

# 纺织服装

## 制鞋产业系列报告一 | 从丰泰企业看 Nike 核心供应商成长之路

### 丰泰：Nike 主要供应商之一，鞋履制造跨国集团

丰泰企业是 Nike 主要供应商之一，也是全球著名的鞋履制造商之一。公司成立于 1971 年，以制造运动鞋为主业，总部位于中国台湾，1992 年台湾证券交易所上市。目前有越南、印度、中国大陆及印尼四大生产基地。中国、越南、印尼和印度产量贡献分别为 9%、52%、13%和 26%；越南地区人数最多，截至 2019 年底达到 7.02 万人，占比 53%。

丰泰第一大客户 Nike 收入占比超 80%，自 1971 年丰泰成立之初与 NIKE 确立合作关系，后续凭借稳定的生产量、优质产品和强劲研发实力获得 Nike 认同；至今公司与 Nike 合作时间已达近 50 年。2019 年公司生产的鞋类产品占 Nike 全球总出货量的 1/6，并且长期以来 Nike 订单占公司收入比重达 80%以上。

2019 年公司营收 739.3 亿新台币(约合 172.11 亿人民币)，同比增长 14.62%，2011-19 年复合增速 9.62%。2020Q1-3 营收 513.4 亿新台币(约合 120.55 亿人民币)，同比减少 6.55%，主要系国际疫情影响。2020Q1-3 毛利率和净利率分别为 23.43%和 7.14%，较 2019Q1-3 略有减少，主要系疫情影响。

### 全球鞋履市场成长空间广阔，运动鞋增速最高，行业集中度持续提升

全球鞋履行业市场规模较大且维持稳定增长。根据 Statista 数据统计，2019 年全球鞋履市场销售规模达 4351.39 亿美元，预计 2023 年，全球鞋履市场销售规模将增至 5127.36 亿美元，年均增长率预计 4.2%。

运动鞋履产业集中度高，龙头占据大部分市场份额。全球前五大运动鞋服品牌耐克、阿迪达斯、VF、UA 和斯凯奇市占率在过去几年出现较大增长，2012 年 CR5 为 29.6%，2018 年增长至 35.6%，其中耐克和阿迪的增长速度最快，分别增长 2.2 pcts 和 1.3 pcts，头部效应明显。

专业化分工趋势明显，世界制鞋产业向东南亚国家转移。其主要原因系：1. 具备较好的外贸环境。2. 具备较低生产成本。3. 中国大陆有全球最完善的鞋履原材料配套供应。

### 丰泰成长启示：自动化改革+自主研发驱动持续成长

丰泰企业对技术创新十分重视，将产能向越南、印度等低成本地区转移，核心研发团队依然保留在中国台湾总部。1992 年丰泰在中国台湾总部成立 Nike 第一个亚洲研发中心，随后不断扩大研发规模，2015 年丰泰首次在越南设立海外研发中心。公司逐年增加研发投入，1994-2019 年从 6021.98 万元增长至 5.93 亿，复合年均增速 11.01%。公司研发费用率长期维持高位，占营收比重维持在 3.5%左右。

公司持续优化海外产能布局，积极运用各区域技术及成本优势，分散经济与政治区域性风险，为客户提供具有价格竞争力的产品。近年来公司产能利用率持续达到 90%以上，2019 年最高达到 99%；2019 年成品鞋产量超过 1.23 亿双，同比增长 7.2%。

自动化升级持续赋能，人均产出稳步提升：公司人均鞋品产出 2012 年的 757 双增长至 2019 年的 897 双，复合年均增速达到 2.46%；人均销售额随之呈现同步增长趋势，复合年均增速达到 1.79%。

风险提示：原材料价格波动上升；人力成本波动上升；贸易政策影响等。

证券研究报告

2021 年 04 月 22 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070004

sunhaiyang@tfzq.com

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004

fanzhangxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业点评:H&M、NIKE 抵用新疆棉或激发国货购买热情，利好下游国产品牌》 2021-03-25
- 2 《纺织服装-行业点评:纺服社零持续恢复，关注高景气度运动及制造标的》 2021-03-17
- 3 《纺织服装-行业点评:春节消费回暖，体育赛道预计 2 月销售继续回升，安踏旗下多品牌矩阵发力》 2021-02-23

## 内容目录

1. 丰泰：Nike 主要供应商之一，鞋履制造跨国集团 .....	4
1.1. 主业鞋履制造与销售，产能布局全球化 .....	4
1.2. 核心客户 Nike 收入占比超八成 .....	5
1.3. 高毛利、高存货周转率奠定发展前景 .....	7
1.3.1. 公司营收稳步增长，20Q1-3 营收约合人民币 120.6 亿 .....	7
1.3.2. 高毛利率奠定较强盈利能力，处于行业前列 .....	8
1.3.3. 受益于大客户高集中度，存货周转率处于行业上游水平 .....	10
2. 全球鞋履市场空间广阔，运动鞋增速最高，行业集中度持续提升 .....	10
2.1. 全球鞋履市场规模大，预计 2023 年超 5000 亿美元 .....	10
2.2. 运动鞋履产业集中度高，龙头占据大部分市场份额 .....	11
2.3. 专业化分工趋势明显，世界制鞋产业向东南亚国家转移 .....	13
3. 自动化改革+自主研发能力驱动持续成长 .....	13
3.1. 研发高投入造就核心技术壁垒 .....	13
3.2. 全球产能布局规模效益显著，提升产品价格竞争力 .....	15
3.3. 自动化升级持续赋能，人均产出逐年提升 .....	16
4. 风险提示 .....	16

## 图表目录

图 1：公司六大历史发展阶段 .....	4
图 2：越南地区员工人数最多（截至 2019 年底） .....	5
图 3：公司鞋履产量越南地区占比 52%（截至 2019 年底） .....	5
图 4：公司与 Nike 合作进程 .....	6
图 5：Nike 订单销售收入逐年增长（亿元） .....	6
图 6：Nike 订单占丰泰收入的比重逐年增加（%） .....	6
图 7：耐克鞋履供应商数量逐年减少 .....	6
图 8：阿迪达斯鞋履供应商合作年限情况 .....	6
图 9：公司营收实现较快速增长，2019 年同比增长 14.62% .....	7
图 10：2019 年公司营收中鞋类制造销售占 97% .....	7
图 11：2019 年公司分地区收入构成 .....	8
图 12：2019 年公司营收前三大市场为美国、中国和比利时 .....	8
图 13：丰泰产能主要布局于海外 .....	8
图 14：公司毛利率水平居行业前列（%） .....	8
图 15：自动化改革带动公司净利润实现快速提升 .....	8
图 16：公司 ROE 稳步增长，2019 年达到 38.21% .....	9
图 17：公司 ROE 水平与同业比较表现较好（%） .....	9
图 18：公司 2019 年净资产收益率杜邦分析 .....	9
图 19：主要鞋履制造商周转天数对比（2011-2019 平均值） .....	10
图 20：2010-2025 年全球运动鞋履市场规模及预测 .....	11

图 21: 2010-2025 年全球运动鞋履市场规模 (亿美元) 及预测 YOY (%) .....	11
图 22: 2012-2018 年全球前五大运动鞋服品牌市占率变化 (%) .....	12
图 23: 2013-2019 年中国运动市场头部品牌市占率 .....	12
图 24: 2018 年全球运动鞋服市场占比 .....	12
图 25: 2015-2019 年全球鞋履产量 (亿双) 平稳增加 .....	13
图 26: 公司与 Nike 合作进程 .....	14
图 27: 公司研发 2010 年以来研发费用支出 (万元新台币) 及对应研发费用率 (%) .....	14
图 28: 公司部分研发产品 .....	15
图 29: 2019 年公司产能利用率达到 99% .....	16
图 30: 公司 2015~2019 人均鞋产出 (双) 及人均销售额 (万元新台币) .....	16
表 1: 公司海外产能布局进程 .....	5
表 2: 东南亚国家制鞋优势 (以越南为例) .....	13
表 3: 公司开发新技术及产品 .....	15

## 1. 丰泰：Nike 主要供应商之一，鞋履制造跨国集团

### 1.1. 主业鞋履制造与销售，产能布局全球化

丰泰企业是 Nike 鞋类产品的主要供应商之一，也是全球著名的鞋履制造商之一。公司成立于 1971 年，以制造运动鞋为主要业务，总部位于中国台湾云林科技工业园区，1992 年台湾证券交易所上市。

目前公司员工人数近 13.6 万名，生产运动鞋数量占 Nike 全球销售量近六分之一。2019 年公司实现营收 739 亿新台币(约 172 亿人民币)，归母净利 62 亿新台币(约 14.3 亿人民币)。公司生产基地遍布中国大陆、越南、印尼与印度，2019 年分别贡献 9%、52%、13%、26% 的产量。

#### 回顾历史，公司主要经历 6 个发展阶段：

1) 企业产能扩充期(1971-1978)：公司创立于 1971 年，创立初期积极增购生产设备，扩充产能。1976 年与 Nike 建立深度合作关系，至今已四十余年。

2) 经营模式转型期(1979~1987)：公司积极引进欧洲先进技术以提升产品水准，同时进行业务全面电脑化改革，以减少人工失误，提高生产速度与准确率。80 年代起，公司将经营策略转变为强调“开发第一”，同时加强员工“多能化”培训以应对少量多样的鞋型订单。

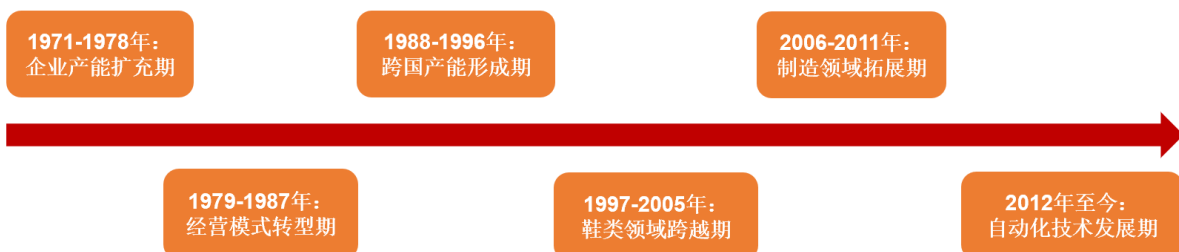
3) 跨国产能形成期(1988~1996)：公司陆续在中国大陆、印尼、越南、印度等地设立生产基地，跨国生产的组织架构及管理能力逐渐成熟。1992 年起设立海外模具工厂，逐步打造完整制鞋体系。同时，为强化核心竞争力，公司在中国台湾建立 Nike 首家亚洲研发中心。

4) 鞋类领域跨越期(1997~2005)：1997 年开始生产冰刀鞋与直排式轮鞋，2001 年起逐步生产 Rollerblade Skates、Nordica Ski Boots 及 Snow Boots 等非运动鞋类品牌。丰泰企业第二事业部于此期间成立，负责生产休闲鞋，正式涉足非运动鞋的鞋类领域。2003 年设立越南威越鞋业股份有限公司，生产 Clarks、Rockport、Dr. Martens 等知名品牌休闲鞋。

5) 制造领域拓展期(2006~2011)：公司跨足鞋类以外的制造领域，开始经营高尔夫球、足球、冰球头盔与器材等运动用品的制造生产，逐步发展制造冰球全系列产品，并具有制造高阶球能力，例如高尔夫四层球以及 Nike 最高阶足球 Nike Ordem。

6) 自动化技术发展期(2012 至今)：公司积极投入先进制程技术研究，逐年增加研发投入，从早期传统制造发展至目前以技术领导生产的营运模式。

图 1：公司六大历史发展阶段



资料来源：公司官网，天风证券研究所

海外产能布局持续优化，其产能布局变迁主要可分为三个阶段：

1、1988-1992 年正式开始布局大陆市场：1988 年于中国福建成立福建荔丰鞋业开发有限公司，五年时间内连续设立 6 个分公司；

2、1994-2006 年产能向越南转移：1996 年通过投资香港商拓元国际有限公司( Top-Tan International Ltd )，取得 Dona Victor Footwear CO. Ltd 经营权，至 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；

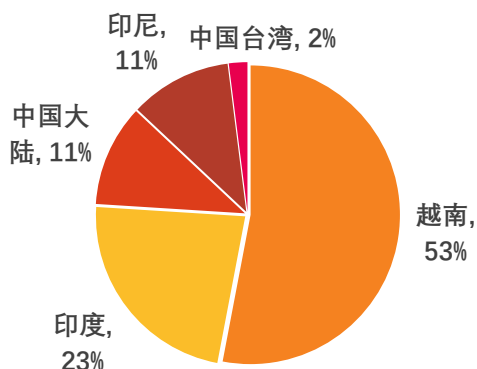
表 1：公司海外产能布局进程

年份	海外布局事件
1988	成立福建荔丰鞋业开发有限公司（进入中国大陆市场）
1989	成立福建协丰鞋业有限公司、福建万丰鞋业有限公司
1991	成立福建省莆田协丰模具有限公司
1992	成立丰泰印尼企业股份有限公司（进入印尼市场）、成立福建五丰大商场有限公司、成立研究发展中心（NIKE 在亚洲的第一个研发中心）、在中国台湾证券交易所上市
1994	成立 CNC 模具厂
1995	成立丰泰印尼企业股份有限公司模具厂
1996	投资香港商拓元国际有限公司（Top-Tan International Ltd），取得 Dona Victor Footwear CO. Ltd 的经营权（进入越南市场）
2003	在越南成立 Vietnam Shoe Majesty Co.,Ltd、Vietnam Dona Orient Co.,Ltd（进一步布局越南）
2006	在越南成立 Vietnam Dona Standard、Footwear Co.,Ltd
2007	成立 Lotus Footwear Enterprises .Ltd（进入印度市场）
2010	在印度成立 East Wind Footwear Co.,Ltd（IndiaBranch）
2014	在印度成立 Fairway Enterprises Co.,Ltd.（IndiaBranch）
2019	PT Rich Valley Indonesia（印尼）、Vietnam Nam Ha Footwear Co.,Ltd.（越南）

资料来源：公司官网，天风证券研究所

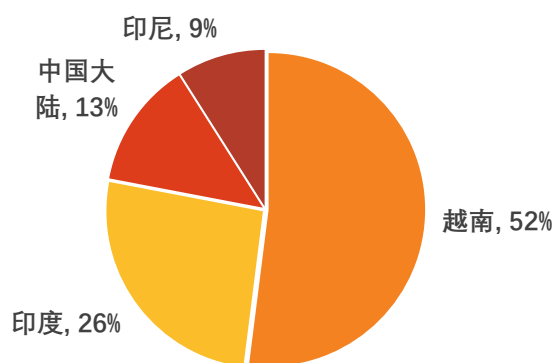
公司目前有越南、印度、中国大陆及印尼四大生产基地。从产量贡献来看，中国、越南、印尼和印度的产量贡献分别为 9%、52%、13%和 26%；从员工数量来看，越南地区人数最多，截至 2019 年底达到 7.02 万人，占比 53%；印度、印尼、中国大陆和中国台湾员工人数分别为 31,000、15,300、14,700 和 2,600 人，占比分别为 23%、11%、11%和 2%。

图 2：越南地区员工人数最多（截至 2019 年底）



资料来源：公司 2019 年企业社会责任报告，天风证券研究所

图 3：公司鞋履产量越南地区占比 52%（截至 2019 年底）



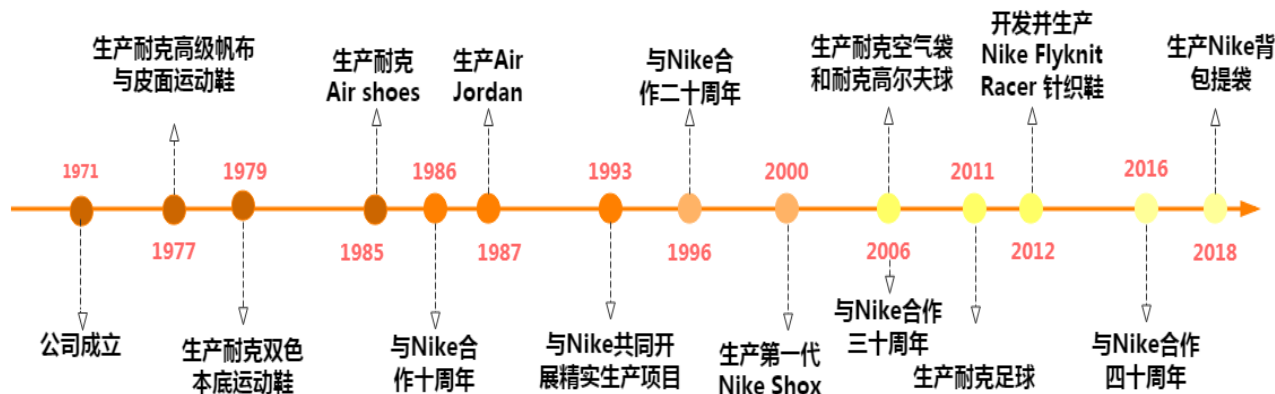
资料来源：公司 2019 年企业社会责任报告，天风证券研究所

## 1.2. 核心客户 Nike 收入占比超八成

丰泰第一大客户 Nike 收入占比超 80%，受益于稳定的客户合作关系，公司持续快速发展。自 1970 年代公司成立初期就与 NIKE 确立合作关系，后续凭借稳定的生产量、优质的产品 and 强劲的研发实力获得 Nike 认同，成为 Nike 重要战略合作供应商。

长期以来 Nike 订单占公司收入比重达 80%以上，是公司业绩增长的重要驱动力。

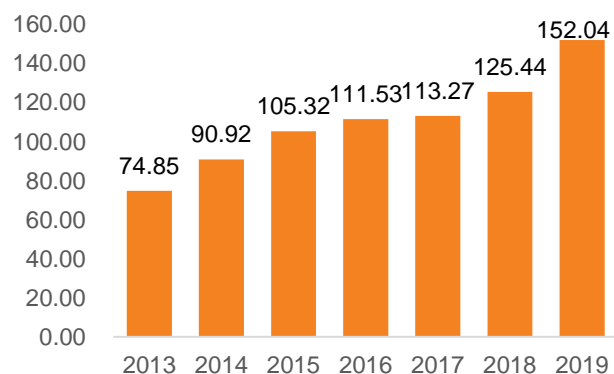
图 4：公司与 Nike 合作进程



资料来源：公司官网，公司年报，天风证券研究所

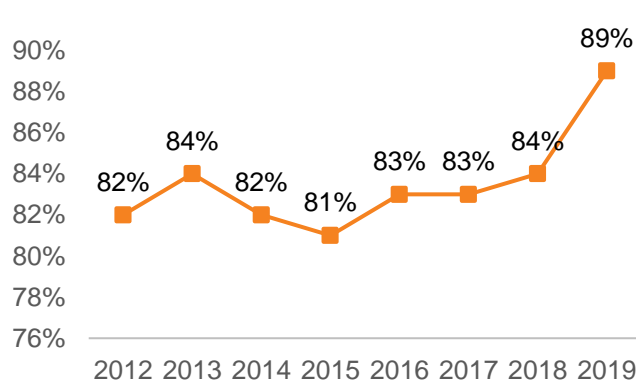
丰泰与 Nike 的合作保持稳定且呈增长趋势。2013-2019 年丰泰针对 NIKE 的订单收入持续增长，2019 年达到 152.04 亿元，同比增长 21.20%；针对 NIKE 订单销售收入占丰泰总销售收入比重也呈现增长趋势，2019 年达到 89.00%，相较于 2012 年的 82.00% 增长 7.00%。

图 5：Nike 订单销售收入逐年增长（亿元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 6：Nike 订单占丰泰收入的比重逐年增加（%）

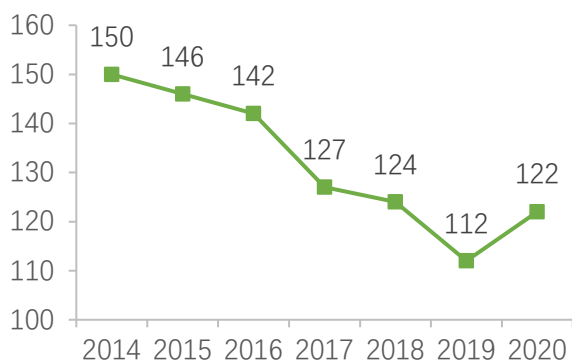


资料来源：公司年报，天风证券研究所

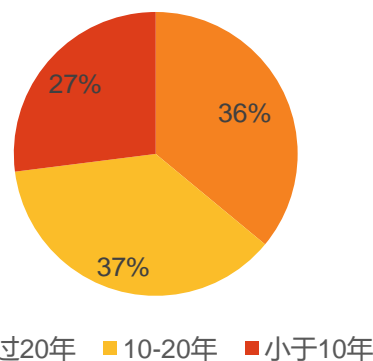
头部品牌方持续对供应商进行精简和优化，并倾向于供应商长期深入合作。耐克在过去几年不断精简鞋履供应商数量，已从 FY14 年 150 家减少至 FY20 年 122 家；阿迪达斯方面，2019 年公司鞋履核心供应商仅有 11 家，其中 73% 的供应商合作年限超过 10 年。受益于 NIKE 不断精简供应商队伍，订单向核心代工厂集中，丰泰对 NIKE 渗透率持续增长，使其业绩增速快于 NIKE。

图 7：耐克鞋履供应商数量逐年减少

图 8：阿迪达斯鞋履供应商合作年限情况



资料来源: Statista, 天风证券研究所



资料来源: Statista, 天风证券研究所

### 1.3. 高毛利、高存货周转率奠定发展前景

#### 1.3.1. 公司营收稳步增长, 20Q1-3 营收约合人民币 120.6 亿

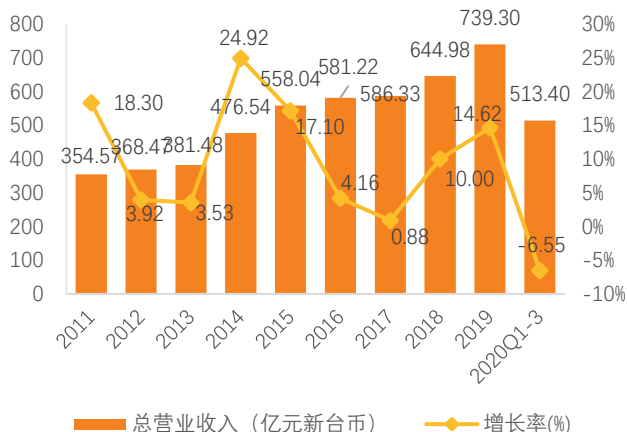
受益于 Nike 的持续增长, 丰泰公司营业收入近年来持续上行。2019 年公司营收新台币 739.3 亿元 (约合人民币 172.11 亿元), 同比增长 14.62%, 2011-19 年复合增速 9.62%。

2020Q1-3 营收新台币 513.4 亿元 (约合人民币 120.55 亿元), 同比减少 6.55%, 主要系国际疫情影响。

2019 年公司营业收入中鞋类制造销售占比 97%, 其他项目占比 3%。

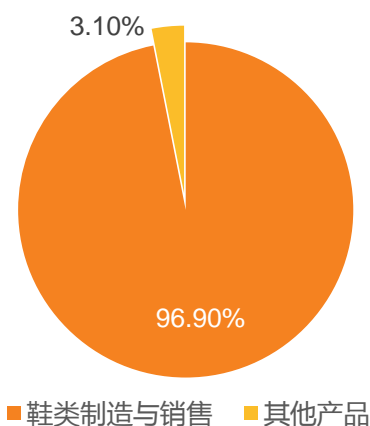
**公司营业收入持续增长且增速较稳定主要系:** 行业快速发展, 鞋履市场容量逐年上涨, 行业龙头品牌 Nike 不断缩减供应商数量, 丰泰在于 Nike 近 50 年的合作中, 凭借高技术含量、高质量的产品与 Nike 保持良好的合作关系, 同时布局全球, 扩张产能, 使得公司在行业中的渗透率不断提升。

图 9: 公司营收实现较快速增长, 2019 年同比增长 14.62%



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

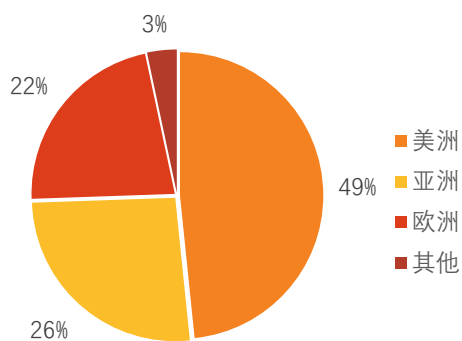
图 10: 2019 年公司营收中鞋类制造销售占 97%



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

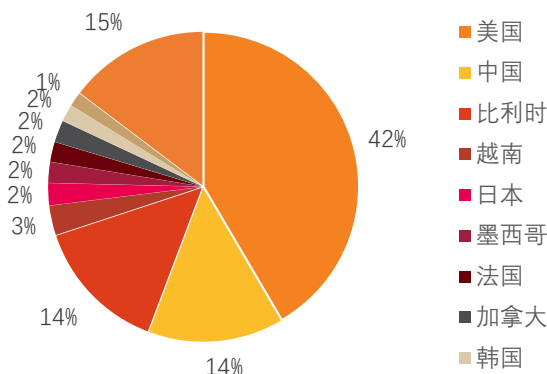
**公司营收主要来自美洲地区。** 分地区来看, 美洲地区收入约占公司营收一半, 达到 49%。亚洲、欧洲和其他地区收入分别占 26%、22%和 3%; 分国家来看, 前三大市场为美国、中国和比利时, 收入分别占 42%、14%、14%。

图 11：2019 年公司分地区收入构成



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 12：2019 年公司营收前三大市场为美国、中国和比利时



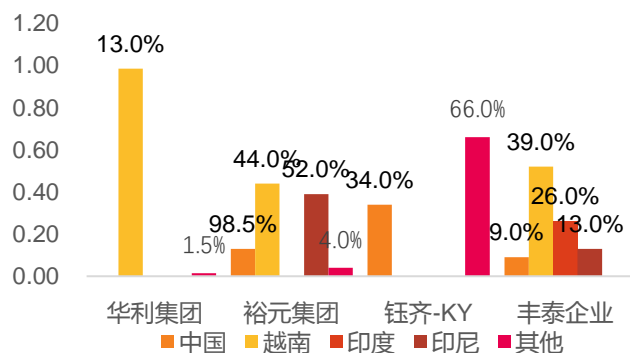
资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 1.3.2. 高毛利率奠定较强盈利能力，处于行业前列

近年来公司毛利率呈现增长趋势，且处于行业上游水平。2019 年毛利率 24.36%，较 2011 年的 15.88%增加了 8.48%，且与同行业公司相比，丰泰企业的毛利率水平居行业前列，主要系公司大部分产能布局海外，有助于降低生产成本。

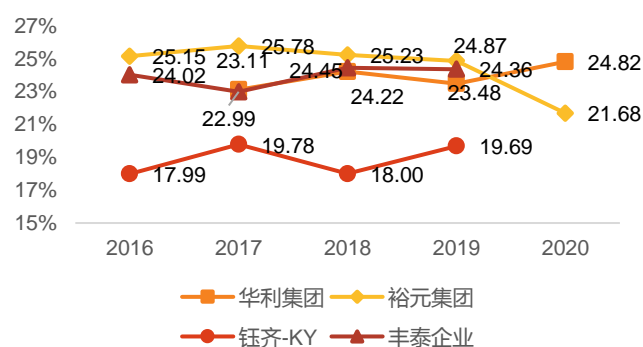
2020Q1-3 毛利率和净利率分别为 23.43%和 7.14%，较 2019Q1-3 略有减少，主要系疫情影响。

图 13：丰泰产能主要布局于海外



资料来源：Wind，企业社会责任报告书，天风证券研究所

图 14：公司毛利率水平居行业前列（%）

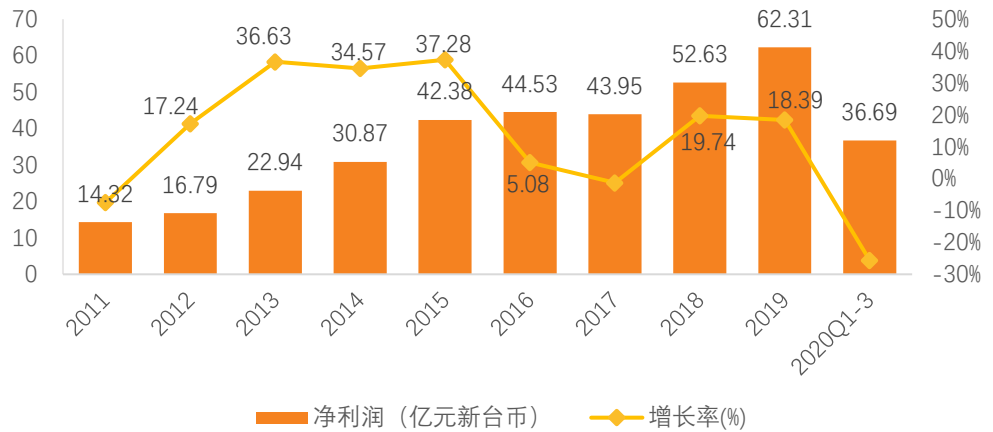


资料来源：Wind，天风证券研究所

自动化改革带动公司净利润实现快速提升。公司 2019 年归母净利润新台币 62.31 亿元（约合人民币 14.50 亿元），同比增长 18.39%，较 2012 年增加新台币 45.51 亿元，复合增速 20.59%，主要系公司自 2012 年起积极投入技术研发，增长生产效率的同时降低单位产品生产成本。

图 15：自动化改革带动公司净利润实现快速提升

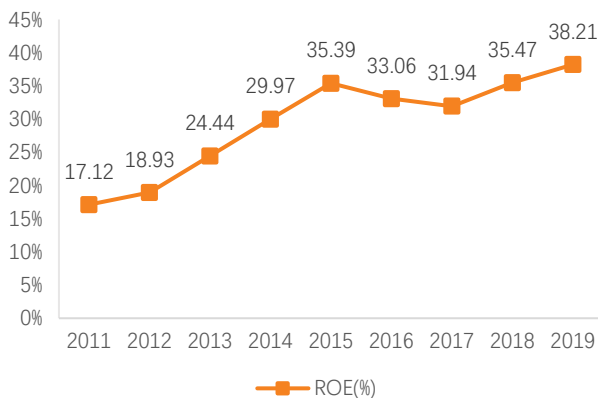




资料来源: Wind, 天风证券研究所

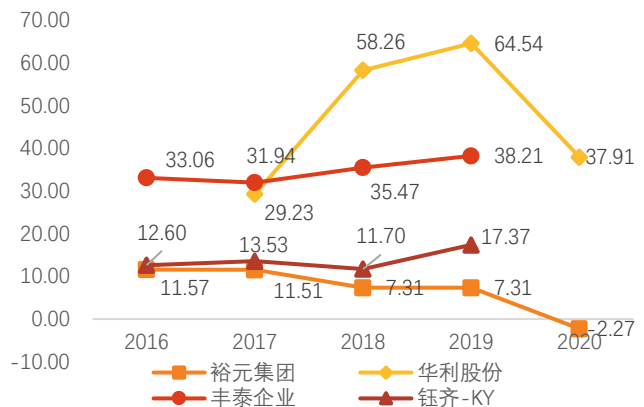
公司 ROE 水平呈增长态势,且处于同行业上游水平。自 2011 年开始,随着公司业绩持续向好,公司 ROE 水平也稳步增长,到 2019 年公司 ROE 达到 38.21%,较 2011 年增长 21.09%。同行业来看,丰泰的股东资产回报率处于同业较高水平,主要系丰泰的销售净利率处于同业较高水平。

图 16: 公司 ROE 稳步增长, 2019 年达到 38.21%



资料来源: Wind, 天风证券研究所

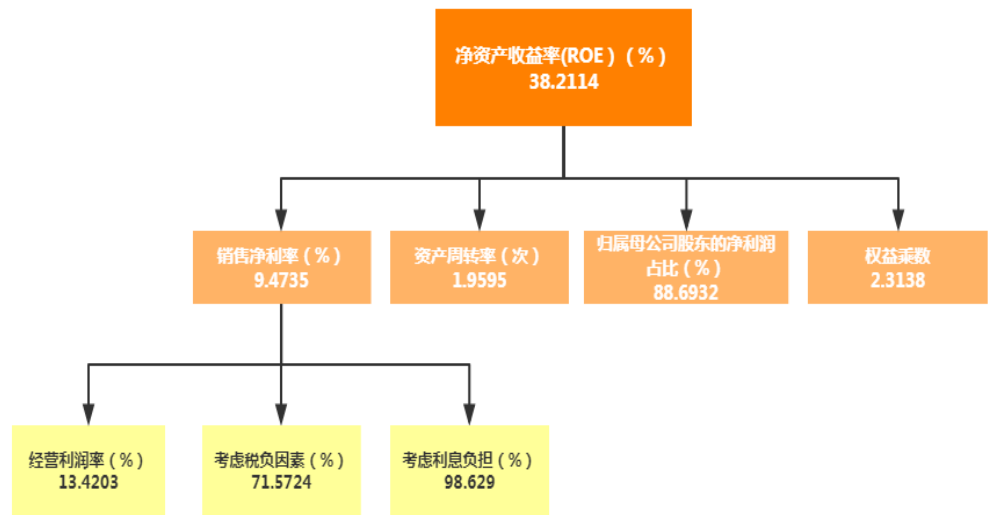
图 17: 公司 ROE 水平与同业比较表现较好 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2011 年至今公司 ROE 持续增长, 2010-2012 年公司 ROE 持续增长, 自 2012 年受到鞋履市场景气带动, 公司产量大幅增长; 2016 年起公司不断加大研发投入, 推动自动化改革, ROE 水平也受到影响, 出现小幅波动, 随后维稳; 2019 年丰泰 ROE 为 38.21%。

图 18: 公司 2019 年净资产收益率杜邦分析

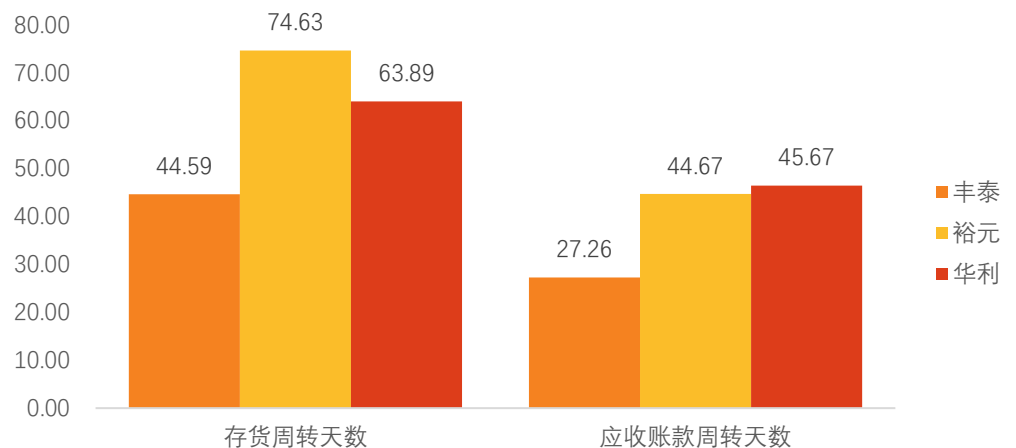


资料来源: Wind, 天风证券研究所

### 1.3.3. 受益于大客户高集中度, 存货周转率处于行业上游水平

公司应收账款回款能力较强, 存货处于同行业较高的周转水平。2019 年公司应收账款周转率为 11.59 次, 应收账款周转天数为 31.06 天, 存货周转天数为 43.11 天, 周转速度较快, 公司应收账款回款能力较强。受益于大客户耐克的高集中度, 近十年公司平均存货周转天数在 45 天左右, 平均应收账款周转天数在 27 天左右, 低于同行业公司裕元和华利, 总体运营情况健康。

图 19: 主要鞋履制造商周转天数对比 (2011-2019 平均值)



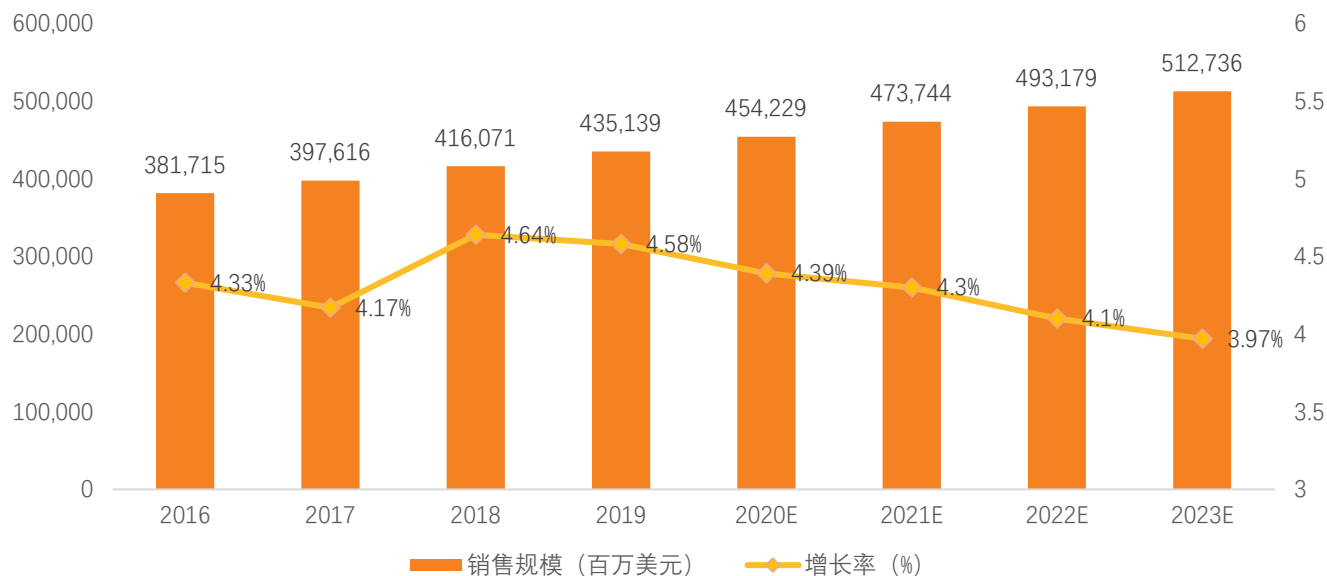
资料来源: Wind, 天风证券研究所, 注: 华利取的是 2018-2019 年数据

## 2. 全球鞋履市场空间广阔, 运动鞋增速最高, 行业集中度持续提升

### 2.1. 全球鞋履市场规模大, 预计 2023 年超 5000 亿美元

作为民生消费必需品, 全球鞋履行业市场空间广阔且增速较快。根据 Statista 数据统计, 2019 年全球鞋履市场销售规模达 4351.39 亿美元, 预计 2023 年, 全球鞋履市场销售规模将增至 5127.36 亿美元, 年均增长率预计 4.2%。

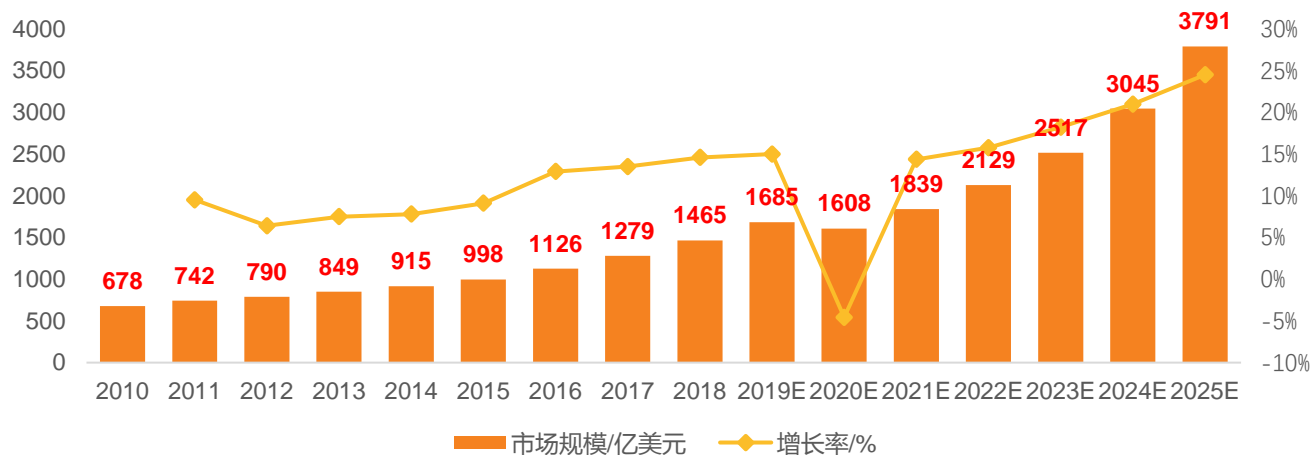
图 20: 2010-2025 年全球运动鞋履市场规模及预测



资料来源: Statista, 天风证券研究所

运动鞋履作为鞋服市场增速最快的细分赛道，产能充分、持续扩张的头部鞋履供应商有望受益。随着健康意识增强及运动风气盛行，运动人群和体育产业规模明显增长，消费者对运动鞋履的需求持续增长，运动鞋履市场需求快速增长。根据 Grand View Research 数据显示，2019 年全球运动鞋履市场规模 1684.7 亿美元，2010-2015 年增速约为 6%-10%，自 2016 年以来，运动鞋履市场规模复合增长率超过 13%。

图 21: 2010-2025 年全球运动鞋履市场规模 (亿美元) 及预测 YOY (%)

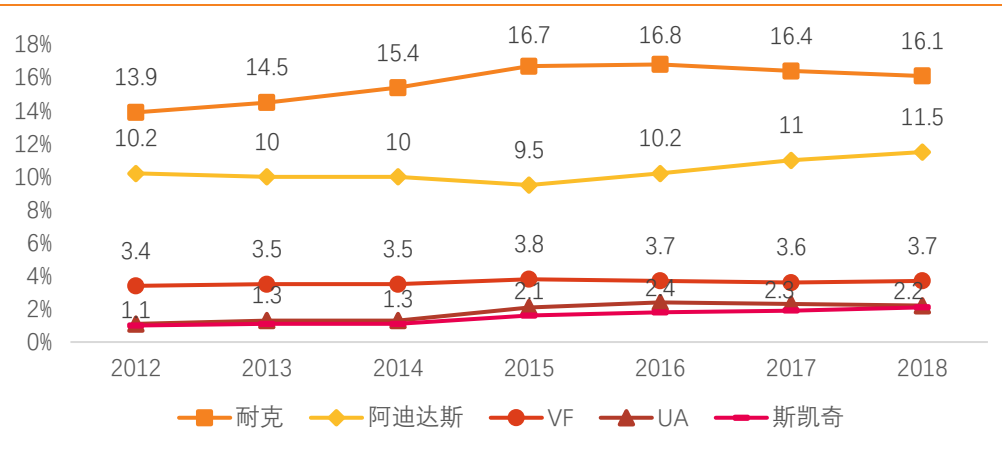


资料来源: 前瞻产业研究院, 天风证券研究所

## 2.2. 运动鞋履产业集中度高，龙头占据大部分市场份额

在全球市场上，过去几年品牌方的市场集中度有所增长。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较大增长，2012 年前五大品牌市占率仅为 29.6%，2018 年已增长至 35.6%，其中耐克和阿迪的增长速度最快，分别增长 2.2 和 1.3 pct，头部效应明显。

图 22：2012-2018 年全球前五大运动鞋服品牌市占率变化（%）

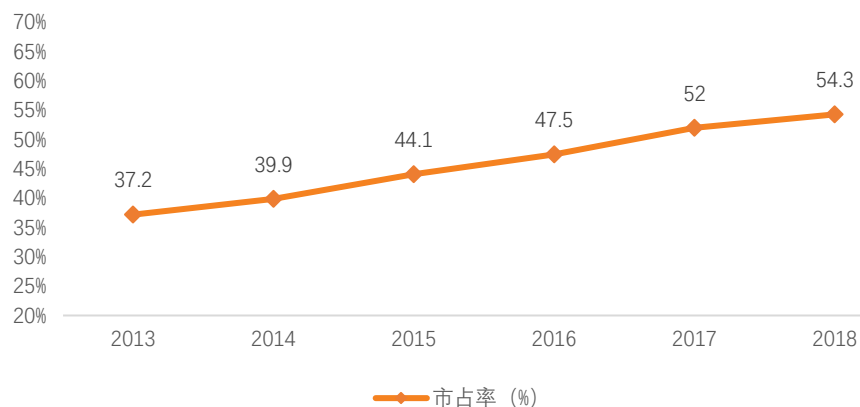


资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

在中国市场上，运动鞋行业集中度体现更加明显。近年来，中国市场随着消费升级，消费者品牌意识较强，对运动鞋的功能性要求越来越高，并倾向于选择知名品牌，因此头部运动鞋企业一旦形成竞争优势很难被颠覆，致使行业集中度较高。

耐克、阿迪达斯等国际运动品牌在中国的市占率涨幅较大。由于其进入国内市场较早、综合实力较强，在功能、营销、品牌形象等方面建立了优势，近年来收入增速相对更高，市场份额占比进一步增长，2019 年国际运动鞋品牌 CR2(耐克、阿迪达斯)的市占率已经达到了 43.3%，其中 Nike(包括 Air Jordan 和 Converse)在国内的市占率达到 22.9%，Adidas(包括 Reebok)以市占率 20.4%位列第二。

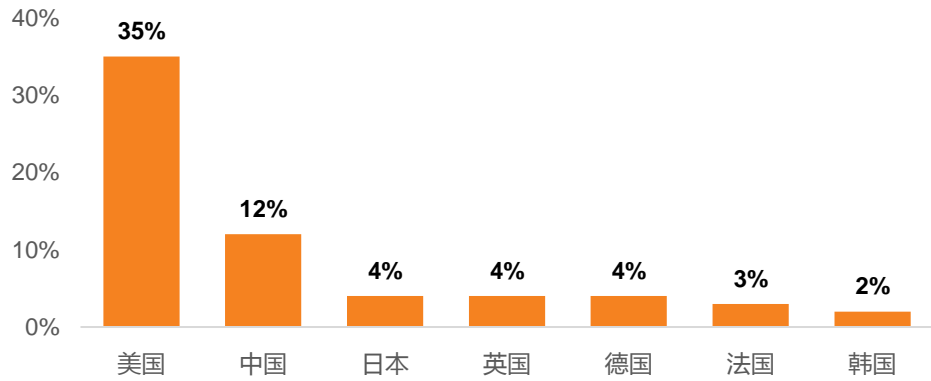
图 23：2013-2019 年中国运动市场头部品牌市占率



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

目前全球运动鞋服产品主要消费市场集中在美国。2019 年,在全球运动鞋市场销售规模中,美国所占份额最大,达 31.1%,主要系全球运动鞋服品牌巨头大多出自美国地区;其次是巴西及中国,所占的全球运动鞋市场份额分别为 9.2%和 7.1%。

图 24：2018 年全球运动鞋服市场占比



资料来源：欧睿国际，天风证券研究所

### 2.3. 专业化分工趋势明显，世界制鞋产业向东南亚国家转移

受劳动力资源的影响，产业不断向劳动力资源丰富的越南、印度、印尼、缅甸等东南亚和南亚国家转移。其主要原因系：1.具备较好的外贸环境。2.具备较低生产成本。3.中国大陆有全球最完善的鞋履原材料配套供应。根据葡萄牙制鞋业协会资料显示，2019 年中国、印度、越南、印尼、巴西、土耳其、巴基斯坦、孟加拉、墨西哥、意大利位于鞋履产量的全球前十，全球十大产鞋国中有 6 个来自亚洲，其中东南亚国家越南、印尼分列第 3 和第 4 位。

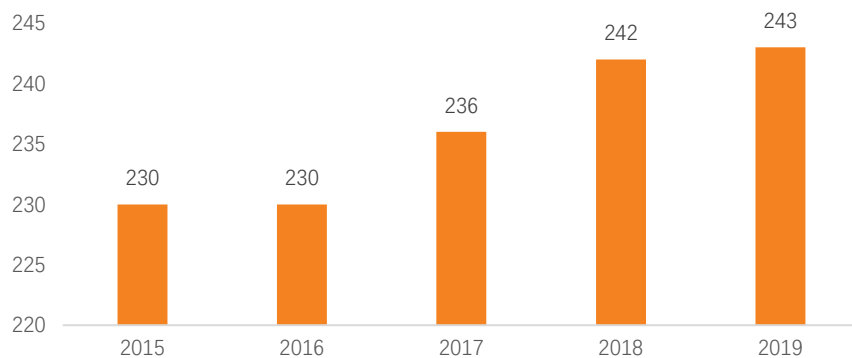
表 2：东南亚国家制鞋优势（以越南为例）

具备较好的外贸环境	越南积极签署自由贸易协议，出口到美国、欧洲等地区的关税为零或处于较低水平
具备较低生产成本	越南人均工资、租金水平较低，在所得税政策等方面也给予了较大优惠
中国大陆有全球最完善的鞋履原材料配套供应	越南毗邻中国大陆，在原材料采购方面运输成本较低且能保证供应的及时性

资料来源：天风证券研究所

近年来，全球鞋履产量保持平稳增长。根据中国制鞋工业信息中心、葡萄牙制鞋业协会的资料显示，2016-2018 年全球鞋履产量大幅增长，至 2019 年，全球鞋履产量达到 243 亿双。

图 25：2015-2019 年全球鞋履产量（亿双）平稳增加



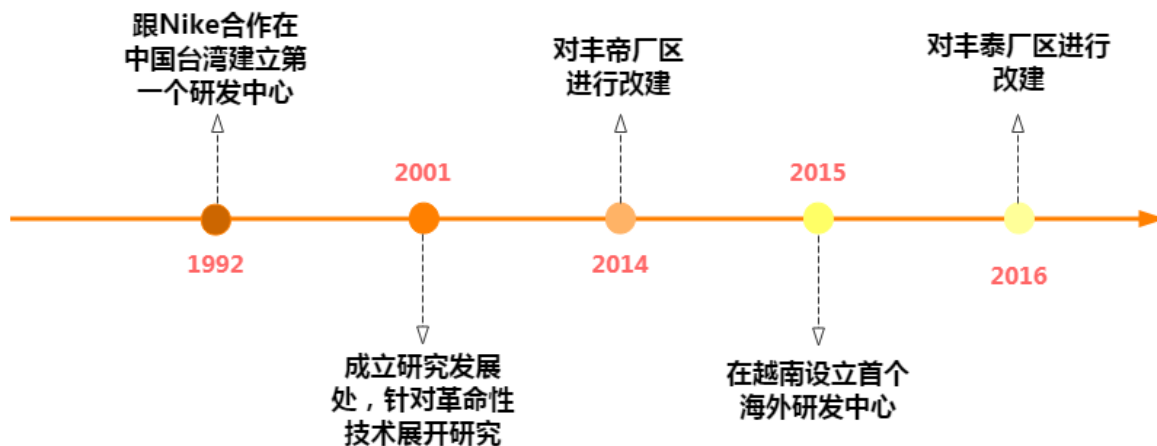
资料来源：中国制鞋工业信息中心，葡萄牙制鞋业协会，天风证券研究所

## 3. 自动化改革+自主研发能力驱动持续成长

### 3.1. 研发高投入造就核心技术壁垒

丰泰企业对技术创新十分重视，将产能向越南、印度等低成本地区转移，核心研发团队依然保留在中国台湾总部。1992 年丰泰在中国台湾总部成立 Nike 第一个亚洲研发中心，随后不断扩大研发规模，2015 年丰泰首次在越南设立海外研发中心。

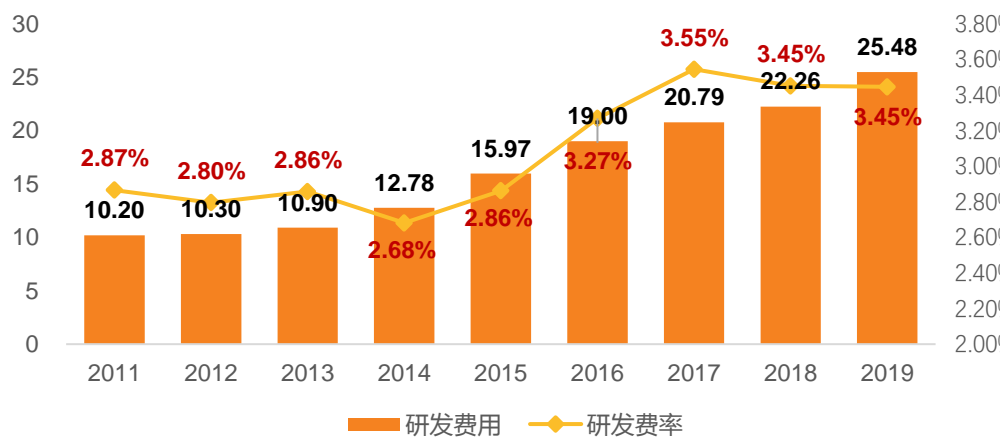
图 26：公司与 Nike 合作进程



资料来源：公司官网，天风证券研究所

自 1992 年公司与 NIKE 携手成立研究发展中心，公司逐年增加研发投资金额。1994-2019 年从 0.6 亿元增长至 5.93 亿元，复合年均增速 11.01%。2012 年以来公司进入自动化技术发展期，研发资金投入大幅增长，2012-2019 年复合年均增速达到 13.81%。公司研发费用率长期维持高位，占公司营业收入比重维持在 3.5%左右。

图 27：公司研发 2010 年以来研发费用支出（万元新台币）及对应研发费用率（%）

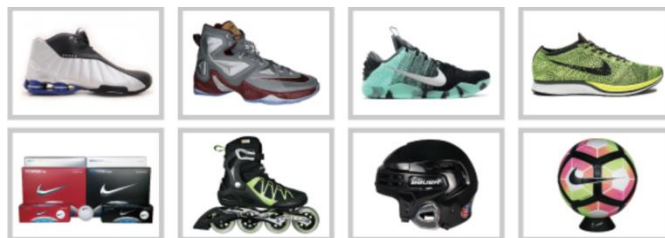


资料来源：wind，公司官网，天风证券研究所

公司专注于实现客户创意的快速开发落地。新产品开发管理方面，近 140 位产品开发项目人员，将设计概念转化为实际样品，支持 NIKE 每年超过 9000 万双运动鞋的订单；结构与工程设计方面，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；样品制

造方面，超过 1000 位经验丰富、技术纯熟的制鞋人员生产优质精致的样品，制造出了风靡市场的产品，如 Kobe 9 Elite、LeBron 15 及 Air Jordan 系列篮球鞋、Nike Golf Tour Premier 高尔夫球鞋、Nike Mercurial Superfly 足球鞋等。

图 28：公司部分研发产品



资料来源：公司官网，天风证券研究所

表 3：公司开发新技术及产品

类别	描述
鞋类产品	<p>首款采用 Knitposite 鞋面结合抽真空热压技术的高阶篮球鞋，使鞋面呈现多色旋涡状外观，鞋底搭配全新空气袋，从而提供消费者最佳的防震功能</p> <p>使用 Gore-Tex Invisible Fit 科技的轻量高透气防水鞋型，防水布与鞋面直接成型更加合脚，搭配止滑大底适应湿滑地形</p> <p>首款以回收牛仔裤为鞋面主材料的鞋款，减少废弃物产生，利于环保回收</p>
足球	<p>首款用于障碍跑竞赛的户外训练鞋，采用全新 Anti-Clog Rubber 鞋底以防止粘沙，增长抓地力</p> <p>首款搭载新式 Aerosculpt 高周波压纹技术的高阶无缝线足球，破风阻压纹设计提供足球更远的飞行距离，搭配 3D 立体印墨使足球更易操控</p> <p>首款 Street Ball 机缝足球，Airlock 技术使内胆维持绝佳保气性，符合街头玩家随拿即踢的使用需求，搭配耐磨外壳使球体更加耐用</p> <p>首款采用五轴加工结合烫印技术的足球模具，呈现更立体的线条与鲜明外观，搭配高密度 EVA 提供消费者最佳舒适性</p>
高尔夫球	<p>高尔夫球：开发高尔夫球高阶球款，在内球心层搭载新配方，同时改变外核层结构设计，引进新 Dipping 制程以及使用更薄层微型表面射出技术，表现较佳物性，出球速度更快</p>

资料来源：公司 2019 年年报，天风证券研究所

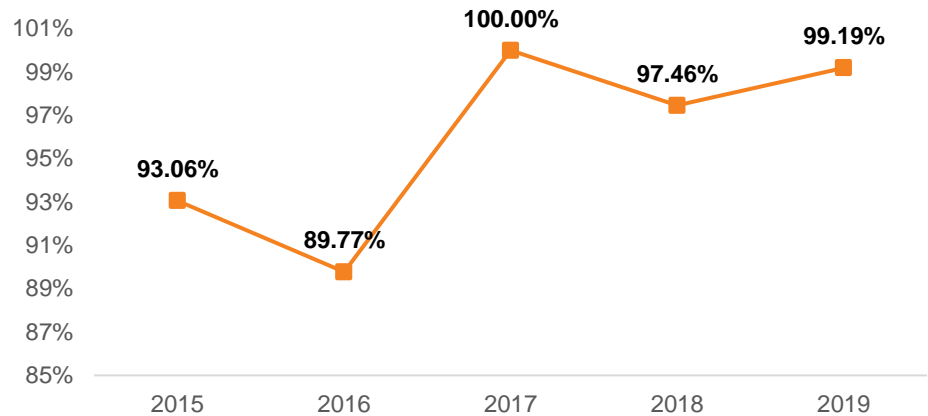
### 3.2. 全球产能布局规模效益显著，提升产品价格竞争力

公司持续优化海外产能布局，积极运用各区域技术及成本优势，分散经济与政治区域性风险，为客户提供具有价格竞争力的产品。自 1988 年起开始拓展海外生产基地，先后于中国大陆、印尼、越南及印度等地建立制鞋工厂。

近年来公司产能利用率持续达到 90%以上，2019 年最高达到 99%；2019 年公司成品鞋产量超过 1.23 亿双，同比增长 7.2%。在经济规模效益和生产管理优势下，公司生产成本降低，

制造效率增长，从而持续为客户提供高品质的具有价格竞争力的产品。

图 29：2019 年公司产能利用率达到 99%



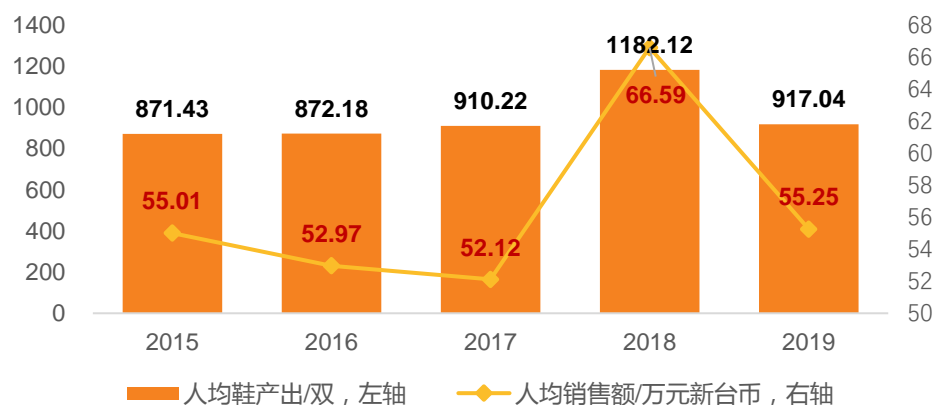
资料来源：公司年报，天风证券研究所

### 3.3. 自动化升级持续赋能，人均产出逐年提升

受益于自动化技术的投入，丰泰 2012 年至今丰泰企业生产效率有所增长。根据年报数据，丰泰企业的鞋履人均年产量从 2012 年的 757 双增长至 2019 年的 897 双。复合年均增速达到 2.46%。

生产端繁荣带来销售端的增长，人均销售额随之呈现增长趋势，从 2012 年的新台币 49.34 万元（根据 Wind 汇率折算为人民币约 10.58 万元）增长至 2019 年的新台币 55.85 万元（根据 Wind 汇率折算为人民币约 13.00 万元），复合年均增速达到 1.79%。

图 30：公司 2015~2019 人均鞋产出（双）及人均销售额（万元新台币）



资料来源：wind，公司企业社会责任报告，天风证券研究所

## 4. 风险提示



- 1) 原材料价格波动上升风险：伴随着疫情恢复终端需求回升，原油及防治原材料快速上升，带动原材料价格波动上行。
- 2) 人力成本上升：海外越南缅甸等生产基地人力成本处于上升通道，成本端压力增加。
- 3) 贸易政策影响：中美贸易及中欧贸易摩擦风险波动，未来出口壁垒面临不确定性。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com