

华利集团（300979）

壁垒深厚的全球运动鞋制造龙头

西南证券研究发展中心
纺服蔡欣团队
2023年3月

核心观点

- **全球运动鞋履制造龙头，业绩快速增长。** 公司为全球运动鞋履制造龙头，2022年实现营收205.7亿元，2017-2022年营收GAGR为15.5%。得益于下游需求旺盛叠加产能快速扩张，公司营收增速及净利润增速均快于可比公司。盈利能力方面，受毛利率较高的前五大客户销售占比提升带动，2021年公司毛利率为27.2%，较2017年提升3.2pp。公司较好的成本管控和精细化管理带来降本增效，公司盈利能力领先。
- **运动鞋履制造行业景气度高，壁垒稳固。** 2017-2021年运动鞋履市场规模GAGR1.3%，增速高于全球鞋履市场。发达国家运动鞋服市场规模占鞋服整体比重在两成以上。未来国内运动鞋履市场将受益于1) 运动参与率提升；2) 人均运动鞋服消费金额和消费量提升，规模持续增长。运动鞋履行业竞争格局优，全球运动品牌CR5从2014年27.4%增加至31.3%，远高于男装、女装和童装。此外，受益于下游品牌商严苛的供应链审核，运动鞋履制造行业壁垒高，头部鞋履制造商集中度有望持续提升。
- **以卓越供应能力绑定优质客户。** 公司建立事业部统筹以客户为中心的产品研发和生产供应，在研发方面公司早年凭借掌握硫化这一差异化技术优势打开国际客户市场。目前公司从产品研发到量产阶段全程参与客户产品开发及落地，有效提升客户粘性；在制造方面，公司积极推进自动化改造，实现生产效率和快反能力行业领先，并通过差异化选址和集中化生产，有效降低生产成本。得益于公司以客户为中心在研发、交货期以及产品质量方面优势显著，公司实现了与优质客户的深度绑定，同时新客户拓展顺利，未来有望受益于优质客户订单增长和公司在客户份额的增加。
- **盈利预测与估值：** 预计2022-2024年EPS分别为2.76元、3.11元、3.7元，对应PE分别为18倍、16倍、14倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：** 产能扩张不及预期的风险；下游品牌库存去化不及预期的风险；汇率波动的风险。

目 录

◆ **公司概况：业绩增长快，运动鞋量价齐升**

◆ **行业：高景气赛道，行业壁垒高**

◆ **公司分析：以卓越供应能力绑定优质客户**

◆ **盈利预测与估值**

公司概况：全球运动鞋制造龙头

□ 公司主要从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务，公司与全球运动鞋服市场份额前十名公司中的五家建立了长期稳定的合作关系。

表：公司主营产品

产品分类	产品代表	产品图示
运动休闲鞋	Nike、Converse、Vans、Puma、Under Armour、HOKA ONE ONE	
户外靴鞋	UGG、Columbia、Vans	
运动凉鞋/拖鞋	Teva、Nike、Puma	

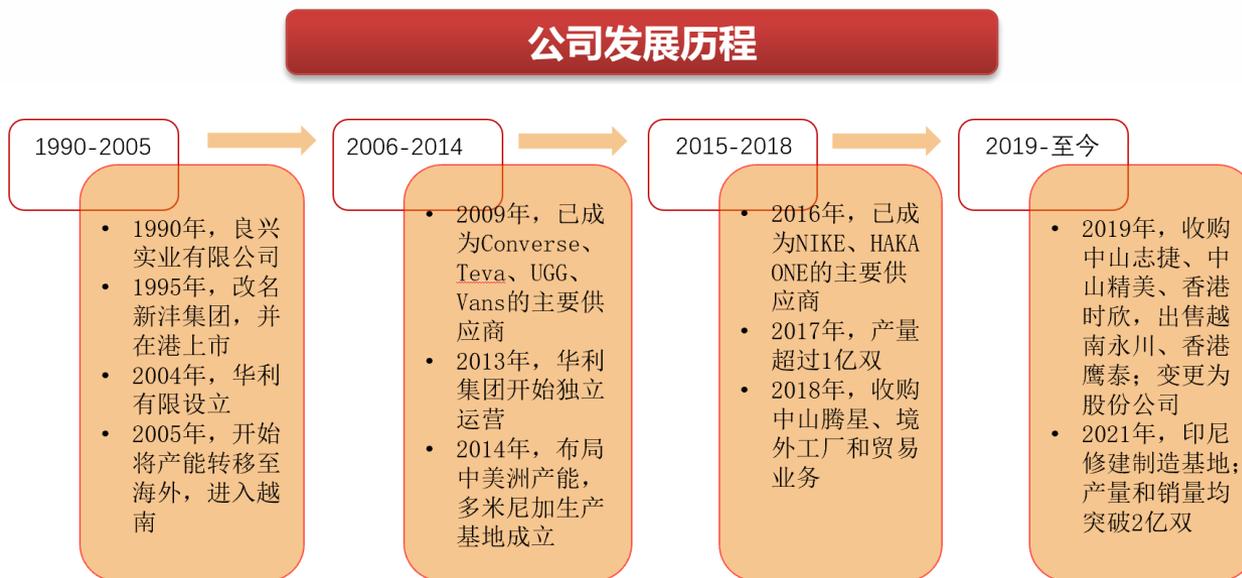


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司概况：发展战略清晰，稳扎稳打

□ 公司发展至今经历四阶段，从海外布局产能到进入国际品牌供应链再到登陆创业板上市，发展战略清晰。

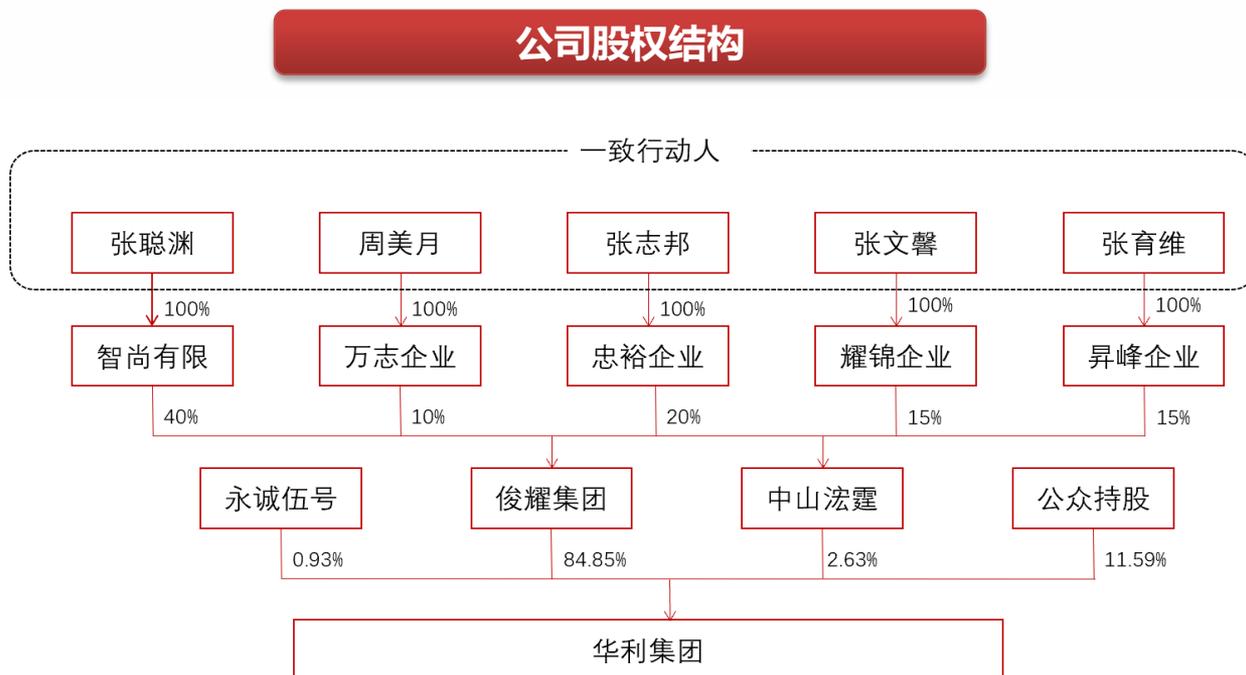
- 1990-2005年，公司创立并率先开始向越南转移产能；
- 2006-2014年，公司开始与国际知名品牌合作，并脱离新津集团实现独立运营；
- 2015年-2018年，公司成为Nike的主要供应商，产量超过1亿双；
- 2019年至今，公司登陆创业板上市，产销量均突破两亿。



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司概况：股权高度集中，管理层经验丰富

- **股权高度集中，决策高效。** 公司实控人为张聪渊家族。创始人张聪渊和妻子周美月以及子女张志邦、张文馨、张育维分别通过智尚有限、万志企业等公司合计持股87.48%，股权结构清晰且高度集中，决策高效。



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司概况：股权高度集中，管理层经验丰富

- 公司核心管理层经验丰富。公司创始人张聪渊先生有超过50年鞋履制造经验，其他核心管理层如张志邦先生、徐敬宗先生也深耕鞋履制造行业多年，且加入公司时间久，陪伴公司成长。

表：公司管理层背景

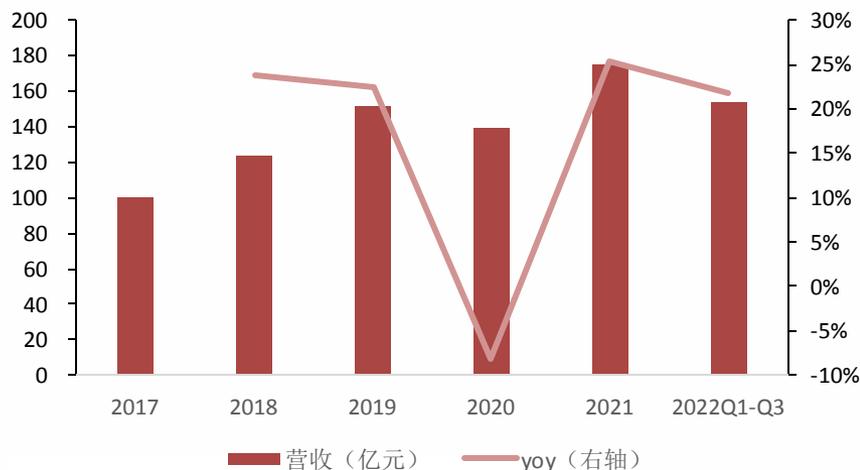
	职务	加入公司时间	履历
张聪渊	董事长	1999	具有超过50年的鞋履制造经验，曾担任台湾景新鞋业有限公司总经理、广州番禺兴泰鞋业有限公司总经理。1990-2014年任职于新津集团，历任新津集团董事总经理、集团副主席、集团主席、业务总裁等职务。1999-2019年曾任中山精美总经理、董事长。
张志邦	副董事长，执行长	2009	曾担任中山精美品牌开发副理、福清宏太鞋业有限公司协理、副总经理等职务。2009年加入中山志捷，历任副总经理、总经理、执行长等职务。
徐敬宗	副董事长，副总经理	2009	曾任广州番禺兴泰鞋业有限公司开发部开发主管、福建威霖副总经理等职务。2009年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。
刘淑娟	董事、总经理	2015	曾担任清禄鞋业有限公司开发业务经理，2009-2015年任匡威运动用品有限公司全球开发业务资深总监。2015年加入中山志捷，任中山志捷总经理。
张文馨	董事、副总经理	2009	曾担任福清宏太鞋业有限公司副总经理等职务。2009年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。

数据来源：公司公告，西南证券整理

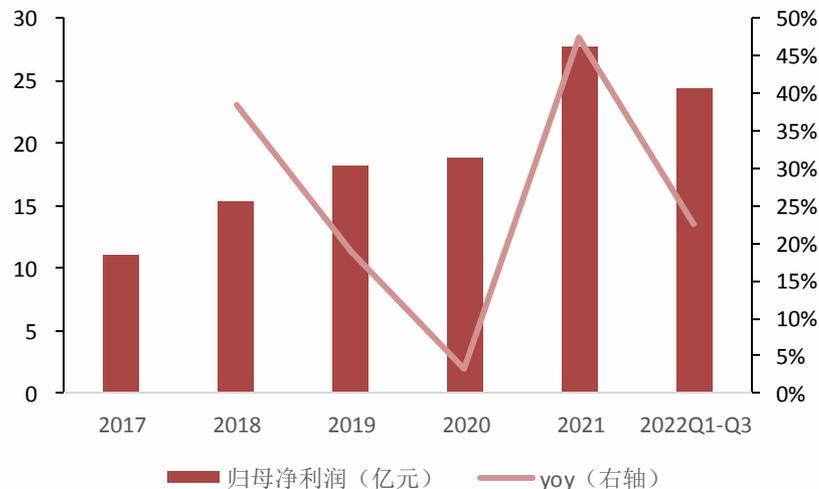
公司概况：大客户粘性强，业绩稳健增长

- 大客户粘性强，业绩增长稳健。公司近年来业绩增长亮眼，营收从2017年的100.1亿元增长到2021年的174.7亿元，营收CAGR达14.9%。2022年前三季度营收153.7亿元，同比增长21.7%；归母净利润从2017年的11.1亿元增长到2021年的27.7亿元，归母净利润CAGR达25.8%，2022年前三季度实现归母净利润24.5亿元，同比增长22.5%。主要受益于：1) 下游前五大客户作为行业龙头品牌、壁垒稳固，业绩稳健增长，为公司带来持续增长的订单；2) 公司凭借在品质、交货期、开发能力等方面的优势，在核心客户中份额稳步增加。

2017-2022Q3公司营收及增速



2017-2022Q3公司净利润及增速

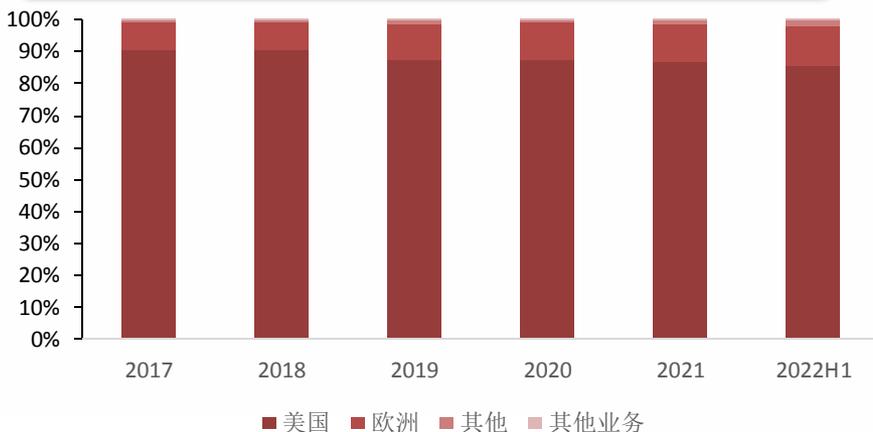


数据来源：公司公告，西南证券整理

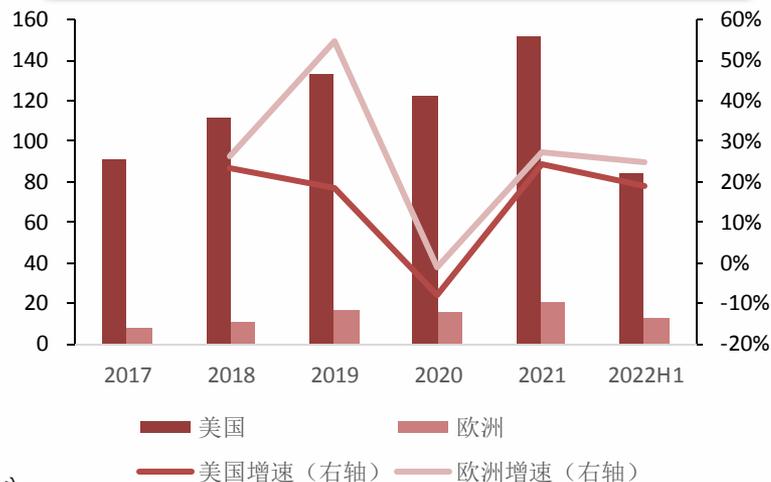
公司概况：美国为最大市场，欧洲增速最快

- 美国为最大市场，欧洲增速最快。收入结构方面，按客户总部所在地划分，美国地区是公司主要销售市场，2022H1美国地区贡献营收84.6亿元，同比提升19%，占总营收比重达85.5%。近年来受益于公司在德国客户PUMA销售业绩快速增长叠加公司在其订单份额持续增加，公司在欧洲市场营收增长亮眼，2017-2021年公司在欧洲地区营收CAGR为25.2%，高于公司整体营收增速，22H1欧洲地区实现营收12.4亿元，同比增长25%，在公司营收比重达12.6%，较2017年提升4.3pp。

2017-2022H1公司各地区营收占比情况



2017-2022H1欧美市场营收及增速

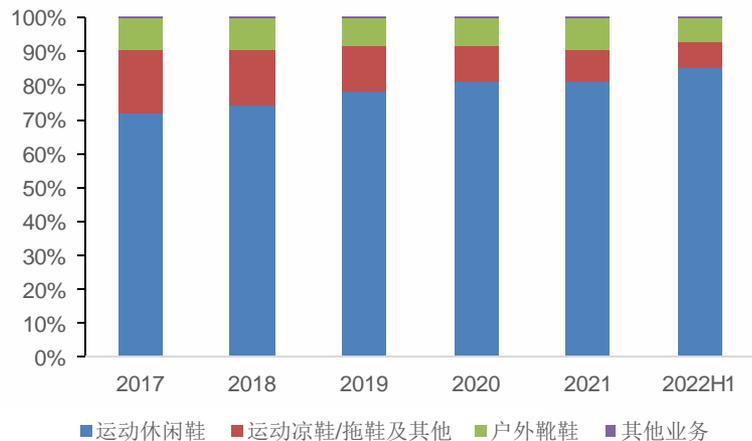


数据来源：公司公告，西南证券整理；注：按客户总部所在地划分

公司概况：运动休闲鞋为核心产品

□ **运动休闲鞋占比最高且增速最快。**2022H1运动休闲鞋/运动凉鞋拖鞋及其他/户外靴鞋分别贡献营收84.2亿元/7.9亿元/6.7亿元，运动休闲鞋为绝对主力。受益于下游需求高景气度，近年来贡献营收快速增长，2017-2021年GAGR达18.6%，高于公司整体增速。同时运动休闲鞋占总营收比重从2017年的71.7%提升至2022H1的85%。

2017-2022H1公司产品营收占比情况



2017-2022H1公司各类产品营收及增速

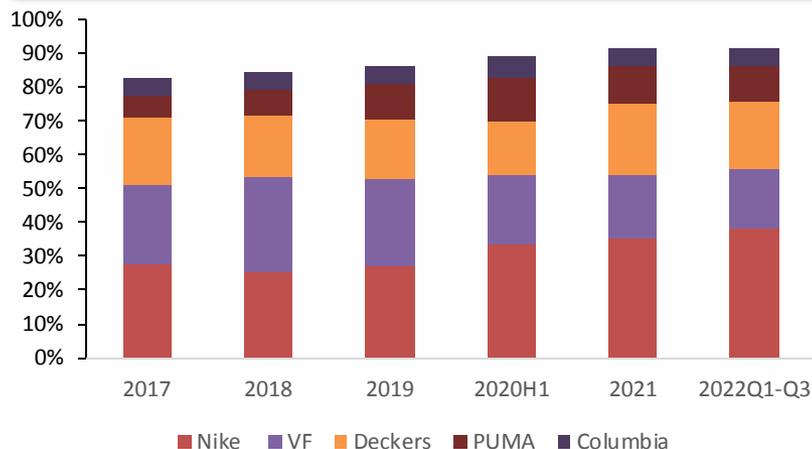


数据来源：公司公告，西南证券整理

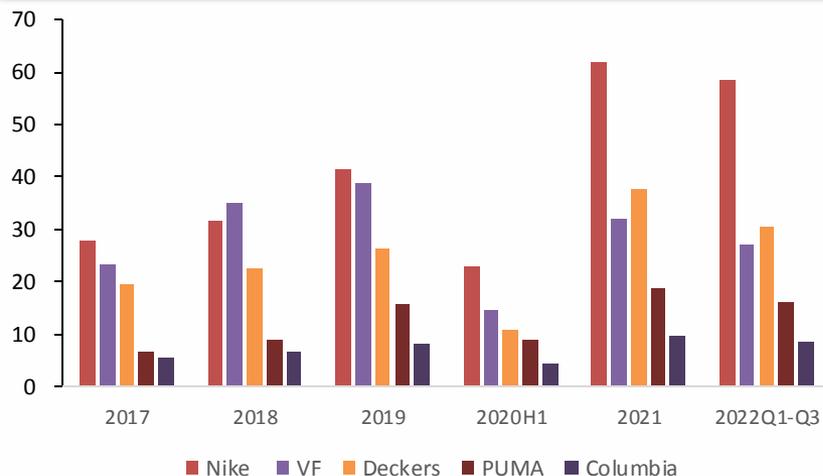
公司概况：大客户合作紧密度加强，客户集中度上升

- 大客户服务紧密度加强，客户集中度上升。公司是全球运动鞋服市场份额前十的企业Nike、VF、Puma、Under Armour的运动鞋产品重要供应商，并且与Asics、New Balance、On的运动鞋业务建立了合作关系。近年来公司加强与大客户的合作，2022H1前五大客户（Nike, Deckers, VF, PUMA, Columbia）合计贡献营收91.3亿元，同比增长22.2%，增速超公司整体增速。前五大客户合计贡献营收占比达91.7%，较2017年提升9.2pp。其中第一大客户Nike占比38%，较2017年提升9.2pp。

2017-2022Q3公司前五大客户占比情况



2017-2022Q3公司对前五大客户销售额（亿元）



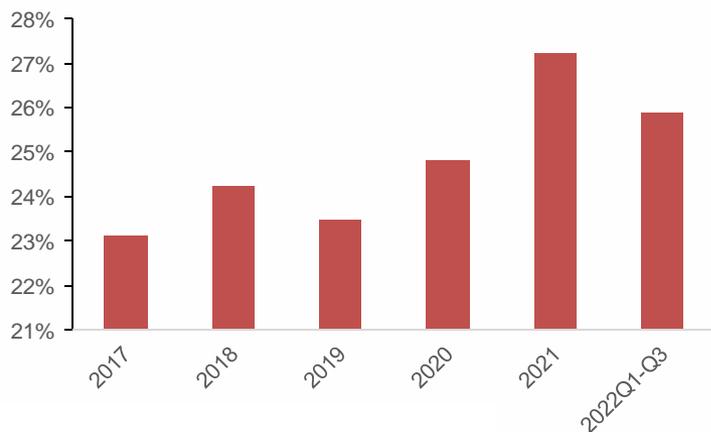
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司概况：毛利率稳步向上，费率控制持续优化

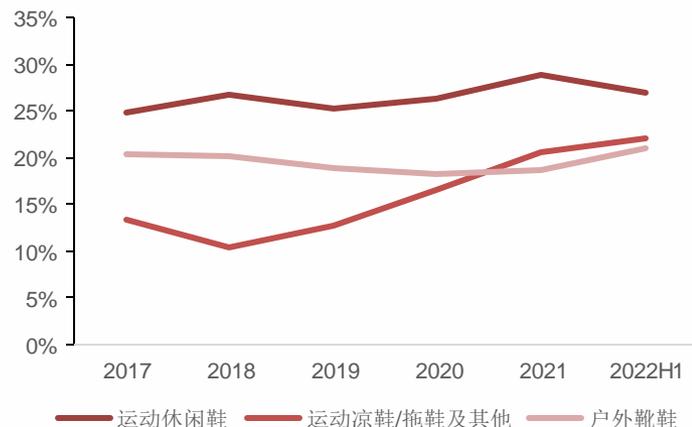
□ 毛利率不断提升，运动休闲鞋盈利能力最优。

- 2022年前三季度公司毛利率为25.9%，较2017年提升2.8pp。分产品来看，运动休闲鞋毛利率最高，截止2022H1，运动休闲鞋/运动凉鞋拖鞋/户外靴鞋毛利率分别为27.1%/22.1%/21%。
- 过去几年公司毛利率均呈现稳步提升态势，主要得益于1) 公司客户结构优化和品类结构优化，高毛利率的客户占比和高毛利率的运动休闲鞋占比持续提升；2) 产量扩大带来的规模效应。

2017-2022Q3公司毛利率



2017-2022H1分品类毛利率



数据来源：公司公告，西南证券整理

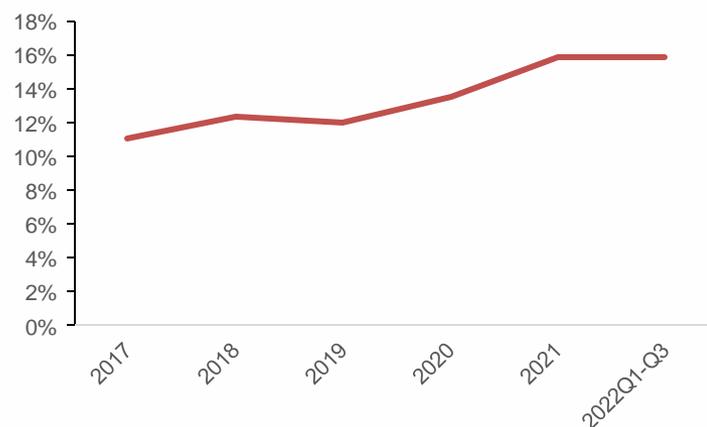
公司概况：毛利率稳步向上，费率控制持续优化

- **费率控制持续优化。**费用率方面，2022年前三季度公司总费用率为5.1%，较2017年降低3.9pp，各项费用率均有不同程度优化。其中管理费用率和销售费用率降幅较大，较17年降1pp、1.3pp，管理费用率下降主要受益于规模效应和推进自动化生产。
- **净利率不断提升。**在毛利率提升和费控优化综合作用下，公司净利率稳步提升。截至2022年前三季度净利率为15.9%，较2017年提升4.9pp。

2017-2022Q3公司费用率情况



2017-2022Q3公司净利率

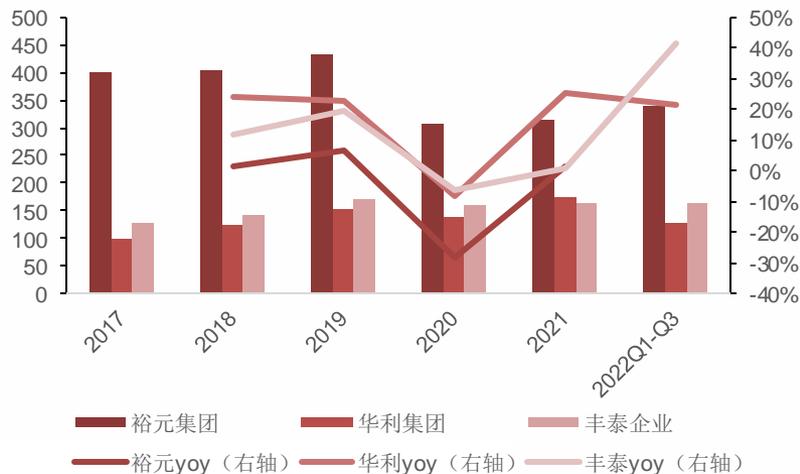


数据来源：公司公告，西南证券整理

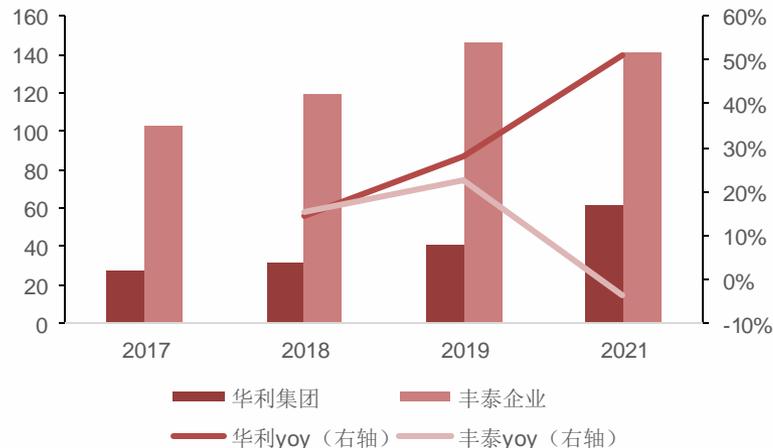
公司概况：业绩增速及盈利能力均领先可比公司

- 公司营收增速行业领先。**可比公司中，裕元集团凭借巨大的产能和行业深耕优势，营收规模为第一，但受其近年来战略向零售业务倾斜同时制造业务产能重新布局等影响，增速较为缓慢。2017年丰泰营收规模超华利28.9%，但最近几年差距逐步缩小，2021年华利一度实现反超，主要由于：1) 华利客户结构更加多元化，能受益于更多客户的增长动能；2) 华利凭借其更高效的供应能力，在核心客户Nike中份额不断提升，2017-2021年华利从Nike获得营收GAGR为22%，超过丰泰。

2017-2022Q3可比公司营收及增速（亿元）



2017-2021华利与丰泰从Nike获得营收情况



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：裕元集团为剔除零售业务的营收；

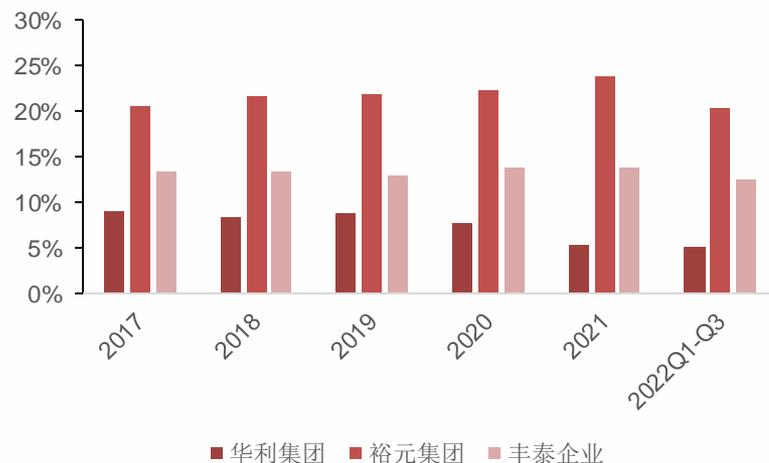
公司概况：业绩增速及盈利能力均领先可比公司

- **华利毛利率高于可比公司。** 主要原因在于：1) 公司较高的管理运作效率和推行自动化带来较好的成本管控；2) 公司工厂集中在越南北部，员工薪酬开支更低。
- **华利费控更优。** 2022年前三季度裕元集团/丰泰企业总费用率分别为17.9%/12.4%，公司费控明显更优。其中华利/裕元/丰泰管理费用率分别为4.2%/6.4%/9.2%，公司更优的管理运营效率是主因。

2017-2022Q3可比公司毛利率



2017-2022Q3公司与可比公司总费率

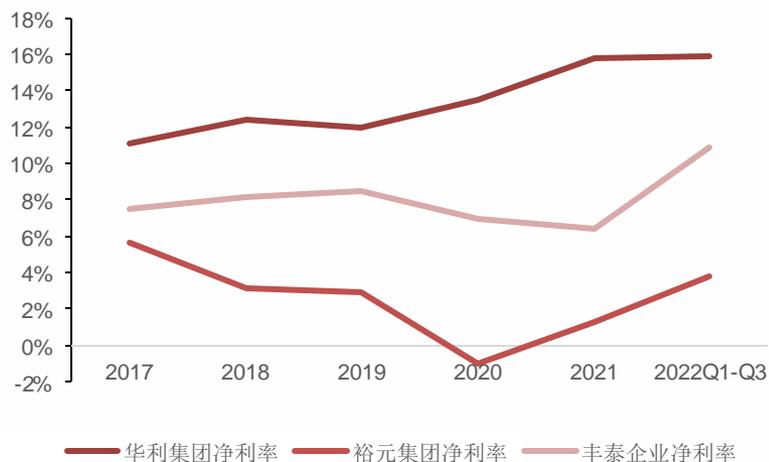


数据来源：公司公告，西南证券整理

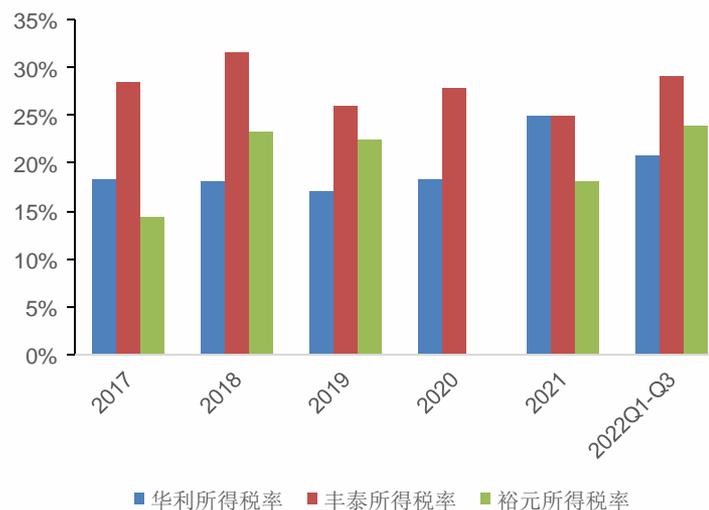
公司概况：业绩增速及盈利能力均领先可比公司

- **华利净利率领先可比公司。** 同业对比来看，受益于公司1) 更优的毛利率水平；2) 更好的费用率管控；3) 更低的所得税率（华利旗下香港子公司税率更低，2022前三季度华利/丰泰/裕元所得税率分别为20.9%/29.2%/24%），公司净利率显著领先于可比公司，截止2022年前三季度华利集团/丰泰企业/裕元集团净利率分别为15.9%/10.9%/3.8%。

2017-2022Q3公司净利率情况



2017-2022Q3可比公司所得税率



数据来源：公司公告，西南证券整理；注：2020年裕元亏损

公司概况：积极扩充产能，业绩增长确定性高

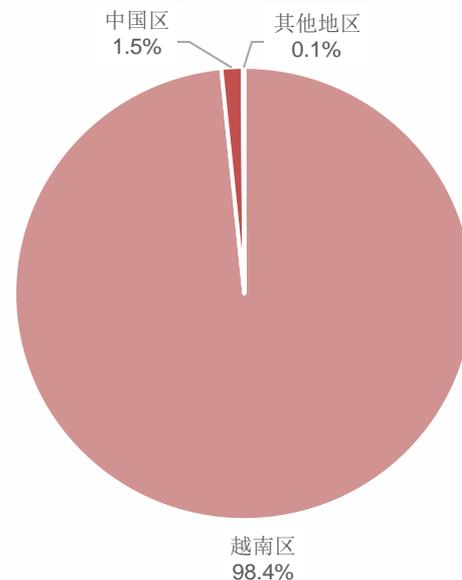
- **积极扩产突破瓶颈，有望贡献新业绩增长点。** 受益于下游旺盛需求叠加公司在产能、研发、交货等方面优势稳固，公司订单充沛，近年来公司产能利用率与产销率均维持高位水平。为突破产能瓶颈，公司积极通过收购和自建方式扩展产能。
- 截至2021年公司拥有运动鞋产能2.2亿双，2017-2021年产能CAGR为11.8%，产能利用率持续高于90%。公司生产基地均位于海外，其中越南为最主要产区，2021年越南工厂制鞋人员占整体比重达98.4%。

2017-2022H1公司产能及利用率



数据来源：公司公告，西南证券整理

2021年公司制鞋人员按区划分



公司概况：积极扩充产能，业绩增长确定性高

- 公司将21年上市融资资金中18.1亿元用于产能扩建，占比47%。其中越南生产基地规划产能达1118万双，涵盖PUMA、vans、Converse等核心客户；
- 2022年12月，公司收购英雄心及其全资子公司，获得英雄心在越南永川年产约1000万双运动鞋的产能。

表：公司募投项目

序号	项目名称	募集资金投入金额 (亿元)	占比
一、	越南鞋履生产基地扩产建设项目	4.1	10.6%
二、	缅甸世川鞋履生产基地建设项目	5.3	13.9%
三、	中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目	8.7	22.5%
四、	华利股份鞋履开发设计中心及总部大楼建设项目	7.8	20.4%
五、	华利股份运营信息系统升级建设项目	2.9	7.6%
六、	补充流动资金	9.6	25%
	合计	38.4	100%

表：越南鞋履生产基地扩产扩建项目情况

序号	项目名称	鞋履品牌	鞋履种类	年产量 (万双)
1	越南宏福鞋履生产基地扩产项目	PUMA	运动休闲鞋	360
2	越南上杰鞋履生产基地扩产项目	Vans	运动休闲鞋	180
3	越南立川鞋履生产基地扩产项目	Converse	运动休闲鞋	320
4	越南弘欣鞋履生产基地扩产项目	UGG	户外靴鞋	98
5	越南永弘鞋履生产基地扩产项目	HOKA	运动休闲鞋	160
	合计			1118

数据来源：公司招股书，西南证券整理

www.swsc.com.cn

公司概况：量价双升，助力盈利能力改善

- **量价双提升，助力盈利能力改善。**拆分量价来看：1) 受益于下游需求旺盛叠加公司产能持续扩张，2017年以来，公司运动鞋履销售量整体呈上升趋势，2021年公司运动鞋销量突破2亿双，2017-2021年销售量CAGR为13.2%，2022年前三季度销量为1.69亿双，同比增长10%；2) 从均价来看，受益于公司客户结构优化，搞单价订单占比增加，近年来公司产品均价持续增长。2017年公司运动鞋均价为78元/双，2021年提升到82.9元/双；2022年前三季度均价为90.97元/双，同比提升10.4%，单价提升幅度明显。

表：公司产品销量及单价

	2017	2018	2019	2020	2021	2022Q1-Q3
营收（亿元）	100.09	123.88	151.66	139.31	174.70	153.74
Yoy	--	23.77%	22.42%	-8.14%	25.40%	21.68%
销售量（万双）	12837.74	15343.81	18508.68	16289.00	21087.00	16900.00
均价（元/双）	77.97	80.74	81.94	85.52	82.85	90.97
毛利率	23.11%	24.22%	23.48%	24.82%	27.23%	25.89%

数据来源：公司公告，西南证券整理

目 录

◆ **公司概况：业绩增长快，运动鞋量价齐升**

◆ **行业：高景气赛道，行业壁垒高**

◆ **公司分析：以卓越供应能力绑定优质客户**

◆ **盈利预测与估值**

运动鞋履行业：市场景气度高，集中度有望持续提升

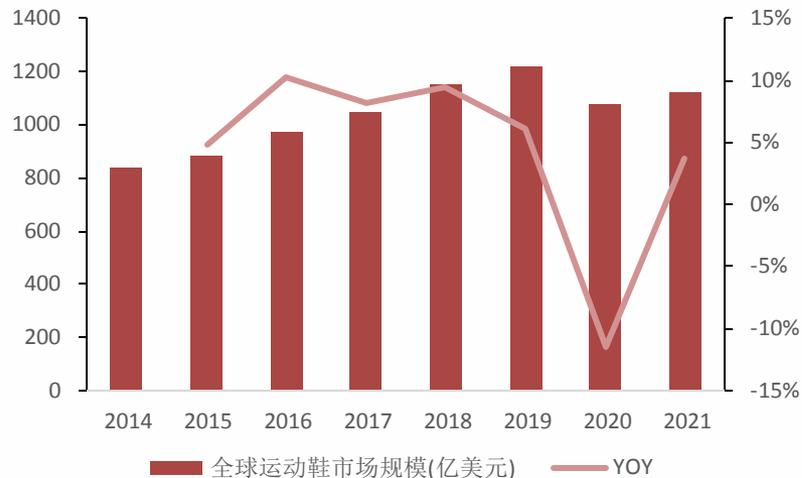
- **全球运动鞋履市场景气度高。**根据Statista 数据，2021年全球鞋履市场规模为3856.2亿美元，2017-2021年GAGR为-0.6%。得益于各国政府对体育运动的产业政策支持以及健康意识的增强，运动鞋履市场需求快速增长。根据 Statista 发布的数据，截止2014年-2021年全球运动鞋履市场规模由 840 亿美元增长至 1120 亿美元，2017-2021年GAGR 1.3%，增速高于全球鞋履市场。

2016-2021年全球鞋履市场规模及增速



数据来源: Statista, 西南证券整理

2014-2021年全球运动鞋履市场规模及增速



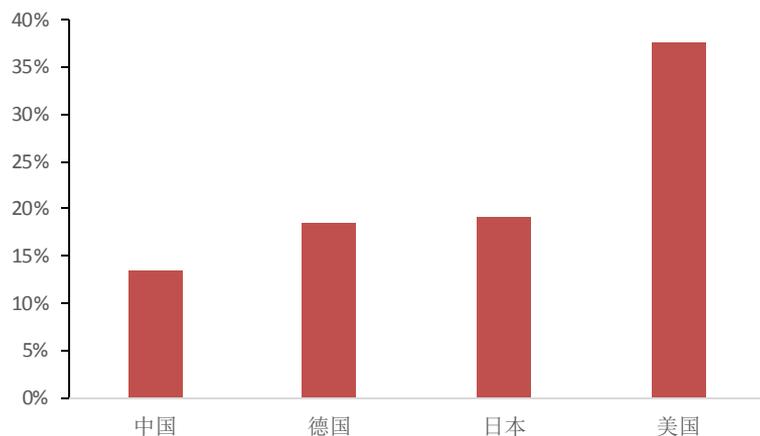
数据来源: statista, 西南证券整理

运动鞋履行业：市场景气度高，集中度有望持续提升

□ 运动鞋市场规模仍有扩张空间。

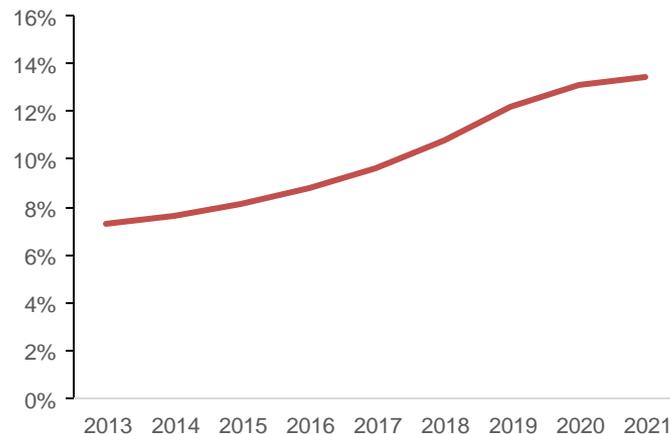
- **发达国家运动鞋服占鞋服整体比重在两成以上，我国持续提升。**根据前瞻研究院，近年来我国运动鞋服规模占服装行业整体比重持续增加，2021年占比为13.4%，较2013年提升6.1pp，反映了居民对运动服饰的消费偏好逐步增强。但相较于发达国家而言，我国运动服饰占服饰整体比重仍有较大提升空间，这一比例较德国/日本/美国分别低5.1pp/5.7pp/24.3pp。

2021年各国运动服饰规模占整体服饰规模比重



数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

2013-2021年我国运动服饰规模占服饰规模比重



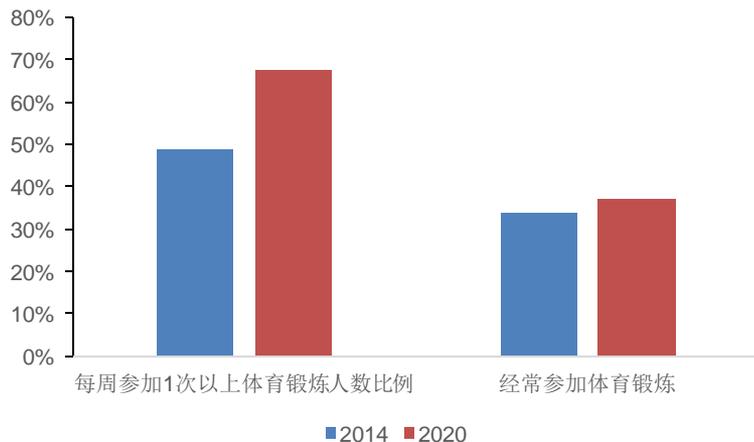
数据来源：前瞻研究院，西南证券整理

运动鞋履行业：市场景气度高，集中度有望持续提升

□ 运动鞋市场规模仍有扩张空间。

- **运动参与率提升，细分化趋势发展。**根据《2020年全民健身活动状况调查公报》，2020年我国每周参加1次以上体育锻炼人数比例为67.5%，较2014年提升18.5pp。除此之外，近年来户外运动参与率持续提升，滑雪、网球等小众高端运动也逐渐普及。运动参与率提升主要受到两方面的驱动，一是政策出台强化体育场地、设施建设；二是居民对体育运动的重视程度增加。

2016-2021年我国运动参与率情况



数据来源：《2020年全民健身活动状况调查公报》，西南证券整理

表：我国支持体育发展的部分政策

发布日期	政策及内容
2021年	《全民健身计划(2021—2025年)》到2025年，经常参加体育锻炼人数比例达到38.5%，每千人拥有社会体育指导员2.16名，带动全国体育产业总规模达到5万亿元。
2021年	《“十四五”体育发展规划》加强青少年体育优秀人才培养，按照“一校一品”“一校多品”模式，加快体育传统特色学校建设。
2022年	《关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见》到2035年，与社会主义现代化国家相适应的全民健身公共服务体系全面建立，经常参加体育锻炼人数比例达到45%以上，体育健身和运动休闲成为普遍生活方式，人民身体素养和健康水平居于世界前列。

运动鞋履行业：市场景气度高，集中度有望持续提升

□ 运动鞋市场规模仍有扩张空间。

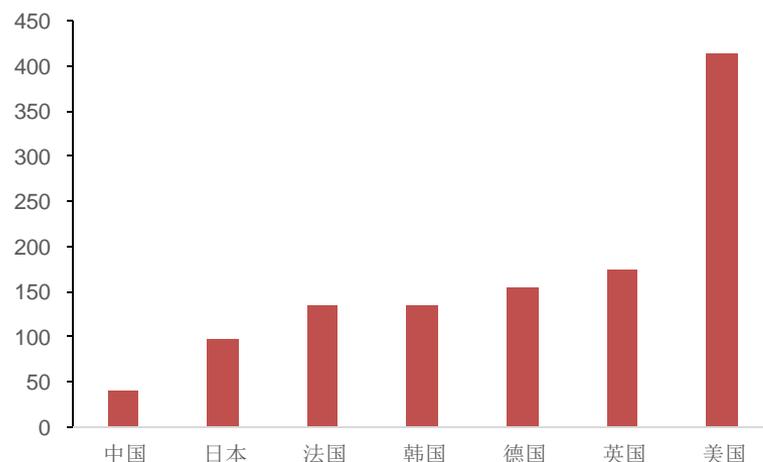
- **人均消费金额和购买量仍有提升空间。**根据euromonitor数据，2021年我国人均运动鞋服消费金额为40.1美元，同比增长 27.3%，2016-2021年GAGR达14.6%。2021年我国人均运动鞋服消费支出相较主要发达国家至少有1.4倍以上增长空间。根据公司招股书，2019年印度、中国每年人均鞋履购买量分别为 1.8双、2.9双，美国、日本为7.2双、5.6双，发展中国家人均鞋履购买量具备较大潜力。

2016-2021年中国人均运动鞋服消费金额及增速



数据来源：euromonitor，西南证券整理

2021年各国人均运动鞋服消费支出 (美元)

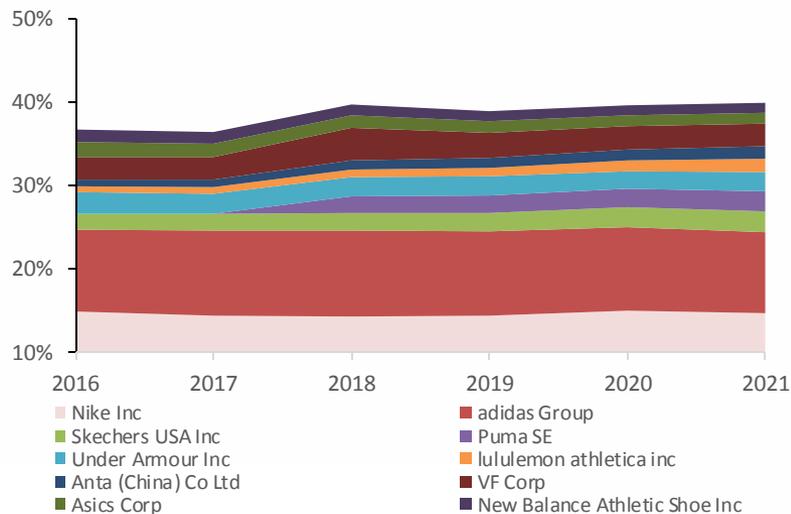


数据来源：Euromonitor，西南证券整理

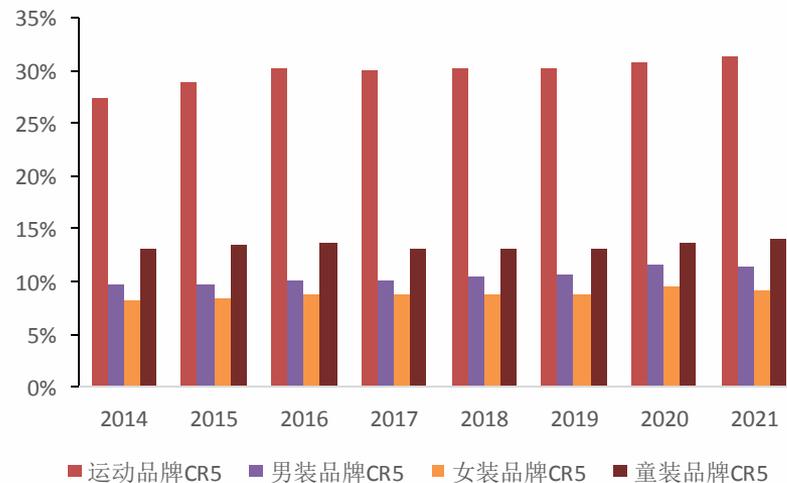
运动鞋履行业：市场景气度高，集中度有望持续提升

- 品牌端集中度高且持续提升。运动鞋服行业集中度持续提升，根据Euromonitor，2016年至2021年全球运动鞋服市场CR5从2014年27.4%增加至31.3%，相较于服装品类竞争格局更集中。未来品牌集中度有望进一步提升：1) 运动鞋履产品差异化明显，消费者关注科技与功能属性，具备较大资源优势 and 较强研发优势的头部品牌能形成较强产品力。2) 品牌效应强，头部品牌依靠深度营销扩大知名度，具备规模优势和资金优势，能冠名大型体育赛事、签约体育明星等增强消费者粘性，形成马太效应。

2016-2021年全球运动鞋服市场CR10



2014-2021全球服饰市场CR5



数据来源：Euromonitor，西南证券整理

数据来源：Euromonitor，西南证券整理

运动鞋代工行业：品牌制造分离趋势明显，核心供应商客户粘性加强

□ 品牌制造分工趋势明显，鞋履代工市场有望扩容。

- 目前全球知名的运动鞋履品牌如Nike、Adidas、VF等都采取品牌运营与制造分离模式：品牌运营商着力于价值塑造、产品设计及营销建设。而在制造方面，则委托给专业的制鞋厂商负责；运动鞋履制造商专注于运动鞋履开发设计和制造，满足品牌运营企业对产品质量、交付稳定的需求。
- 除国际品牌多采用品牌制造分离模式外，采用混合模式的安踏等企业为提升供应链灵活性和轻资产扩张也逐年减少自产比例。安踏自产鞋履产品占比由2016年的42.9%下降至2021年的25.5%，FILA自产鞋履产品降至2021年的21.5%；特步自产鞋履产品占比由2016年的55%下降至2021年的30%。

运动鞋履制造产业链



数据来源：公司招股书，西南证券整理

表：运动鞋履行业主要经营模式

行业商业模式	代表企业
品牌运营与制造分离模式	Nike、Adidas、VF、Under Armour
品牌运营与制造一体模式	贵人鸟、万里马
混合模式	安踏体育、特步国际

数据来源：公司招股书，西南证券整理

运动鞋代工行业：品牌制造分离趋势明显，核心供应商客户粘性加强

□ 品牌客户供应链门槛高考核期长，近年来供应商数量逐步下降

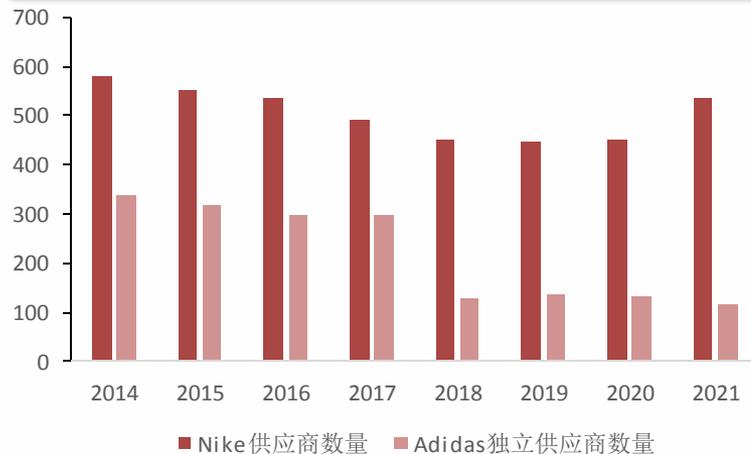
- 品牌运营企业在选择新的制造商时，会重点考察合作生产商的开发能力、生产能力、质量管理、交货期、劳工保护、ESG等情况。运动鞋履制造商在成为合格供应商后，初期一般只能获取少量订单，品牌方会进行持续评估，经过长期合作后才可能成为核心供应商。
- 近年来头部品牌实现核心供应商策略，精简供应商数量，更加青睐与在质量、交货期等方面表现优异的核心供应商合作，如Nike、Adidas合作工厂总数呈现下降趋势。未来核心供应商与下游粘性将进一步加深。

表：品牌运营企业对制造商的考察流程与考量因素

综合考察	开发能力考察	生产能力考察
①产能规模 ②劳动力、人权 ③环保、社会责任 ④与其他品牌合作情况 ⑤企业的业务水平和行业经验	①开发人员与素质 ②开发设备 ③开发周期 ④历史开发成就等	①质量控制流程 ②供应链管理能 ③应急交付能力 ④生产设备、工艺与技术 ⑤精益生产能力等

数据来源：公司招股书，西南证券整理

Nike、Adidas供应商数量



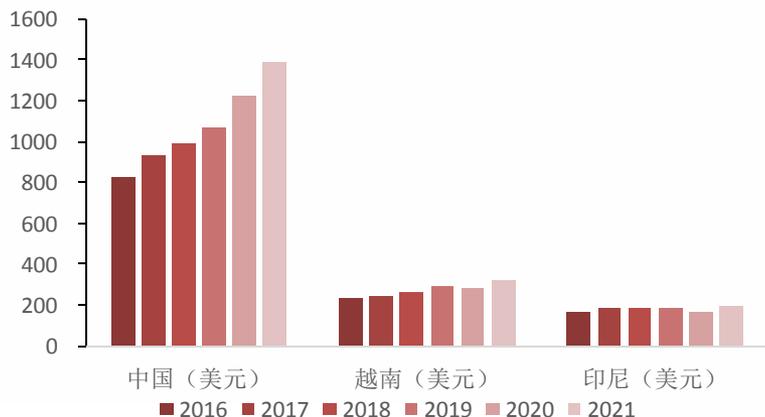
数据来源：公司公告，西南证券整理

运动代工行业：全球鞋履制造业向东南亚转移

产业链向东南亚转移，在海外有长期运营经验的企业会率先受益。

- 受成本推动，近年来制鞋业中心逐步向越南、印度、印尼、缅甸等东南亚和南亚国家转移。根据 CEIC 数据，越南和印度尼西亚的平均工资水平远低于中国，2021年工资水平为中国的10-30%。此外东南亚国家在制造成本、所得税政策和外贸条件上也具有吸引力。
- 头部运动鞋履企业较早布局东南亚，率先受益。丰泰、裕元、华利分别自1988、1992、2005年开始在越南、印尼设厂，具长期海外运营经验，其中华利工厂集中于越南，率先受益于人力、税收等红利。

2016-2021年中国、越南、印尼月工资水平



数据来源：CEIC，西南证券整理

表：中、越、印三国税收及外贸政策对比

	中国	越南	印尼
税收政策	普通企业所得税率 25%，高新技术企业 15%	外商投资项目税收减免期限最多 15 年，最低税率为 10%	外企享受 50% 或 100% 的所得税减免优惠，最长为 15 年。
外贸条件	鞋履出口美国采用基准税率加额外税率；出口欧盟采用 8%-17% 的关税	鞋履出口美国享有基准税率；出口欧盟零关税	欧盟对印尼的进口产品在最惠国税率基础上减少 3.5% 的税

数据来源：政府官网，西南证券整理

目 录

◆ **公司概况：业绩增长快，运动鞋量价齐升**

◆ **行业：高景气赛道，行业壁垒高**

◆ **公司分析：以卓越供应能力绑定优质客户**

◆ **盈利预测与估值**

公司分析：客户为中心铸造卓越供应能力

- 公司建立事业部统筹以客户为中心的研发生产，单一客户“包厂制”提升规模化优势。
 - 公司采取“总部+事业部”管理模式，为大客户单独设立事业部，统筹单一客户的产品开发和规模化量产，有效提升供应效率。
 - 公司在生产端采用“包厂制”（即一个厂房服务一个客户），有助于充分发挥规模效应，提高生产效率和避免转产成本。

表：公司“总部+事业部”管理模式

层级	职能
总部	包括采购部门、财务部门、人资部门等。
事业部	负责业务拓展、客户关系维护、产品开发和量产等。每个品牌订单和产量增加只是相应的增加事业部的工厂的数量和规模；新增的品牌，在品牌的订单数量达到一定量级，会单独设立事业部。

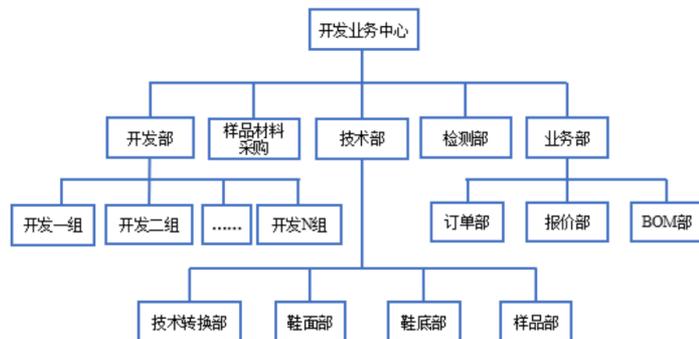
数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司分析：差异化技术优势打开市场，深度参与客户产品开发

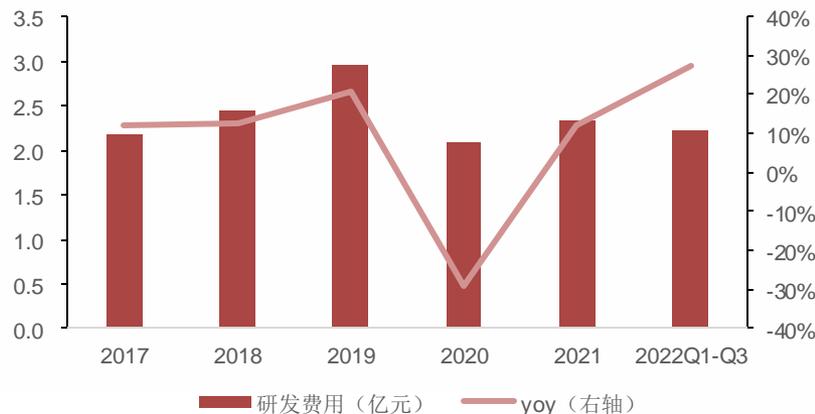
□ 为客户定向开发产品，研发费用稳定增长。

- 公司采用客户为导向的研发体系，为各品牌成立独立的研发中心，下设开发、技术、检测等部门，截至2021年公司共拥有2509名研发人员，共创造了98项专利，其中15项为发明专利。
- 研发费用稳定增长，截止2022年前三季度，公司研发费用为2.2亿元，同比增长27.5%，研发费用率为1.38%。

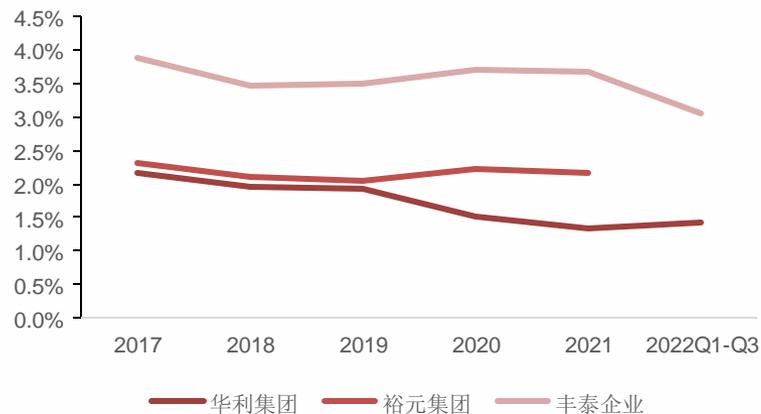
公司开发业务体系



2017-2022年三季度公司研发投入情况



2017-2022年三季度可比公司研发费用率

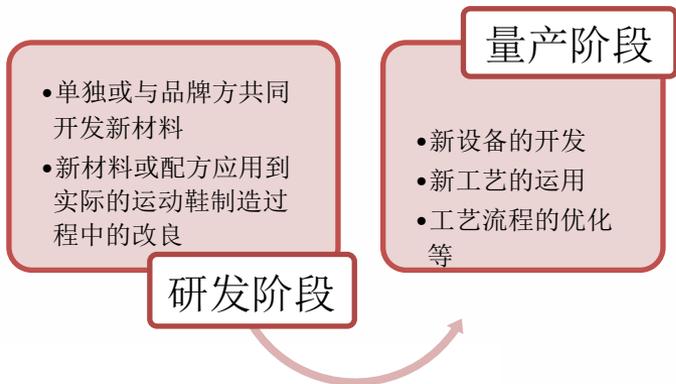


数据来源：WIND，公司招股书，西南证券整理

公司分析：差异化技术优势打开市场，深度参与客户产品开发

- 差异化技术优势打开市场，深度参与客户产品开发。** 公司凭借较强的研发和工艺革新能力，在研发阶段和量产阶段深度参与客户新品开发和技术创新，有效提升客户粘性。
 - 在新材料开发方面，公司较为先进的开发设计设备与自动化生产设备，基于多年来的研究及生产经验，积累了多种材料配方及加工技术，以满足消费者对运动鞋履高性能和环境保护的需求。
 - 在生产技术工艺方面，公司早年凭借深耕难度更高的硫化技术，成为业内硫化制鞋龙头，并凭此进入 converse 和 vans 的供应链，打开国际品牌市场。如今还掌握模具、鞋底制造、鞋面编织、制程等关键工艺，在满足产品多样性的同时也实现降本增效。

公司在研发及量产阶段深度参与客户新品开发



表：冷粘与硫化工艺

工艺名称	简介	使用范围
硫化	一种将生胶制成的外底、围条等与鞋帮粘合后，在硫化罐中加热加压而硫化成型的工艺方法	板鞋、运动凉鞋/拖鞋
冷粘	一种利用粘合剂将鞋帮、内底、外底连接在一起的工艺方法	运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋

数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司分析：多重举措夯实制造优势

□ 应用自动化设备提升效率，总部统领各工厂自动化改造。

- 鞋履制造非标属性强，全自动化难度高，公司对工艺进行分拆，在鞋底生产、鞋面裁切、缝纫等环节进行自动化改造，运用制程、鞋底等技术有效节省人工投入，提升生产效率。
- 公司集团总部统领各工厂自动化改造，要求每个工厂定期提交自动化改进方案，并推广经验证的自动化方案，有效推进自动化改造。

表：公司部分自动化工艺情况

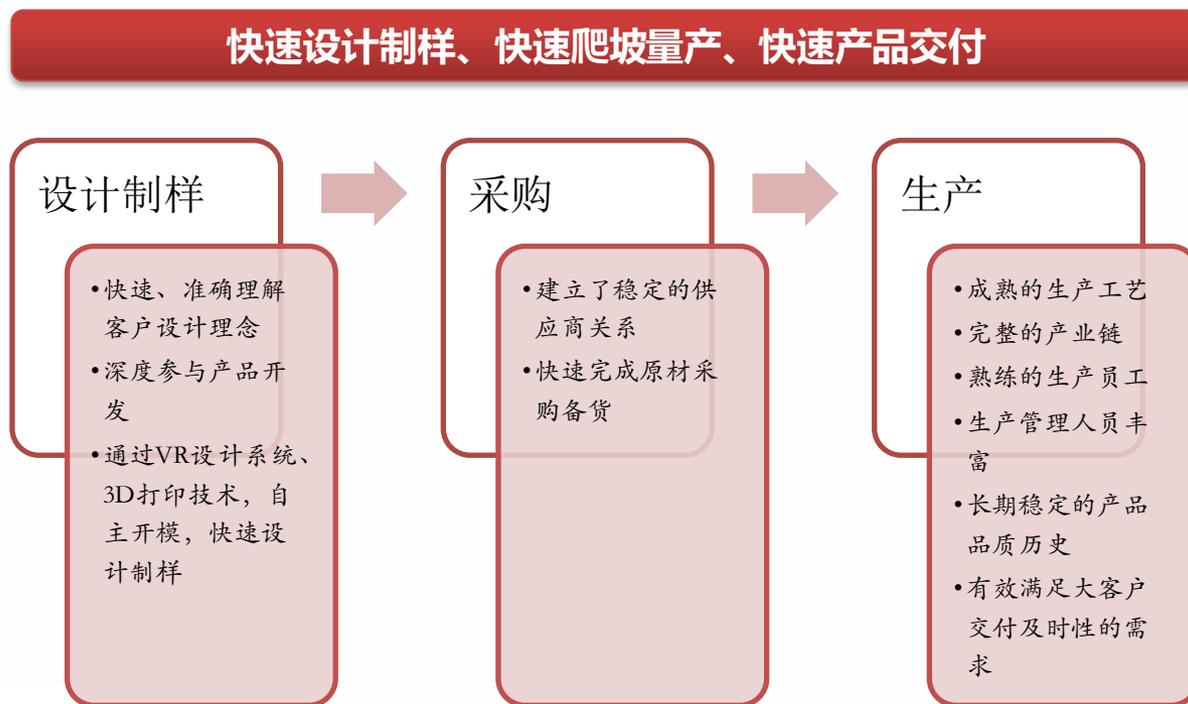
类型	技术工艺	说明
制程技术	一种数码电脑 打印工艺	可自动印刷，同时本身机台也自带印刷后红外线烘干功能，其自动化的创新大幅降低了传统网印的高人力需求，提高了效率并减少 50%的人力成本。
	自制夹具，鞋面电脑针车	通过 CAD 绘图自制夹具用电脑车操作鞋面，省去印刷定位流程，使鞋面针车准确，精细，针距/边距优于人工针车，可提高平均 100%以上效率，节省平均 80%以上人工。
	自制电脑车底板，实现立体电脑针车	自制底板夹具，打破传统平面电脑针车，实现立体电脑针车，使鞋面全面电脑针车，可提高平均 120%以上效率，节省平均 80%以上人工。
鞋底技术	一种底台一体成型机	不用按传统打粗、处理、刷胶，利用热熔胶膜，通过特殊机台做中底时直接与大底一体成型，可简化流程并减少贴合时的不良率，节省 50%以上人工。
	一种针织机械的压圈装置	利用研发特殊钢材及 CNC 加工精密切刀口之模具，配合射出机器结构可一次多双成型，打破传统一摸一双及人工修边之制程，可节省人工并提升 50%以上之效率。

数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司分析：多重举措夯实制造优势

□ 快反能力行业领先。

- 受时尚潮流影响，运动鞋履时效性强。公司供应链体系完备、开发设计能力突出、生产流程成熟且生产人员熟练程度高，能有效满足客户的交付需求。在保证3个月的常规交付周期前提下，对于部分紧急订单，公司能做到1个月内甚至2-3周实现交货，快反能力行业领先。



数据来源：公司招股书，西南证券整理

公司分析：多重举措夯实制造优势

□ 差异化选址&制造集中化降低成本，

- 人工成本为制鞋企业主要成本之一，在公司营业成本中占比25%左右，仅次于直接原料成本（约60%），由于原材料往往由下游品牌商指定，因此人工成本成为各鞋履代工企业成本控制的关键。公司于2005年即在越南北部进行布局，随后相继在印度尼西亚、缅甸新建工厂。其中公司生产子公司主要位于越南北部区域，平均薪资较裕元、丰泰所在的越南南部更低。

表：公司及可比公司在越南布局城市及当地薪酬

	布局城市及2021年薪资水平
华利	<ul style="list-style-type: none">海防 509.3万越南盾，约合1435元清化 365.2万越南盾，约合1029元
丰泰	<ul style="list-style-type: none">同奈 575.1万越南盾，约合1620元平顺 407.7万越南盾，约合1148元
裕元	<ul style="list-style-type: none">西宁 403.6万越南盾，约合1137元胡志明市 600.8万越南盾，约合1692元

数据来源：公司公告，统计局，西南证券整理

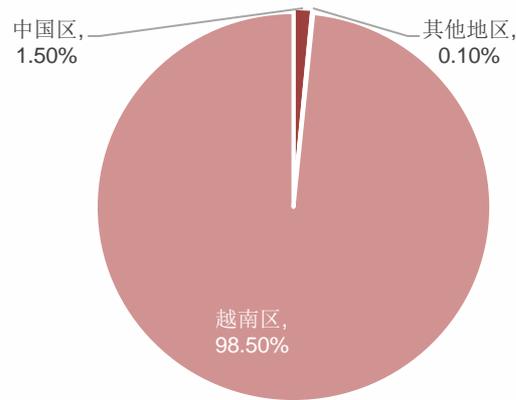
公司工厂位于越南北部



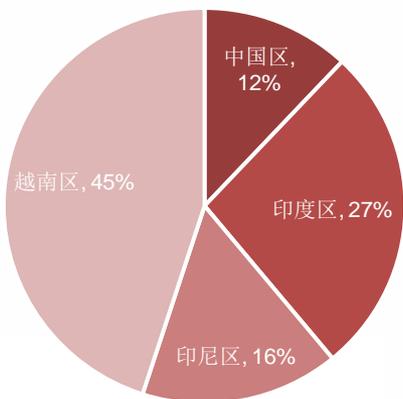
公司分析：多重举措夯实制造优势

- **差异化选址&制造集中化降低成本。**相较于可比公司，华利工厂选址集中于越南，将在两方面受益：
 - 更大程度享受当地税收、人力红利（裕元、丰泰均有较大部分产能位于成本更高的中国境内）。
 - 工厂更为集中，管理半径更小，有利于提高管理效率。

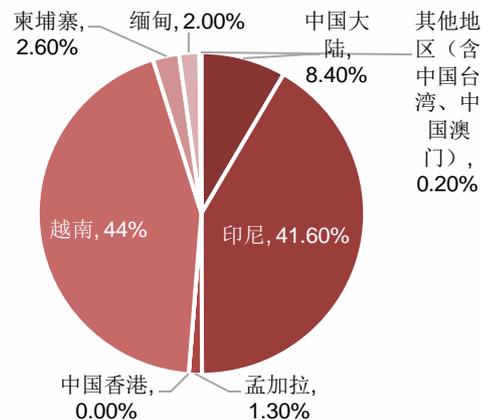
2021年公司制鞋人员分布



2021年丰泰鞋履产量分布



2021年裕元制鞋人员分布

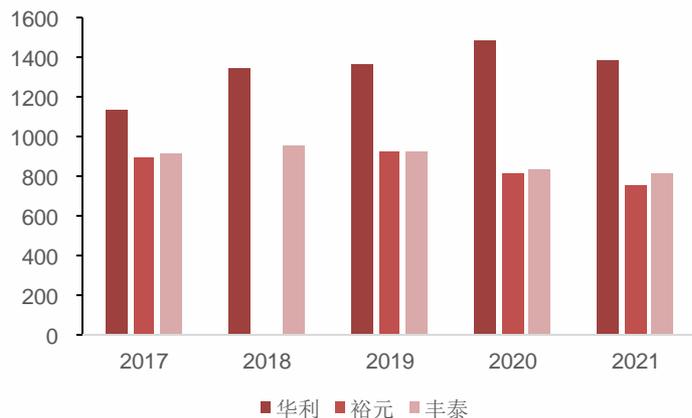


数据来源：公司公告，西南证券整理

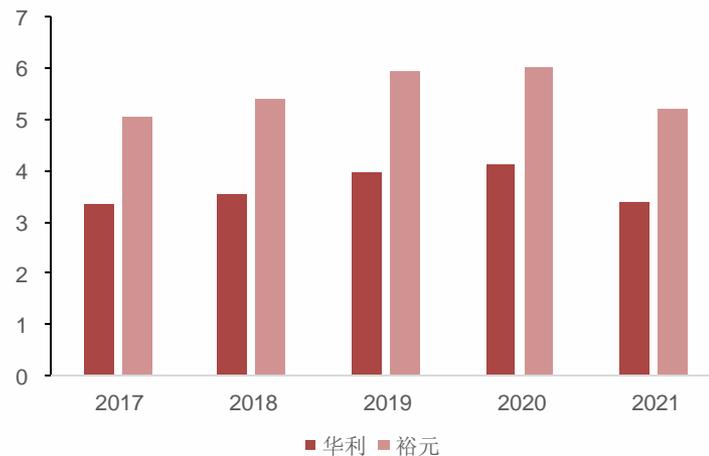
公司分析：多重举措夯实制造优势

- 受益于自动化推进叠加规模优势和差异化选址，公司生产效率领先于可比公司，人均成本显著低于可比公司：
 - 从2017-2021年，公司人均产出提升22.5%，2021年华利人均年生产1386双鞋，较可比公司裕元和丰泰分别高84.5%/70.8%。
 - 2021年 公司人均成本（（直接人工+制造费用）/总员工数）为3.4万元，较2017年小幅上升0.9%，较可比公司裕元低35.3%（裕元人均成本提升3.3%）。

2017-2021年公司人均产量



2017-2021年公司与可比公司人均成本



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：深度绑定优质客户，享受运动行业红利

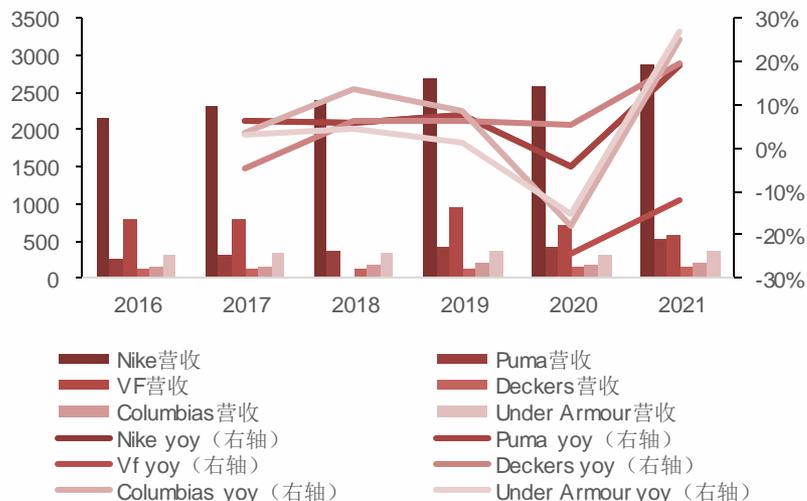
□ 得益于公司以客户为中心在研发、交货期以及产品质量方面优势显著，实现了与优质客户的深度绑定。

- 与优质客户合作稳定：公司全球运动鞋服市占率排名前10中有5家为公司客户（2021年数据），且合作时间长，公司通过进入与多元优质客户深度合作，订单波动风险更小，盈利能力更加稳健（前五大客户毛利率比其余客户高15pp左右）能充分享受全球头部运动品牌的订单增长。
- 2017-2021年公司前五大客户贡献总营收GAGR为4.7%，同期全球运动鞋市场规模GAGR为2.9%，公司核心客户业绩增速显著更高。

表：公司与客户合作情况

公司	品牌	开始合作时间	合作关系	是否为2021年全球市占率前十运动鞋服公司
Nike Inc	Nike	2012	主要供应商	是
	Converse	1995	最大供应商	
Deckers Outdoor Corp	UGG	2001	最大供应商	否
	HOKA ONE ONE	2011	最大供应商	
	Teva	1997	主要供应商	
VF Corp	Vans	2004	最大供应商	是
Puma SE	Puma	2013	最大供应商	是
Columbia Sportswear Co	Columbia	2009	最大供应商	否
Under Armour Inc	Under Armour	2018	主要供应商	是
Asics Corp	Asics	2020	/	是

2016-2021年公司核心客户营收增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

公司分析：深度绑定优质客户，享受运动行业红利

□ 供应能力获客户认可，订单份额有提升：

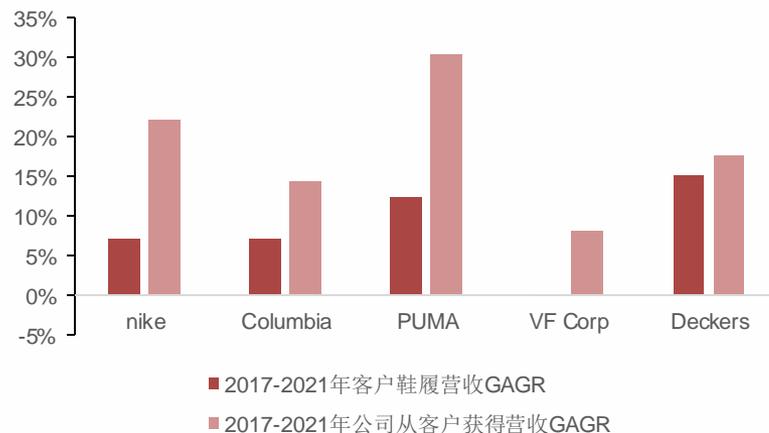
- 凭借在产品开发、产品品质、快反等方面的优势，公司多次获得客户颁发奖项，制造能力获认可。
- 公司在客户份额有提升，2017-2021年期间，在前五大客户中，公司从客户获得收入复合增速均显著高于客户鞋履业务营收复合增速，显示公司在这些客户中份额持续增加。

□ 新客户拓展顺利，有望贡献新增长力。公司与new balance、on、Asics合作顺利推进，预计随着公司逐步突破产能瓶颈，有望贡献新增长点。

公司多次获得客户颁发奖项



公司在客户份额有提升



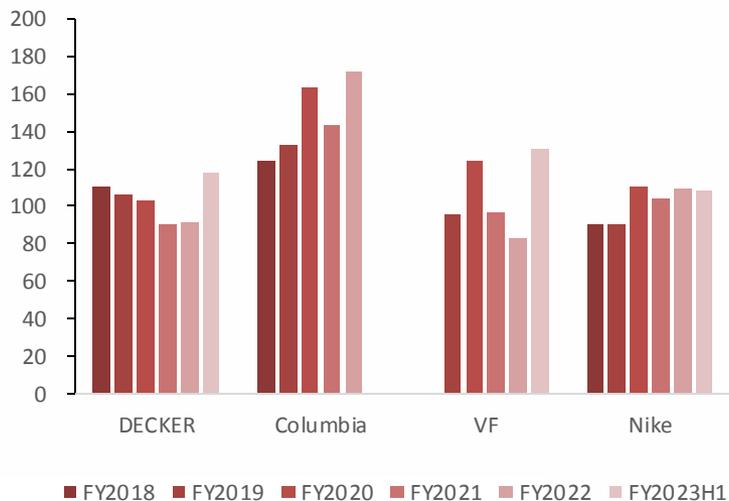
数据来源：wind，西南证券整理，注：除Nike/VF/Decker/Columbia/Under Amour 2021年营收为2022财年营收，以此类推；Vf、decker用整体营收增速代替其鞋履营收增速

公司分析：品牌端库存逐步去化，业绩将迎来改善

□ 下游品牌库存去化进行时，23年业绩有望迎来改善。

- 下游品牌库存去化进行时，23财年业绩指引较为稳健。受海外通胀叠加疫情及俄乌冲突等影响，公司下游各主要客户正处于库存去化期，近期部分客户在库存环比改善背景下上调23财年业绩指引，随着品牌库存拐点逐步到来，公司业绩将迎来改善。

FY2018-FY2023H1公司主要客户存货周转期



数据来源: wind, 各公司财报, 西南证券整理

表：公司部分客户业绩指引

品牌	FY2023业绩（营收）指引
NIKE	高个位数（上调）
Under Armour	中等个位数增长（之前为7%-9%）
PUMA	高单位数增长
VF	3%左右增长
Decker	11%-12%（上调）

目 录

◆ **公司概况：业绩增长快，运动鞋量价齐升**

◆ **行业：高景气赛道，行业壁垒高**

◆ **公司分析：以卓越供应能力绑定优质客户**

◆ **盈利预测与估值**

盈利预测与估值

□ 关键假设：

- 假设1：2023年公司预计有3-4家工厂逐步投产，产能爬坡期为3年左右，同时公司未来仍将持续通过自建和外购方式逐步突破产能瓶颈，预计22-24年公司产能分别达到23300、24500、27000万双。
- 假设2：假定2022-2024年公司产能利用率维持在96%，产销率维持在100%。
- 假定3：考虑到客户结构逐步改善，未来公司产品均价会逐年上升，假定2022-2024年公司产品均价分别提升11%、7%、7%。
- 假定4：2022受疫情影响毛利率略有下滑，预计未来随着高毛利率产品占比提升叠加客户结构优化毛利率将逐步回升，假定22-24年公司毛利率分别为26%、26.2%、26.4%。

表：收入成本拆分

百万元	2019A	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	15,165.66	13,931.14	17,469.58	20569.2	23143.1	27290.0
yoy	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	12.5%	17.9%
营业成本	11,604.75	10,473.80	12,711.78	15221.2	17079.6	20085.4
毛利率	23.5%	24.8%	27.2%	26.0%	26.2%	26.4%
产能	19480	18040	21857	23300.0	24500.0	27000.0
产能利用率	95.28%	95.88%	95.88%	96.00%	96.00%	96.00%
产量(万双)	18731	16404	20957	22368.0	23520.0	25920.0
产销率	98.81%	99.30%	100.62%	100.00%	100.00%	100.00%
销量(万双)	18509	16289	21087	22367.4	23520.0	25920.0
均价(元)	81.94	85.52	82.85	92.0	98.4	105.3

盈利预测与估值

- **盈利预测与投资建议**：预计2022-2024年EPS分别为2.76元、3.11元、3.7元，对应PE分别为18倍、16倍、14倍。维持“买入”评级。
- **风险提示**：产能扩张不及预期的风险；下游品牌库存去化不及预期的风险；汇率波动的风险。

表：盈利预测

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17469.58	20569.27	23143.13	27290.00
增长率	25.40%	17.74%	12.51%	17.92%
归属母公司净利润（百万元）	2767.86	3221.67	3630.24	4317.81
增长率	47.34%	16.40%	12.68%	18.94%
每股收益EPS（元）	2.37	2.76	3.11	3.70
净资产收益率ROE	25.33%	21.99%	20.28%	19.84%
PE	21	18	16	14
PB	5.40	4.03	3.30	2.71

数据来源：Wind，西南证券



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：周铁

电话：18798688288

邮箱：zhoutyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6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。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱	
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn	
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn	
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn	
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn	
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn	
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyyf@swsc.com.cn	
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn	
	卞黎暘	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
	北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
		张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
杜小双		高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn	
杨薇		高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	
胡青璇		销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn	
王一菲		销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn	
王宇飞		销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com	
巢语欢		销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn	
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn	
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn	
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn	
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn	