

优质供应商稀缺性强，未来充分受益下游高景气

——运动鞋履制造业深度报告

核心观点

- **行业概况：**运动鞋履制造行业是典型的劳动密集型行业，**从经营模式来看：**可分为品牌运营与制造分离模式、一体模式和混合模式三种，其中分离模式是世界主流的经营模式。**从下游品牌方来看：**景气度高，运动鞋服市场增速大幅超过非运动鞋服品类，预计 2021-2025 年的复合增速超过 14%。此外，头部品牌方持续对供应商进行精简和优化，并倾向于长期深入合作。**从生产基地来看：**主要集中在亚洲，近几年从中国快速向东南亚和南亚地区转移。
- **全球主要运动鞋履制造商全方位对比：**我们选取了业内代表性强的 4 家公司：华利股份、裕元集团、丰泰企业和钰齐国际，从经营和财务两方面进行了详细比较，**经营层面：1) 生产基地：**四家企业的总部均设立在中国，产能布局主要集中在东南亚地区，其中越南地区占比最高，具体来看，华利和钰齐将主要的生产基地设立在越南北部，相比南方更受益于较低的员工薪酬带来的成本优势。**2) 客户构成：**4 家公司都以国际运动大牌为主，客户集中度高，其中丰泰客户集中度最高，第一大客户耐克占比接近 90%，华利其次，前五家客户占比超过 85%。**财务层面：1) 营业收入：**裕元收入规模最大，但是华利的成长性最好，我们认为主要源自于低单价带来的订单量高增。华利的工厂主要位于越南北部，人工成本有明显优势，其次公司较强的管理能力也进一步压缩了产品成本。**2) 盈利能力：**华利净利润率表现最好，主要源于公司的高毛利+强控费，再次体现出华利的管理效率。**3) 运营效率：**丰泰存货周转率业内领先，主要受益于大客户耐克的高集中度，华利表现仅次于丰泰。
- **运动鞋履 vs 运动服饰供应商比较：****从制造工艺来看：**鞋履的原材料构成更为复杂，包括皮料、纺织布料、包装材料等十余项不同的原材料，而服装的原材料中纱线占据大头，此外运动鞋履的工艺复杂程度也远高于服装，具体体现在鞋履的生产工序繁杂以及从设计到上市时间较长。**从产业链地位来看，**运动鞋履供应商集中度更高、竞争格局趋于稳态，而运动服饰仍然在整合过程中，但鞋履的毛利率和净利率等指标明显弱于服饰，我们认为可能与两者在品牌方供应链中参与程度不同有关；**从 ROE 来看：**头部服饰和鞋履供应商普遍较高，丰泰、申洲和儒鸿均在 20% 以上，鞋履供应商的高 ROE 主要由周转率和权益乘数拉动。

投资建议与投资标的

- 我们认为，运动鞋履制造行业未来仍将受益于下游头部品牌方的高景气，并且随着品牌方对供应商的持续精简，优质供应商的稀缺性凸显。通过对 4 家有代表性的鞋履供应商比较后可得，华利股份无论在成长性和盈利能力均在业内保持领先，建议关注华利股份。

风险提示

- 大客户订单下滑，国际贸易风险，新冠疫情风险

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

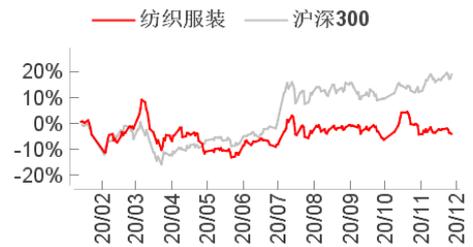
行业

纺织服装行业

报告发布日期

2021 年 01 月 14 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

施红梅

021-63325888*6076

shihongmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511010001

证券分析师

赵越峰

021-63325888*7507

zhaoyuefeng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860513060001

香港证监会牌照：BPU173

联系人

朱炎

021-63325888*6107

zhuyan3@orientsec.com.cn

相关报告

12 月大部分板块环比提速，电商成为 2020 年时尚消费最大引擎：——纺服及时尚消费品 2020 年 12 月电商数据分析	2021-01-11
冷冬+春节较晚带动冬装热销，低估值服饰龙头进入布局阶段：	2021-01-11
一季度复苏较为确定 适度关注低估值龙头：	2021-01-04

目 录

运动鞋履制造行业概况.....	5
经营模式：品牌运营与制造分离模式为主	5
下游品牌方：景气度高，头部品牌倾向于与供应商长期合作.....	7
生产基地：主要集中在亚洲，快速向东南亚和南亚地区转移.....	9
全球主要运动鞋履制造商全方位对比.....	11
经营层面	11
生产基地：主要集中在东南亚地区，越南产能占比较高	11
客户构成：以国际运动大牌为主，客户集中度普遍不低	12
财务层面	13
营业收入：裕元收入规模最大，华利产品单价最低，成长性最佳	13
盈利能力：高毛利+强控费，华利净利润率表现最好	14
运营效率：丰泰受益于大客户高集中度，存货周转率业内领先	15
运动鞋履 vs 运动服饰供应商比较	16
制造工艺：运动鞋履的原材料构成和生产工序更为复杂	16
产业链地位：鞋履供应商集中度更高，但盈利能力弱于服饰	18
ROE：普遍较高，鞋履供应商主要由周转率和权益乘数拉动	19
风险提示.....	20

图表目录

图 1：品牌运营与制造分离模式.....	6
图 2：安踏自产鞋服比重逐年降低.....	6
图 3：特步自产鞋服比重逐年降低.....	6
图 4：运动服饰产业链毛利率和净利率比较（2015-2019 财年平均值）.....	7
图 5：全球运动鞋服和非运动鞋服增速比较.....	7
图 6：全球运动鞋行业市场规模预测（十亿美元）.....	7
图 7：全球运动鞋服市场规模占比比较（2018）.....	8
图 8：主要国家运动品牌 CR10 集中度.....	8
图 9：耐克鞋履供应商数量持续精简.....	8
图 10：阿迪达斯鞋履供应商合作年限（2019）.....	8
图 11：耐克供应商评级在 Bronze 以上占比提升.....	9
图 12：耐克供应商评级分布（FY19）.....	9
图 13：全球鞋业产量按国家占比（2019）.....	9
图 14：全球鞋业产量国家份额变化.....	9
图 15：耐克鞋履供应商区域产量占比.....	10
图 16：中国、越南和印尼月工资水平对比（美元）.....	10
图 17：主要鞋履鞋制造商收入规模对比（2019，亿元）.....	13
图 18：主要鞋履鞋制造商收入复合增速对比.....	13
图 19：主要鞋履鞋制造商产品单价对比（元/双）.....	14
图 20：主要鞋履鞋制造商销量同比增速.....	14
图 21：主要鞋履鞋制造商毛利率对比（2010-2019）.....	14
图 22：主要鞋履鞋制造商费用率对比（2010-2019 平均值）.....	15
图 23：主要鞋履鞋制造商净利率对比（2010-2019）.....	15
图 24：主要鞋履鞋制造商周转天数对比（2010-2019 平均值）.....	16
图 25：华利股份主营业务成本拆分（2019）.....	16
图 26：申洲国际主营业务成本拆分估算（2019）.....	17
图 27：运动鞋履制造商制作流程.....	17
图 28：运动服饰制造商制作流程.....	18
图 29：耐克前五大供应商产量占比.....	18
图 30：耐克鞋履和服装供应商数量.....	18
图 31：运动鞋服供应商毛利率比较（2015-19 平均值）.....	19
图 32：运动鞋服供应商净利率比较（2015-19 平均值）.....	19

表 1：鞋履按功能及穿着场景分类	5
表 2：全球前五大运动鞋服品牌市占率变化（%）	8
表 3：东南亚国家外商投资优惠政策（2019）	10
表 4：主要鞋履鞋制造商的基本情况.....	11
表 5：主要鞋履鞋制造商产品构成	13
表 6：鞋服供应商 ROE 及拆分（2011-2019 平均）	19

运动鞋履制造行业概况

经营模式：品牌运营与制造分离模式为主

鞋履按功能及穿着场景，可分为三大类，即盛装鞋、运动鞋和专用鞋及其他，其中运动鞋的品类较为丰富，可进一步细分为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋、拖鞋和其他运动鞋。**运动鞋注重功能，强调缓冲、减震、防滑、高弹、力量推动等，同时融入大量生活化、休闲化、时尚化的设计元素，使运动鞋履产品不仅适用于特定的运动，也适合在日常生活中穿着。**

表 1：鞋履按功能及穿着场景分类

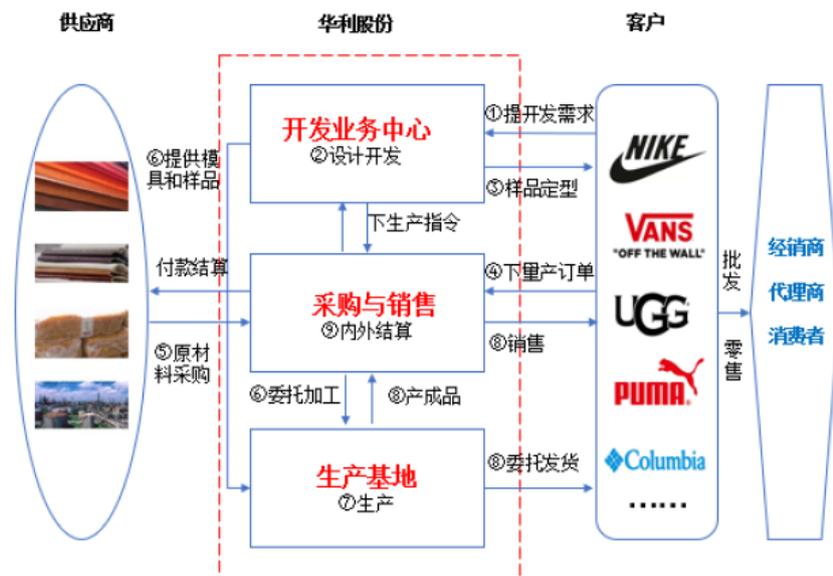
鞋履分类	具体细分品类
盛装鞋	正装皮鞋、女士高跟鞋等
运动鞋	
运动休闲鞋	跑步鞋、健走鞋、篮球鞋、足球鞋、板鞋、休闲鞋等
户外靴鞋	雪靴、登山靴、徒步鞋、休闲羊毛靴等
运动凉鞋、拖鞋	运动凉鞋、运动拖鞋、休闲凉鞋、休闲拖鞋等
其他运动鞋	冰雪运动等其他专业运动类鞋
专用鞋及其他	劳保鞋等

数据来源：华利招股书，东方证券研究所

运动鞋履制造行业是典型的劳动密集型行业，按主要经营模式，可分为以下三大类：

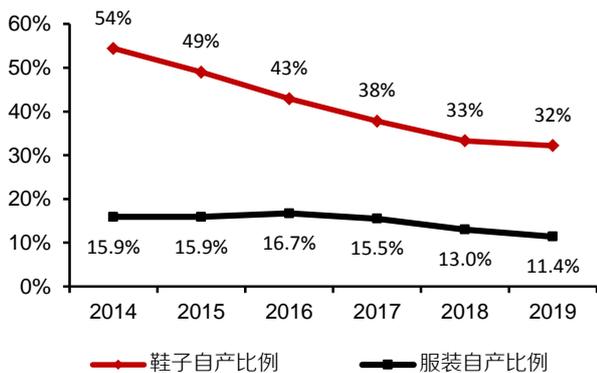
- 1) 品牌运营与制造分离模式：**目前世界主流的经营模式，品牌运营商主要负责塑造品牌价值，营销产品以及提供设计，制造方面则委托给专业制鞋厂商。制鞋厂商需要根据客户的不同需求，提供产品选材、性能、款式等建议，参与产品的开发设计与制造。全球知名的运动鞋履品牌如 Nike、Adidas、VF、Under Armour、Puma、Columbia、Decekers 等大多采取此模式。参与的制造企业包括：裕元集团、丰泰企业以及华利股份等。
- 2) 品牌运营与制造一体模式：**企业同时负责品牌运营、产品开发设计以及产品制造，国内的贵人鸟、万里马等企业是这种模式的代表。
- 3) 混合模式，但近年来自产比例逐步降低。**以国内头部运动品牌安踏和特步为例，我们观察到：1) 两公司鞋履的自产比例明显高于服装；2) 近年来无论是鞋履还是服装的自产比重都有所下降，并且鞋履的下降幅度远大于服装，具体来看，安踏和特步的鞋履自产比例分别从 2014 年 54%和 58%，下降至 2019 年的 32%和 34%，下降幅度超过 20+ pcts。

图 1：品牌运营与制造分离模式



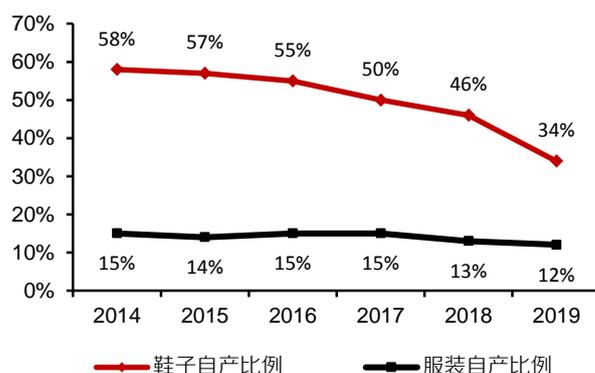
数据来源：华利招股书，东方证券研究所

图 2：安踏自产鞋服比重逐年降低



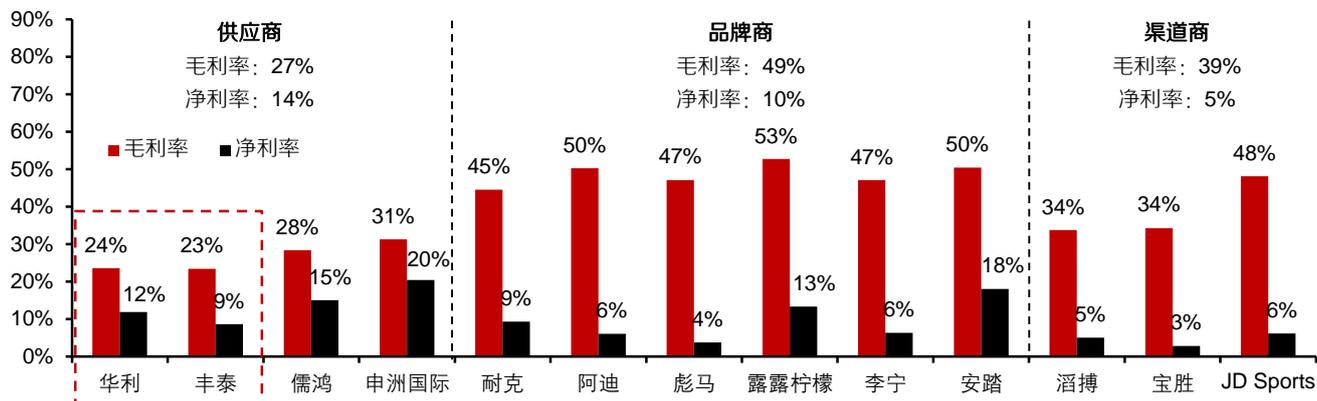
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 3：特步自产鞋服比重逐年降低



数据来源：公司年报，东方证券研究所

从产业链利润分配角度，我们在上游供应商、中游品牌商、下游渠道商分别选取 4 家、6 家和 3 家有代表性的上市公司，通过分析我们观察到：**1）毛利率：品牌商>渠道商>供应商**，品牌方作为产业链的核心，议价能力最强，渠道商毛利率高于供应商主要由于会计口径所致：渠道商的员工薪酬主要计入费用，而供应商则主要计入主营业务成本；**2）净利率：供应商>品牌商>渠道商**，由于图中的供应商选取的是市面上最为优秀的鞋服制造企业，且行业格局分散（耐克的鞋服供应商超过 400 家），因此我们推测供应商整体净利率水平将低于品牌方，与渠道商接近。此外我们发现供应商的盈利能力也出现了分化，头部鞋履供应商华利/丰泰明显低于服饰供应商儒鸿/申洲国际。

