

华利集团 (300979.SZ) 运动鞋代工龙头, A股“申洲国际”未来可期

2021年04月30日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/4/29
当前股价(元)	94.01
一年最高最低(元)	100.00/76.00
总市值(亿元)	1,097.10
流通市值(亿元)	72.37
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	0.77
近3个月换手率(%)	152.23

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 精细化生产研发, 携手国际知名品牌共享运动鞋履行业成长红利

公司作为运动鞋履代工行业龙头, 凭借技术研发能力、供应链优势赋予的不可替代性及高于同行的议价能力, 深度绑定行业优质大客户, 持续扩大在核心客户中份额占比的同时不断开拓新客户, 考虑公司出色的利润水平及产能扩张节奏, 我们预计 2021-2023 年净利润 25.9/33.0/40.0 亿元。对应 EPS 为 2.22/2.83/3.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 42.4/33.3/27.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

● 深度绑定核心优质客户, 构筑技术研发和供应链壁垒, 稳定性与盈利性兼顾

深度绑定核心优质客户, 多客户策略下兼顾稳定性与盈利性: 稳定性: (1) 国际知名品牌客户供应链较为封闭, 利好体系内优质供应商; (2) 公司以“包厂制”对接客户, 进一步提高订单稳定性。盈利性: 知名品牌客户享有品牌溢价, 自身盈利能力强, 供应商拥有盈利空间。**公司深筑研发与供应链壁垒, 不可替代性强:**

(1) 公司拥有行业领先的研发能力, 主要体现在“面向生产、有利产出”产品研发体系、产品开发工具创新和垂直一体化的研发技术积累; (2) 供应链端优势来自海内外完善布局的规模化产能、强交付能力及提前布局自动化, 充分满足客户对灵活供应链的需求。**拥有超过一般代工企业的高溢价能力:** 下游客户订单需求快速消化新增产能, 产能供不应求; 大客户订单比重稳步提高, 合作不断深化。

● 未来增长动力: 持续扩客户、扩产能, 进一步增强行业领先地位

(1) **扩客户**, 公司将不断扩张在现有客户中的订单份额, 同时继续开发潜在优质客户, 充分受益行业快速增长、向头部集中的趋势; (2) **生产端**, 公司将在 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持续提升研发交付能力, 积极应对行业的潮流化趋势。

● 对标服装代工龙头申洲国际, 探索鞋服代工业务的潜在价值

客户黏性方面, 二者均通过行业领先的研发交付能力以及成本优势实现对下游客户的深度绑定, 同时获得较强的议价能力, 从而充分享受行业成长的红利。**赛道方面**, 二者均处于快速发展的运动鞋服赛道, 且运动鞋履市场拥有更强发展潜力。

● **风险提示:** 公司产能扩张不及预期; 越南生产要素涨价; 美越贸易政策波动。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	17,651	21,537	25,912
YOY(%)	22.4	-8.1	26.7	22.0	20.3
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,585	3,299	3,963
YOY(%)	18.9	3.2	37.6	27.6	20.1
毛利率(%)	23.5	24.8	25.8	26.3	27.5
净利率(%)	12.0	13.5	14.6	15.3	15.3
ROE(%)	43.7	32.7	31.0	28.4	25.4
EPS(摊薄/元)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
P/E(倍)	60.2	58.4	42.4	33.3	27.7
P/B(倍)	26.3	19.1	13.2	9.4	7.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 全球领先的运动鞋专业制造商	4
1.1、 财务分析：业绩增长较快，盈利能力亮眼	5
1.1.1、 整体业绩增长较快，运动休闲鞋占比较高	5
1.1.2、 成本费用控制精细，盈利能力表现亮眼	6
1.2、 股权结构：控制权稳定，利于决策统一	8
2、 行业需求增长旺盛，受劳动力成本驱动向东南亚转移	8
2.1、 运动鞋履整体需求旺盛，潮流时尚属性需求增加	8
2.2、 行业分工背景下，与品牌客户结为利益共同体	11
2.3、 成本因素驱动下，全球制鞋业重心向东南亚转移	12
3、 公司优势：合作全球知名运动品牌客户、深筑研发与供应链壁垒，高于同行的高议价能力兼顾稳定性与盈利性 ...	13
3.1、 强强联合知名品牌客户，携手开拓运动鞋履市场	13
3.1.1、 公司合作全球顶级运动品牌，与客户共同实现业绩增长	13
3.1.2、 合作国际顶级运动品牌的优势在于稳定性与盈利性兼顾	14
3.1.3、 多客户策略下客户结构合理，规模效应与抗风险能力共存	15
3.2、 深筑技术研发和供应链护城河，增强客户黏性	15
3.2.1、 公司具有行业领先的研发能力及同多家国际品牌常年密切合作的经验	15
3.2.2、 公司供应链优势显著降本增效	17
3.3、 拥有超过一般代工企业的高议价能力	19
3.3.1、 订单增速快于产能增速，产能达高饱和状态	19
3.3.2、 大客户订单占比不断提升	19
4、 未来展望：深耕优质客户，打破产能瓶颈	20
4.1、 持续提升老客户供应份额，积极开发潜在优质新客户	20
4.2、 IPO 资本加持有望打破产能瓶颈，新增产能挂钩需求消化风险低	21
5、 对标服装代工龙头申洲国际，深度挖掘业绩成长空间	22
5.1、 客户黏性方面：依托生产端优势，深度绑定头部客户	22
5.2、 赛道方面：同处运动鞋服赛道，增长潜力可期	23
6、 盈利预测与投资建议	23
7、 风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1： 公司主营产品品类为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉/拖鞋，主要品牌代表分别为 Nike、UGG、Teva	4
图 2： 2017-2019 年公司营收增长较快	5
图 3： 2017-2019 年公司归母净利润增长较快	5
图 4： 公司主营产品营收均稳步提升(单位：亿元)	5
图 5： 运动休闲鞋营收占整体营收比重不断提升	5
图 6： 2017-2020H1 公司营收基本来自欧美地区	6
图 7： 2017-2020H1 公司毛利率高于同行可比公司	7
图 8： 运动休闲鞋品类毛利率最高	7
图 9： 2017-2020H1 公司整体费用率稳定	7
图 10： 公司销管费用率低于行业可比公司	7

图 11: 公司归母净利率稳定且高于同行业可比公司	8
图 12: 公司股权结构集中, 利于决策的统一	8
图 13: 2016-2023 年全球鞋履市场销售规模预计稳步上升	9
图 14: 全球运动鞋市场规模稳定增长	9
图 15: 预计疫情后全球运动鞋市场规模将继续稳步增长	9
图 16: 我国运动鞋服市场集中度稳步提升	10
图 17: 2019 年 Nike 和 Adidas 品牌在我国运动鞋服市场中占有率超过 40%	10
图 18: 巴黎世家在 2017 推出“老爹鞋”	11
图 19: Nike 与 Dior 推出联名款球鞋	11
图 20: 运动鞋产业链主要包含原料、制造、品牌三个环节	11
图 21: 20 世纪 50 年代以来全球历经 4 次产业迁移	12
图 22: 2015-2019 年宝成国际集团东南亚产能提升 7pct	12
图 23: 2013-2019 年丰泰企业东南亚产能提升 10pct	12
图 24: 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	13
图 25: 公司主要客户营收增长稳健	14
图 26: Nike 鞋类供应链体系较封闭, CR5 采购量稳定在 60%以上	14
图 27: 裕元集团主要客户收入占比为 66.7%	15
图 28: 丰泰企业主要客户收入占比为 89%	15
图 29: 公司具备“面向生产、有利产出”的产品研发体系	16
图 30: 公司在业务流程上围绕品牌成立业务中心	16
图 31: 公司完整产业链的工艺流程	17
图 32: 越南当地薪酬水平显著低于中国台湾、珠三角地区 (单位: 万元/年)	17
图 33: 自动化、信息化加成下公司人效稳步提升	18
图 34: 2017-2020H1 公司产能利用率均趋于饱和	19
图 35: 公司来自前五大客户的营收占较高且稳步提升	19
图 36: 华利集团 Nike 业务增速明显高于 Nike 鞋服	20
图 37: 华利集团 Puma 业务增速维持较高水平	20
图 38: 华利集团 Deckers 业务增速高于 Deckers 收入	20
图 39: 华利集团 Columbia 业务增速下降, 但仍高于客户	20
图 40: 2017-2019 年公司来自 Nike 公司收入增速高于丰泰企业	21
图 41: 公司产能挂钩需求, 产能消化风险低	22
图 42: 2011-2020 财年 Nike 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 3: 7	23
图 43: 2010-2019 财年 Puma 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 4.5: 5.5	23
表 1: 公司主要客户包含全球运动鞋服品牌 Top 10 中的 5 家	4
表 2: 公司在越南所享受部分生产税收优惠政策梳理	18
表 3: 2018-2019 年度公司来自于主要客户的营收增速高于主要客户营收增速	21
表 4: 按产品拆分进行收入成本测算	24
表 5: 可比上市公司估值	25

1、全球领先的运动鞋专业制造商

华利集团是全球领先的运动鞋专业制造商，主营各种鞋底、鞋材、鞋类产品的研发、设计、生产等业务，并同 Nike、VF、Columbia 等全球运动休闲鞋服市场份额前十名公司中的五家建立了长期稳定的合作关系，为其提供包含运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉/拖鞋等鞋履品类的开发制造服务，是 A 股上市的首家运动鞋制造公司。

表1: 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	✓

资料来源：招股说明书、开源证券研究所

图1: 公司主营产品品类为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉/拖鞋，主要品牌代表分别为 Nike、UGG、Teva



资料来源：招股说明书、开源证券研究所

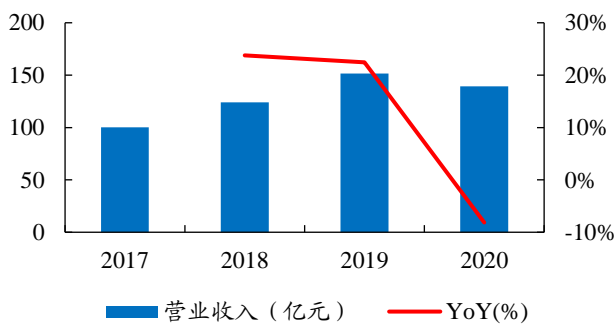
1.1、财务分析：业绩增长较快，盈利能力亮眼

1.1.1、整体业绩增长较快，运动休闲鞋占比较高

公司营收、归母净利润增长较快。2017-2020年，公司实现营业收入100.09、123.88(+23.77%)、151.66(+22.42%)、139.31(-8.14%)亿元，实现归母净利润11.06、15.32(+38.49%)、18.21(+18.86%)、18.79(+3.16%)亿元，整体业绩稳步上升。

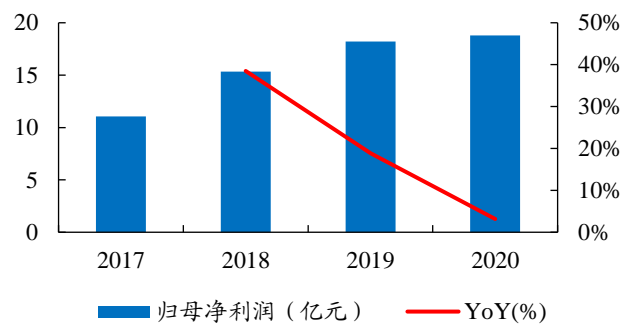
2020H1、2020H2公司实现营收69.31、70.0亿元，实现归母净利润7.75、11.04亿元。在全球新冠疫情冲击消费需求端背景下，公司营收、利润展现出强劲韧性主要系：(1)公司产能布局地越南疫情防控良好、工厂运转未受到较大影响；(2)客户关系紧密、订单得到优先保障。随着新冠疫苗的研发成功，全球经济步入复苏周期，运动鞋履消费市场需求将出现反弹，我们认为公司业绩将随着行业整体的复苏而恢复并有望实现进一步增长。

图2：2017-2019年公司营收增长较快



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

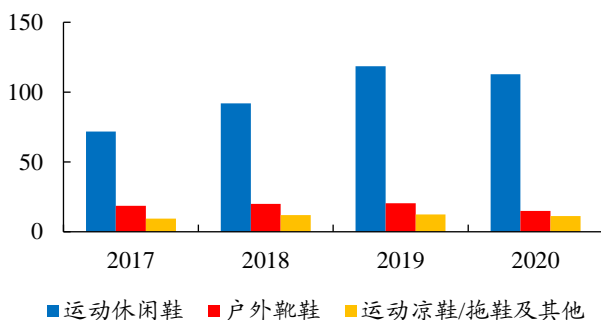
图3：2017-2019年公司归母净利润增长较快



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

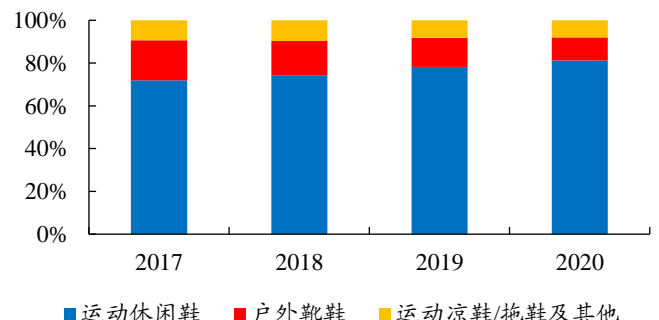
分产品看，运动休闲鞋产品营收占比最高且逐年提升。2017-2020年公司主营产品营收均稳步提升，其中运动休闲鞋产品营收占整体营收比重分别为71.91%、74.29%、78.24%、81.23%，占比最大且呈现不断提升趋势。相对于户外靴鞋，运动休闲鞋制造工艺更为简单，因此天然地更加适合以生产规模效应为根本的代工业务。

图4：公司主营产品营收均稳步提升(单位：亿元)



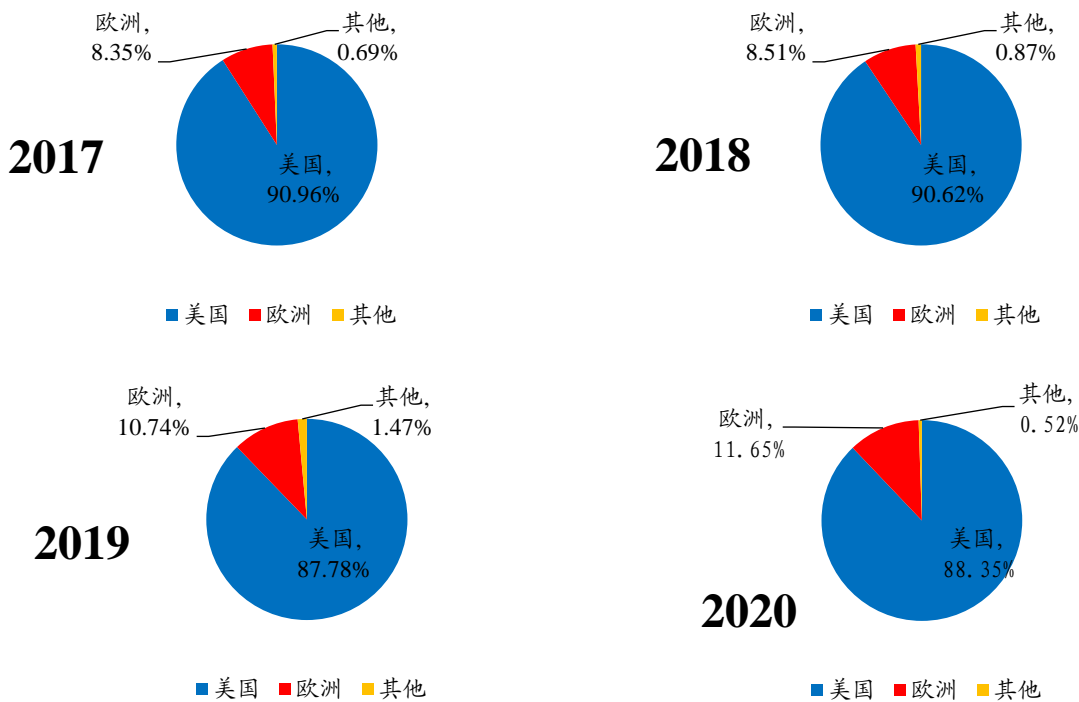
数据来源：招股说明书、开源证券研究所

图5：运动休闲鞋营收占整体营收比重不断提升



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

分地区看，公司产品销售目的地基本为欧美地区，2017-2020年公司非欧美地区营收占比仅占1%左右。

图6: 2017-2020H1 公司营收基本来自欧美地区


数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

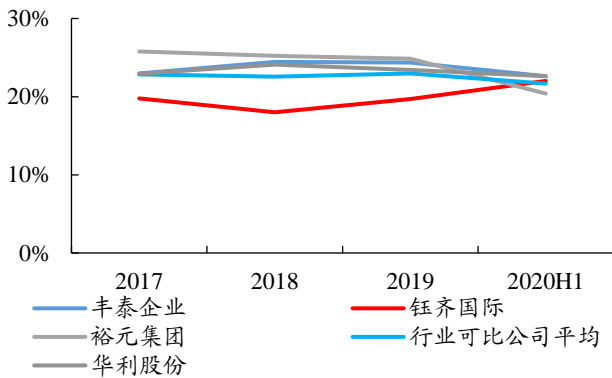
1.1.2、成本费用控制精细，盈利能力表现亮眼

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；2020年在疫情影响下，实现毛利率24.82% (+1.34pct)，表现出良好的盈利韧性。

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/拖鞋由于产量较小且生产附加值较低，因此毛利率较低。

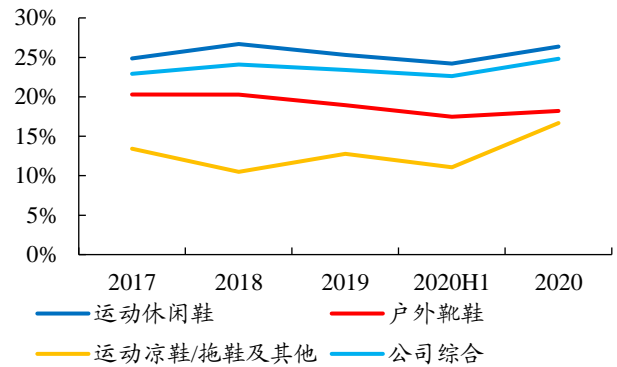
同行业对比来看，2017-2020H1，公司毛利率均略高于行业可比公司平均值，体现出公司在行业内有竞争力的盈利能力，其中：公司毛利率显著高于钰齐国际，主要系钰齐国际以生产毛利率较低的户外靴鞋为主且生产规模相对较小所致；公司毛利率略低于丰泰企业和裕元集团，主要系裕元集团除运动鞋履制造业务外还经营毛利率较高的运动鞋服零售业务，而丰泰企业产品结构中高毛利产品占比较大所致。

图7: 2017-2020H1 公司毛利率高于同行可比公司



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

图8: 运动休闲鞋品类毛利率最高

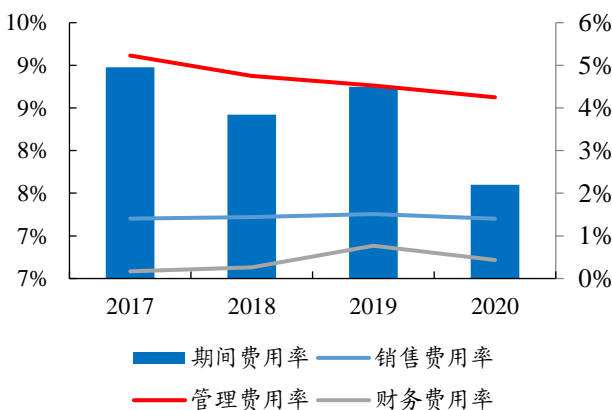


数据来源: Wind、开源证券研究所

公司费控良好, 费用率保持稳定。2017-2020 年公司期间费用率分别为 8.98%、8.42%、8.75%、7.6%, 整体保持稳定, 体现出公司良好的费控能力, 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。

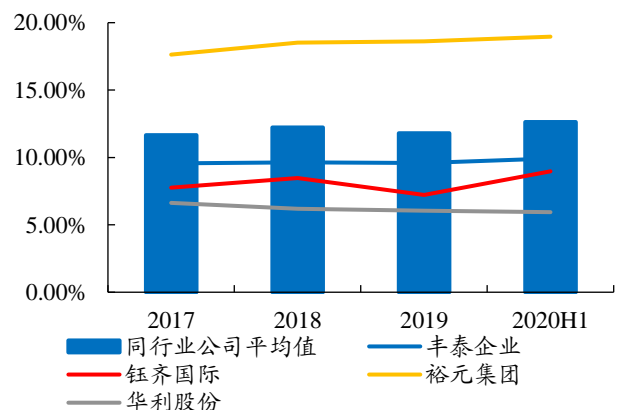
同行业对比来看,2017-2020H1 公司销管费用率显著低于同行业可比公司平均值, 主要因为: 裕元集团经营范畴包含零售业务, 且位于中国大陆、中国台湾地区等平均薪酬较高地区的管理人员占比较高, 因此销售费用、管理费用均较高; 钰齐国际整体体量相对较小, 因此规模效应相对较弱, 销管费用率也相应较高; 丰泰企业产能区域分布及产品类型均较公司更广, 因此管理半径更大, 且其总部、工厂所在地区薪资水平相对公司来说更高, 因此销售费用、管理费用整体水平更高。

图9: 2017-2020H1 公司整体费用率稳定



数据来源: Wind、开源证券研究所

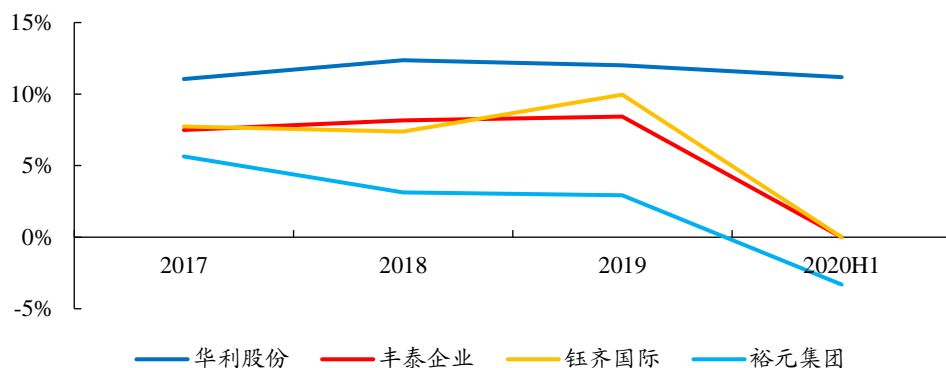
图10: 公司销管费用率低于行业可比公司



数据来源: Wind、开源证券研究所

公司归母净利率稳定且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, 2017-2020 年公司归母净利率表现亮眼, 高于同行业可比公司,

图11: 公司归母净利率稳定且高于同行业可比公司

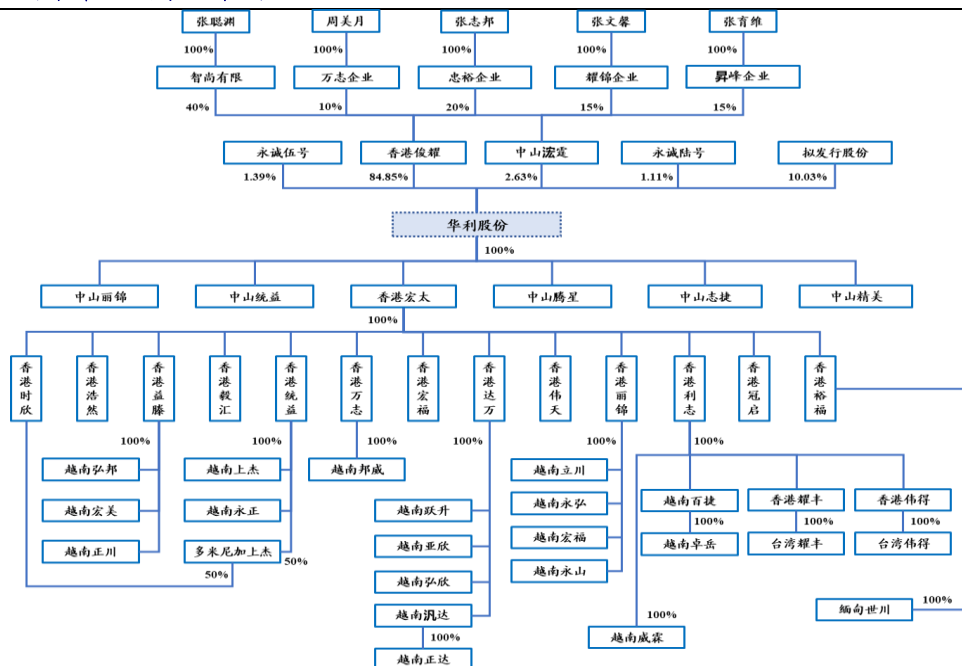


数据来源: Wind、开源证券研究所

1.2、股权结构: 控制权稳定, 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。张聪渊家族通过香港俊耀和中山浚霆间接控制公司 87.48% 股份, 股权结构集中, 利于决策有效统一。本次公司拟发行 1.17 亿股, 占本次发行后公司股份总数比例为 10.03%。

图12: 公司股权结构集中, 利于决策的统一

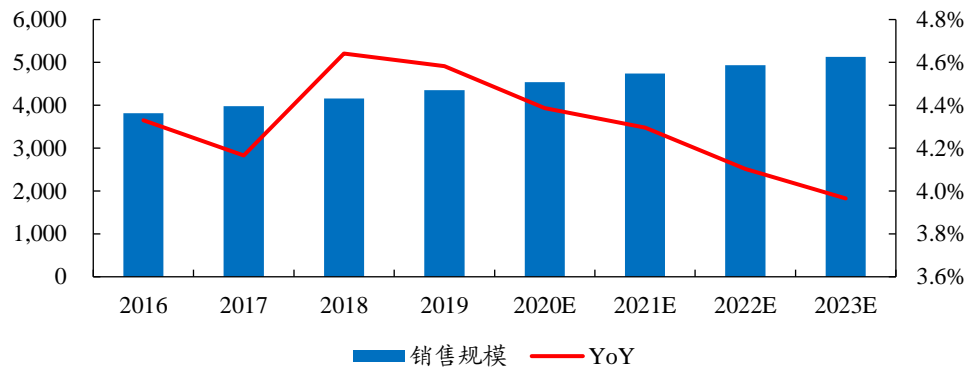


资料来源: 招股说明书、开源证券研究所

2、行业需求增长旺盛, 受劳动力成本驱动向东南亚转移

2.1、运动鞋履整体需求旺盛, 潮流时尚属性需求增加

鞋履作为生活必需品, 行业市场规模庞大且增长稳定。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%。

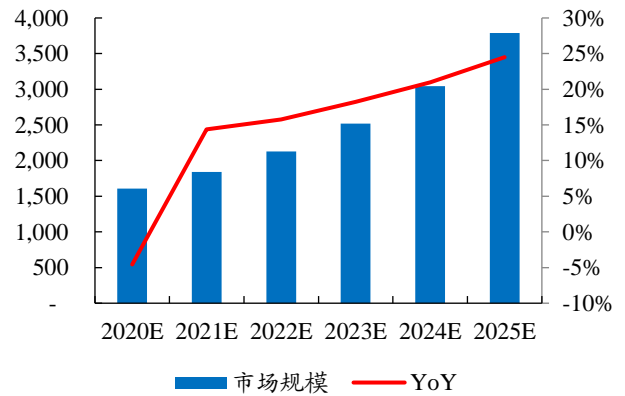
图13: 2016-2023 年全球鞋履市场销售规模预计稳步上升


数据来源: Statista、开源证券研究所

健康意识的觉醒推动运动鞋市场规模快速增长。随着科技进步带来居民生活水平的提高,人们健康生活的需求开始显现。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,预计随着疫苗的研发成功市场需求自 2021 年起将迅速恢复并继续保持稳定增长。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14: 全球运动鞋市场规模稳定增长

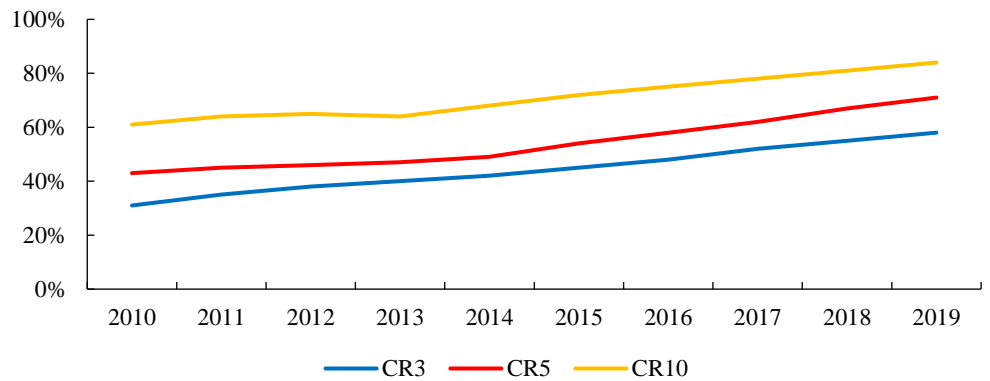

数据来源: Grand View Research、开源证券研究所

图15: 预计疫情后全球运动鞋市场规模将继续稳步增长


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

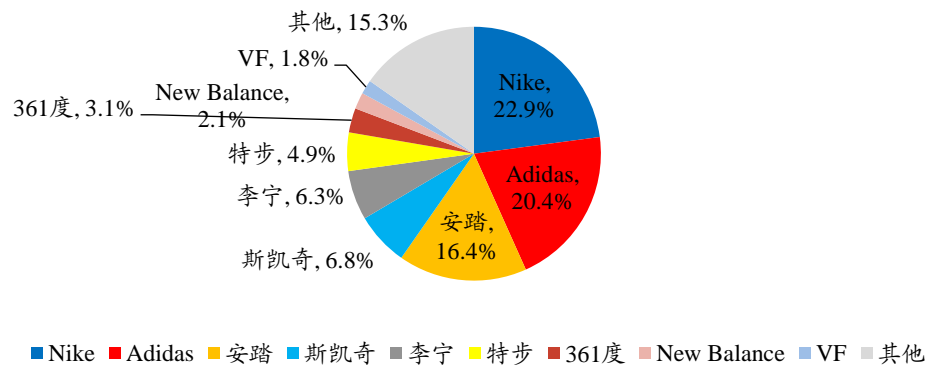
运动鞋服行业集中度较高且有望不断提升。鞋服产品由于需求端存在较强的差异化、个性化,因此集中度往往难以提升,然而运动鞋服由于具有功能性属性,市场较易向具有较高技术研发水平的头部企业进行集中。以我国运动鞋服市场为例,根据华经产业研究院数据显示,2010-2019 年运动鞋服市场集中度呈稳定上升趋势,截至 2019 年我国运动鞋服市场 CR3、CR5、CR10 分别达到 58%、71%、84%,其中仅 Nike、Adidas 两家国际知名品牌合计市占率即超过 40%;我们认为随着行业马太效应的显现,头部品牌商凭借充足的订单同行业内优质代工厂达成合作,依托其强大的产品开发、生产实力精准把握潮流动向迭代产品,有望进一步提升市占率。

图16: 我国运动鞋服市场集中度稳步提升



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

图17: 2019年 Nike 和 Adidas 品牌在我国运动鞋服市场中占有率超过 40%



数据来源: 华经产业研究院、开源证券研究所

运动鞋潮流时尚属性的需求有望进一步加强。相比过去, 现在鞋履类商品更多地被看做时尚配饰, 不仅如此, 所有年龄段的人群对时尚而舒适的鞋履的需求不断增长, 这是推动全球鞋类市场的关键因素。随着人们越来越多的参与体育活动和不断变化的生活方式, 非专业运动人员对运动鞋的需求也大增。

(1) **传统奢侈品牌借助运动风潮扭转局面。**越来越多的消费者正在抛弃商务正装品类, 中高龄消费者也开始追求年轻的打扮和明亮的色调, 传统奢侈品商品正逐渐陷入低迷。相比传统的奢侈商品, 运动产品可以使用更多大胆的设计, 包括跳跃的色彩、花卉和动物图案以及亮片、刺绣等元素, 甚至在面料上也有更大的创新空间。巴黎世家在 2017 年秋冬巴黎时装周上推出了 Triple S 运动鞋, 因为与 1980-90 年代流行的鞋款相似, 这种厚实的运动鞋也被称为“老爹鞋”, 这款售价 700 多美元的的运动鞋在发售后立即风靡全球。

(2) **运动品牌则尝试通过联名来提升自身的时尚属性与品牌溢价。**Jordan Brand x Dior 联名款于 2019 年年底在迈阿密举办的 Dior 男装 2020 秋季系列大秀中亮相, 恰逢 Air Jordan 面世 35 周年以及 Dior 男装系列发布秀首次亮相美国, 成为 2020 年最值得期待的球鞋之一。2017 年, 阿迪达斯与设计师 Raf Simons、Rick Owens 以及

日本潮牌 Hender Scheme 合作的运动鞋也同样大获成功。

图18: 巴黎世家在 2017 推出“老爹鞋”



资料来源: 巴黎世家官网

图19: Nike 与 Dior 推出联名款球鞋



资料来源: Nike 官网

2.2、行业分工背景下，与品牌客户结为利益共同体

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，其中品牌商大多会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20: 运动鞋产业链主要包含原料、制造、品牌三个环节



资料来源: 招股说明书

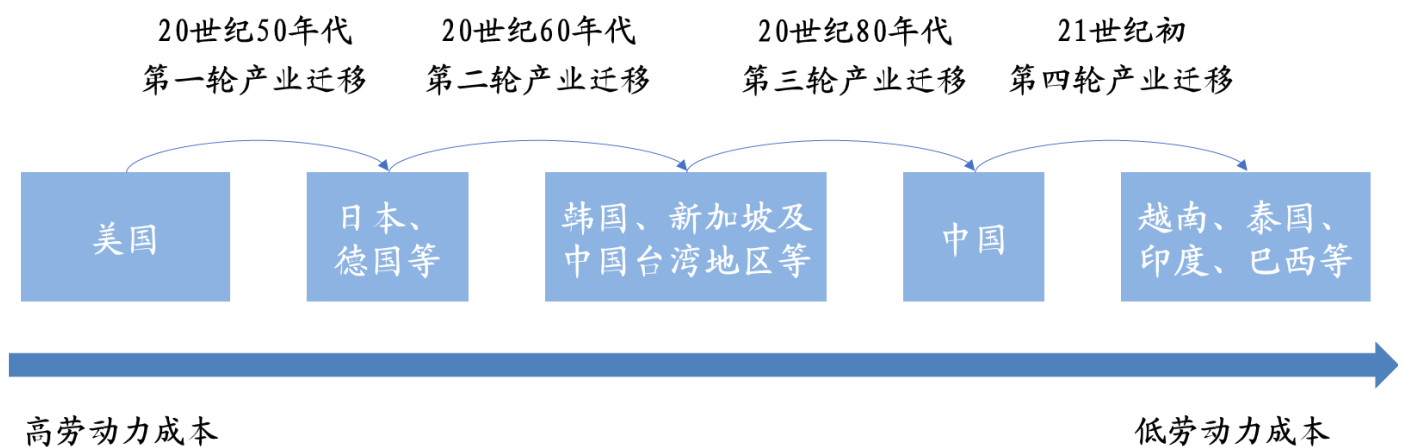
专业化分工背景下，品牌商同代工企业相互影响、相互依存。代工厂固然依靠品牌客户市场规模的扩张而发展，而品牌商在抢占市场份额时同样离不开优质代工厂专业的制鞋技术工艺与充足的产能，二者一荣俱荣、一损俱损。对于品牌方来说，代工企业不再是简单的上游供应商，而是自身战略发展布局当中举足轻重的一环，品牌商将会扶持开发能力和交付能力更强的公司以匹配自身战略发展规划。

2.3、成本因素驱动下，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甚至其下游品牌商的盈利能力，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，东南亚国家具有更加稳定的外贸环境。

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。

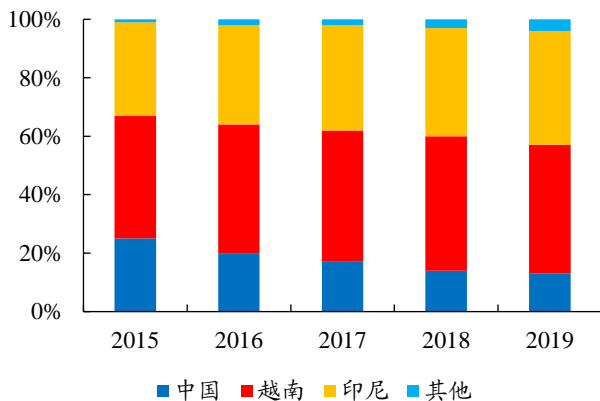
图21：20世纪50年代以来全球历经4次产业迁移



资料来源：《转型之机》、开源证券研究所

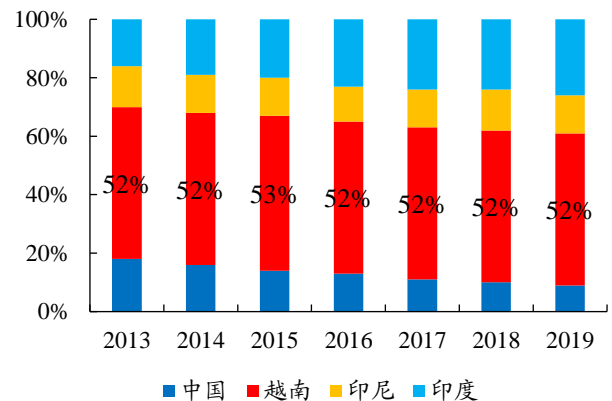
通过观察行业内另两家巨头宝成国际集团和丰泰企业近年来的产能区域分布，可以发现制鞋企业正逐步加大在东南亚国家的产能布局。2015-2019年宝成在中国及印尼的产能占比分别下降12pct、上升7pct，而2013-2019年度丰泰在中国及印度的产能占比则分别下降9pct、上升10pct。

图22：2015-2019年宝成国际集团东南亚产能提升7pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：2013-2019年丰泰企业东南亚产能提升10pct



数据来源：公司公告、开源证券研究所

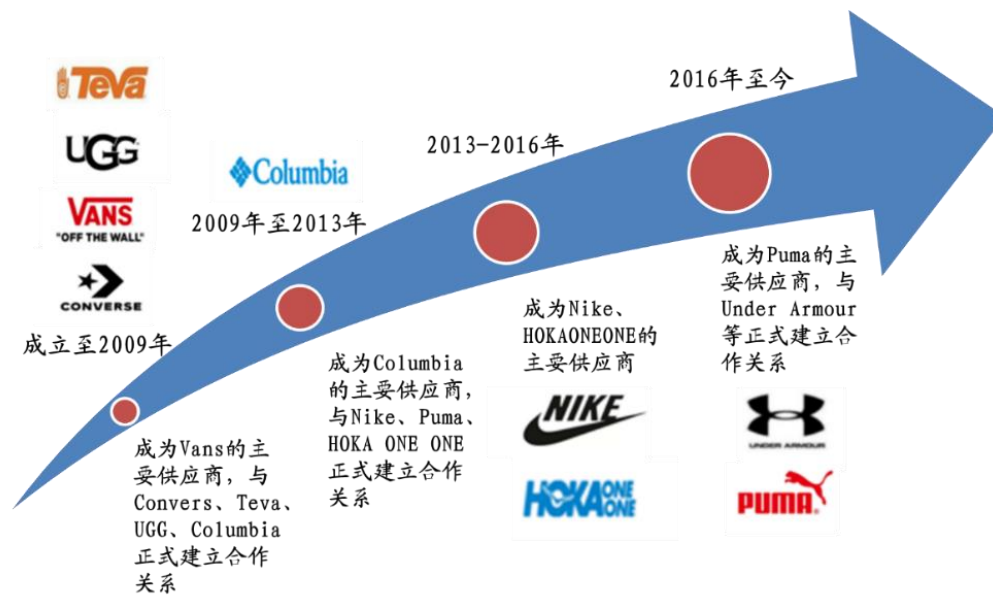
3、公司优势: 合作全球知名运动品牌客户、深筑研发与供应链壁垒, 高于同行的高议价能力兼顾稳定性与盈利性

3.1、强强联合知名品牌客户, 携手开拓运动鞋履市场

3.1.1、公司合作全球顶级运动品牌, 与客户共同实现业绩增长

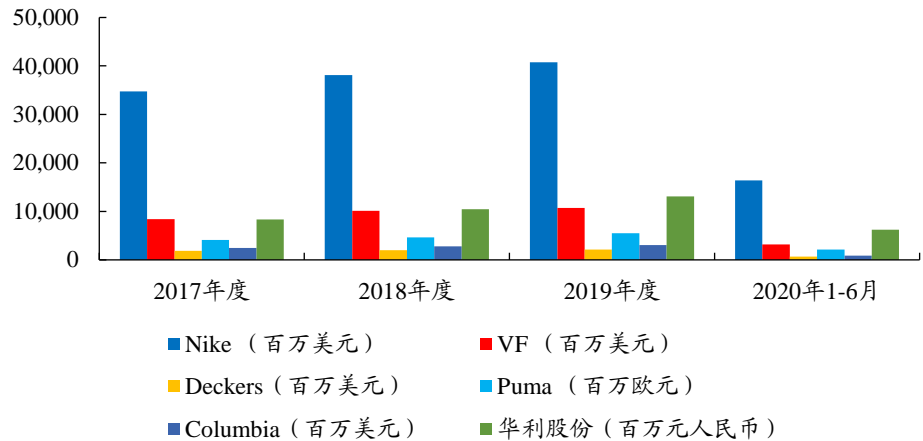
凭借自身优秀的开发能力、强大的交付能力以及成本优势, 公司逐渐积累起优质品牌客户群体, 自建立以来先后同全球运动品牌市占率前十名中的五位达成合作, 即 Nike、VF、Under Armour、PUMA、Columbia。在与国际知名品牌客户的紧密配合中公司赢得了众多奖项, 例如: Nike 颁发的“2019 年特殊表现奖”, Converse 颁发的“杰出表现奖”, Deckers 颁发的“2019 年度第一供应商”, Puma 颁发的“2018 年最佳表现奖”, 以及 2017 至 2019 连续三年获得 Puma 颁发的“可持续发展奖”等, Columbia 颁发的“2019 年运营绩效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

图24: 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



资料来源: 招股说明书

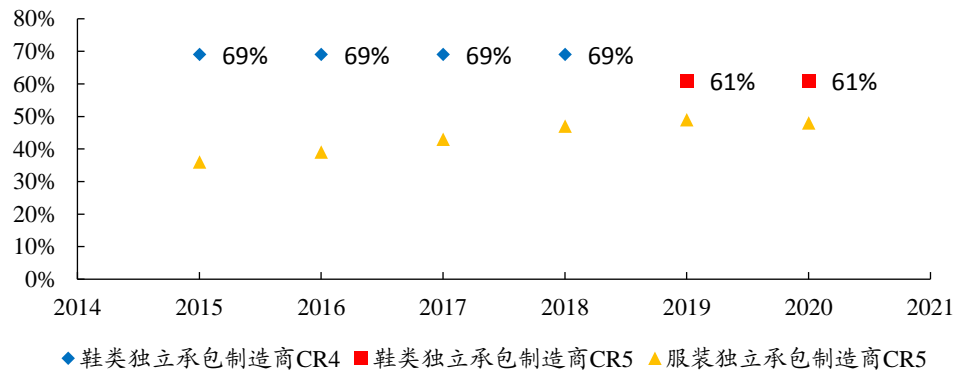
主要客户市占率不断攀升, 与公司共同实现业绩增长。 主要客户借助自身优势不断扩大鞋类市场的份额, 根据欧睿数据, 截至 2019 年末 Nike/VF/Puma 在鞋类市场上份额分别为 10%/1.9%/1%, 运动鞋市场的头部集中化显著。客户市占率的提升带动公司共同实现收入增长, 2017-2019 年公司营收 CAGR 达到 23.09%, 公司 CR5 客户 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia 的营收分别实现 8.4%、13.0%、7.2%、15.3%、11.1%的 CAGR。

图25: 公司主要客户营收增长稳健


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3.1.2、合作国际顶级运动品牌的优势在于稳定性与盈利性兼顾

稳定性上, (1) 从客户角度, 合作知名品牌客户供应链体系较为封闭, 优质供应商订单稳定。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, 在较为封闭的供应链体系内不断扩大存量上优质供应商的订单集中度。FY2020, Nike 向 CR5 鞋类制造商采购量稳定在 60% 以上的高水平, 稳定性明显高于服装制造商。

图26: Nike 鞋类供应链体系较封闭, CR5 采购量稳定在 60% 以上


数据来源: Nike 财报、招股说明书、开源证券研究所

(2) 从公司角度, 公司设立“包厂制”有利于保障订单的稳定性。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。

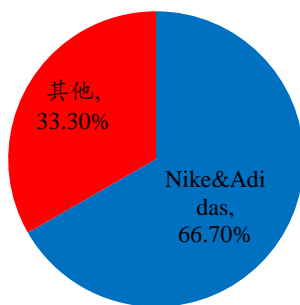
盈利性上, 知名品牌客户享有品牌溢价, 自身盈利能力强, 供应商拥有盈利空间。知名品牌客户在对供应商进行选择时更加注重供应链的质量、交付能力和稳定性, 对于报价方面则并非择低选用, 因此公司能够获得相对较高的盈利水平。此外, 知名品牌客户信用度好、资金充足, 回款周期及违约风险都较小, 使得公司拥有较低

的经营风险。

3.1.3、多客户策略下客户结构合理，规模效应与抗风险能力共存

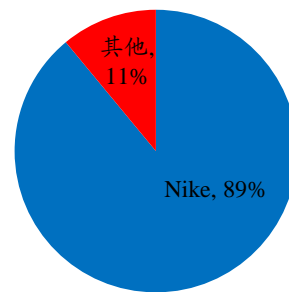
公司坚持多客户策略，表现出优异的规模效应和抗风险能力。(1) 公司前五大客户的营收占比稳定在 80%-90%，相对较为集中的客户结构使得公司订单相对集中化规模化，有利于生产规模效应的产生；(2) 相对于部分同行业竞争对手来说，公司不存在对单一客户重大依赖的风险，经营稳定性强。2019 年丰泰企业来自 Nike 的收入占比为 89%，裕元集团来自 Nike & Adidas 的收入占比为 66.7%，而华利集团的大客户收入较为均衡，最大客户 Nike 收入占比仅为 27%。

图27：裕元集团主要客户收入占比为 66.7%



数据来源：裕元集团年报、开源证券研究所

图28：丰泰企业主要客户收入占比为 89%



数据来源：丰泰企业年报、开源证券研究所

3.2、深筑技术研发和供应链护城河，增强客户黏性

公司强研发+高人效+快交付的 ODM 服务具有不可替代性，是其深度绑定大客户的关键所在。

3.2.1、公司具有行业领先的研发能力及同多家国际品牌常年密切合作的经验

技术研发方面的竞争优势主要体现在“面向生产、有利产出”产品研发体系、产品开发工具创新和研发技术积累。

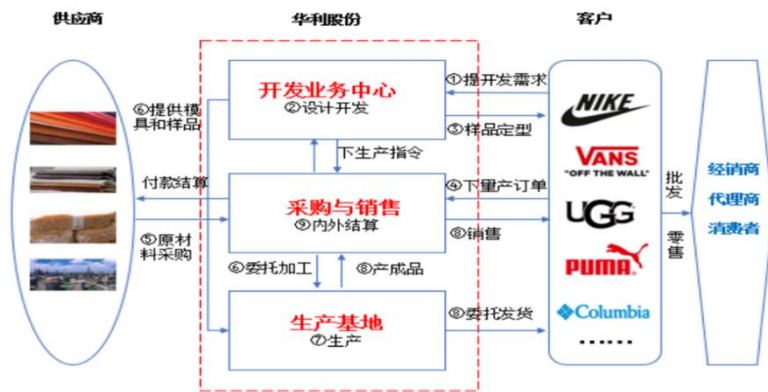
(1) “面向生产、有利产出”的产品研发体系：公司会在接收到品牌方开发需求后就材料、工艺等自身擅长领域同品牌方进行沟通和建议，围绕品牌成立业务中心，按鞋型分设开发小组，帮助其将产品的概念设计落实为成本可控、量产可行的产品方案，并按时完成生产交付，在品牌商上新过程中扮演不可或缺的角色。

图29: 公司具备“面向生产、有利产出”的产品研发体系



资料来源: 招股说明书

图30: 公司在业务流程上围绕品牌成立业务中心

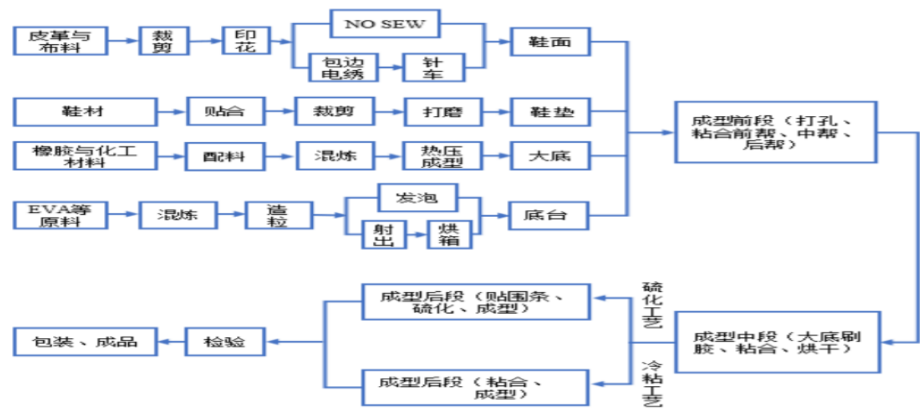


资料来源: 招股说明书

(2) **创新产品开发工具, 提高研发效率:** 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, 有助于进一步开发客户。公司率先使用 VR 设计系统及 3D 打印设备提高设计效率, 并借助 CAD、3D 逆向扫描、CAM 电脑辅助制造、CNC 电脑数控等信息化系统辅助设计, 缩短研发周期, 快速把握市场需求变动。此外, 公司使用的“电脑编织一体成型鞋面生产设备”可以高效生产编织鞋面, 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。

(3) **垂直一体化的产业链研发技术积累:** 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。截至 2020H1, 公司已获得的 42 项专利、3 项软件著作权主要集中在鞋底模具及鞋面的研发制作流程中。

图31: 公司完整产业链的工艺流程



资料来源: 招股说明书

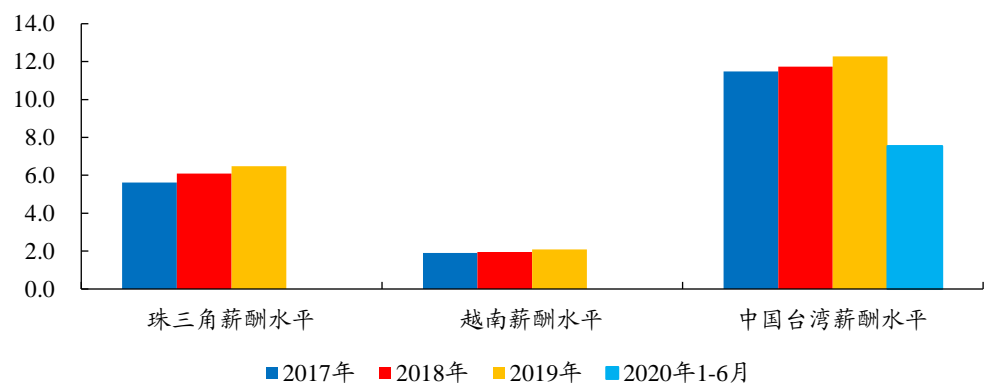
依托强大的研发能力公司不仅赢得客户订单,同时也对利润水平形成有效支撑。根据竞争对手裕元集团年报显示,由于其研发能力较弱,在近年来潮流趋势旺盛的情况下造成毛利率下滑,而公司则凭借多年积淀的强大研发能力维持毛利率稳定。

3.2.2、公司供应链优势显著降本增效

供应链方面,公司的优势则来源于海内外完善布局的规模化产能、强交付能力和自动化生产。

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、中国台湾地区甚至越南南部地区,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,(1)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。(2)越南同欧盟所签署自贸协定已于2020年8月1日起正式生效,欧盟对原产于越南的鞋履进口关税的税率将逐渐降低为零,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32: 越南当地薪酬水平显著低于中国台湾、珠三角地区(单位:万元/年)



数据来源: 招股说明书、开源证券研究所

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: 中国台湾当地薪酬水平根据中国台湾“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。

表2: 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	2017-2020H1 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资本）产生的收入不可享受上述税收优惠。

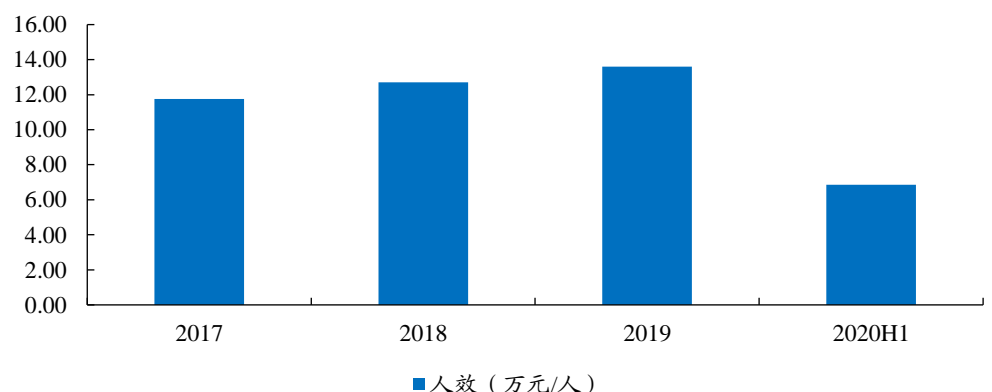
资料来源：招股说明书、开源证券研究所

公司强交付能力成为客户开发的抓手。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，客户愿意为快速生产订单支付更高价格。公司凭借自身完善的供应链体系、突出的开发设计能力、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。

积极布局自动化生产，人效显著提高。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。自动化生产的优势未来将体现在两方面：产能打破人力瓶颈，进一步释放；对冲劳动力成本，单位生产成本下降，产品优良率提升。

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33: 自动化、信息化加成下公司人效稳步提升



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

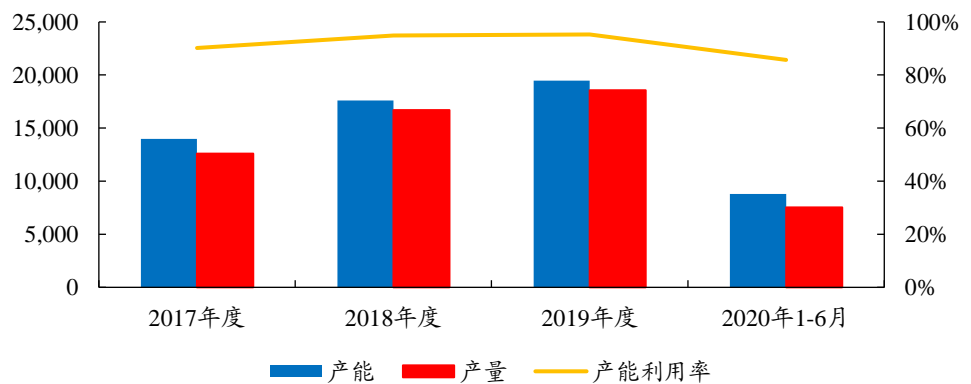
3.3、拥有超过一般代工企业的高议价能力

华利集团面对品牌方的较高议价权主要体现在其产能饱和，大客户订单占比不断提升。

3.3.1、订单增速快于产能增速，产能达高饱和状态

华利集团下游知名品牌客户订单需求快速消化新增产能，产能供不应求。受益于主要客户需求增加、发展状况良好，公司整体产能利用率一直维持较高水平，2017-2020H1 公司产能利用率分别达到 90.19%、94.92%、95.28%、85.69%，均已达到近乎满产水平。

图34：2017-2020H1 公司产能利用率均趋于饱和

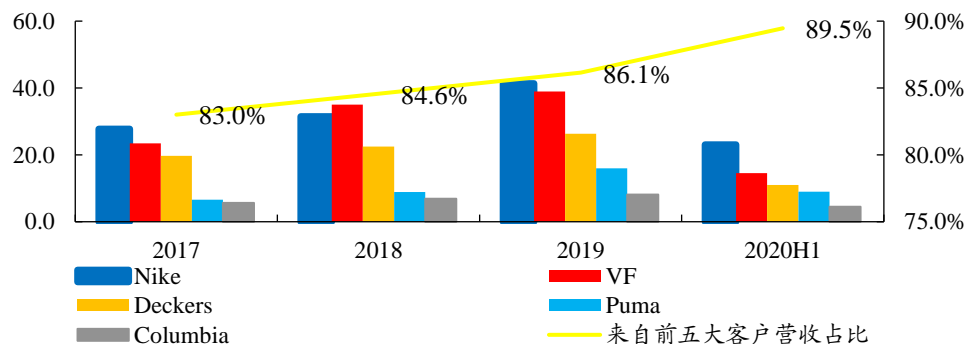


数据来源：招股说明书、开源证券研究所

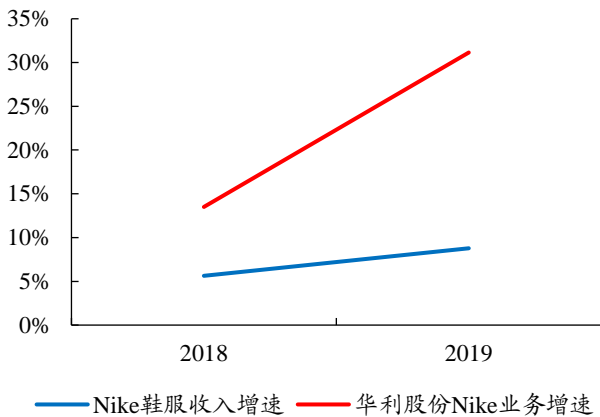
3.3.2、大客户订单占比不断提升

核心大客户的订单需求旺盛，CR5 客户业务增长贡献稳定提高，2019 年 CR5 客户收入占比为 86.1%，较 2017 年提高 3.1pct。同时通过客户自身的鞋服增速 VS 华利集团来自于该客户的订单收入增速可知，公司来自于 Nike、Puma、Deckers、Columbia 的订单收入保持着高于品牌自身鞋类业务收入的增速，表示下游客户给予华利集团的订单比重逐步提高，合作不断深化。

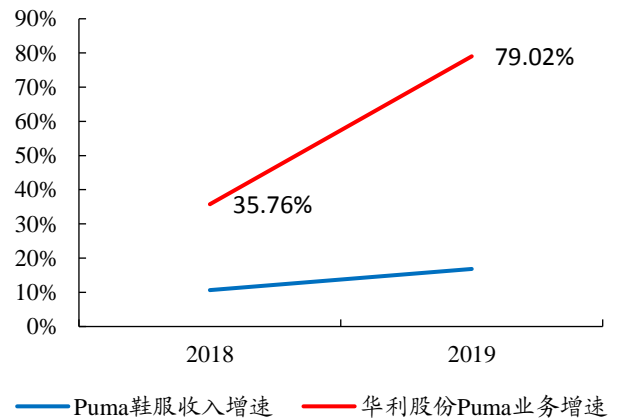
图35：公司来自前五大客户的营收占比较高且稳步提升



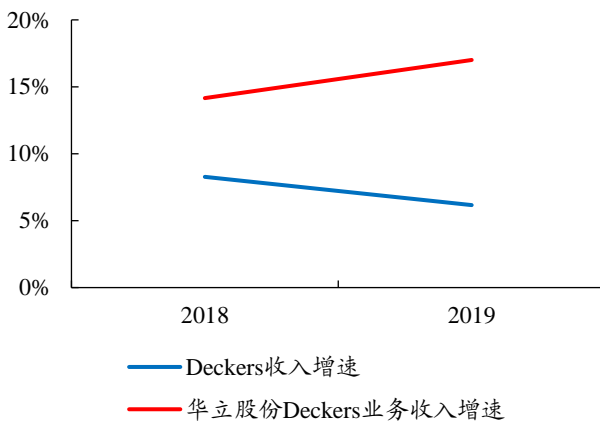
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图36: 华利集团 Nike 业务增速明显高于 Nike 鞋服


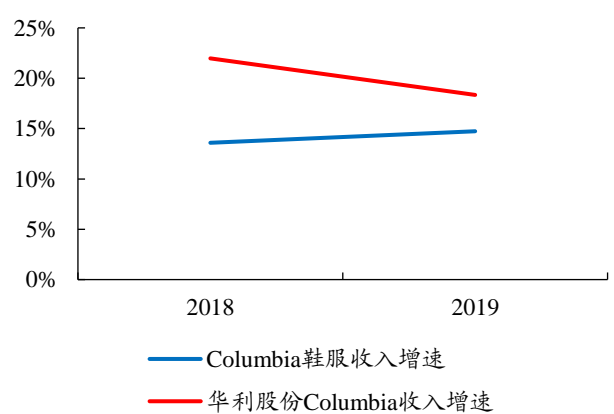
数据来源: Nike 财报、招股说明书、开源证券研究所

图37: 华利集团 Puma 业务增速维持较高水平


数据来源: PUMA 财报、招股说明书、开源证券研究所

图38: 华利集团 Deckers 业务增速高于 Deckers 收入


数据来源: Deckers 财报、招股说明书、开源证券研究所

图39: 华利集团 Columbia 业务增速下降,但仍高于客户


数据来源: Columbia 财报、招股说明书、开源证券研究所

4、未来展望: 深耕优质客户, 打破产能瓶颈

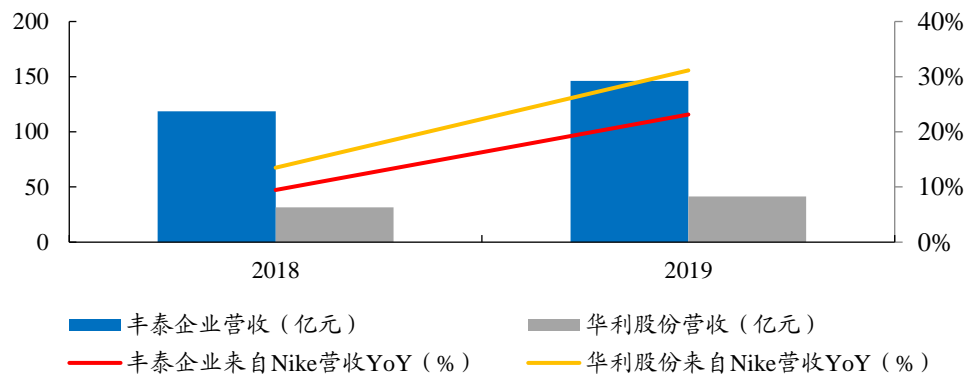
4.1、持续提升老客户供应份额, 积极开发潜在优质新客户

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, 并且: (1) 与主要客户对比来看, 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; (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。

表3: 2018-2019 年度公司来自于主要客户的营收增速高于主要客户营收增速

客户名称	2018 年度	2018 年度	2019 年度	2019 年度
	公司来自客户营收 YOY	客户营收 YoY	公司来自客户营收 YOY	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%

数据来源: 公司公告、开源证券研究所

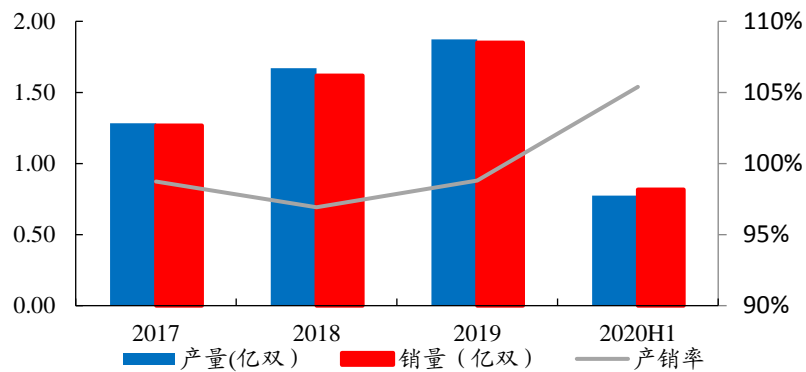
图40: 2017-2019 年公司来自 Nike 公司收入增速高于丰泰企业


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司以客户增长潜力为依据，不断开发增长潜力较大优质客户。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，预计 2020 年底前下达订单，2021 年一季度开始交货；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 资本加持有望打破产能瓶颈，新增产能挂钩需求消化风险低

IPO 资本加持打破产能瓶颈，新增产能挂钩需求消化风险低。此次 IPO 募投项目规划中，公司计划投资 18.03 亿元用以扩充鞋履及针织鞋面产能，约占预计总募集资金的 47%，预计全部投产后将有效突破产能瓶颈。且从产销率数据可知，公司新增产能可持续挂钩需求，新增产能消化风险低，2017-2019 年、2020 年 H1 公司产销率分别达 98.7%、96.9%、98.8%、105.4%。

图41: 公司产能挂钩需求, 产能消化风险低


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

此外, 公司在越南北部地区进行产能扩充具有如下优势: (1) 产能布局地越南北部为农业地区, 扩张时在拿地、招工方面更为便捷; (2) 在现有工厂附近布局新产能可以拥有较小的管理半径, 使得公司在管理团队的孵化方面具备一定优势; (3) 越南对于外来投资具有较为优惠的产业政策, 同时外贸环境较为稳定, 十分适宜进行产能布局。

5、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, 因此华利集团具备更有想象力的成长潜力。

5.1、客户黏性方面: 依托生产端优势, 深度绑定头部客户

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

(1) **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较高; 华利集团前五大客户为 Nike、VF、Deckers、Puma 和 Columbia, 来自四大客户的营收占比超过 85%, 而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。

(2) **生产方面:** 申洲国际通过积极的海外产能布局以及规模化、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。

(3) **盈利能力方面:** 申洲国际凭借模块化、规模化的生产、海外布局、垂直一体化等措施公司有效降低了成本提高利润水平, 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,

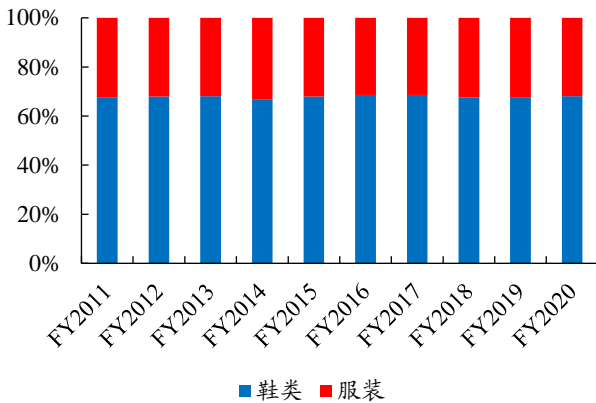
因此利润水平具有显著高于同行业可比公司；华利集团①同样凭借自动化、信息化、规模化的生产以及前瞻化的产能布局有效降低了生产成本，②并且其在品牌客户供应体系中的占比也均较高，享有一定议价能力，因此能够具备行业内领先的利润水平。

5.2、赛道方面：同处运动鞋服赛道，增长潜力可期

华利集团主要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，从赛道上看二者的重合度较高，均受益于运动鞋服行业快速发展的红利。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，亦将有望不断扩大在客户供应体系中的份额。

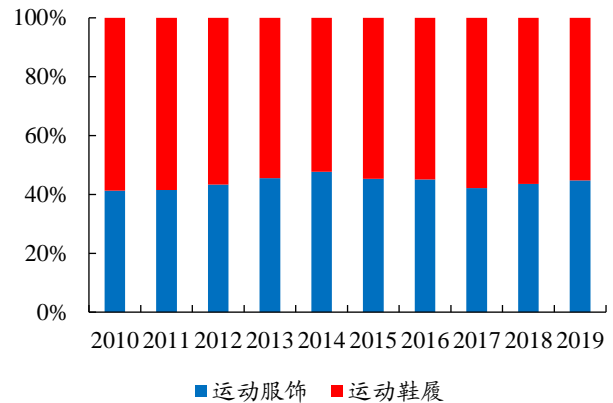
国际运动品牌商鞋类产品营收占比较高且维持稳定。以申洲国际和华利集团两大共有主要客户 Nike 和 Puma 为例，二者均为国际知名运动品牌商，且近 10 年来的营收结构上可以看出运动鞋类产品占比较高且一直保持稳定，说明运动鞋履代工业务同样具有较大的发展潜力。

图42：2011-2020 财年 Nike 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 3: 7



数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：该图仅反映服饰和鞋类产品的相对占比，未包含其他产品品类。）

图43：2010-2019 财年 Puma 服饰与鞋类产品营收比例稳定在约 4.5: 5.5



数据来源：公司公告、开源证券研究所（备注：该图仅反映服饰和鞋类产品的相对占比，未包含其他产品品类。）

6、盈利预测与投资建议

通过合理假设下游各品牌客户的销量、单价增速，估算各客户贡献的营业收入。

(1) Nike/Puma: 公司将深化与现有核心客户的合作，预计未来销量、均价将稳定增长，我们预测 2021-2023 年 Nike/Puma 销量增速为 20.00%/30%、18.00%/20%、18.00%/20%，均价增速为 9%/6%、5%/4%、4%/3%。

(2) VF 集团: VF 集团销量在 2020 年有所下滑，预计未来销量、均价将回升，我们预测 2021-2023 年 VF 集团销量增速为 11%、5%、4%，均价增速为 5%、3%、3%。

(3) Deckers: HOKA 品牌有望持续增长，推动 Deckers 品牌营收贡献增长，我们预测 2021-2023 年 Deckers 品牌销量增速为 8%、6%、6%，均价增速为 5%、3%、3%。

(4)Columbia: 预计 Columbia 品牌订单稳定且有小幅增长, 我们预测 2021-2023 年 Columbia 品牌销量增速为 9%、5%、5%, 均价增速为 6%、3%、3%。

(5)其它客户: 公司将重点拓展新客户, 预计新订单将快速放量, 我们预测 2021-2023 年其他客户销量增速为 60%、65%、40%, 均价增速为 8%、6%、5%。

公司作为运动鞋履代工行业龙头, 凭借技术研发能力、供应链优势赋予的不可替代性及高于同行的议价能力, 深度绑定行业优质大客户, 持续扩大在核心客户中份额占比的同时不断开拓新客户, 考虑公司出色的利润水平及产能扩张节奏, 我们预计 2021-2023 年净利润 25.9/33.0/40.0 亿元。对应 EPS 为 2.22/2.83/3.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 42.4/33.3/27.7 倍, 首次覆盖给予“买入”评级。

表4: 按产品拆分进行收入成本测算

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	10009.00	12388.00	15166.00	13931.14	17650.72	21537.33	25912.18
YoY		23.77%	22.42%	-8.40%	26.70%	22.02%	20.31%
运动鞋收入 (百万元)	9975	12365	15134	13892.27	17620.72	21507.33	25882.18
YoY		23.96%	22.39%	-8.20%	26.84%	22.06%	20.34%
Nike 收入 (百万元)	2776	3151	4132	4421	5783	7165	8793
YoY		13.51%	31.13%	7.00%	30.80%	23.90%	22.72%
销量 (万双)	4443	4921	5983	6103	7323	8641	10197
YoY		10.76%	21.58%	2.00%	20.00%	18.00%	18.00%
单价 (元/双)	62	64	69	72	79	83	86
YoY		3.23%	7.81%	5.00%	9.00%	5.00%	4.00%
VF 收入 (百万元)	2345	3501	3896	3361	3917	4236	4538
YoY		49.30%	11.28%	-13.74%	16.55%	8.15%	7.12%
销量 (万双)	3747	5868	6005	4924	5466	5739	5969
YoY		56.61%	2.33%	-18.00%	11.00%	5.00%	4.00%
单价 (元/双)	63	60	65	68	72	74	76
YoY		-4.76%	8.33%	5.00%	5.00%	3.00%	3.00%
Deckers 收入 (百万元)	1967	2245	2627	2734	3101	3385	3696
YoY		14.13%	17.02%	4.08%	13.40%	9.18%	9.18%
销量 (万双)	1476	1769	1838	1893	2045	2167	2297
YoY		19.85%	3.90%	3.00%	8.00%	6.00%	6.00%
单价 (元/双)	133	127	143	144	152	156	161
YoY		-4.51%	12.60%	1.00%	5.00%	3.00%	3.00%
Puma 收入 (百万元)	656	891	1594	1588	2189	2732	3376
YoY		35.82%	78.90%	-0.35%	37.80%	24.80%	23.60%
销量 (万双)	856	1240	2068	1965	2554	3065	3678
YoY		44.86%	66.77%	-5.00%	30.00%	20.00%	20.00%
单价 (元/双)	77	72	77	81	86	89	92
YoY		-6.49%	6.94%	5.00%	6.00%	4.00%	3.00%
Columbia 收入 (百万元)	564	688	815	794	917	992	1073
YoY		21.99%	18.46%	-2.59%	15.54%	8.15%	8.15%
销量 (万双)	438	557	610	580	632	663	696

	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
YoY		27.17%	9.52%	-5.00%	9.00%	5.00%	5.00%
单价 (元/双)	129	124	133	137	145	150	154
YoY		-3.88%	7.26%	3.00%	6.00%	3.00%	3.00%
其他客户收入 (百万元)	1667	1888	2070	992	1714	2997	4406
YoY		13.26%	9.64%	-52.08%	72.78%	74.85%	47.01%
销量 (万双)	1713	1836	2005	902	1444	2382	3335
YoY		7.18%	9.20%	-55.00%	60.00%	65.00%	40.00%
单价 (元/双)	97	103	103	110	119	126	132
YoY		6.19%	0.00%	7.00%	8.00%	6.00%	5.00%
毛利	2313.40	3000.05	3560.91	3457.34	4560.02	5671.19	7125.45
毛利率	23.11%	24.22%	23.48%	24.82%	25.83%	26.33%	27.50%
归母净利润	1106.30	1532.10	1821.09	1878.59	2585.12	3299.14	3963.34
YoY		38.49%	18.86%	3.16%	37.61%	27.62%	20.13%
净利率	11.09%	12.37%	12.01%	13.48%	14.65%	15.32%	15.30%

数据来源：招股说明书、开源证券研究所

公司以运动鞋代工业务为主，因此我们选取纺织服装行业同公司业务性质相近的三家上市公司作为可比公司：开润股份、丰泰企业、申洲国际。其中丰泰企业与华利集团均以运动鞋代工为主营业务；开润股份拥有 2B 业务板块，目前也通过不断并购慢慢切入服装代工赛道；申洲国际是服装行业知名代工企业，在主要客户方面同华利集团具有较高的相似性，三家公司均与华利集团具有可比性。

表5: 可比上市公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (人民币/新台币)		调整后 EPS (人民币/新台币)			PE (倍)				2021-2023CAGR (%)	PEG
		2021/4/29	2020A	2021E	2022E	2023E	202A	2021E	2022E	2023E		
300577.SZ	开润股份	23.0	0.32	0.93	1.27	1.68	71.9	24.8	18.1	13.7	73.80%	0.34
2313.HK	申洲国际	147.4	3.83	4.3	4.9	5.5	38.5	34.3	30.1	26.8	12.82%	2.67
9910.TW	丰泰企业	207.5	5.53	7.64	8.75	9.23	37.5	27.2	23.7	22.5	18.62%	1.46
300979.SZ	华利集团	94.0	1.61	2.22	2.83	3.40	58.4	42.4	33.3	27.7	28.30%	1.50
	可比平均						49.3	28.7	24.0	21.0	35.08%	1.49

数据来源：Wind、开源证券研究所（注：丰泰企业数据来源 Bloomberg 一致预期，开润股份、申洲国际盈利预测来源于开源证券研究所，市盈率均按 2021 年 4 月 29 日收盘价计算，2021 年 4 月 30 日汇率：港币/人民币=0.842；新台币/人民币=0.23）

2021 年可比公司平均 PEG 为 1.49 倍。考虑到华利集团赛道较为优质，并且在行业内具备一定研发以及成本优势，同时近年来业绩增长较快，预计未来 CAGR 为 28.3%，高速成长期有望享受一定的估值溢价。

7、风险提示

公司产能扩张不及预期,越南产能布局地生产要素价格上涨过快,美越间贸易政策波动风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6266	6510	12151	12584	19985
现金	1299	2438	5966	6019	11221
应收票据及应收账款	2231	1770	2887	2930	4153
其他应收款	32	44	91	41	122
预付账款	114	80	196	125	258
存货	2283	2088	2801	3267	4064
其他流动资产	307	90	210	202	167
非流动资产	3347	3229	3507	3811	4099
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2600	2508	2875	3173	3453
无形资产	182	200	199	196	192
其他非流动资产	565	520	432	441	454
资产总计	9613	9738	15657	16394	24084
流动负债	5435	3977	7203	4638	8363
短期借款	1552	1496	1080	1376	1317
应付票据及应付账款	1505	1317	2065	2036	2886
其他流动负债	2379	1163	4059	1226	4160
非流动负债	10	20	10	13	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	20	10	13	15
负债合计	5445	3997	7214	4652	8378
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1050	1050	1167	1167	1167
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158
留存收益	1354	3233	5818	9117	13080
归属母公司股东权益	4168	5741	8444	11743	15706
负债和股东权益	9613	9738	15657	16394	24084

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2288	2978	4660	561	6072
净利润	1821	1879	2585	3299	3963
折旧摊销	463	509	496	508	619
财务费用	117	61	24	-19	-76
投资损失	-75	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-165	414	1564	-3230	1565
其他经营现金流	128	118	-7	6	2
投资活动现金流	-1368	-836	-807	-823	-887
资本支出	1329	622	290	298	288
长期投资	-88	-227	0	0	0
其他投资现金流	-127	-441	-518	-525	-599
筹资活动现金流	-340	-1213	-324	315	17
短期借款	1359	-55	-416	296	-59
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	944	0	117	0	0
资本公积增加	-17	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2627	-1157	-24	19	76
现金净增加额	608	829	3529	53	5202

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15166	13931	17651	21537	25912
营业成本	11605	10474	13091	15866	18787
营业税金及附加	3	3	4	5	6
营业费用	229	196	353	409	466
管理费用	686	592	794	969	1166
研发费用	295	209	353	431	907
财务费用	117	61	24	-19	-76
资产减值损失	-103	-104	-132	-161	-193
其他收益	2	8	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	75	2	2	2	2
资产处置收益	-3	-1	-2	-2	-2
营业利润	2197	2305	3167	4041	4855
营业外收入	2	7	4	4	5
营业外支出	4	14	7	8	10
利润总额	2195	2299	3163	4037	4850
所得税	374	420	578	738	887
净利润	1821	1879	2585	3299	3963
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	1821	1879	2585	3299	3963
EBITDA	2713	2825	3611	4440	5292
EPS(元)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	-8.1	26.7	22.0	20.3
营业利润(%)	17.2	5.0	37.4	27.6	20.1
归属于母公司净利润(%)	18.9	3.2	37.6	27.6	20.1
获利能力					
毛利率(%)	23.5	24.8	25.8	26.3	27.5
净利率(%)	12.0	13.5	14.6	15.3	15.3
ROE(%)	43.7	32.7	31.0	28.4	25.4
ROIC(%)	32.6	26.2	27.1	24.7	22.6
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	41.0	46.1	28.4	34.8
净负债比率(%)	6.1	-16.4	-58.7	-39.9	-63.5
流动比率	1.2	1.6	1.7	2.7	2.4
速动比率	0.7	1.1	1.2	1.9	1.9
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	7.7	7.0	7.6	7.4	7.3
应付账款周转率	8.0	7.4	7.7	7.7	7.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.55	3.99	0.48	5.20
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.92	7.13	9.96	13.36
估值比率					
P/E	60.2	58.4	42.4	33.3	27.7
P/B	26.3	19.1	13.2	9.4	7.0
EV/EBITDA	40.5	38.5	29.0	23.7	18.9

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn