



Research and
Development Center

铸就运动鞋制造龙头，拥抱持续性华丽成长

—— 华利集团（300979.SZ）深度报告

2021年4月7日

汲肖飞 行业分析师
S1500520080003
jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 分析师助理
liyanyuan@cindasc.com

证券研究报告

公司研究

新股报告

华利集团 (300979.SZ)

投资评级 无评级

铸就运动鞋制造龙头，拥抱持续性华丽成长

2021年4月7日

本期内容提要：

◆**全球运动鞋制造龙头，产能扩张驱动收入增长。**公司主要从事运动鞋的设计、生产与销售，下游客户为 Nike、Converse、Vans、UGG 等国际知名品牌，2019 年前五大客户收入占比为 86.14%。近年来公司持续扩张产能，头部品牌订单增加，推动收入保持增长，2018-19 年公司收入为 123.88/151.66 亿元，同比增长 23.77%/22.42%，归母净利为 15.32/18.21 亿元，同比增长 38.49%/18.86%。2020 年受疫情影响，公司收入同降 8.14% 至 139.31 亿元，公司加强成本费用管控，净利同增 3.16% 至 18.79 亿元。公司实际控制人为张聪渊家族，高管团队从业时间长、鞋类制造行业运营经验丰富。

◆**运动鞋制造集中度较高，台湾企业成为行业龙头。**运动鞋制造行业依赖人口红利，品牌商将生产外包给专业制造商，我们估计 2019 年全球运动鞋制造市场规模约为 3360 亿人民币，头部制造商为裕元集团、丰泰企业、华利股份，收入占比约为 12%、5%、5%，集中度相对较高。台湾制鞋行业发展依托天时（成长正值运动鞋服龙头品牌崛起的黄金阶段）、地利（台湾地区承接劳动力成本优势、发展外向型经济）、人和（优秀企业家涌现、推动行业发展），成长为全球运动鞋制造龙头，收入体量持续扩张。

◆**公司打造品牌一供地位，专注规模化品类。**品牌商注重维护头部供应商关系，同时不断优化供应商结构，给予优质供应商成长空间。公司注重规模效应，采取合适的品牌和品类战略：1) 公司拓展头部运动品牌矩阵，且目标成为品牌第一大运动鞋供应商，一方面规避依赖单一客户风险，另一方面建立明显的规模效应和成本优势。2) 公司专注运动休闲鞋、跑步鞋等品类，单个 SKU 订单量通常较大，有助于公司控制成本，强化核心品类竞争优势，不断扩大头部品牌采购份额。

◆**专注打造品牌头部供应商，黄金赛道不断扩张市场份额。**公司创始人专注鞋履制造 50 余年，不断优化客户结构，形成国际一线运动品牌客户矩阵，近年来收入增速高于主要竞争对手。公司成长可分为两大发展阶段：1) 公司成立后与 Converse、UGG、Vans 等品牌长期合作，不断提升设计研发、成本控制、快反交期等能力，均成长为品牌运动鞋第一大供应商，我们估计 2019 年占上述品牌运动鞋采购份额在 40% 以上，头部优势明显，与品牌商合作紧密。2) 2010 年后公司拓展耐克、Puma、UA 等头部品牌，具有规模效应、产能布局等优势，公司工厂主要集中在北越，人工具有效率、稳定等优势，生产规模效应更为明显，此外公司交期、品质控制等方面同样业内领先，不断抢占运动鞋市场份额。

◆**盈利预测：**从量的角度，2020 年受疫情影响，下游订单量有所减少，目前公司在手订单充足，2021-23 年疫情影响有望改善，下游客户订单恢复，预计公司将持续扩张产能，带动收入增长。从价的角度，公司持续优化客户结构、产品品类，销售平均价格预计将有所增长。我们预计 2021-23 年公司收入为 174.30/212.82/250.50 亿元，同增 25.1%/22.1%/17.7%，归母净利为 25.58/32.68/38.54 亿元，同增 36.2%/27.7%/18.0%，未来行业龙头地位不断凸显，业绩增长持续性、确定性较强，建议重点关注。

◆**风险因素：**生产区域集中、劳动力成本上升、客户结构集中等风险。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 公司分析：制鞋龙头持续扩张，管理团队经验丰富 | 5 |
| 公司概况：运动休闲鞋制造龙头 | 5 |
| 收入分析：客户集中度较高，持续扩张产能 | 6 |
| 公司治理：家族控股，管理层运营经验丰富 | 7 |
| 行业分析：高景气行业孕育大制造龙头 | 8 |
| 运动鞋服行业：运动消费升级，景气度持续较高 | 8 |
| 运动鞋制造行业：依赖人口红利，外包铸就制造龙头 | 9 |
| 台湾制鞋行业：天时地利人和造就全球行业龙头 | 10 |
| 战略分析：打造品牌一供地位，专注规模化品类 | 12 |
| 客户采购结构：品牌商与供应商“相爱相杀” | 12 |
| 客户战略：拓展头部品牌，巩固一供地位 | 15 |
| 品类战略：专注核心品类，追求规模效应 | 16 |
| 成长分析：公司夯实基础，打造第二成长曲线 | 17 |
| 成长背景：创始人专注制鞋五十余载，切入运动鞋黄金赛道 | 18 |
| 第一成长曲线：多重优势打造制鞋行业龙头 | 19 |
| 第二成长曲线：成本、交期等优势助力抢占市场份额 | 20 |
| 募投项目：扩大产能，强化开发设计能力 | 22 |
| 生产基地扩产项目 | 23 |
| 开发设计中心及总部大楼建设项目 | 23 |
| 运营信息系统升级建设项目 | 24 |
| 风险因素 | 24 |

表 目 录

| | |
|----------------------------|----|
| 表 1：2019 年耐克集团主要运动鞋供应商基本情况 | 13 |
| 表 2：公司募投项目投资情况 | 24 |
| 表 3：公司募投项目达产新增产能情况 | 25 |
| 表 4：公司业绩与盈利预测（百万元） | 26 |

图 目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1：公司主要发展历史 | 5 |
| 图 2：公司在制鞋产业链所处环节 | 5 |
| 图 3：公司不同地区子公司分工情况 | 5 |
| 图 4：2020 年公司不同产品收入占比情况 | 6 |
| 图 5：公司不同产品及对应的主要客户 | 6 |
| 图 6：近年来公司收入增长情况 | 6 |
| 图 7：近年来公司不同产品收入增长情况 | 6 |
| 图 8：近年来公司前五大客户收入增长情况 | 7 |
| 图 9：耐克运动鞋收入增速及公司对耐克销售收入对比 | 7 |
| 图 10：近年来公司产能、产量增长情况 | 7 |
| 图 11：近年来公司不同地区产量增长情况 | 7 |
| 图 12：上市前公司股权结构及主要控制关系 | 8 |
| 图 13：2019 年前全球运动鞋服市场规模增长 | 9 |
| 图 14：全球运动鞋市场规模增长情况及预测 | 9 |
| 图 15：2019 年全球运动鞋服行业主要国家市场规模对比 | 9 |
| 图 16：2019 年全球运动鞋服龙头公司收入对比 | 9 |
| 图 17：2018 年全球各大洲鞋履产量占比 | 10 |
| 图 18：近年来越南鞋类出口金额增长情况 | 10 |
| 图 19：近年来安踏体育逐步降低运动鞋服自产比例 | 10 |
| 图 20：2019 年全球部分运动鞋制造龙头收入对比 | 10 |
| 图 21：1987-1998 年耐克收入增长情况 | 11 |
| 图 22：制鞋龙头裕元集团、丰泰实业发展历史 | 11 |
| 图 23：中国台湾地区劳动力成本持续上涨（单位：新台币） | 11 |
| 图 24：台湾纺织/制鞋行业市场规模 | 11 |
| 图 25：宝成国际建立花瓣型制鞋产业链 | 12 |

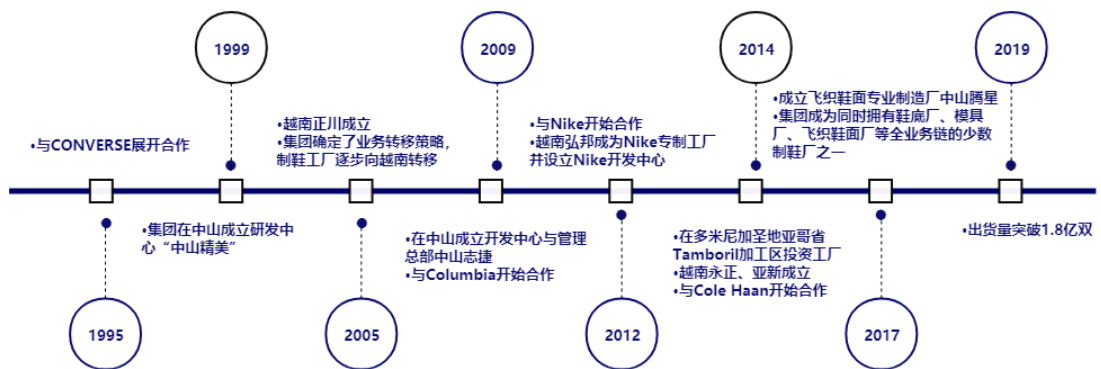
| | |
|-----------------------------------------|----|
| 图 26: 台湾制鞋企业较早投资东南亚产能..... | 12 |
| 图 27: 近年来耐克产量占比超过 10%的供应商数量及合计占比..... | 15 |
| 图 28: 近年来耐克合作供应商数量变化情况..... | 15 |
| 图 29: 2019 年运动鞋制造龙头客户集中度对比..... | 15 |
| 图 30: 运动鞋生产流程较为复杂..... | 15 |
| 图 31: 近年来公司对耐克、匡威品牌收入增长情况..... | 16 |
| 图 32: 2019 年公司占匡威、耐克品牌运动鞋采购额比重..... | 16 |
| 图 33: 2019 年公司对部分品牌销售收入及其采购额比重..... | 16 |
| 图 34: 近年来公司对主要客户收入增长情况..... | 16 |
| 图 35: 2020 财年耐克品牌运动鞋服分品类销售结构（批发口径）..... | 17 |
| 图 36: 2019 年公司对耐克主要品类销售仍有成长空间..... | 17 |
| 图 37: 2019 年公司与同行人均产量对比..... | 17 |
| 图 38: 近年来公司对前五大及其他客户销售毛利率..... | 17 |
| 图 39: 新沅集团主要发展历史..... | 18 |
| 图 40: 2013 年实控人购入新沅集团制造资产财务指标对比..... | 19 |
| 图 41: 公司形成全球化业务布局..... | 19 |
| 图 42: 近年来公司与主要竞争对手收入增速对比..... | 19 |
| 图 43: 公司形成国际一线运动品牌客户矩阵..... | 19 |
| 图 44: 近年来公司研发费用及占收入比重..... | 20 |
| 图 45: 公司部分核心技术与工艺..... | 20 |
| 图 46: 公司采用自动化生产设备降低成本..... | 20 |
| 图 47: 公司自动化设备提高生产效率、加快产品交期..... | 20 |
| 图 48: 公司逐步与国际运动品牌建立合作关系..... | 21 |
| 图 49: 公司获得主要客户奖项认可..... | 21 |
| 图 50: 近年来公司主营业务成本构成情况..... | 22 |
| 图 51: 近年来公司制造费用分拆情况..... | 22 |
| 图 52: 公司越南产能主要集中在低劳动力成本地区..... | 22 |
| 图 53: 2019 年公司与同行运动鞋产量分布对比..... | 22 |
| 图 54: 2017-19 年公司与同行分品类销售占比情况..... | 23 |
| 图 55: 近年来公司与同行产品价格对比情况..... | 23 |
| 图 56: 公司建立快速交付能力..... | 23 |
| 图 57: 近年来公司库存周转率处于行业较快的水平..... | 23 |
| 图 58: 近年来公司对 Puma 运动鞋销售情况..... | 24 |
| 图 59: 公司在彪马运动鞋品类收入占比情况..... | 24 |

公司分析：制鞋龙头持续扩张，管理团队经验丰富

1. 公司概况：运动休闲鞋制造龙头

华利股份主要从事运动鞋履的设计、生产与销售，下游客户包括 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG 等国际知名运动品牌。公司在越南、中国、多米尼加、缅甸等国家建立 21 个制鞋工厂，2019 年鞋履产量超过 1.8 亿双，是全球领先的运动鞋制造商，与头部品牌商建立长期稳定的合作关系。公司创始人拥有 50 多年制鞋经验，1989 年带领团队转移至大陆进行生产，拓展国际品牌商客户快速成长。2005 年后公司制鞋工厂逐步向越南转移，并在中山设立开发中心与管理总部，完善制鞋产业链。

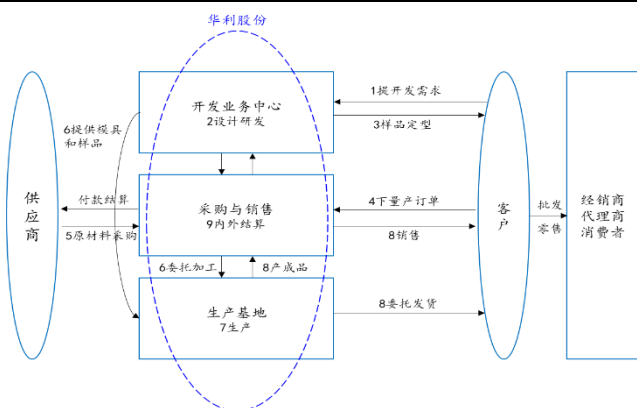
图 1：公司主要发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

从产业链来看，公司主要负责运动鞋设计开发、原料采购、生产销售，下游客户提出设计图纸或产品需求，公司开发样品并向供应商采购原料进行生产。公司设有设计、贸易、生产等子公司，其中母公司负责鞋履模具制造及内部协调、统筹管理，贸易子公司负责接单、原料采购及销售，委托生产子公司进行生产制造并支付加工费。公司以越南、中山、多米尼加、缅甸为生产中心，香港、中山为贸易结算中心，中山为开发设计中心，各司其职完成制鞋主业。

图 2：公司在制鞋产业链所处环节



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 3：公司不同地区子公司分工情况

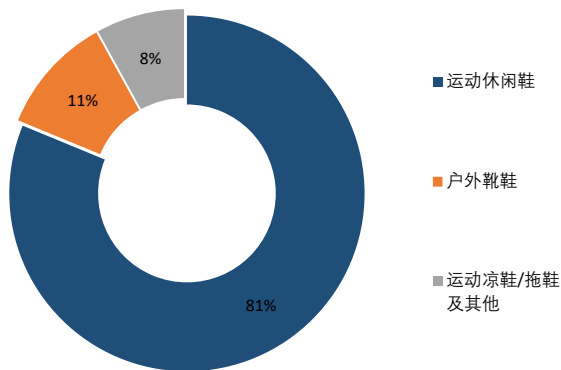
| 定位 | 地区 | 子公司职能 |
|--------|---------------|----------------------|
| 生产制造中心 | 越南、中山、多米尼加、缅甸 | 制鞋工厂、鞋面的编织生产、鞋履模具的生产 |
| 贸易结算中心 | 香港、中山 | 接受订单、采购原材料、收支货款 |
| 开发设计中心 | 中山 | 鞋履开发 |
| 部分鞋材采购 | 台湾 | 本地小批量采购、台籍员工社保 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

从产品来看，公司主要生产运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等，以运动休闲鞋为主，2020 年收入占比为 81.00%，包括 Nike、Coverse、Vans 等主要客户，户外靴鞋 2020 年

收入占比为 10.71%，主要客户包括 UGG、Columbia、Vans 等品牌，终端消费者以户外运动爱好者为主，运动凉鞋/拖鞋 2020 年收入占比为 8.02%，主要服务 Teva、Nike、Puma 等品牌。

图 4：2020 年公司不同产品收入占比情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：公司不同产品及对应的主要客户

| 产品 | 主要客户 |
|---------|---------------------------------------------------|
| 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 |

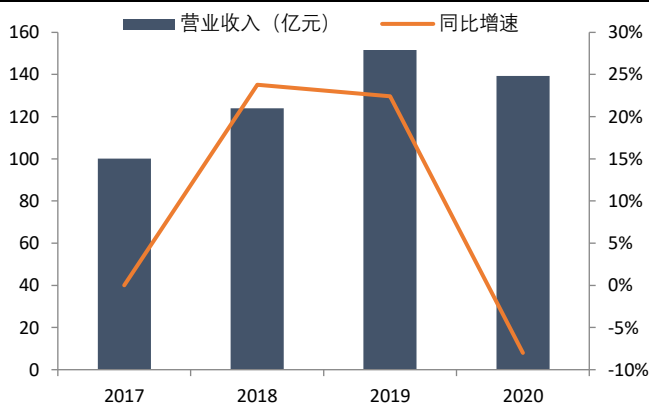
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2. 收入分析：客户集中度较高，持续扩张产能

借助头部供应链的优势，近年来公司收入、利润保持较快增长，2019 年公司实现收入 151.66 亿元、同增 22.42%，归母净利 18.21 亿元、同增 18.86%。2020 年受肺炎疫情影响，公司收入同降 8.14% 至 139.31 亿元，归母净利同增 3.16% 至 18.79 亿元。

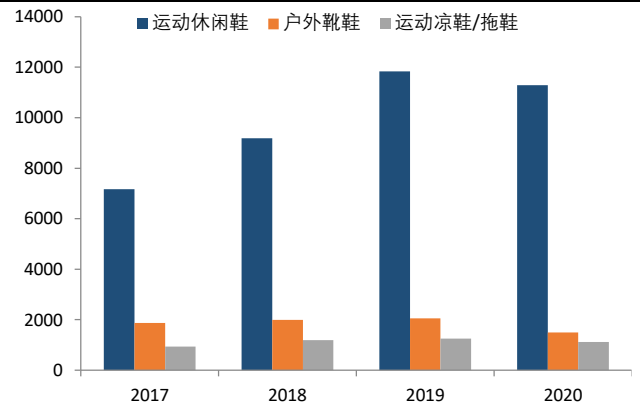
分品类来看，运动休闲鞋贡献主要增长来源，2018-19 年实现收入 91.86 亿元、118.42 亿元，同增 28.06%、28.92%，公司深化与头部品牌合作，积极扩大产能，下游客户收入增长叠加公司对客户销售份额扩大，推动收入增长。2020 年受疫情影响，客户订单短期减少，运动休闲鞋实现收入 112.84 亿元，同降 4.71%。分量价来看，2018-19 年公司运动休闲鞋销量为收入增长主要驱动力，2019 年单价增速较大、主要由于高单价产品订单占比提升以及汇率贬值。户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他对收入占比及增速相对较低。

图 6：近年来公司收入增长情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：近年来公司不同产品收入增长情况

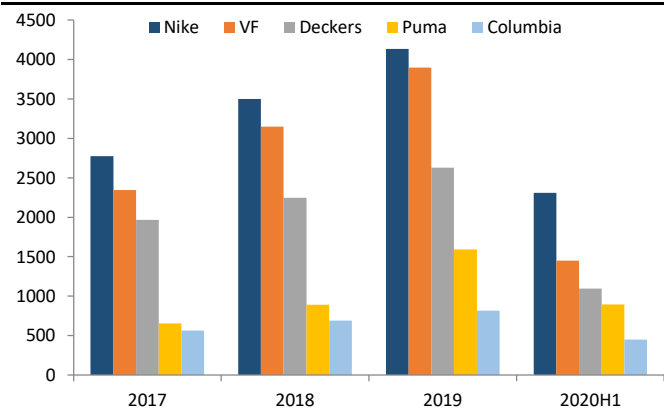


资料来源：Wind，信达证券研发中心

分拆来看，公司下游客户集中度较高，2019 年前五大客户收入占比为 86.14%。公司大力拓展国际品牌，凭借自身优质供应链的研发设计、产品质量、成本管控、快速交付等优势，强化与头部品牌合作，带动收入保持增长。2017-19 年公司前五大客户收入均保持增长，一方面全球运动鞋服行业景气度较高，下游客户运动鞋收入保持增长，对供应商的采购订单增加，另一方面公司作为运动鞋制造龙头，与下游客户建立长期稳定的合作关系，提升在主要客户

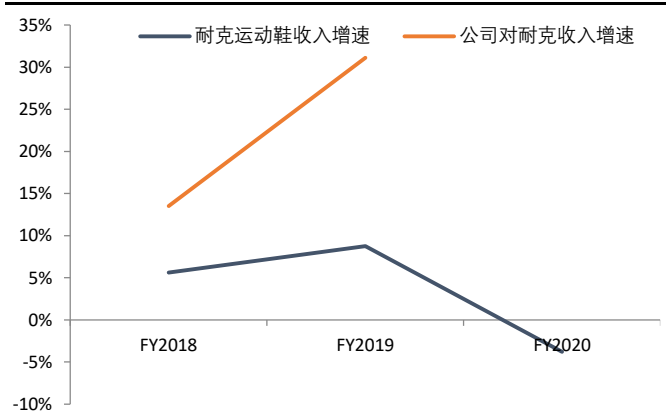
的运动鞋采购份额。2018-20 财年¹耐克运动鞋收入为 1428.36/1671.12/1662.02 亿元，同比增长 5.63%/8.77%/-3.79%，2017-19 年公司对耐克销售收入为 27.76/31.51/41.32 亿元，2018-19 年同增 13.51%/31.13%，在耐克鞋类产品采购占比持续提升。

图 8：近年来公司前五大客户收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

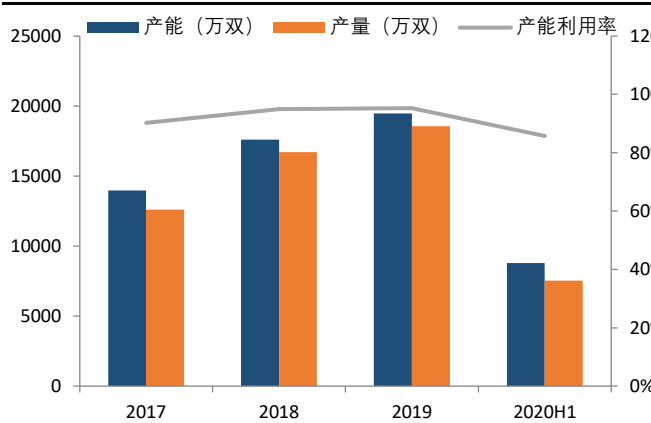
图 9：耐克运动鞋收入增速及公司对耐克销售收入对比



资料来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

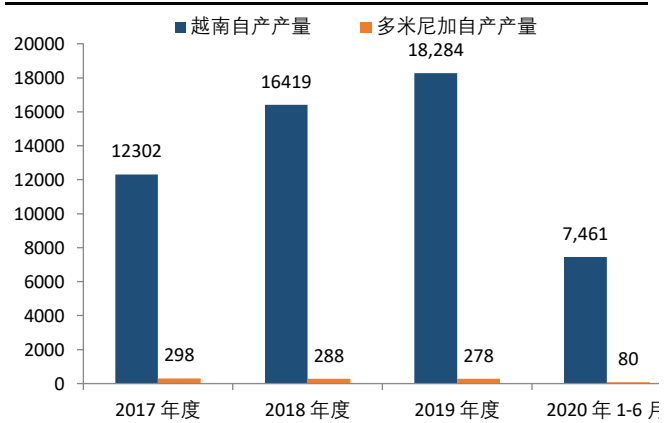
从产能来看，公司持续增加设备投资，扩大运动鞋产能，确保收入保持增长。2017-19 年公司产能分别为 13.97/17.60/19.48 亿双，产能利用率为 90.19%/94.92%/95.28%，产能利用率处于较高水平，头部客户新增订单带动收入增长。公司产能主要在越南北部地区，2019 年越南生产员工、产量为 10.94 万人、1.83 亿双，占比为 98%、99%，越南工厂生产员工的人均产量为 1671.62 双，高于多米尼加工厂，规模优势明显。近年来公司主要在越南扩大产能，未来将越南、缅甸等地区投产，带动收入增长，中国主要作为管理总部、开发设计中心、供应链中心及部分针织鞋面生产基地。

图 10：近年来公司产能、产量增长情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 11：近年来公司不同地区产量增长情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

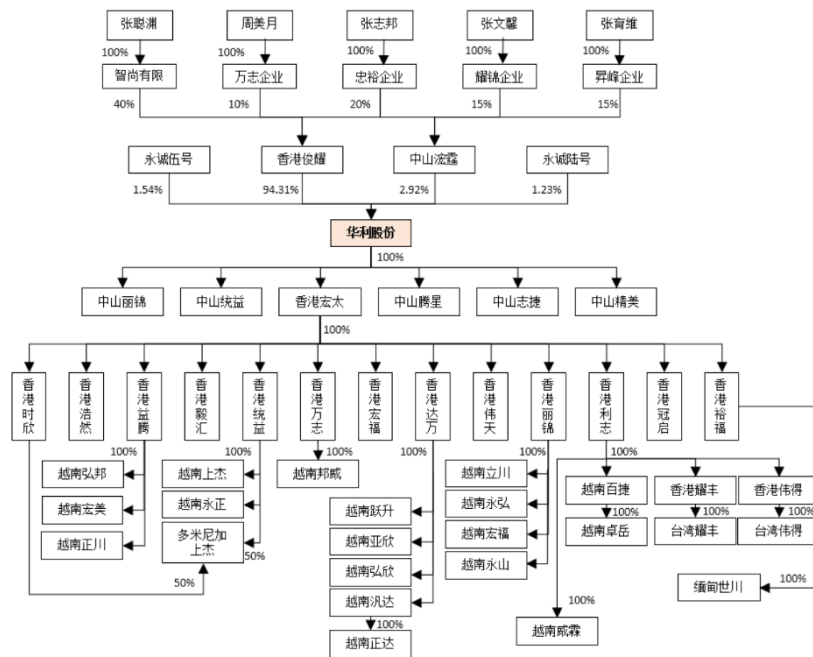
3. 公司治理：家族控股，管理层运营经验丰富

公司实际控制人为张聪渊家族，上市前通过香港俊耀、中山泓霆合计持有公司 97.23% 的股权，对公司掌控力度强，持股比例集中，永诚伍号、永诚陆号为私募股权投资基金，持股比例相对较低。本次 IPO 公司拟发行不超过 1.17 亿股，占发行后总股本的 10.03%，上市后实控人持股比例降至 87.48%，话语权仍较强。张聪渊曾担任台湾景新鞋业总经理、广州番禺兴泰鞋业总经理，1990 年-2014 年任职于新津集团，历任董事总经理、集团副主席、业

¹ 耐克公司财报截止为每年 5 月 31 日，华利股份财报截止为每年 12 月 31 日，为方便比较简单使用华利股份的收入与下一财年耐克收入对比

务总裁等职务。2018 年张聪渊家族对控制的鞋履制造资产进行整合，由华利股份及子公司通过收购完成鞋履制造业务布局。

图 12：上市前公司股权结构及主要控制关系



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

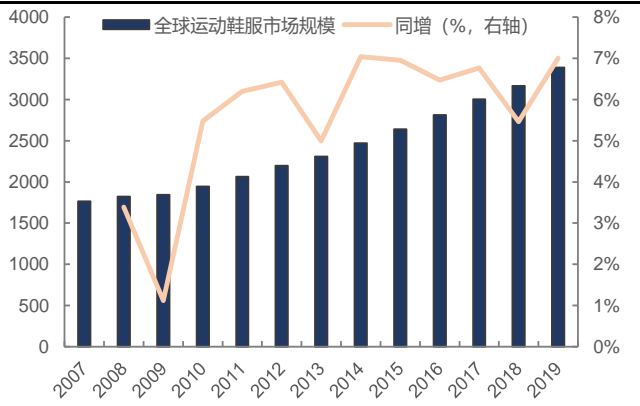
公司为家族式控股企业，采用现代化管理模式，核心管理人员鞋类制造运营经验丰富，且具有运动品牌工作背景、客户资源优势明显。

创始人张聪渊拥有超过 50 年鞋履制造、销售经验，管理能力强。副董事长、执行长张志邦为董事长之子，曾担任中山精美品牌开发副理、福清宏太鞋业协理、副总经理等职务，徐敬宗为董事长女婿，担任副董事长、副总经理，张文馨为董事长之女，担任董事、副总经理，张育维为董事长之子，担任董事、副总经理。总经理刘淑娟曾任清禄鞋业开发业务经理、匡威运动全球开发业务资深总监，2015 年加入中山志捷，其他高管同样均在鞋类制造行业深耕多年，具有丰富管理、运营经验。

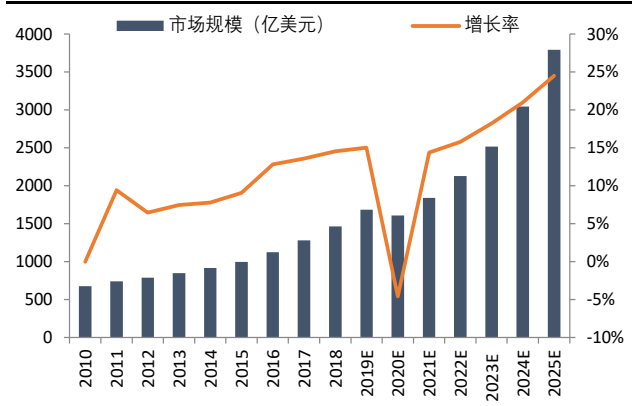
行业分析：高景气行业孕育大制造龙头

1. 运动鞋服行业：运动消费升级，景气度持续较高

近年来受益于消费者健康意识提升，运动爱好人群不断扩大，对运动鞋服产品需求持续增加，带动全球运动鞋服行业保持快速发展。据欧睿数据，2019 年全球运动鞋服市场规模为 3387 亿美元，同比增长约 7%，行业景气度处于较高水平。全球运动鞋市场增速同样较快，Grand View Research 数据显示 2018 年全球运动鞋履市场规模达 1465 亿美元，同比增长 14.6%。2020 年受全球新冠肺炎疫情疫情影响，线下门店客流量减少，运动鞋需求有所下降，前瞻产业研究院数据显示 2020 年全球运动鞋市场规模同降 4.57% 至 1608 亿美元，预计 2021 年后需求将持续恢复，2025 年全球运动鞋市场规模达 3791 亿美元，2021-25 年复合增长率超过 14%。

图 13：2019 年前全球运动鞋服市场规模增长


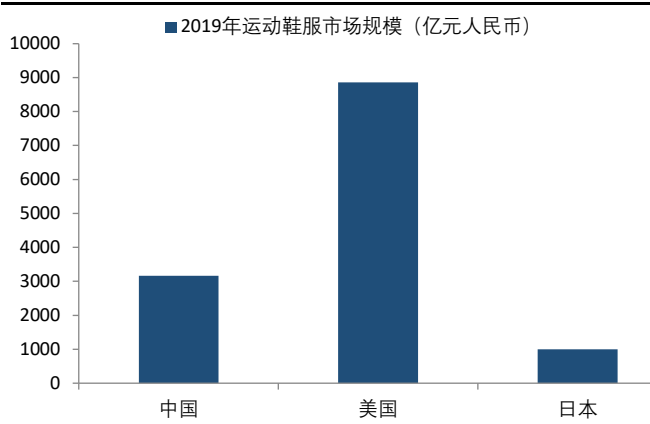
资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

图 14：全球运动鞋服市场规模增长情况及预测


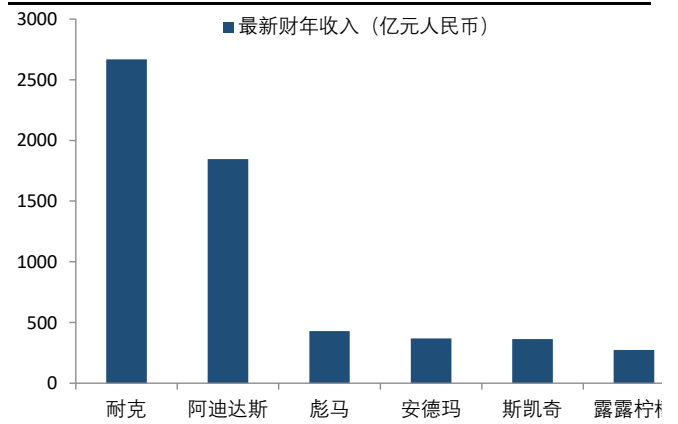
资料来源：Grand View Research，前瞻产业研究院，信达证券研发中心

目前全球运动鞋服主要消费市场分布在美国、欧盟、中国、日本等地区，据欧睿数据，2018 年美国、中国、日本、英国、德国为前五大运动鞋服消费国，合计占全球市场份额的 59%。近年来中国居民更加注重健康，体育消费升级，运动鞋服市场保持较快增长，快速成长为全球第二大运动消费市场，2019 年中国运动鞋服市场规模为 3166 亿元，同比增长 17%。

从品牌来看，运动鞋服行业两大头部公司市场地位显著，其他公司体量差距相对较大。2020 财年耐克、阿迪达斯分别实现收入 374.03、264.84 亿美元，占全球市场份额约为 11.04%、7.82%²，规模优势明显，相比之下最新财年彪马、安德玛、斯凯奇、安踏等公司收入为 61.64、52.67、52.20、48.63 亿美元，占全球市场份额低于 2%，收入规模有增长空间。

图 15：2019 年全球运动鞋服行业主要国家市场规模对比


资料来源：Euromonitor，信达证券研发中心

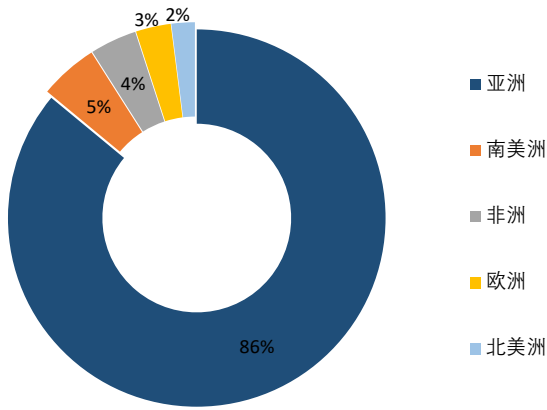
图 16：2019 年全球运动鞋服龙头公司收入对比


资料来源：Wind，信达证券研发中心

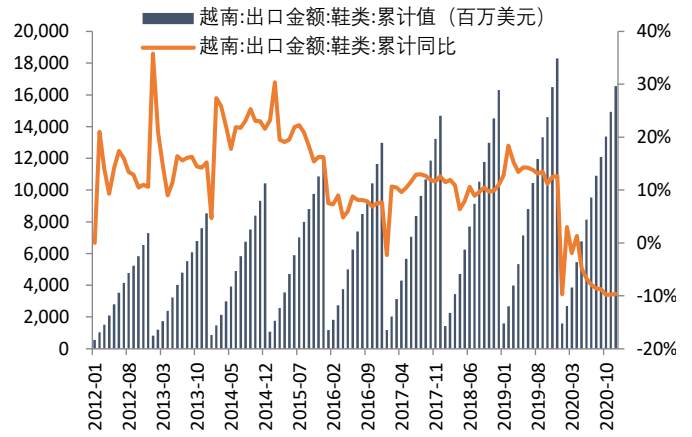
2. 运动鞋制造行业：依赖人口红利，外包铸就制造龙头

制鞋业是典型的劳动密集产业，21 世纪后中国凭借巨大人口红利成长为全球最大的制鞋基地，2019 年鞋履产量占全球比重为 55.5%。近年来全球制鞋产能逐步向越南、印度、印尼、缅甸等低成本国家转移。据葡萄牙制鞋业发布的报告显示，2018 年全球鞋履产量达 242 亿双，其中亚洲产量占比为 86%，中国、印度、越南、印尼、巴西鞋履产量位居全球前五。目前东南亚国家具有低劳动力成本、所得税优惠、低关税等优势，且毗邻中国大陆方便获得原材料配套供应，制鞋业获得较快发展。

² 耐克财报截止日非年末，且运动鞋服公司财报收入包含部分经销口径收入非终端零售额，故此处市场份额为估算数据。

图 17：2018 年全球各大洲鞋履产量占比


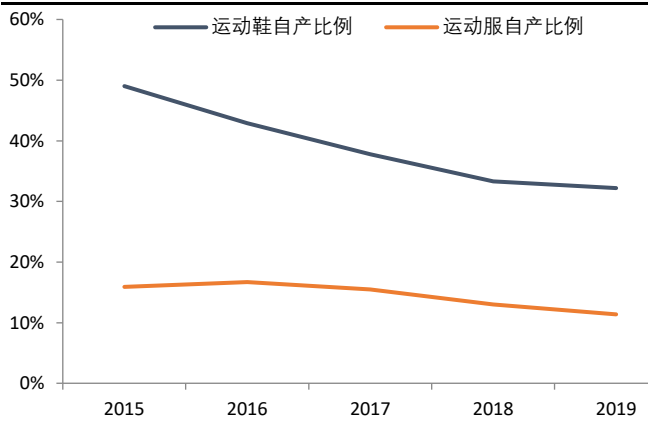
资料来源：葡萄牙制鞋业协会，信达证券研发中心

图 18：近年来越南鞋类出口金额增长情况


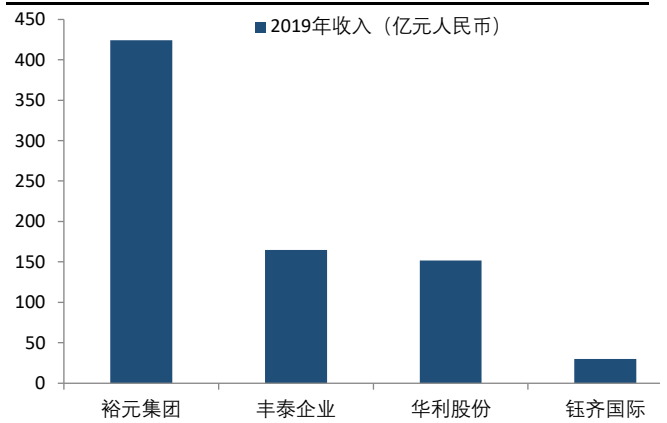
资料来源：越南统计局，信达证券研发中心

多数运动鞋服品牌采用轻资产运营模式，生产外包给专业制造商，自身聚焦产品设计研发、品牌塑造、营销宣传等高附加值环节，以代工起家的中国运动品牌安踏、特步等也逐步降低自产比例，将生产环节外包。运动鞋履生产工艺复杂，多数鞋型工艺超过 100 道，需要专业制造商丰富的生产经验确保成本控制、品质、交期、环保等要素。因此在品牌商的背后，运动鞋行业涌现了裕元集团、丰泰企业、华利股份等大型制造企业，同样享受行业发展红利。

目前运动鞋制造行业市场规模尚无权威数据，鉴于运动鞋加价倍率通常在 3~5 倍，我们保守估计 2019 年全球运动鞋制造市场规模约为 481 亿美元（对应约 3360 亿人民币）。目前全球运动鞋制造龙头企业基本在中国大陆和中国台湾，从上市公司来看，裕元集团、丰泰企业、华利股份收入规模位居前三，2019 年鞋类制造收入为 424.03 亿元、165.01 亿元、151.66 亿元，占全球运动鞋制造行业的 12%、5%、5%，行业集中度相对较高，且均为从台湾起家的企业。

图 19：近年来安踏体育逐步降低运动鞋服自产比例


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 20：2019 年全球部分运动鞋制造龙头收入对比


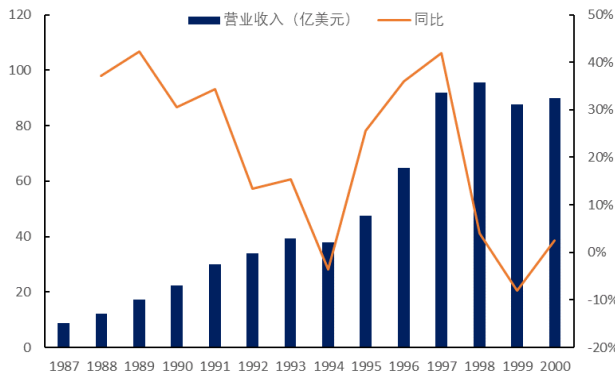
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3. 台湾制鞋行业：天时地利人和造就全球行业龙头

作为人力密集型产业，制鞋行业发展非常依赖于劳动力成本优势。全球制鞋行业重心首先由意大利、西班牙等欧洲地区转移至日本、韩国，20 世纪 80 年代后转移至中国台湾地区，90 年代后逐步向中国大陆转移，21 世纪后越南、柬埔寨等东南亚国家制鞋行业快速成长。全球制鞋行业多次转移中诞生的龙头企业（尤其是运动鞋）多为台湾籍企业，我们认为其背后包含天时、地利、人和三个主要因素。

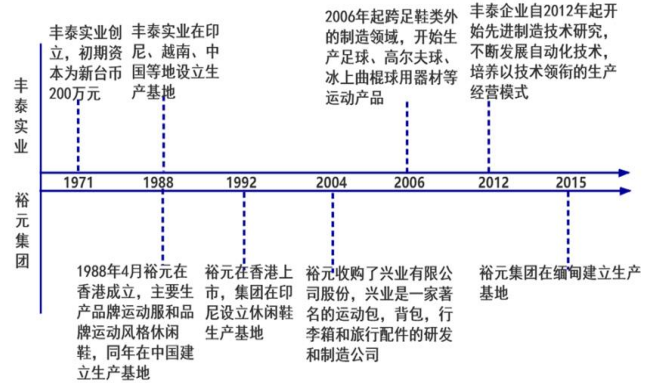
天时：台湾地区制鞋行业发展的时间正值全球运动鞋服品牌龙头崛起的黄金阶段。20 世纪 80 年代后全球体育运动消费持续扩张，耐克、阿迪达斯、彪马等品牌收入规模开始快速增长，1987 年耐克收入为 8.77 亿美元，1998 年增至 95.53 亿美元，年复合增长率为 24.25%。品牌在发展早期寻求优质供应商合作，与台湾地区宝成、丰泰、清禄等企业建立合作关系，并在长期增长中带动供应商体量扩张。因此台湾制鞋企业（尤其是运动鞋）在发展过程中赶上了品牌商的崛起，把握机会与其建立长期稳定的合作关系，而且品牌商逐步提升供应链企业集中度、确保供应稳定性，台湾制鞋企业相比之后中国大陆、东南亚地区的竞争对手具有先发优势和准入壁垒。

图 21：1987-1998 年耐克收入增长情况



资料来源：Bloomberg，信达证券研发中心

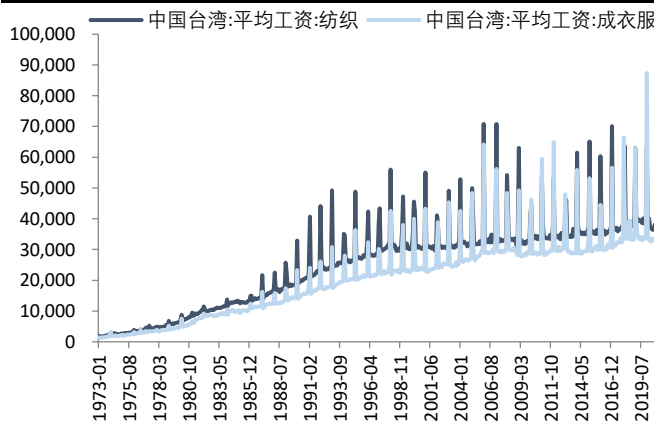
图 22：制鞋龙头裕元集团、丰泰实业发展历史



资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

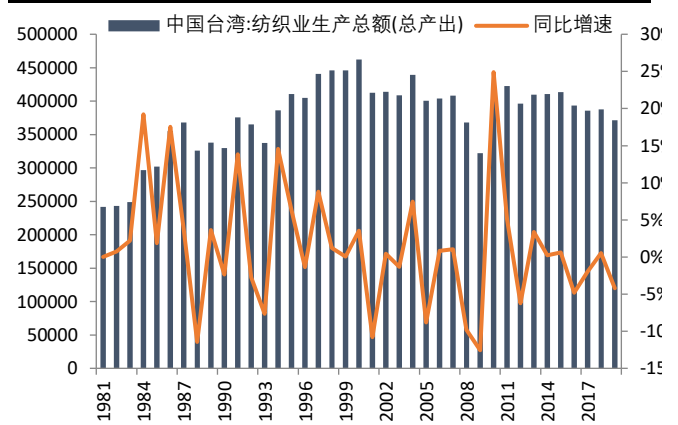
地利：20 世纪 60 年代后台湾地区具备人力成本优势，承接全球制鞋产业链转移，龙头企业把握住机会快速成长。台湾自 20 世纪 60 年代后开始大力发展外向型经济，借助人口红利大力发展纺织、制鞋、家电等劳动密集型产业，提供了龙头企业诞生的土壤，宝成、丰泰、清禄、隆典等制鞋企业快速成长，抢占耐克、阿迪达斯、彪马、新百伦等品牌的订单。相比之下日本、韩国等制鞋企业由于劳动力成本上升、未能及时转移产能受到冲击。

图 23：中国台湾地区劳动力成本持续上涨（单位：新台币）



资料来源：台湾统计局，信达证券研发中心

图 24：台湾纺织/制鞋行业市场规模



资料来源：Wind，信达证券研发中心

人和：在制鞋行业，台湾地区涌现了一批优秀企业家带领团队打造制鞋龙头，通过打造供应链优势、积极维护品牌关系、灵活调整产地等措施迅速成长起来。

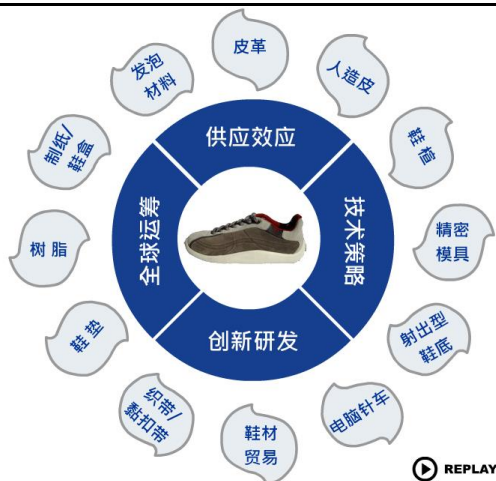
优质台湾制鞋企业抓住产业链转移机会，打造在成本、品质、交期、研发设计等方面优势，不断强化管理能力，获得品牌商认可。例如宝成国际（裕元集团母公司）1969 年从鞋品小作坊起家，通过投资第一家现代化工厂在同质化竞争中脱颖而出，并获得阿迪达斯订单，此后公司注重成本、品质把控，建立包含上下游的“花瓣型”完整产业链，强化研发创新投入，

得到更多客户认可并快速扩大产能。其他头部企业同样打造运动鞋行业优质供应链，奠定在竞争中胜出的基础。

思路灵活，快速调整产地。鞋类产能变迁与劳动力成本密切相关，台湾制鞋企业及时调整产能布局，在台湾人力成本上升、比较优势丧失后及时向内地、东南亚转移产能，强化低成本竞争优势。例如 1988 年裕元集团即进入中国大陆市场，在东莞投资第一条内地生产线，并在此后投资 10 亿美元建设裕元工业园。1992 年、1994 年裕元集团分别在印尼、越南设立工业园，较早投资东南亚产能。相比之下 20 世纪 80 年代韩国制鞋企业大多未能把握中国大陆、东南亚地区成本优势及时转移产能，文化、语言差异较大，此后在激烈竞争中逐渐没落。且耐克于 1980 年开始与大陆地区国企合作生产运动鞋，但由于生产经验不足、产业链配套不完善、企业管理能力较差，生产品质、交期、模具开发等方面均落后于台企，因此品牌商倾向于与台湾工厂合作共同将产业链转移至中国大陆、东南亚地区。

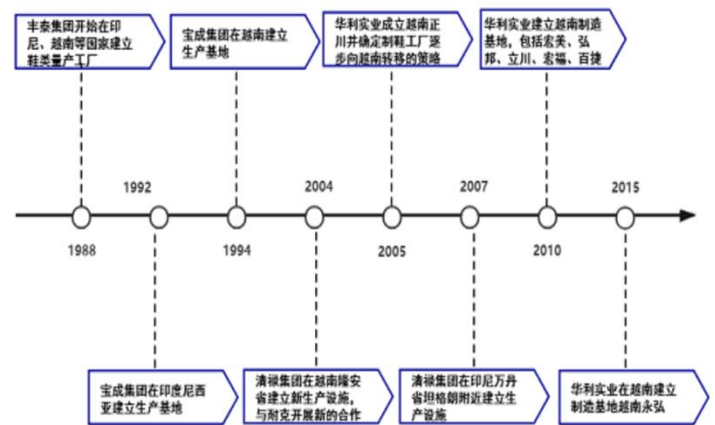
注重与品牌商的紧密联系，建立先发优势。例如二十世纪 70 年代尚未出名的耐克在中国台湾寻找代工企业屡屡碰壁，同样体量较小的丰泰企业接下耐克订单，此后与其建立牢固的合作关系，并争取到耐克在丰泰设立第一个海外研发中心，共同研发气垫鞋、针织鞋面球鞋等高利润率产品。目前丰泰成长为全球运动鞋制造龙头，生产占耐克出货量约 1/6，2019 年生产成品鞋 1.23 亿双，与头部品牌建立稳固的合作关系。

图 25：宝成国际建立花瓣型制鞋产业链



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

图 26：台湾制鞋企业较早投资东南亚产能



资料来源：各公司官网，信达证券研发中心

战略分析：打造品牌一供地位，专注规模化品类

品牌商注重维护头部供应商关系，但同时也会对供应商体系进行优化调整，激励工厂优化生产水平。与裕元集团、丰泰企业等相比，在运动鞋制造行业公司起步较晚，1995 年后开始与匡威合作生产运动鞋。公司后来居上的重要驱动因素为迎合品牌商的供应链体系、采用合适的品牌和品类战略，专注于休闲鞋、跑步鞋等品类，注重规模效应，打造成本、品质、交期等优势，目标成长为下游客户运动鞋第一大供应商，巩固行业地位。

1. 客户采购结构：品牌商与供应商“相爱相杀”

我们以耐克为例分析头部品牌商的供应链竞争格局及历史发展，并得出两大结论：1) 随着头部制造商规模的扩大，运动鞋制造行业集中度也处于较高水平，头部台湾、韩国等制造商与运动品牌建立较为紧密的合作关系，新进入者难以搅动头部格局；2) 品牌商控制头部供

应商规模以确保自身话语权，耐克最大供应商采购占比天花板估计为 20%-30%，且品牌商不断调整供应商采购占比，为中尾部供应商提供扩大供货份额的机会，给予供应商激励不断提高生产水平。

首先，根据耐克发布的供应链企业名录，2019 年耐克共有 118 个运动鞋代工厂（包含原材料、设备等供应商）、308 家运动服装代工厂、75 家运动装备代工厂、56 家原材料代工厂。耐克运动鞋供应商的集中度较高，2020 财年最大的工厂生产量占比为 9%，前四大供应商集团产量占比均超过 10%、合计占比为 61%，其余 20 家供应商集团及 16 个独立工厂产量占比为 39%，供应商平均产量占比低于 2%。耐克头部运动鞋供应商集团拥有超过 10 家工厂，员工总数超过 5 万人，相比之下独立工厂平均员工人数为 500 人，产量估计显著低于头部工厂。

分品牌来看，2020 财年耐克、匡威分别实现收入 355.68 亿美元、18.46 亿美元，其中运动鞋收入为 233.05 亿美元、16.42 亿美元。2019 年耐克、匡威分别拥有约 106 家、10 家运动鞋工厂（其中 4 家工厂为两个品牌代工、6 家工厂未标注品牌）。我们假设耐克、匡威毛利率均为 43.42%，测算 2020 财年耐克、匡威运动鞋采购金额约为 101.19 亿美元、7.13 亿美元，工厂给耐克、匡威的平均销售额为 0.95 亿美元、0.71 亿美元。我们假设 2020 财年耐克公司前四大运动鞋供应商集团销售额占比与产量占比相同，测算合计销售额为 61.73 亿美元，其他供应商平均销售额低于 2.02 亿美元。

品牌商运动鞋产品每年不会有特别大的变化，需要稳定的供应链确保产品交期、品质、控制成本，因此头部供应商基本都合作多年，具有丰富的协同经验和良好的关系，规模优势也比较明显，如果没有特别大的变化不会被品牌商轻易更换。全球运动鞋服龙头品牌对制造商进行长期考察以决定是否纳入核心供应商，合作早期制造商只能获取少量订单以接受品牌商考察生产技术、质量控制、交付时间、开发设计能力，根据考核结果来决定订单量增加情况，相比之下中小制造商差距明显。因此运动鞋制造商的新进入者经过多年考察可以进入头部品牌供应链体系，但快速成长取代头部供应商具有一定难度

表 1：2019 年耐克集团主要运动鞋供应商基本情况（包含原材料、设备等供应商）

| 集团名称 | 服务品牌 | 供货工厂数量 | 工厂员工数量 | 工厂生产员工数量 | 所属地区 | 基本情况 |
|-------------|------------------|--------|--------|----------|------|--------------------------------------------------------------------------------------------|
| 泰光集团 | NIKE | 14 | 91678 | 80683 | 韩国 | 泰光集团年销售额 2.0 兆韩元（2019 年 12 月统计），主要从事行业为纤维、纺织品、资产、石化、新材料，业务范围包含为鞋履品牌提供化工产品。 |
| 久兴控股有限公司 | NIKE CONVERSE | 7 | 23312 | 18925 | 中国台湾 | 久兴控股有限公司是优质鞋类和皮革制品的领先开发商和制造商，2007 年在香港上市，客户群包括运动服、休闲鞋、时尚鞋品牌，比如 Clarks、Nike、UGG、Tory Burch。 |
| SSIPL | CONVERSE | 1 | 2688 | 2399 | 印度 | SSIPL 是一家综合性运动服装公司，自 1994 一直从事国际运动和生活方式品牌的制造，零售和分销业务，为诸多国际知名品牌如耐克、匡威、彪马、亚瑟士制造鞋类。 |
| SPORTS GEAR | NIKE | 1 | 10118 | 7332 | | |
| 广硕鞋业有限公司 | NIKE | 12 | 42729 | 31835 | 中国台湾 | 清远市广硕鞋业有限公司一家大型的中外合资制鞋企业，也是 NIKE 在中国大陆的第一家签约工厂，生产国际品牌耐克运动鞋。 |
| PRATAMA | NIKE | 3 | 31602 | 27116 | | |
| 宝成国际 | NIKE | 8 | 91573 | 73879 | 中国台湾 | 台湾宝成国际集团主要生产制造批发休闲运动鞋、服装 |

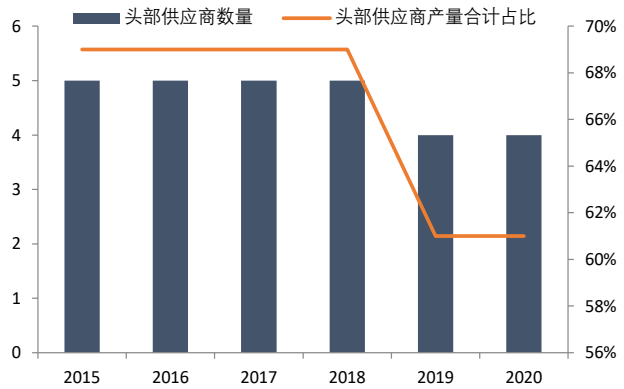
| | | | | | | |
|--------------|------------------|----|--------|-------|------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 集团 | CONVERSE | | | | | 与配件，是全球品牌运动鞋与休闲鞋营业额最大的集团，为 Nike、Adidas、New Balance、Asics 等超过世界 50 家国际知名品牌设计制造及生产。 |
| MV SHOES | NIKE | 1 | 218 | 168 | | |
| MAS 控股公司 | NIKE | 1 | 2012 | 1016 | 斯里兰卡 | MAS 控股公司在全球 5 个国家开展业务，是许多品牌例如耐克及 Marks & Spencer 的供应商，与 Ann Taylor、Adidas、Banana Republic、Speedo 及 Gap 均有贸易合作。 |
| LIM | CONVERSE | 1 | 26 | 19 | | |
| 来亿兴业股份有限公司 | | 2 | 12050 | 9842 | 中国台湾 | 来亿兴业股份有限公司产业涉足多个方向，包括货品运输机、鞋靴制造、机械修理、皮革制造、纺织材料生产等。 |
| KMK | NIKE | 2 | 13193 | 12050 | | |
| 华利集团 | NIKE | 4 | 43827 | 39081 | 中国台湾 | 宏福鞋业有限公司系台商独资企业，是全球最大的加硫鞋生产基地之一。与此同时，上杰、和泰、威霖、永隆（越南）、印尼等旗下公司已创建并共同发展。 |
| HAYAFUJI | NIKE | 1 | 6 | 4 | | |
| 伟创力国际有限公司 | NIKE | 1 | 3579 | 3008 | 美国 | 伟创力国际有限公司业务涉足多个行业，为航空航天、汽车、计算机、工业、消费品、基础设施、医疗等多个领域提供完整的设计、工程和制造服务。 |
| 丰泰企业股份有限公司 | NIKE CONVERSE | 13 | 101514 | 83233 | 中国台湾 | 丰泰企业股份有限公司以制造专业运动鞋为主要业务，量产工厂遍布中国、越南、印尼与印度，生产运动鞋数量占主要客户 NIKE 全球销售量的六分之一。 |
| DIAMANT | NIKE | 3 | 2362 | 1976 | 德国 | DIAMANT 是专业的自行车及系列装备制造制造商，生产各类自行车、鞋、头盔、服饰、零件等，于 2002 年被 Trek 收购。 |
| 隆典实业股份有限公司 | NIKE | 5 | 55299 | 45716 | 中国台湾 | 隆典实业股份有限公司是久负盛名的台湾鞋业巨头之一，出口业务涉及纺织、皮革、塑料合成等多个方面，为众多国际知名鞋类品牌代工 |
| Dass 集团 | NIKE | 4 | 6145 | 4748 | 南非 | Dass 集团成立于 1939 年，主要有三项业务：房地产，纸制品和公共交通。 |
| COOPER SHOES | | 2 | 2910 | 2714 | 阿根廷 | COOPERSHOES 是阿根廷的鞋类产品供应商 |
| 清祿鞋业股份有限公司 | NIKE | 4 | 57907 | 46051 | 中国台湾 | 清祿鞋业股份有限公司是台湾著名的鞋业巨头之一，业务涉及鞋靴制造、纺织品生产、纤维制造等多个方面。 |
| 长信公司 | NIKE | 9 | 66529 | 61734 | 韩国 | 长信公司成立于 2000 年，目前年收入大约在 2 百万到 5 百万美元之间，主要开展鞋设计与鞋加工业务。 |
| 艾利丹尼森公司 | NIKE | 1 | 406 | 289 | 美国 | 艾利丹尼森公司是全球领先的压敏胶标签材料、标贴、零售服装标签及办公用品制造商。公司的研发技术和产品被广泛应用于各大行业和市场，业务遍布全球 50 多个国家，2019 年年收入达 70.7 亿美元。 |
| ANIGER | NIKE | 2 | 4270 | 3829 | 美国 | Aniger Enterprises 是美国的采购商，与英国与比利时的公司有贸易往来。 |

资料来源：耐克官网，信达证券研发中心

其次，品牌商也不希望供应链体系固化，通过订单调配也对供应商进行优化，激励中尾部供应商提高市场份额。以耐克为例，1)2015-18 财年运动鞋供应商有 5 家产量占比超过 10%、合计占比均为 69%，2019-20 财年运动鞋供应商有 4 家产量占比超过 10%、合计占比均为

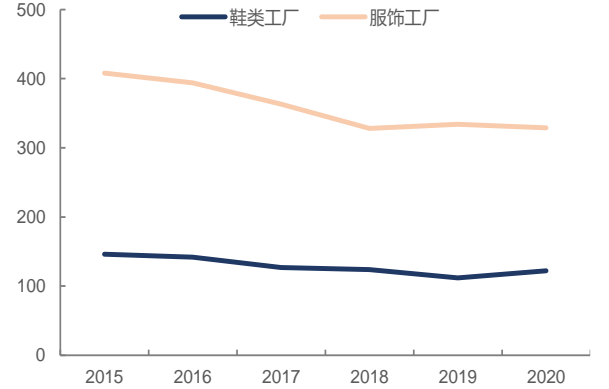
61%，有一家供应商产量占比由 10% 以上降至个位数，考虑到 2015-19 财年供应商数量持续下降，2019 财年中腰部企业产量占比有所提升。2) 2015-19 财年耐克运动鞋供应商数量持续减少，订单向头部工厂集中，2019 财年耐克运动鞋工厂数量降至 112 家，2020 财年提升至 122 家，合作工厂数量有所增长，供应商数量基本保持稳定。

图 27: 近年来耐克产量占比超过 10% 的供应商数量及合计占比



资料来源：耐克财报，信达证券研发中心

图 28: 近年来耐克合作供应商数量变化情况

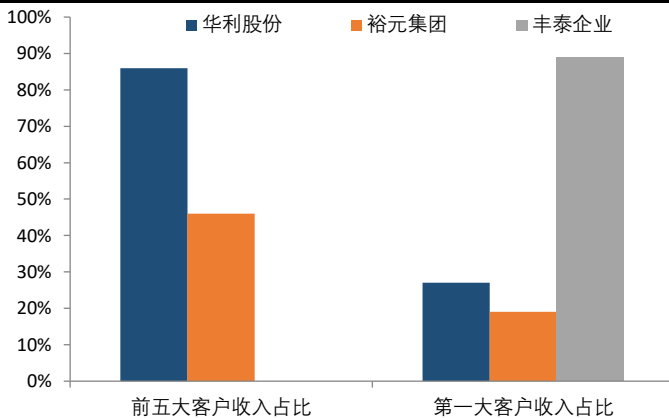


资料来源：耐克财报，信达证券研发中心

2. 客户战略：拓展头部品牌，巩固一供地位

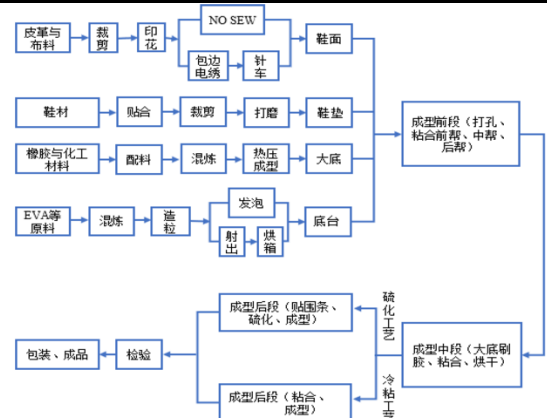
公司客户战略是推动业绩持续成长及未来发展的重要动力。裕元集团收入规模大，客户结构分散，2019 年制造业务前五大客户收入占比仅为 46%。丰泰企业主要依赖耐克，2019 年耐克收入占比超过 80%，收入集中度最高。相比之下公司客户战略为：有限拓展头部运动品牌矩阵并做到第一大供应商，该战略一方面避免头部品牌收入过于集中的风险，品牌会控制头部供应商采购占比，供应商依赖单一品牌收入天花板较低，多品牌合作可打开收入成长空间；另一方面公司可建立明显规模效应和成本优势，运动鞋生产需要较长的开发周期、复杂的流程，生产工序超过 180 道，涉及到原材料通常为几十种，如果生产线频繁调整用于不同品牌、不同 SKU，生产规模效应和成本优势将显著下降。

图 29: 2019 年运动鞋制造龙头客户集中度对比



资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

图 30: 运动鞋生产流程较为复杂



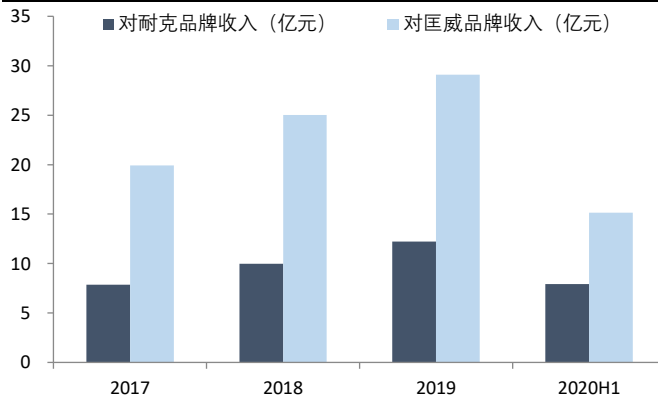
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

因此公司一方面稳步、有限拓展头部品牌客户，另一方面持续扩张在品牌的采购份额。公司目前重点拓展耐克、匡威、Vans、UGG、Puma、Columbia、UA 等运动品牌，除耐克外均已成为品牌的第一大运动鞋采购商，产品竞争力得到客户认可，订单规模效应显著，被品牌商替换的风险相对较小。公司在主要客户的订单持续增加，推动收入稳定增长。

华利股份第一大客户为耐克集团，1995 年即开始与匡威合作生产运动鞋，2012 年开始与

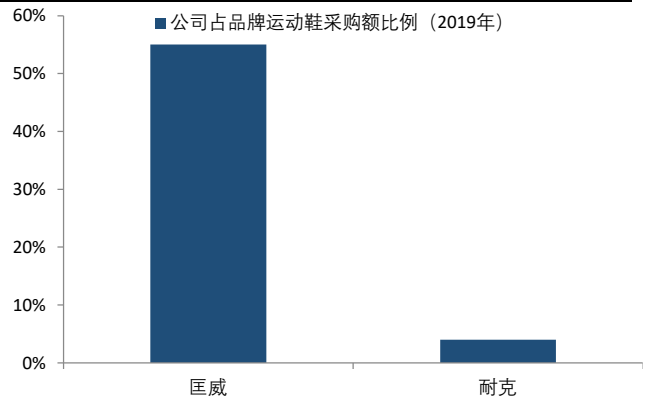
耐克品牌合作，在越南设立耐克专制工厂及耐克开发中心，在耐克品牌供应商体系中属于新生代成员，2019 年公司对耐克、匡威品牌实现收入 12.23 亿元、29.09 亿元，同比增长 22.45%、16.26%。我们估计公司对匡威、耐克品牌的销售约占其运动鞋采购额的 55%、4%，对匡威具有较强的影响力，市场份额较为稳固，在耐克供应链体系中市场份额有提升空间。近年来公司凭借产品价格、快速交期、质量控制等优势对耐克品牌销售实现快速增长。

图 31：近年来公司对耐克、匡威品牌收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

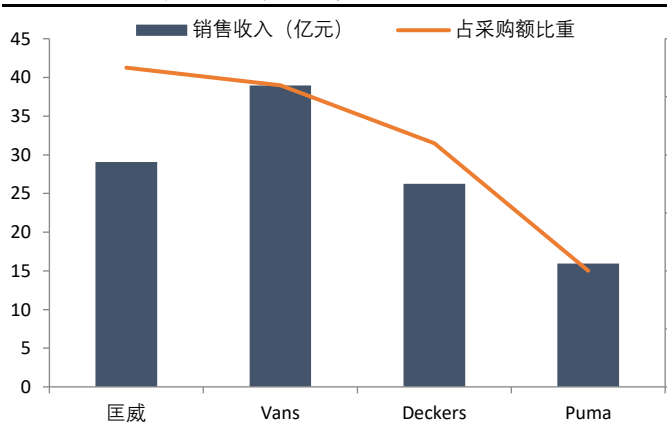
图 32：2019 年公司占匡威、耐克品牌运动鞋采购额比重



资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

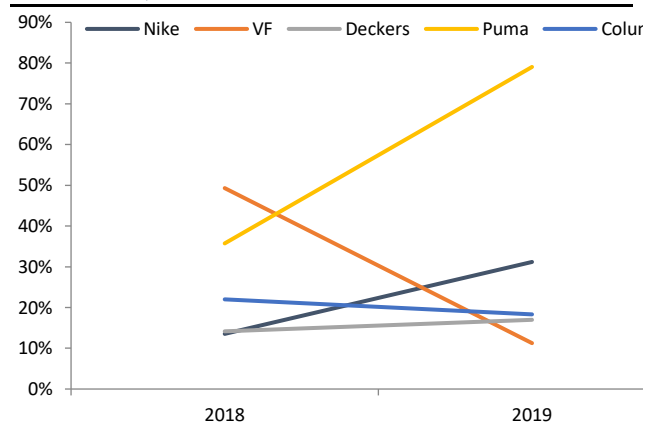
对于其他主要品牌客户，公司均已成为运动鞋第一大供应商。2019 年公司对匡威、Vans、Deckers、Puma 实现收入 29.09 亿元、38.96 亿元、26.27 亿元、15.94 亿元，据我们测算分别占其运动鞋采购额约 55%、55%、40%+、20%，处于较高水平。公司生产规模效应显著，对主要客户收入持续较快增长，进一步强化头部地位。

图 33：2019 年公司对部分品牌销售收入及占其采购额比重



资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

图 34：近年来公司对主要客户收入增长情况



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

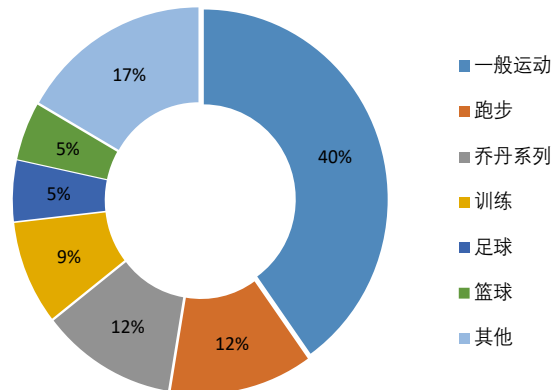
3. 品类战略：专注核心品类，追求规模效应

在品类上，运动鞋包括跑步、篮球、足球、训练、户外、运动休闲等多种产品，公司主要生产跑步鞋、户外鞋、休闲鞋等品类，单价相对较低，但单个 SKU 订单量通常较大，规模效应更为明显，有助于控制成本。公司专注于上述品类，追求规模效应和长期积累带来的业内领先的竞争地位和成本优势，不断扩张市场份额。

以耐克为例，公司目前主要生产耐克品牌的跑步鞋、滑板鞋等运动休闲鞋，适于一般运动和日常穿着，成长空间较大。分品类来看，2020 财年耐克品牌一般运动、跑步、乔丹系列运动鞋服收入占比最高（以批发口径），占比分别为 40%、12%、12%。我们假设运动鞋品类零售结构与整体一致，测算 2020 财年耐克品牌一般运动、跑步销售额为 93.54 亿美元、

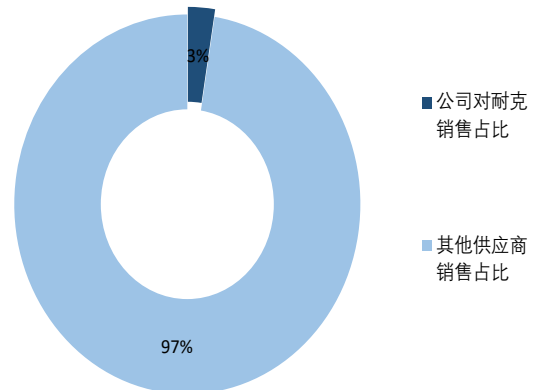
29.16 亿美元，采购额为 52.92 亿美元、16.50 亿美元（假设毛利率与总体保持一致）。2019 年公司对耐克品牌销售额仅为 12.23 亿元，占上述两大品类采购额的 2.52%，未来提升空间较大。

图 35: 2020 财年耐克品牌运动鞋服分品类销售结构(批发口径)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36: 2019 年公司对耐克主要品类销售仍有成长空间

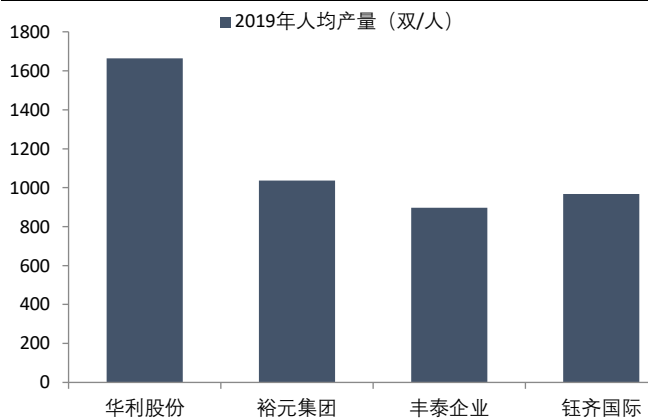


资料来源: 公司招股说明书, Wind, 信达证券研发中心

因此与篮球鞋、足球鞋等相比,公司产品的 SKU 数量少、单 SKU 订单量相对较大,生产的规模效应更为明显。2019 年公司人均鞋产量为 1665 双/年,显著高于主要竞争对手,员工产出效率较高,且生产工序安排更为合理、工艺更为熟练,产出规模效应更强,有利于公司控制生产成本。从毛利率来看,公司前五大客户毛利率显著高于其他客户,主要由于公司订单规模效应更为显著,客户订单量、销售规模更大。

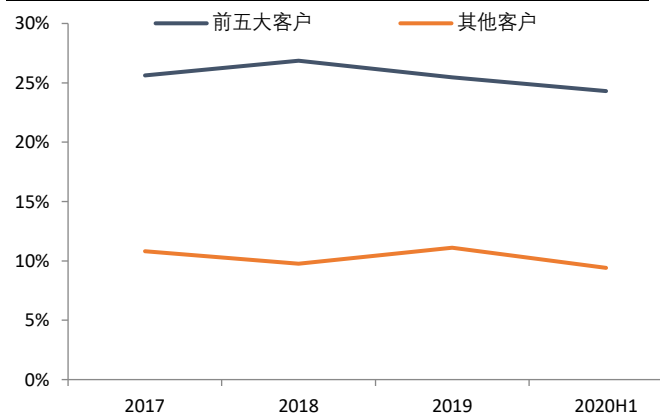
此外公司长期专注核心品类生产,在工人经验、工艺优化、研发设计等方面具有深厚积累,显著领先于竞争对手,从而进一步强化规模效应降低成本、快速研发打样生产完成交期、控制生产品质,有助于获得品牌订单。

图 37: 2019 年公司与同行人均产量对比



资料来源: 公司招股说明书, Wind, 信达证券研发中心

图 38: 近年来公司对前五大及其他客户销售毛利率



资料来源: 公司招股说明书, 信达证券研发中心

成长分析: 公司夯实基础, 打造第二成长曲线

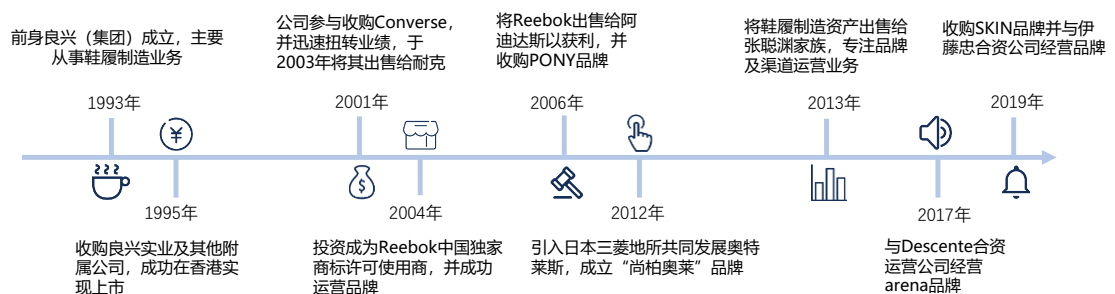
我们认为公司的发展分为两个阶段:一个是公司借助与匡威、UGG、Vans 等品牌长期合作,不断提升供应链能力,并成为头部供应商,公司经过多年发展在激烈竞争中脱颖而出,目前在国际头部运动品牌供应链体系中已具有明显规模和先发优势,具有较强话语权和丰富经验,被替代风险较小,未来将继续巩固龙头地位。另一个是 2010 年后公司发力拓展耐克、Puma、UA 等头部品牌,借助自身优势不断扩大市场份额,未来仍具有成长空间。耐克等品牌头部供应商较为集中,中尾部供应商供货体量估计差距不大,公司作为后进入者具有一定竞争优势

势，有机会提升市场份额，构建“第二成长曲线”。

1. 成长背景：创始人专注制鞋五十余载，切入运动鞋黄金赛道

公司创始人张聪渊自 20 世纪 70 年代起从事鞋类制造行业，20 世纪 80 年代后与合作伙伴共同投资鞋厂。1990 年张聪渊参与设立良兴实业（后更名为新沣集团）从事鞋履代工生产，此后新沣集团拓展国际品牌分销、零售业务，2001 年参与收购 Converse 并扭转业绩后出售给耐克，2004 年底投资 Reebok 中国商标许可使用商，并于 2006 年出售给阿迪达斯。目前新沣集团主要运营美国运动休闲品牌 PONY、运动压缩衣品牌 SKINS、游泳品牌 arena 等，并发展购物中心、奥特莱斯、社区商场等零售业务。

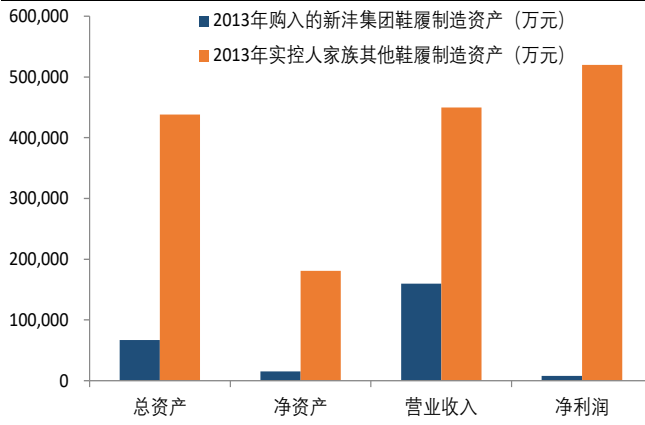
图 39：新沣集团主要发展历史



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

张聪渊先生自 1994 年至 2002 年以及 2005 年至 2014 年任职新沣集团董事，并担任生产业务总裁，负责鞋履制造业务。张聪渊任职期间推动新沣集团制鞋业务发展，先后成立多家生产子公司，并逐步将产能转移至越南。2013 年张聪渊家族向新沣集团收购鞋履制造业务，主要为 Columbia、UGG、Teva 等品牌提供开发、设计、生产、加工等服务，新沣集团专注于非鞋履制造业务。此外张聪渊先生子女较早投资布局鞋履制造企业，2002 年后设立多家公司，为 Converse、Vans、Timberland、Reef 等品牌提供开发、设计、生产服务，成为日后华利集团业务开展的主体。

2013 年后张聪渊家族整合旗下鞋履制造资产，不断拓展 Nike、Under Armour 等新品牌，并淘汰非运动类、成长性较差的品牌，在原有工厂扩产的基础上继续成立多家子公司，构建以中山为管理及开发设计中心，以香港、中山为贸易中心，以越南、中国、多米尼加、印尼为加工制造中心的业务布局。

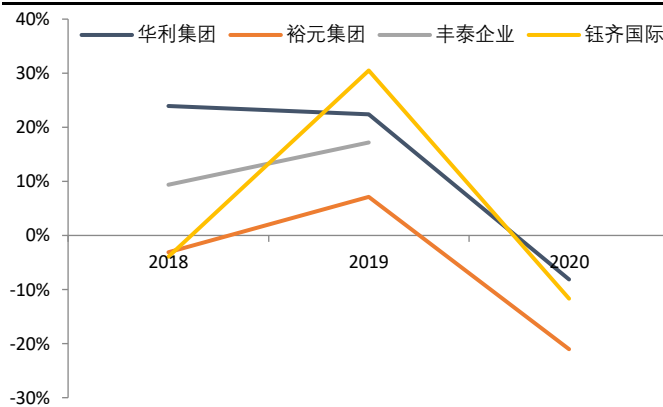
图 40：2013 年实控人购入新洋集团制造资产财务指标对比


资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

图 41：公司形成全球化业务布局


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

创始人家族专注鞋履制造五十余年，致力于打造世界级鞋业制造商，业务聚焦确保公司积累丰富客户资源、制造经验、成本优势，从而在竞争中脱颖而出，近年来实现高于同业的收入增长。经过多年发展，公司逐步聚焦运动鞋制造黄金赛道，不断优化客户结构，形成以国际一线运动品牌为主的优质客户矩阵。公司已成长为全球运动鞋制造龙头，尤其在硫化鞋制造领域规模壁垒明显，优秀的客户、品类战略及创始人专注主业有助于推动公司实现持续性“华丽”成长。

图 42：近年来公司与主要竞争对手收入增速对比


资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

图 43：公司形成国际一线运动品牌客户矩阵


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

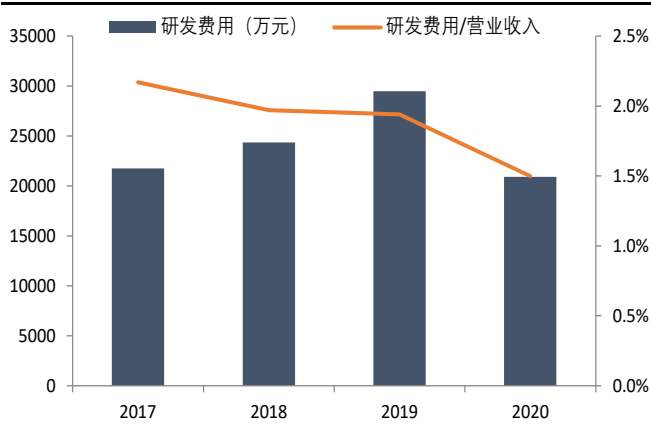
2. 第一成长曲线：多重优势打造制鞋行业龙头

回顾历史，与裕元、丰泰相比，公司起步时间相对较晚，早期主要依托创始人资源拓展国际运动品牌客户，我们看到华利股份与其他制造龙头类似，打造研发设计、品质管理、成本控制、交期服务、客户资源等优势，与优质品牌共同成长起来。目前公司已成为匡威、Vans、UGG 等早期拓展品牌的最大鞋履供应商，也成为 Puma (13 年开始合作) 最大鞋履供应商，未来公司将巩固品牌供应链体系的头部地位，与客户共同成长。

研发设计方面，公司拥有多年运动鞋履开发设计经验，参与客户产品开发过程，截止 20 年 6 月末建立超过 2400 人的设计研发团队，占总人数的 2.24%，2020 年研发费用为 2.09 亿元，占收入的 1.50%。公司生产以冷粘、硫化工艺为主，积极运用 3D 打印、数字化、镭射切割等先进技术，在模具、鞋底、鞋面编织等环节具有核心技术，可以自产一体成型编织鞋面，自行研发不停顿模板系统，使用自动卧式橡胶大底射出机、机械手臂上胶系统，提升生产效率。未来公司将在材料、工艺、技术等方面不断投入，尤其功能性鞋底，满足消费者需

求。

图 44：近年来公司研发费用及占收入比重



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 45：公司部分核心技术与工艺

| 类型 | 技术工艺 | 所处阶段 | 类型 | 技术工艺 | 所处阶段 |
|------|-----------------|---------|------|-------------------|---------|
| 模具技术 | 一种具有自动合模装置的鞋模 | 大规模批量生产 | 编织技术 | 一种针织机械的压圈装置 | 大规模批量生产 |
| | 一种具有模内加温冷却的鞋底模具 | | | 一种浅色织物的抗黄变整理工艺 | |
| | 一种模具CNC机台备刀程式 | | | 用于针织鞋面的新型左右双面跳孔组织 | |
| 制程技术 | 一种全自动片材送料断料机 | 大规模批量生产 | 鞋底技术 | 一种低密度的轻质鞋底 | 大规模批量生产 |
| | 一种数码冲孔制程工艺 | | | 一种防油防滑大底 | |
| | 一种数码电脑打印工艺 | | | 一种冰上防滑大底 | |
| | 研发鞋面无车缝立体作业 | | | 一种轻质橡胶底台 | |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

品质管理方面，公司成立以来重视产品质量，配备检验实验室，建立覆盖原料采购、产品生产、成品检验的全流程质量管理体系，确保产品符合客户要求。公司品质要求相对行业平均水平更为严格，2018-19年公司连续获得耐克颁发的品质奖，得到头部品牌商认可。

成本控制方面，公司具有成本优势，产能布局、产品价格满足品牌商要求，因而订单保持增长。公司成本优势来源包括：1) 较早开始境外布局降低生产成本，2005年公司在越南投资建厂，充分享受人力、运输、关税、所得税等优势，2019年公司越南产能占比超过95%；2) 公司建立从产品设计研发、模具、鞋面、鞋底到成品的完整产业链，产业链一体化布局有助于控制总成本；3) 公司积极引进自动化设备，在重复性高、工艺准确度要求严格的工序替代人工，提高生产效率；4) 公司目前成长为全球制鞋行业龙头，具有明显规模优势，大规模采购降低原材料成本、单位人工成本、管理及销售费用等。

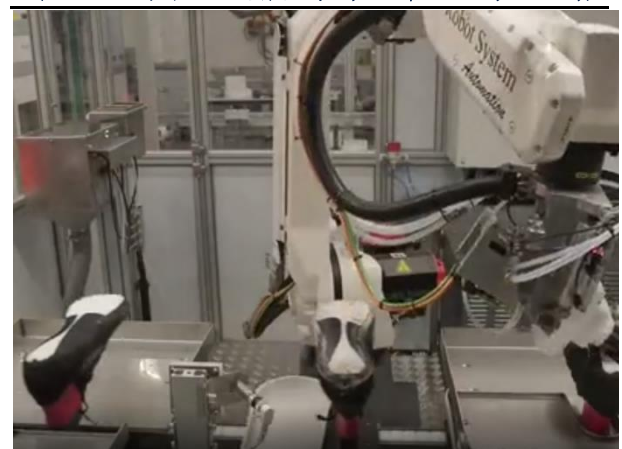
交期服务方面，运动品牌商越来越重视生产的时效性和稳定性，公司具有完整产业链、稳定的供应体系、成熟的生产流程及工人，可以快速完成生产，其中紧急订单交付时间能缩短约一半。公司通过VR设计系统、3D打印系统，能够自主开模、快速制样，为客户提供成熟样品，并借助成熟生产线快速采购、生产，完成客户订单要求。

图 46：公司采用自动化生产设备降低成本

| 自动化设备 | 功能 |
|-----------------|----------------------------------|
| 3D打印技术、VR设计系统 | 大幅提高开发设计效率，缩短开发设计时间及成本 |
| 电脑编织一体成型鞋面生产设备 | 大幅提升编织鞋面生产效率 |
| 不停顿模板系统、不间断电脑针车 | 每台电脑针车可增加约10%的生产数量 |
| 自动卧式橡胶大底射出机 | 以自动射出成型方式逐步取代传统人工热压橡胶大底，生产效率快速提高 |
| 机械手臂上胶系统 | 精准涂布鞋面胶水，提升制鞋质量及减少用 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 47：公司自动化设备提高生产效率、加快产品交期



资料来源：公司官网，信达证券研发中心

公司凭借上述优势，积累较多全球知名运动品牌客户，形成多元化头部客户优势。公司成长较为迅速，已经成为 Converse、UGG、Vans、Puma、Columbia 等品牌客户的最大鞋履供应商，并巩固竞争优势，对单一客户依赖度较低。公司建立客户矩阵后，一方面形成进入壁

垒，绑定优质品牌方资源，订单、盈利水平比较稳定，新进入者难以抢占市场份额；另一方面优质客户要求高，不断提升公司供应链管理能力和自身竞争力，推动业绩快速增长。公司获得品牌商高度认可，主要工厂在客户考核评分中排名靠前，并获得众多奖项认可。

图 48：公司逐步与国际运动品牌建立合作关系



资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 49：公司获得主要客户奖项认可

| 客户 | 奖项 |
|----------|---------------------------------|
| Nike | 2019 年特殊表现奖 |
| Converse | 杰出表现奖 |
| Deckers | 2019 年度第一供应商 |
| Puma | 2018 年最佳表现奖、2017-2019 年可持续发展奖 |
| Columbia | 2019 年运营绩效黄金靴子奖、2017 年卓越伙伴营运优秀奖 |

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

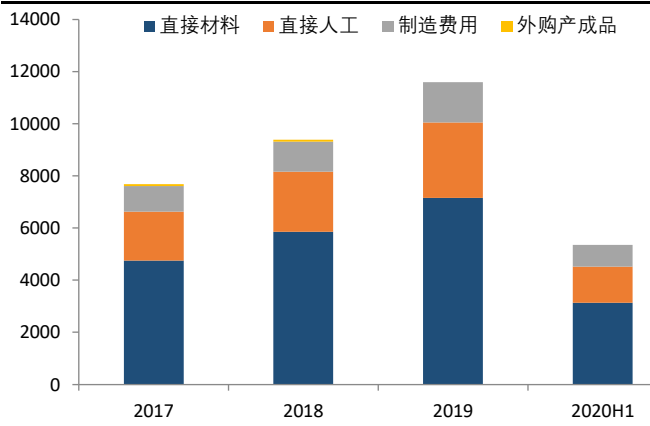
3. 第二成长曲线：成本、交期等优势助力抢占市场份额

公司借助老客户的订单打造供应链优势，奠定发展基础，成长为制鞋行业龙头，铸就第一成长曲线。2010 年后公司大力拓展新客户（如耐克、Puma、UA 等一线运动品牌），打造第二成长曲线，并已初见成效，成为 Puma、UA 最大的鞋履供应商。近年来公司合作时间较长的老客户（如 Converse、Vans、Deckers 等）收入体量相对较小、订单份额已逐步达到天花板，未来公司成长来源包括：1) 传统老客户的销售收入继续增长，带动公司订单持续增长；2) 第二成长曲线中新客户的收入增加叠加公司市占率的提升。

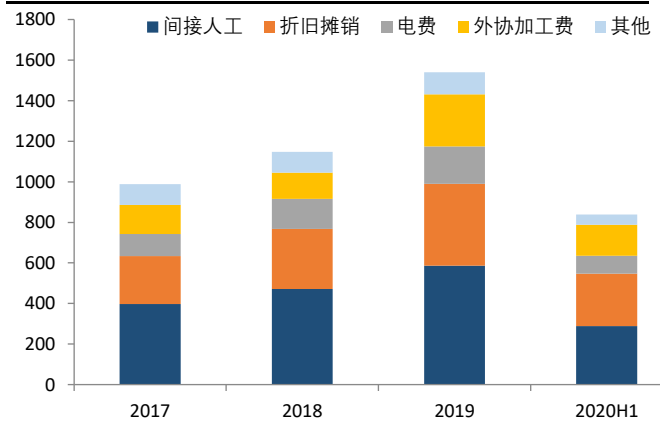
在第一成长曲线下，公司在行业快速发展的红利期提升管理能力，打造供应链优势，从众多中小企业竞争中脱颖而出、奠定行业地位。公司在第二成长曲线下需要持续扩大 Puma、耐克、UA 等头部品牌市场份额，但面对其他发展同样较为成熟的竞争对手，公司成长依赖于相对其他头部制造商的竞争优势，从而获取更多头部品牌订单。

品牌商主要看重成本、交期、品质、可持续发展等方面，希望控制头部供应商的份额和议价能力，在运动鞋领域华利股份已经成长为全球头部制造商，相对主要竞争对手具有规模、成本、交期优势，且在品质、可持续发展等方面不落下风，有机会不断扩张在头部品牌占有率。

1) 从成本分拆来看，制鞋行业直接材料、直接人工、制造费用占比约为 60%、25%、15%，结构比较稳定。直接材料主要包括皮料、纺织布料、包装材料、发泡类鞋材、橡胶等产品，合计占直接材料成本比重超过 80%，华利股份主要由品牌客户指定供应商，由客户与供应商确定价格，公司采购原材料的价格与行业水平、主要竞争对手基本一致。制造费用中间接人工、折旧摊销、电费、外协加工占比约为 40%、25%、12%、15%。作为劳动密集型产业，人工约占制鞋企业成本的 30%，公司注重规模效应、及时调整产能布局确保成本优势。

图 50：近年来公司主营业务成本构成情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 51：近年来公司制造费用分拆情况


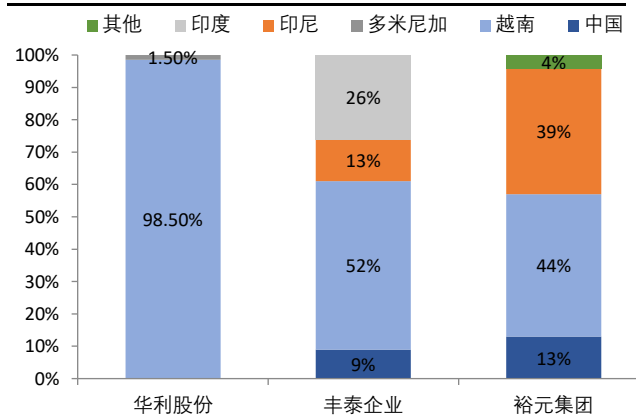
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司成本优势来源于规模效应、产能布局：1) 公司 2005 年后开始在大陆境外布局产能，目前主要生产工厂位于越南北部，相比之下头部竞争对手工厂主要分布在经济较为发达、工厂分布集中的南越地区，员工面临选择更多。因此公司员工团队稳定、离职率较低，且客户、品类战略确保规模优势明显，有助于公司降低成本。2) 公司产能基本集中在越南，且多数分布在最低工资标准较低的区域，而丰泰、裕元、钰齐等公司仍有部分产能设在中国大陆，抬高了整体的人工、生产、管理成本。制鞋同行未披露人工成本数据，2019 年公司直接人工平均薪酬为 2.71 万元/年，国内贴身衣物制造龙头健盛集团（棉袜一半产能在越南、无缝服饰全部产能在大陆）人均薪酬为 5.10 万元/年，成本差距明显。

图 52：公司越南产能主要集中在低劳动力成本地区

| 区域 | 最低工资 (2019年) | 子公司位置统计 |
|------|---------------------|----------------------|
| 一类地区 | 418万盾/月 (约合1230元/月) | 越南正川、越南邦威等2家子公司 |
| 二类地区 | 371万盾/月 (约合1092元/月) | 无 |
| 三类地区 | 325万盾/月 (约合965元/月) | 越南弘邦、越南上杰、越南立川等9家子公司 |
| 四类地区 | 292万盾/月 (约合859元/月) | 越南永正、越南亚欣、越南永山等7家子公司 |

资料来源：越南统计局，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 53：2019 年公司 with 同行运动鞋产量分布对比


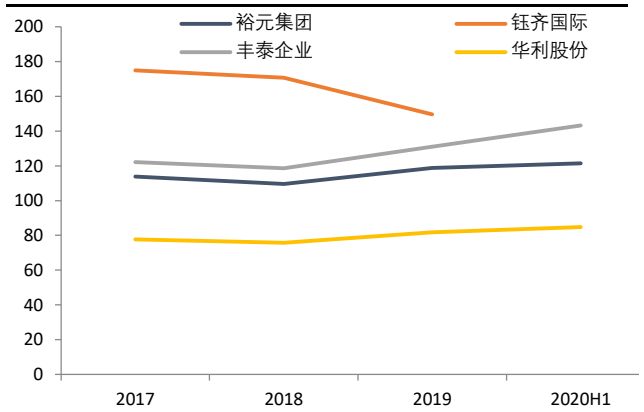
资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

因此公司管理能力强，规模效应明显，产品价格低于竞争对手，有助于不断扩大市场份额。2017-19 年公司产品平均价格显著较低，一方面由于主打品类不同，公司以生产运动休闲鞋、跑步鞋为主，产品价格较低，另一方面由于公司注重规模效应，产品定位大众市场，单个 SKU 订单量较大。

图 54：2017-19 年公司与同行分品类销售占比情况

| | 运动休闲鞋 (运动类) | 运动休闲鞋 (休闲类) | 户外鞋靴 | 运动凉鞋/ 拖鞋及其他 |
|------|----------------|----------------|--------|----------------|
| 裕元集团 | 79.22% | 19.07% | | 1.71% |
| 钰齐国际 | 10.73% | / | 87.73% | 1.53% |
| 丰泰企业 | 100% | | | |
| 华利股份 | 66.70% | 8.11% | 16.11% | 9.08% |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

图 55：近年来公司与同行产品价格对比情况


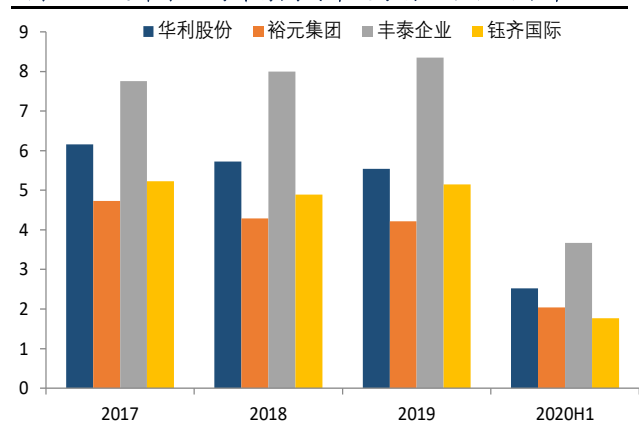
资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

2) 交期方面，公司除满足订单的正常及时交付外，还具备满足客户紧急追单的交付能力，尤其是热销、爆款产品，提升品牌商收入，降低备货的资金占用压力和库存积压风险。公司在设计制样、原料采购、生产经验等方面具有优势，对于紧急订单可以将交付时间缩短至一半以上，从而满足客户快反需求，扩大市场份额。与竞争对手相比，公司存货周转率处于较高水平，通过精细化管理、以销定产、快反生产，公司订单交期相对较短，有助于提升客户端的市场份额。

图 56：公司建立快速交付能力

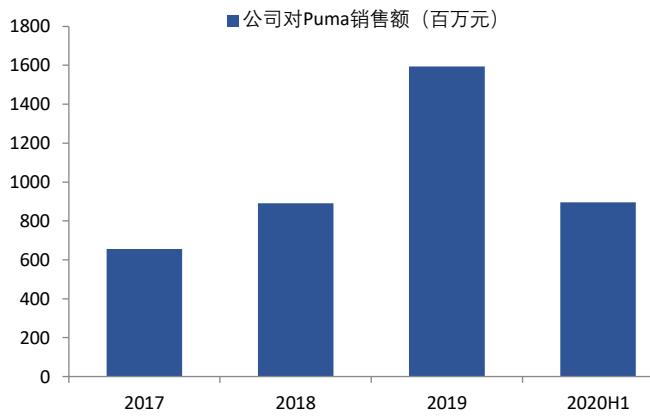
| | 主要优势 |
|------|----------------------------------------------------------------------------|
| 设计制样 | 公司主要开发设计人员具有丰富行业经验，与主要客户合作多年，能够快速、准确理解客户设计理念，通过VR设计系统、3D打印系统，快速设计制样并提供成熟样品 |
| 采购 | 公司建立稳定的供应商体系，属于采购规模大、付款及时的优质客户，因此能够快速完成原材料采购备货 |
| 生产 | 公司产能规模位居全球前列，拥有成熟的生产工艺、完整的产业链、熟练的生产员工，有长期稳定的产品品质控制经验，满足大客户交付及时性的需求。 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

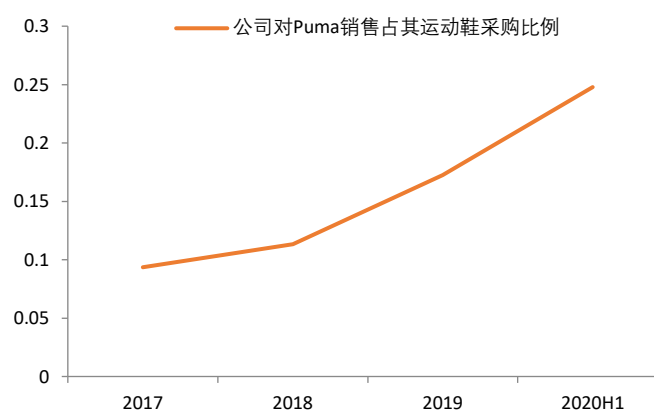
图 57：近年来公司库存周转率处于行业较快的水平


资料来源：公司招股说明书，Wind，信达证券研发中心

目前公司产品成本、交期等竞争优势已获得头部品牌认可，公司 2013 年开始与 Puma 合作并在 6 年时间内快速成长为其第一大运动鞋生产商，2019 年公司销售占 Puma 运动鞋采购额的 17.25%，2020H1 受疫情影响 Puma 收入下滑，但采购公司生产运动鞋的比例进一步提升至 24.80%。公司本次上市募投项目中越南宏福扩产项目、缅甸世川鞋履生产基地项目均用于新增 Puma 品牌运动鞋产能，与头部品牌共同成长。未来公司有望进一步拓展头部品牌产能，推动长期产能扩张及收入增长。

图 58：近年来公司对 Puma 运动鞋销售情况


资料来源：Wind，公司招股说明书，信达证券研发中心

图 59：公司在彪马运动鞋品类收入占比情况


资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

募投项目：扩大产能，强化开发设计能力

公司拟发行不超过 1.17 亿股，募集资金 38.38 亿元用于越南鞋履生产基地扩产、缅甸鞋履生产基地建设、中山编织鞋面扩产、鞋履开发设计中心及总部大楼建设、运营信息系统升级等项目，进一步强化主业优势，推动业绩增长。

表 2：公司募投项目投资情况

| 序号 | 项目名称 | 项目投资总额 (百万元) | 募集资金投入金额 (百万元) |
|----|------------------------|--------------|----------------|
| 一 | 越南鞋履生产基地扩产建设项目 | 406.59 | 406.59 |
| 二 | 缅甸世川鞋履生产基地建设项目 | 571.58 | 531.68 |
| 三 | 中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目 | 864.56 | 864.56 |
| 四 | 华利股份鞋履开发设计中心及总部大楼建设项目 | 782.71 | 782.71 |
| 五 | 华利股份运营信息系统升级建设项目 | 292.92 | 292.92 |
| 六 | 补充流动资金 | 960.00 | 960.00 |
| 合计 | | 3878.37 | 3838.56 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

1. 生产基地扩产项目

公司拟投入资金 4.07 亿元用于越南宏福、上杰、立川、弘欣、永弘等生产基地扩产，投入资金 5.32 亿元用于缅甸世川鞋履生产基地建设，投入资金 8.65 亿元用于中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目，提升鞋履产能，推动收入增长。

公司在越南通过调配或扩产现有厂房，引进先进设备，实施运动休闲鞋、户外鞋靴等产品扩产项目，预计五大生产基地扩产后将合计增加鞋履产能 1118 万双/年，较 2019 年产能增加 0.57%，满足 Puma、Vans、Converse、UGG 等品牌需求。本项目建设周期为 3 年，每年投产达产率预计为 70%/90%/100%，完全达产后实现年收入 12.38 亿元，较 2019 年收入增加 8.16%。

表 3：公司募投项目达产新增产能情况

| 序号 | 项目名称 | 鞋履品牌 | 鞋服种类 | 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 ONE ONE | 运动休闲鞋 | 160 |
| 合计 | | | | 1118 |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

公司在缅甸仰光新建厂房扩充运动鞋产能，达产后 Puma 品牌运动休闲鞋增产 1200 万双/年，建设期为 3 年，总投资 5.72 亿元，预计完全达产后可实现年收入 11.59 亿元，较 2019 年收入增长 7.64%。

公司在广东省中山市扩产编织鞋面产能用于自有成品鞋生产，建设周期为 2 年，完全达产后可实现年收入 13.80 亿元，完善公司运动鞋产业链。

2. 开发设计中心及总部大楼建设项目

公司拟投资 7.83 亿元用于打造新的开发设计中心及总部大楼，改善开发设计软硬件设施，吸引优秀人才，提升产品研发实力。本项目建设期为 2 年，公司将在中山市火炬开发区购置办公楼，引进开发设计及办公用设备、软件，汇集开发设计、总部办公、企业展示、会务、生活配套等功能。

3. 运营信息系统升级建设项目

公司将投资 2.93 亿元用于运营信息系统升级，购置 SAP 管理系统对应模块系统、设备和定制服务，对台塑 EPR 系统、BPM 系统、微软 BI、资安软件等系统及设备进行改造升级。公司将通过信息系统升级实现总部与分支机构之间、部门之间、公司与上下游之间的信息传输、交换和处理，基于大数据分析提供智能化决策，提升研发、采购、生产、销售效率。

盈利预测与假设

我们预计：

1) 从量的角度，2020 年受疫情影响，下游订单量预计有所下降，产能利用率下滑。目前公司在手订单较为充足，2021-23 年疫情影响有望改善，我们预计客户订单将持续恢复。公司进一步扩张产能，将在越南、缅甸等地区投资工厂满足下游客户需求，运动鞋产量有望保持较快增长。

2) 从价的角度，近年来公司客户结构、产品品类优化，销售平均价格有所增长，我们预计 2021-23 年公司加大拓展耐克、彪马等头部客户，产品平均价格有望保持增长趋势，带动收入增长。

3) 2021-23 年公司产品结构优化、拓展高毛利率客户订单，带动盈利能力提升，预计 2021-23 年毛利率为 26.1%/26.5%/26.7%。费用方面，我们预计随着募投项目设计研发中心等完工，折旧摊销、薪酬等管理费用将有所增长，公司研发投入预计将持续增加，提升竞争力，

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 25

销售费用率基本稳定。

我们预计 2021-23 年公司收入为 174.30/212.82/250.50 亿元，同增 25.1%/22.1%/17.7%，归母净利为 25.58/32.68/38.54 亿元，同增 36.2%/27.7%/18.0%，未来行业龙头地位不断凸显，业绩增长持续性、确定性较强，建议重点关注。

表 4：公司业绩与盈利预测（百万元）

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 总收入 | 15,166 | 13,931 | 17,430 | 21,282 | 25,050 |
| 增速 | 22.4% | -8.1% | 25.1% | 22.1% | 17.7% |
| 归母净利 | 1,821 | 1,879 | 2,558 | 3,268 | 3,854 |
| 增速 | 18.9% | 3.2% | 36.2% | 27.7% | 18.0% |
| 毛利率 | 23.5% | 24.8% | 26.1% | 26.5% | 26.7% |
| ROE | 43.7% | 32.7% | 21.1% | 21.2% | 20.0% |

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

风险因素

生产区域较为集中风险：目前公司工厂主要位于越南，如果当地政治、经济、投资环境等发生重大变化，将对公司正常生产经营产生影响，从而影响业绩增长。

劳动力成本上升风险：公司竞争优势依赖于低人力成本，如果劳动力成本显著提升、公司未能合理规划和布局产能将影响竞争力及未来收入增长。

客户集中风险：公司主要客户收入占比较高，如果未来主要客户销售经营出现重大不利变化，或公司与主要客户关系出现恶化，将影响公司收入增长。

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016年9月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得2016/17/19年新财富纺织服装行业最佳分析师第3名/第2名/第5名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020年8月加入信达证券，2020年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|--------------------------|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。