图 4：运动服饰产业链毛利率和净利率比较（2015-2019 财年平均值）


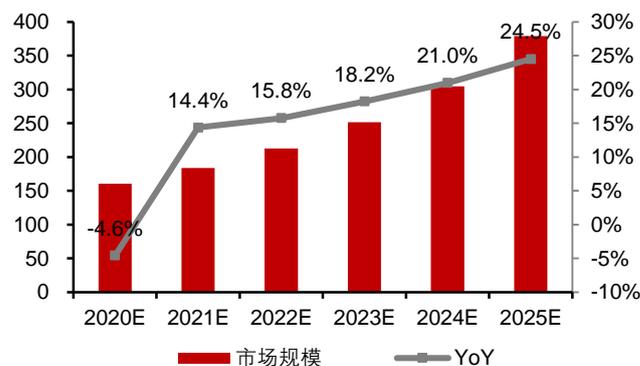
数据来源：公司年报，东方证券研究所，注：华利股份取 2017-2019 年三年财务数据

下游品牌方：景气度高，头部品牌倾向于与供应商长期合作

从下游需求端来看，运动鞋服增速大幅超过非运动鞋服品类，根据欧睿数据，运动鞋服 2014-2018 复合增速为 12%，2019-2022E 为 9.4%，远高于非运动鞋服增长，主要受益于体育运动的渗透率提升、对休闲品类的替代以及消费升级等因素。具体到运动鞋行业，行业需求同样旺盛，未来景气度高。根据前瞻产业研究院数据，2020 年受疫情影响，运动鞋需求有短暂下降（但仍显著好于其他服装品类），市场规模同比下滑 4.6%至 1,608 亿美元，2021 年起重回高速增长，2021-2025 年的复合增速超过 14%，且增速逐年上升，预计到 2025 年运动鞋市场规模将达到 3,791 亿美元。

图 5：全球运动鞋服和非运动鞋服增速比较


数据来源：欧睿，东方证券研究所

图 6：全球运动鞋行业市场规模预测（十亿美元）


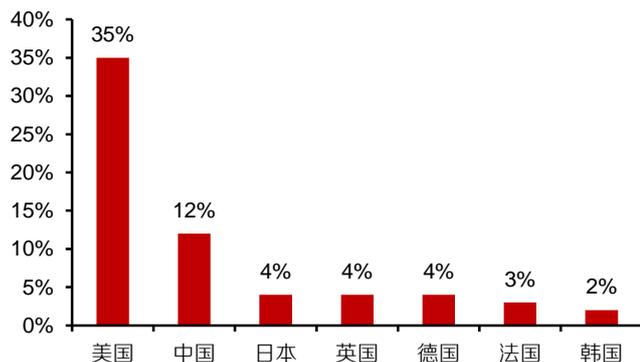
数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

品牌方集中度在过去几年有显著提升。全球前五大运动鞋服品牌耐克、阿迪达斯、VF、UA 和斯凯奇的市占率在过去几年出现了较大提升，2012 年前五大品牌市占率仅为 29.6%，2018 年已大幅提升至 35.6%，其中耐克和阿迪的提升速度最快，分别上升了 2.2 和 1.3 pcts，头部效应明显。另外从主要国家中国、日本和英国来看，CR10 的运动品牌在过去几年也有较大幅度提升，其中中国提升速度最快，已从 2015 年的 70%提升至 2019 年的 81%。

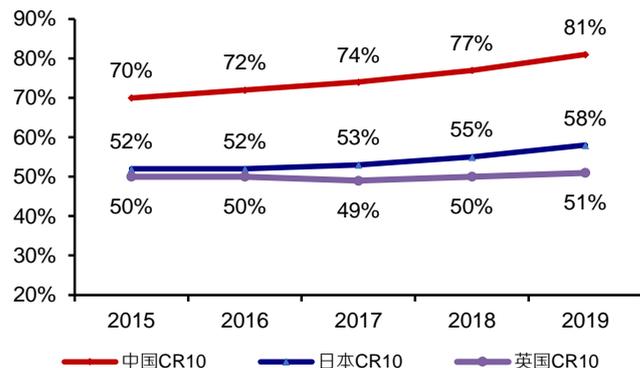
表 2：全球前五大运动鞋服品牌市占率变化（%）

排名	品牌	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	18vs12
1	耐克	13.9	14.5	15.4	16.7	16.8	16.4	16.1	2.2
2	阿迪达斯	10.2	10	10	9.5	10.2	11	11.5	1.3
3	VF	3.4	3.5	3.5	3.8	3.7	3.6	3.7	0.3
4	UA	1.1	1.3	1.3	2.1	2.4	2.3	2.2	1.1
5	斯凯奇	1	1.1	1.1	1.6	1.8	1.9	2.1	1.1
	总计	29.6	30.4	31.3	33.7	34.9	35.2	35.6	6

数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

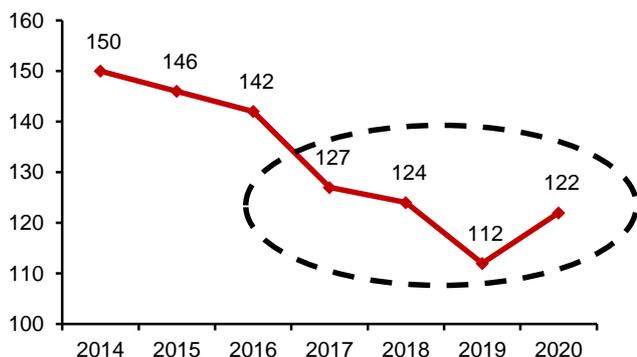
图 7：全球运动鞋服市场规模占比比较（2018）


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

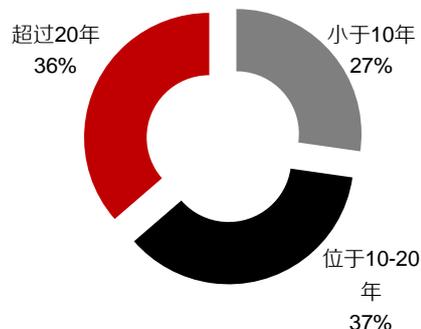
图 8：主要国家运动品牌 CR10 集中度


数据来源：前瞻产业研究院，东方证券研究所

头部品牌方持续对供应商进行精简和优化，并倾向于供应商长期深入合作。耐克在过去几年不断精简鞋履供应商数量，已从 FY14 年的 150 家减少至 FY20 年的 122 家，并且前四大供应商产能占比长期超过 60%；阿迪达斯方面，2019 年公司鞋履核心供应商仅有 11 家，其中 72% 的供应商合作年限超过 10 年。

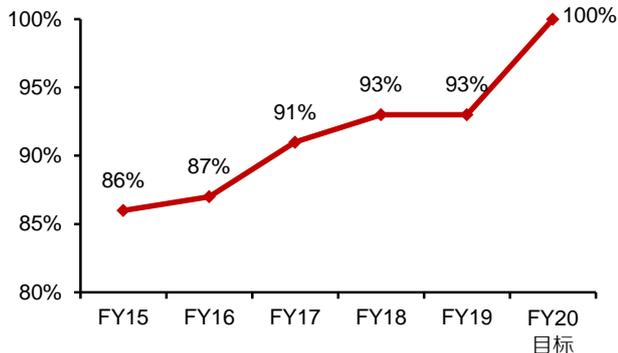
图 9：耐克鞋履供应商数量持续精简


数据来源：公司年报，东方证券研究所

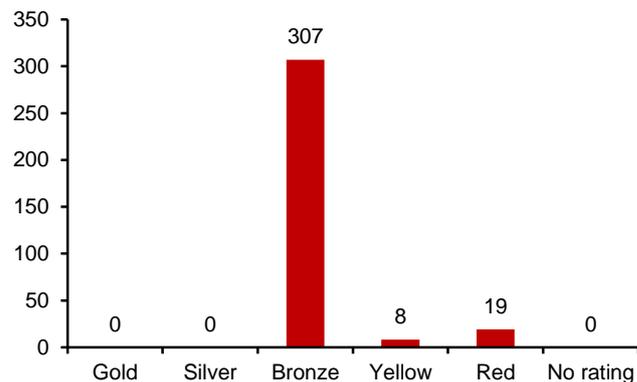
图 10：阿迪达斯鞋履供应商合作年限（2019）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

另一方面，品牌方对于供应商环保、创新方面的要求不断提升，与核心供应商深度绑定利于品牌方从源头创新。举例来看，耐克将工厂分别评为五个等级，即 Gold、Silver、Bronze、Yellow 和 Red，其中 Bronze 等级的工厂逐年提升，从 FY2015 的 86% 提升至 FY2019 年的 93%，耐克争取在 FY2020 年保证 100% 的工厂达到 Bronze 水平。

图 11：耐克供应商评级在 Bronze 以上占比提升


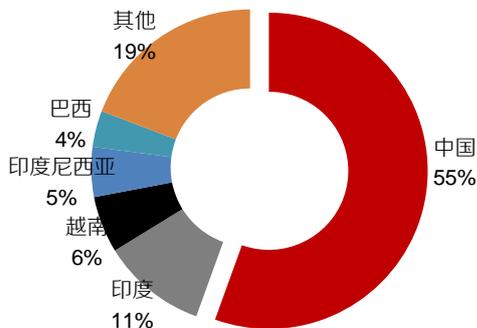
数据来源：耐克，东方证券研究所

图 12：耐克供应商评级分布（FY19）


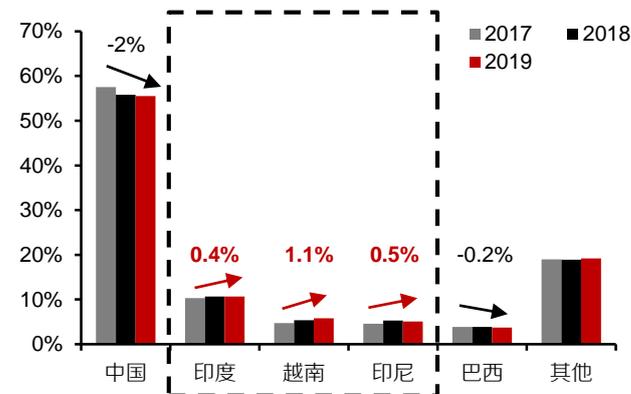
数据来源：耐克，东方证券研究所

生产基地：主要集中在亚洲，快速向东南亚和南亚地区转移

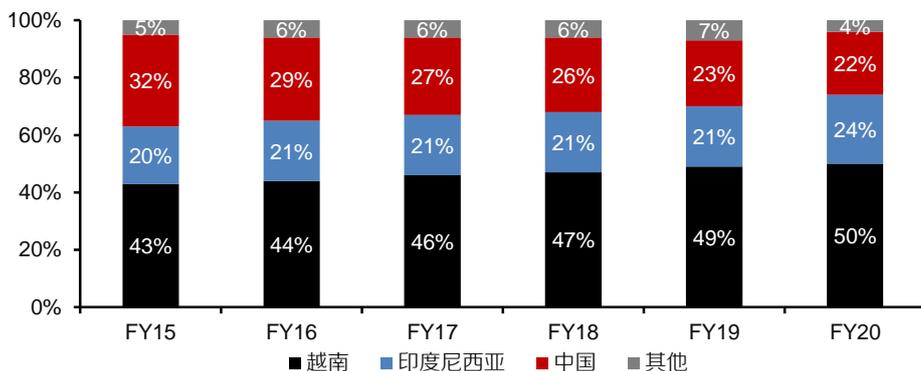
制鞋产业主要集中在亚洲地区，根据世界鞋业年报数据，中国、印度、越南和印尼是全球前四的产鞋大国，2019 年产量占比分别为 55%、11%、6% 和 5%，合计占比超过 77%。但近年来，中国的鞋产量份额出现了明显下滑，产业链逐步向东南亚和南亚地区转移。2019 年，中国鞋业产量相比 2017 年下滑了将近 2 pct，印度、越南和印尼则分别同比上升 0.4、1.1 和 0.5 pct。从品牌方角度来看，耐克的鞋履供应商中越南和印尼的产量占比逐年提升，而中国则逐年下降，与上述趋势相符。

图 13：全球鞋业产量按国家占比（2019）


数据来源：世界鞋业年报，东方证券研究所

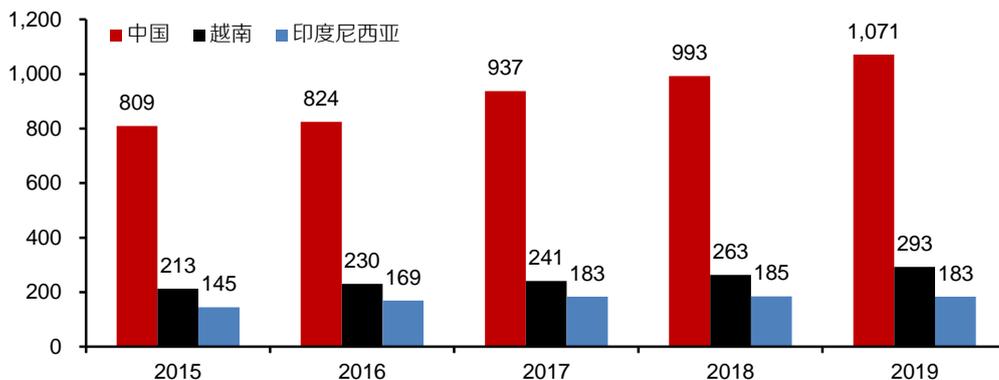
图 14：全球鞋业产量国家份额变化


数据来源：世界鞋业年报，东方证券研究所

图 15：耐克鞋履供应商区域产量占比


数据来源：公司年报，东方证券研究所

我们认为，产业链转移的核心原因与行业属性有关，制鞋业是劳动力密集型产业，劳动力资源是影响产业发展和转移的最重要因素之一。历史上，制鞋业的产业中心已发生过多次转移，从早期的意大利和西班牙，到 80 年代的日本、台湾和韩国等地，进入 90 年代后又转移至成本更低的中国广东、温州等地，每次转移都和劳动力成本紧密相关。根据 CEIC 数据，从平均工资水平来看，越南和印度尼西亚的工资水平远低于国内，2019 年的平均工资仅为中国的 20-30%左右，此外，东南亚国家也为外商提供了很多投资优惠政策，例如越南的“四免九减半”的所得税特殊优惠，缅甸、柬埔寨和印尼也推出了 3 年以上额所得税免征期。

图 16：中国、越南和印尼月工资水平对比（美元）


数据来源：CEIC，东方证券研究所

表 3：东南亚国家外商投资优惠政策（2019）

国家	优惠政策
越南	<ul style="list-style-type: none"> 对于不同领域的项目实施不同的税率和减免期限：如特别鼓励投资项目所得税为 10%，减免期限为 4-15 年；鼓励投资项目所得税为 15%，减免期限为 2-10 年；普通投资项目所得税为 20%，减免期限为 2 年。 对于投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3,000 个以上的企业，越方给予所得税‘四免九减半’的特殊优惠。

缅甸	◆ 按照投资低于区分的免税政策:最不发达地区投资的企业至多连续 7 年免征所得税，一般发达地区至多免征 5 年，发达地区至多免征三年。
柬埔寨	◆ 企业投资后可享受 3-8 年的免税期，免税期后按税法缴纳税率为 9% 的利润税；利润用于在投资，免征利润税
印度尼西亚	◆ 对纺织、化工、钢铁、机床、汽车零件等 22 个行业的新设企业给予 3 到 5 年所得税免征。 ◆ 如投资项目雇佣工人超过 2,000 人，或有合作社 20% 以上的股份，或投资额不少于两亿美元，则再增加 1 年优惠。

数据来源:《对外投资合作国别(地区)指南(2019年版)》, 东方证券研究所

全球主要运动鞋履制造商全方位对比

我们选取了在鞋履制造领域有代表性的 4 家公司: 华利股份、裕元集团、丰泰企业和钰齐国际, 我们将从经营和财务两个层面出发进行详细分析, 加深对于行业竞争优势的理解。

经营层面

生产基地: 主要集中在东南亚地区, 越南产能占比较高

四家企业的总部均设立在中国, 产能布局主要集中在东南亚地区, 其中越南地区占比最高。华利、裕元的公司总部分别设立在中山和东莞、丰泰和钰齐则设立于中国台湾, 产能布局方面, 越南为各家公司最主要的生产区域, 其中华利在越南地区 2019 年的产能占比最高, 达 90% 以上, 丰泰和裕元其次, 约占 52% 和 44%, 钰齐估计也有 30% 以上。越南地区劳动力成本优势明显、地理位置优越、国内政治局势稳定, 已成为各大鞋履制造企业的首选地点。

表 4: 主要鞋履鞋制造商的基本情况

公司	成立时间	上市时间	上市地点	公司总部	主要生产基地(2019)
华利	2004	拟 2021	拟在创业板上市	中山	越南(90%以上)
裕元	1988	1992	香港联合交易所	东莞	越南(44%)、印尼(39%)、中国(13%)
丰泰	1971	1992	台湾证券交易所	中国台湾	越南(52%)、印尼(13%)、印度(26%)、中国(9%)
钰齐	1995	2012			越南、中国、柬埔寨, 公司中期规划各占 33%

数据来源: 公司年报, 东方证券研究所

越南南北区域差异较大。越南北部的人口较为密集, 工资水平较低, 虽距离中国较近, 但基础设施、物流不发达。相反, 越南南部的基础设施完备、国际化程度高, 并且临近港口物流较为便利, 但人工薪资水平更高。华利和钰齐将主要的生产基地设立在越南北部, 更受益于较低的员工薪酬带来的成本优势, 而裕元和丰泰则设立在越南南部, 能够享受更加便利的物流和更完备的基础设施。

图 1：主要鞋制造商在越南的生产基地分布图


数据来源：百度地图，东方证券研究所

客户构成：以国际运动大牌为主，客户集中度普遍不低

各制造商的主要客户均为全球知名运动鞋履品牌，客户集中度方面：丰泰>华利>钰齐>裕元，丰泰的单一客户集中度最高，2019 年第一大客户耐克的营收占比高达 89%，剩余三家企业中，华利的集中度更高，第一大和前五大客户营收占比分别为 27%和 86%，裕元的客户集中度最为分散，前五大客户营收占比仅为 46%，低于钰齐的 60%+。产品品类方面，钰齐主要以户外靴鞋为主，营收占比高达 87.7%，其余三家华利、裕元和丰泰主要生产运动休闲鞋（运动类）为主，营收占比分别为 66.7%、79.2%和 95%+。

表 3：主要鞋履鞋制造商客户构成

公司	第一大客户营收占比 (2019)	前五大客户营收占比 (2019)	主要客户
华利	27% (Nike, 其中国威占 70% 以上)	86% 其中 Nike (27%)、VF (26%)、Deckers (17%)、Puma (11%) 和 Columbia (5%)	
裕元	19%	46%	
丰泰	89% (Nike)	--	

钰齐	17%	推算超过 60% (前四大为 54%)	
----	-----	---------------------	--

数据来源：公司年报，华利招股书，东方证券研究所

表 5：主要鞋履鞋制造商产品构成

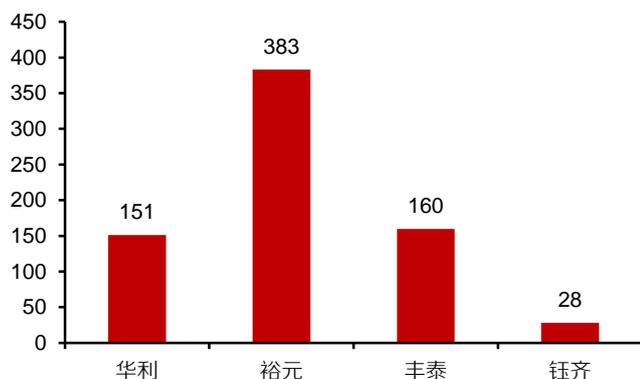
公司	运动休闲鞋 (运动类)	运动休闲鞋 (休闲类)	户外靴鞋	运动凉鞋/拖鞋及其他
华利	66.7%	8.1%	16.1%	9.1%
裕元	79.2%	19.1%		1.7%
丰泰	推测 90%+			
钰齐	10.7%		87.7%	1.5%

数据来源：华利招股书，东方证券研究所

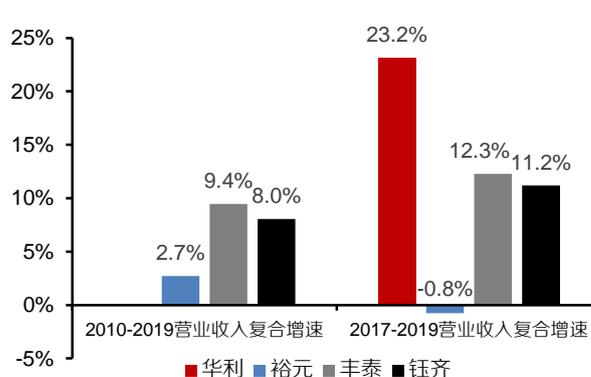
财务层面

营业收入：裕元收入规模最大，华利产品单价最低，成长性最佳

营收规模方面：裕元>丰泰>华利>钰齐，2019 年裕元、丰泰、华利和钰齐的营业收入分别为 383 亿、160 亿、151 亿和 28 亿。**成长性方面：**华利>丰泰>钰齐>裕元，受数据来源限制，华利股份只披露了 2017-2019 年的财务数据，从这三年的复合增速来看，华利为 23.2%，远超竞争对手。我们认为华利的高成长性主要源自于低单价带来的订单量高增，下文将详细分析。

图 17：主要鞋履鞋制造商收入规模对比 (2019, 亿元)


数据来源：公司年报，东方证券研究所。注：裕元集团为鞋履制造业务收入

图 18：主要鞋履鞋制造商收入复合增速对比


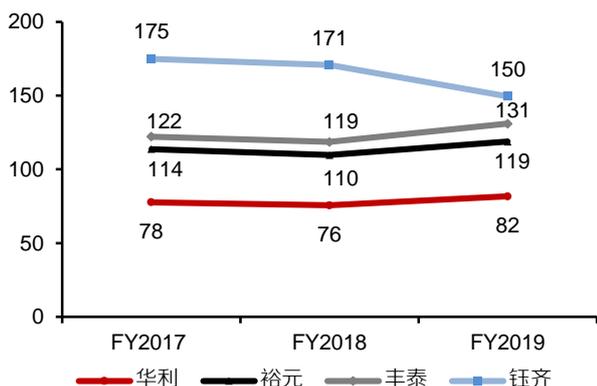
数据来源：公司年报，东方证券研究所

量价拆分开来看：

1) 产品单价方面：钰齐>丰泰>裕元>华利，其中钰齐单价最高，2019 年达到 150 元/双，主要由于公司以户外鞋作为主营业务，鞋型和生产工艺更为复杂，且对材料有特定要求，因此单价较高。丰泰主要负责生产耐克的功能性运动鞋，工艺难度和原材料单价比普通运动鞋高，因此单价高于裕元和华利。华利单价低于裕元有两方面的原因，一是产品和品牌结构的因素，二是华利的工厂主要位于越南北部，人工成本有明显优势，此外华利的管理能力较强，成本管控更为得力。

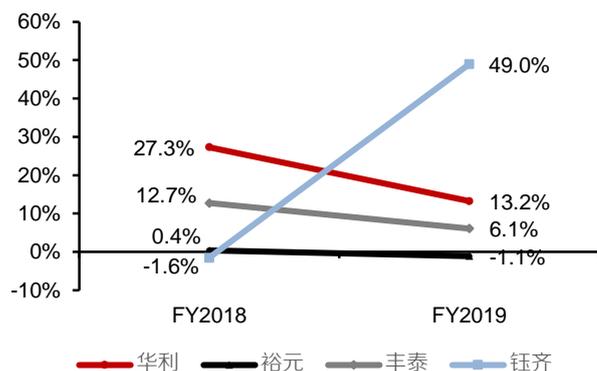
2) 销量增速方面：钰齐>华利>丰泰>裕元，其中钰齐 2018-2019 年销量复合增速最高，但是两年同比增速波动较大，稳定性较差，而华利的销量增速明显高于丰泰和裕元。

图 19：主要鞋履鞋制造商产品单价对比（元/双）



数据来源：华利股份招股说明书，东方证券研究所

图 20：主要鞋履鞋制造商销量同比增速

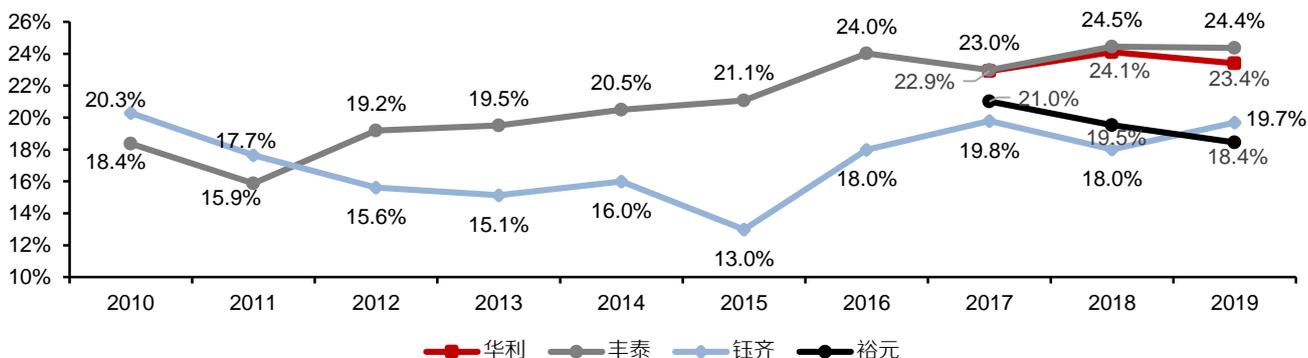


数据来源：华利股份招股说明书，东方证券研究所

盈利能力：高毛利+强控费，华利净利润率表现最好

毛利率方面：丰泰>华利>裕元>钰齐，我们认为，丰泰的高毛利一方面与所生产耐克鞋偏专业和功能的定位有关，另一方面丰泰的客户集中度是四家中最高的（最大客户耐克占比接近 9 成），容易形成生产端的规模效益。华利的集中度也较高（CR5 85%+，显著高于裕元），叠加优秀的生产管理能力，毛利率仅次于丰泰。钰齐毛利率低的原因主要与产品品类有关，钰齐主攻户外靴鞋，该品类毛利率本来就偏低，其次钰齐的生产规模小，规模效益不充分。

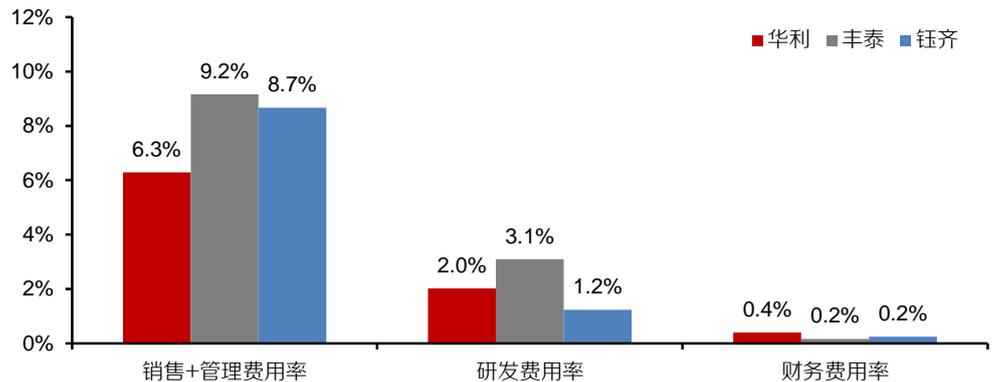
图 21：主要鞋履鞋制造商毛利率对比（2010-2019）



数据来源：wind，东方证券研究所，注：裕元集团为制造业务毛利率

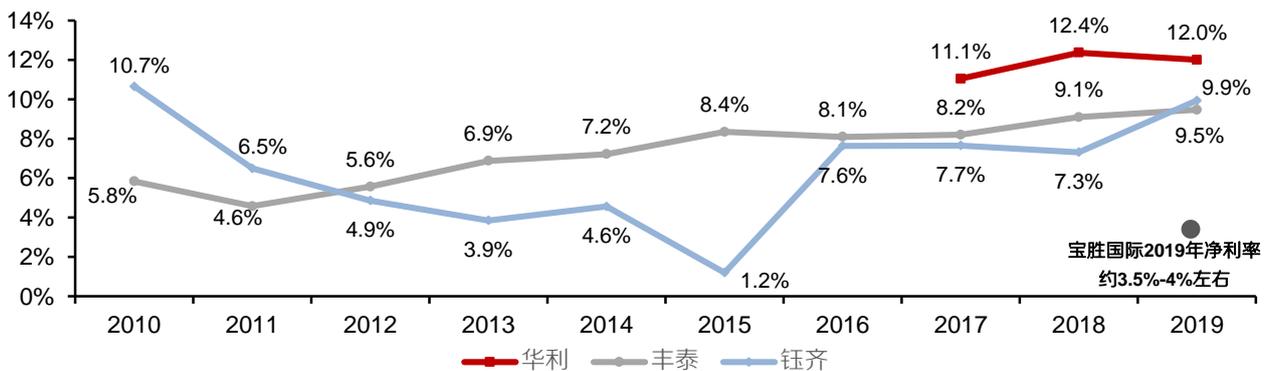
净利率方面：华利>丰泰>钰齐>裕元，华利在毛利率略低于丰泰的前提下，净利率反超 2-3 pct 左右，主要源自于华利较低的期间费用率，背后的原因：1) 华利地处越南北部，员工薪酬等开支较低，2) 华利工厂主要集中在越南，丰泰工厂分布较广，华利管理效率较高；裕元集团的业绩中包含零售业务宝胜国际（收入占比约 39%），未单独披露制造业务的费用率和净利率，但另一方面，2019 年裕元集团的综合净利率约为 3.5%，而宝胜国际约为 3.2%，由此可推测制造业务净利率略高于 3.5%，远低于华利、丰泰和钰齐。

图 22：主要鞋履鞋制造商费用率对比（2010-2019 平均值）



数据来源：wind，东方证券研究所，注：华利取的是 2017-2019 三年数据

图 23：主要鞋履鞋制造商净利率对比（2010-2019）

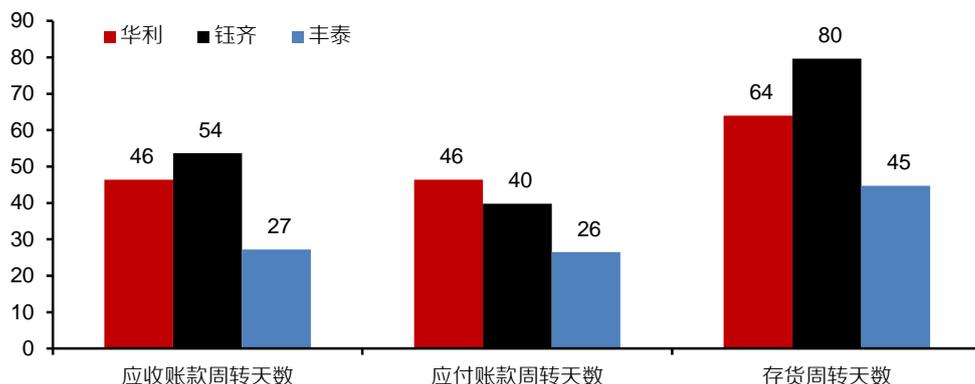


数据来源：wind，东方证券研究所

运营效率：丰泰受益于大客户高集中度，存货周转率业内领先

从应收和应付周转天数来看，华利和丰泰基本匹配，钰齐的应收账款周转天数略高于应付，运营情况健康。存货周转天数来看，**钰齐>华利>丰泰**，丰泰近十年的平均存货周转天数在 45 天左右，我们认为与其大客户耐克集中度高相关，华利的周转天数为 64 天，略高于丰泰，钰齐最高，为 80 天左右。

图 24：主要鞋履鞋制造商周转天数对比（2010-2019 平均值）



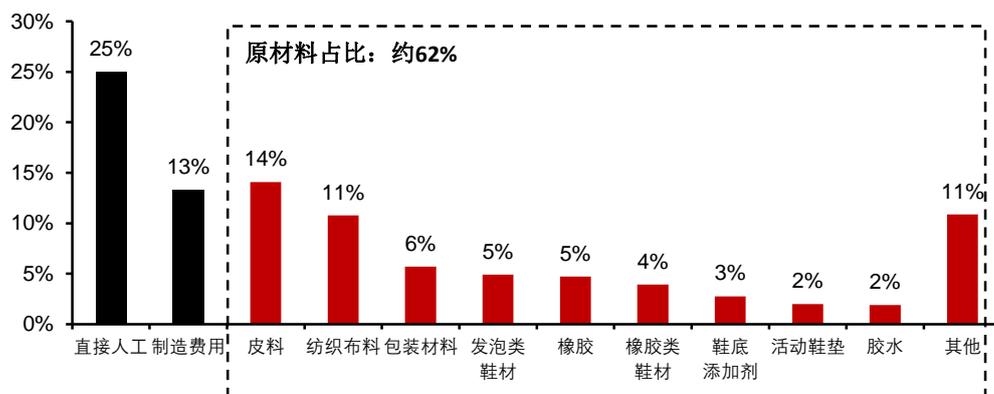
数据来源：wind，东方证券研究所，注：华利取的是 2017-2019 三年数据

运动鞋履 vs 运动服饰供应商比较

制造工艺：运动鞋履的原材料构成和工序更为复杂

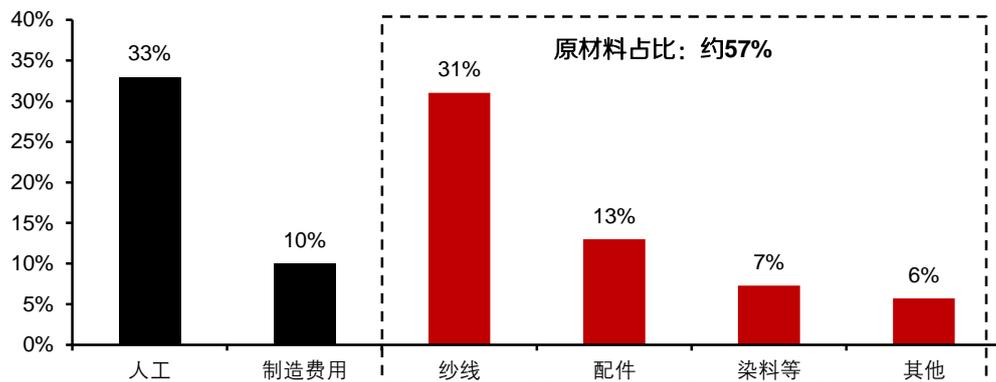
原材料方面，鞋履供应商的原材料构成远比服装复杂，我们将华利股份和申洲国际分别作为运动鞋履和服饰的代表企业，通过拆分 2019 年主营业务成本后，我们发现：1) 原材料和人工均为两供应商的主要成本构成，两者相加超过 80%；2) 鞋履的原材料占比略高于服装，拆分来看，鞋履的原材料构成更为复杂，包括皮料、纺织布料、包装材料等十余项不同的原材料，而服装的原材料中纱线占据大头，根据申洲国际 2019 年的数据估算，仅纱线一项就占整体主营业务成本的 30%以上。

图 25：华利股份主营业务成本拆分（2019）



数据来源：招股说明书，东方证券研究所

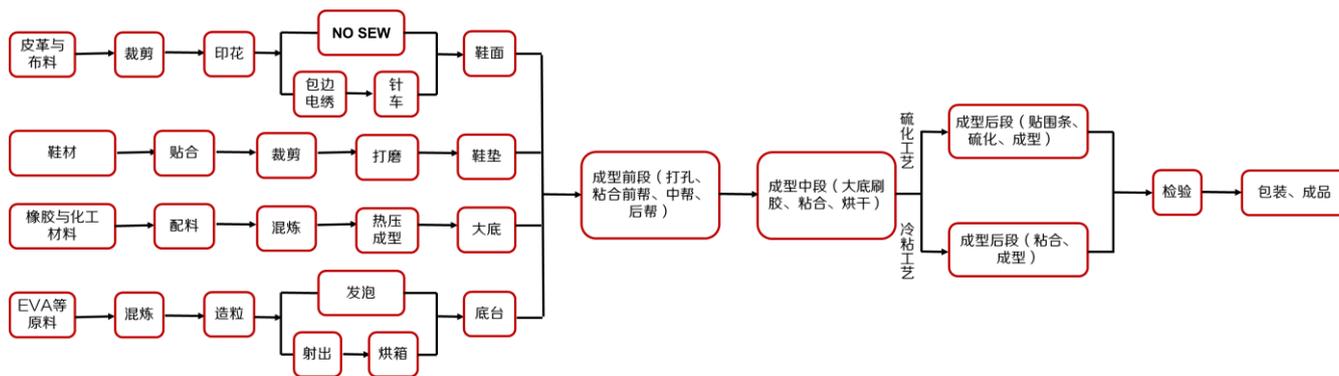
图 26：申洲国际主营业务成本拆分估算（2019）



数据来源：公司年报，东方证券研究所

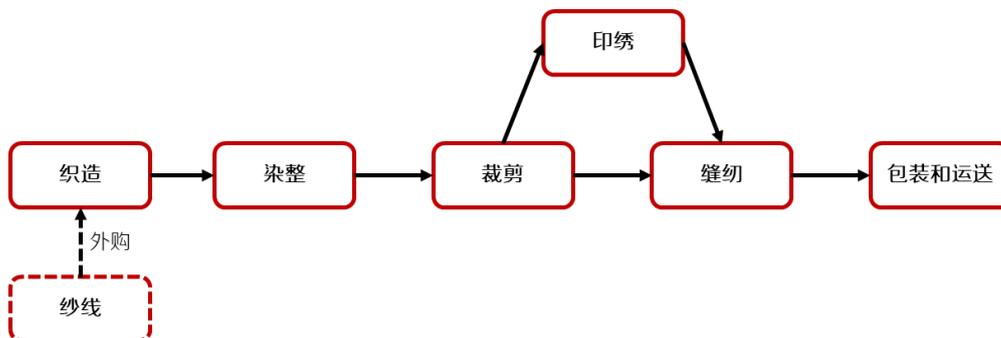
制作工艺方面，运动鞋履的工艺复杂程度也远高于服装，体现在：**1）生产工序繁杂**：运动鞋履的生产工序超过 180 道，具体来看：首先需要分别制作鞋面、鞋垫、大底和底台，然后进行后续成型生产，再经过打孔、粘合、烘干等工序后完成成型前段和中段，最后利用冷粘或硫化工艺制作出成型鞋，每个步骤中的工艺较为繁复。相比而言，服装的生产工序较为简单，主要步骤包括织造、染整、裁剪、缝纫和印绣等，其中织造和染整等步骤部分企业会进行外包。**2）从设计到上市时间较长**：通常一款新鞋从初始设计到上市周期一般需要 12-18 个月，需要供应商深度参与，反复与品牌讨论款式设计、材料选择、成本控制、磨具设计、生产工艺等。

图 27：运动鞋履制造商制作流程



数据来源：华利招股书，东方证券研究所

图 28：运动服饰制造商制作流程

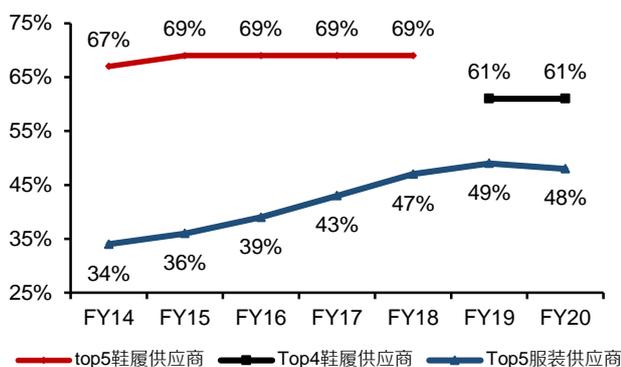


数据来源：申洲国际公告，东方证券研究所

产业链地位：鞋履供应商集中度更高，但盈利能力弱于服饰

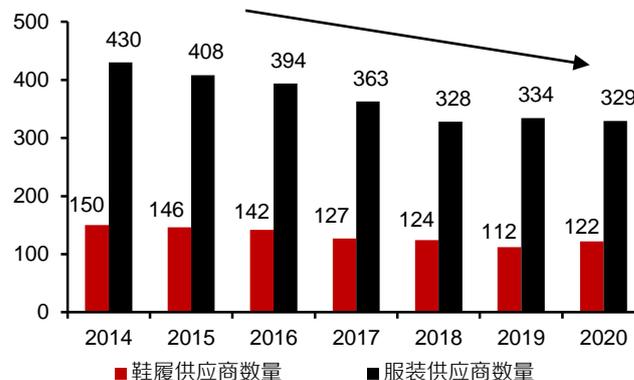
运动鞋履供应商集中度更高、竞争格局趋于稳态，而运动服饰仍然在整合过程中。从耐克供应商数据来看，鞋履供应商的集中度大幅高于服装，且近几年稳定性较强，FY15-FY18 前五大鞋履供应商产量占比均维持在 69%左右，FY19-FY20 前四大鞋履供应商占比维持在 61%（耐克披露口径变化），服装供应商方面，近几年的集中度在缓慢提升的过程中，但直到 FY20 仍未突破 50%。此外，从耐克的供应商数量来看，服装供应商近几年出现了较大幅度的收缩，从 FY14 年的 430 家收缩至 FY20 的 329 家，表明服装供应商仍处在精简和整合的过程中，鞋履供应商数量虽然也有所精简，但幅度相对较小。

图 29：耐克前五大供应商产量占比



数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 30：耐克鞋履和服装供应商数量

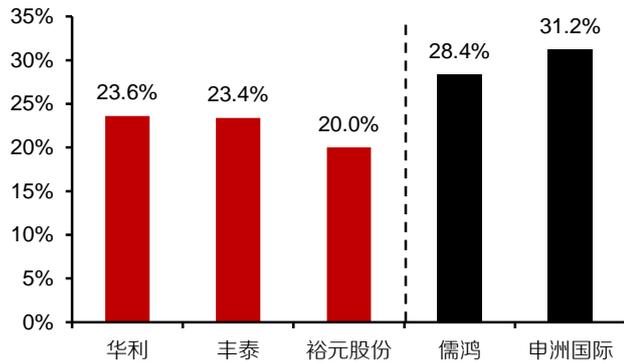


数据来源：公司年报，东方证券研究所

但是另一方面，运动鞋履更高的集中度却并未形成对下游更高的议价能力，无论从毛利率还是净利率均弱于运动服饰类供应商，运动服饰供应商儒鸿和申洲国际的毛利率在 30%左右，而鞋履供应商中表现最好的华利也仅在 23.6%左右（2017-2019 年平均值），净利率方面也有类似的表现。我们认为主要原因为两者在产业链中承担的职能有所不同，头部服饰供应商申洲和儒鸿不仅为品牌方做代工，还可通过整合上游面料厂实现纵向一体化，赚取额外利润，此外还能通过面料合作研发加深与品牌方的绑定，提升议价能力。而鞋履供应商由于工序繁杂，原材料种类繁多，较难向上

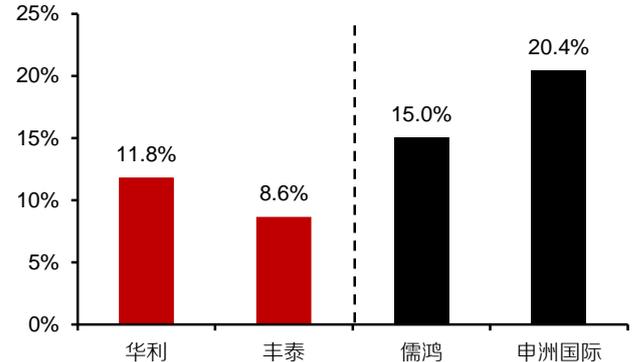
游延伸赚取额外利润，在一体化运营的程度低于服饰供应商，因此在盈利能力上，运动鞋履普遍弱于运动服装供应商。

图 31: 运动鞋服供应商毛利率比较 (2015-19 平均值)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所, 华利和裕元数据为 2017-19 平均值

图 32: 运动鞋服供应商净利率比较 (2015-19 平均值)



数据来源: 公司年报, 东方证券研究所, 华利数据为 2017-19 平均值

ROE: 普遍较高, 鞋履供应商主要由周转率和权益乘数拉动

我们选取了 2 家服装供应商 (即儒鸿和申洲) 和 4 家鞋履供应商 (即丰泰、钰齐、华利和裕元) 作为比较对象, 但考虑到裕元的报表包含了零售业务, 华利由于临近上市 ROE 过高, 因此将上述两公司剔除, 钰齐主要做户外鞋履, 品类较为特殊, 并且大客户中并不包含耐克和阿迪, 与儒鸿和申洲的可比性较差, 因此也做剔除处理。

剩下的三家企业中, 儒鸿、申洲和丰泰的近 9 年的平均 ROE 均超过 20%, 其中儒鸿和丰泰接近 30%, 体现出头部企业较好的投资回报率, 拆分来看, 服饰供应商儒鸿和申洲的高 ROE 主要由销售净利率拉动, 鞋履供应商丰泰的高 ROE 主要由资产周转率和权益乘数拉动。

表 6: 鞋服供应商 ROE 及拆分 (2011-2019 平均)

公司名称	供应商类别	ROE	销售净利率	资产周转率	权益乘数
儒鸿	服装	30.2	14.3	1.4	1.5
申洲		21.9	19.5	0.9	1.3
丰泰	鞋履	29.4	7.5	1.9	2.3
钰齐		10.3	5.9	1.0	1.6
华利		50.7	11.8	1.6	2.9
裕元		9.7	14.3	1.4	1.5

数据来源: wind, 东方证券研究所, 华利股份为 2017-2019 年平均

风险提示

1) 大客户订单下滑

华利、丰泰等公司的客户集中度相对较高，如果大客户出现订单下滑，将显著影响公司业绩。

2) 国际贸易风险

鞋履供应商的生产基地主要集中在亚洲地区，如果国际政治、经济环境或进出口国的贸易政策发生变化，将对公司业务产生负面影响。

3) 新冠疫情风险

疫情如果不能得到有效控制，将导致全球鞋履消费下滑，进而影响公司销售订单。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn