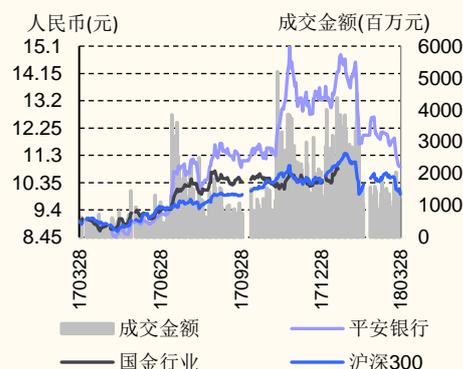


目标价格(人民币): 87.2元

市场数据(人民币)

沪深300指数

5135



全球领先运动鞋代工龙头，强研发高效率促业绩提升

公司基本情况(人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	18,006	21,864	26,199
营业收入增长率	22.42%	-8.14%	29.25%	21.42%	19.83%
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904
归母净利润增长率	18.86%	3.16%	35.15%	26.46%	21.60%
摊薄每股收益(元)	1.734	1.789	2.176	2.751	3.345
每股经营性现金流净额	1.98	2.64	4.17	2.81	3.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	43.69%	32.72%	32.66%	31.04%	28.99%

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **全球领先运动鞋制造龙头:** 公司专注鞋履产品, 以运动休闲鞋为主, 产能主要布局越南北部, 产品以出口欧美为主, 与头部国际品牌客户深度绑定, 20H1 前五大客户 (Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia) 均为全球运动休闲鞋服市场份额排名前十公司, 合计贡献公司 89.5% 营收。17-19 年营收、净利复合增速 23%、28%, 20 年受疫情影响收入略下滑, 相较同业拥有较高的业绩增速及净利率水平。
- **运动鞋赛道增速快、集中度高, 利好上游龙头:** 运动鞋市场呈现规模快速提升 (25 年约 3791 亿美元、CAGR14%)、集中度高 (19 年 CR5 70.2%)、生产向东南亚转移、时尚属性增强等趋势, 与头部品牌商深度合作、较早进行海外产能布局的上游制造龙头发展空间较大。中国鞋类制造产能充足, 但优质供应商资源稀缺, 华利领先优势明显, 营收、销量处行业前列。
- **构筑研发、交付、成本、客户竞争优势:** 1) 鞋履研发能力领先、大客户合作经验丰富, 同时向上游垂直整合鞋模制作、针织鞋面等相关业务; 2) 具有快速交付能力, 紧急订单交付时间可缩短一半以上; 3) 产能布局人工成本更低的越南北部, 同时提升自动化、信息化、垂直一体化水平降本提效; 4) 核心客户优质稳定, 赋予公司稳健的订单及业绩增长、稳定的利润水平以及较低的经营风险。
- **展望未来, 核心客户份额提升巩固优势, 产能持续扩张拉动业绩增长:** 公司将不断扩张现有客户订单份额、开发潜在优质客户, 同时在 IPO 资本加持下扩充产能、建立研发基地, 打破产能瓶颈的同时提升研发交付能力。与同为头部运动品牌供应商的申洲国际相比, 公司同样具备突出的研发及自动化水平、效率领先、产能全球化布局、对行业内头部客户的深度绑定, 且运动鞋履赛道相比服饰市场集中度、所需研发壁垒更高, 未来增长可期。

估值与投资建议

- **投资建议:** 公司作为国际头部运动品牌主要供应商, 长期来看将凭借自身研发、管理效率等优势持续提升份额、享受行业快速增长与集中度提升红利, 对标申洲成长空间广阔; 短期来看, 随着疫情改善、下游需求回暖, 公司业绩有望快速回升。IPO 募集资金 38.78 亿元主要用于越南、缅甸、中山等地产能扩张, 预计将增加产能 2318 万双。预计公司 2021-23 年 EPS 分别为 2.18/2.75/3.35 元。对标申洲国际, 给予 21 年 40 倍 PE, 对应目标价 87.2 元, 享有一定估值溢价及 A 股稀缺性, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 越南人力成本上升、汇率波动风险、海外疫情持续扩散风险等。

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

收入端：2020 年疫情影响下公司下游客户业绩受损、公司产能利用率下滑至 85.7%。2021 年随着疫情影响改善需求回升、公司产能利用率提升至疫情前水平（90%以上）、产品结构优化均价提升，预计公司收入将实现近 30% 增长。长期来看，公司积极拓展新客户、原有客户订单稳定增长预计带动销量提升，且公司募投扩产能项目将于 2022-2023 年逐渐投产，23 年越南预计新增产能 783 万双，缅甸产能达到 1200 万双，分别贡献 8.66、8.11 亿元收入增量；叠加近年来随着公司客户、产品结构改善，单价持续提升，预计 2022-23 年公司收入将维持 20% 以上增速。

利润端：未来三年随着公司产品结构优化、高毛利率客户订单增加，预计带动公司盈利能力提升。预计 2021-23 年公司毛利率为 24.8%/25.1%/25.1%。费用方面，预计公司研发费用率将增加至 1.7% 以上，提升公司核心竞争力；管理费用率预计随着公司效率提升逐渐下降，21-23 年分别为 4.3%/4.2%/4.0%；销售费用率预计随着公司销售规模扩大而提升，21-23 年维持在 1.5% 以上。综合来看，整体净利率呈稳中有升趋势，2021-23 年维持在 14% 以上。

■ 报告主要贡献

深入梳理了公司发展历程，对现有产能、客户进行梳理；

归纳剖析了公司相比同业的竞争优势与行业格局、发展趋势，并与运动服饰代工龙头申洲国际进行了比较分析；

总结了公司未来业绩增长点，包括对公司原有客户份额提升、拓展新客户，以及产能扩充计划的趋势分析。

■ 股价上涨的催化因素

疫情改善带动下游客户销售提升。随着疫情影响减弱，消费显著复苏，公司下游 Nike、Puma 等客户业绩逐渐回升，叠加公司积极拓展新客户，有望带动公司订单显著增长。

公司 IPO 募资打破产能瓶颈。公司募投越南、缅甸及国内生产基地扩产，合计约新增 2318 万双产能，将提升公司满足客户订单需求能力。同时叠加公司产能利用率提升，预计有力推动业绩增长。

■ 估值和目标价格

随着疫情影响改善，公司积极拓展新客户、原有客户订单稳定增长预计带动销量提升，且公司进一步扩充产能有望满足更多客户需求。随着公司产品结构优化、高毛利率客户订单增加，公司盈利能力有望同步提升。

我们预计，2021-23 年归母净利润分别为 25.4/32.1/39.0 亿元，EPS 分别为 2.18/2.75/3.35。参考可比公司估值平均水平，给予华利集团 21 年 40 倍 PE，对应目标价为 87.2 元，首次覆盖给予“买入”评级。

■ 风险提示

越南人力成本上升风险；汇率波动风险；海外疫情持续扩散风险。

内容目录

投资要件	2
1、全球领先的运动鞋专业制造商	6
1.1、公司概况：专业制鞋龙头，携手国际运动品牌共同发展	6
1.1.1、专注鞋履产品，头部客户关系稳固	6
1.1.2、创始人收购股权，接手鞋履业务分部	7
1.1.3、产能主要布局东南亚，充分发掘成本优势	8
1.2、财务分析：业绩增长稳健，盈利能力亮眼	9
1.2.1、整体业绩增长稳健，运动休闲鞋占比高	9
1.2.2、成本费用控制精细，盈利能力表现亮眼	11
1.3、股权结构：股权稳定集中，利于决策统一	12
2、优选赛道需求增长旺盛，低成本驱动产业向东南亚转移	14
2.1、运动鞋履需求增长可期，产品潮流时尚属性增强	14
2.2、产业专业分工，制造企业与品牌方结为利益共同体	16
2.3、企业经营战略趋同，华利集团营收、销量处行业前列	18
2.4、低成本吸引下，全球制鞋业重心向东南亚转移	18
3、公司优势：构筑研发、交付、成本、客户核心优势	19
3.1、公司具备行业领先的研发交付能力	19
3.2、前瞻化产能布局+自动化信息化构筑成本优势	20
3.3、强强联合知名品牌客户，携手开拓运动鞋履市场	22
4、未来展望：核心客户份额提升巩固优势，产能持续扩张拉动业绩	24
4.1、持续提升老客户供应份额，积极开发潜在优质新客户	24
4.2、IPO 资本加持下有望打破产能瓶颈	25
4.3、对标服装代工龙头申洲国际，深度挖掘业绩成长空间	26
5、盈利预测与投资建议	27
5.1、盈利预测	27
5.2、可比公司估值	28
6、风险提示	28

图表目录

图表 1：公司主营产品品类图示及主要品牌代表	6
图表 2：2020 年分产品营收占比（%）	6
图表 3：公司主要客户包含全球运动鞋服品牌 Top 10 中的 5 家	6
图表 4：1H2020 前五大客户营收占比（%）	7
图表 5：历年前五大客户营收占比（%）	7
图表 6：2020 年各国市场营收（亿元）	7
图表 7：2020 年各国市场营收占比（%）	7

图表 8: 公司发展历程.....	7
图表 9: 历年鞋类自产产量 (万双)	9
图表 10: 历年鞋类自产产量占比 (%)	9
图表 11: 2017-2020 年华利集团营收及增速	9
图表 12: 2017-2020 年华利集团净利润及增速	9
图表 13: 同行业公司营收增速对比 (%)	10
图表 14: 同行业公司归母净利润增速对比 (%)	10
图表 15: 公司主营产品营收均稳步提升 (亿元)	10
图表 16: 运动休闲鞋营收占整体营收比重不断提升 (%)	10
图表 17: 以美国市场为主, 欧洲市场营收占比提升	11
图表 18: 公司整体毛利率稳定 (%)	11
图表 19: 公司毛利率高于行业可比公司平均 (%)	11
图表 20: 公司整体费用率稳定 (%)	12
图表 21: 公司销管费用率低于行业可比公司 (%)	12
图表 22: 公司归母净利率稳定且显著高于同行业可比公司	12
图表 23: 上市发行后原股东持股结构 (%)	13
图表 24: 公司股权结构.....	13
图表 25: 公司拟募集 38.78 亿元用于生产基地建设升级等 (万元)	13
图表 26: 全球鞋履市场销售规模统计情况及预测.....	14
图表 27: 新冠疫情后全球运动鞋市场规模将继续稳步增长	15
图表 28: 我国运动鞋服市场集中度稳步提升	15
图表 29: 2020 年 Nike、Adidas 合计市占率超 40%	15
图表 30: 2011-2020 财年 Nike 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 3: 7	16
图表 31: 2010-2019 财年 PUMA 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 4.5: 5.5	16
图表 32: 马斯洛“需求金字塔”理论与运动鞋产品属性的对应关系	16
图表 33: 运动鞋产业链主要包含原料、制造、品牌三个环节	17
图表 34: 2019 年全球各国鞋类产量占比 (%)	17
图表 35: Nike 头部供应商工人数量占比 (%)	17
图表 36: 华利集团及同行业公司 2019 年关键数据对比.....	18
图表 37: 20 世纪 50 年代以来全球历经 4 次产业迁移.....	19
图表 38: 2015-2019 年裕元集团产能区域分布	19
图表 39: 2013-2019 年丰泰企业产能区域分布	19
图表 40: 公司业务流程图示.....	20
图表 41: 越南当地薪酬水平显著低于台湾、珠三角地区 (万元每人每年) ...	21
图表 42: 公司在越南所享受部分生产税收优惠政策梳理	21
图表 43: 自动化、信息化加成下公司人效稳步提升	22
图表 44: 公司设立以来不断与全球知名运动休闲鞋履品牌客户达成合作	22
图表 45: 公司主要客户营收增长稳健	23

图表 46: 公司来自前五大客户的营收占比较高且稳步提升	23
图表 47: 公司来自于主要客户的营收增速高于客户自身营收增速	24
图表 48: 公司来自 Nike 公司收入增速高于丰泰企业	24
图表 49: 公司产能利用率均趋于饱和	25
图表 50: 公司产能预计扩张情况	25
图表 51: 盈利预测 (百万元)	27
图表 52: 可比公司估值	28

1、全球领先的运动鞋专业制造商

1.1、公司概况：专业制鞋龙头，携手国际运动品牌共同发展

1.1.1、专注鞋履产品，头部客户关系稳固

华利集团是全球领先的运动鞋专业制造商，作为台资企业于 2004 年在广东中山注册登记，自成立以来始终专注于鞋履业务，主营各种鞋底、鞋材、鞋类产品的研发、设计、生产。公司于 2021 年 4 月 26 日登陆创业板，是 A 股上市的首家运动鞋制造公司。

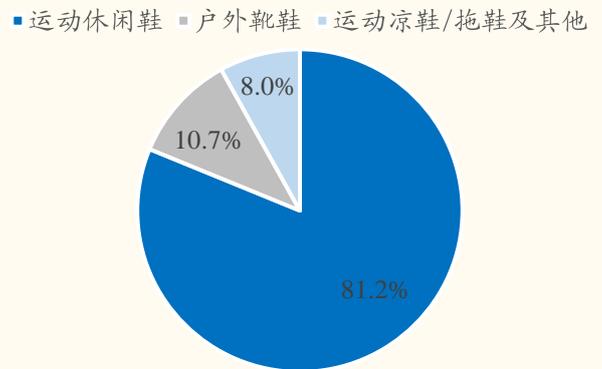
公司产品可分为运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉/拖鞋三类，2020 年营收占比分别为 81.2%、8.0%、10.7%，其中运动休闲鞋的生产制造是公司主要营收来源。

图表 1：公司主营产品品类图示及主要品牌代表

运动休闲鞋	Nike、Converse、Vans、Puma、Under Armour、HOKA ONE ONE	
户外鞋靴	UGG、Columbia、Vans	
运动凉鞋/拖鞋	Teva、Nike、Puma	

来源：招股说明书，国金证券研究所

图表 2：2020 年分产品营收占比 (%)



来源：招股说明书，国金证券研究所

在合作品牌的选择上，公司采取“优质大客户策略”与头部国际品牌客户深度绑定，并同 Nike、VF、Columbia 等全球运动休闲鞋服市场份额排名前十公司中的五家建立了长期稳定的合作关系。

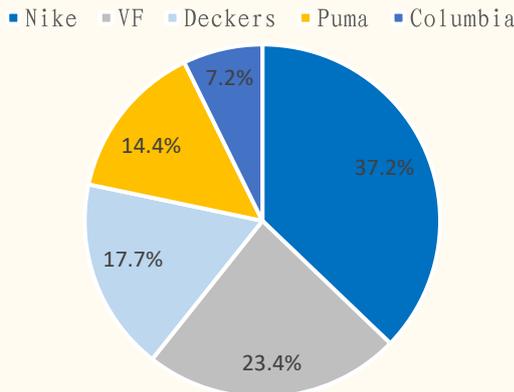
图表 3：公司主要客户包含全球运动鞋服品牌 Top 10 中的 5 家

全球排名	公司	主要品牌代表	是否为公司主要客户
1	Nike	Nike、Converse	✓
2	Adidas	Adidas	-
3	VF	Vans、Timberland、Lee	✓
4	Under Armour	Under Armour	✓
5	Skechers	Skechers	-
6	Anta	Anta、Fila	-
7	Puma	Puma	✓
8	New Balance	New Balance	-
9	Asics Corp	Asics	-
10	Columbia	Columbia	✓

来源：招股说明书，国金证券研究所

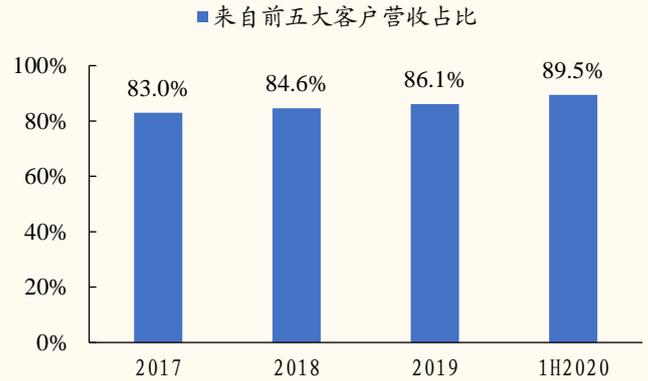
截至 2020 年上半年，公司前五大客户按照营收占比排序依次为 Nike (37.2%)、VF(23.4%)、Deckers(17.7%)、Puma(14.4%)、Columbia(7.2%)，合计贡献当期 89.5%的营收。公司历年凭借优秀的生产效率、交付效率，在客户供应链体系中重要性不断提升，与头部品牌商深度绑定，历年来自前五大客户营收占比维持 80%以上的水平并不断提高。

图表 4: 1H2020 前五大客户营收占比 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

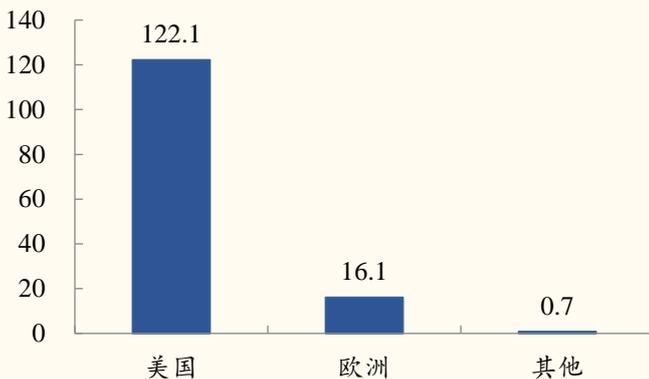
图表 5: 历年前五大客户营收占比 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

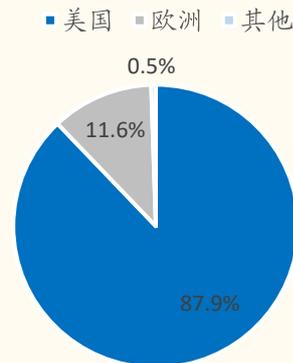
由于公司客户大多为国际品牌, 因此产品销售以出口欧美地区市场为主。2020 年美国市场营收 122.1 亿元, 占比 87.9% 位列第一; 其次为欧洲市场, 营收 16.1 亿元, 占比 11.6%; 包括中国在内的其他国家收入占比较小。

图表 6: 2020 年各国市场营收 (亿元)



来源: 国金证券研究所

图表 7: 2020 年各国市场营收占比 (%)



来源: 国金证券研究所

1.1.2、创始人收购股权, 接手鞋履业务分部

历数华利集团发展历程, 公司实控人张聪渊先生一手缔造了公司的业务格局, 但华利集团 2004-2013 年期间曾经作为港股上市公司新津集团主营鞋类制造业务的分部, 以 2013 年为界公司发展可分为两大阶段。

图表 8: 公司发展历程



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

■ 第一阶段：公司初创，为制鞋业务分部

公司创始人张聪渊先生于上 70 年代起开始从事鞋业，先后在台湾、广东等地区投资了若干鞋业工厂，1990 年与合作伙伴一起在香港设立了良兴实业有限公司，作为各鞋业公司的香港总部。

1995 年 2 月，良兴（集团）通过收购良兴实业及其他附属公司的控股公司，同年 3 月在香港上市，主营业务为鞋履代工制造。1997 年 10 月，随着新股东的加入，良兴（集团）更名为新沣集团。

张聪渊先生 1994-2002 年以及 2005-2014 年长期担任新沣集团董事，在收购新沣集团鞋履制造资产并前一直担任生产业务总裁，负责鞋履生产制造业务。在张聪渊先生任职期间，新沣集团的鞋履制造业务不断发展。1999 年设立中山精美，2004 年设立华利有限，2006 年设立越南邦威，2008 年设立越南跃升，2011 年设立越南汛达、许昌精美鞋业。

与此同时，随着新沣集团新股东的加入，新沣集团的业务也逐步向品牌运营、物业等方向进行多元化发展。

■ 第二阶段：独立运营，掀开发展新篇章

2013 年张聪渊家族收购新沣集团鞋履制造业务，对其控制的全部鞋履制造资产进行运营和管理，华利集团开始独立运作。

在之后 5-6 年的运营中，张聪渊家族控制的鞋履制造资产取得了快速发展，除原有客户订单不断增长外，还不断拓展客户和品牌，成为 Nike、Under Armour 等品牌的重要供应商。为满足不断增长的订单需求，除对原有工厂继续扩产外，2013 年 10 月设立多米尼加上杰，2014 年设立越南永正、越南亚欣、越南卓岳，2015 年设立越南正达、越南永弘，2017 年设立中山腾星，2018 年设立缅甸世川。

在多年发展过程中，张聪渊家族控制的鞋履制造资产构建了成熟的业务体系，生产经营分布于中国大陆、越南、中国香港、中国台湾、多米尼加、缅甸等多个国家和地区，长期为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动休闲品牌提供专业的开发设计与制造服务，构筑了公司“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、缅甸、多米尼加为**加工制造中心**”的业务布局。

1.1.3、产能主要布局东南亚，充分发掘成本优势

公司自 2005 年开始在境外布局，以发掘当地较低的人工、水电成本优势。截至 2020 年末，公司在越南、中国、多米尼加、缅甸等地共有 21 家制鞋工厂，2019 年鞋履产量超过 1.8 亿双，是全球为数不多的产量超过 1 亿双的运动鞋专业制造商之一。

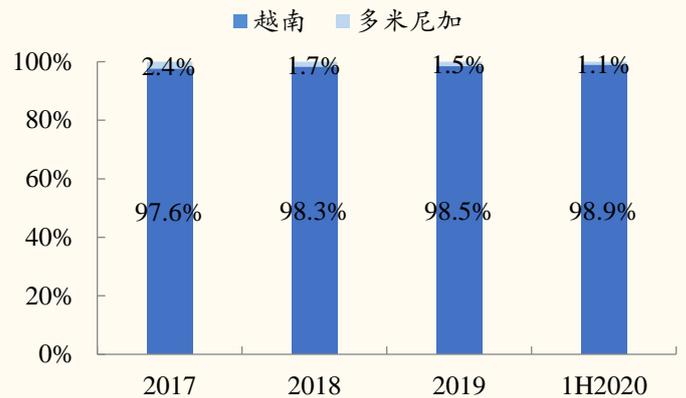
目前公司主要生产工厂位于越南北部。相比其他东南亚国家，越南具有距离中国近能有效节省运输费用、对欧美国家进口关税低的优势。截至 2020 年上半年公司自产产量合计 7540 万双，其中越南生产 7461 万双，多米尼加生产 80 万双，各自占比 98.9%、1.1%。

图表 9: 历年鞋类自产产量 (万双)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 10: 历年鞋类自产产量占比 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

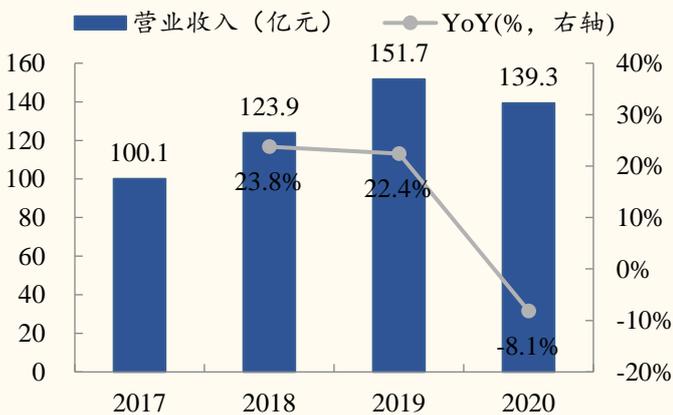
1.2、财务分析: 业绩增长稳健, 盈利能力亮眼

1.2.1、整体业绩增长稳健, 运动休闲鞋占比高

公司营收、归母净利润增长稳健。公司 2017-2019 年营收、归母净利润复合增速分别为 23.1%、28.3%。2020 年公司实现营业收入 139.3 亿元 (-8.1%), 归母净利润为 18.8 亿元 (+3.2%), 受疫情影响收入有所下滑, 净利增速放缓。

在全球新冠疫情冲击消费需求的背景下, 公司业绩未出现大幅下滑, 表现出一定韧性, 主要系: 1) 公司产能布局地越南疫情防控良好、工厂运转未受到较大影响; 2) 客户关系紧密、订单得到优先保障。随着新冠疫苗的研发成功, 全球经济步入复苏周期, 运动鞋履消费市场需求将出现反弹, 我们认为公司业绩将随着行业整体的复苏而恢复, 并有望实现进一步增长。

图表 11: 2017-2020 年华利集团营收及增速



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

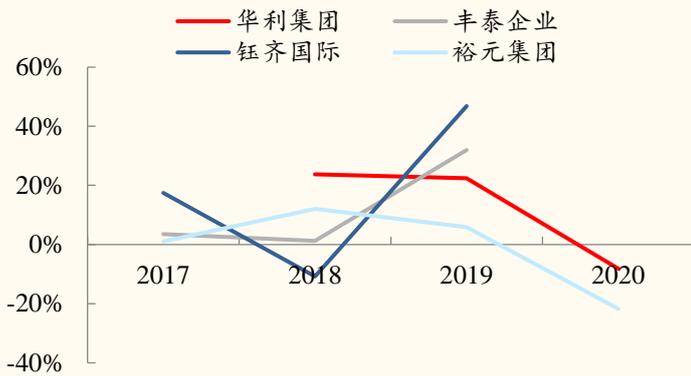
图表 12: 2017-2020 年华利集团净利润及增速



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

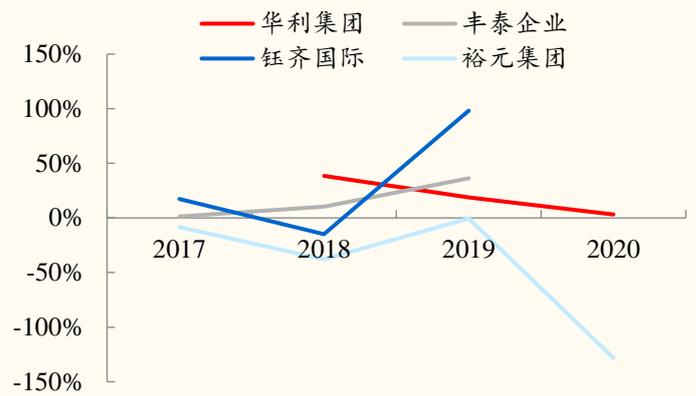
同业对比来看, 华利集团的稳定增长带来行业领先的业绩提升。一方面, 公司 2017-2019 年的营收、归母净利润复合增速各为 23.1%、28.3%, 领先于其他同业公司。同期丰泰企业、钰齐国际、裕元集团营收复合增速为 15.6%、14.5%、9.0%, 归母净利润复合增速为 22.6%、29.9%、-21.4%。另一方面, 尽管受到 2020 年疫情影响, 公司营收同比下降 8.2%、归母净利润增长 3.2%, 优于同期裕元集团营收下降 21.7%、净利润下降 128.3%的业绩表现, 展现出良好抗风险能力。

图表 13: 同业公司营收增速对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: 同业公司归母净利润增速对比 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

分产品看, 运动休闲鞋产品营收占比最高且逐年提升。2017-2020 公司主营产品营收均稳步提升, 其中运动休闲鞋产品营收占整体营收比重分别为 71.9%、74.3%、78.2%、81.2%, 占比最大且呈现不断提升趋势。相对于户外靴鞋, 运动休闲鞋制造工艺更为简单, 因此天然地更加适合以生产规模效应为核心竞争力的代工业务。

图表 15: 公司主营产品营收均稳步提升 (亿元)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

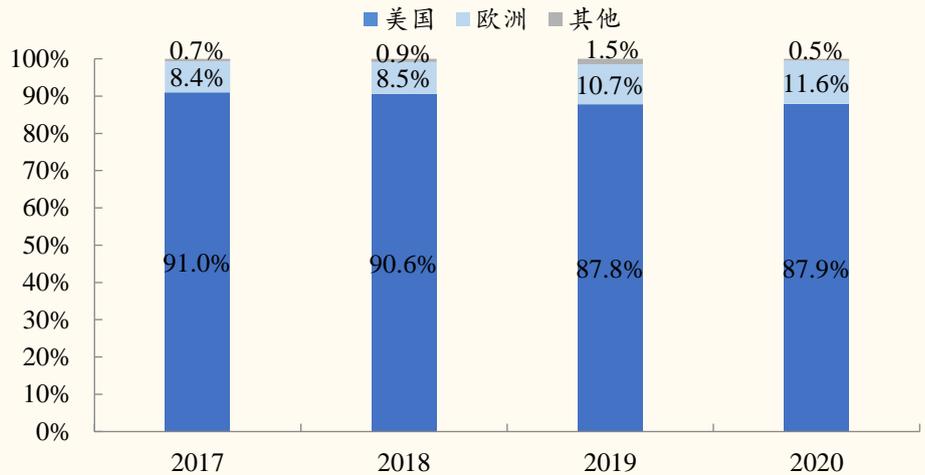
图表 16: 运动休闲鞋营收占整体营收比重不断提升 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

分地区看, 公司产品销售目的地基本为欧美地区, 2017-2019 公司非欧美地区营收仅占整体营收比例的 1%左右。2020 年由于美国受疫情影响相比欧洲更为严重、收入下滑明显, 欧洲市场营收占比保持近年增长趋势提升至 11.6%。

图表 17: 以美国市场为主, 欧洲市场营收占比提升



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

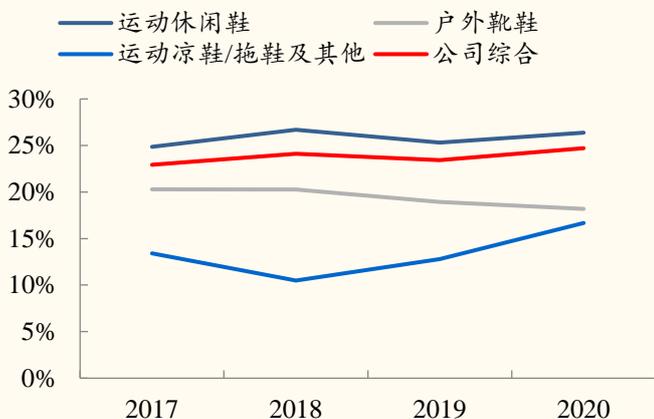
1.2.2、成本费用控制精细, 盈利能力表现亮眼

公司整体毛利率水平稳定。作为一家规模庞大、历史悠久的代工企业, 公司在原材料、人工成本精细管控方面具有丰富经验, 在市场环境稳定、产品结构不发生重大变化前提下能够维持稳定的毛利率。2018 年度公司毛利率略高于 2017、2019 年度主要系公司产品结构调整, 部分毛利率较高产品占比提高所致。随着高毛利客户 Nike 贡献提高以及毛利率较高的运动休闲鞋占比提升, 2020 年全年毛利率稳中有升, 较 2019 年上升 1.3pct 至 24.82%。

分产品看, 由于运动休闲鞋产品占公司整体营收的比重较高, 因此公司综合毛利率贴近运动休闲鞋产品毛利率并稳定在约 23% 左右。运动休闲鞋产品相对于户外靴鞋来说, 款式变化更少, 原材料构成、制造工艺更简单, 因此更容易产生规模效应, 毛利率更高; 运动凉鞋/拖鞋由于产量较小且生产附加值较低, 因此毛利率较低。

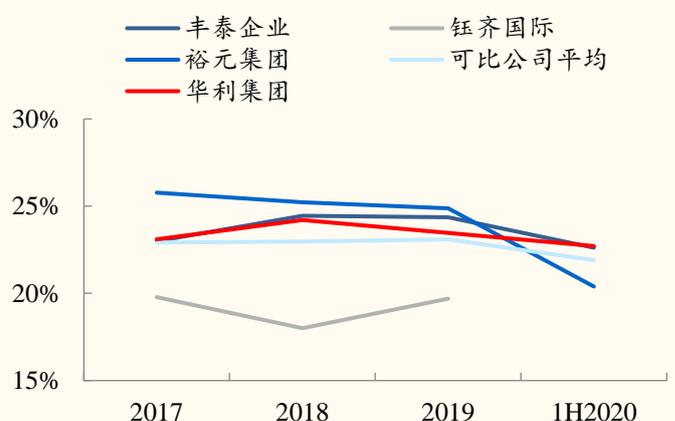
同行业对比来看, 2017-2020H1, 公司毛利率略高于行业可比公司平均值, 体现出公司在行业内有竞争力的盈利能力。其中: 公司毛利率显著高于钰齐国际, 主要系钰齐国际以生产毛利率较低的户外靴鞋为主且生产规模相对较小; 公司毛利率略低于丰泰企业和裕元集团, 主要系裕元集团除运动鞋履制造业务外还经营毛利率较高的运动鞋服零售业务, 而丰泰企业产品结构中高毛利产品占比较大所致。

图表 18: 公司整体毛利率稳定 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 19: 公司毛利率高于行业可比公司平均 (%)

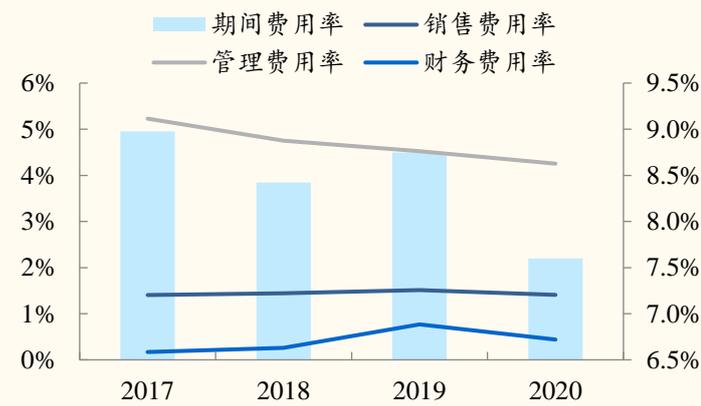


来源: 招股说明书, Wind, 国金证券研究所

公司费控良好，费用率保持稳定。2017-2020 公司期间费用率分别为 8.98%、8.42%、8.75%、7.60%，整体保持稳定，体现出公司良好的控费能力，其中管理费用率呈现下降趋势，主要系管理人员薪酬项占总营收比重下降所致。

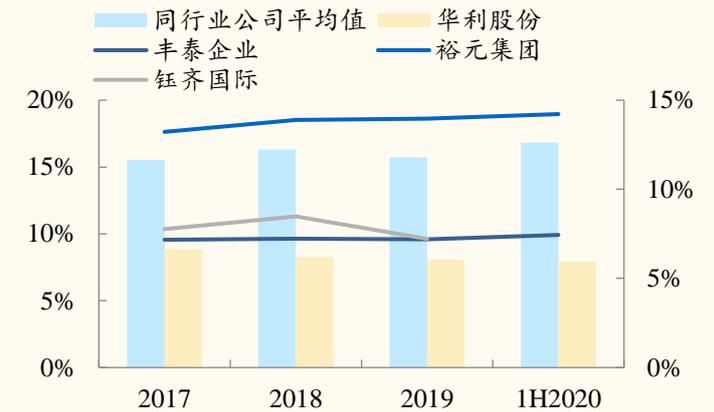
同行业对比来看，2017-2020H1 公司销管费用率显著低于同行业可比公司平均值。主要因为：裕元集团经营范畴包含零售业务，且位于中国大陆、台湾等平均薪酬较高地区的管理人员占比较高，因此销售费用、管理费用均较高；钰齐国际整体体量相对较小，因此规模效应相对较弱，销管费用率也相应较高；丰泰企业产能区域分布及产品类型均较公司更广，因此管理半径更大，且其总部、工厂所在地区薪资水平相对公司来说更高，因此销售费用、管理费用整体水平更高。

图表 20: 公司整体费用率稳定 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

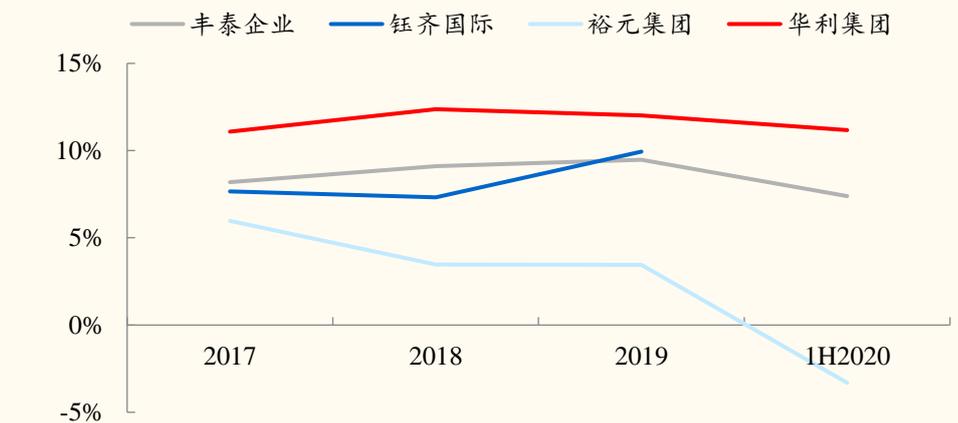
图表 21: 公司销管费用率低于行业可比公司 (%)



来源: Wind, 国金证券研究所

公司归母净利润率稳定且显著高于同行业可比公司。通过精细的成本管理和费用控制以及大批量生产产生的规模效应，2017-2020H1 公司归母净利润率表现亮眼，显著高于同行业可比公司。

图表 22: 公司归母净利润率稳定且显著高于同行业可比公司

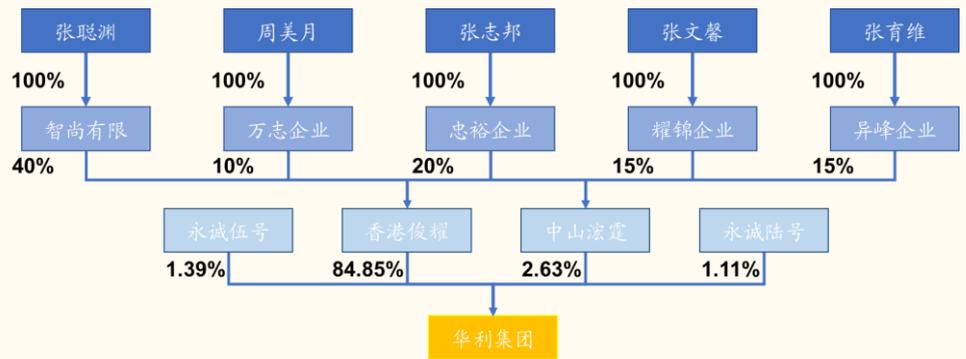


来源: Wind, 国金证券研究所

1.3、股权结构：股权稳定集中，利于决策统一

公司股权结构集中，控制权稳定，利于决策统一性。华利集团的实际控制人为张聪渊家族组成的一致行动人，成员包括董事长张聪渊及其妻子周美月、长子张志邦、长女张文馨、次子张育维 5 人。本次发行上市后，张聪渊家族将通过香港俊耀和中山泓霆间接控制公司 87.48% 股份，股权结构集中，利于决策有效统一。

图表 23: 上市发行后原股东持股结构 (%)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 24: 公司股权结构

类别	股东名称	本次发行后		可上市交易日期 (非交易日递延)
		持股数量 (百万股)	持股比例 (%)	
首次公开发行前 已发行股份	香港俊耀	99026	84.85	2024 年 4 月 26 日
	中山宏霆	3066	2.63	
	永诚伍号	1617	1.39	
	永诚陆号	1292	1.11	
	小计	105000	89.97	
首次公开发行战 略配售股份	中油资产、国家第一养老金、魁北克储蓄投资、上海国际集团、中国保险、中华联合保险、中央企业贫困地区产业投资基金、大成基金、富国基金、博时基金、工银瑞信、兴证资管	3510	3.01	2022 年 4 月 26 日
	小计	3510	3.01	
首次公开发行网 上/网下发行股份	网下发行股份-限售	492	0.42	2021 年 10 月 26 日
	网下发行股份-无限售	4422	3.79	2021 年 4 月 26 日
	网上发行股份	3276	2.81	2021 年 4 月 26 日
	小计	8190	7.02	
	合计	116700	100	

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

IPO 融资项目扩大生产规模, 打破产能瓶颈。由于与公司深度合作的主要国际品牌客户发展状况良好, 公司近年产能利用率一直维持较高水平, 现有产能不能满足未来发展需要。此次公司 IPO 拟发行不超过 1.17 亿股、募集资金 38.78 亿元, 主要用于越南鞋履生产基地扩产、缅甸鞋履生产基地建设、中山编织鞋面扩产等项目。

图表 25: 公司拟募集 38.78 亿元用于生产基地建设升级等 (万元)

项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
越南鞋履生产基地扩产建设项目	40,658.80	40,658.80
越南宏福鞋履生产基地扩产项目	10,959.06	10,959.06
越南上杰鞋履生产基地扩产项目	4,973.64	4,973.64
越南立川鞋履生产基地扩产项目	9,094.66	9,094.66
越南弘欣鞋履生产基地扩产项目	9,947.28	9,947.28
越南永弘鞋履生产基地扩产项目	5,684.16	5,684.16
缅甸世川鞋履生产基地建设项目	57,158.49	53,167.66

项目名称	项目投资总额	募集资金投入金额
中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目	86,456.40	86,456.40
华利集团鞋履开发设计中心及总部大楼建设项目	78,271.05	78,271.05
华利集团运营信息系统升级建设项目	29,292.11	29,292.11
补充流动资金	96,000.00	96,000.00
合计	387,836.85	383,846.02

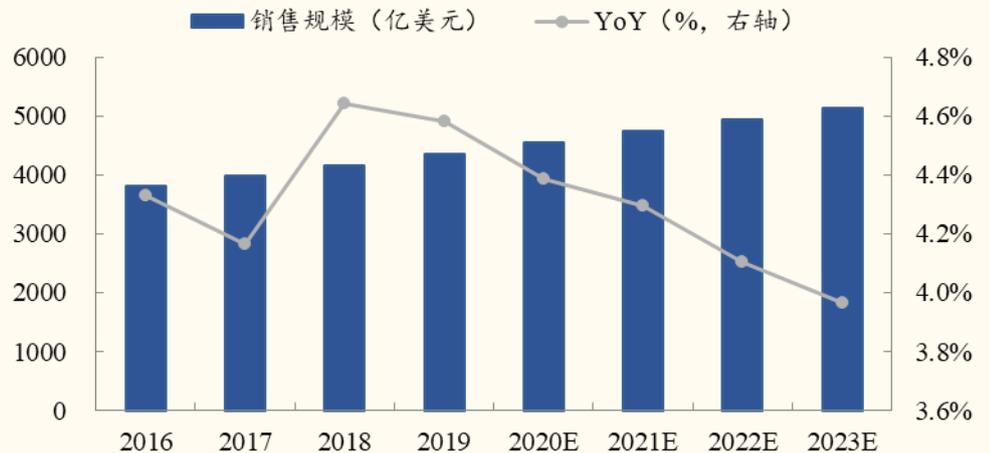
来源：招股说明书，国金证券研究所

2、优选赛道需求增长旺盛，低成本驱动产业向东南亚转移

2.1、运动鞋履需求增长可期，产品潮流时尚属性增强

鞋履作为生活必需品，行业市场规模巨大。根据 Statista 数据统计，2019 年全球鞋履市场规模为 4,351.39 亿美元，预计到 2023 年，全球鞋履市场销售规模将增至 5,127.36 亿美元，相应 2019-2023 年 CAGR 为 4.2%。

图表 26：全球鞋履市场销售规模统计情况及预测

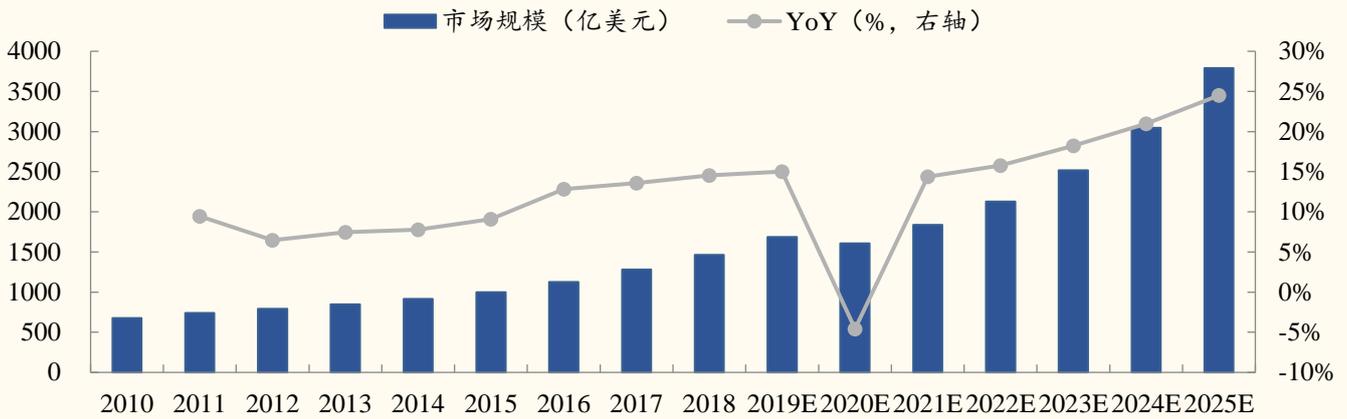


来源：Statista、国金证券研究所

优中选优黄金赛道，运动鞋市场快速增长。横向对比各鞋履品类，运动鞋独家受益于近年消费升级趋势下体育消费增长带来的需求提升，同时为专业运动打造的运动鞋具备更舒适的穿着体验，还能够显著挤压其他品类产品市场份额实现内生+外延增长，因此近年来运动鞋市场保持高速增长。根据 Grand View Research 估算数据显示，2019 年全球运动鞋市场规模约为 1,685 亿美金，2010-2019 年 CAGR 达到 10.6%。

受疫情影响 2020 年全球运动鞋需求量有所下降，但消费者的健康意识和健身需求也得到明显激发，预计随着疫苗的研发成功，运动鞋市场需求自 2021 年起将迅速恢复并继续保持稳定增长，为包括上游制造商在内的全产业链企业带来发展机会。根据前瞻产业研究院估算，2021-2025 年 CAGR 将保持在 14% 以上，到 2025 年全球运动鞋市场规模可达约 3,791 亿美元。

图表 27: 新冠疫情后全球运动鞋市场规模将继续稳步增长

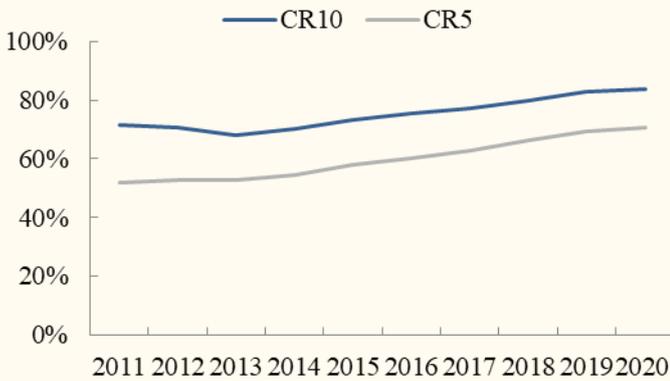


来源: Grand View Research, 前瞻产业研究院, 国金证券研究所

运动鞋服行业集中度较高且有望不断提升。一般的鞋服产品由于消费者需求个性化较强且潮流变换频繁、产品本身制造难度小,因此市场集中度往往难以提升,然而运动鞋服由于具有功能性属性和头部营销资源集中的特点,产品差异化程度更高,市场较易向具有较高技术研发水平和品牌优势的头部企业进行集中。以我国运动鞋服市场为例,根据 Euromonitor 数据显示,2011-2020 年运动鞋服市场集中度呈稳定上升趋势,截至 2020 年我国运动鞋服市场 CR5、CR10 分别达到 70.7%、83.9%,其中仅 Nike、Adidas 两家国际知名品牌合计市占率即超过 40%。

我们认为随着行业马太效应的显现,头部品牌商凭借充足的订单同行业内优质代工厂达成合作,依托其强大的产品开发、生产实力和精准把握潮流动向的能力,有望进一步提升市占率,在此过程中和头部品牌商深度合作的上游制造龙头也将受益于品牌端的市场集中而扩大自身市场份额。

图表 28: 我国运动鞋服市场集中度稳步提升



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

图表 29: 2020 年 Nike、Adidas 合计市占率超 40%



来源: Euromonitor, 国金证券研究所

国际运动品牌商鞋类产品营收占比高于服饰类产品且维持稳定。以公司两大主要客户 Nike 和 Puma 为例,二者均为国际知名运动品牌商,通过两家企业近 10 年来的营收结构可以看出相较于运动服装产品,运动鞋类产品占比更高且一直保持稳定。由于鞋类产品相较于服饰产品生产更为复杂、技术含量较高,因此对供应商而言鞋类产品订单稳定性更强。另一方面国际品牌的鞋类营收占比一般高于服饰,因此上游鞋类制造商的潜在市场增长空间更大。

图表 30: 2011-2020 财年 Nike 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 3: 7



来源: 公司公告, 国金证券研究所

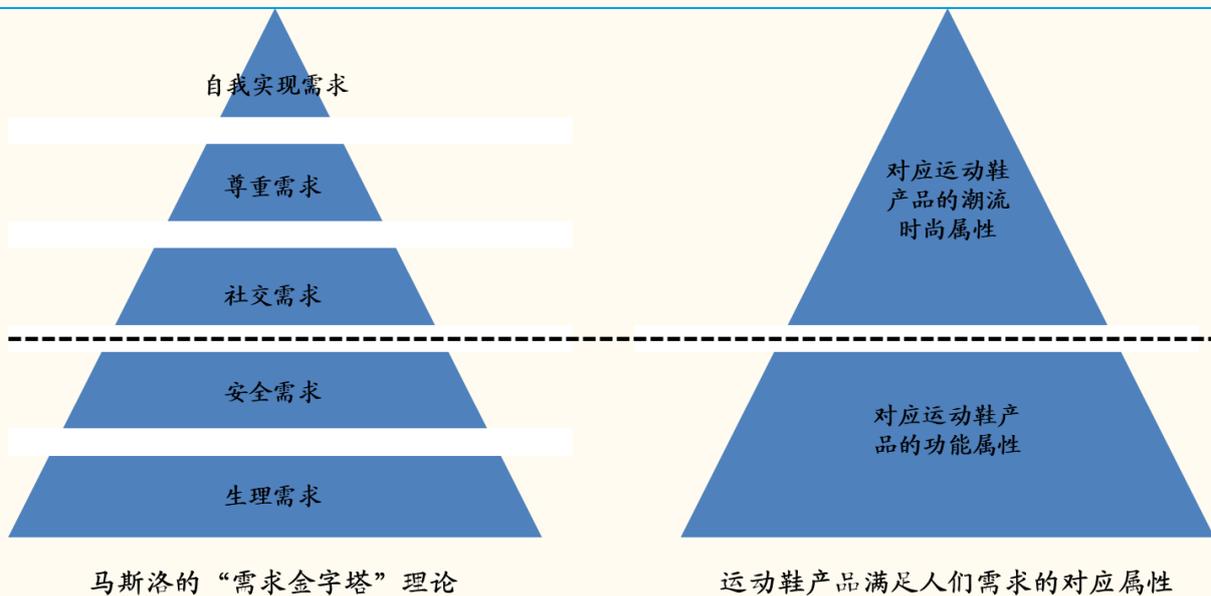
图表 31: 2010-2019 财年 PUMA 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 4.5: 5.5



来源: 公司公告, 国金证券研究所

运动鞋潮流时尚属性的需求有望进一步加强。随着人们逐渐意识到运动之于健康的正向作用, 运动鞋产品对应生理、安全需求的功能属性需求得到极大刺激, 而根据马斯洛“需求金字塔”理论, 当满足下层需求后人们会继续追求更高层次需求的满足。运动鞋产品本身具有前卫时尚的外观设计和超前的科技应用, 在提供功能性的同时还具有炫耀性的消费属性, 可以满足人们心理层面社交需求。通过联名、限定、品牌故事包装等手段进行产品差异化, 打造潮流时尚并提升产品溢价也成为行业未来发展的方向之一, 尤其是在专业运动产品系列之外的运动休闲市场尤为明显。

图表 32: 马斯洛“需求金字塔”理论与运动鞋产品属性的对应关系



来源: 国金证券研究所

2.2、产业专业分工, 制造企业与品牌方结为利益共同体

运动鞋行业呈现出品牌运营和生产制造环节分离的趋势。运动鞋产业链主要由原材料、生产制造、品牌运营三个环节组成, 其中品牌商主要采取自产自销或品牌运营生产相分离两种商业模式。随着社会分工的逐步强化, 为了最大化产业链每一环节的价值增值效率, 越来越多知名运动品牌企业开始采取品牌运营与生产制造相分离的模式, 专注品牌价值的塑造以及产品的创意设计和营销, 而将产品的制造委托给在生产领域更为专业的鞋履制造商。

图表 33: 运动鞋产业链主要包含原料、制造、品牌三个环节



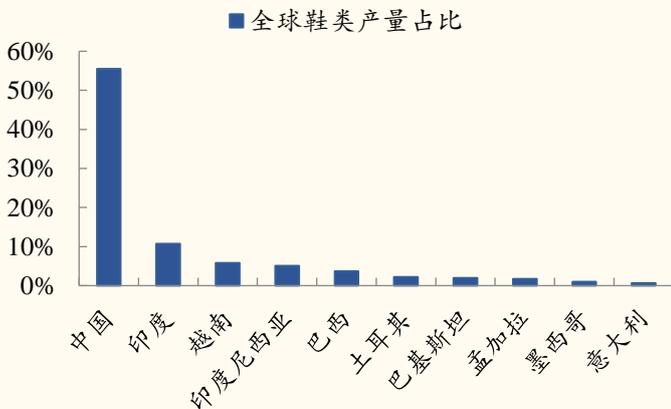
来源: 招股说明书, 国金证券研究所

专业化分工背景下, 品牌商同代工企业相互影响、相互依存。代工厂固然依靠品牌客户市场规模的扩张而发展, 而品牌商在抢占市场份额时同样离不开优质代工厂专业的制鞋技术工艺与充足的产能, 二者一荣俱荣、一损俱损。对于品牌方来说, 代工企业不再是简单的上游供应商, 而是自身战略发展布局当中举足轻重的一环, 品牌商将会扶持开发能力和交付能力更强的公司以匹配自身战略发展规划。

中国鞋类制造产能充足, 但优质供应商资源稀缺。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, 中国生产了全球 55.5% 的鞋履产品, 制造产能充足且拥有全球最完善的鞋履原材料配套供应。然而知名品牌客户在选择供应商时除了考察制造成本外, 还会对开发设计能力、产品质量、交付及时性甚至企业社会责任 (环保、人权、可持续等方面事宜) 有要求。

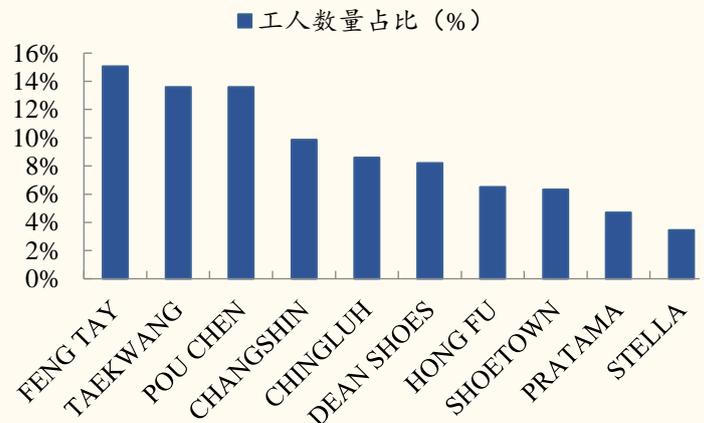
类似华利集团这样的稀缺优质供应商不仅能够全面满足知名品牌客户的综合需求, 还能降低供应商管理难度和成本, 因此一旦进入知名品牌方的供应链体系形成长期合作关系就能获得持续稳定的订单, 与品牌方共同成长。以 Nike 为例, 截至 2020 年 8 月其在全球共有 26 家供应商, 运营 118 家工厂, 其中头部 10 家供应商工人总数合计占 Nike 全球供应商工人总数的 60.7%, 在不考虑生产效率差距情况下头部供应商产能、获得订单份额较高, 头部集中趋势显著。

图表 34: 2019 年全球各国鞋类产量占比 (%)



来源: 葡萄牙制鞋业协会, 国金证券研究所

图表 35: Nike 头部供应商工人数量占比 (%)



来源: Nike 公司公告, 国金证券研究所

2.3、企业经营战略趋同，华利集团营收、销量处行业前列

公司同行业上市公司主要包括香港上市的裕元集团 (0551.HK)、九兴控股 (1836.HK)，台湾上市的丰泰企业 (9910.TW)、钰齐国际 (9802.TW)。

经营战略上同业企业较为相似，都与国际品牌客户建立合作关系并在具有成本优势的海外国家建设工厂。其中华利集团营收规模、销量仅次于裕元集团位列行业第二，远高于其他竞争对手。

从合作品牌集中度上看，其余 4 家同业公司的客户对头部国际运动品牌客户依赖度较高，其中丰泰企业对 Nike 的销售占比达 80%；裕元集团营收中 Adidas、Nike 分别占比 33%、31%，合计占比 64%；而华利集团与多品牌建立合作，前五大客户销售占比约为 85%。

从生产基地看，运动鞋履制造企业已向劳动力资源丰富的国家和地区迁移，华利集团及其他同业企业的产能也主要集中在越南、印尼、缅甸、印度等东南亚国家。

图表 36：华利集团及同业公司 2019 年关键数据对比

公司名称	收入 (亿元)	净利润 (亿元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	鞋履销量 (亿双)	主要客户	生产基地
华利股份	151.66	18.21	23.41%	12.01%	1.85	Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE	广东中山、越南北部、中国香港、中国台湾、多米尼加、缅甸
裕元集团 (仅鞋类业务)	383	24.34	18.5% (制造业务)	3.45%	3.2	Adidas、Asics、Converse、New Balance、Nike、Puma、Reebok、Salomon 及 Timberland	越南、印尼、中国、柬埔寨、孟加拉、缅甸
丰泰企业	165.01	15.63	24.36%	9.47%	1.2	Nike 及其他	越南、印度、印尼、中国
钰齐国际	28.66	2.85	19.69%	9.94%	0.19	The North、Face、Decathlon、Meindl、Salewa、La Sportiva、Vans、UA、Merrell	中国、越南、柬埔寨
九兴控股	109	6.69	19.01%	6.14%	0.59	Clarks、Merrell、Nike、Rockport、Timberland、UA、UGG、Cole Haan、Kate、Spade、Michael Kors、Tory Burch	广东、湖南、广西、越南、印尼、菲律宾、孟加拉国

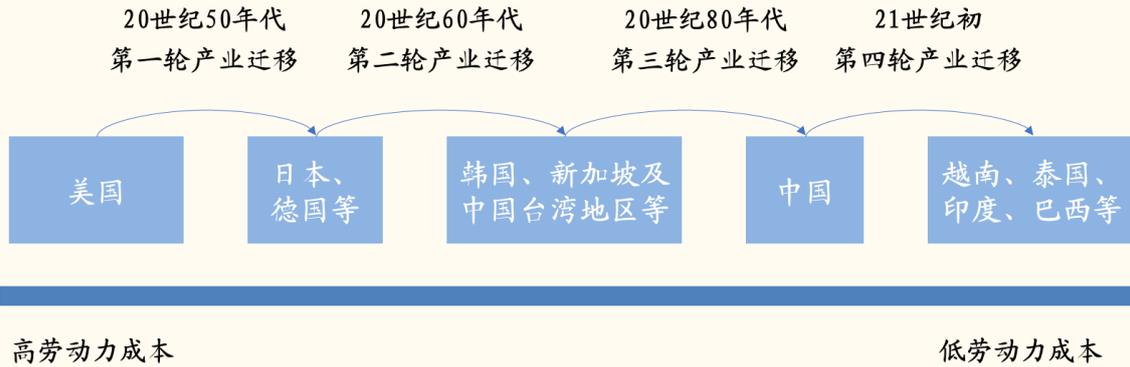
来源：公司公告，国金证券研究所（注：裕元集团营业收入为“鞋类业务营收”、毛利率为“制造业务毛利率”）

2.4、低成本吸引下，全球制鞋业重心向东南亚转移

以越南为代表的东南亚正逐渐取代中国成为全球新的制鞋业中心：1) 制鞋业是典型的传统劳动力密集型产业，劳动力成本直接决定生产企业的盈利能力，因此全球制鞋业中心不断向具有廉价劳动力地区迁移的趋势；2) 东南亚地区靠近皮革、橡胶等制鞋原材料产地，在原料采购、运输、储备方面具有一定区位优势；3) 中美贸易摩擦背景下，东南亚国家相对中国具有更加有利的外贸环境。

制鞋业中心的迁移符合劳动密集型产业的迁移规律。20 世纪 50 年代以来随着各国劳动要素禀赋的变化全球共历经 4 次产业迁移，从最初以美国为中心最终演化为如今以东南亚国家为中心。除传统上美国制鞋业并不发达不曾成为世界制鞋业中心外，整个制鞋业中心的迁移过程与全球产业迁移过程几乎完全吻合。

图表 37: 20 世纪 50 年代以来全球历经 4 次产业迁移



来源:《转型之机》, 国金证券研究所

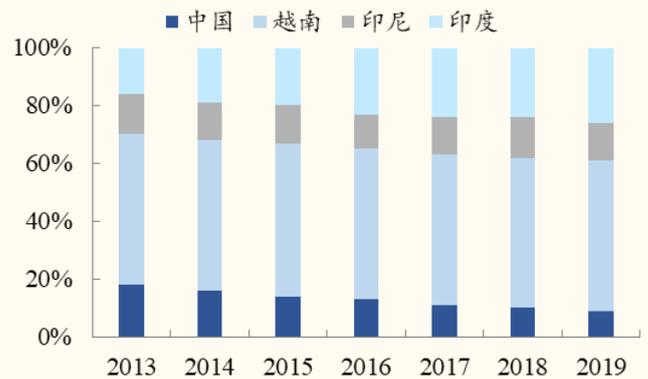
通过观察行业内另两家龙头裕元集团和丰泰企业近年来的产能区域分布, 我们也能够发现制鞋企业正逐步加大在东南亚国家的产能布局。2015-2019 年裕元在中国及印尼的产能占比分别下降及上升 12 个、7 个 pct, 而 2013-2019 年度丰泰在中国及印度的产能占比则分别下降及上升 9 个、10 个 pct。

图表 38: 2015-2019 年裕元集团产能区域分布



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 39: 2013-2019 年丰泰企业产能区域分布



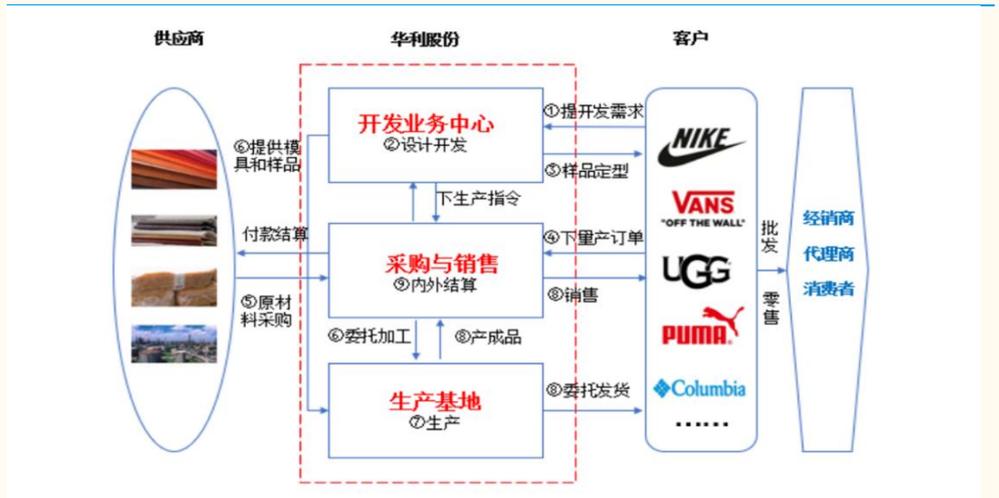
来源: 公司公告, 国金证券研究所

3、公司优势: 构筑研发、交付、成本、客户核心优势

3.1、公司具备行业领先的研发交付能力

公司具有行业领先的研发能力以及同国际知名公司多年密切合作配合的经验。公司作为专业鞋履制造商, 会在接收到品牌方开发需求后就材料、工艺等自身擅长领域同品牌方进行沟通和建设, 帮助其将产品的概念设计落实为成本可控、量产可行的产品方案, 在品牌商上新过程中扮演不可或缺的角色。

图表 40: 公司业务流程图示



来源：国金证券研究所

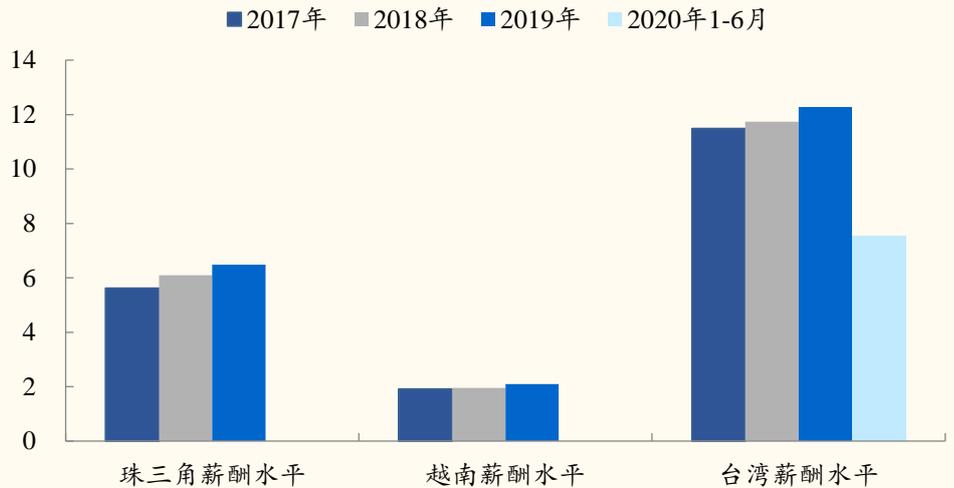
公司向上游垂直整合鞋模制作、针织鞋面等鞋履研发相关业务，增强客户黏性的同时有效提升公司的盈利能力。公司不仅能够独立完成鞋底模具的开发制造，提升研发能力、缩短研发周期、降低生产成本，同时还可以使用电脑编织一体成型鞋面生产设备高效生产编织鞋面，是运动鞋履代工企业当中少数能够实现编织鞋面自产的企业之一，显著提升研发能力和利润水平。根据竞争对手裕元集团年报显示，由于其研发能力较弱，在近年来潮流趋势旺盛的情况下造成毛利率下滑，而华利则则凭借多年积淀的强大研发能力维持毛利率稳定。

除研发能力突出之外，公司还具有极强的交付能力，并借此赢得品牌商的青睐。如今的鞋服行业快时尚潮流兴盛，产品迭代上新节奏加快，品牌商适应市场节奏、实行适配的营销策略等都离不开稳定且灵活的供应链。公司凭借自身①完善的供应链体系、②突出的开发设计能力、③成熟的生产流程以及熟练的生产人员建立起快速交付能力优势，除按时交付常规订单外，对于紧急订单公司还可将交付时间缩短一半以上，充分满足客户对于供应链灵活性的需求。

3.2、前瞻化产能布局+自动化信息化构筑成本优势

1) 公司前瞻化布局东南亚产能，充分享受料工费成本红利。公司顺应行业的迁移规律，自 2005 年起便开始在越南北部的农业地区布局产能，为公司构筑起低成本优势。**人力成本方面**，相比较中国大陆、台湾甚至越南南部地区，越南北部地区薪资水平较低，使得公司在行业内具备十分有竞争力的人力成本优势；**原料成本方面**，越南北部地区相较于东南亚其他国家、地区距离中国更近，方便原材料的采购、运输，原料成本相对较低；**费用方面**，公司产能布局较为集中，管理半径较小，相应的管理难度和费用也更低；**税收方面**，欧美国家对原产于越南的鞋履进口关税的税率为零或处于较低水平，同时公司的越南工厂可以不同程度地享受越南政府颁布的外来投资企业税收优惠政策。

图表 41: 越南当地薪酬水平显著低于台湾、珠三角地区 (万元每人每年)



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

注 1: 中山当地薪酬水平根据广东省统计局公布的广东城镇私营单位分区域(珠三角核心区)就业人员年平均工资计算, 中山市位于珠三角核心区, 其中 2020 年当地薪酬数据尚未公布;

注 2: 越南当地薪酬水平来源于 BVD 数据库, 其中 2020 年越南平均薪酬数据尚未公布;

注 3: 台湾当地薪酬水平根据台湾“行政院主计总处”公布的“130-皮革、毛皮及其制品制造业”(1302-鞋类制造业归属该大类)平均工资计算。

图表 42: 公司在越南所享受部分生产税收优惠政策梳理

工厂	税收优惠政策	2017-2020 税收
越南弘邦	享受自产生收入年度 15 年内 (2012 年-2026 年) 10% 企业所得税税收优惠, 同时从获利年度开始四年免企业所得税, 九年减半征收企业所得税税收优惠	报告期 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年 1-6 月适用企业所得税税率分别为 0%、5%、5%、5%。
越南永川	享受从获利年度开始前两年减免企业所得税, 接下来四年减半征收企业所得税, 10 年内适用税率为 17%	2017 年、2018 年、2019 年因处于亏损状态未开始享受减免优惠。
越南上杰	享受自产生收入年度 12 年内 (2008 年-2019 年) 15% 企业所得税税收优惠, 此后年度为 20%, 同时享受获利年度 (2010 年) 开始三年减免企业所得税, 七年减半征收企业所得税税收优惠	由扩展投资 (即超过初始投资许可证中所列示的金额的实际收资本) 产生的收入不可享受上述税收优惠。

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2) 公司致力于提升自动化及信息化水平, 赋能研发、生产、管理, 显著提高公司人效。随着客户订单的不断增加以及公司规模的不扩大, 对精细化管理的能力提出了更高要求。公司凭借在运动鞋履制造领域多年积累的经验, 不断对制鞋工艺、设备进行优化改进, 大幅提高了公司的生产研发水平及效率, 为客户的进一步开发奠定基础。

- **自动化:** 公司对制鞋工艺的改进以质量、稳定性和效率为目标, 而自动化可以帮助提高生产效率以及产品质量的稳定性。如公司自行研发不停顿模板系统, 配合不间断电脑针车使用, 使得每台电脑针车可增加约 10% 的生产数量。
- **信息化:** ①通过信息系统的建设, 公司可以实现管理效率的大幅提高。例如公司拥有台塑 ERP/OA、BPM 等系统, 可以对各部门进行协同管理, 提高了管理效率的同时为公司规模持续扩张奠定基础; ②信息化还能够辅助产品的研发设计, 提高新品研发的速度。例如公司应用 CAD 计算机、3D 逆向扫描系统、CAM 电脑辅助制造系统、CNC 电脑数控系统等辅助设计, 缩短研发周期, 快速把握市场需求变动。

在自动化及信息化程度不断提升的基础上, 公司人效不断提高。2017-2019 年, 公司人效从 11.75 万元/人稳步提升至 13.60 万元/人。

图表 43: 自动化、信息化加成下公司人效稳步提升

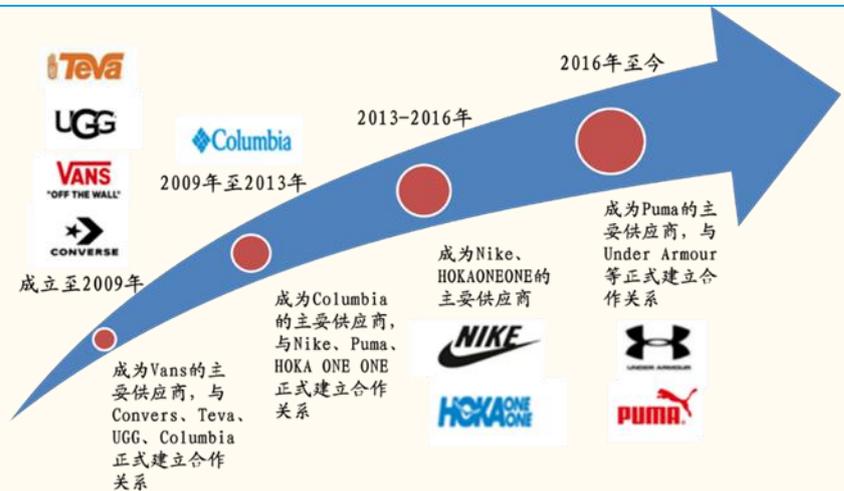


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

3.3、强强联合知名品牌客户，携手开拓运动鞋履市场

1) 公司合作全球顶级运动品牌并获得高度认可。凭借自身优秀的开发能力、强大的交付能力以及成本优势，公司逐渐积累起优质品牌客户群体，自建立以来先后同全球运动品牌市占率前十名中的五位达成合作，即 Nike、VF、Under Armour、PUMA、Columbia。在与国际知名品牌客户的紧密配合中公司赢得了众多奖项，例如：Nike 颁发的“2019 年特殊表现奖”，Converse 颁发的“杰出表现奖”，Deckers 颁发的“2019 年度第一供应商”，Puma 颁发的“2018 年最佳表现奖”，以及 2017 至 2019 连续三年获得 Puma 颁发的“可持续发展奖”等，Columbia 颁发的“2019 年运营绩效黄金靴子奖”、“2017 年卓越伙伴营运优秀奖”等等。

图表 44: 公司设立以来不断与全球知名运动休闲鞋履品牌客户达成合作

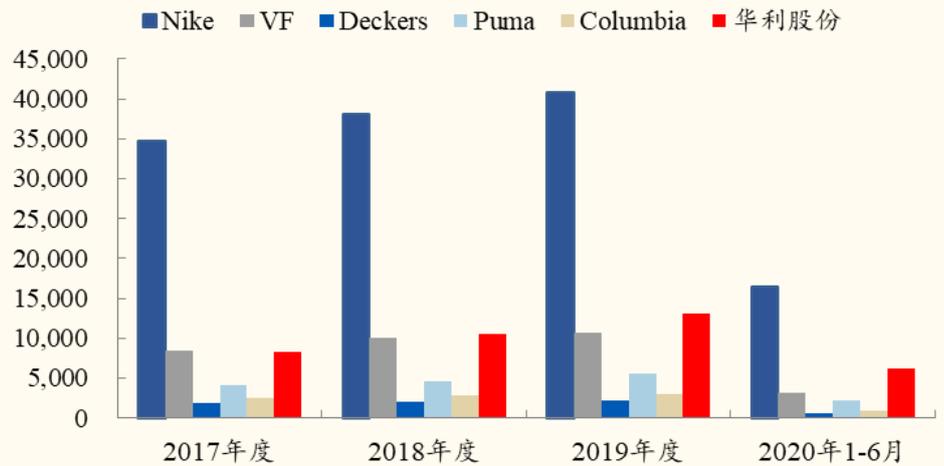


来源: 招股说明书, 国金证券研究所

2) 公司同主要客户共同实现营收稳健增长。2017-2019 年公司营收 CAGR 达到 23.09%，而公司前五大客户 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia 的营收则分别实现了 8.4%、13.0%、7.2%、15.3%、11.1% 的 CAGR。

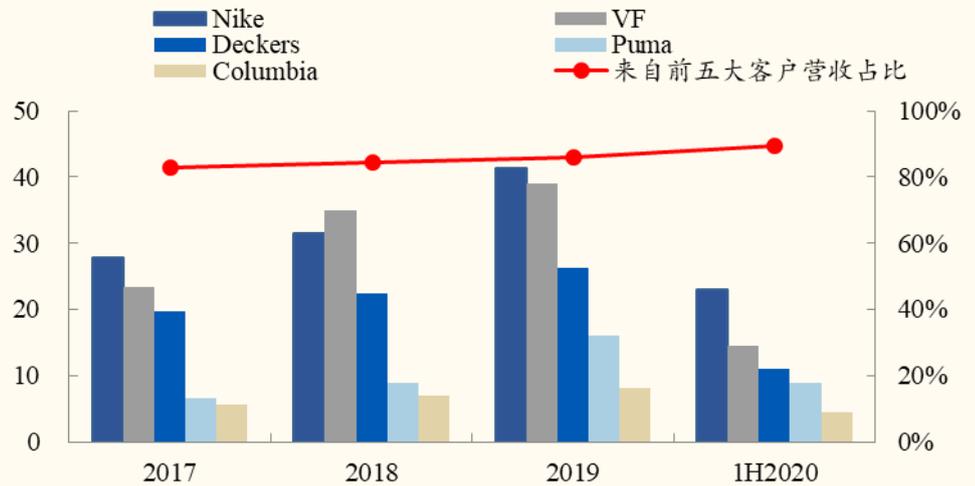
除此之外公司客户结构较为合理：1) 前五大客户的营收占比稳定在 80%-90%，相对较为集中的客户结构使得公司订单相对集中规模化，有利于生产规模效应的产生；2) 相对于部分同行业竞争对手来说，公司不存在对单一客户重大依赖的风险，经营稳定性强。

图表 45: 公司主要客户营收增长稳健



来源: 招股说明书, 国金证券研究所

图表 46: 公司来自前五大客户的营收占比较高且稳步提升



来源: 公司招股书, 国金证券研究所

3) 除营收稳定增长外, 公司同全球知名运动品牌进行合作还将带来如下优势:

①合作知名品牌客户倒逼公司提升综合竞争力。公司合作客户均为全球知名品牌, 对于供应商的研发、质控、交付能力以及经营、管理、内控水平等具有较高要求, 倒逼公司在开发设计、生产制造、内部管理方面精益求精、不断提高。

②“包厂制”保障了订单的稳定性。公司在同品牌商进行合作时, 往往采用“包厂”协议的方式, 将某一工厂外包给某一客户进行生产供货, 以满足其对于产能充足性和灵活性的需求; 相应的, 客户也需要对协议工厂的订单量进行承诺, 以保障工厂订单的稳定性。此外, 公司主要客户均为全球头部品牌商, 对于产品生产的前瞻计划性较强, 往往会提前就订单情况同公司进行沟通, 方便公司提前规划排产。

③优质客户赋予公司稳定的利润水平以及较低的经营风险。知名品牌客户享有一定品牌溢价, 因此自身盈利能力较强, 在对供应商进行选择时更加注重供应链的质量、交付能力和稳定性, 对于报价方面则并非择低选用, 因此公司能够获得相对稳定的利润水平; 同时知名品牌客户信用度好、资金充足, 回款周期及违约风险都较小, 使得公司拥有较低的经营风险。

4、未来展望：核心客户份额提升巩固优势，产能持续扩张拉动业绩

4.1、持续提升老客户供应份额，积极开发潜在优质新客户

公司以成为合作客户核心供应商为目标，不断扩张在合作品牌中的份额。目前公司已经成为 Converse、UGG、Vans、Puma、Columbia、HOKA ONE ONE、Cole Haan 等全球知名品牌的鞋履产品的最大供应商。

1) 与主要客户收入对比来看，2018-2019 年公司来源于前五大客户的订单收入保持较快增长，并且增速显著高于同年度主要客户的营收增长速度，体现出公司在主要客户中的订单份额呈稳步提升趋势。

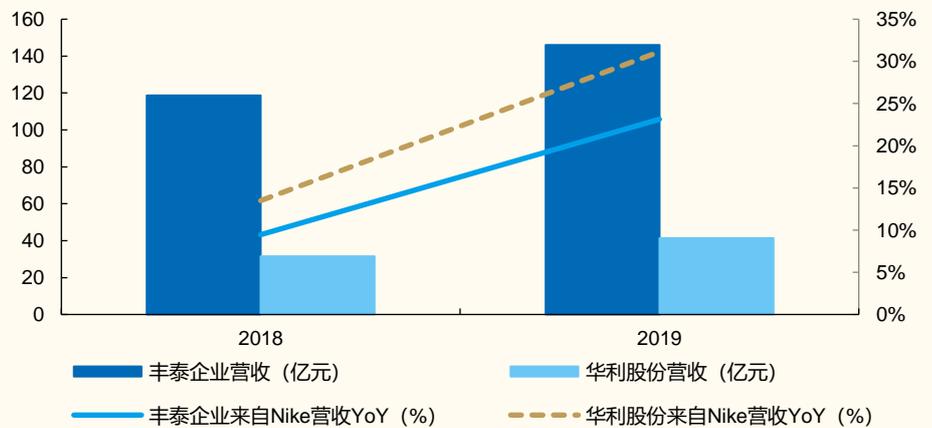
图表 47：公司来自于主要客户的营收增速高于客户自身营收增速

客户名称	2018 年度 公司来自客户营收 YOY	2018 年度 客户营收 YoY	2019 年度 公司来自客户营收 YOY	2019 年度 客户营收 YoY
Nike	13.50%	9.68%	31.14%	7.05%
VF	49.31%	20.68%	11.27%	5.80%
Deckers	14.16%	8.27%	17.00%	6.16%
Puma	35.76%	12.39%	79.02%	18.37%
Columbia	21.97%	13.63%	18.34%	8.57%

来源：公司公告，国金证券研究所

2) 与同行业公司对比来看，以 Nike 公司为例，公司来自主要客户 Nike 的营收规模远小于同行业可比公司丰泰企业，主要系公司进入 Nike 供应体系相比丰泰较晚所致。但公司凭借成本优势以及出色的服务不断扩张份额，2018-2019 年度来自 Nike 营收增速分别为 13.5%、31.1%，明显高于丰泰企业。

图表 48：公司来自 Nike 公司收入增速高于丰泰企业



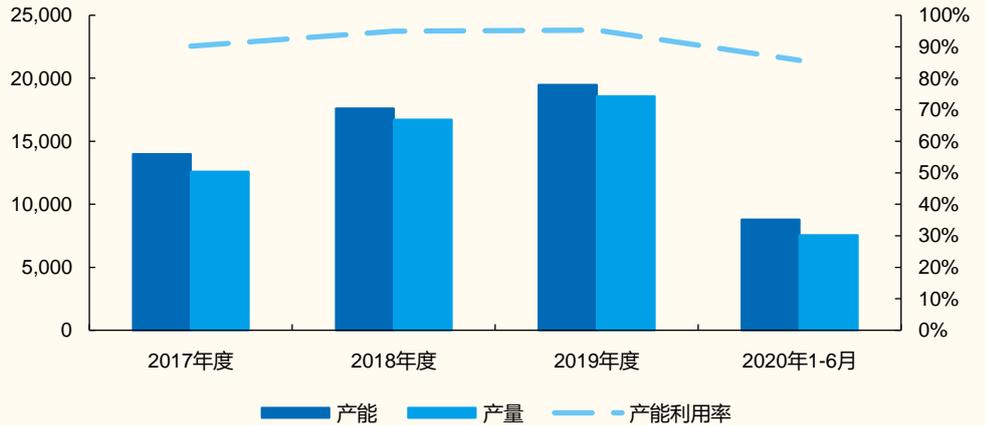
来源：公司公告，国金证券研究所

公司不断开发增长潜力较大的优质客户。公司具备较强的新产品开发能力，能够快速响应市场需求变化，并有效控制产品成本，降低客户经营风险，并借此积极开展与新品牌的合作，例如：公司于 2018 年开拓新的重要客户 Under Armour，并于 2019 年即将其开发成为公司第七大客户，2020 年 1-6 月为公司第六大客户，占营业收入的比例分别为 3.58%和 5.60%。除此之外，当前公司已同瑞士慢跑运动知名品牌 On Running 确定合作关系并完成样品确认，2020 年底前下达订单，预计 2021 年上半年开始交货；此外，公司目前也正与全球前十大运动品牌 ASICS 和 New Balance 进行积极沟通，商议未来长期合作事宜。

4.2、IPO 资本加持下有望打破产能瓶颈

公司发展已经面临产能瓶颈。由于公司与主要客户联系紧密且主要客户发展状况良好，致使公司整体产能利用率一直维持较高水平，2017-2019 年公司产能利用率分别达到 90.19%、94.92%、95.28%，均已达到近乎满产水平。2020 年 1-6 月受新冠肺炎疫情影响，公司订单不及预期，产能利用率出现暂时性下滑至 85.69%，但从长期来看公司产能已趋于饱和，现有产能已经无法满足客户订单快速增长的需要，未来随着新客户的开发以及老客户订单的进一步增加，公司发展或将受限于产能瓶颈。

图表 49：公司产能利用率均趋于饱和



来源：公司公告，国金证券研究所

公司主要产能扩张计划：

- 1) 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。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 6.0%，满足 Puma、Vans、Converse、UGG 等品牌需求。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%。
- 2) 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%。
- 3) 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。

图表 50：公司产能预计扩张情况

序号	项目名称	鞋履品牌	鞋履种类	年产量 (万双)	建设周期
1	越南宏福鞋履生产基地扩产项目	Puma	运动休闲鞋	360	建设周期为 3 年，每年投产达产率预计为 70%、90%、100%。
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	
6	缅甸仰光新建厂房扩产项目	Puma	运动休闲鞋	1200	建设周期 3 年
7	广东省中山市扩产编织鞋面项目	-	-	-	建设周期 2 年
合计				2318	

来源：公司公告，国金证券研究所

4.3、对标服装代工龙头申洲国际，深度挖掘业绩成长空间

我们对华利集团与港股上市的成衣代工龙头申洲国际，发现二者在所处赛道、客户黏性两大代工业务模式核心因素方面具有较高的相似程度，同时我们认为运动鞋履赛道要比运动服饰赛道要更为优质，因此华利集团具备较大的成长潜力。

■ 客户黏性方面：绑定行业头部客户，深挖护城河

华利集团和申洲国际作为鞋服领域的代工企业，均通过强大的研发交付能力以及较低的成本深度绑定行业内的头部客户，并借此在合作中获得较高的议价权。同时由于对供应链的要求越来越高，供应体系均呈现出集中化的趋势。

客户方面：申洲国际四大核心客户为 Nike、Adidas、Puma 和 Uniqlo，来自四大客户营收占比超过 80%，而公司在四大客户中的份额占比也均较高；华利集团前五大客户为 Nike、VF、Deckers、Puma 和 Columbia，来自五大客户的营收占比超过 85%，公司实行每开发一个客户都要成为核心供应商的策略，因此在其前五大客户中的份额占比也均较高。对比之下二者均实现了对行业几大头部客户的深度绑定，享受行业发展带动业绩扩张的同时有效分散过于依赖单一客户的风险。

生产方面：申洲国际通过积极布局越南、柬埔寨等海外产能，以及规模化、模块化的生产有效降低了生产成本，同时垂直一体化开拓上游面料生产业务有效增厚利润，除此之外还凭借较强的交付能力和研发能力赢得客户青睐；华利集团同样通过前瞻化布局东南亚产能以及自动化信息化生产取得了成本优势，同时在深耕制鞋领域的过程中向上游拓展了针织鞋面及鞋模制造技术，既增强了自身研发能力、缩短研发周期，又有效提高了自身利润水平。

盈利能力方面：申洲国际①凭借模块化、规模化的生产、海外布局、垂直一体化等措施，有效降低了成本，提高了利润水平，②同时依托成本优势以及出色的研发交付能力实现在核心客户供应体系中较高的份额占比，并借此带来较强的议价能力，因此利润水平显著高于同行业可比公司；华利集团①同样凭借自动化、信息化、规模化的生产以及前瞻化的产能布局有效降低了生产成本，②并且其在品牌客户供应体系中的占比也均较高，享有一定议价能力，因此能够具备行业内领先的利润水平。

■ 赛道方面：运动鞋比运动服规模、增长潜力都更大

从主营业务来看，华利集团为国际运动休闲品牌商进行鞋履代工业务，而申洲国际则是为国际运动休闲品牌商进行服装代工业务，从赛道上看，我们认为运动休闲鞋履赛道由于客户营收结构、制作工艺等原因更有利于代工龙头集中度的提升。

1) 客户营收结构方面，鞋履比服装规模更大，天花板更高。我们可以看到除 Uniqlo 外，华利集团和申洲国际的核心客户均为国际知名运动品牌商，而国际运动品牌商相较国内运动品牌商的一大特点为鞋履的营收占比要比服装更高，并且比例维持稳定，因此在运动品牌核心客户不断成长的过程当中，作为鞋履代工厂的华利集团所能获得的订单天花板也相应更高。

2) 制作工艺方面，鞋履的制作开发工艺及流程比服装更为复杂，因此更容易向具有生产研发优势的头部企业进行集中。申洲国际凭借出色的面料研发生产能力一举奠定了行业内绝对龙头的地位，在客户供应体系内占比不断提升；若华利集团能够在研发能力方面持续保持领先将有望扩大在客户供应体系中的市场份额。

5、盈利预测与投资建议

5.1、盈利预测

收入端：2020年疫情影响下公司下游客户业绩受损、公司产能利用率下滑至85.7%。2021年随着疫情影响改善需求回升、公司产能利用率提升至疫情前水平（90%以上）、产品结构优化均价提升，预计公司收入将实现近30%增长。长期来看，公司积极拓展新客户、原有客户订单稳定增长预计带动销量提升，且募投产能项目将于2022-2023年逐渐投产，23年越南预计新增产能783万双，缅甸产能达到1200万双，分别贡献8.66、8.11亿元收入增量；叠加近年来随着公司客户、产品结构改善，单价持续提升，预计2022-23年公司收入将维持20%以上增速。

利润端：未来三年随着公司产品结构优化、高毛利率客户订单增加，预计带动公司盈利能力提升。预计2021-23年公司毛利率为24.8%/25.1%/25.1%。费用方面，预计公司研发费用率将增加至1.7%以上，提升公司核心竞争力；管理费用率预计随着公司效率提升逐渐下降，21-23年分别为4.3%/4.2%/4.0%；销售费用率预计随着公司销售规模扩大而提升，21-23年维持在1.5%以上。综合来看，公司整体净利率呈稳中有升趋势，2021-23年维持在14%以上。

综上，我们预计公司2021-23年归母净利润分别为25.4/32.1/39.0亿元，EPS（摊薄）分别为2.18/2.75/3.35元。

图表 51：盈利预测（百万元）

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	12,388	15,166	13,931	18,006	21,864	26,199
YoY	24%	22%	-8.14%	29.25%	21.42%	19.83%
休闲运动类	9,186	11,842	11,098	15,058	18,793	23,002
YoY	28%	29%	-6%	36%	25%	22%
销量（万双）	13440	15858	15366	19669	23603	28323
YoY	27%	18%	-3%	28%	20%	20%
单价（元/双）	68	75	72	77	80	81
YoY	0%	10%	-4%	6%	4%	2%
户外鞋品	1,987	2,048	1,751	1,822	1,895	1,971
YoY	6%	3%	-15%	4%	4%	4%
销量（万双）	1,279	1,272	1145	1179	1215	1251
YoY	14%	-1%	-10%	3%	3%	3%
单价（元/双）	155	161	153	154	156	158
YoY	-7%	4%	-5%	1%	1%	1%
拖鞋凉鞋	1,192	1,245	1,061	1,100	1,144	1,190
YoY	27%	4%	-15%	4%	4%	4%
销量（万双）	1,624	1,378	1268	1301	1340	1380
YoY	40%	-15%	-8%	3%	3%	3%
单价（元/双）	73	90	84	85	85	86
YoY	-10%	23%	-7%	1%	1%	1%
其他业务	24	32	21	27	32	36
YoY	-29%	33%	-35%	30%	20%	10%
毛利率(%)	24.22	23.48	22.90%	24.80%	25.10%	25.10%
休闲运动类	26.69	25.31	24.30%	26.10%	26.30%	26.30%
户外鞋品	20.27	18.93	16.30%	17.50%	17.50%	17.50%
拖鞋	10.49	12.79	10.20%	11.30%	11.40%	11.40%
其他业务	85.76	55.85	141%	40%	-7%	-121%
净利率	12%	12%	13.49%	14.10%	14.68%	14.90%

	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归母净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904
YoY	38%	19%	3%	35%	26%	22%
EPS (摊薄)	1.46	1.73	1.79	2.18	2.75	3.35

来源: Wind, 国金证券研究所

5.2、可比公司估值

我们选取了业务较为相近的港股运动服饰代工龙头申洲国际, 与 A 股箱包代工龙头开润股份、袜子及无缝内衣代工龙头健盛集团作为可比公司。对标申洲国际, 给予华利集团 21 年 40 倍 PE, 对应目标价为 87.2 元, 享有一定估值溢价及 A 股的稀缺性, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 52: 可比公司估值

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS					PE				
			2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
2313.HK	申洲国际	173	3.39	3.4	4.30	5.02	5.81	51.03	50.88	40.24	34.48	29.79
603558	健盛集团	8.32	0.66	-1.27	0.66	0.83	-	12.61	-	12.63	9.97	
300577	开润股份	25.19	1.04	0.325	0.99	1.31	1.64	24.22	77.51	24.50	18.14	14.35
	中位数							24.22	64.20	24.50	18.14	22.07
	平均数							29.29	64.20	25.79	20.86	22.07
300979	华利集团	-	1.73	1.79	2.18	2.75	3.35	-	-	-	-	-

来源: Wind, 国金证券研究所 (除开润股份外均采用 Wind 一致预期, 收盘截止日为 2021/04/23)

6、风险提示

越南人力成本上升风险。 鞋履制造为劳动密集型产业, 人力成本约占 30% 左右。公司部分竞争优势依赖于东南亚产能布局下相对较低的人力成本, 若越南工厂所在地用工成本提升, 将加大公司成本, 减弱公司核心竞争力与盈利能力。

汇率波动风险。 公司收入以美元计, 若汇率产生较大波动, 将产生汇兑损失风险、影响公司毛利水平。

海外疫情持续扩散风险。 海外疫情仍存在较大不确定性, 公司主要客户均为国际品牌, 如果疫情得不到控制或将影响下游客户产品销售, 进而影响公司订单。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	12,388	15,166	13,931	18,006	21,864	26,199
增长率		22.4%	-8.1%	29.3%	21.4%	19.8%
主营业务成本	-9,388	-11,605	-10,474	-13,541	-16,376	-19,623
%销售收入	75.8%	76.5%	75.2%	75.2%	74.9%	74.9%
毛利	3,000	3,561	3,457	4,466	5,488	6,576
%销售收入	24.2%	23.5%	24.8%	24.8%	25.1%	25.1%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-4	-5
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	-179	-229	-196	-281	-328	-393
%销售收入	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%
管理费用	-589	-686	-592	-774	-918	-1,048
%销售收入	4.8%	4.5%	4.3%	4.3%	4.2%	4.0%
研发费用	-244	-295	-209	-324	-372	-445
%销售收入	2.0%	1.9%	1.5%	1.8%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	1,987	2,348	2,457	3,083	3,866	4,684
%销售收入	16.0%	15.5%	17.6%	17.1%	17.7%	17.9%
财务费用	-32	-117	-61	-60	-116	-142
%销售收入	0.3%	0.8%	0.4%	0.3%	0.5%	0.5%
资产减值损失	80	109	100	72	88	87
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	75	2	0	0	0
%税前利润	n.a.	3.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1,874	2,197	2,305	3,095	3,838	4,629
营业利润率	15.1%	14.5%	16.5%	17.2%	17.6%	17.7%
营业外收支	-2	-2	-7	0	0	0
税前利润	1,872	2,195	2,299	3,095	3,838	4,629
利润率	15.1%	14.5%	16.5%	17.2%	17.6%	17.7%
所得税	-340	-374	-420	-557	-628	-725
所得税率	18.2%	17.0%	18.3%	18.0%	16.4%	15.7%
净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904
净利率	12.4%	12.0%	13.5%	14.1%	14.7%	14.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	269	360	405	346	359	373
非经营收益	44	61	77	66	33	27
营运资金变动	-273	-165	414	1,913	-326	-441
经营活动现金净流	1,573	2,077	2,774	4,864	3,276	3,863
资本开支	-754	-1,308	-611	-451	-725	-425
投资	-7	-49	-227	0	-1	-1
其他	-65	-11	2	0	0	0
投资活动现金净流	-826	-1,368	-836	-451	-726	-426
股权募资	160	1,085	0	2	0	0
债权募资	594	1,340	48	-815	-200	-131
其他	-2,233	-2,738	-1,361	-579	-680	-808
筹资活动现金净流	-1,479	-312	-1,313	-1,392	-880	-938
现金净流量	-732	397	625	3,020	1,671	2,498

资产负债表 (人民币百万元)

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	688	1,299	2,438	5,458	7,129	9,627
应收款项	1,777	2,263	1,814	2,664	3,235	3,876
存货	1,904	2,283	2,088	2,668	3,227	3,867
其他流动资产	350	422	169	212	237	267
流动资产	4,719	6,266	6,510	11,002	13,828	17,637
%总资产	62.3%	65.2%	66.8%	76.7%	78.9%	82.4%
长期投资	0	6	5	5	6	8
固定投资	2,506	2,955	2,818	2,910	3,226	3,237
%总资产	33.1%	30.7%	28.9%	20.3%	18.4%	15.1%
无形资产	248	270	293	353	404	445
非流动资产	2,861	3,347	3,229	3,337	3,705	3,758
%总资产	37.7%	34.8%	33.2%	23.3%	21.1%	17.6%
资产总计	7,580	9,613	9,738	14,339	17,533	21,395
短期借款	192	1,552	1,496	682	482	351
应付款项	5,247	2,732	1,344	4,666	5,274	5,880
其他流动负债	665	1,151	1,137	1,202	1,424	1,688
流动负债	6,105	5,435	3,977	6,550	7,180	7,919
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	10	20	15	10	10
负债	6,105	5,445	3,997	6,565	7,190	7,929
普通股股东权益	1,475	4,168	5,741	7,774	10,343	13,466
其中：股本	106	1,050	1,050	1,167	1,167	1,167
未分配利润	-434	1,353	3,201	5,232	7,800	10,923
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	7,580	9,613	9,738	14,339	17,533	21,395

比率分析

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标						
每股收益	1.459	1.734	1.789	2.176	2.751	3.345
每股净资产	1.405	3.970	5.468	6.662	8.863	11.539
每股经营现金净流	1.498	1.978	2.642	4.168	2.807	3.310
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.435	0.550	0.669
回报率						
净资产收益率	103.88%	43.69%	32.72%	32.66%	31.04%	28.99%
总资产收益率	20.21%	18.94%	19.29%	17.71%	18.31%	18.25%
投入资本收益率	97.55%	33.99%	27.66%	29.85%	29.84%	28.57%
增长率						
主营业务收入增长率	23.77%	22.42%	-8.14%	29.25%	21.42%	19.83%
EBIT 增长率	38.84%	18.14%	4.65%	25.48%	25.40%	21.18%
净利润增长率	38.49%	18.86%	3.16%	35.15%	26.46%	21.60%
总资产增长率	9.97%	26.82%	1.30%	47.25%	22.27%	22.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	45.0	47.6	52.4	53.0	53.0	53.0
存货周转天数	63.7	65.9	76.2	72.0	72.0	72.0
应付账款周转天数	46.9	45.0	48.7	49.0	49.0	49.0
固定资产周转天数	68.0	62.6	65.7	52.5	48.5	40.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-33.62%	3.66%	-16.40%	-61.44%	-64.27%	-68.88%
EBIT 利息保障倍数	61.5	20.1	40.3	51.7	33.5	32.9
资产负债率	80.54%	56.64%	41.04%	45.78%	41.01%	37.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402