

华利集团 (300979.SZ)

运动鞋制造龙头，腾飞在即

华利集团是全球领先的专业鞋类制造商。公司为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia 等全球知名品牌提供鞋履开发与制造服务，产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等多品类，业务涵盖鞋履产品的开发设计、生产制造与销售。公司的工厂覆盖越南、缅甸、多米尼加等地，2019 年产量达 1.86 亿双，2020 年营收/业绩分别同比下滑 8.1%/增长 3.2%至 139.3 /18.8 亿元，近三年(2017-2020 年) CAGR 分别为 11.7%/19.3%。

行业高景气，龙头优势明显。据彭博行业数据库，2019 年全球运动鞋履终端市场规模已达到 1830 亿美元，近十年来，运动鞋履市场规模增速有所提升，2010-2015 年，增速约为高个位数，自 2016 年以来，运动鞋履市场规模复合增长率为双位数。未来发展动力来自于：1) 人均消费量，我国每年人均鞋履购买量不足 3 双 (vs 日本 6 双、美国 7 双)；2) 专业运动鞋渗透率的提升，目前已经从 2012 年的不足 10% 提升至 2019 年 15%+。从运动鞋产业链的价值分配来看，产业各个环节向头部集中，龙头公司竞争优势明显，我们认为供应链稳定、快速响应中断需求且跟随产业转移布局工厂制造类公司在未来竞争中占据优势。

竞争优势之生产端：1) 公司生产工厂几乎全部位于海外，覆盖越南、台湾、多米尼加、缅甸，其中绝大部分布局在越南北部省市，2020H1 越南的总产量占公司总产量的比例在 90% 以上。从人力成本、资源成本、固定成本、税收政策等多方面享受多重成本优势。2) 公司具备从设计、打样到批量生产的完整供应链，对于不定时订单反应迅速，针对熟悉的大客户能够实现“快速设计制样、快速爬坡量产、快速产品交付”的整套运营能力。3) 复合型人才资源丰富，佐以科学技术构建研发壁垒，公司开发设计体系拥有研发设计人员 2475 人，占公司员工总数的 2.24%，先进技术+自动化带来“质”和“速”的双重提升。

竞争优势之客户端：公司产品销往全球知名品牌商，以美国地区为主。公司的客户以全球知名运动鞋服品牌商为主，前五大客户占比超八成。2019 年公司前五大客户订单合计收入金额同增 24.7%至 130.6 亿元。公司客户集中度高，且近年来有逐年略增的趋势，2019 年前五大客户收入占比高达 86%。与优质知名品牌的长期紧密合作意味着平稳增长的高质量订单、稳定的盈利水平、较低的回款风险和较高的行业知名度。

盈利预测与投资建议：我们分别按照客户/品类拆分并预测公司收入端表现。综合两者预测效果来看，我们预计公司收入 2021-2023 年维持高速增长。业绩端，我们预计 2021-2023 年归母净利润分别同增 36.8%/23.8%/22.4%至 25.7/31.8/39.0 亿元，发行价 33.22 元，对应 2021 年 PE 为 15 倍。作为运动产业链制造龙头公司，考虑其在 A 股的稀缺性，我们给予一定估值溢价，目标价 60.4 元，对应 2021 年 PE 为 27 倍，目标市值 705 亿元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：新冠疫情超预期不利海外订单情况；产能扩张、产线改造不及预期；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15,166	13,931	17,106	20,658	24,778
增长率 yoy (%)	22.4	-8.1	22.8	20.8	19.9
归母净利润 (百万元)	1,821	1,879	2,571	3,182	3,896
增长率 yoy (%)	18.9	3.2	36.8	23.8	22.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	1.56	1.61	2.20	2.73	3.34
净资产收益率 (%)	43.7	32.7	30.9	27.7	25.3
P/E (倍)	21.4	20.7	15.1	12.2	10.0
P/B (倍)	9.3	6.8	4.7	3.4	2.5

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 26 日发行价

(注：正文公司 2020 年数据为审阅数据)

买入 (首次)

股票信息

行业	服装家纺
4 月 26 日发行价	33.22
总市值(百万元)	387.68
总股本(百万股)	1167.00
其中自由流通股(%)	10.03%
30 日日均成交量(百万股)	

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6266	6510	11930	13166	20267	营业收入	15166	13931	17106	20658	24778
现金	1299	2438	5224	6830	10946	营业成本	11605	10474	12710	15287	18286
应收票据及应收账款	2231	1770	3143	2790	4326	营业税金及附加	3	3	3	4	5
其他应收款	32	44	49	64	71	营业费用	229	196	239	289	347
预付账款	114	80	158	129	216	管理费用	686	592	727	878	1053
存货	2283	2088	3217	3164	4468	研发费用	295	209	325	388	466
其他流动资产	307	90	140	190	240	财务费用	117	61	36	-17	-92
非流动资产	3347	3229	3464	3754	4069	资产减值损失	-103	-104	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	2	8	0	0	0
固定资产	2600	2508	2808	3085	3381	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	182	200	209	217	225	投资净收益	75	2	35	10	10
其他非流动资产	565	520	447	451	463	资产处置收益	-3	-1	0	0	0
资产总计	9613	9738	15394	16920	24336	营业利润	2197	2305	3101	3838	4723
流动负债	5435	3977	6946	5286	8802	营业外收入	2	7	4	4	5
短期借款	1552	1496	1496	1496	1496	营业外支出	4	14	7	8	10
应付票据及应付账款	1505	1317	2107	2012	2915	利润总额	2195	2299	3097	3834	4718
其他流动负债	2379	1163	3343	1778	4390	所得税	374	420	527	652	822
非流动负债	10	20	18	23	27	净利润	1821	1879	2571	3182	3896
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	20	18	23	27	归属母公司净利润	1821	1879	2571	3182	3896
负债合计	5445	3997	6965	5309	8829	EBITDA	2713	2825	3496	4184	5076
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	1.56	1.61	2.20	2.73	3.34
股本	1050	1050	1167	1167	1167	主要财务比率					
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	1354	3233	5804	8986	12882	成长能力					
归属母公司股东权益	4168	5741	8429	11611	15507	营业收入 (%)	22.4	-8.1	22.8	20.8	19.9
负债和股东权益	9613	9738	15394	16920	24336	营业利润 (%)	17.2	5.0	34.5	23.8	23.1
						归属母公司净利润 (%)	18.9	3.2	36.8	23.8	22.4
						获利能力					
						毛利率 (%)	23.5	24.8	25.7	26.0	26.2
						净利率 (%)	12.0	13.5	15.0	15.4	15.7
						ROE (%)	43.7	32.7	30.9	27.7	25.3
						ROIC (%)	32.6	26.2	26.0	23.9	22.2
						偿债能力					
						资产负债率 (%)	56.6	41.0	45.2	31.4	36.3
						净负债比率 (%)	6.1	-16.4	-44.8	-46.4	-61.4
						流动比率	1.2	1.6	1.7	2.5	2.3
						速动比率	0.7	1.1	1.2	1.9	1.8
						营运能力					
						总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
						应收账款周转率	7.7	7.0	7.0	7.0	7.0
						应付账款周转率	8.0	7.4	7.4	7.4	7.4
						每股指标 (元)					
						每股收益 (最新摊薄)	1.56	1.61	2.20	2.73	3.34
						每股经营现金流 (最新摊薄)	1.96	2.55	2.89	2.02	4.21
						每股净资产 (最新摊薄)	3.57	4.92	7.12	9.85	13.19
						估值比率					
						P/E	21.4	20.7	15.1	12.2	10.0
						P/B	9.3	6.8	4.7	3.4	2.5
						EV/EBITDA	14.4	13.4	10.0	8.0	5.8

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 04 月 26 日发行价

内容目录

1. 公司概况：全球领先的专业鞋类制造商	5
1.1 为全球知名运动鞋服品牌提供鞋类制造服务	5
1.2 股权结构稳定，子公司业务布局清晰	6
1.3 专攻生产制造，形成研发、采购、生产、销售完整供应链	7
2. 行业分析：运动鞋服景气高，头部龙头尽享优势	9
2.1 行业空间：国内市场空间广阔	9
2.2 产业链变化：资源头部集中，龙头相互对话	10
2.3 产业现状：逐步迁移东南亚，供应链反应速度受重视	12
3. 竞争优势：客户资源优质，生产链高效	13
3.1 生产端：布局越南带来成本优势，自动化技术协助大规模生产	13
3.1.1 规模效应带来成本优势显著	15
3.1.2 技术+人才构建研发壁垒，自动化提升生产效率	17
3.2 客户端：聚焦全球头部品牌商，地位有望提升	18
3.3 财务端：业绩快速增长，运营稳健	21
3.3.1 受益行业景气度高，业绩稳定增长	21
3.3.2 周转稳健，经营性现金流良好	24
4. 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 估值与投资建议	27
风险提示	28

图表目录

图表 1: 公司与客户品牌合作发展历程图	5
图表 2: 通过收购重组将鞋履制造业务整合至华利集团旗下	6
图表 3: 公司股权结构	6
图表 4: 鞋履制造企业与上下游关系图	7
图表 5: 公司业务模式	8
图表 6: 2017-2020 年分产品收入构成（亿元）	8
图表 7: 2017-2020 年分产品收入占比（%）	8
图表 8: 运动鞋服市场规模（百万美元，%）	9
图表 9: 全球运动鞋市场份额占比（截至 2020H1）	9
图表 10: 人均购鞋对比（双）	9
图表 11: 中国经常参加体育锻炼人数占比（%）	10
图表 12: 中国历年健身规模（万人）	10
图表 13: 运动鞋渗透率情况（百万美元，%）	10
图表 14: 运动鞋价值链：以国内品牌运动鞋为例	11
图表 15: 国际品牌运动鞋价值链	11
图表 16: 运动鞋服产业链龙头相互对话	12
图表 17: 耐克持续精简供应商（个）	12
图表 18: 鞋产品进口国家分布（百万双）	13
图表 19: 鞋产品出口国家分布（百万双）	13
图表 20: 2020H1 公司位于越南固定资产/机器设备/直接生产员工/自产产量占比（%）	14
图表 21: 首次公开发行股权融资募集资金用途	14
图表 22: 2017-2019 年公司产能及产能利用率（万双，%）	15

图表 23: 2017-2019 华利集团/裕元集团产量及 YOY (万双, %)	15
图表 24: 2017-2019 年越南工厂人均产量 (双/人)	15
图表 25: 2017-2019 年公司产量及产销率 (万双, %)	15
图表 26: 部分越南子公司优惠政策梳理	16
图表 27: 前 5 大供应商采购金额占比 (%)	17
图表 28: 2019 年公司营业成本构成 (%)	17
图表 29: 2017-2020 年公司研发费用及 YOY (亿元, %)	17
图表 30: 2017-2019 年同行业公司研发费用占收入比重 (%)	17
图表 31: 公司自动化设备	18
图表 32: 2019 年公司前 5 大客户收入占比 (%)	19
图表 33: 2017-2019 年公司前 5 大客户收入及 YOY (亿元, %)	19
图表 34: 2017-2019 年前 5 大客户收入金额占比 (%)	19
图表 35: 2017-2019 年第 1 大客户收入金额占比 (%)	19
图表 36: 公司产品品类及主要客户品牌代表	20
图表 37: 2019 年公司前五大客户收入增速及对公司订单收入增速 (%)	20
图表 38: 2017-2020 年营业收入及 YOY (亿元, %)	21
图表 39: 2017-2020 年归母净利润及 YOY (亿元, %)	21
图表 40: 2017-2020 年分地区收入构成 (亿元)	21
图表 41: 2017-2020 年分产品收入构成 (%)	21
图表 42: 2017-2019 年营业成本构成 (%)	22
图表 43: 2017-2020 年分产品毛利率 (%)	22
图表 44: 2017-2019 年同行业公司毛利率 (%)	22
图表 45: 2017-2020 年公司销售/管理/研发/财务/期间总费用率 (%)	23
图表 46: 2017-2020 年同行业公司净利率 (%)	23
图表 47: 2019 年存货构成 (%)	24
图表 48: 2017-2019 年存货账面余额/账面价值/跌价准备 (亿元)	24
图表 49: 2017-2020 年存货周转天数 (天)	24
图表 50: 2017-2020 年应收账款周转天数 (天)	24
图表 51: 2017-2020 年经营性现金流/营收及 YOY (亿元, %)	25
图表 52: 2017-2020 年经营/投资/筹资现金流 (亿元)	25
图表 53: 2018A-2022E 收入分客户拆分及预测表 (百万元, %)	26
图表 54: 2017A-2022E 收入分品类拆分及预测表 (百万元, %)	27
图表 55: 2017A-2022E 财务摘要一览表 (百万元, %)	27
图表 56: 公司绝对估值敏感性	28
图表 57: 可比公司估值表 (股价截至 2021/04/23)	28

1. 公司概况：全球领先的专业鞋类制造商

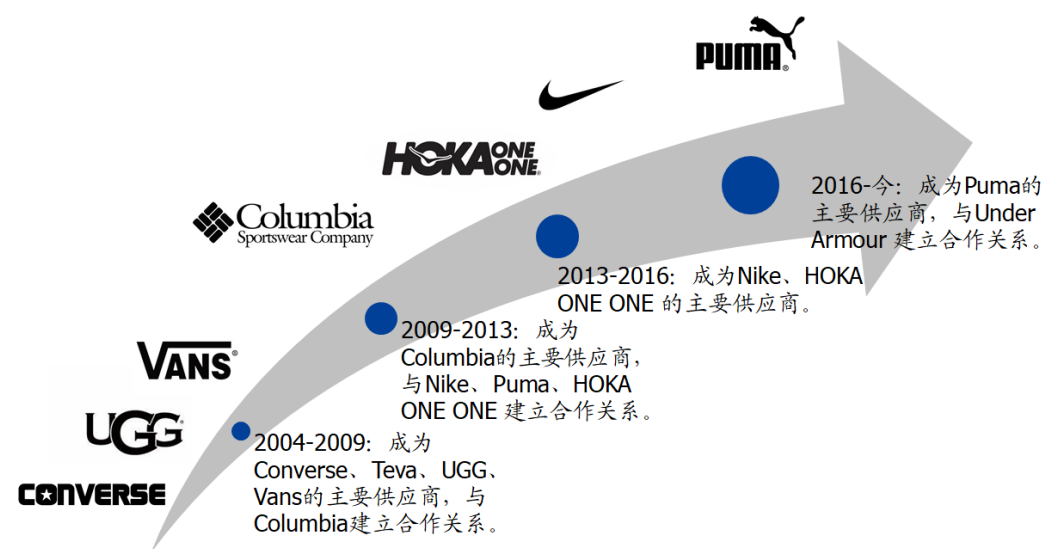
1.1 为全球知名运动鞋服品牌提供鞋类制造服务

华利集团是全球领先的鞋类产品制造商，为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia 等全球知名品牌提供鞋履开发与制造服务，产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等多品类，业务涵盖鞋履产品的开发设计、生产制造与销售。公司的工厂覆盖越南、缅甸、多米尼加等地，2019 年产量达 1.86 亿双。

公司 2020 年营收/业绩分别同比下滑 8.1%/增长 3.2%至 139.3/18.8 亿元，2019 年营收/业绩分别同比增长 22%/19%至 151.7 亿元/18.2 亿元，近三年（2017-2020 年）CAGR 分别为 11.7%/19.3%。公司凭借优厚的客户资源、丰富的开发经验、过硬的制造实力，成为全球规模领先、技术卓越的运动鞋类制造商。

面向全球知名品牌逐年扩大客户矩阵。**1)** 公司成立于 2004 年，至 2009 年时已经成为 Converse、Teva、UGG、Vans 等品牌的主要供应商，并与 Columbia 正式建立合作关系。**2)** 2013 年起进一步扩大客户矩阵，与 Nike、Puma 等品牌合作。**3)** 2016 起开始合作 Under Armour，逐渐与 Nike、Puma 加深合作并成为其主要供应商。

图表 1：公司与客户品牌合作发展历程图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

华利集团自 2004 年成立以来一直从事运动鞋服的开发设计、生产。公司的实际控制人张聪渊家族对于所控制的鞋履制造业务、资产进行了整合，通过收购重组等方式将相关业务一并合并至华利集团旗下：2018 年起华利收购中山腾星、通过全资子公司香港宏太等收购越南等境外工厂，2019 年收购专门从事鞋履开发设计的中山志捷、中山精美，通过所控制的香港统益等收购多米尼加上杰（以上收购全部属于同一控制下的收购）。华利集团由此整合了同一控制下的所有鞋履制造业务，专项聚焦运动鞋类业务发展。

图表 2: 通过收购重组将鞋履制造业务整合至华利集团旗下

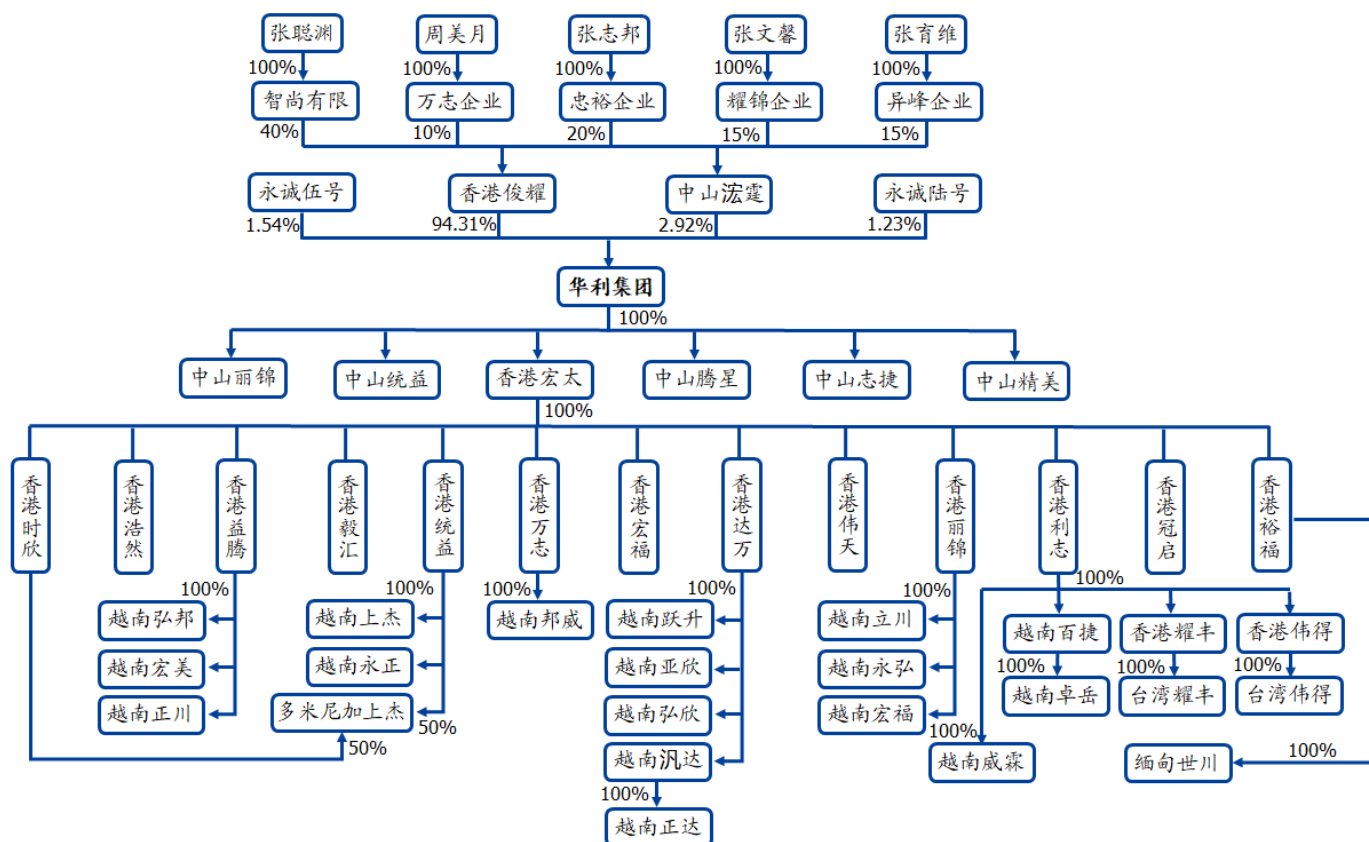
时间	收购/出售	是否为同一控制下
2018 年 12 月	收购中山腾星	是
2018 年 12 月	通过香港宏太收购境外工厂	是
2018 年 12 月	通过香港宏太收购各香港公司	是
2018 年	通过香港益腾、香港统益等收购各越南工厂	是
2019 年 1 月	收购中山志捷	是
2019 年 2 月	收购中山精美	是
2019 年 4 月	收购香港时欣	是
2019 年 7 月	出售越南永川	否
2019 年 7 月	出售香港鹰泰（并未实际运营）	否
2019 年 9 月	通过香港统益、香港时欣收购多米尼加上杰	是

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2 股权结构稳定，子公司业务布局清晰

公司由张聪渊家族绝对控股，股权结构稳定。截至 IPO 前，张聪渊家族通过所控制的香港俊耀（94.31%）、中山宏霆（2.92%）间接持有华利集团 97.23% 的股份，其家族内部成员为张聪渊、周美月夫妻及其子女，成员血缘关系紧密，控股情况较为稳定。

图表 3: 公司股权结构



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

子公司业务布局清晰。截至 2020 年末，公司总计拥有 43 家子公司，5 家位于境内，16 家位于香港，18 家位于越南，其他 5 家分别位于台湾、多米尼加、缅甸。境内子公司中，1) 中山腾星、中山志捷、中山精美主要从事**鞋类研发设计**业务，中山统益、中山丽锦主要从事**销售、进出口**业务。2) 香港子公司大多聚焦**鞋类贸易**业务。境外子公司中，3) 越南、多米尼加、缅甸（尚未投产经营）的子公司主要从事（拟从事）**鞋类制造**业务。4) 台湾子公司则主要从事**鞋类贸易**业务。整体来看各地子公司各司其职：公司产品由中山子公司负责开发设计，由越南、缅甸、多米尼加多地工厂进行生产制造，最终通过香港、中山子公司销往海外。

1.3 专攻生产制造，形成研发、采购、生产、销售完整供应链

华利集团专攻鞋履业务生产制造十余年，上游对接纺织业、皮革业、橡胶业生产商，下游对接运动鞋服品牌商，具体业务范围囊括鞋类产品的开发、采购、销售、生产。生产全球化背景下，产业链专业化分工、生产与制造分离是大势所趋，品牌商聚焦品牌运营、制造商专攻产品制造的趋势越来越明显。全球领先运动鞋服品牌 Nike、Adidas、VF、Deckers、Puma 等，均着力于产品设计、品牌建设、销售运营，而将产品的开发、制造交付于华利集团等专业制造公司。

图表 4：鞋履制造企业与上下游关系图

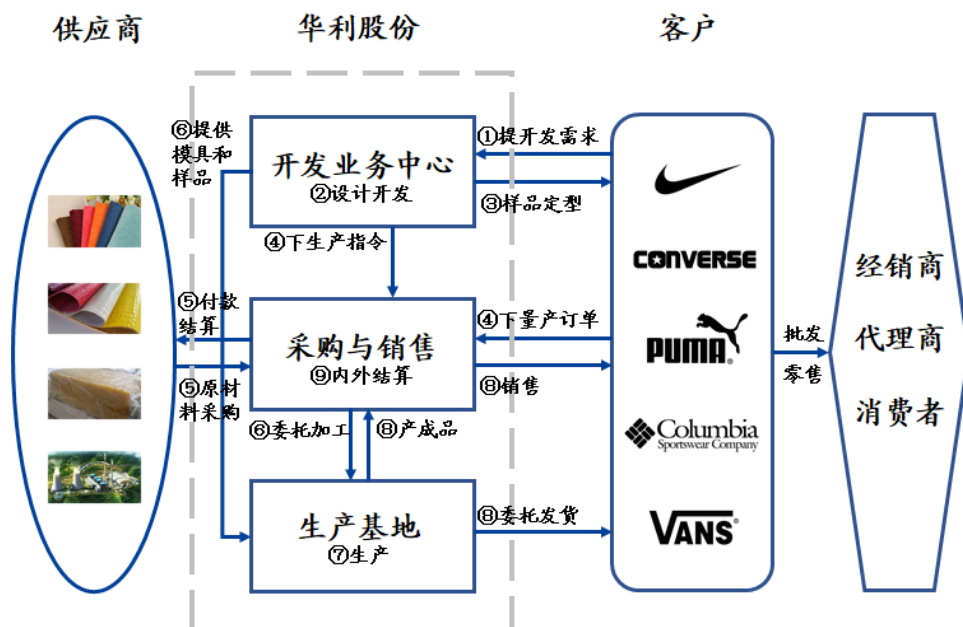


资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

- **开发模式：面向客户、面向生产。**公司接到品牌商客户开发需求后，从形体、材料等多方面提出设计改进意见并与客户反复沟通。确认设计后进行打版制样，进行产品测试并交由客户进行样式、报价、试卖三轮样品确认，并针对客户的反馈不断进行样品调整。同时严格遵循“面向生产”准则，充分考虑生产需求与批量生产可行性。
- **采购模式：以产定购。**公司坚持精细化管理库存，选择“以产定购”模式，针对产量需求进行原材料采购，为保证生产的连续性对用量较大的通用原材料进行少量备货。公司生产所需主要原材料由客户指定相应供应商，采购定价也主要由客户与供应商谈定。

- **生产模式：以销定产。**公司在取得客户订单后，根据客户订单需求量、交货期制定合适的生产计划，以维持健康的存货周转水平。
- **销售模式：**公司订单客户为品牌商，所生产的产品直接销往 Nike 等下游运动鞋服品牌商，再由品牌商销向经销商/消费者。

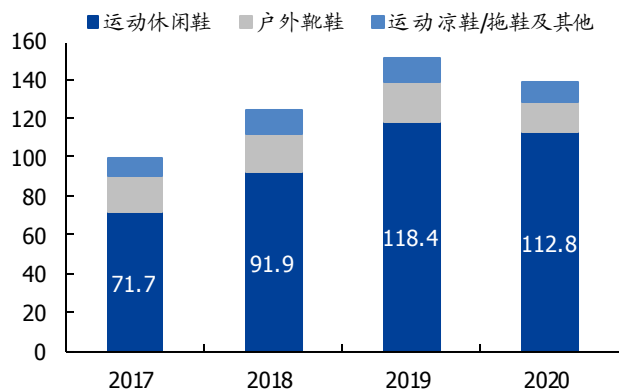
图表 5：公司业务模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所绘制

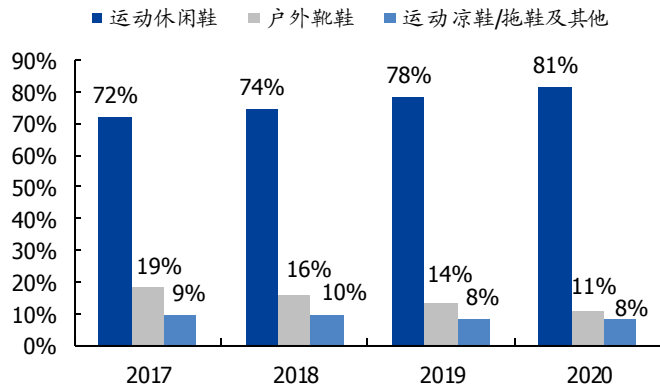
运动休闲鞋品类超七成并持续提升。公司产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等多品类，其中运动休闲鞋、户外靴鞋营业收入占比合计超 90%。具体来看，运动休闲鞋收入占比不断提升，收入/占比由 2017 年 71.7 亿元/72% 提升至 2020 年 112.8 亿元/81%，CAGR 为 16.3%；相对应的户外靴鞋所占份额不断缩水，由 2017 年 19% 降至 2020 年 11%；运动凉鞋、拖鞋等占比较小并保持稳定，营业收入占比在一成以下。

图表 6：2017-2020 年分产品收入构成（亿元）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 7：2017-2020 年分产品收入占比 (%)



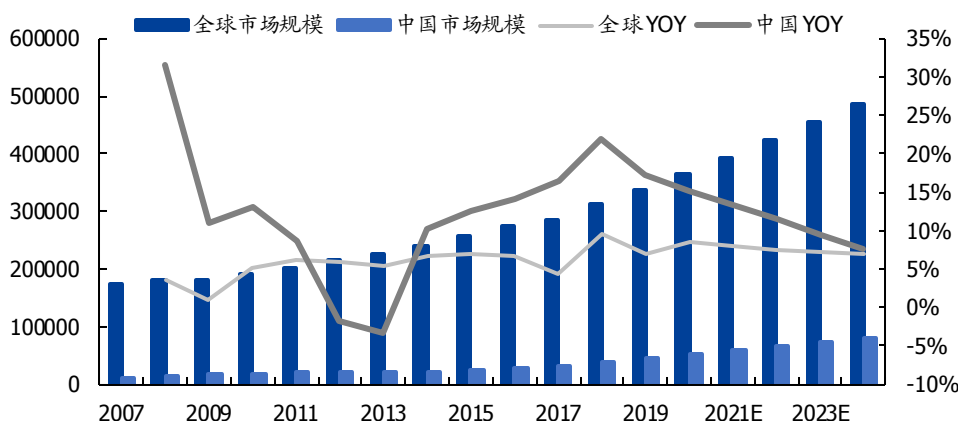
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

2. 行业分析：运动鞋服景气高，头部龙头尽享优势

2.1 行业空间：国内市场空间广阔

鞋履行业涉及品类包括商务鞋、运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等多品类，全球运动鞋服行业市场规模巨大且维持稳定增长。Bloomberg 数据库披露，2019 年全球运动鞋服市场规模已达到 1830 亿美元，近十年来，运动鞋服市场规模增速有所提升，2010-2015 年，增速约为高个位数，自 2016 年以来，运动鞋服市场规模复合增长率为双位数。根据 Bloomberg 所载的欧睿数据统计预计未来 5 年运动鞋服市场符合增速能够接近 10% 左右，而在这个过程中运动鞋市场随之扩大。

图表 8：运动鞋服市场规模（百万美元，%）

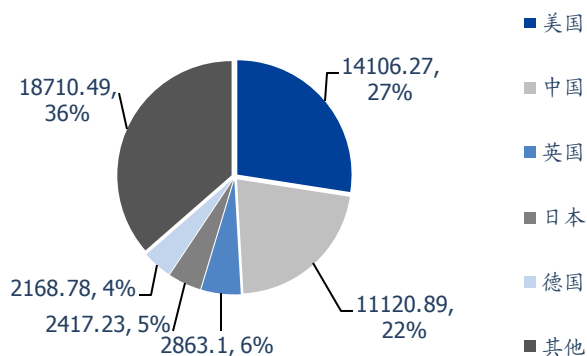


资料来源：Bloomberg，国盛证券研究所

运动鞋市场的扩张主要来源于两个方面：

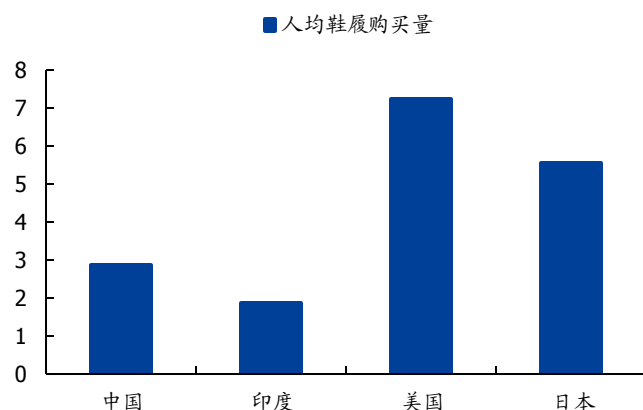
1) 随着发展中国家人均可支配收入的提升，人均消费的数量提升。目前全球运动鞋市场份额占比上，中国市场占比已经达到 22%，但是人均消费量仍然较低。以世界两大人口大国中国和印度为例，其人均鞋履购买量较低，还有很大提升空间，印度、中国每年人均鞋履购买量分别为 1.86 双、2.87 双，距美国人均鞋履购买量 7.20 双、日本 5.55 双相差甚远。未来，随着发展中国家生活水平的提高，每年人均鞋履购买量将显著提高，这为鞋履制造行业提供了较大的增长空间。

图表 9：全球运动鞋市场份额占比（截至 2020H1）



资料来源：Statista，国盛证券研究所

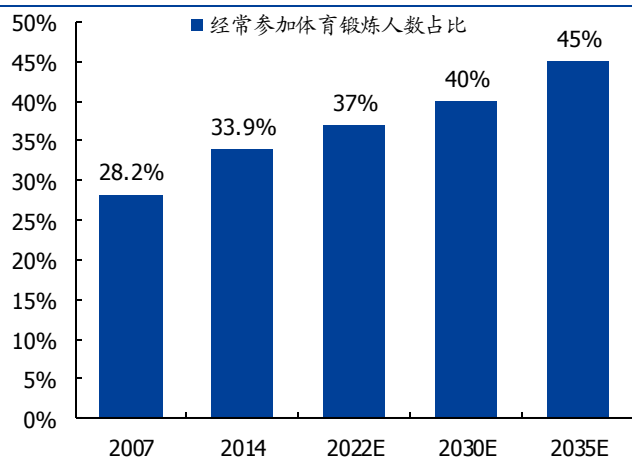
图表 10：人均购鞋对比（双）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

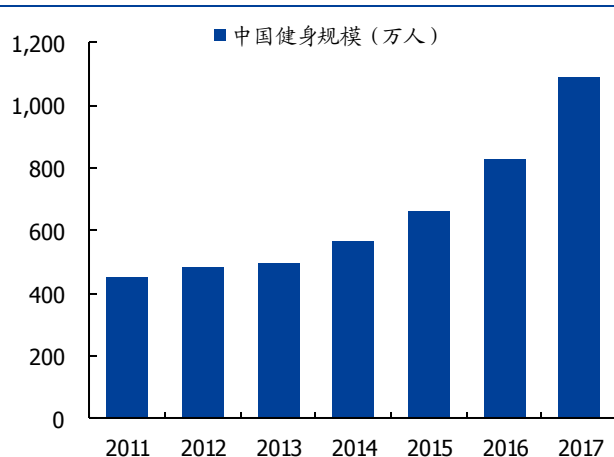
2) 专业运动鞋渗透率的提升，主要体现在两个方面：①参与体育运动的人数增加，体育运动的市場更加细化，除传统的球类运动、田径运动外，新兴起户外运动、极限运动等，推动相应的运动鞋品类增加；②随着穿着场景和消费人群的延伸，运动鞋的穿着场景、着装频次和消费市场扩大。运动鞋服的市场增长速度远高于非运动鞋服市场的增长速度。近年来我国运动鞋渗透率正在逐步提升，从 2012 年不足 10% 提升至 2019 年超过 15%。

图表 11: 中国经常参加体育锻炼人数占比 (%)



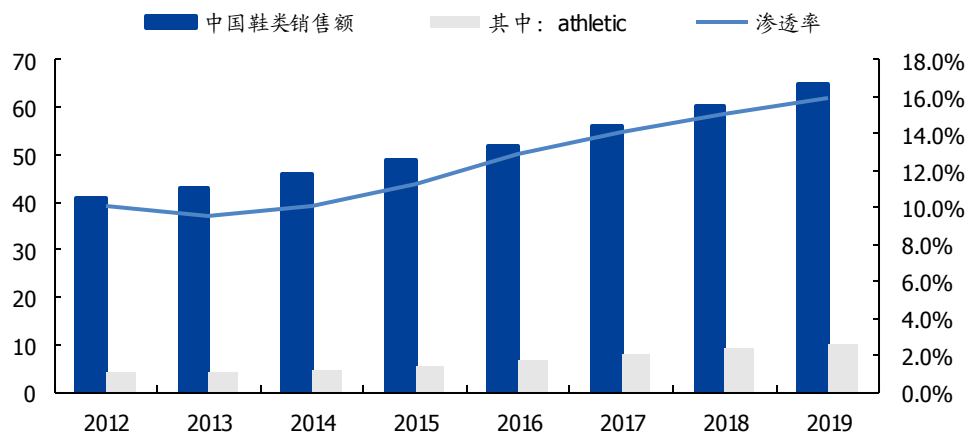
资料来源: 国家体育总局, 《健康中国行动 (2019—2030 年)》, 《体育强国建设纲要》, 国盛证券研究所

图表 12: 中国历年健身规模 (万人)



资料来源: 《中国滑雪产业白皮书》, 国盛证券研究所

图表 13: 运动鞋渗透率情况 (百万美元, %)

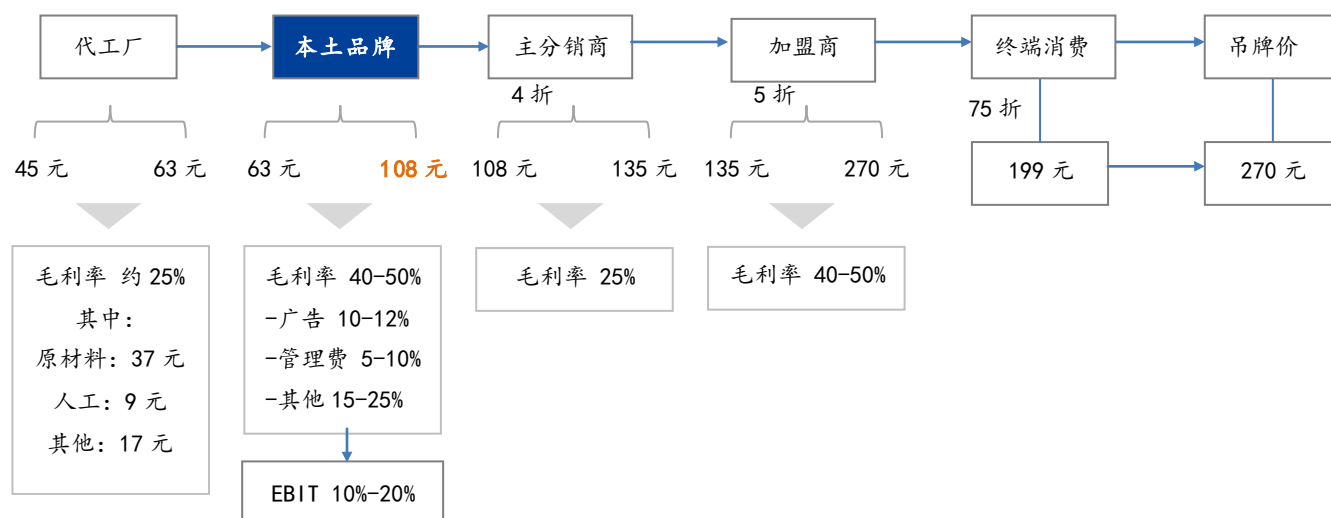


资料来源: Statista, 国盛证券研究所

2.2 产业链变化: 资源头部集中, 龙头相互对话

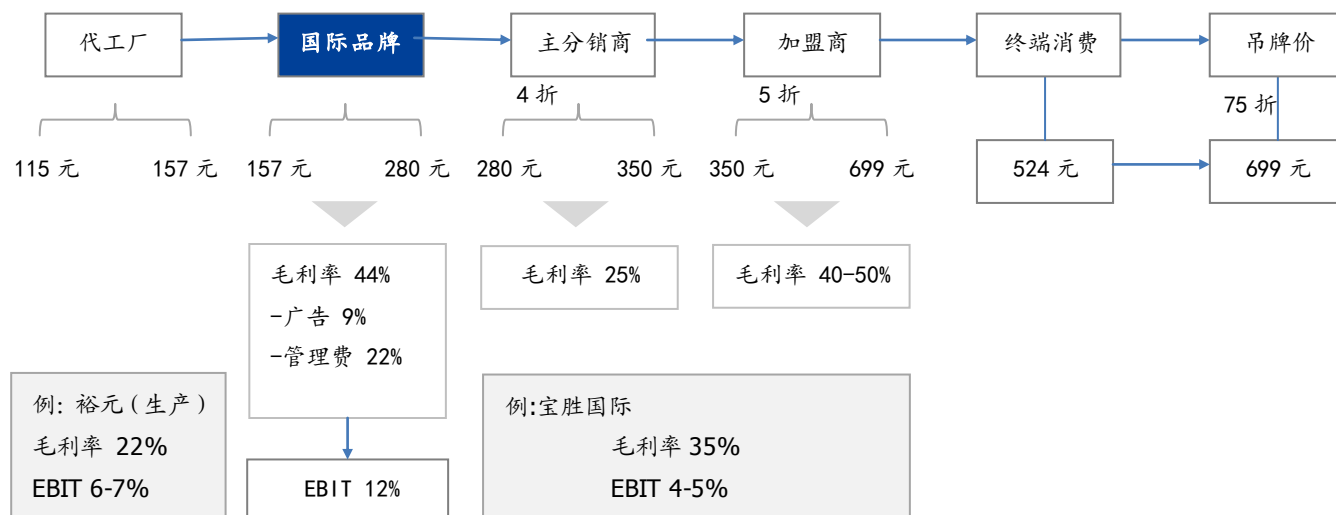
当下的运动鞋服产业链的价值体系是如何构建的? 制造商与品牌商之间关系如何? 我们根据国内、国际品牌的销售价格及产业链各个公司表现构建运动鞋产业链价值体系发现: 运动鞋行业价值链的高端部分集中面料、鞋底研发、零售渠道、品牌运营环节, 生产制造环节由于资金压力大、同质化明显而受到严重挤压, 利润微薄。

图表 14: 运动鞋价值链: 以国内品牌运动鞋为例



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 15: 国际品牌运动鞋价值链



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

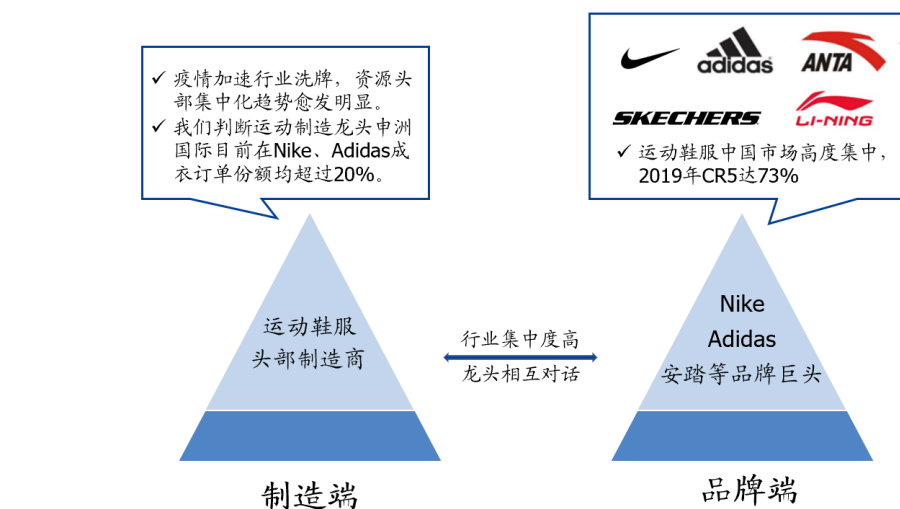
根据我们对运动产业的价值链分析, 我们认为龙头与龙头的对话的形势在行业中逐渐明晰, 各环节中的头部公司竞争优势明显, 未来将是强者恒强趋势。1) 上游制造端, 具备话语权的是拥有一体化生产体系+强大面料研发体系的龙头制造商; 2) 中游品牌商端, 市场竞争格局向头部集中趋势下, 头部品牌商受益明显; 3) 下游零售与品牌商相辅相成, 一方面品牌商拥有自己相对封闭的销售体系, 另一方面行业中孵化出大型运动代理商。但是在本篇报告, 我们着重讨论品牌商和制造商之间的关系。

我们认为, 产业链专业化分工、行业集中化的大趋势中, 品牌商与头部制造商的关系更加紧密, 在生产制造商中也有以华利集团、裕元为代表的具备研发实力和生产规模效应的生产制造商。

品牌运营企业的市场规模与发展直接影响对应生产制造商的市场规模与发展, 而鞋履制造商积累的制鞋技术和经验, 为鞋履品牌运营商的新产品及时上市、提高市场占有率提供有力保障。目前运动鞋履全球领先的运动品牌, 如 Nike、Adidas、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour 等, 均重点着力于品牌价值的塑造、产品设计及营销体系的建设, 将鞋履生产制造委托专业制造商完成。在专业化分工的大趋势中, 运动鞋履制造商和运动鞋履品牌运营商相互依存。

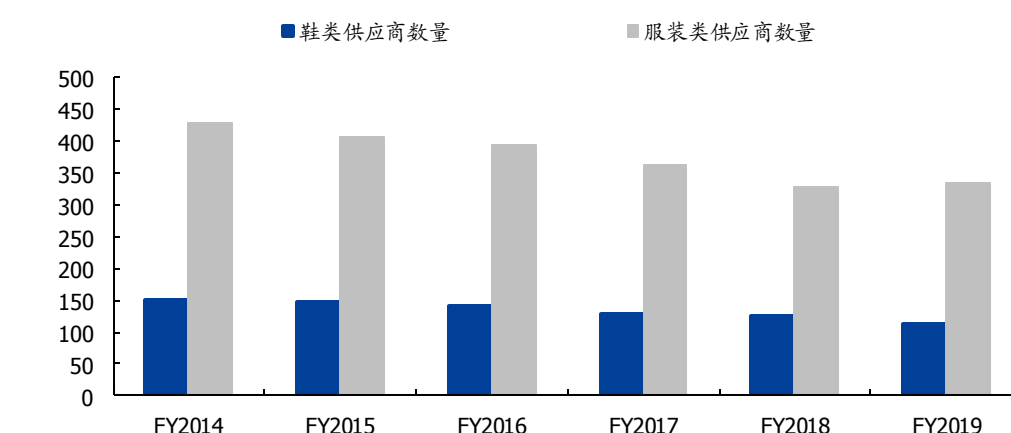
在专业分工越来越细化的今天，全球运动品牌行业的集中度较高且在不断提高，据 Bloomberg 数据，全球运动鞋服市场前五大集团市场份额合计由 2013 年度的 30.4% 提升到 2020 年度的 37.1%。全球主要的运动鞋履品牌企业一般选择大型的运动鞋履专业制造商长期合作，另外，知名运动品牌企业近年来也存在精简供应商的趋势，具有大规模供货能力的运动鞋履制造企业的市场份额呈集中化趋势。

图表 16: 运动鞋服产业链龙头相互对话



资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所测算

图表 17: 耐克持续精简供应商 (个)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 产业现状: 逐步迁移东南亚, 供应链反应速度受重视

那么，头部的运动品牌商如何选择自己的供应商？哪些因素是头部的制造供应商所具备的？我们可以从当前的行业终端需求的情况以及相对应的上游产业布局和发展趋势窥探一二。

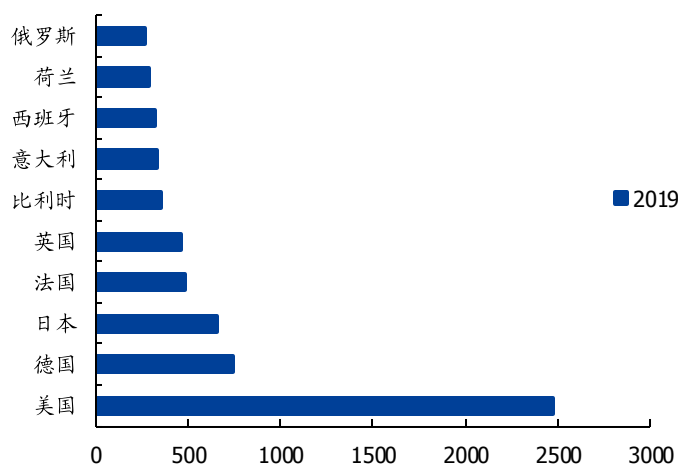
从终端需求变化上来说，当前对供应链生产要求体现在：1）品质要求。消费者在消费升级的过程中，对优质产品的需求是一如既往。就运动鞋而言，对鞋底弹性、耐磨程度等有一定要求；2）反应速度。当前终端消费市场变化较快，同时电商渠道爆发力较强，

要求供应链能够根据终端需求做出相应的反应；3）供应链稳定。尤其在今年疫情的情况下，稳定的供应链对品牌商而言尤为重要。

然而从生产层面来说，制鞋业是劳动力密集型产业，其发展受到劳动力资源、原材料、政策环境以及销售市场等多方面的影响，其中劳动力资源是最重要的因素之一，目前制鞋产业正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。

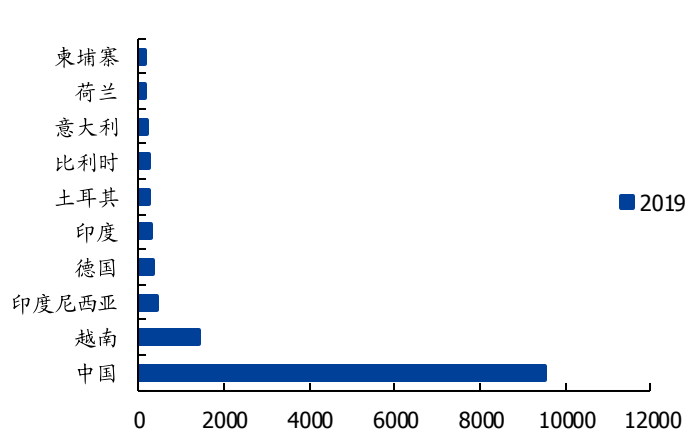
- 以越南为代表的东南亚国家，在成本优势及政策红利驱动下，制鞋业快速发展。以越南为例：首先具备较好的外贸环境，越南积极签署自由贸易协议，出口到美国、欧洲等地区的关税为零或处于较低水平；其次具备较低生产成本，越南地区人均工资、租金水平较低，在所得税政策等方面也给予了较大优惠；再次，中国大陆有全球最完善的鞋履原材料配套供应，越南毗邻中国大陆，在原材料采购方面运输成本较低且能保证供应的及时性。
- 2019 年，全球十大产鞋出口国中有 6 个来自亚洲，除了中国以外东南亚、南亚国家居多，进口国家集中于欧美国家。

图表 18: 鞋产品进口国家分布 (百万双)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 19: 鞋产品出口国家分布 (百万双)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

综合上述分析我们认为：1）运动鞋、运动休闲鞋市场广阔，未来随着市场渗透率的提升市场规模有所扩大；2）产业各个环节向头部集中，龙头公司竞争优势明显；3）供应链稳定，快速响应中断需求且跟随产业转移布局工厂制造类公司在未来竞争中占据优势。

3. 竞争优势：客户资源优质，生产链高效

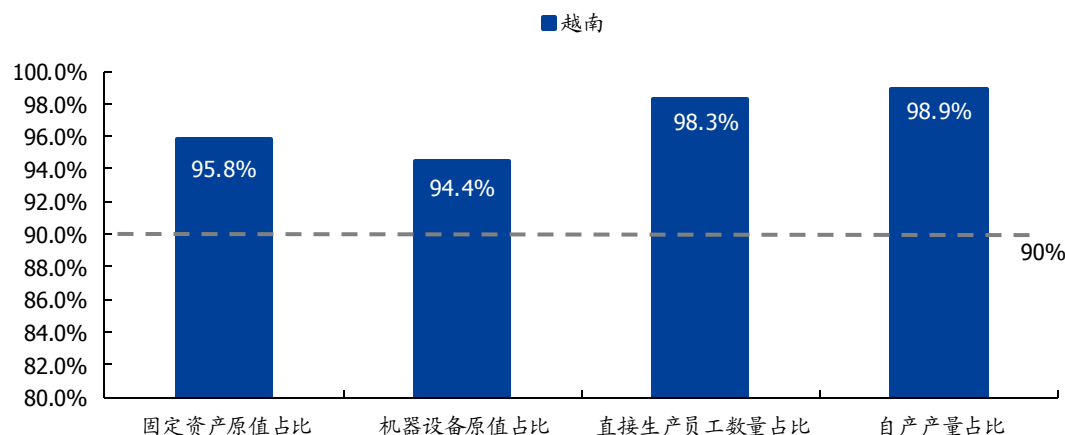
3.1 生产端：布局越南带来成本优势，自动化技术协助大规模生产

公司早期布局东南亚产能，生产制造工厂大部分位于越南北部。早在成立第二年（2005 年）公司就着手布局境外业务，目前生产工厂几乎全部位于海外，覆盖越南、台湾、多米尼加、杰、缅甸。其中绝大部分布局在越南北部省市，包括越南清化、南定、宁平、海防、海阳等，据公司公告，2020H1 公司的固定资产、机器设备 90%以上位于越南，越南的总产量占公司总产量的比例也在 90%以上。缅甸工厂建设仍在蓄力中，首次公开发行股票所募集资金将部分用于缅甸世川鞋履生产基地建设项目。

大规模布局越南带来多重成本红利，从人力成本、资源成本、固定成本、税收政策等多方面享受多重成本优势：1）越南北部劳动力资源更为丰富，且地理位置毗邻中国，在人

力、水电资源、运费等成本方面占据显著优势；2）率先布局越南，土地房屋购买/自建成本低。3）越南政府对于外资投资项目设有所得税等方面的政策优惠，公司一些越南子公司仍处于免税或者享受税率折扣的时期。4）越南作为出口大国，在国际贸易上具备多方优势，公司产品大多出口美国可以享受优惠关税水平。

图表 20: 2020H1 公司位于越南固定资产/机器设备/直接生产员工/自产产量占比 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

产能消化好，公司计划进一步扩产。从产品需求端来看，近年公司产销率一直处于 96%+ 较高水平，2019 年更是达到近 99%，几乎没有产而未销的产品。产品需求潜力很大，公司计划使用本次募集资金进一步扩大产能、提升管理效率。本次公开发行股权募集资金扣除费用后预计 38.4 亿元，其中：1）47%（约 18.0 亿元）将用于越南子公司、缅甸永川的生产基地建设及中山腾星编织鞋面项目的扩产，扩大产能以满足销售所需；2）20% 资金（约 7.8 亿元）将用于开发设计中心及总部大楼建设项目，夯实公司开发设计实力；3）8% 资金（约 2.9 亿元）将用于运营信息系统升级项目，构建互联互通、协同管理的信息系统，将大幅提高运营效率；4）余下 25% 资金（9.6 亿元）将用于补充流动资金，增强公司的经营稳健性。

图表 21: 首次公开发行股权融资募集资金用途

序号	项目名称	募集资金投入金额 (万元)	占比
一	越南鞋履生产基地扩产建设项目	40,659	10.6%
1	越南宏福鞋履生产基地扩产项目	10,959	2.9%
2	越南上杰鞋履生产基地扩产项目	4,974	1.3%
3	越南立川鞋履生产基地扩产项目	9,095	2.4%
4	越南弘欣鞋履生产基地扩产项目	9,947	2.6%
5	越南永弘鞋履生产基地扩产项目	5,684	1.5%
二	缅甸世川鞋履生产基地建设项目	53,168	13.9%
三	中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目	86,456	22.5%
四	华利集团鞋履开发设计中心及总部大楼建设项目	78,271	20.4%
五	华利集团运营信息系统升级建设项目	29,292	7.6%
六	补充流动资金	96,000	25.0%
合计	-	383,846	100.0%

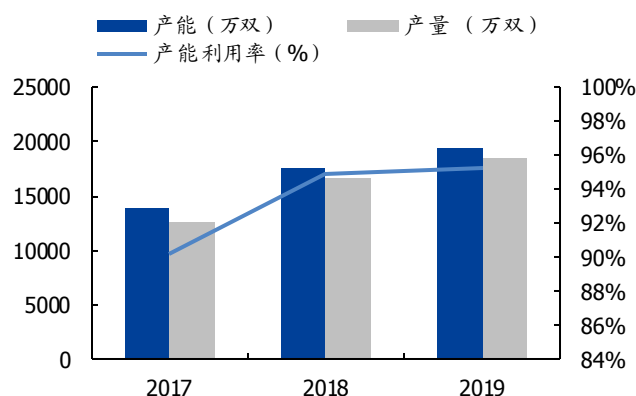
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.1.1 规模效应带来成本优势显著

公司产能规模大，行业领先，且得益于完整供应链，交付迅速。

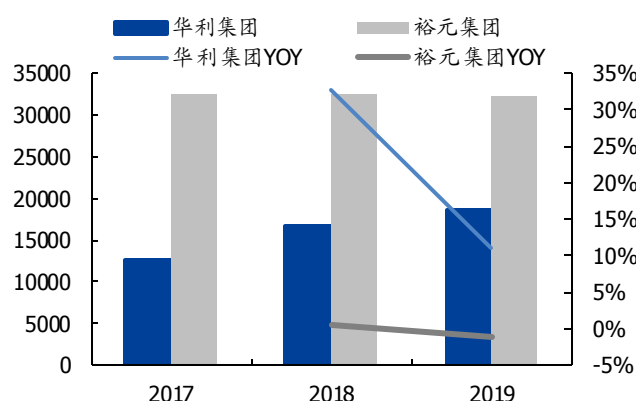
- 公司 2019 年产能同增 10.7% 达到 1.95 亿双，产能利用率基本持平为 94.6%。产量同增 10.2% 达 1.86 亿双，仍明显落后于行业龙头裕元集团同期产量 3.22 亿双，但 1) 公司成长性较强、产量增长速度快，2018/2019 同比增速分别达 32.6%/11.1%，高于裕元集团 0.4%/-1.1%。2) 人均产量较高，2019 年公司越南工厂人均产量达 1671.6 双/人。

图表 22: 2017-2019 年公司产能及产能利用率 (万双, %)



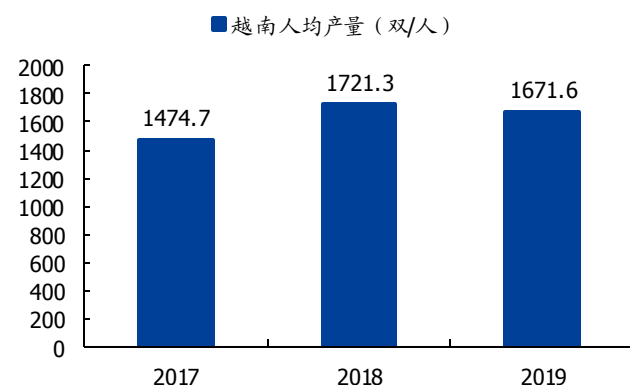
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 23: 2017-2019 华利集团/裕元集团产量及 YOY (万双, %)



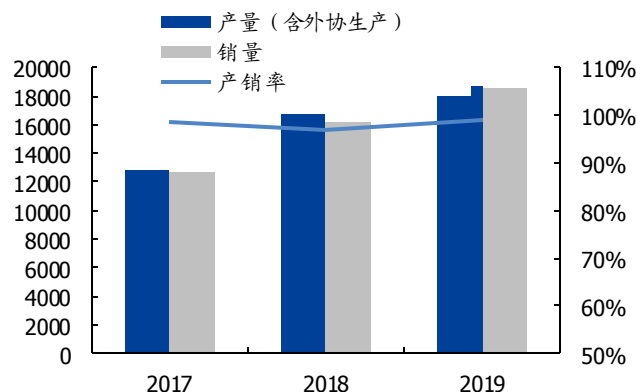
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 24: 2017-2019 年越南工厂人均产量 (双/人)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 25: 2017-2019 年公司产量及产销率 (万双, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 公司具备从设计、打样到批量生产的完整供应链，对于不定时订单反应迅速，针对熟悉的大客户能够实现“快速设计制样、快速爬坡量产、快速产品交付”的整套运营能力。1) 设计研发制样过程：研发人员经验丰富，与大客户多年合作，意见反馈效率高，将 3D 打印、VR 技术系统引入研发过程，协助研发人员更快地实现样品交付。2) 原材料采购过程，公司供应商体系稳定，对接的主要供应商大多由大客户指定，合作关系稳定持久，对于订单指令反应迅速。3) 产品量产过程：公司一直在不断进行生产线的自动化改进，目前能够依靠较高的自动化水平达成高效生产，同时提高产品品质稳定性、降低生产成本。

产能布局越南、自动化程度高，具有多重成本优势。对于制造业企业来说，成本控制至关重要。产品的成本控制直接决定了盈利水平和可持续性，公司在多方面具备成本优势，在同业公司中形成了卓越的竞争力。

➤ **成本优势一：早期布局越南，尽享低成本红利。**公司早在成立第二年（2005 年）就开始着手业务的境外布局，目前产品生产工厂大部分集中在越南北部，给公司带来了显著的成本优势：

- 1) **人力成本低。**越南北部劳动力资源丰富，工人工资水平较低。
- 2) **固定成本低。**公司在中山、香港等地区的子公司所用房屋厂房均为租赁所得，仅有越南子公司拥有房屋建筑物，主要为越南弘邦、越南上杰、越南永正、越南亚欣等工厂厂房。公司在越南的业务布局较早，享受了土地、厂房等低成本红利。
- 3) **资源成本低。**越南水、电等资源的成本要低于国内，节省了生产成本。
- 4) **运输成本低。**越南距离中国较近，节约原材料、产成品运输的时间与运费成本。
- 5) **税率政策优惠。**越南政府对于不同领域的企业和项目实施不同的税率优惠和减免期限，例如越南弘邦适配的企业所得税税率 10%，同时享受“四免九减半”的特殊优惠（从获利年度开始，1-4 年实际纳税税率为 $10\% \times 0 = 0\%$ ，5-13 年实际纳税税率为 $10\% \times 0.5 = 5\%$ ）。除此之外，欧美国家对原产于越南的鞋类产品进口关税的税率为零或相对较低，也带来了一定程度的税收优惠。

图表 26：部分越南子公司优惠政策梳理

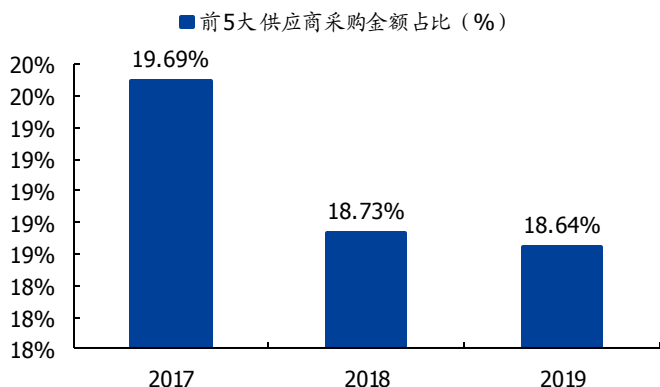
公司	优惠税率	减免政策	近三年内适用所得税税率		
			2017	2018	2019
越南弘邦	盈利后 15 年内税率为 10% (2012 年-2026 年)	四免九减半	0%	5%	5%
越南永川	盈利后 10 年内税率为 17% (目前尚未盈利)	两免四减半	目前亏损尚未开始享受优惠		
越南上杰	盈利后 12 年内税率为 15% (2008 年-2019 年)	三免七减半	7.50%	7.50%	7.50%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ **成本优势二：生产自动化程度高。**公司生产线自动化技术渗透率高，公司一直不断购买、定制自动化设备优化生产线，以提高公司产品品质稳定性、降低生产成本。得益于自动化等优势，公司生产较为高效，2019 年越南工厂人均产量达 1671.6 双/人。

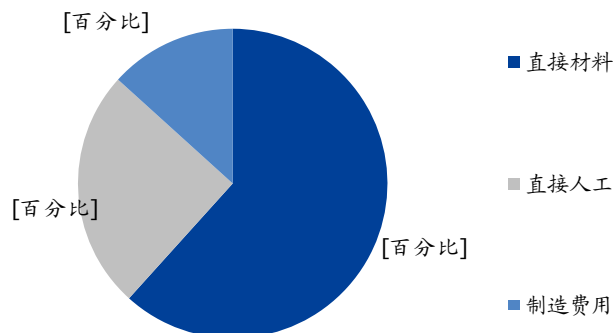
➤ **成本优势三：规模优势带来成本节省。**原材料方面公司采购订单规模大，供应商体系稳定，相对来说可以享受更优惠的价格。公司生产所需的主要原材料供应商由品牌商客户指定，采购品类包括棉纱化纤、纺织布料、皮革等，2019 年公司所采购的直接原材料达 71.5 亿元，占当期营业成本过半达到 62%。作为制造公司，原材料的成本、质量、供应稳定性直接决定了一家公司的盈利水平、产品性能、交付能力。公司原材料前 5 大供应商采购金额占当期采购金额的比例在 18%~20%之间，其中大多数供应商为客户指定供应商，合作时间较长且相对稳定。公司采购订单规模较大，在原材料供应商处属于采购金额大、回款迅速的优质客户，规模优势为公司带来了一定的原材料上的成本节省。

图表 27: 前 5 大供应商采购金额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 28: 2019 年公司营业成本构成 (%)

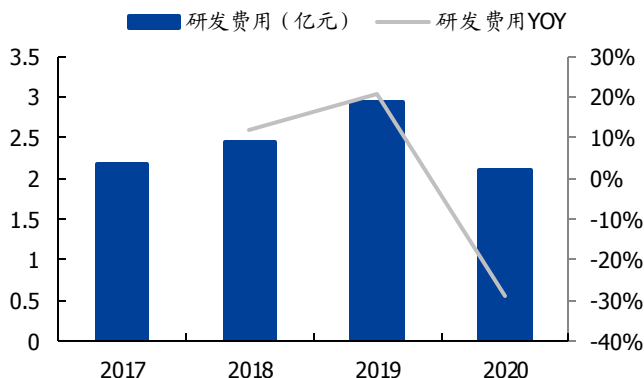


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.1.2 技术+人才构建研发壁垒, 自动化提升生产效率

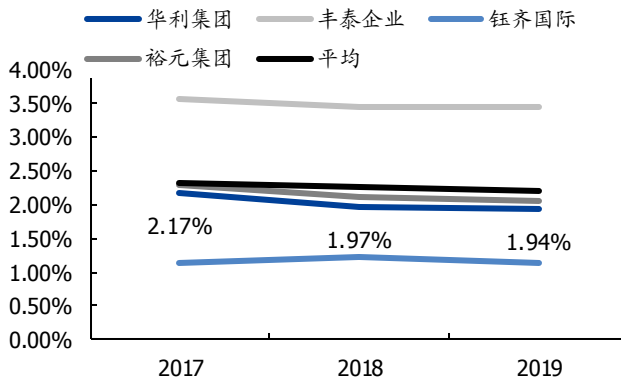
复合型人才资源丰富, 佐以科学技术构建研发壁垒。运动鞋类产品对专业性能要求高, 而行业内专业与经验并重的复合型人才稀缺, 因此产品开发能够成为行业竞争的关键壁垒。1) 截至到 2020 年 H1 公司开发设计体系拥有研发设计人员 2475 人, 占公司员工总数的 2.24%。这些研发人员每年会被派遣至核心客户进行培训, 以期更好的理解客户诉求、契合产品设计。2) 公司不断加大研发设备投入, 在研发过程中引入 3D 打印、VR 设计等先进技术自主开模、快速制样, 大幅提高了开发设计效率。疫情前公司研发费用支出稳步增长, 2019 年同增 21.0% 至 2.95 亿元, 疫情下 2020 同减 29.0% 至 2.09 亿元。公司研发费用占营收比重基本保持稳定。但和同行业公司丰泰企业、裕元集团等相比, 公司的研发投入比例仍然相对略低。

图表 29: 2017-2020 年公司研发费用及 YOY (亿元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 30: 2017-2019 年同业公司研发费用占收入比重 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

先进技术+自动化带来“质”和“速”的双重提升。

- 引进先进核心技术满足多样化需求。公司生产制造过程中的主要核心技术包括冷粘、硫化工艺等, 值得注意的是, 公司是为数不多同时具备冷粘和硫化工艺的供应商。除传统工艺外, 公司拥有多种高性能环保材料的配制制造方法, 在模具及鞋底制造、鞋面编织中引入镭射切割等先进技术, 能够有效满足客户多种功能性、个性化的产品生产需求。截至 2020H1 末, 公司拥有 42 项专利, 大多为模具、制造装置等。除了制造技术之外, 信息技术也被引入至生产及供应链管理方面, 提高业务效率。

- **自动化程度高，成本低廉生产高效。**公司持续进行生产线的自动化改造，在生产全工序中佐以电脑引入自动化生产，借助科学技术完成重复性高、准确度要求高的工艺程序。例如：1）使用 3D 打印、VR 设计系统开展产品的研发设计，提高产品开发效率；2）使用机械手臂上胶系统、一体成型鞋面编织设备、自动卧式橡胶大底射出机等新型设备，有效提高了制鞋质量，同时缩短生产周期、降低生产成本。公司目前拥有 3 项软件著作权，包括编制密度可调控制系统、花型管理控制系统等。

图表 31: 公司自动化设备

名称	说明	图片
立体平版印刷 3D 打印机	主要用于设计.使用激光能量使液能光敏树脂材料发生聚合反应变硬，由下而上打造出整鞋模型。	
机械手臂上胶系统	主要用于生产。计算机编程控制机械手臂运动轨迹，可进行精准涂布鞋面胶水，有效提升制鞋质量及减少人工。	
镭射激光自动切割机	主要用于生产。计算机排版使用镭射激光自动切割布料外型轮廓。	
卧式橡胶大底射出机	主要用于生产。以射出成型方式取代传统人工热压生产橡胶大底。	

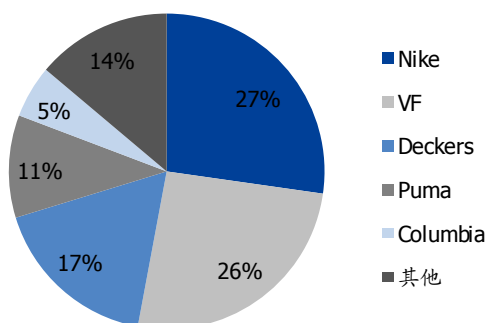
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

3.2 客户端：聚焦全球头部品牌商，地位有望提升

客户资源聚焦于全球头部运动鞋服品牌商，集中度高。1）公司的客户以全球知名运动鞋服品牌商为主。公司长期与头部客户保持着紧密合作关系，是 Nike、VF、Deckers 等大型公司鞋类产品的重要供应商，是 Converse、UGG、Vans、Puma、Columbia 等知名品牌鞋类产品的最大供应商。2）**公司客户集中度高**，前五大客户占比超八成，且近年来有逐年略增的趋势。2019 年前五大客户收入（分别为 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia，订单合计收入金额同增 24.7%至 130.6 亿元）占比高达 86%，第一大客户 Nike 订单收入占比近 30%，远远高于同行业龙头裕元集团的客户集中度水平（前五大/第一大客户收入占比 46%/17%）。

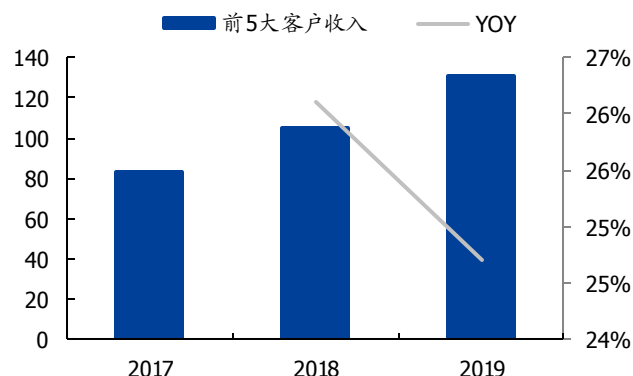
客户结构集中，单个客户体量较大，益处在于：1）更有利于公司生产安排及工模效应的体现，公司单个工厂产量大，单个产线可专用于一个客户，排单效率更高；2）能够深度参与客户产品的设计研发，进而和客户形成深度绑定的关系。公司在于 Nike 的合作中，在生产过程中能够就鞋的设计提出改进建议，优化产品设计，进而提升功能性的体现。

图表 32: 2019 年公司前 5 大客户收入占比 (%)



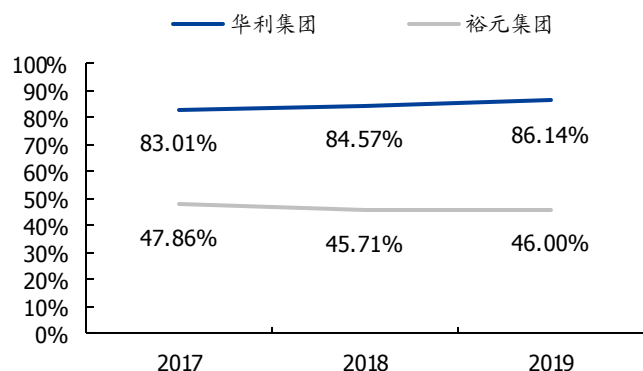
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 33: 2017-2019 年公司前 5 大客户收入及 YOY (亿元, %)



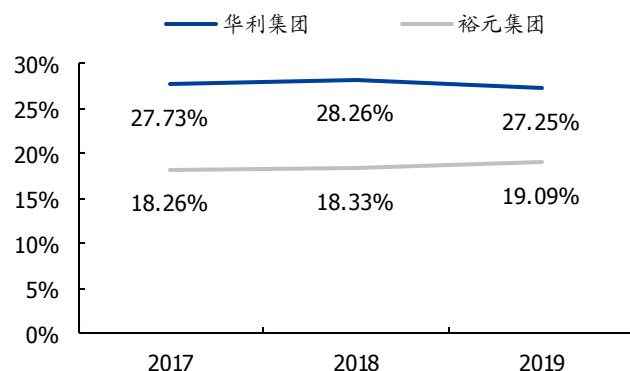
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 34: 2017-2019 年前 5 大客户收入金额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 35: 2017-2019 年第 1 大客户收入金额占比 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

成本、研发、供应链优势保证了合作关系的长期稳定。从公司端来看: 公司供应链强大、开发设计高效优质、交付产品周期短品控好, 由此逐年积累了全球各大知名品牌客户资源, 并凭借在合作中获得的客户的高度认可与肯定, 持续地保持着长期、深度、稳定的合作关系。2019 年公司获得 Nike 颁发的“2019 年特殊表现奖”、Deckers “2019 年度第一供应商”、Puma “可持续发展奖”等奖项。全球运动鞋服市场份额排名前十的企业中, 有五家 (Nike、VF、Puma、Columbia、Under Armour) 为公司的主要客户。**从客户端来看:** 全球知名的品牌商对于产品品质控制要求较高, 对供应商要求更为严格, 倾向于与固定的供应商维持合作关系。

图表 36: 公司产品品类及主要客户品牌代表

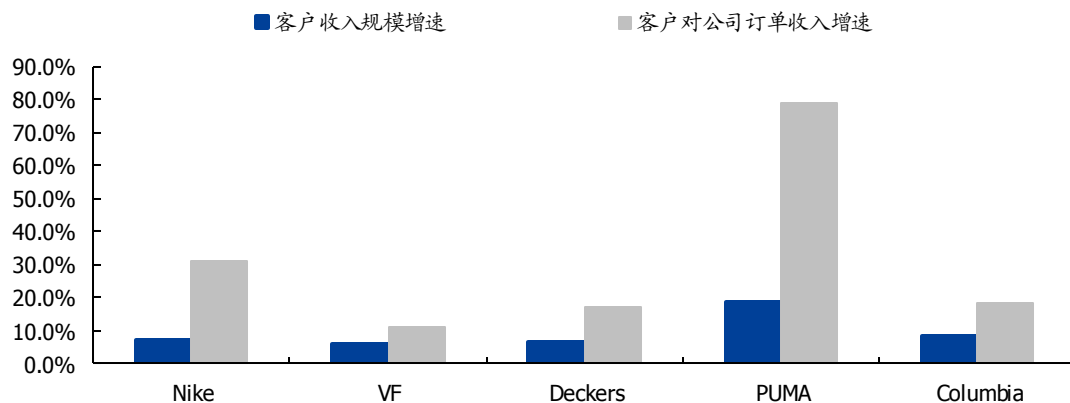
产品分类	主要品牌代表	产品图示
运动休闲鞋	Nike、Converse、Vans、Puma、UnderArmour、HOKAONEONE	
户外鞋靴	UGG、Columbia、Vans	
运动凉鞋/拖鞋	Teva、Nike、Puma	

资料来源: 公司公告, 各品牌官网, 国盛证券研究所绘制

疫情加速资源洗牌, 公司进一步夯实头部地位。

1) 长期来看, 当下头部品牌商精简供应商队伍成为趋势, 公司作为其头部供应商所占客户订单份额不断提升。2019 年 Nike/VF/Deckers/PUMA/Columbia 收入增速(经报告期标准化调整后)分别 7.1%/5.8%/6.2%/18.4%/8.6%, 低于同期该几大客户对公司订单收入增速分别 31.1%/11.3%/17.0%/79.0%/18.3%。

图表 37: 2019 年公司前五大客户收入增速及对公司订单收入增速 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

注: 部分客户的收入增速基于报告期可比口径进行部分调整。

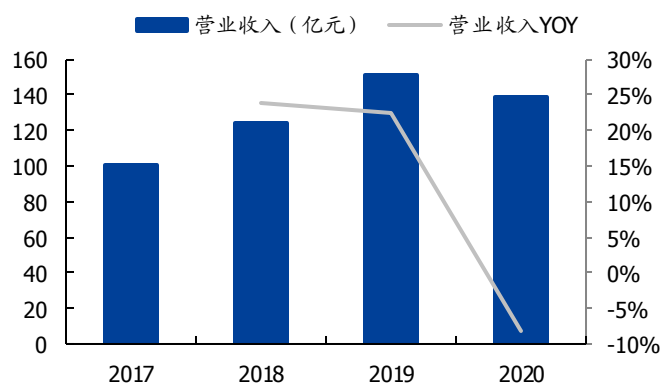
2) 据我们追踪, 疫情期间, 公司供应链的高稳定性、快速反应获得了品牌商认可, 客户订单资源进一步向公司倾斜。公司主要客户盈利水平及规模扩张相对稳定, 随着公司所占客户订单份额的不断提升, 有望进一步巩固客户资源壁垒、带动公司健康发展。品牌在选择供应商时, 往往经过长期的考核, 包括原材料、产业链稳定性、产品合格率等多项指标, 通过考核期后形成稳定合作关系, 更换成本相对较高, 因此和优质供应商的合作也更为紧密。

3.3 财务端：业绩快速增长，运营稳健

3.3.1 受益行业景气度高，业绩稳定增长

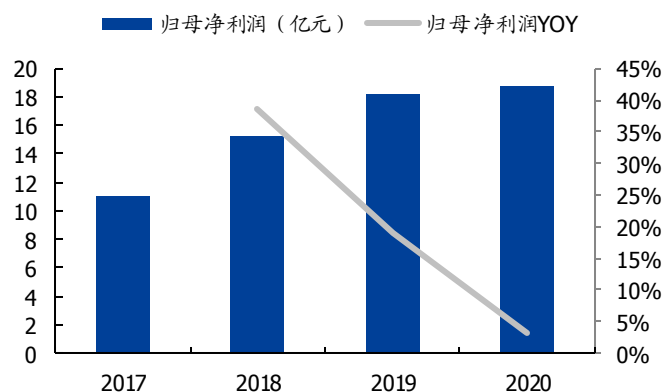
收入端：享受运动鞋服行业的高景气度，公司 2020 年营收/业绩分别同比下滑 8.1%/增长 3.2%至 139.3/18.8 亿元，2019 年营收/业绩分别同比增长 22%/19%至 151.7 亿元/18.2 亿元，近三年（2017-2020 年）CAGR 分别为 11.7%/19.3%。

图表 38: 2017-2020 年营业收入及 YOY (亿元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

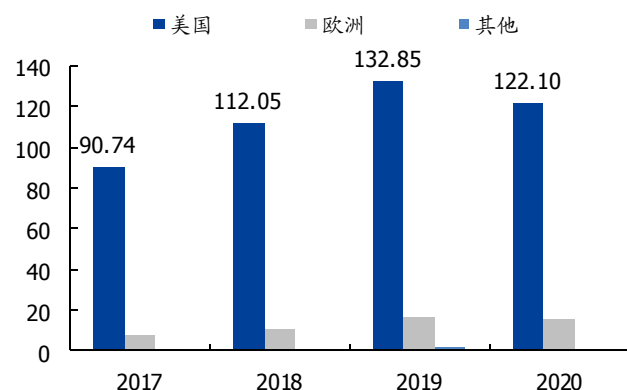
图表 39: 2017-2020 年归母净利润及 YOY (亿元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

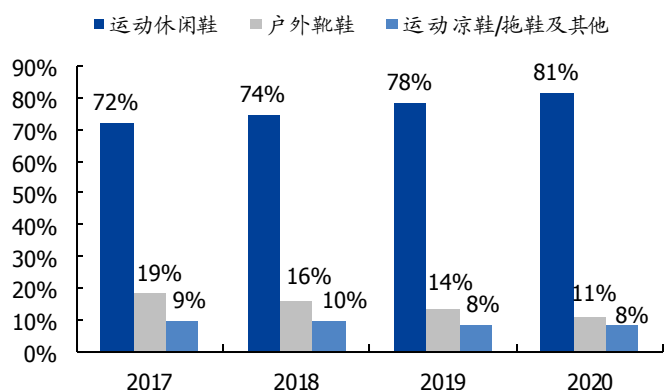
收入构成上而言，公司营业收入主要来自美国和欧洲，2017-2020 年合计占当期营业收入的比例分别为 99.3%/99.1%/98.5%/99.5%，占比基本保持稳定。按品类划分，公司主要产品类别为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他，其中运动休闲鞋、户外靴鞋营业收入占比超过 90%。

图表 40: 2017-2020 年分地区收入构成 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

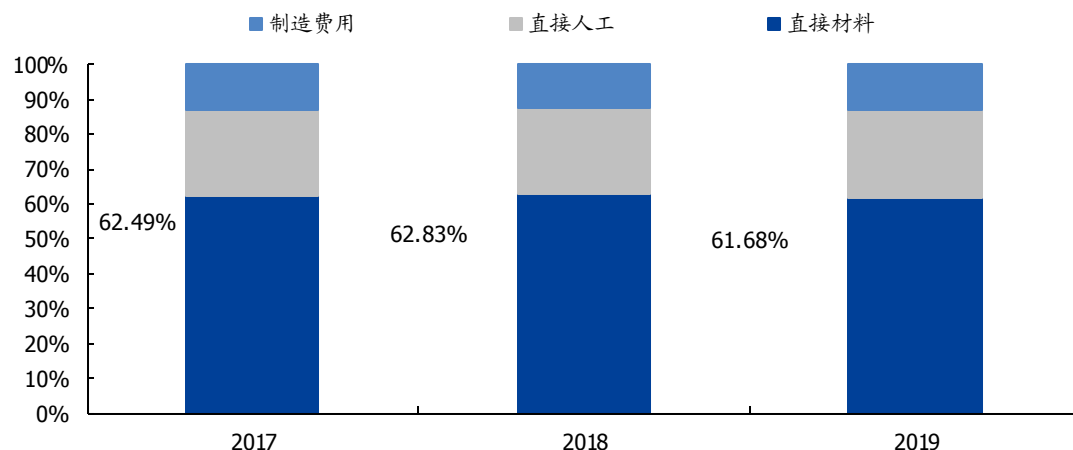
图表 41: 2017-2020 年分产品收入构成 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

毛利率方面：公司主营业务成本中直接材料、直接人工和制造费用占比较为稳定，**2017-2019 年占比基本保持在 61%-63% 之间**。公司生产所需直接材料主要包括纺织布料、皮革、包装材料、人造革及橡胶等。

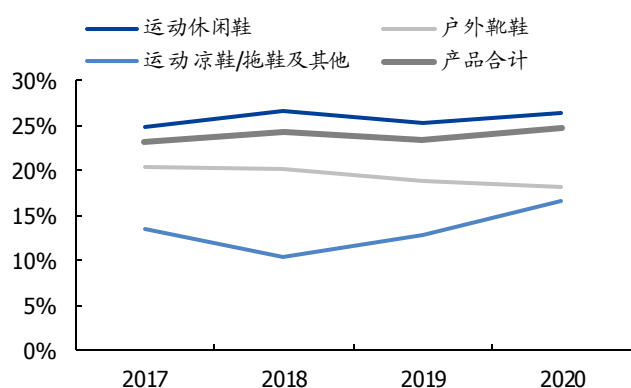
图表 42: 2017-2019 年营业成本构成 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

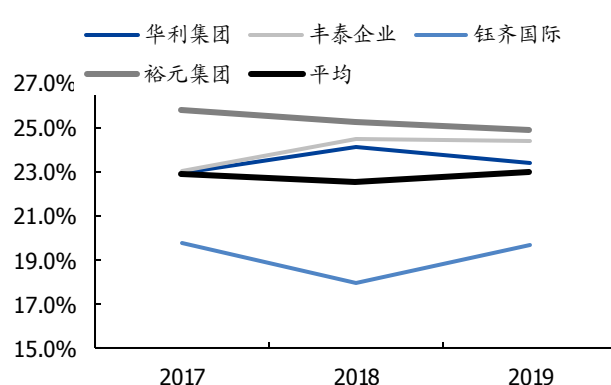
公司 **2017-2020 年合计毛利率分别为 23.1%/24.2%/23.5%/24.8%**。2018 年毛利率有所上升主要系运动休闲鞋(销售占比最高)毛利率上升，拉升了整体毛利率水平。一般而言户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他毛利率较运动休闲鞋低，主要原因系：1) 户外靴鞋的鞋型更为复杂，生产批量较小，单位生产成本更高；2) 运动凉鞋、运动拖鞋等为公司的非主打产品，生产规模较小，工艺也相对简单，产品附加值较低。与同业公司相比，公司毛利率略高于同业公司平均水平，原因主要在于公司产品以毛利率相对较高的运动休闲鞋品类为主。

图表 43: 2017-2020 年分产品毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 44: 2017-2019 年同行业公司毛利率 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

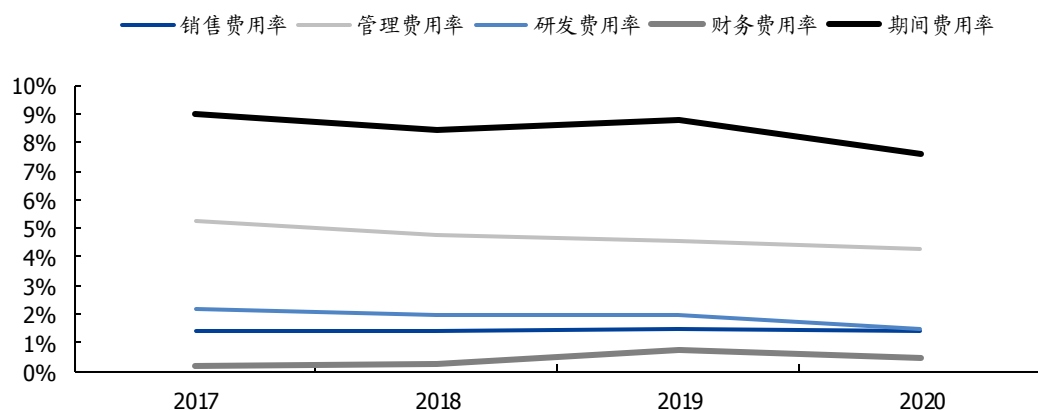
费用率方面：公司严格管理各项费用的支出，2017-2020 年公司期间费用占营业收入的比例分别为 8.98%/8.42%/8.75%/7.60%，基本保持稳定。

- 销售费用：2017-2020 年销售费用率保持在 1.5%左右，销售费用主要包括出口报关费用(2019 年占销售费用比例近 35%)、运输费用(2019 年占销售费用比例 30%)

左右)和薪酬费用等。

- 管理费用: 随着公司规模效应的体现, 2017-2020 年管理费用率逐年有所下降, 2020 年为 4.25%, 管理费用主要包括薪酬费用、办公费用、折旧摊销费用、差旅费及业务招待费等。
- 研发费用: 公司的产品属于时尚快速消费类产品, 重视产品功能, 同时具有时尚性的特点, 公司深度参与产品开发设计, 需持续加大研发力度以便快速响应客户需求, 推出符合市场需求的产品, 公司研发费用率保持在 2% 左右。

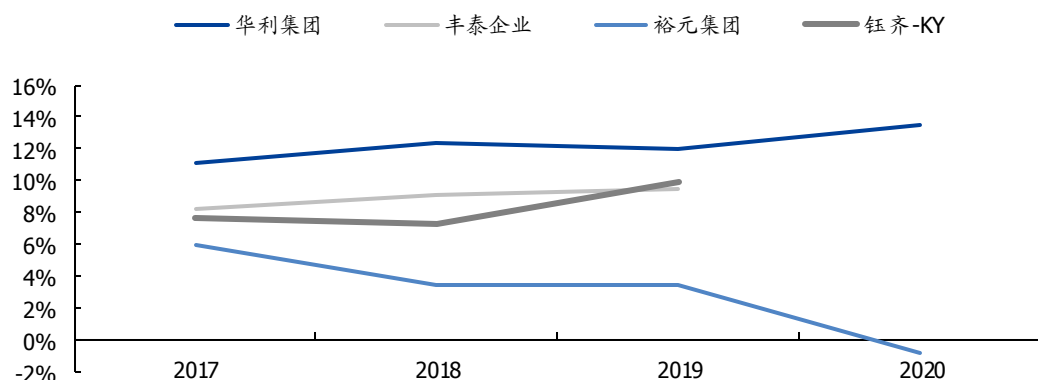
图表 45: 2017-2020 年公司销售/管理/研发/财务/期间总费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

净利率方面: 公司 2017-2019 净利率基本维持在 11%~14%, 相对稳定, 对比同行业公司相对高, 核心原因在于业务模式结构差异和管理效率差异。裕元集团业务中 30% 左右为零售业务, 丰泰企业总部位于中国台湾, 主要工厂分布在越南的南部地区、中国大陆、印度、印尼等地, 多国布局生产经营导致管理半径更大, 各项费用支出有所增长。

图表 46: 2017-2020 年同行业公司净利率 (%)

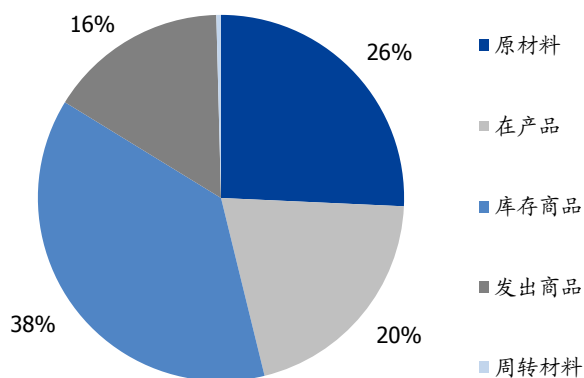


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3.2 周转稳健，经营性现金流良好

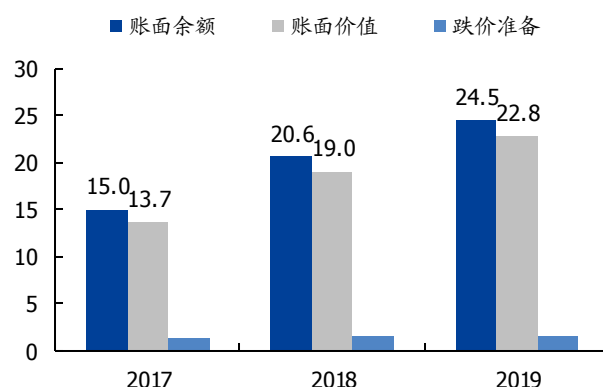
存货方面，公司的存货结构较优。公司 2019 年末存货账面余额同增 18.8%至 24.5 亿元，存货账面价值同增 19.9%至 22.8 亿元。虽然存货水平随着业务发展不断升高，却实系扩张经营规模需要需要。由于公司精细化库存管理，库龄一年以上的存货占比较小且已计提合适的跌价准备，因此整体来看库存结构仍然处于健康状态。2019 年年末存货中，库存商品/发出商品/原材料/在产品分别占 38%/16%/26%/20%，部分尚未完成生产或交付的存货将于次年基本实现销售，存货现状符合公司经营模式。

图表 47: 2019 年存货构成 (%)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 48: 2017-2019 年存货账面余额/账面价值/跌价准备 (亿元)

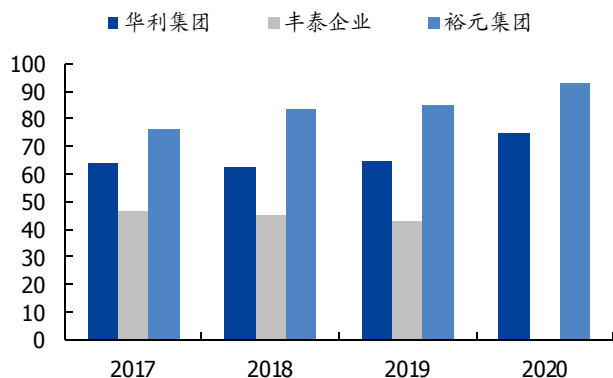


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

存货周转方面，公司 2020 年存货周转天数同增 10.2 天至 75.1 天，整体来说存货周转天数较低。公司采用“以销定产”、“以产定购”的生产、采购模式，精细化库存管理，因此库存状况较好。存货周转天数略增主要系生产经营需要扩大存货储备所致。

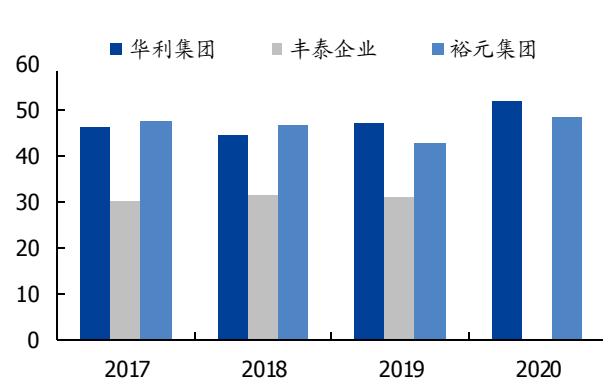
应收账款周转方面，公司应收账款周转天数 2020 年同增 4.8 天至 51.7 天，公司的客户大部分为全球知名运动鞋履品牌运营商，信用状况好、回款风险低。而第三方回款占营业收入的比重较少，因此应收账款营运情况良好。

图表 49: 2017-2020 年存货周转天数 (天)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

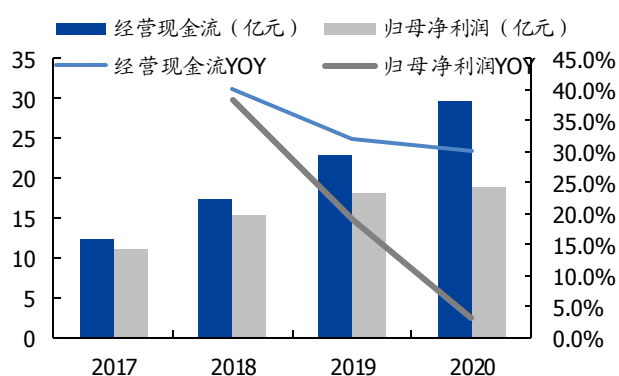
图表 50: 2017-2020 年应收账款周转天数 (天)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

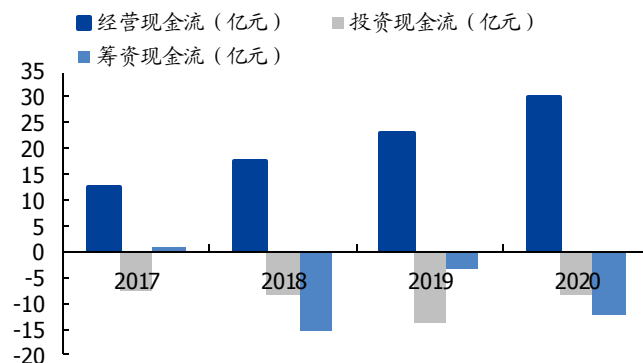
- **经营活动现金流量方面：**公司经营性现金流量表现比较好，2019/2020 年同增 32.1%/30.1%，大于营业收入的增长幅度 18.9%/3.2%。经营活动现金流量增长高于营业收入增长的原因主要系：1) 公司营运情况较好，精细化库存管理，应收账款回款及时，因此存货周转与应收账款周转都处在较优状态。2) 公司信用状况良好，随着业务规模的扩张，应付账款、应付职工薪酬等经营性负债项目增加。
- **投资活动现金流量方面：**投资活动现金流量净流出逐年持续扩大，主要系目前公司处于扩张成长状态，不断投建厂房、办公楼、生产线等资产所致，因此投资现金流情况合理，有利于业务实际经营。
- **筹资活动现金流量：**2018 年筹资活动现金净流出较大，系当年支付同一控制下收购对价所致。2019 年公司增资扩股，筹资活动现金净流出缩窄。

图表 51: 2017-2020 年经营性现金流/营收及 YOY (亿元, %)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表 52: 2017-2020 年经营/投资/筹资现金流 (亿元)



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

收入端：我们分别按照客户/品类来拆分并预测公司收入端表现。综合两者预测效果来看，公司 2020 年收入同比有所下滑，2021-2022 年恢复至 20% 左右高速增长。

分拆客户来看，我们预测 **2021-2023 年** 公司收入分别同增 **22.8%/20.8%/19.9%**，至 **171.1/206.6/247.8 亿元**。

- 我们认为按照客户来分拆业务并进行收入预测具备合理性。1) 公司客户集中度高，2017-2019 年收入中前五大客户收入占比均超过 80%。2) 大客户且均为运动鞋服行业头部品牌，规模扩张相对稳定。我们跟踪认为随着 nike/puma 等客户订单的倾斜，疫情影响逐步放缓后，收入增速有望恢复快速增长。

图表 53: 2018A-2022E 收入分客户拆分及预测表 (百万元, %)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12388.5	15165.7	13930.4	17105.6	20657.1	24776.6
YOY	23.8%	22.4%	-8.1%	22.8%	20.8%	19.9%
Nike	3150.8	4132.1	4983.3	6727.4	8409.3	10511.6
YOY	13.5%	31.1%	20.6%	35.0%	25.0%	25.0%
占比	25.4%	27.2%	35.8%	39.3%	40.7%	42.4%
VF	3501.5	3896.2	2532.5	2785.8	3203.7	3588.1
YOY	49.3%	11.3%	-35.0%	10.0%	15.0%	12.0%
占比	28.3%	25.7%	18.2%	16.3%	15.5%	14.5%
Deckers	2245.3	2627.1	2364.4	2719.1	3127.0	3596.0
YOY	14.2%	17.0%	-10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
占比	18.1%	17.3%	17.0%	15.9%	15.1%	14.5%
Puma	890.55	1,594.25	1,514.54	2,044.63	2,760.25	3,588.32
YOY	35.8%	79.0%	-5.0%	35.0%	35.0%	30.0%
占比	7.2%	10.5%	10.9%	12.0%	13.4%	14.5%
Columbia	688.4	814.7	749.5	863.9	995.7	1115.2
YOY	22.0%	18.3%	-8.0%	15.3%	15.3%	12.0%
占比	5.6%	5.4%	5.4%	5.1%	4.8%	4.5%
前五大客户合计	10476.6	13064.3	12144.3	15140.8	18495.9	22399.2
YOY	26.1%	24.7%	-7.0%	24.7%	22.2%	21.1%
占比	84.6%	86.1%	87.2%	88.5%	89.5%	90.4%
其他客户收入合计	1911.9	2101.3	1786.1	1964.7	2161.2	2377.3
YOY	12.4%	9.9%	-15.0%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	15.4%	13.9%	12.8%	11.5%	10.5%	9.6%

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

分拆品类来看，我们预测 **2021-2023 年** 公司收入分别同比 **23.1%/21.1%/21.5%**，至 **171.5/207.6/252.2 亿元**，预测结果与分拆客户法预测结果不存在显著差异。

公司所生产产品以休闲运动类为主，且近年来占比有逐渐提升趋势，考虑客户类型及比重变化，我们预测 2021-2023 年休闲运动类收入分别同比+28.0%/+25.0%/+25.0%至 139.8/174.7/218.4 亿元，所占收入比重分别 81.5%/84.1%/86.6%，预计逐年提升趋势。

图表 54: 2017A-2022E 收入分品类拆分及预测表 (百万元, %)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12388.5	15165.7	13931.5	17145.7	20763.2	25221.6
YOY	23.8%	22.4%	-8.14%	23.1%	21.1%	21.5%
休闲运动类	9185.5	11841.6	10918.0	13975.0	17468.8	21835.9
YOY	28.1%	28.9%	-7.8%	28.0%	25.0%	25.0%
占比	74.1%	78.1%	78.4%	81.5%	84.1%	86.6%
户外鞋品	1987.5	2047.9	1802.2	1838.2	1880.7	1899.5
YOY	6.4%	3.0%	-12.0%	2.0%	2.3%	1.0%
占比	16.0%	13.5%	12.9%	10.7%	9.1%	7.5%
拖鞋	1191.8	1244.6	1182.3	1300.6	1378.6	1447.5
YOY	27.5%	4.4%	-5.0%	10.0%	6.0%	5.0%
占比	9.6%	8.2%	8.5%	7.6%	6.6%	5.7%
其他业务	23.7	31.5	29.0	31.9	35.1	38.6
YOY	-30.3%	33.0%	-8.0%	10.0%	10.0%	10.0%
占比	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

业绩端: 在上文中, 我们分别使用了按照客户/品类的方法来进行收入预测, 所得结论相近。考虑到公司客户集中度高 (过去几年五大客户订单收入占比超过 80%)、客户规模稳健增长 (公司大客户均为运动鞋服头部品牌, 规模扩张趋势相对稳定), 我们使用分拆客户法得到的收入预测进行下一步的业绩预测。

我们预计 **2021-2023 年归母净利润分别同增 36.8%/23.8%/22.4% 至 25.7/31.8/39.0 亿元**。1) 公司业务稳定扩张、结构稳定, 我们参照 2018-2020 年公司营业成本/销售费用率/管理费用率来预测 2021-2023 年表现, 值得一提的是, 2020 年后公司客户持续优化, 产品结构带来毛利率提升。研发方面, 公司始终高度注重技术研发投入, 我们预测未来几年研发费用率相对稳定。

图表 55: 2017A-2022E 财务摘要一览表 (百万元, %)

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	12388.5	15165.7	13930.4	17105.6	20657.1	24776.6
YOY	23.8%	22.4%	-8.1%	22.8%	20.8%	19.9%
毛利率 (%)	23.1%	24.2%	23.5%	24.8%	25.7%	26.0%
销售费用率 (%)	1.4%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用率 (%)	5.2%	4.8%	4.5%	4.3%	4.3%	4.3%
研发费用率 (%)	2.2%	2.0%	1.9%	1.5%	1.9%	1.9%
归母净利润 (百万元)	1532.1	1821.1	1878.6	2570.7	3182.1	3895.8
YOY	38.5%	18.9%	3.2%	36.8%	23.8%	22.4%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

4.2 估值与投资建议

绝对估值: 按照 DCM 模型 FCFF 估值法, 假设永续增长率为 1%、市场预期收益率为 10%、贝塔值为 1.1, 则 WACC 为 9.79%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 得出估值区间为 54.1-67.8 元, 对应 2021 年 PE 为 25-31 倍。

图表 56: 公司绝对估值敏感性

永续增长率 g WACC	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%
6.69%	89.9	90.6	91.5	92.4	93.5	94.7	96.1	97.7	99.6
7.36%	80.8	81.4	82.0	82.8	83.6	84.5	85.6	86.8	88.2
8.09%	72.7	73.2	73.7	74.3	74.9	75.6	76.5	77.4	78.5
8.90%	65.5	65.9	66.3	66.7	67.2	67.8	68.4	69.1	69.9
9.79%	59.1	59.4	59.7	60.0	60.4	60.9	61.3	61.9	62.5
10.77%	53.4	53.6	53.8	54.1	54.4	54.7	55.1	55.5	56.0
11.85%	48.3	48.5	48.6	48.8	49.1	49.3	49.6	49.9	50.3
13.03%	43.7	43.8	44.0	44.1	44.3	44.5	44.7	44.9	45.2
14.34%	39.6	39.7	39.8	39.9	40.1	40.2	40.4	40.6	40.8

资料来源: 国盛证券研究所测算

相对估值: 按照公司发行价 33.22 元, 我们预测 2021~2023 年所对应 P/E 为 15/12/10 倍, 我们认为公司当前估值较低, 可比公司对应 P/E 均值为 19/15/15 倍。作为运动产业链制造龙头公司, 考虑其在 A 股的稀缺性及业绩增长较高, 我们给予其目标估值一定的估值溢价。

图表 57: 可比公司估值表 (股价截至 2021/04/23)

公司代码	公司简称	股价	EPS (元/股)				PE		
			2020A	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300979.SZ	华利集团	33.22	1.79	2.20	2.73	3.34	15	12	10
0551.HK	裕元集团	19.90	-0.37	1.22	1.59	1.87	14	10	9
2313.HK	申洲国际	173.00	3.40	4.28	5.05	5.81	34	29	25
603558.SH	健盛集团	8.32	-1.31	0.70	0.87	-	12	10	-
行业平均							19	15	15

资料来源: Bloomberg, 公司公告, 国盛证券研究所测算。

注: 裕元集团、健盛集团采用彭博一致预期。

注: 华利集团股价数据为发行价; 裕元集团、申洲国际股价单位为港元。

首次覆盖, 给予“买入”评级: 我们预计 **2021-2023 年归母净利润分别同增 36.8%/23.8%/22.4%至 25.7/31.8/39.0 亿元**, 目标价 60.4 元, 目标市值 705 亿元, 对应 2021 年 PE 为 27 倍, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

新冠疫情超预期不利海外订单情况: 海外疫情当前仍存在较大不确定性, 倘若疫情持续时间、范围超过预期, 对终端品牌商客户造成影响, 则有可能传导至上游公司订单收入。

产能扩张、产线改造不及预期: 1) 公司早期布局东南亚产能, 目前生产制造工厂几乎全部位于海外 (大部分位于越南北部), 海外产能扩张存在一定不确定性。2) 当前制鞋业自动化成趋势, 公司的高效生产、低廉成本也主要得益于高度自动化生产, 倘若后续公司生产线自动化改造进程出现变化, 将带来不确定性。

大客户订单波动风险: 公司对大客户依赖程度较高, 2017-2019 年收入中前五大客户收入占比均超过 80%。大客户自身规模扩张的不确定性、公司与大客户业务关系的不确定性或将给公司业务带来一定风险。

外汇波动风险: 海外收入受到外汇波动影响, 给公司业务带来风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com