

关税影响专题四：美越关税落地，“转运”判定参考与纺企产业链布局梳理

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- **特朗普关税政策更新：**7月2日，特朗普在社交平台发文称与越南达成贸易协定，对越南出口商品征收20%关税（低于此前46%的对等关税），并对通过越南转运第三国商品加征40%惩罚性关税。7月7日，特朗普发信函给日韩及南非等14国，计划征收25%–40%不等的关税，此项关税独立于各类行业性关税；随后，他又签署行政令，延长所谓“对等关税”暂缓期，将实施时间从7月9日推迟到8月1日。
- **转运判定规则梳理：**美国海关对输美商品的转运判定，其核心在于原产国判定，且美国海关拥有此判定的最终决定权。对于原材料或生产过程不完全来自单一国家的货物，美国采用国际通行的“实质性转变”原则（Substantial Transformation）来确定其原产国，同时借助税则归类标准或者增值标准等更加客观的标准进行落实。对于纺织品和服装产品原产国，以产品自身特点及加工工序为基础，严格遵循五步递进判定。根据几个典型案例判定结果：1）对于窗帘等通过染色、印花能够等决定特性的产品，这两个步骤以及其他最后工序是判定的关键；2）对于成衣而言，决定物品形态的裁剪、缝制为核心工序；3）鞋类产品虽然无法依靠纺服特殊规则判定，但仍有鞋面成型工序及缝合工序发生地这一较为明确的判定点。
- **纺企产能分布及关税风险敞口梳理：**1）**东南亚纺织进口依赖度：**东南亚各国服装面料进口依赖度高，据我们测算，中国的面料进口依赖度极低，仅有低单位数；东南亚国家普遍偏高，印度最低大约在10%；越南、柬埔寨、印尼面料进口依赖度基本都在70%以上。据越南《工贸报》2022年报道，越南纺织和制鞋原材料自给率约40~45%。2）**纺企产业链梳理：**海外产能核心工序本地化率高。制鞋的成型缝合、制衣的裁剪缝制，基本均实现100%本地化；而原材料方面，如鞋子的高端合成材料、服装的面料，依赖进口，但本地化率、公司自给率都在逐渐提升。3）**美国收入敞口：**目前对美收入在20%以下的公司包括申洲国际、健盛集团、开润股份、鲁泰等，主要为在中国有产能、内销市场份额较高的供应商，而产能集中在东南亚的鞋服代工企业美国收入占比基本均在四成以上。4）**净利率：**若行业分担关税降价至接近盈亏平衡线，净利率高的公司仍能保持较好的利润规模。双位数净利率的公司从高到低分别是，申洲国际/儒鸿/华利集团/健盛集团/聚阳/九兴控股/来亿，净利率分别为20.9%/18.0%/16.0%/12.7%/11.5%/11.1%/10.0%。

- **风险提示：**宏观经济表现不及预期；产能扩张不及预期；下游客户库存恶化；关税政策不确定性；国际政治经济风险；系统性风险。
- **投资建议：政策仍存不确定性，关注布局越南产能的优质龙头。**特朗普的暂缓令推迟至8月1日，此前仍存在较多不确定性，尤其目前与美关税谈判仍未达成一致的国家，或将面临被加征较高关税；而越南的关税风险目前降低，美越已达成贸易协定，对越南出口商品征收20%关税，远低于此前46%的对等关税和其他东南亚国家目前所计划的关税；同时需要关注的是，协议中提到对通过越南转运第三国商品加征40%惩罚性关税。根据目前美国海关公布的关于纺织品“转运”的判定，主要在于核心工序所在地。从纺企产业链来看，海外产能核心工序本地化率高，虽然原材料存在进口；制鞋的成型缝合、制衣的裁剪缝制，基本均实现100%本地化。
- **个股方面，重点推荐：**1) **申洲国际：对美收入敞口低、净利率业内领先、上游工序越南本地化。**根据我们的测算，公司对美收入占比约16.1%、净利率约为20.5%，极端情况下假设分担5%的关税，对净利润影响只有4%，而后续将因为行业大规模洗牌也存在份额扩张的潜在收益，同时公司具有业内少有的越南大规模面料产能，能够100%实现上游本地化生产，在越南较低的面料自给率的情况下，公司能更好的应对潜在的“转运”判定规则升级的风险。2) **华利集团：净利率业内领先、产能供不应求、越南产能占比高。**公司在疫情后几年实现明显的份额提升趋势，今年新客户阿迪达斯和新百伦订单放量，产能紧缺，具有较强的协调客户与订单的能力，若假设分担5%的关税，可能利润下降13%，但由于议价能力强，降价的幅度可能更小；同时公司产能主要在越南，越南目前关税风险较低。3) 另外也建议关注板块其他优质纺织制造企业，对美敞口有限、竞争实力强、有望进一步受益份额提升趋势的**伟星股份、台华新材、开润股份、新澳股份、健盛集团**等。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2313	申洲国际	优于大市	53.2	781	4.38	4.97	12.1	10.7
300979	华利集团	优于大市	54.0	623	3.56	4.15	15.2	13.0
002003	伟星股份	优于大市	10.6	125	0.69	0.74	15.4	14.4
603055	台华新材	优于大市	9.3	82	0.93	1.12	9.9	8.2
300577	开润股份	优于大市	20.2	48	1.48	1.70	13.6	11.8
603889	新澳股份	优于大市	5.9	43	0.61	0.67	9.6	8.7
603558	健盛集团	优于大市	9.3	33	1.05	1.17	8.8	8.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

- [01] 特朗普关税政策更新：宣称与越南达成贸易协定
- [02] “转运”判定梳理：越南输美产品原产国认定情形参考
- [03] 纺企产业链分布及关税风险敞口梳理
- [04] 投资建议：政策仍存不确定性，关注布局越南产能的优质龙头

特朗普关税政策更新：宣称与越南达成贸易协定

- 自4月宣布“基准关税”和针对贸易逆差国的“对等关税”后，特朗普政府频繁调整策略，先是多国差异化施压，对中国、越南、日韩等14国实施差异化税率，并提出若他国反制将追加关税。7月初与越南达成协议降低税率至20%，但新增“40%转运惩罚税”，同时向14国发函征税（25%-40%），签署行政令将“对等关税”暂缓期延至8月1日，迫使各国加速谈判；若未达成协议，税率将恢复4月高位。具体时间节点如下：
- 4月3日，特朗普宣布全面征收关税，4月5日起对所有国家征收10%的基准关税，4月9日起对美国贸易逆差大的国家征收更高的差异化的“对等关税”，其中对中国实施34%（中国原有关税为20%，因此累计关税达54%），对越南、印尼、印度分别实施46%/32%/26%，对韩国、日本分别实施25%/24%，对欧盟实施20%。对此，中国政府宣布了一系列反制措施。特朗普则随后表示，如中国不取消报复性关税，美国将对中国产品征收额外50%关税，累积关税高达104%。
- 4月10日凌晨，特朗普政府再次表示，对75国关税暂缓90天，却单方面对中国商品加征125%重税。
- 4月11日，白宫再次表示中国所输美国商品面临最低关税税率为145%。
- 5月12日，中美和谈，发布《中美日内瓦经贸会谈联合声明》，相互取消了91%的关税，中国出口关税10%继续加征（即累计为30%），24%暂停90天。
- 5月28日，美国国际贸易法院裁定特朗普关税政策无效：特朗普以贸易逆差等为由，援引《国际紧急经济权力法》（IEEPA）征收的全面关税，属于越权行为。特朗普政府随即上诉。
- 7月2日，特朗普在社交平台发文称与越南达成贸易协定，对越南出口商品征收20%关税（低于此前46%的对等关税），并对通过越南转运第三国商品加征40%惩罚性关税。文中的“转运”（Transshipping）将如何界定目前存在较大模糊性，有待政策细节进一步公布。就过往情况来看，转运主要指商品在第三国未经实质性转变（Substantial Transformation），仅通过物流操作（如换包装、贴标）改变原产国标签，以规避高关税的行为。而这背后本质则涉及到原产国认定的概念。
- 7月7日，特朗普发信函给日韩及南非等14国，计划征收25%-40%不等的关税，此项关税独立于各类行业性关税；他还称，如果相关国家以提高关税作为回应，美国将在现有税率基础上追加同等幅度关税；同时若这些国家或其企业决定在美国境内生产产品，将不会被征收关税。
- 随后，他又签署行政令，延长所谓“对等关税”暂缓期，将实施时间从7月9日推迟到8月1日，对于8月1日之前未能与美国达成贸易协议的国家，关税税率将恢复到4月宣布的“对等关税”水平。

表：特朗普“对等关税”7月7日变化

	4月2日	7月7日	变化
越南	46%	20%	-26%
柬埔寨	49%	36%	-13%
老挝	48%	40%	-8%
波黑	35%	30%	-5%
缅甸	44%	40%	-4%
突尼斯	28%	25%	-3%
孟加拉国	37%	35%	-2%
塞尔维亚	37%	35%	-2%
哈萨克斯坦	27%	25%	-2%
泰国	36%	36%	0%
印度尼西亚	32%	32%	0%
南非	30%	30%	0%
韩国	25%	25%	0%
日本	24%	25%	1%
马来西亚	24%	25%	1%

资料来源：Truth Social，国信证券经济研究所整理

“转运”判定规则梳理：越南输美产品原产国认定情形参考

本质为原产国判定，美国海关拥有此判定的最终决定权

- 美国海关对输美商品的转运判定，其核心在于原产国判定，且美国海关拥有此判定的最终决定权。出口国（如越南）签发的原产国证书对美国海关通常仅具参考价值。若美国海关认定商品的实际原产国并非其出口国，则可能判定该商品为转运。因此，美国海关的“转运”裁决本质上是其对商品“原产国”的认定。
- 对于原材料或生产过程不完全来自单一国家的货物，美国采用国际通行的“实质性转变”原则（Substantial Transformation）来确定其原产国。按照美国商务部的定义，实质性转变指货物在形态、外观、性质或特征上发生根本性改变。该转变通常产生于声称原产国的加工/制造过程，且转变带来的增值必须显著（相比原材料从被制造或者种植的国家出口时的价值）。关键标准在于，经过加工后的产品是否与原材料在品名、特性及用途上均有本质区别。基于此，如简单组合、贴牌、清洁、包装等操作通常不被视为能够带来实质性转变。例如，将糖、面粉加工为饼干可看作发生了实质性转变，但若是仅仅将糖和面粉包装成为一个套装，则不视为发生实质性转变。
- 针对纺织服装、汽车等产品以及涉及到自贸协定的贸易进口，美国设立了单独、具体的特殊规则，实质性转变虽然仍旧是判定核心原则，但往往借助税则归类标准或者增值标准等更加客观的标准进行落实。

表：越南输美产品原产国认定方式

认定标准	越南原产国证书	美国海关及边境保卫局（CBP）	
		美国常规规则	美国特殊情形规则
适用对象	非完全产自单一国家的越南输美产品		
意义	参考材料	认定关键	
主要依据	存在客观标准	逐案分析（实质性转变原则）	特定规则（仅针对纺服产品、汽车、自贸协定等情形）
具体判定方式	1. 税则归类改变（基于全球HS编码体系）	主观判定产品是否发生实质性转型（例如加工改变产品特性、用途）	1. 税则归类改变（基于美国HTSUS编码，HS的细化版本）
	2. 增值标准（≥30%）		2. 增值标准

资料来源：越南政府网站，美国商务部工业与贸易管理局网站，国信证券经济研究所整理

“转运”判定规则梳理：越南输美产品原产国认定情形参考

纺织品和服装产品原产国判定具有特殊规则

- 《联邦法规》第19篇第102部分第21条（最新修订于2022年11月15日）详细规定了判定进口纺织品和服装产品原产国的方法，适用对象为HTSUS第50-63章产品（编码前两位为50-63）及其他本质上也为纺织品的特定编码产品。
- 其中，(c) 段明确了主要判定规则：即以产品自身特点及加工工序为基础，严格遵循(c) (1) 至 (c) (5) 的顺序进行五步递进判定。原文内容概要如下：

表：《联邦法规》第19篇102部分第21条(c) 段概括

条文	涉及产品特点/加工工序	判定细则
(c)(1)	完全原产	产品若在单一国家完全生产或获得（如棉花种植+织布+成衣），则原产国以该国为准。
(c)(2)	税则归类改变（HTSUS编码改变）或满足特定要求	若上一步不适用，当产品在单一国家满足第21条(e)段所定义的税则归类改变或特定要求时，原产国以该国为准。
(c)(3)	针织成型/完全组装	若前两步不适用：
	(i) 针织成型 ¹	产品若为针织成型，原产国以针织成型国为准。
	(ii) 非针织成型且为完全组装 ²	产品若非针织成型且为完全组装（除部分例外），原产国以完全组装国为准。
(c)(4)	最重要加工工序	若前三步不适用，原产国以最重要加工工序所在国为准。
(c)(5)	最后重要加工工序	若无法判定最重要加工工序，原产国以最后重要加工工序所在国为准。

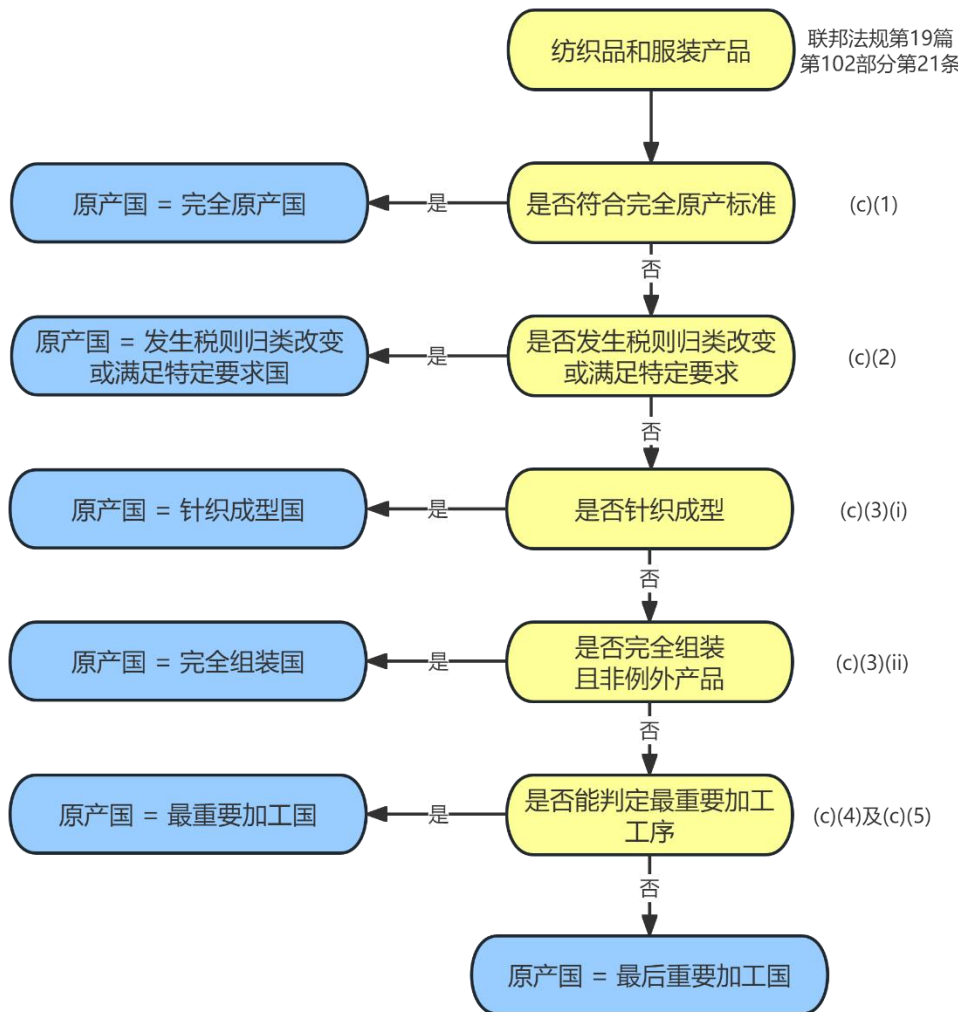
注：

¹针织成型：适用于其外表面面积50%或以上由主要部件构成，而这些主要部件是以直接针织或钩编成该商品所用形状形成的任何货物；

²完全组装：指所有主要部件（至少2个）以与在成品中基本相同的形式预先存在，并在单一国家组合形成成品。

资料来源：美国电子版联邦法规官方网站，国信证券经济研究所整理

图：纺织品和服装产品原产国判定逻辑



资料来源：美国电子版联邦法规官方网站，国信证券经济研究所整理

“转运”判定规则梳理：越南输美产品原产国认定情形参考

纺织品和服装产品原产国判定具有特殊规则

- (c) (2) 中对于税则归类改变或满足特定要求的具体判定，需要结合本条(e)段的规定，其中：
- (e) (1) 规定不同编号产品认定所需满足的税则归类改变条件或其他特定要求，其中针对编号为6101-6117及6301-6306的产品的规定概括如下：

表：《联邦法规》第19篇102部分第21条(e) (1) 部分示例

HTSUS	税则归类改变和/或其他要求
6101-6117	(1) 若非针织成型品且由两个或以上部件构成（本节第(e)(2)条规定的6117.10子目货物除外），只要货物的组装完全在单一国家、领土或属岛内完成，则从散件组装成税目6101至6117的成品可视为税则归类改变。
	(2) 若非针织成型品且不含两个或以上部件（本节第(e)(2)条规定的6117.10子目货物除外），只要改变由织造工序实现，则从税目6101至6117之外的任何税目（以下税目除外：5007、5111至5113、5208至5212、5309至5311、5407至5408、5512至5516、5806、5809至5811、5903、5906至5907、6001至6006，税目9619的针织或钩编织物，以及子目6307.90）转至税目6101至6117，可视为税则归类改变。
	(3) 若为针织成型品（本节第(e)(2)条规定的6117.10子目货物除外），只要针织成型部件在单一国家领土或属岛内完成针织，则从税目6101至6117之外的任何税目（税目9619的针织或钩编织物除外）转至税目6101至6117，可视为税则归类改变。
6301-6306	除本节(e)(2)款规定的税目 6302 至 6304 的货物外，归类为税目 6301 至 6306 的货物的原产国是通过织物制造工艺形成该货物织物的国家、领土或岛屿属地。

资料来源：美国电子版联邦法规官方网站，国信证券经济研究所整理

- (e) (2) 为针对特殊编号产品的判别方法， 主要涉及包括手帕、围巾、面纱、床单、窗帘、桌布等以染色和印花为关键工艺的产品。（e) (2) 按照“染色、印花工序→织造工序→针织成型/完全组装”作为关键判定点，原文概括如下：

表：《联邦法规》第19篇102部分第21条(e) (2) 概括

条文	涉及产品特点/加工工序	判定细则
(e)(2)(i)	染色、印花及其他最后工序	若构成货物的织物在某国染色和印花时，还伴随进行以下最后工序中的两项或多项：漂白、预缩（缩水）、缩绒（呢）、拉绒（起毛）、蒸呢（汽蒸）、永久性硬化、增重、永久性压花或波纹整理（轧纹），原产国以该国为准。
(e)(2)(ii)	针织成型/完全组装/特定编号	若(i)不适用，且产品不为针织成型或由至少两个部件构成的HTSUS编号6117.10的项下产品，原产国以构成产品织物的制作国为准。
(e)(2)(iii)	针织成型/完全组装/特定编号	若(i)不适用，且产品为针织成型或由至少两个部件构成的HTSUS编号6117.10的项下产品：
	(A) 针织成型	产品若在单一国家针织成型并满足6117.10税则归类改变条件，原产国以该国为准。
	(B) 非针织成型且为完全组装	产品若在单一国家完全组装并满足6117.10税则归类改变条件，原产国以该国为准。

涉及产品：6213, 6214, 6117.10, 6302.22, 6302.29, 6302.53, 6302.59, 6302.93, 6302.99, 6303.92, 6303.99, 6304.19, 6304.93, 6304.99, 9404.90.85和9404.90.95等特殊编号产品（除棉或羊毛，或由含棉量 16% 或以上的纤维混纺制成产品）

资料来源：美国电子版联邦法规官方网站，国信证券经济研究所整理

“转运”判定规则梳理：越南输美产品原产国认定情形参考

越南输美纺服产品典型案例一：2025年1月31日窗帘案例

- 适用纺服产品特殊规则：按照5步递进判定流程进行判定
- 核心判定点：织造、染色及印花工序。对于手帕、围巾、面纱、床单、窗帘、桌布等产品而言，裁剪、缝纫无法对产品造成本质影响，核心价值来自于织造及印染工序
- 案例1：窗帘（案例编号：N345237；时间：2025年1月31日）
- 中国完成织造及染色
- 越南仅裁剪缝制，并进行包装
- 美国海关判定结果：中国原产

表：案例1判定逻辑

步骤	规则	判定条件	分析	是否满足	结论/下一步
1	(c)(1)	是否完全在单一国家生产或获得？	中国和越南两国参与生产	否	进入(c)(2)
2	(c)(2)	是否属于(e)(2)涵盖范围？	编号6303.92在(e)(2)清单内	是	进入(e)(2)
2.1	(e)(2)(i)	是否在单一国家完成染色+印花+任意两项以上最后工序（如漂白、缩水等）？	中国仅完成染色和漂白，未印花，且未完成两项以上最后工序	否	进入(e)(2)(ii)
2.2	(e)(2)(ii)	是否在单一国家完成构成该货物的面板面料织造在中国进行		是	原产地定为中国

编码：HTSUS 6303.92（适用纺服产品特殊规则）
工序：（中国）织布+漂白+染色→（越南）裁剪缝制+包装

资料来源：美国海关裁定网上查询系统，国信证券经济研究所整理

“转运”判定规则梳理：越南输美产品原产国认定情形参考

越南输美纺服产品典型案例二：2023年2月3日女士背心案例

- 适用纺服产品特殊规则：按照5步递进判定流程进行判定
- 核心判定点：裁剪或组装工序。对于多数服装产品，缝制成型使其获得最终的形态和用途
- 案例2：女式背心（案例编号：N330352；时间：2023年2月3日）
- 中国提供未定型的中间品管状面料，无具体服装形态
- 越南完成核心工序裁剪定型及缝制，赋予产品名称、功能、用途
- 美国海关判定结果：越南原产

表：案例2判定逻辑

步骤	规则	判定条件	分析	是否满足	结论/下一步
1	(c)(1)	是否完全在单一国家生产或获得？	中国和越南两国参与生产	否	进入(c)(2)
2	(c)(2)	是否属于(e)(2)涵盖范围？	编号6109.90不在(e)(2)清单内	否	进入(e)(1)(6101-6117)
2.1	(e)(1)(6101-6117)	是否非针织成型且不含两个或以上部件？	织造得到的管状面料需裁剪缝制；部件只有管状面料	是	进入(e)(1)(6101-6117)(2)
2.2	(e)(1)(6101-6117)(2)	是否得到成衣的编号改变由织造工序完成	在越南通过裁剪缝纫得到成衣（无织造）	否	进入(c)(3)
3	(c)(3)	是否针织成型？	织造得到的管状面料需裁剪缝制	否	进入(c)(3)(ii)
3.1	(c)(3)(ii)	是否完全组装	部件只有管状面料	否	进入(c)(4)
4	(c)(4)	是否能判断核心工序所在地？	核心工序缝制在越南进行	是	原产地定为越南
编码：HTSUS 6109.90.1090（适用纺服产品特殊规则） 工序：（中国）织管状面料+染色→（越南）对管状面料进行裁剪缝制成背心+包装					

资料来源：美国海关裁定网上查询系统，国信证券经济研究所整理

越南输美纺服产品典型案例三：2025年5月23日室内拖鞋案例

- 鞋类主要基于实质性转变原则判定：除HTSUS 6405.20.60等特殊编号产品及部分鞋履部件外，大部分未被纳入《联邦法规》第19篇第102部分第21条的纺织品和服装产品范围，**主要依靠通用的实质性转变原则进行判定**
- 核心判定点：**鞋面成型及缝合工序。类似于服装产品，缝制成型使其获得最终的形态和用途
- 案例3：**室内拖鞋（案例编号：N348343；时间：2025年5月23日）
- 中国制造未成形鞋面、鞋垫等部件
- 越南将部件进行缝制组合，使得鞋面成型，并进行包装
- 美国海关判定结果：越南原产

表：案例3判定逻辑

案例信息
编码：HTSUS 6404.19.3760（不适用纺服产品特殊规则）
工序：（中国）制造底部镂空的未成形鞋面、鞋垫、鞋底、内衬、泡沫和标签等部件→（越南）缝合鞋面与鞋底、组装内衬、贴标+包装
实质性转变分析
来自中国的鞋面未定型，不具备完整的脚部形状，并且未和鞋底组装形成闭合结构，在越南通过定型与整体组装后，转化为具有新名称（“鞋”而非“鞋面”）、新特性（可穿着结构）、新用途（室内穿着）的成品，发生实质性转变，因此原产国为越南。

资料来源：美国海关裁定网上查询系统，国信证券经济研究所整理

判定逻辑与案例总结

- 整体而言，无论是否适用特殊规则，判定本质上均基于实质性改变原则，并需进行一定程度的主观裁量，核心工序是判定的关键。
- 详细规则上，大部分纺织品和服装产品可依照《联邦法规》第19篇第102部分第21条进行判定，按照“完全原产→税则归类改变/满足特定要求→针织成型/完全组装→重要工序发生地”的逻辑链条依次进行判定。
- 具体到产品上，不同的产品HTSUS编码会触发差异化的判定路径、核心判定点以及判定结果：（1）对于窗帘等通过染色、印花能够等决定特性的产品，这两个步骤以及其他最后工序是判定的关键；（2）对于成衣而言，决定物品形态的裁剪、缝制为核心工序；（3）鞋类产品虽然无法依靠纺服特殊规则判定，但仍有鞋面成型工序及缝合工序发生地这一较为明确的判定点。

表：案例产品类别与关键工序

产品类别	案例时间	案例关键工序识别
窗帘等染色、印花为关键工艺的产品	2025年1月31日	染色、印花等为核心工序。
成衣	2023年2月3日	裁剪缝制或组装等为显著改变产品形态的核心工序。
鞋类	2025年5月23日	将未成形材料定性、组装转化为成品鞋为核心工序。

资料来源：美国海关裁定网上查询系统，国信证券经济研究所整理

- 当前判定规则存在潜在演变。伴随美越关税谈判推进，美国海关可能对越南输美产品实施更严苛的原产国认定标准。

东南亚各国服装面料进口依赖度高

- 服装进口面料依赖度=面料进口额/国内成衣生产面料需求，假设面料价值为成衣产值的55%，成衣产值=内需(服装消费市场/3)+成衣出口-成衣进口。根据我们测算，中国的面料进口依赖度极低，仅有低单位数；东南亚国家普遍偏高，印度最低大约在10%；越南、柬埔寨、印尼面料进口依赖度基本都在70%以上。
- 据越南《工贸报》2022年报道，越南配套工业发展相对滞后，原材料和零部件自给率较低，对进口依赖较大，越南纺织和制鞋原材料自给率约40~45%。

图：主要纺织服装生产国面料进口依赖度测算

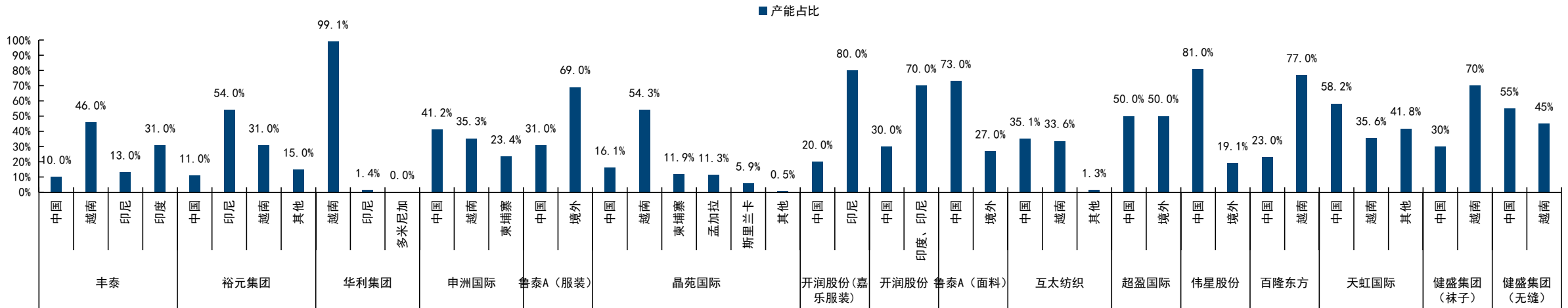
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
中国	7.6%	6.8%	5.9%	5.1%	4.6%	4.4%	4.3%	4.1%	3.7%	2.8%	2.7%	2.4%	2.2%
越南	88.9%	84.7%	84.6%	82.6%	81.6%	80.6%	79.9%	76.8%	73.9%	71.2%	80.4%	70.5%	69.7%
柬埔寨	85.8%	102.2%	95.5%	113.1%	101.0%	98.9%	99.2%	100.7%	95.9%	90.5%	105.3%	94.6%	100.3%
印度尼西亚	74.0%	72.4%	73.4%	73.6%	74.6%	76.4%	72.9%	76.5%	74.9%	66.1%	73.9%	75.0%	72.7%
印度	8.3%	8.6%	8.2%	7.9%	7.7%	7.1%	7.7%	8.9%	8.6%	8.0%	10.5%	10.6%	10.3%
巴西	25.0%	29.1%	29.7%	34.5%	39.4%	29.5%	28.4%	35.5%	38.6%	47.6%	56.4%	56.5%	45.0%
意大利	31.6%	26.1%	26.8%	29.2%	31.6%	31.1%	30.2%	28.8%	26.8%	26.7%	25.7%	34.6%	26.8%
墨西哥	79.7%	82.7%	77.1%	77.5%	92.5%	93.7%	89.3%	94.2%	84.5%	74.7%	85.4%	92.0%	74.1%

资料来源：UNcomtrade，国信证券经济研究所整理

上市纺企产业链梳理：核心工序越南本地化率高

- 华利集团：成型、缝合越南100%本地化。**在越南自建鞋底厂、模具厂、飞织鞋面厂，实现鞋材核心部件自主供应（如鞋底、鞋面）；部分高端合成材料（如TPU弹性体、环保粘合剂）需从中国、韩国进口。2024年印尼新工厂投产后，计划复制越南垂直供应链模式，但短期内仍依赖越南基地支援。2024年度，越南工厂所需的原材料，从越南当地采购的金额已经超过公司原材料采购总额的50%，而来自中国的原材料占比降至约30%，其余部分则来自中国台湾、韩国等地。
- 申洲国际：织造-印染-裁剪-缝绉越南100%本地化。**申洲面料高度本地化，越南、柬埔寨成衣的面料来源主要依赖于越南的供应。2024年申洲在越南隔壁工业园购买了韩国布厂，预计2025年增加到100吨，2026年达到200吨，以确保100%的自给自足；印尼要求成衣同一个园区二期预留土地做布，预计2026年投产。
- 鲁泰A/儒鸿：裁剪缝制100%本地化，境外成衣部分来自中国自有面料产能，其余不排除本地采购。**鲁泰服装产能中国：境外为3:7，面料产能中国：境外为7:3；儒鸿成衣产能全部在海外，面料产能分布在中国台湾和越南。
- 晶苑国际：裁剪缝制100%本地化，面料自给率10%，其余不排除本地采购，**成衣中国产能占比16%，其余产能位于越南、柬埔寨、孟加拉等；公司自身面料产能较小，自给率仅10%，未来将加大面料产能投放。
- 健盛集团：一体成型100%本地化。**袜子和无缝产品均为一体成型，袜子产能中国：越南为3:7；无缝产能中国大约占50%+，其余位于越南。

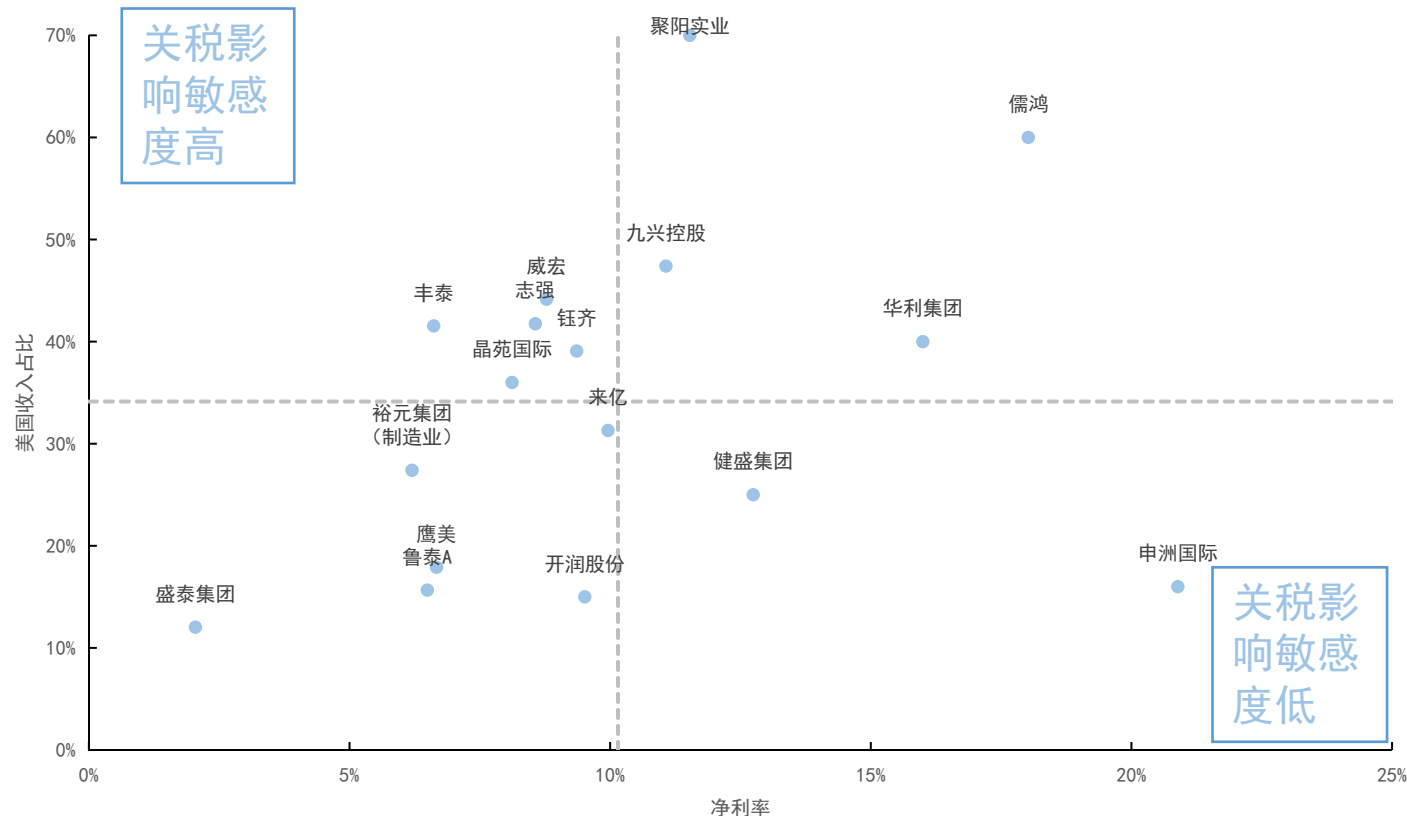
图：纺织制造企业产能占比



上市纺企关税风险敞口梳理：对美收入占比低、净利率高、产能供不应求的公司关税影响小

- 基于纺织制造企业产能主要所在地未来均有可能被征收较高的对等关税，且行业普遍承担同比例的降价幅度以分担关税成本的假设下，美国收入贡献越低、净利率越高的公司，业绩受加税影响的敏感度越低。
- 目前对美收入在20%以下的公司包括申洲国际、健盛集团、开润股份、鲁泰等，主要为在中国有产能、内销市场份额较高的供应商，而产能集中在东南亚的鞋服代工企业美国收入占比基本均在四成以上。
- 若行业分担关税降价至接近盈亏平衡线，净利率高的公司仍能保持较好的利润规模。双位数净利率的公司从高到低分别是，申洲国际/儒鸿/华利集团/健盛集团/聚阳/九兴控股/来亿，净利率分别为20.9%/18.0%/16.0%/12.7%/11.5%/11.1%/ 10.0%。
- 简单测算，假设分担5%的关税，即对美出口部分产品向品牌降价5%让利，公司净利润影响幅度=公司对美收入占比*5%/净利率，因此可以定义（对美收入比例/净利率）为影响系数，这一系数越低影响越小。如图所示，坐标轴右下区域影响最小，左上角区域影响最大。
- 另外，由于实际的谈判可能存在较大的个体差异，产能供不应求的公司也有较强的谈判余地。过去几年的复合增速看华利集团的增速领先、量价齐升，体现了产能供不应求、在优质客户中份额快速上升的趋势，预计也能有较好的议价能力。

图：纺织制造企业对美收入占比及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：政策仍存不确定性，关注布局越南产能的优质龙头



- 特朗普的暂缓令推迟至8月1日，此前仍存在较多不确定性，尤其目前与美关税谈判仍未达成一致的国家，或将面临被加征较高关税；而越南的关税风险目前降低，美越已达成贸易协定，对越南出口商品征收20%关税，远低于此前46%的对等关税和其他东南亚国家目前所计划的关税；同时需要关注的是，协议中提到对通过越南转运第三国商品加征40%惩罚性关税。根据目前美国海关公布的关于纺织品“转运”的判定，主要在于核心工序所在地。从纺企产业链来看，海外产能核心工序本地化率高，虽然原材料存在进口；制鞋的成型缝合、制衣的裁剪缝制，基本均实现100%本地化。
- 个股方面重点推荐：1) 申洲国际：对美收入敞口低、净利率业内领先、上游工序越南本地化。根据我们的测算，公司对美收入占比约16.1%、净利率约为20.5%，极端情况下假设分担5%的关税，对净利润影响只有4%，而后续将因为行业大规模洗牌也存在份额扩张的潜在收益，同时公司具有业内少有的越南大规模面料产能，能够100%实现上游本地化生产，在越南较低的面料自给率的情况下，公司能更好的应对潜在的“转运”判定规则升级的风险。2) 华利集团：净利率业内领先、产能供不应求、越南产能占比高。公司在疫情后几年实现明显的份额提升趋势，今年新客户阿迪达斯和新百伦订单放量，产能紧缺，具有较强的协调客户与订单的能力，若假设分担5%的关税，可能利润下降13%，但由于议价能力强，降价的幅度可能更小；同时公司产能主要在越南，越南目前关税风险较低。3) 另外也建议关注板块其他优质纺织制造企业，对美敞口有限、竞争实力强、有望进一步受益份额提升趋势的伟星股份、开润股份、台华新材、健盛集团等。

图表：重点公司盈利预测及投资评级

公司 代码	公司 名称	投资 评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
2313	申洲国际	优于大市	53.2	781	4.38	4.97	12.1	10.7
300979	华利集团	优于大市	54.0	623	3.56	4.15	15.2	13.0
002003	伟星股份	优于大市	10.6	125	0.69	0.74	15.4	14.4
603055	台华新材	优于大市	9.3	82	0.93	1.12	9.9	8.2
300577	开润股份	优于大市	20.2	48	1.48	1.70	13.6	11.8
603889	新澳股份	优于大市	5.9	43	0.61	0.67	9.6	8.7
603558	健盛集团	优于大市	9.3	33	1.05	1.17	8.8	8.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

- 1、宏观经济表现不及预期；
- 2、产能扩张不及预期；
- 3、供应商下游客户库存恶化；
- 4、关税政策不确定性；
- 5、国际政治经济风险
- 6、系统性风险。

国信证券投资评级			
投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司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，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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
GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 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