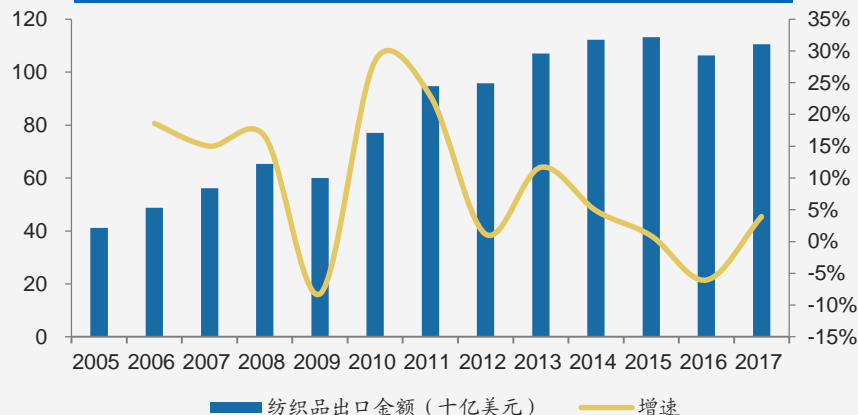
- 2013年以后，由于国内劳动力、土地成本快速上升、环保政策趋严等原因，国内纺织业发展速度逐步放缓，纺织服装行业主营业务收入以及纺织产品服装出口额增速均有所下滑。

纺织服装主营业务收入及增速



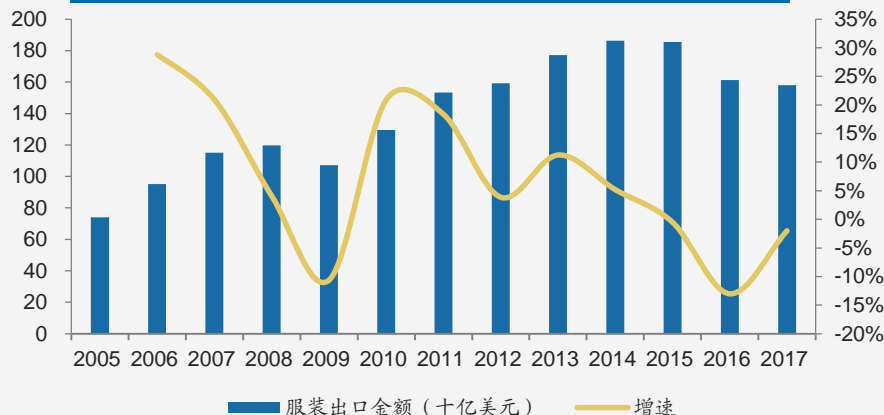
数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

纺织产品出口额及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

服装出口额及增速



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

4.4 产业转移背景下海外产能助推企业未来增长

- 全球纺织行业中心历经由欧美，依次转移至日本、亚洲四小龙、中国的过程，正处于从中国到东南亚国家以及印度的第四次产业转移中。
- 东南亚除了劳动力成本、工业用水电成本价格较为低廉之外，出口欧美、日本等国家享受关税优惠，进口棉花不受配额限制，在全球纺织行业供给端中极具竞争力。



4.4 产业转移背景下海外产能助推企业未来增长

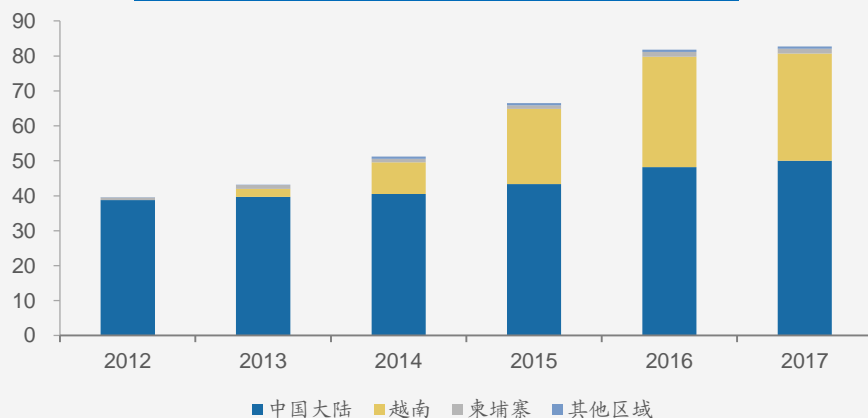
申洲国际在全球纺织行业逐步转移的大背景下，顺应产业发展趋势，开始加速在东南亚的产能布局：

- 申洲国际2005年开始在柬埔寨布局制衣工厂，主要由于柬埔寨出口不受配额限制，而国内出口受限；
- 自2007年越南加入世贸组织以后，纺织行业成为越南政府重点发展行业。在越南出口贸易环境良好以及政府鼓励外资投资的条件下，申洲国际2013年开始在越南建立面料和成衣制造工厂，加速海外扩张步伐。



数据来源：公司公告，公司官网，广发证券发展研究中心

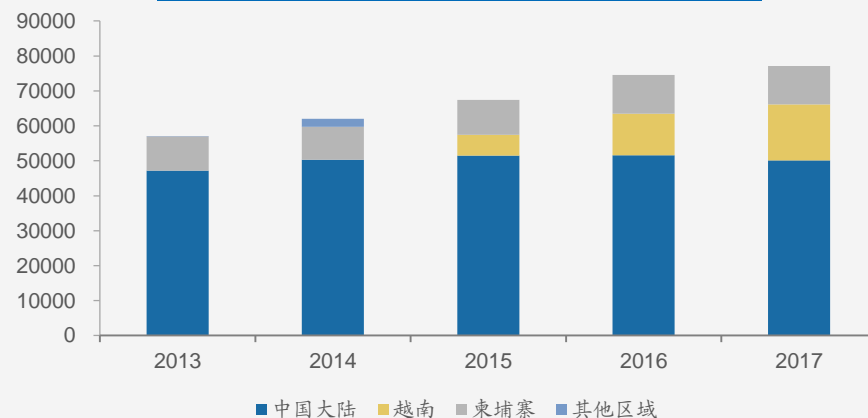
申洲国际非流动资产分布（亿元）



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

申洲国际员工分布（人）



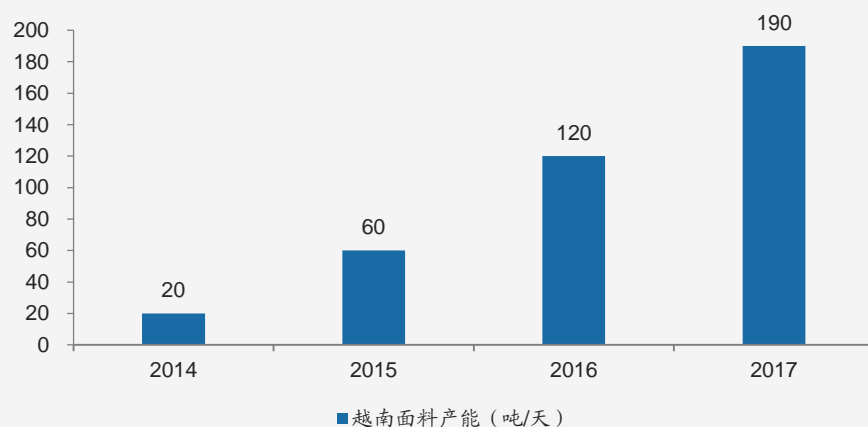
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

请务必阅读末页的免责声明

海外产能扩张潜力值得期待

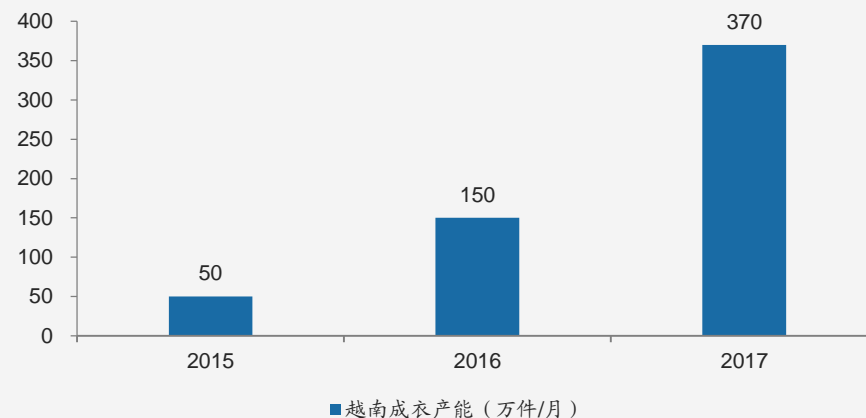
- 申洲目前在越南设有面料工厂和成衣工厂，在柬埔寨设立了成衣工厂，海外产能逐步进入释放期。越南工厂面料产能在2017年底达到190吨/天，占总体产能40%左右。越南成衣产量占比13%左右，柬埔寨占比15%。
- 未来东南亚产能将进一步扩张，面料方面，预计2018年面料产能将达到240吨/天，设计目标产能在300吨以上；成衣方面，越南和柬埔寨都将新增成衣制造工厂。越南工厂享受四免九减半的所得税优惠，柬埔寨工厂享受免除四年所得税优惠。东南亚生产基地将在申洲国际的产能布局中占据重要环节，东南亚产能扩张潜力助推公司未来发展。

申洲国际越南面料工厂预计产能



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

申洲国际越南成衣工厂产能



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

1 成衣制造行业——依靠下游做大做强是唯一出路

2 申洲国际——国内市值排名第一的纺织服装企业

3 历史回顾——二十八年发展成就卓越针织服装龙头

4 成功经验——十年百倍的大牛股是如何炼成的

5 风险提示

主要客户销售下滑风险

公司订单收入较为集中，依赖前几大客户，主要客户业绩波动对公司收入影响较大。如果几大主要客户终端销售状况不及预期，将影响公司的产能安排，影响公司营收。

海外产能扩张不及预期风险

公司在东南亚设立工厂且海外生产占比逐渐提高。如果海外产能未及时投放，将极大影响生产效率，提高生产成本，影响与主要客户的合作。

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，7年纺织服装行业研究经验，2016年进入广发证券发展研究中心。

张 萌：上海财经大学数量经济学硕士，2年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。

赵颖婕：伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2年证券从业经历，2018年进入广发证券发展研究中心。

胡 幸：厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

广发海外研究小组

胡翔宇：海外博彩旅游业及可选消费行业首席分析师，南洋理工大学工程学学士，5年证券从业经历，2016年进入广发证券发展研究中心。

陈佳妮：上海财经大学国际商务硕士，1年证券从业经历，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。