



纺织服装行业分析

2017 年 7 月 7 日

Roy Lau CFA, FRM

+852 25009673

Roy_lau@chiefgroup.com.hk



目录

1. 纺织服装行业分析

- a) 一般简介
- b) 纺织成衣产业链

2. 纺纱

- a) 一般简介
- b) 中国棉花政策
- c) 制作过程/程序
- d) 例子：天虹纺织(2678.HK)

3. 织布、印染

- a) 一般简介
- b) 制作过程/程序
- c) 例子：互太纺织(1382.HK)

4. 制衣

- a) 一般简介
- b) 贸易政策
- c) 制作过程/程序
- d) 例子：申洲国际(2313.HK)

5. 展望



纺织服装行业分析

一般简介

在全球一体化的背景下，整个成衣过程，目前已形成了以各国、各地区各自比较优势为分工基础的跨国生产经营模式。如要理解整个生产过程的分解，可以参考**利丰(494.HK)**荣誉主席冯国经与哈佛商学院编辑的访问中解释何为价值链管理。

「比如说我们获得了来自欧洲一个零售商的 10000 件成衣订单，可能我们的做法是，从韩国买纱并运往台湾进行纺织和染色；同时，我们会到 YKK(日本大型拉链厂商)在中国内地的工厂订购拉链；之后出于配额和工人状况的考虑，便把纱和拉链等运到泰国进行生产。又由于客户要求迅速交货，因此我们会分别在泰国的 5 间工厂下订单，这样，我们便能有效地为客户度身订造一条价值链，尽可能满足该客户的需要。该产品看起来像是在同一间工厂生产出来的。产品的卷标上或许会写上“泰国制造”，但却不完全是泰国的产品。」¹

从上述的描述，我们可以清楚看到现今的纺织成衣业已是高度细分化，而且是真正意义上的全球化竞争，各国、各地区、各工厂从贸易政策、税务政策、资源、人力、技术全面竞争。时至今日从原材料到产品全程一手包办的企业已所剩无几，反而大部分的企业都按着自身优势专注于整个产业链的某一环节。当然大部份企业亦试着某程度上的垂直整合以期扩大自己的竞争优势，但事实上更希望能用有限的资源去掌握整个价值链，成为价值链的管理者。

行业的另一个趋势是，现在的竞争已不止于公司与公司之间，而是供应链与供应链的竞争。服装品牌零售商愈来愈重视供应链管理，全球知名品牌 ZARA、H&M、GAP 及 UNIQLO 都是 SPA(Specialty Store Retailer of Private Label Apparel)商业模式的表表者，他们由原料采购、产品规划、开发、生产、物流、分销及零售全程参与，逐步减少供货商数目，与供货商紧密合作，共存共荣，达至库存减少、对市场快速反应，这些都是他们的致胜关键。

纺织成衣产业链

纺织成衣产业链大致可分为以下几个部分：



纺织成衣产业链上游为天然纤维及人造纤维原材料，再纺成纱线，然后经过织造成坯布，再经漂

¹摘自供应链管理：利丰集团的实践经验



白、染色、印花、涂布、整理等程序造成服装面料，经过剪裁、缝合为成衣制品或其他相关纺织商品。

在一件服装的价值构成中，整个制造过程由原料到制衣一般只占整个产业链价值的 25%。换句话说，最终产品的零售价是出厂价的 4 倍。而目前以发展中国家为全球的服装生产基地，包揽产业链的上、中游部份，其中中国成衣业以其产业链完整、管理和技术人材集中、劳动力资源丰富及基础建设良好的特点，成为全球成衣业分工体系下主要的生产、加工和出口国。至于已发展国家则依靠着自身的资本优势、技术优势及丰富经验，主导着机械开发、纤维开发、高端品牌营运、终端零售等高附加值环节。

然而近年，美国、欧盟及日本等传统市场，向发展中国家(包括东盟国家及孟加拉国)的纺织品出口商提供较优惠的市场准入，此举削弱了中国生产商的竞争力，加上中国内地劳工成本上升及收紧环保法例，劳动密集型的服装产业的竞争优势正逐渐消失。越来越多内地服装制造商把较低端及量产产品的生产活动转移至孟加拉国、柬埔寨及越南等东南亚国家。正如台湾成衣大厂**聚阳(1477.TW)**，截至 2016 年底，其于中国的非流动资产规模只为印度尼西亚及越南的五分之一及三分之一，在中国的厂房投资已降至其全球布局的最低位置，而**儒鸿(1476.TW)**更于去年底结束在中国的最后一座成衣厂，将全部生产线分布于越南、柬埔寨、莱索托等国家。

当中越南更是近年众多成衣厂商趋之若鹜的热门投资地，连续几年保持了服装出口的快速增长。越南既是 TPP、RCEP 成员，亦是世贸成员，其拥有廉价的劳动力、土地资源，政府亦给予外资相当大的税务优惠，吸引很多外商到该国投资设厂生产服装。然而目前越南的环保法规非常严格，污水排放标准比中国要求更高，导致越南欠缺印染企业，服装的面料仍以进口为主，还未能发展成非常完整的产业链。此外，美国总统特朗普上场后即退出 TPP 成员国，令 TPP 进展近乎停顿，以及南海问题引起的排华情绪，相信都会令外商的投资热情有所减弱。

本专题将会着力探讨其中纺纱、织布、印染及制衣环节，而每个环节将以一家上市公司再作深入讨论。



纺纱



一般简介

纱线是制造纺织品的原材料，而纺纱就是指把纺织纤维加工成纱线的整个工艺过程，原理为将纤维原料加捻制条。纱线的品种繁多，性能各异。它可以是由天然纤维或各种人造纤维制成的纯纺纱，也可以是由几种纤维混合而成的混纺纱。

纱线的原材料

纺织纤维	天然纤维	植物纤维	棉花、亚麻、大麻等
		动物纤维	蚕丝、羊毛等
	人造纤维	再生纤维	铜铵纤维、粘胶纤维等
		合成纤维	涤纶、氨纶、尼龙等

时至今日，各种服装纤维中，棉始终是最受欢迎的材料，亦是世界上使用最广泛的纤维。

2014 年棉花统计数字

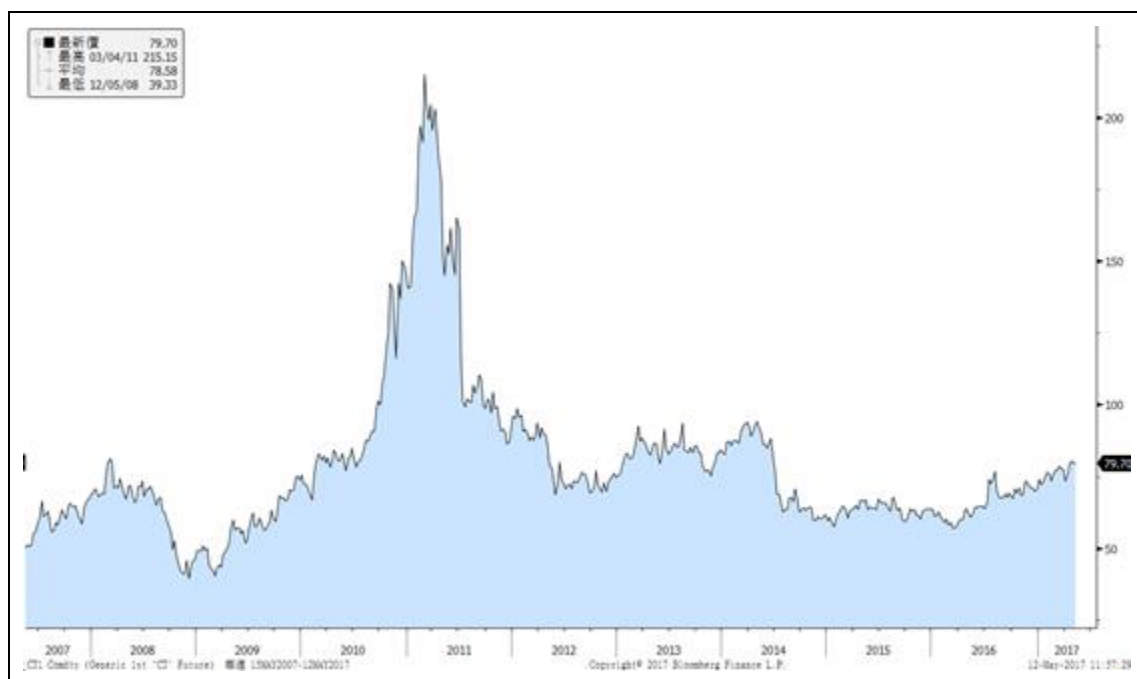
排名	最大生产国 (公吨)	最大消费国 (公吨)	最大出口国 (公吨)	最大进口国 (公吨)
1	印度 (6,561,950)	中国 (7,706,000)	美国 (2,449,400)	中国 (1,804,000)
2	中国 (6,480,000)	印度 (5,294,100)	印度 (1,108,500)	孟加拉国 (968,090)
3	美国 (3,466,830)	巴基斯坦 (2,307,510)	巴西 (851,000)	土耳其 (781,330)
4	巴基斯坦 (2,113,840)	土耳其 (1,448,130)	澳洲 (521,000)	越南 (729,940)
5	巴西 (1,533,000)	孟加拉国 (954,000)	欧盟 (275,420)	印度尼西亚 (599,000)

数据源：经合组织-粮农组织(OECD-FAO)农业展望 (2016 年版)、致富集团研究部



中国棉花政策

棉花价格 Cotlook A index 走势图



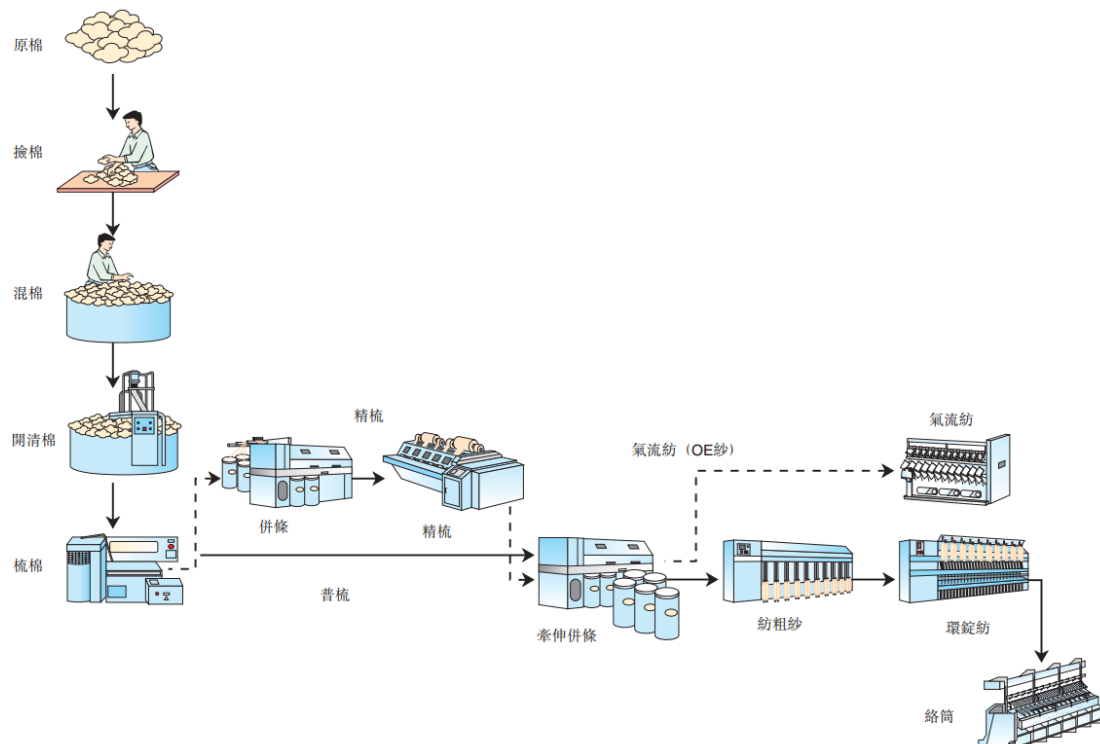
数据源: Bloomberg、致富集團研究部

鉴于 2011 年国际棉价暴挫，中国政府同年启动棉花临时收储政策，藉保障棉农收入，使其不改种其他农作物，以稳定内地棉花市场运作。中国政府对棉花价格及进口配额进行管制，使中国境内的棉花价格大幅高于国际棉价，海外进口纱线因其价格优势大量冲击国内市场，以致严重打击国内棉纺企业。在此期间中央大量收储棉花，令中国的棉花库存竟超过全球总库存一半之多。

于 2014 年，中国终于取消了连续实行 3 年的棉花临时收储政策，转为对棉农直接补贴。如今中国不再收储，而转为抛售库存，令到国内棉花价格出现下跌趋势，价格逐渐贴近国际棉价。然而近年印巴因受天气影响失收，中国政策亦导向逐步减少棉花生产，而国储抛售进度缓慢，令到棉价于 2016 年触底反弹。棉花未来价格走势有可能持续小幅回升，此乃由于库存持续消耗及需求回升。



制作过程/程序



数据源：天虹纺织招股书

天虹纺织(2678.HK)

简介

天虹纺织是中国最大的棉纺织品制造商之一，营业额逾百亿元人民币，更是领先的包芯纺织产品生产商。集团的主要业务为制造及销售纱线，另外亦有制造坯布、面料和服装。集团以上海为销售总部，于中国、越南和柬埔寨分别设有生产基地，具备等同 289 万纱锭、816 台织机、18 条牛仔服装生产线。截至 2016 年 12 月 31 日，集团员工合共 27,279 名。

产品

集团以生产差异化产品为重点，特别供应比传统纱线更高利润的氨纶弹力包芯纱线，此纱线于受压下可大幅伸展，并在放松时随即回复原貌。于 2016 年度，集团大约一半的收入来自弹力包芯纱线。

除氨纶弹力纱线外，集团亦生产其他纱线，主要包括涤纶黏胶混纺弹力纱线、黏胶短纤纱线及棉粗纱线。于 2016 年度，集团大约四成的收入来自其他纱线。

此外，集团亦有销售坯布、面料及成衣，惟于 2016 年度仅占总销售收入不足一成。目前，集团



正积极进入牛仔服装领域，于山东及柬埔寨的牛仔服装团队及生产线已可生产超过 300 万条牛仔裤，而越南新厂房更会大力发展牛仔服装业务，期望达到高水平的产业链整合。

原材料

集团生产纱线所需的原材料主要为棉花及人造纤维，而当中棉花占比最大，对集团的毛利率影响甚巨。然而棉花价格相当波动，时常受到市场供求、地方政府政策及天气所影响，因此集团的毛利率波动亦大。

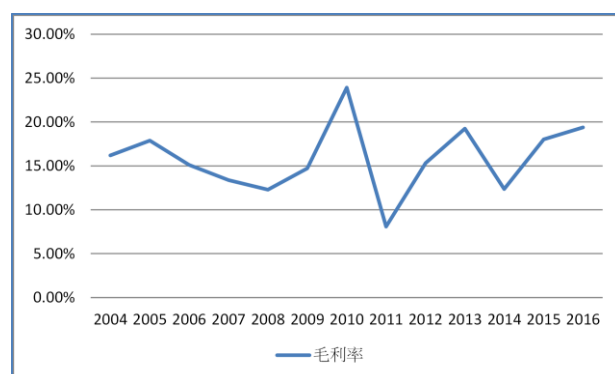
至于人造纤维为石油副产品，价格受原油价格及供应波动而影响。集团与「莱卡®」品牌制造商「英威达」及纤维素纤维「天丝®」、「木代尔®」纤维品牌制造商「兰精纤维」建立了全面的战略合作伙伴关系。

客户

集团是供应链的上游部份，主要供应纱线给贸易商、织布厂、印染厂及服装制造商。集团客户基础庞大，拥有超过 3,000 名国内外客户，其中超过八成是来自中国的厂商。于 2016 年度，集团最大客户及五大客户分别只占集团 3.5% 及 9.6% 的总销售额，其中十大客户以中国江苏、浙江及广东省为主，而日本著名纤维商**东丽株式会社(3402.JT)**亦是其客户。

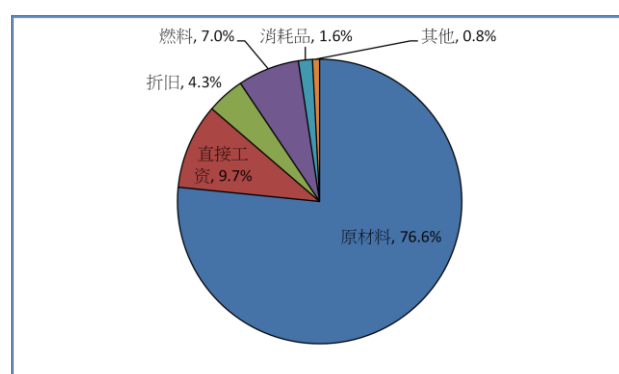
成本结构

图表：2004 年至 2016 年集团毛利率



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表：2016 年集团销售成本明细



数据源：公司年报、致富集团研究部

纺纱行业毛利率一般只有单位至低双位数，而**天虹纺织**的毛利率却较一般的纱厂为高，主要由于集团专注于高附加值的差异化产品及于业界拥有较高的市场地位。此外，由于中国的棉花政策，导致中国的棉花价格高于海外，而集团则可以受惠于海外生产基地采用更廉宜的海外棉花而取得优势。然而正如上文提到，集团的毛利率会随着原材料的波动而有较大上落。



正如 2010 年，在棉花供应紧张及需求强劲之下，棉花价格剧烈上涨，集团的棉纱价格亦跟随上升，而实际成本因使用原料存货而滞后，令集团的毛利率上升至纪录高位 23.9%。刚过去的 2016 年亦因为棉花价格反弹而产生同样效果。相反地，于 2011 年，棉花价格大幅下降，集团产品售价亦大幅下滑，使毛利率严重下跌至纪录低位 8.1%。

除原材料外，从图表可见，劳工成本及燃料亦占销售成本很大比例。集团为克服在中国原材料、劳工及能源成本持续上涨的问题，于 2006 年将其扩大纱线产能的重点由中国转为在越南扩充产能，以降低制造成本。此外，集团亦不断推行其生产过程自动化政策，逐步减少每条生产线的人手，从过去劳动力密集型转去资本密集型企业。

结语

天虹纺织目前以纱线为主营业务，但除此以外，集团近年积极进入牛仔服装领域。于 2017 年集团将以越南新厂为主全力发展牛仔服装业务，目标以赢得知名品牌的认同。但天虹纺织志不在此，集团目的在于以自身工业园完善的配套优势，加以供应纱线原料及提供生意予现有织布、印染客户，希望引入现有牛仔布客户进驻园区，负责越南一向缺乏的面料生产，在减少自身资本开支的同时，做到互补共赢。

集团最终希望做到的是在一个工业园区内完成涵盖纺纱、织布、染整、制衣全产业链的生产经营管理，做到快速反应，满足现今快时尚对于降低库存风险以及在同一季节中针对消费者的需求而策略性的增加订单生产的要求。

香港主要纺纱上市公司

名称	营业额(亿元人民币)	毛利率	纯利率	ROE	P/E	P/B	主营业务
天虹纺织(2678.HK)	136.48	19.38	8.70	26.22	6.28	1.49	弹力包芯纱
魏桥纺织(2698.HK)*	97.66	5.72	10.03	5.91	5.70	0.33	棉纱、坯布
百宏实业(2299.HK)	61.25	11.62	5.15	6.10	33.37	2.03	涤纶长丝
中国织材控股(3778.HK)	14.36	10.83	1.03	3.10	43.08	1.36	涤纶棉及黏胶棉混纺纱
金达控股(528.HK)	8.56	17.74	7.75	6.21	8.64	0.54	亚麻纱
永盛新材料(3608.HK)	5.81	28.80	13.63	17.25	7.92	1.40	涤纶长丝

*2015 年度业绩



织布、印染



一般简介

织布

面料作为服装三要素之一，是用来制作服装的主要原材料。面料种类繁多，一般可由其原材料种类、不同的纺织结构及制成类型而分类，单是互太纺织就有超过 5,000 款设计及规格的面料。时至今日，消费者对面料的要求已大大提高，尤其服装品牌零售商对面料功能性的追求，使面料工艺大为精进，比如 UNIQLO 的 HEATTECH、AIRism，Nike 的 Flyknit 及 adidas 的 Clima 系列等等，都是纤维商与面料生产商的研究所得。

印染

染整是纺织产业中最耗能、耗水及资本投放最大的一环。由于面料染色需要使用大量的水、热能以及含化学物质的染料，印染行业可以说是整个供应链上入场门槛最高的一个，需要发电厂，又由于印染属高污染行业，环保要求十分高，需要印染厂自设水厂、污水处理厂，资本要求大。染整制作过程复杂，技术要求最高，但也提供纺织品差异化及高附加价值的重要环节。

制作过程/程序

編織



染色



印花*



整理



* 此生產過程中步驟並不適用於所有布料型號。

数据源：互太纺织招股书



互太纺织(1382.HK)

简介

互太纺织为香港的针织布生产及营销商，其生产基地设于中国广东省番禺及越南河内北部工业园。厂房集合针织、染色、印花及整理之综合生产线，年产量约达 8,700 万公斤。截至 2016 年 9 月 30 日，集团雇用 5,358 名全职员工。集团已与知名品牌拥有人建立合作关系，包括 Calvin Klein、Maidenform、黛安芬、UNIQLO、VF Intimates 及 Victoria's Secret 等。

产品

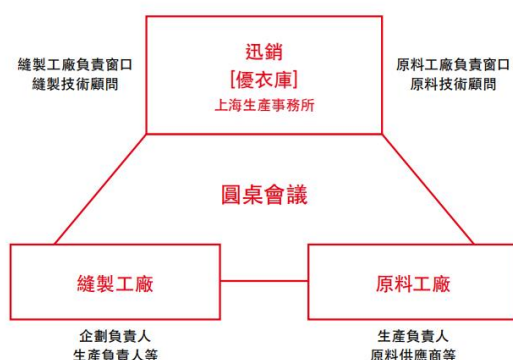
集团专门以原纱或染纱制造纬织布及经织布。纬织布常用于生产轻巧服装，如 T 恤、polo 衫及睡衣，而经织布则常用于生产泳衣、内衣及非服装产品，如汽车座位及其他汽车装饰。目前集团的经织布及纬织布包括超过 5,000 款设计及规格。此外，集团亦向客户提供染色及印花设计服务。

原材料

集团生产面料所用的主要原料为纱线、染料、化学物及煤(供发电机使用)。纱线为集团主要原料，占销售成本逾六成，当中使用大量胚纱及染色棉纱，亦使用合成纱及混合纱，包括氨纶、包芯棉纱、毛黏混纺、羊毛混纺及尼龙 / 棉及聚酯纤维 / 棉等合成纱。集团棉纱购自中国、印度、巴基斯坦、印度尼西亚、泰国及欧洲，而混合纱则购自中国、日本、台湾、韩国、美国及欧洲。

客户

集团面料的直接客户为成衣制造商，但主要业务的促成却由服装品牌商所主导。虽然服装品牌商并不会直接向**互太纺织**下单，却会指示成衣厂向集团下单，因此**互太纺织**必须同时向品牌商及为直接客户的成衣厂商提供服务。



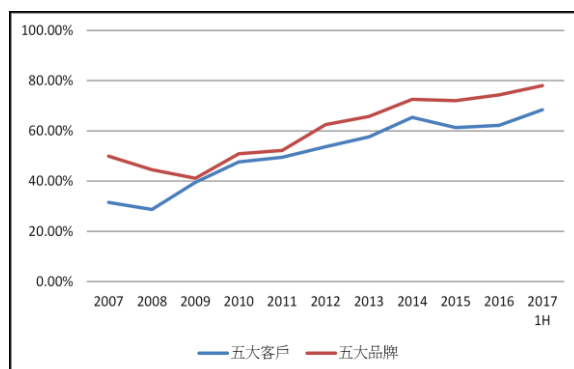
数据源：迅销 2014 年 CSR REPORT

为描述此三方的关系，可以由集团的主要品牌商客户**迅销(6288.HK)**及直接客户**晶苑集团(成衣商)**的例子说明：**迅销**的目标是要整个供应链运作如同一体，合作无间，若仅仅保持采购及交付的关



系，并不能满足**迅销**的要求。为此，除了直接供货的晶苑集团，**迅销**与处于上游的**互太纺织**也有非常紧密的合作，此三方会聚在一起共同讨论，交换意见。

图表 1: 2007 财年至 2017 财年中中期集团五大客户及五大品牌商占集团的总销售额



数据源：公司年报、致富集团研究部

从图表 1 可见，**互太纺织**与品牌商及客户紧密合作，五大客户及品牌商收入占集团总销售额连年提升，截至 2017 财年中中期，五大客户及品牌商收入占集团总销售额分别为 68.4%及 78.0%。于 2008 年，**互太纺织**更曾与**迅销**、晶苑集团及 Trendit Corporation 于孟加拉国合资兴建布厂及成衣厂，可见**互太纺织**与其重要客户拥有策略性合作关系而不是单纯的买卖关系。

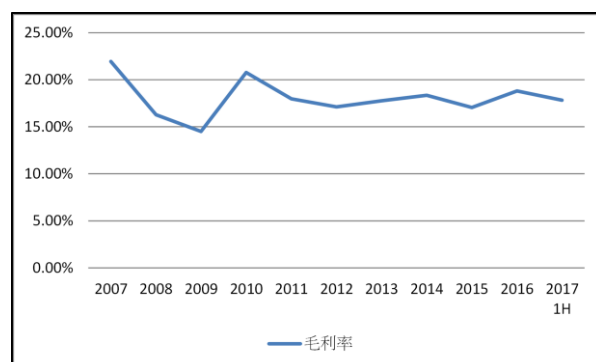
与客户紧密合作的好处当然是能够从客户的高速发展中得到业务提升，情况就如当年**富智康 (2038.HK)**跟**苹果(AAPL)**的关系。然而唇寒齿亡，伴随的风险当然是当客户业绩下降时，公司亦会被拖累，甚至面对较大危机。情况就如台商恒丰集团能成为全球最大女鞋代工是得益于与**PAYLESS(PSS)**的紧密合作，但如今**PAYLESS**宣布破产，对恒丰集团的影响可想而知。

美国零售商近两年的关店潮、破产潮席卷全国。破产零售商不乏知名企业，包括 BCBG Max Azria Global Holdings、American Apparel LLC、The Limited 以及 **PAYLESS**。大型百货店，例如 J.C. Penney、Macy's 及 Sears 等已于今年宣布会关闭过百家门店。假如上游的面料、服装供货商的主要客户是美国的百货企业，他们的业绩将要渡过一个寒冷的冬季。相反地，假如上游的面料、服装供货商的主要客户是如 **NIKE**、**ADIDAS** 等仍处于上升轨道的企业，他们的销情将会得到大幅提升，情况有如天渊之别。



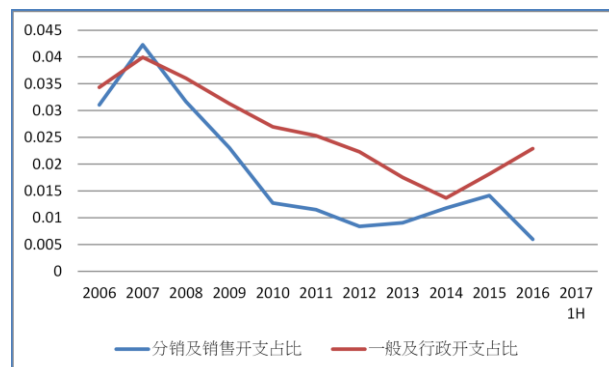
成本结构

图表 2：2007 财年至 2017 财年中中期集团毛利率



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表 3：2007 财年至 2017 财年中中期集团分销及销售开支占比及一般及行政开支占比



数据源：公司年报、致富集团研究部

集团原材料成本占销售成本非常高，比纺纱行业更甚，而其中纱线比重最大，是主要左右集团毛利率因素。相对地直接人工成本占比较轻，显示织布、印染行业为高度自动化行业，然而近年国内人工成本急速上涨，人工亦成为影响集团毛利率的重要因素。从图表 2 所见，集团毛利率属于行业较高水平。若撇除 2009 年的金融海啸及之后的反弹，集团毛利率的波动相对稳定，表示集团往往能够将成本的波动转嫁予客户。

集团分销及销售开支主要包括运费、报关及海关费用、货物保险及客户对于产品瑕疵之索偿及测试开支，从图表 3 所见，集团的分销及销售开支占比连年下降，主要因为集团不断地降低因逾期交货而产生的客户索赔及物流管理改善。集团一般及行政开支主要包括薪金及其他员工支出、专业服务费、租赁成本、交通费、办公室设备折旧、交际开支及银行费用，集团透过不断提升经营效率，并确保定期评估及达到削减成本目标，令集团的一般及行政开支占比连年下降。

结语

总而言之，互太纺织的经营效率异常出众。除上文的观察外，我们可以从集团每员工对收入贡献的数据侧面判断，截至 2016 财年，集团每员工对收入贡献为 1.17 百万元人民币，优于众多科网公司。集团的高效营运令其股权回报率长期高于 20%，美中不足是其收入增长速度自 2011 年后开始放缓，相信跟其海外投资的扩张步伐不无关系。

针织厂对于海外投资一般非常审慎。由于针织、印染行业属于高资本投放行业，除投资厂房、设备外，更要自设污水处理厂，非流动资产占比高，若海外投资失利，重要资产不能带走，将损失惨重。此外行业高度自动化，人力成本的考虑相对较低，因此对投资于其他低劳工成本的东南亚地区诱因较细。



互太纺织的海外扩张荆棘满途，一波三折。之前提及在孟加拉国的合资厂房，因当地政府未能保证天然气的供应而胎死腹中，相信令集团对于海外投资更为谨慎。而越南的发展计划早于 2010 年已于集团年报提及，但因 2014 年越南的暴力反华事件而延迟至 2015 年才开始运作，但最近又因厂房入口被村民堵住而停产。

此外，互太纺织另一个忧虑是人才断层，世代交接的问题。目前集团董事局里大部分董事已届退休年龄，但未见集团引入新血于董事会内。前执行董事兼行政总裁林荣德先生现已完全退出集团管理团队，于今年辞任集团非执行董事以及任何附属公司与联营公司的董事职位，行政总裁一职由主席兼执行董事尹惠来先生代替。

刚于今年 6 月底，集团公布单一最大股东非执董叶炳棧先生及其配偶出售集团 28.03% 股权予东丽株式会社。市传东丽将于 2018 年增持互太纺织股权至超过 50%。若然成真，东丽必然派人进入互太纺织董事会，此举既能解决集团世代交接问题，亦给予集团一众创办人出售股权机会，其时集团加上东丽的纤维能力，竞争力必定大大加强。

香港主要织布、印染上市公司

名称	营业额(亿港元)	毛利率	纯利率	ROE	P/E	P/B	主营业务
德永佳(321.HK)	78.58	31.70	6.09	8.78	13.70	1.20	针织面料、品牌成衣
互太纺织(1382.HK)	69.28	18.80	16.25	33.50	14.06	4.32	针织面料
福田实业(420.HK)	63.29	12.25	2.02	3.88	9.34	0.36	针织面料、成衣
冠华国际(539.HK)	49.40	17.03	2.74	2.38	5.89	0.12	色纱、针织面料、成衣
锦兴国际(2307.HK)	36.63	13.86	2.05	4.12	5.93	0.24	色纱、针织面料
超盈国际(2111.HK)	24.69	33.53	18.48	23.99	15.38	3.69	内衣面料



制衣



一般簡介

制衣业就好比游牧民族，逐水草而居。从 1974 年至 2004 年的配额制时代，全球服装业的发展一直由配额数量所推动，制衣业由香港扩展至没有配额限制的东南亚、南亚国家，少量制衣企业更于炒卖配额中获取大量财富。2005 年 1 月 1 日之后，全球纺织品贸易进入后配额时代，行业竞争出现了根本变化，订单将单纯取决于成本、质量及服务，是一个自由竞争时代，制衣厂转向集中在少数拥有优势的国家设厂，主要是中国。

然而，近年东南亚国家凭借低廉的劳动力成本、国家对产业的大力支持以及发达国家给予的贸易优惠政策，行业呈现快速增长的势头，使中国市场份额开始下降。行业共识是，为应对未来之挑战，中国企业应利用现有之技术、管理、资金等方面之优势，减员增效、节能减排等转型升级，实施产业链全球化布局之调整，以提升于全球产业中之竞争优势。

为了实现规模经济效应、供应链效率以及遵守社会不断增加的要求以及不断收紧的环境法规，订单更加集中向拥有大型制造设施的供货商发出，推动亚洲制衣业在过去十年中持续地整合。然而，全球制衣业仍然高度分散，行业内存在大量规模不一的制造商。根据晶苑的申请上市文件，就 2016 年全球的产量而言，制衣行业的前五大企业总产量仅占约 1.5% 的市场份额。

贸易政策

国际贸易政策与国家的政治、经济、安全及社会问题的对外及对内政策有关。各国政府力求便利和加快国际货物及服务的输入，同时维持国家安全、确保本土工业及职位免受不公平贸易手法损害。此外，各国也实行一系列单边、双边、地区性及多边贸易优惠协议，并实施多项贸易限制及管制，其中纺织品服装产品的进出口贸易受着国际贸易政策的重大左右。

欧盟

自 1971 年以来，欧盟对发展中国家产品进入其市场实行普及特惠税制(GSP)，简称普惠制，受惠国可享受关税优惠。目前，欧盟普惠制惠及 100 多个国家和地区，包括越南、斯里兰卡、印度尼西亚等制衣业热门投资国家。中国曾经是欧盟普惠制最大受惠国，但由于中国连续三年被世界银行定为中高收入国家，已达到其毕业标准。自 2015 年 1 月 1 日起，中国已被排除出欧盟的受惠国之列。



欧盟普惠制将进口产品分为敏感产品和非敏感产品两类，其中大部分工业品属于非敏感产品，但纺织品及服装则属于工业品中的敏感产品，关税优惠幅度为 20%，较一般工业品少。此外，EBA 计划是欧盟普惠制的特殊安排，即欧盟对最不发达国家除武器以外的所有产品给予免关税、免配额待遇。受惠此计划的国家包括孟加拉国、柬埔寨、缅甸等国。

日本

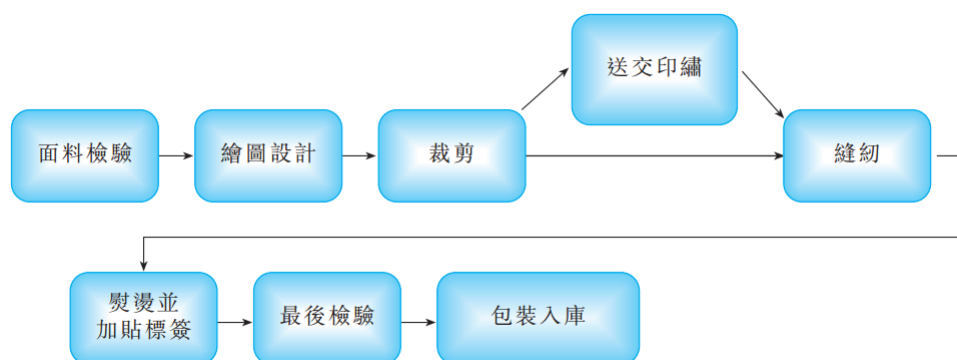
同样地，日本自 1971 年开始实施普惠制。目前，日本普惠制包括 100 多个国家和地区，而中国是其中之一。然而，2016 年日本财务省曾表示，将重新审视普惠制的对像国条件，到 2019 年度完成修改。这意味着，日本拟于 2019 年跟随欧盟、加拿大等国取消对中国普惠制待遇，而越南、印度尼西亚、斯里兰卡、柬埔寨等国则能继续留下。

此外，日本于 2008 年与东南亚国家协会(ASEAN)²签订经济合作协议(EPA)，日本对从东盟国家进口的产品实施零关税，其中包括纺织品服装产品。

美国

所有输入美国的货品均按其在协调关税表(HTSUS)的归类，根据适用的项目征收关税或免征关税。大多数商品是按最惠国课税，根据不同的豁免条件，可享受免关税待遇，如普惠制、自由贸易协议伙伴等。然而，纺织品及服装产品被美国定义为不合格的产品，被普惠制豁免在外。目前，中国及一众东南亚制衣国于出口服装到美国均未有特别的税务优惠。

制作过程/程序



数据源：申洲国际招股书

² 东盟目前共有 10 个正式的成员国：印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡、文莱、柬埔寨、寮国、缅甸及越南。



申洲国际(2313.HK)

简介

申洲国际为中国最大的纵向一体化针织制造商，由面料织造、染整、印绣及制衣一手包办，主要以代工方式为客户制造质量上乘的针织品，其生产基地位于宁波市经济技术开发区和越南，并策略性地在中国衢州市及安庆市和柬埔寨设有制衣工厂，厂房占地面积逾 389 万平方米，建筑面积逾 300 万平方米，每年生产各类针织服装逾 3.1 亿件。截至 2016 年 12 月底止，集团共雇用约 74,600 名员工。目前集团，主要客户包括 UNIQLO、ADIDAS、NIKE 及 PUMA 等国际知名品牌客户。

产品

申洲国际生产一系列广泛多元的针织面料，该等面料均作内部生产服装之用，而所生产的主要针织服装产品包括运动服装、休闲服装、内衣服装及其他针织产品。

集团由上市之初休闲服装占销售额接近九成的比例，成功地逐步调整产品组合，增加制造及销售运动服装等具较高利润率的针织服装产品之百分比。截至 2016 年 12 月底止，运动服装已占集团 65.0%，成为最大之产品类别。

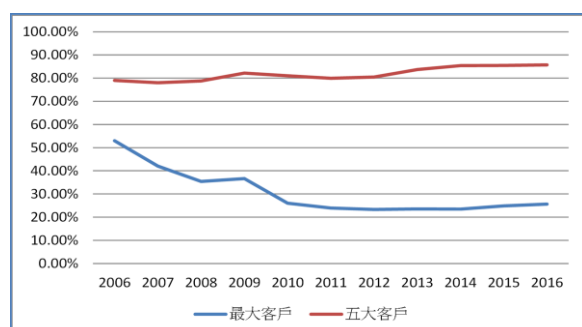
原材料

申洲国际所用的原材料，主要包括纱线、坯布、化学染料和服装生产相关物料，包括线、配饰、钮扣和拉链等。集团棉纱的供应主要从中国供货商采购，而弹性纤维纱线等专用纱线则从台湾供货商采购。化学染料和服装生产相关物料主要是向中国及台湾供货商采购。

客户

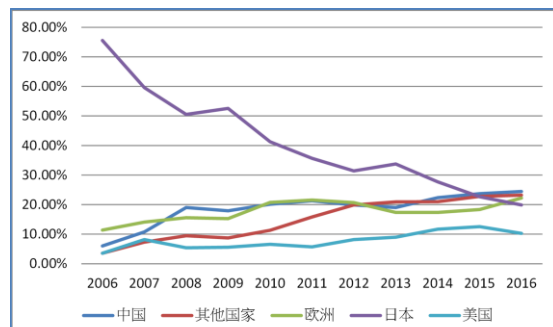
申洲国际的主要客户包括服装采购代理和服装零售商。上市之初，集团主要专注日本市场，接近九成的针织服装出口到日本。当时的最大客户包括服装零售商 Uniqlo 的采购代理双日、服装零售商 Adidas 的采购代理伊藤忠、服装零售商伊藤洋华堂的采购代理日本辰己公司、服装零售商伊都锦的采购代理蝶理和日本赛施丽公司。

图表 4: 2006 年至 2016 年集团最大及前五大客户占收入比例



数据源：公司年报、致富集团研究部

图表 5: 2006 年至 2016 年集团收入按地区分类



数据源：公司年报、致富集团研究部



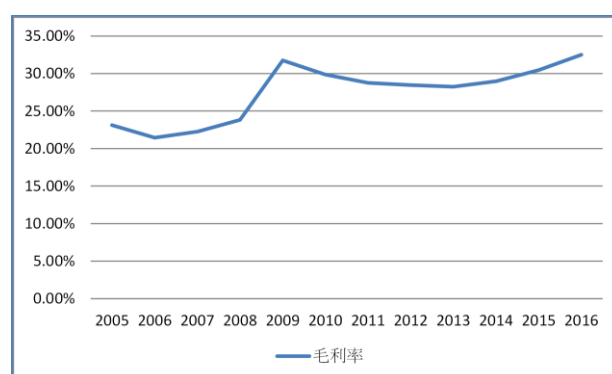
随着集团的全球化布局，客户结构得到重大的调整，两家全球知名运动品牌 NIKE 及 ADIDAS 的订单占集团收入总额比例逐步提高。根据图表 4 可见，目前集团最大客户占总收入比例已较上市时大幅下降，同时日本的收入占比亦然，降低了单一市场风险。然而日本市场仍然是集团市场的核心部分，为集团业务的稳定发展起着重要且不可替代的作用。

但另一方面，集团与关键客户之业务合作更为紧密，通过选择性地缩减部分中小客户之订单业务，为核心客户提供了更好的生产资源保障，提升了为客户服务之能力，加大了与核心客户之业务合作范围。从图表 4 可见，集团五大客户的集中度非但未有下降，更于近年进一步提升。

此外，**申洲国际**亦积极拓展国内市场，不但为集团国内市场的销售增长奠定基础，同时也有利于减轻汇率波动对业绩的影响以及贸易政策变动对出口销售带来的不确定性。

成本结构

图表 6：2005 年至 2016 年集团毛利率



数据源：公司年报、致富集团研究部

制衣行业的毛利率受着多个因素影响，尤以外围因素为甚，包括原材料价格、人工成本、汇率变动、政府政策及全球贸易政策等等。

从图表 6 可见，集团毛利率历年来整体向上，尤其 2009 年集团的毛利率更按年上升 8.9% 至 30.6%，此乃由于当年全球金融海啸淹至，中国政府频频出台扶持政策，于 2008 年 8 月起连续多次提升服装产品出口的增值税退税率，令集团受益匪浅。

自 2009 年棉花价格大幅上涨，加上国内人工成本每年以双位数上升，以及人民币对美元持续升值，都对集团毛利率产生负面影响，但集团努力优化产品结构，持续加重较高利润的运动服装产品的销售比例，以及生产效率的提升有效减轻部份不利因素，使集团毛利率于 2009 年往后几年仅轻微下降。

近年外围情况有所反转，人民币对美元汇价出现贬值，棉花及石油价格回落，都对集团毛利率产生正面影响，加上集团生产效率持续提升及产品结构优化，令集团 2016 年毛利率升至 32.5% 的



历年高位。

结语

申洲国际上市之初，得益于取消配额，各发达国家的服装订单集中于中国生产，集团因而急速发展。此外，集团亦积极调整产品及客户结构，先后大力发展毛利更高的运动类及内衣类产品。近年集团得益于中国消费者休闲活动的变化，对于运动的参与程度实质提升，风格偏好转向运动休闲，令集团的运动类产品得到长足发展。

近年制衣业在中国的制造成本持续上升，长期面临劳工供应量下降和就业意愿转变带来的压力，政府亦不断提升环保要求，以及发达国家对产于不同国家产品的差异化进口关税政策，使得中国纺织服装行业面临需求下降和成本上升的双重经营压力。集团目前致力转型升级，以及布局全球生产基地。特别是集团在越南南部设立面料及成衣生产基地，使集团纵向一体化的生产模式扩展至海外，既可满足客户在部分国家可享受进口低关税的优惠，亦可有效应对国内生产成本不断上升、资源供给限制带来的经营压力。

香港主要制衣上市公司

名称	营业额	毛利率	纯利率	ROE	P/E	P/B	主营业务
申洲国际(2313.HK)	150.99 亿人民币	32.51	19.52	19.53	21.72	4.24	休闲服、运动服、内衣
联泰控股(311..HK)	9.09 亿美元	15.60	2.03	6.65	12.59	0.84	休闲服、毛衣、配件
维珍妮国际(2199.HK)	46.77 亿港元	19.58	2.09	3.73	90.63	3.39	胸围
永嘉集团(3322.HK)	40.33 亿港元	28.50	3.56	6.44	9.73	0.63	运动服、零售
南旋控股(1982.HK)	27.97 亿港元	23.69	11.73	20.90	9.38	1.98	毛衣
达利国际(608.HK)	24.23 亿港元	19.61	1.79	1.98	13.38	0.27	丝绸、零售
联亚集团(458.HK)	22.54 亿港元	23.50	-3.73	-6.79	N/A	0.37	成衣、零售
华鼎集团(3398.HK)	21.51 亿港元	30.27	3.80	3.61	10.90	0.39	成衣、零售
鹰美国际(2368.HK)	17.57 亿港元	18.26	8.83	13.97	9.61	1.35	运动服
同得仕(518.HK)	9.71 亿港元	16.06	-12.32	-25.29	N/A	0.85	女装、零售
长江制衣(294.HK)	8.00 亿港元	17.41	3.80	2.60	19.73	0.51	成衣、纺织品



展望

棉价于 2016 年触底反弹。若然中国继续缓慢出售国储棉，国内外棉花价格将相对稳定或小幅回升，有利纺织品原材料稳定。全球经济增长放缓及社会政治不稳将持续困扰纺织服装企业，尽管如此，服装市场需求依然庞大而稳定。

如今，中国政府对环境保护提出更严格要求及内地劳工成本偏高，行业正经历转型升级，由过往低效率、高耗能的粗放式增长，过渡至高效率、精细化的可持续性增长。这将令入门坎大幅提高，有助纺织业集中度进一步增加，有利行业龙头。此外欧、美、日等传统市场向发展中国家的纺织品出口提供较优惠的贸易政策，逼使纺织企业加速全球化生产布局。往后，中国厂房将凭借其成熟的生产技术、原材料供应网络及物流配套之优势，主力从事研发、生产设计较复杂及交货期较短的产品。

全球知名服装零售品牌为达至更高效的供应链管理将逐渐减少制衣厂数目，并综合其供货商以受惠于规模经济。同样地，纺织品服装企业亦会进一步加强与现有客户的关系，并透过进一步提升生产及营运效率以提升竞争力。以**迅捷环球(540.HK)**为例，其获**佐丹奴(709.HK)**选为授权供货商，可进入**佐丹奴**采购订单数据系统，有效地优先生产获**佐丹奴**认可的产品，而毋须事先与其磋商。此紧密的协作关系，需要长时间的建立及高度信任，有效提高了外来企业进入的门槛。

此外，服装零售业的营运环境亦正在发生重大转变，主要体现于时尚潮流的快速变化。潮流周期缩短意味着服装品牌商的每次订单减少及要求更短的交付周期，以让其能够灵活应对市场变化。快速反应要求使成衣厂的营运能力大受考验，上下游的紧密合作更为重要。



免 责 声 明

本报告由致富证券有限公司(“致富证券”)提供，所载之内容或意见乃根据本公司认为可靠之数据源来编制，惟本公司并不就此等内容之准确性、完整性及正确性作出明示或默示之保证。本报告内之所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易之专业推介、建议、邀请或要约。致富证券及其附属公司、雇员及其家属及有关人士可于任何时间持有、买卖或以市场认可之方式，包括以代理人或当事人对本报告内提及的任何产品进行投资或买卖。投资附带风险，投资者需注意投资项目之价值可升亦可跌，而过往之表现亦不一定反映未来之表现。投资者进行投资前请寻求独立之投资意见。致富证券在法律上均不负任何人因使用本报告期内数据而蒙受的任何直接或间接损失。致富证券拥有此报告内容之版权，在未获致富集团许可前，不得翻印、分发或发行本报告以作任何用途。撰写研究报告内的分析员均为根据证券及期货条例注册的持牌人士，此等人士保证，文中观点均为其对有关报告提及的证券及发行者的真正看法。截至本报告发表当日，此等人士均未于本报告中提及的公司或与此等公司相同集团的成员公司之证券存有权益。