

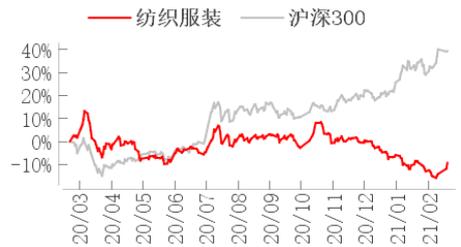
从丰泰企业看耐克核心鞋履供应商的成长和壁垒



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02月21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

多品牌实现开门红 1 月线上销售强势增长: —— 纺服及时尚消费品 2021 年 1 月电商数据分析 2021-02-09

短期建议关注 Q1 业绩增长弹性大的龙头标的 2021-02-08

就地过节利好制造企业 长假实物消费值得期待 2021-02-01

核心观点

- 丰泰企业是全球著名的鞋履制造商之一，总部位于中国台湾，1992 年在台湾证券交易所上市。我们为什么研究丰泰？主要有两个原因：1) **资本市场表现抢眼**: 2013 年后公司市值至今涨幅超过 8 倍，给予投资者丰厚的回报；2) **对研究运动鞋履制造行业和华利股份（拟 IPO）的借鉴意义较强**: 目前 Nike 是华利的第一大客户，也是未来的发展重心，而丰泰是 Nike 合作时间最长、最成功的鞋履供应商之一（Nike 订单收入占比超 80%+），因此丰泰的历史对市场判断华利股份未来的发展及价值有一定启示作用。
- **企业成长路径**: 1) **从历史沿革方面**: 丰泰企业成立于 1971 年，先后经历六个成长阶段，也可看作为与 Nike 的合作史，分别为产能扩充期（1971-1978）、经营模式转型期（1979-1987）、跨国产能形成期（1988-1996）、鞋类领域跨越期（1997-2005）、制造领域拓展期（2006-2011）和自动化技术发展期（2012 至今），前任董事长王秋雄先生是丰泰企业的灵魂人物，在公司创办之初奠定了与 Nike 合作的基础，以及丰泰强研发、重质量的特质。2) **产能扩张方面**，经过四十多年的发展，丰泰的生产基地不断向低人力成本区域转移，目前拥有中国、越南、印尼和印度四大生产基地，2019 年产能占比分别为 9%、52%、13%和 26%。近年来随着印度厂区的产能占比大幅上升（2011 年仅为 9%），丰泰的盈利能力和人效均有明显的改善。
- **企业核心壁垒**: 1) **研发实力**: 丰泰对研发重视程度高，研发费用率长期维持在 3%左右，高于竞争对手。早在 1992 年，Nike 的第一个亚洲研发中心就在丰泰台湾总部成立，在长期的研发投入下，丰泰从产品到制造工艺持续推陈出新，不断推动高端新品研发，优先拿到高 ASP 订单；2) **契合耐克的 ESG 理念**: 丰泰在 ESG 方面投入和重视程度始终走在行业前列，在环境方面，公司积极推动全集团节能减排、节约用水及妥善处理废弃物，与 2013 年相比，2019 年平均用水量和平均温室气体排放量降低 40%+，平均能源耗用量和平均废水处理排放量降低 30%+。此外，丰泰公益支出占税前利润比重逐年上升，2019 年已达到 1.93%，接近 Nike 的水平。
- **估值复盘**: 由于 Nike 单一客户占比较高，丰泰与 Nike 的估值有较强的相关性，我们得到的两个结论为：1) **品牌方的估值通常是代工厂商的上限**，丰泰企业最高的估值基本从未超过 Nike，我们认为主要与产业链地位和议价能力相关；2) **2013 年后，丰泰与 Nike 估值比出现明显提升，长期维持在 0.75-1 左右**，我们认为主要与公司业绩的快速释放、以及外资持股占比提升相关。

投资建议与投资标的

- 回顾丰泰的发展历史，我们认为对行业和同行的借鉴如下：（1）深度绑定行业龙头是业绩持续稳健增长的良好保障；（2）持续的研发投入是优先获取高 ASP 订单的关键；（3）全球生产基地的优化布局是盈利能力提升的主要来源之一；（4）供应商估值与品牌方关联度高，期待华利上市后估值表现，建议关注华利股份（拟 IPO）。

风险提示

- 大客户订单下滑，国际贸易风险，新冠疫情波动风险等。

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。

目 录

研究背景.....	4
成长历程.....	5
历史沿革：管理层励精图治，与 Nike 共同成长	5
产能扩张：全球优化配置，持续拉动盈利能力	8
核心壁垒.....	11
研发实力：以中国台湾为基地，数十年积累研发壁垒深厚	11
ESG：公司高度重视，与 Nike 步调始终保持一致	14
估值复盘：2013 年后估值中枢上移，与 Nike 关联程度高.....	17
丰泰发展对行业的启示和投资建议	19
风险提示.....	20

图表目录

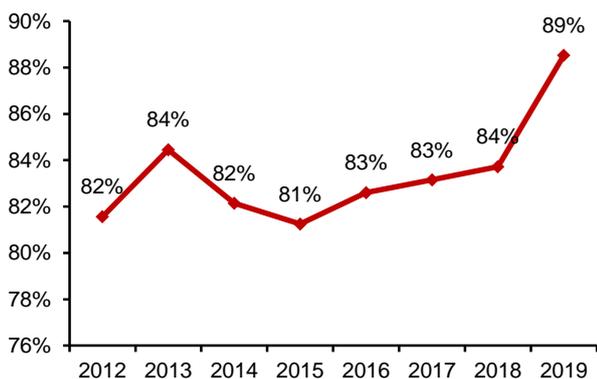
图 1: Nike 订单占丰泰收入比重	4
图 2: Nike 订单金额及增速 (百万新台币)	4
图 3: 丰泰企业市值在 2013 年后迅速提升 (十亿新台币)	5
图 4: 丰泰企业归母净利润率自 2011 年起逐年提升	5
图 5: 丰泰六大历史发展阶段	6
图 6: 丰泰企业鞋履产量及增速 (百万双)	7
图 7: 丰泰企业员工人数及增速 (万人)	7
图 8: 丰泰企业营业收入及增速 (百万新台币)	7
图 9: 丰泰企业员工和产能分布图	8
图 10: 丰泰企业员工人数分布占比 (2019)	9
图 11: 丰泰企业鞋履产量分布占比 (2019)	9
图 12: 丰泰企业产量占比变化	10
图 13: 丰泰企业毛利率变化趋势	10
图 14: 丰泰企业人均产量 (件)	11
图 15: 丰泰企业产能利用率	11
图 16: 丰泰企业研发中心扩张历程	11
图 17: 华利和丰泰研发费用率比较	14
图 18: 丰泰企业 2015-2019 年主要鞋类工厂减量成果	15
图 19: Nike 公益支出及占税前利润比重 (百万美元)	16
图 20: 丰泰公益支出及占税前利润比重 (百万美元)	16
图 21: 丰泰股价涨跌幅及外资产股占比变化	18
图 22: 丰泰企业历史 PE 估值中枢	18
图 23: 耐克 PE/丰泰 PE 变化趋势	19
表 1: 丰泰高管和主要负责人简介	7
表 2: 丰泰企业分公司列表 (按成立时间排序)	9
表 3: 丰泰企业研发团队主要职能	12
表 4: 近年丰泰企业主要研发产品 (2015-2019)	12
表 5: 近年丰泰企业研发自动化生产线研发进程	13
表 6: 丰泰企业 2019 年获奖记录	14
表 7: 丰泰企业履行社会责任投入	16
表 8: 丰泰企业维护员工安全与健康的措施	17

研究背景

丰泰企业是全球著名的鞋履制造商之一。公司成立于 1971 年，总部位于中国台湾，1992 年在台湾证券交易所上市。2019 年，公司实现营业收入 739 亿新台币（约 171 亿人民币），实现归母净利润 62 亿新台币（约 14.5 亿人民币）。丰泰的生产基地设立于中国大陆、越南、印尼和印度，2019 年分别贡献 9%、52%、13%、26% 的产量。

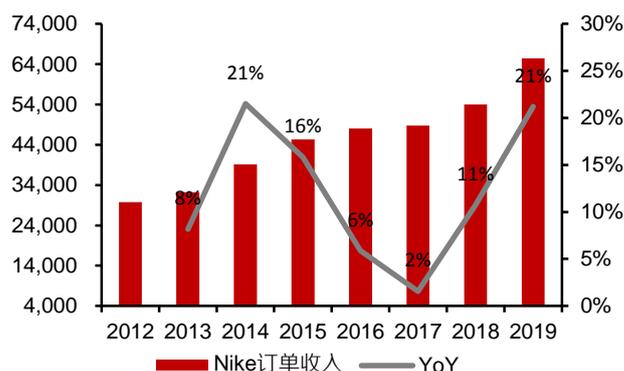
Nike 是丰泰的第一大客户，收入占比超过 80%。根据年报数据，Nike 订单占丰泰收入比重始终维持在 80% 以上，2019 年最高达 89%，是丰泰业绩增长的主要驱动力，2012-2019 年 Nike 订单收入金额复合增速约为 12%。另一方面，丰泰也是 Nike 的长期战略性供应商，约占 Nike 全球鞋履出货量的六分之一。

图 1: Nike 订单占丰泰收入比重



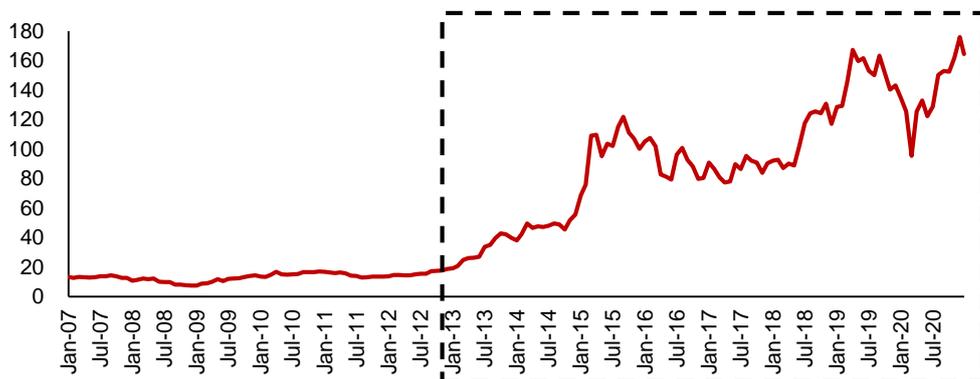
数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 2: Nike 订单金额及增速（百万新台币）

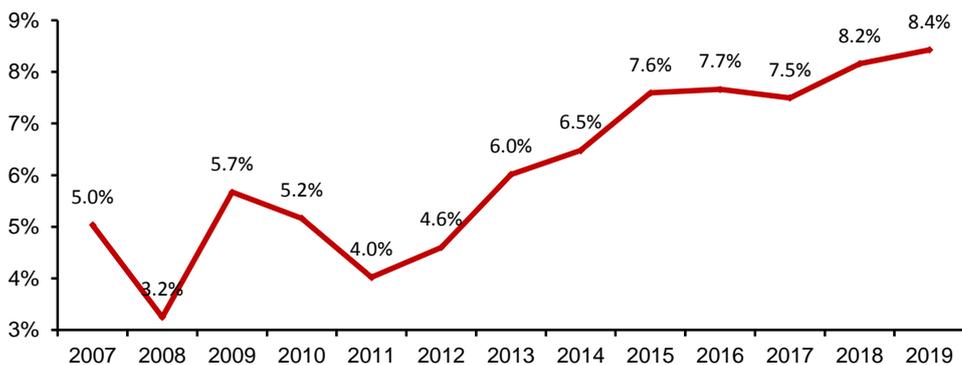


数据来源：公司年报，东方证券研究所

我们为什么要研究丰泰企业？主要有两个原因：**1）资本市场表现抢眼：**2013 年后，受益于公司业绩的快速释放（归母净利润率从 2011 年的 4% 提升至 2019 年的 8.4%）、以及外资持股占比的提升等原因，公司市值至今涨幅超过 8 倍，给予投资者丰厚回报。**2）对研究运动鞋制造行业和华利借鉴意义较强，**华利股份前五大客户分别为 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia，其中 Nike 为第一大客户（2019 年占比接近 30%），也是华利股份未来的发展重心。另一方面，丰泰是 Nike 最重要、合作时间最长的鞋履供应商之一，通过研究和复盘丰泰的成长历程和核心壁垒，预计对市场判断华利股份的未来发展和价值有一定启示作用。

图 3：丰泰企业市值在 2013 年后迅速提升（十亿新台币）


数据来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 4：丰泰企业归母净利率自 2011 年起逐年提升


数据来源：公司年报，东方证券研究所

成长历程

历史沿革：管理层励精图治，与 Nike 共同成长

回顾历史，公司主要分为 6 个发展阶段：

- 1) 产能扩充期（1971-1978）**：丰泰创立于 1971 年，成立初期公司积极购置生产设备，加速扩充产能。1976 年，公司开始与 Nike 展开深入合作，至今已有四十余年。
- 2) 经营模式转型期（1979-1987）**：在此期间，丰泰持续引进欧洲先进技术，提升产品水准。同时，公司将业务全面电脑化，减少人工作业失误，提高作业速度与准确率。80 年代起，公司经营策略转为强调“开发第一”，积极培训“多能工”，强化每一位作业员在生产线各阶段的转换性与可替代性，从而更好地应对少量多样的鞋履订单。
- 3) 跨国产能形成期（1988-1996）**：1988 年起，丰泰陆续在中国大陆、印尼、越南、印度等区域设立鞋履量产工厂，跨国生产的组织架构和管理能力逐渐成熟。1992 年起，公司成立海外模具工

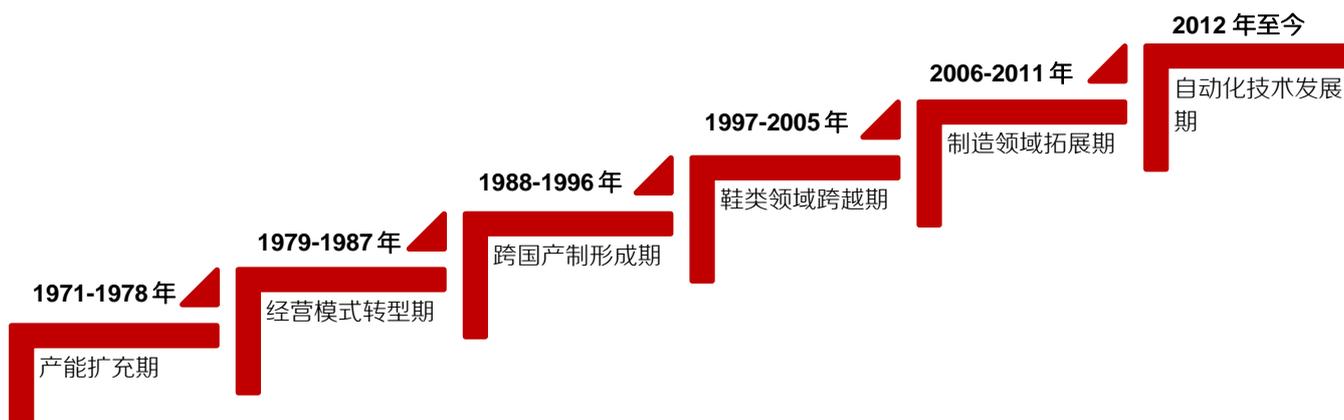
厂，逐步打造完整制鞋体系；同时，为强化核心竞争力，丰泰于 1992 年在台湾成立 NIKE 首个亚洲研发中心。

4) 鞋类领域跨越期 (1997-2005) : 1997 年起，丰泰开始生产冰刀鞋与直排式轮鞋，2001 年起，公司陆续生产制造 Rollerblade Skates、Nordica Ski Boots 及 Snow Boots 等非运动鞋类品牌。**在此期间，丰泰企业第二事业部成立，负责生产休闲鞋，正式将产业触角延伸至运动鞋以外的鞋类领域。**2003 年设立越南威越鞋业股份有限公司，主要生产 Clarks、Rockport、Dr. Martens 等知名品牌休闲鞋。

5) 制造领域拓展期 (2006-2011) : 2006 年起涉足鞋类以外的制造领域，开始经营高尔夫球、足球，冰球运动头盔与器材等运动用品的制造生产，并拥有了高阶球的制造能力，例如高尔夫四层球和 Nike 最高阶足球 Nike Ordem 等。

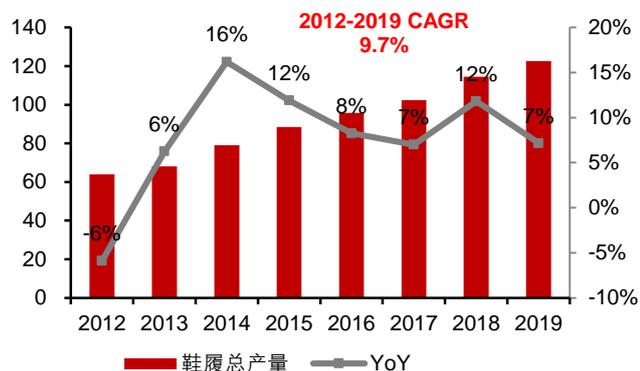
6) 自动化技术发展期 (2012 至今) : 丰泰起积极投入先进制程技术研究，逐年加大研发投入，努力从早期的传统制造，转变为“以技术领导生产”的营运模式。

图 5: 丰泰六大历史发展阶段

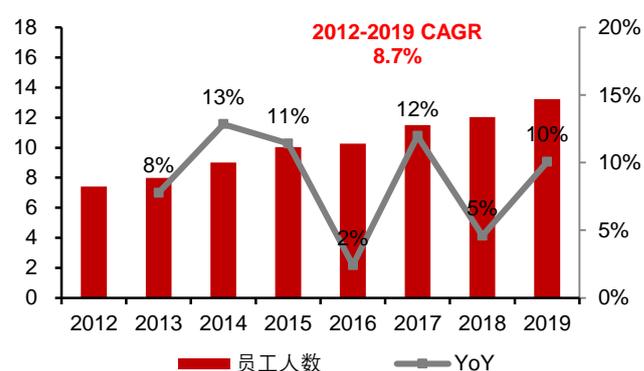


数据来源：公司官网，东方证券研究所

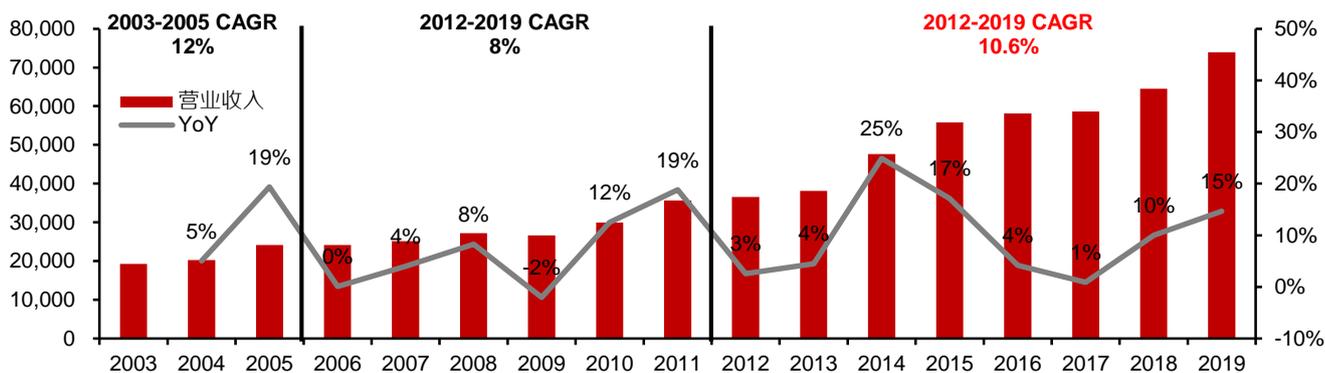
受益于自动化技术的投入，2012 年至今丰泰企业生产效率已有所提升。根据年报数据，丰泰企业的鞋履产量从 2012 年的 6,400 万双提升至 2019 年的 1.15 亿双，复合增速约为 9.7%，高于同期员工人数的复合增速 8.7%，体现了公司内部效率的提升。另一方面，2012-2019 年的收入复合增速约为 10.6%，高于鞋履产量的复合增速，表明产品平均 ASP 也有小幅改善。

图 6：丰泰企业鞋履产量及增速（百万双）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 7：丰泰企业员工人数及增速（万人）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 8：丰泰企业营业收入及增速（百万新台币）


数据来源：公司年报，东方证券研究所

前任董事长王秋雄先生是丰泰的灵魂人物，在公司创办之初奠定了与 Nike 合作的基础以及公司强研发、重质量的企业特质。根据媒体报道，丰泰在与 Nike 合作之初，因产品未达到 Nike 标准，时任董事长王秋雄得知后当众将货品烧毁，损失的价值相当于创业资金的 80%，以此来表达对产品质量的高度重视，获得 Nike 的认同。王秋雄执掌丰泰近半个世纪，坚持“诚信、守法、深耕、精致”的经营理念，重视品质与规则，积极回馈员工和社会，与 Nike 的合作也愈发深入。

2018 年起，王秋雄长子王建弘接班丰泰董事长，次子王建荣出任副董事长及公司第二事业部总经理。部分高管曾有 Nike 的工作经历，例如研发负责人许家麟先生曾担任 Nike 研发及技术经理，公司董事 Peter Dale Nikerson 曾担任 Nike（中国）总经理，保障公司的竞争优势。

表 1：丰泰高管和主要负责人简介

名字	职位	任职时间	毕业院校	主要经历
王秋雄	前董事长	1991	台湾大学	曾任丰泰公司厂长、总经理、董事长
王建弘	董事长	1994	台湾大学	

王建荣	副董事长	2003	中央大学	公司第二事业部总经理。
陈昭吉	总裁	2018	清华大学	曾任职长荣重工工程师，现担任公司生产、技术、品管、SOTAP等主管、第一事业部总经理等职务。
许家麟	研发负责人	2001	海洋学院	曾就职于 Nike（技术、研发经理）、盖世威 K-Swiss(country Mgr.)、邓禄普 Dunlop(HK 代理)，现担任公司制鞋、生产、技术主管及研发负责人。
叶士仲	第一事业部总经理	2018	亚东高专工业管理学	曾任金欧鞋业公司副经理，现担任公司技术经理、开发助理及第一事业部总经理。
朱瑛琴		2018	辅仁大学	
张明雄	第二事业部总经理	2020	中央大学	
游伯雅	战略负责人	2003	亚利桑那州立大学	
Peter Dale Nickerson	董事	2008	美国俄勒冈大学	曾任 Nike（中国）总经理、Cascade Corp 董事

数据来源：公司公告，东方证券研究所

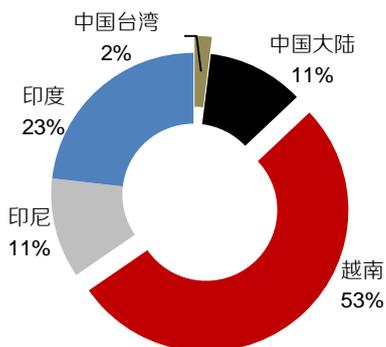
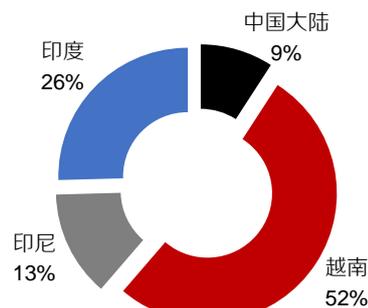
产能扩张：全球优化配置，持续拉动盈利能力

经过四十多年的发展，丰泰企业目前有越南、印度、中国大陆和越南四大生产基地。从产量贡献来看，中国、越南、印尼和印度的产量贡献分别为 9%、52%、13%和 26%。从员工人数来看，越南地区人数最多，截至 2019 年底达 70,200 人，占比达 52%，余下印度、印尼、中国大陆和中国台湾分别达 31,000、15,300、14,700 和 2,600 人，占比分别为 23%、11%、11%和 2%。

图 9：丰泰企业员工和产能分布图



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 10：丰泰企业员工人数分布占比（2019）

图 11：丰泰企业鞋履产量分布占比（2019）


数据来源：公司公告，东方证券研究所

数据来源：公司公告，东方证券研究所

复盘历史：公司持续优化海外产能布局，2007 年后加大了对印度的产能投放。由于鞋履制造行业是典型的劳动密集型行业，因此劳动力成本是工厂选址最重要的因素之一，丰泰的产能布局变迁主要可分为三个阶段：**1）大陆地区（1988-1992 年）**：丰泰在中国大陆的福建地区密集投产，五年时间内连续设立 6 个分公司，充分享受国内改革开放后的人口红利；**2）越南地区（1994-2006 年）**：丰泰在越南相继布局 Dona Victor Molds Mfg 公司、Dona Pacific 公司、Dona Orient 公司和 Vung Tau Orient 公司，2011 年，越南开始逐步制作高难度、新款式及多样鞋款，成为主力生产基地；**3）印度地区（2007 年至今）**：2006 年，在印度 Tmall Nadu 省设立制鞋特别经济工业区，并在 2007、2010 和 2014 年设立了三个分公司，2017 年 10 月，印度 Tmail Nadu 省的第二厂区开始投产并增加生产线。此外，公司早在 1992 年就对印尼地区有所布局，未来有望为公司产能贡献更多增量。

表 2：丰泰企业分公司列表（按成立时间排序）

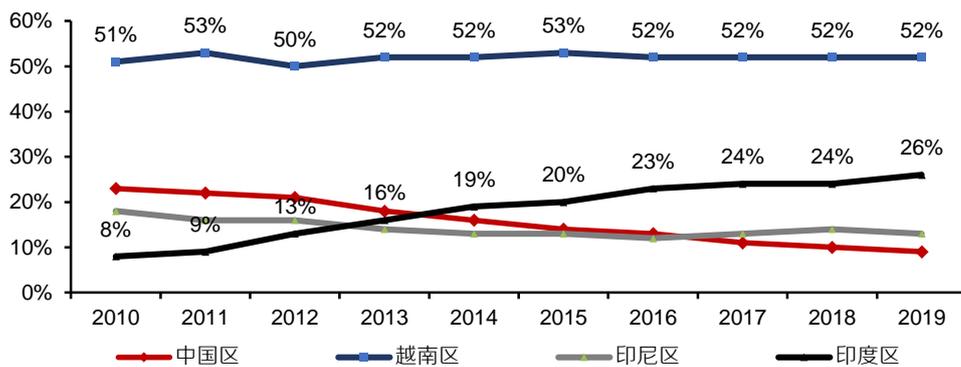
成立时间	公司名称	所属国家	主要生产产品
1988	福建荔丰鞋业开发有限公司	中国	运动鞋
1989	福建协丰鞋业有限公司		运动鞋
	福建万丰鞋业有限公司		冰上曲棍运动相关配件（鞋、护具及球棍）
1991	福建省莆田协丰模具有限公司		模具、制具
1992	福建三丰鞋业有限公司		运动鞋
	PT Feng Tay Indonesia Enterprises		印尼
1994	Dona Victor Footwear Co.,Ltd	越南	运动鞋
1999	Dona Victor Molds Mfg Co.,Ltd		模具、制具
2000	Dona Pacific (Vietnam) Co.,Ltd		运动鞋
2003	Vietnam Shoe Majesty Co.,Ltd		休闲鞋
	Vietnam Dona Orient Co.,Ltd		运动鞋、空气袋
2005	Vung Tau Orient Co.,Ltd		足球、高尔夫球、背包、提袋

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申明。

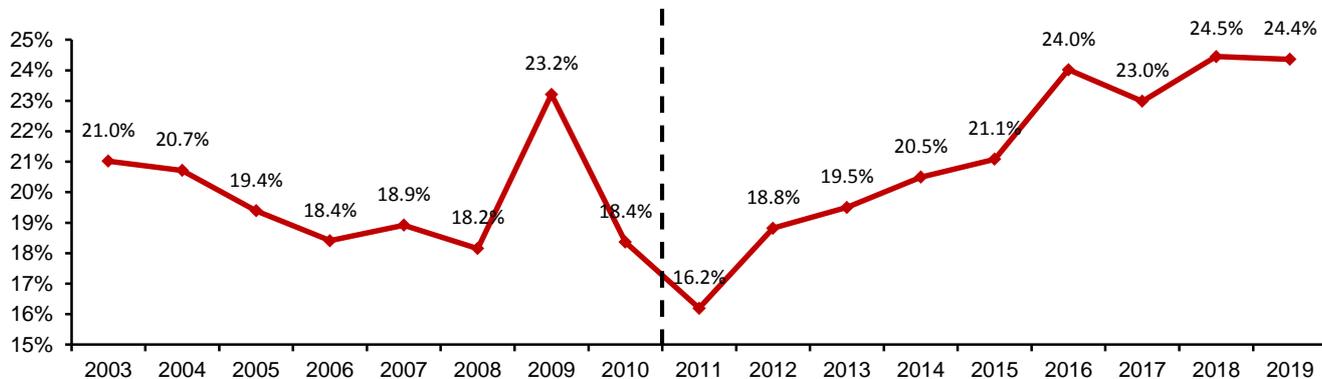
2006	Vietnam Dona Standard		运动鞋、休闲鞋、直排轮鞋、脚踏车鞋、凉鞋、拖鞋
	Footwear Co.,Ltd		运动鞋、休闲鞋、直排轮鞋、脚踏车鞋、凉鞋、拖鞋
2007	Lotus Footwear Enterprises .Ltd	印度	运动鞋、模具、制具
2009	苏州裕丰塑胶科技有限公司	中国	空气袋
2010	East Wind Footwear Co.,Ltd (IndiaBranch)	印度	运动鞋
2014	Fairway Enterprises Co.,Ltd. (IndiaBranch)		运动鞋
2019	PT Rich Valley Indonesia	印尼	生产各种运动鞋，鞋类半成品，鞋类零配件
	Vietnam Nam Ha Footwear Co.,Ltd.	越南	生产各种运动鞋，鞋类半成品，鞋类零配件

数据来源：公司年报，东方证券研究所

随着印度厂区的产能释放,2011年后丰泰的毛利率水平逐年提升。受金融危机以及汇率波动影响,2011年公司毛利率跌落至近20年最低点16.2%,随后毛利率逐年上升,2019年已上升至24.4%。我们认为,毛利率的上升与印度厂区产能的放量有较强的相关性:2011年丰泰印度区的产能占比仅为9%,2019年快速上升至26%,跃升为仅次于越南的第二大生产基地。印度厂区具有租税优惠,人工成本低、劳动力资源充沛及临近欧盟市场等特点,已成为继越南之后的成长重心。

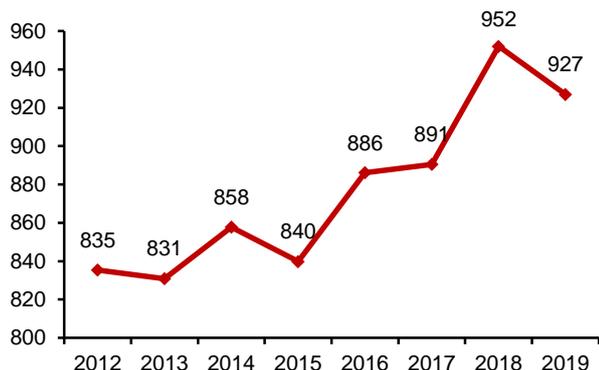
图 12: 丰泰企业产量占比变化


数据来源：公司公告，东方证券研究所

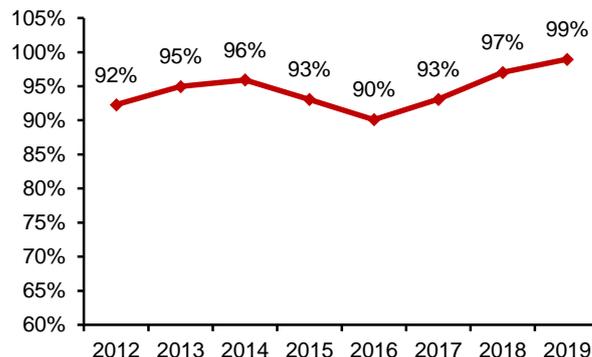
图 13: 丰泰企业毛利率变化趋势


数据来源：公司年报，东方证券研究所

在产能扩张的同时，丰泰也成功保证了人均产量和产能利用率的稳步提升。从人均产量来看，公司从2012年的835件逐年提升至2019年的927件，2018年最高达到952件，相比2012年增长14%；产能利用率方面，2012年后始终维持在90%以上，2019年最高达到99%。

图 14: 丰泰企业人均产量 (件)


数据来源：公司年报，东方证券研究所

图 15: 丰泰企业产能利用率


数据来源：公司年报，东方证券研究所

核心壁垒

研发实力：以中国台湾为基地，数十年积累研发壁垒深厚

丰泰仅在中国台湾总部保留了研发运营中心，生产基地已向低成本地区转移。随着中国台湾本地人力成本的上升，丰泰逐步将生产基地向人力成本更低的中国大陆、东南亚及印度等地区转移，但坚持把主力研发团队保留在台湾总部。1992年，丰泰就已在台湾总部成立 Nike 第一个亚洲研发中心，2001年成立研究发展处，2014和2016年分别对丰帝和丰泰厂区进行改建，扩大研发中心面积，2015年丰泰在越南设立首个海外研发中心。

图 16: 丰泰企业研发中心扩张历程


数据来源：公司年报，东方证券研究所

丰泰对技术研发重视程度高，研发团队的主要职能包括新产品开发管理、结构与制程设计和样本制造等，并分别配备了超过140、700和1,000位员工（截止2019年底），专注于实现客户创意的快速落地生产；公司为研发人员提供的薪酬在市场上竞争力强，部分员工薪酬甚至高于管理团队。

此外，前任董事长王秋雄敢于对新产品和技术进行前沿投入，在上世纪八十年代末，他坚持接下了技术含量更高的 Air Jordan 订单，成功切入高端功能鞋的生产制造。

多年形成的研发技术壁垒也是深度绑定 Nike 的关键。Nike 每年派遣至少数十位研发人员驻守丰泰，与丰泰进行深度合作，共同参与新产品研发，丰泰凭借多年来技术和工艺开发的积累，能够将 Nike 的创意通过样品形式快速落地。另一方面，丰泰保密管控严格，例如厂区内完全禁用手机、围墙上布置倒刺铁丝网等，防止产品机密泄露。在长期的研发投入下，丰泰拥有了运动鞋代工产业中深厚的技术壁垒，从工艺到产品不断推陈出新。下文将从产品研发和工艺流程两个角度详细说明。

表 3：丰泰企业研发团队主要职能

研发职能	描述
新产品开发管理	近 140 位产品开发专业人员，依据市场需求搜集材料、开发技术，将设计概念转化为实际样品
结构与制程设计	近 700 位专业工程师，参照设计图稿，考量运动需求与制造条件，运用最新工业设计与工程结构技术开发所需模具与配件，改善制造流程，提升生产效益
样本制造	超过 1,000 位经验丰富、技术纯熟的制鞋人员生产样品

数据来源：公司公告，东方证券研究所

产品研发方面，丰泰企业持续助力 Nike 产出明星产品及技术，从而能优先获取高毛利订单。举例来看，丰泰制造的篮球鞋如 Kobe 9 Elite、LeBron 15 及 Air Jordan 系列等风靡全球，为 Nike 带来巨大收益，也保证了 Nike 始终走在市场前沿的创新能力；丰泰制造的 Nike Golf Tour Premier 高尔夫球鞋、Nike Mercurial Superfly 足球鞋等也获得巨大成功；除了鞋类产品外，丰泰在棒球棒、高尔夫球和足球等产品上也有涉猎。

表 4：近年丰泰企业主要研发产品（2015-2019）

类别	年份	描述
篮球鞋	2015	使用复合材质 Hyperposite 加强支撑性，佐以进化加大的气垫，提升篮球鞋运动功能
	2017	开发新款高阶篮球鞋，结合新立体编织 Flyknit 鞋面及 Zoom Air+Max Air 缓震机能空气袋，为 2017 NBA 明星主打鞋款
		Hyperdunk2017 鞋型量产，运用轻薄本底技术，突破轻量化极限
	2018	研发首款全自动系鞋带的篮球鞋，成功展现绝佳支撑力及抓地力，并结合半透明 Flyknit 鞋面设计，为电子科技与篮球鞋完美结合的智慧鞋款
		开发首款兼具流行及休闲感的 Max Air 空气袋，结合后跟射出片做出空气袋延伸的效果，使鞋款视觉更为抢眼，同时达到后跟最大减震效果与穿着舒适性
2019	首款采用 Knitposite 鞋面结合抽真空热压技术的高级篮球鞋，呈现多样颜色的漩涡状外观，并搭配全新空气袋，提供消费者最佳的防震功能	
其他鞋类	2015	兼具轻量、耐久与包覆性的 Flyweave 美式足球鞋，满足高强度运动要求的速度感与稳定性
	2017	开发第一双全橡胶鞋面滑板鞋，突破传统反毛皮材质，具备耐磨、耐穿特性，展现更佳滑板操控性
	2018	开发生产首款 Fast Fit (快速绑鞋带系统)新技术高尔夫球鞋，拉动装置即可快速束紧鞋面，取代传统绑鞋带方法，并已成功应用于高尔夫球鞋

	2019	开发生产使用 Gore-Tex Invisible fit 科技的轻量高透气防水跑鞋，其防水布与鞋面直接成型更加合脚，加高的射出片为后跟提供更好的支撑，搭配止滑大底能适应湿滑地形
		开发生产首款以回收牛仔裤为鞋面主材料之鞋款，减少废弃物之产生，以实践环境永续的目标
		开发生产首款户外训练鞋，采用全新 Anti-clog 橡胶大底以防沾沙且提升抓地力，且中底设计排水结构，让渗入鞋内之水份快速排出
其他产品	2015	开发复合材棒球棒，运用树脂注入成型技术，已顺利投产
	2019	开发高尔夫球高级球款，引进新 Dipping 制程及使用更薄层微型表面射出技术，出球速度更快
		开发生产首款搭载新式 Aerosculpt 高周波压纹技术的高级无缝线足球
技术	2015	使用高耐磨 TPU 编织 Flyweave 鞋面，提供前卫功能与流行的设计，荣获奥运选手青睐
	2016	研发 Needle Punch 技术，冲推皮料背附之羊毛纤维，使皮料表面呈现出毛绒感及立体渐层颜色变化
		运用热接缝流程，活化 Flyknit 编织鞋面材料，提供防水功能，同时保持编织鞋轻盈透气之特性
		选用高耐磨 TPU 纱材质，搭配鞋面刺绣和热压熔融，提高 Crossfit 鞋型耐磨强度
	运用 Phylon 定型，让鞋面网布与鞋底部同时成型，并开发新式胶膜控制外观及稳定黏着，有效提升外观质量，并再突破轻量化极限	
2018	运用改良的熔接技术，使用于高回收成分的皮料，创造出鞋面无车缝线的细致外观，同时将客户经典鞋款推向环保的新纪元	

数据来源：公司年报，东方证券研究所

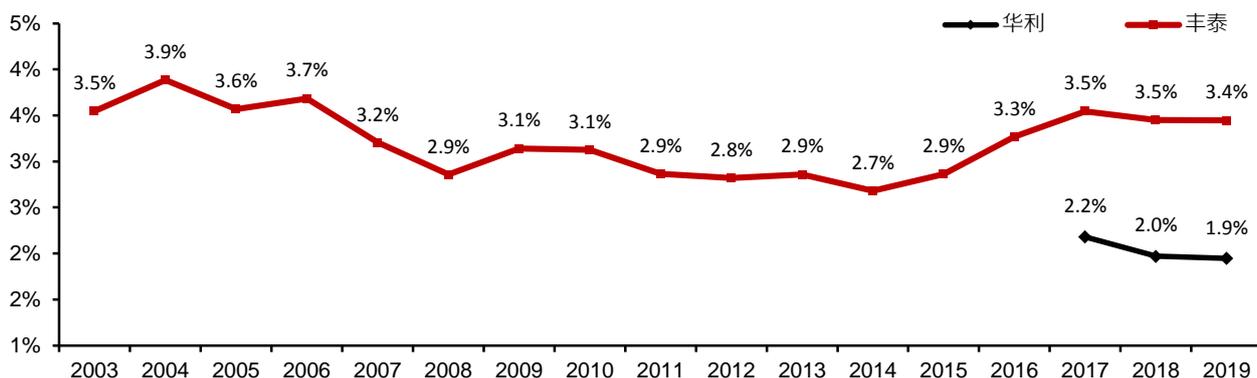
工艺流程改进方面，为提高生产效率、降低成本，丰泰自 2010 年开始推进自动化生产线的研发，2013 年开发完成自动化模组；2014 年、2015 年进行量产测试并持续扩充团队及产能；2019 年实现自动化加工线正式量产。丰泰在自动化生产线研发上的成绩助力耐克产品制程改进，得到其肯定，2017 年的投资者大会上，耐克营运总长 Eric Sprunk 表示已改变 1,500 款运动鞋的制造流程，导入 1,200 台新的自动化设备，公开展示丰泰的自动化进程并赞扬其技术可以把 Air Jordan 13 的人力成本减少 30%，每小时产量提升 50%。

表 5：近年丰泰企业研发自动化生产线研发进程

年份	进程
2010	成立自动化制程与设备研究开发团队，开启自动化生产在制鞋产业的应用
2013	已转移三个自动化模组，于福建三丰鞋业有限公司、福建协丰鞋业有限公司进行量产试验
2014	自动化机台初具雏形，已有四项机台分别于中国大陆及印尼地区工厂进行量产测试
	在福建三丰鞋业有限公司指定一栋专属厂房，作为自动化生产线量产测试验证基地
2015	自行开发的自动化机台陆续投入量产测试及使用，在中国区设立自动化机台组合生产线，试验研究优化的生产流程，生产效率已较传统生产线高
2016	新成立自动化设备组装厂，加速整合与突破自动化设备开发时程
2017	持续扩充自动化团队及设备组装产能，以加速自动化设备的开发时程及导入海外工厂
2019	自行研发设计与组装的第一条客户经典鞋款自动化加工线在越南工厂正式量产

数据来源：公司年报，东方证券研究所

丰泰的研发费用率长期维持高位。丰泰的研发费用率长期在 3% 左右，近 3 年提升到 3.5%，明显高于可比公司华利 2% 左右的水平。

图 17：华利和丰泰研发费用率比较


数据来源：公司年报，东方证券研究所

ESG：公司高度重视，与 Nike 步调始终保持一致

ESG 是一种关注企业环境 (Environment)、社会 (Social) 和治理 (Governance) 绩效的投资理念，投资者会通过以上三个角度判断企业的可持续发展前景。Nike 十分重视 ESG，自 2001 年起每年都会向市场发布专题报告。丰泰作为以 Nike 为最大客户的上游供应商，紧跟 Nike 步伐，对 ESG 的投入和重视程度远超竞争对手，获得了 Nike 以及各地区政府的嘉奖和认可。

表 6：丰泰企业 2019 年获奖记录

地区	获奖记录
中国台湾	连续 11 年获得云林县防护团评鉴“优秀奖”
	获企业道路认养执行绩效优良厂商“优秀奖”
中国大陆	获福州市人力资源与社会保障局授予的 2019 年福州市诚信用工企业
	获苏州市人民政府授予的 2019 年苏州市劳动关系和谐企业
	获莆田市荔城区人民政府授予的 2019 年度纳税大户称号
印度尼西亚	获印度尼西亚财政部授予的 2019 年最具经济影响力企业的称号
	获印度尼西亚劳动部授予的职业健康与安全认证 No. 50/2012 (SMK3)
越南	获越南同奈省红十字会授予的“人道救援金心”表扬肯定
	连续 4 年获越南商业公会(VCCI)及工业贸易部授予的“永续发展企业”称号
	消防安全竞赛第三名获越南同奈省人民委员会表扬肯定
	照顾弱势家庭获越南当地劳动政府表扬肯定
印度	优异的劳动环境条件获印度当地政府表扬肯定

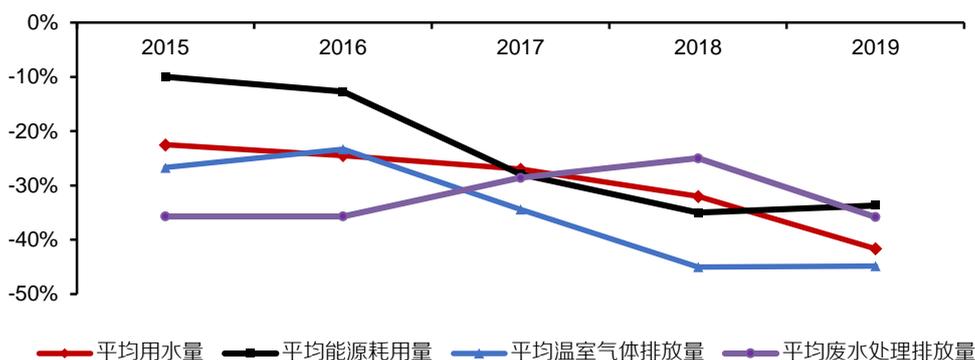
数据来源：公司公告，东方证券研究所

1) 环境 (Environment)

Nike: 除关注自身主要营运、分销及管理业务的能源消耗和废物排放等以外，也要求供应商在**能源消耗、温室气体排放、废物和化学品排放及可持续材料使用**等方面进行优化，力求为消费者提供性能最佳、环境影响最小的产品。

丰泰: 在制鞋流程中遵循政府相关环保法规，贯彻 Nike 的理念，**采取节能减排措施、优化用水制程，提升回收用水比例、无害化处理废水、投入研发新材料**，2019 年用水量和温室气体排放量相比于基准年 2013 年已降低 40%以上，能源耗用量和废水处理排放量也降低 30%以上。

图 18: 丰泰企业 2015-2019 年主要鞋类工厂减量成果

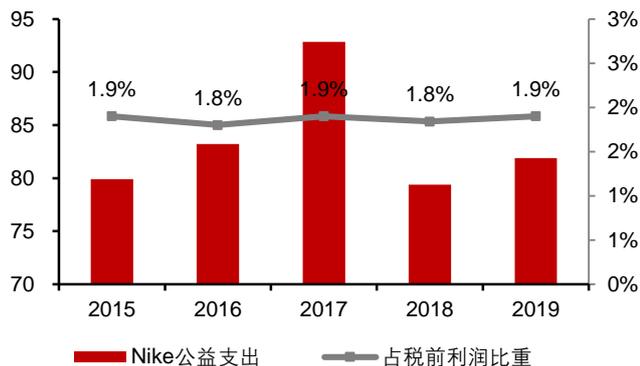


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所, 注: 以 2013 年为基准

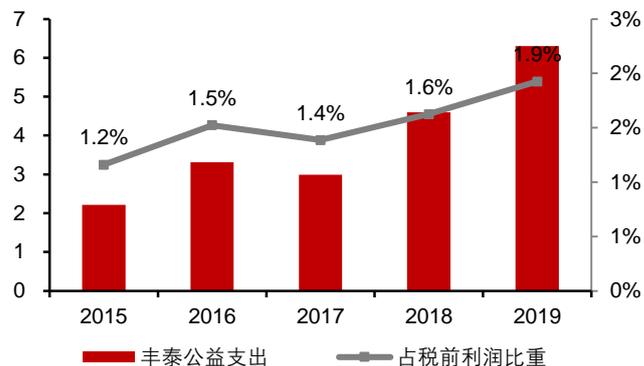
2) 社会 (Social)

Nike: 希望通过组织体育活动，传播体育精神为世界各地的社区带来运动与活力，例如在中国开展“撒开脚丫 (Boundless Girls)”项目，致力于消除女孩参与体育运动的障碍；2019 年与妇女运动基金会合作发布报告，促进女孩日常进行运动的能力；鼓励员工参与社区体育活动，仅 2019 年就有 24 多个国家的 5,400 多位零售商雇员通过 Nike 社区大使计划担任志愿青年教练。Nike 2015-2019 年共投入 4.17 亿美元开展上述及其他推广运动文化的活动，历年投入均占税前收入的 1.8%-1.9%。

丰泰: 公司积极响应 Nike 理念，定期在所在社区举办“云林路跑赛”、“丰泰文教杯”乐乐棒球锦标赛、三对三篮球赛和躲避球大赛等体育赛事活动，2019 年共举办 8 项大型运动赛事，台湾总部也持续捐赠球鞋给高中球队队员，帮助社会塑造运动与健康的共识。此外，丰泰也在其他方面积极履行社会责任，包括社区公益、教育资源、医疗卫生、环境保护及急难救助等。公司还投资设立阿古力社会企业股份有限公司以推广有机农产、促进食品安全及提升农业产值，并推动“粒粒心意、传达爱益”的公益计划：阿古力每年捐赠销售量 3% 的有机米，作为云林偏乡小学营养午餐的主食，自 2017 年开始累积捐赠量达 3,000 公斤，约 39,000 碗爱心米饭。丰泰企业社会责任方面投入逐年增加，2019 年公益支出达 630 万美元，占其税前利润的 1.93%。

图 19: Nike 公益支出及占税前利润比重 (百万美元)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

图 20: 丰泰公益支出及占税前利润比重 (百万美元)


数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

表 7: 丰泰企业履行社会责任投入

类型	方式
社区公益	慰问关怀援助弱势家庭或受灾户, 提供经济或物资上的援助
	进行社区公共基础设施的建设
	举办社区文艺活动, 如亲子音乐会、飞云舞蹈表演、国乐嘉年华会等
教育资源	1987 年设立大专清寒助学金, 2002 年推动“国中国小清寒学生助学金计划”, 2015 年增设高中职清寒学生助学金, 至 2019 年底共帮助 11,121 位学生, 累计助学金额为约 651 万美元
	通过提供课后辅导、捐助等方式改善偏僻地区教育资源, 如自 2011 年起与云林科技大学合办“云丰小星星”辅导计划、针对偏僻地区提供“夜光天使点灯专案计划”
	举办“阅读与创意写作夏令营”、“菲菲笛与小竖琴夏令营”、“丰泰文教杯”机器人年赛等艺术与科学活动
医疗卫生	在各地区推动义诊、免费体检及献血等活动
环境保护	通过校园与社区活动的推广宣传环保理念, 提高民众环保意识, 比如举办“净山爱乡里, 丰泰幸福行”活动, 将健身与环保结合
	于 1992 年开始发行《环保资讯》刊物, 内容涵盖环境、安全与卫生等
急难救助	响应客户, 捐建“耐克村”以安置台湾九二一地震灾民

数据来源: 公司公告, 东方证券研究所

3) 治理 (Governance)

Nike: 非常重视治理与员工问题, 要求供应商优先为员工解决生产卫生与安全问题; 还提出“100% 从符合我们可持续发展定义的工厂采购”的口号, 并于 2019 年加入“责任劳动倡议 (RLI)”, 通过与其他企业合作来减少强迫劳动行为, 提高员工的参与感与幸福度。

丰泰: 在制度和管理层面, 维护员工的合法权益, 主要包括: 1) 为员工提供具有竞争力的薪酬、完善的专业训练和明确的职业发展规划; 2) 通过规章制度保证员工工作权, 做到无歧视、反骚扰

及照顾女性；3)通过申诉与建言制度维护员工沟通权益；4)制定管理条例与规范并采取相关措施，包括环境安全卫生、员工健康、防灾与应急、工伤及通勤事故等方面，切实维护员工安全与健康。

此外，丰泰重视为员工提供福利与关怀，举例来看，公司仅在特殊情况下才会要求员工加班，且规定遇到需要加班的状况时必须事先告知员工，以便于其进行适当安排；丰泰于1979年就建立员工幼儿园，至今在中国台湾、中国大陆及越南共有丰泰、荔丰、协丰、DO、DS五所幼儿园，同时在印度建立数所育婴中心，解决员工后顾之忧；值得一提的是，丰泰在印度工厂成功实施“SAKHI计划”，旨在通过专业技能训练和电脑、英文等专业课程赋予女性员工能力，提升工作表现，促进当地社会性别平等，自2012年起已有1,343位女性参与此计划，在2019年共有184位员工取得学位证书。

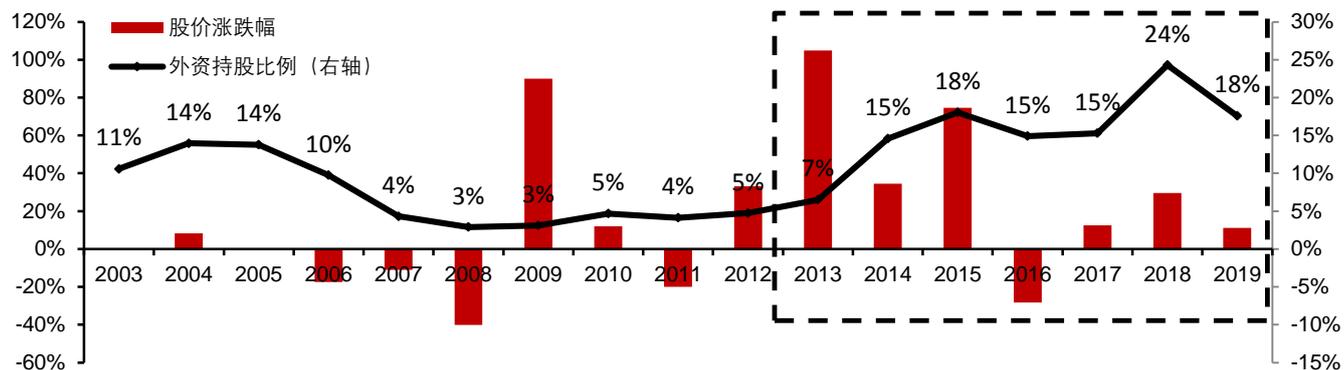
表 8：丰泰企业维护员工安全与健康的措施

类型	具体措施
环境安全卫生	维持车间内通道的宽度与清洁，保持逃生出口畅通并维护消防设备
	2016 年检查全集团鞋类生产高风险机台，做风险评估与改善以降低作业风险，至 2019 年已完成 326 种机型的机台标准操作说明
	新进员工必须接受基本的安全与卫生训练
员工健康	总部及各工厂均设立健康看护中心或诊所，聘有合格医护人员并配备急救医护物品
	总部及各工厂均遵循卫生标准设置员工餐厅，并设置伙食监督委员会，近五年间均未发生食物中毒事件
	针对各厂区内饮用水水质每月进行安全卫生检查，确保符合卫生需求
防灾与应急	总部及各工厂半年进行一次疏散演习，安排部分员工参加急救人员培训课程
工伤及通勤事故	建立主管安全考核制度，进行员工安全教育训练及部门安全活动，提高员工安全文化意识
	定期进行交通安全宣讲，举办有奖征答竞赛，播放交通事故影片等，提高员工对交通安全的认知

数据来源：公司公告，东方证券研究所

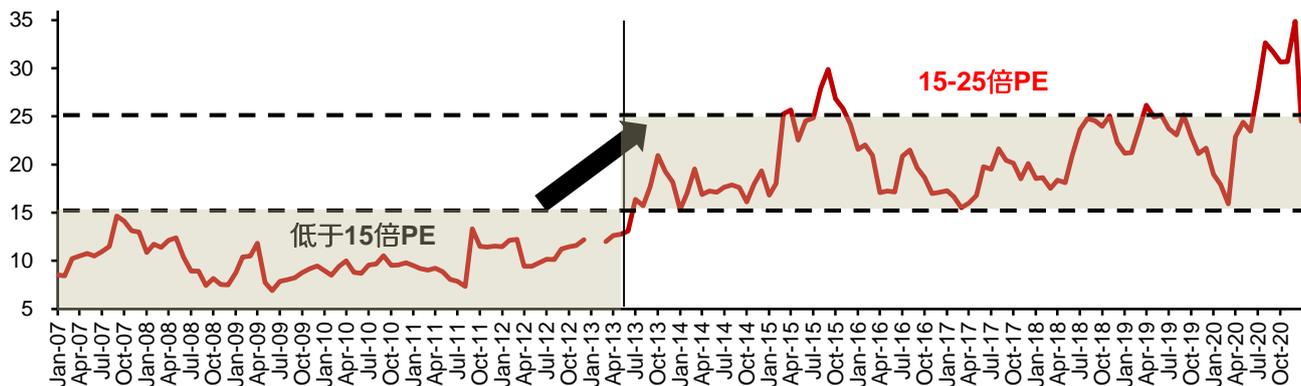
估值复盘：2013 年后估值中枢上移，与 Nike 关联程度高

2013 年起丰泰的外资持股占比明显提升，股价也实现了较大的涨幅。受产销量激增及汇率影响，2013-2015 年企业业绩高增，总市值连续三年攀升，这一背景下丰泰企业外资持股比例自 2013 年的 6.5% 增长到 2015 年的 18.1%；2016-2017 年丰泰不断加大研发投入，自动化进程卓有成效，支撑市值高位企稳，外资持股稳定在 15% 左右；2018 年之后美国经济复苏，Nike 加大采购力度使得业绩回升，丰泰总市值再次上行，2018 年也达到最高 24% 的外资持股占比。

图 21：丰泰股价涨跌幅及外资持股占比变化


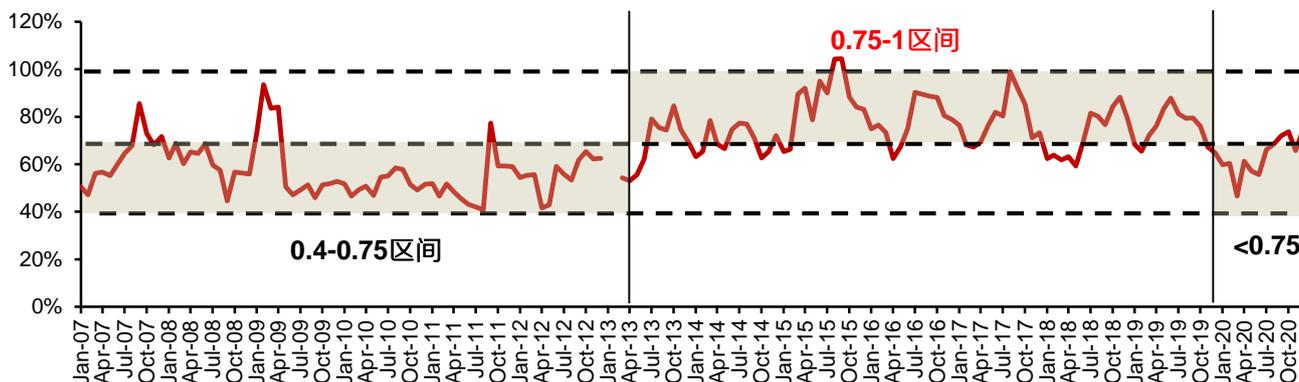
数据来源：Bloomberg, 东方证券研究所

2013 年之后丰泰企业的估值中枢也实现了整体上移。公司业绩的快速释放、以及外资持股占比提升也推动了丰泰估值中枢持续上移，2013 年之前丰泰估值始终低于 15 倍 PE，2013 年后长期维持在 15-25 倍 PE 之间，2015 年最高甚至到达 30 倍。

图 22：丰泰企业历史 PE 估值中枢


数据来源：Bloomberg, 东方证券研究所

由于 Nike 单一客户占比较高，丰泰与 Nike 的估值有较强的相关性。通过比较丰泰与 Nike 的估值比变化趋势，我们得到的结论如下：1) 品牌方的估值通常是代工厂商的上限，丰泰最高的估值基本从未超过 Nike；2) 2013 年后丰泰与 Nike 估值比出现明显提升，维持在 0.75-1 左右。2013 年前两者估值比在 0.4-0.75 范围内，2013-2019 年受外资持股占比的提升带动，估值比提升至 0.75-1，2020 年后受疫情影响，估值比暂时重回 0.75 以下。

图 23: 丰泰 PE/耐克 PE 变化趋势


数据来源: Bloomberg, 东方证券研究所

丰泰发展对行业的启示和投资建议

回顾丰泰的发展历史, 我们认为对鞋履制造行业及华利的启示如下:

1) 深度绑定行业龙头是业绩持续稳健增长的良好保障

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。

对于鞋履制造商来说, 绑定了品牌龙头就意味着订单的稳定性得到保障。丰泰与耐克合作超过四十余年, 不仅充分享受了耐克的过去增长红利, 另一方面丰泰也通过对研发和 ESG 等方面的投入, 逐步提升了其在耐克供应商体系中的市占率。从丰泰的收入表现来看, 过去 15 年的收入复合增速接近 10%。

而华利目前的最大客户也是耐克, 我们预计随着未来双方合作的深入, 耐克订单占华利收入比重将持续上升, 保障公司未来的业绩成长性。

2) 持续的研发投入是优先获取高 ASP 订单的关键

丰泰的研发费用率长期维持在 3% 左右的高位, 近 3 年更是提升到 3.5%。在长期的研发投入下, 丰泰拥有了运动鞋代工产业中深厚的技术壁垒, 从工艺到产品不断推陈出新, 帮助丰泰持续拿到耐克的高 ASP 订单 (特别是新产品订单)。

反观华利目前的研发费用率在 2% 左右, 主要原因如下: 1) 华利以硫化制鞋工艺为主, 相比于冷粘工艺 (丰泰主要使用) 复杂程度低; 2) 华利的研发部门主要分布在中国大陆和越南地区, 推测整体薪资低于丰泰的中国台湾地区。我们认为, 随着与耐克合作的逐步深入, 华利将进一步加大对研发的投入, 从而拿到更多高 ASP 订单。从已披露的募投项目来看, 华利已展现了它的部分战略方向: 公司拟在中山市火炬开发区购置办公楼 45,000 平米用于打造新的开发设计及总部大楼, 并引进开发设计及办公用设备、软件。

3) 全球生产基地的优化布局是盈利能力提升的主要来源之一

从对丰泰的研究中我们发现，公司毛利率的上升与印度厂区产能的放量有较强的相关性：2011年丰泰印度区的产能占比仅为9%，2019年快速上升至26%，跃升为仅次于越南的第二大生产基地，而毛利率方面也从2011年的16.2%快速提升至24.4%。印度厂区具有租税优惠，人工成本低、劳动力资源充沛及临近欧盟市场等特点，已成为继越南之后的成长重心。

反观华利，公司主要的生产基地布局在越南北部，相比于越南南部以及其他东南亚地区，越南北部综合成本优势明显，也是华利的最大竞争优势之一，从盈利能力来看，公司在鞋履制造商中表现突出。我们认为随着华利在越南北部及缅甸地区的持续扩产，该竞争优势将延续。

4) 供应商估值与品牌方关联度高，期待华利上市后估值表现

丰泰与 Nike 的估值有较强的相关性，文中我们得出了两个初步结论：1) 品牌方的估值通常是代工厂商的上限，丰泰企业最高的估值基本从未超过 Nike；2) 2013年后丰泰与 Nike 估值比出现明显提升，维持在 0.75-1 左右。

我们认为，相比于丰泰，华利在上市后的估值有进一步提升的空间，主要源于：1) 华利的盈利能力更好，2019年华利净利率为12%，高于丰泰的9.5%；2) 华利的未来的成长性更好；2) 华利是 A 股稀缺的运动产业上游龙头标的。

风险提示

1) 大客户订单下滑

丰泰公司的客户集中度相对较高，如果大客户 Nike 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

疫情如果又出现反复，将导致全球鞋履消费下滑，进而影响相关公司销售订单。

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