

2021年05月05日

# 中国制造，世界制造，运动鞋制造龙头持续成长

买入（首次）

证券分析师 吴劲草

执业证号：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证号：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

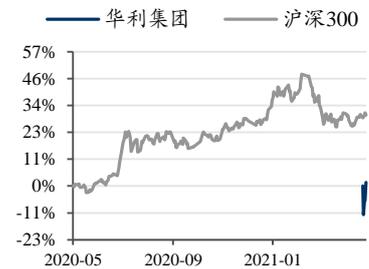
研究助理 谭志千

| 盈利预测与估值    | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）  | 13,931 | 17,840 | 21,936 | 24,745 |
| 同比（%）      | -8.1%  | 28.1%  | 23.0%  | 12.8%  |
| 归母净利润（百万元） | 1,879  | 2,571  | 3,307  | 3,861  |
| 同比（%）      | 3.2%   | 36.9%  | 28.6%  | 16.8%  |
| 每股收益（元/股）  | 1.61   | 2.20   | 2.83   | 3.31   |
| P/E（倍）     | 63.12  | 46.11  | 35.86  | 30.71  |

## 投资要点

- 头部运动品牌的运动鞋专业制造商，创始人家族行业经验和资源丰富：**公司是全球领先的运动鞋专业制造商，客户包括 NIKE, VF, Puma 等头部运动品牌，创始人张聪渊家族拥有超过 50 年的鞋业经验，公司现有超过 10 万员工，在中国、越南和多米尼加等有 21 家工厂，2019 年年产量超过 1.8 亿双，2020 年收入 139 亿元，扣非归母净利润 18.8 亿元。
- 深耕高景气度运动鞋履赛道，未来或持续受益于头部代工厂集中度的提升：**运动服饰和鞋履赛道景气度一直高于服装鞋履整体的景气度，下游高景气度有望持续带动了上游的订单生产，随着用户对于运动品牌的功能和时尚要求越来越细分，运动鞋履渗透率还将持续提高，未来 5 年全球运动鞋履市场规模有望保持 15%+ 的增速。且大品牌商与上游大的代工厂强强绑定，分工合作的代工模式越来越明显，上游制造业头部效应越发明显。公司作为头部的鞋履制造商，未来有望获得更多优质订单。
- 客户端：与头部运动品牌保持稳定的合作关系，客户壁垒高：**公司是全球知名运动品牌鞋履产品的主要供应商。2019 年 86.1% 的收入都来自前五大客户。前五大客户自身业绩的高增长也带动了公司订单收入的高增。同时大客户大订单规模化生产也给公司带来更高的毛利率（2020 年毛利率 24.8%）和更稳定的收入，这在疫情下尤为明显。未来公司也将积极拓展其他优质运动品牌，如 On Running, Asics 和 New Balance 等。
- 全球化产业链布局，各地充分发挥区位优势，组织架构效率高：**公司形成了“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，约 99% 的产能来自于越南，充分利用当地的低成本劳动力优势和政策税收优惠，形成了较为成熟的子公司管理模式，建立了较为完善的内部管理和控制体系。管理费用率持续改善，2020 年仅 4.2%。
- 自动化设备提升人效：**公司每年保持稳定的研发投入（约收入的 2%），不断更新自动化设备，降低人力需求，降低材料废弃率，提升效率，17-19 年，平均人效由 1153 双/人/天增长至 1378 双/人/天，CAGR 为 9.3%。
- 盈利预测与投资评级：**公司是运动鞋履代工的领先企业，有稳定的头部客户订单，客户资源壁垒深厚，未来或持续受益于代工行业集中度的提升；此外公司也在不断加深内功修炼，从组织架构，设备产线，劳动力资源等方面持续提升效率，提高盈利能力。我们预测公司 2021-2023 年将实现净利润 25.7/33.1/38.6 亿元，同比增速 36.9%/28.6%/16.8%，最新价对应 PE 分别为 46/36/31 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**劳动力成本上升，大客户订单减少，贸易摩擦和政治风险

## 股价走势



## 市场数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元)        | 101.60       |
| 一年最低/最高价      | 76.00/102.00 |
| 市净率(倍)        | 16.8         |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7821.54      |

## 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元)    | 6.04    |
| 资产负债率(%)    | 40.28   |
| 总股本(百万股)    | 1167.00 |
| 流通 A 股(百万股) | 76.98   |

## 相关研究

## 内容目录

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. 全球领先的运动鞋专业制造商</b>                | <b>5</b>  |
| 1.1. 创始人家族股比超过 85%，管理层经验丰富             | 7         |
| <b>2. 运动鞋履赛道景气度高，制造商集中度有望提高</b>        | <b>8</b>  |
| 2.1. 全球运动鞋履市场景气度高于传统纺织服装               | 9         |
| 2.2. 运动鞋履上游制造业头部效应明显，生产向东南亚转移          | 11        |
| 2.3. 同业对比：裕元集团收入利润行业领先，华利呈现高成长性        | 12        |
| <b>3. 公司运动休闲鞋贡献约八成收入，且保持强劲增长</b>       | <b>13</b> |
| 3.1. 分产品收入：运动休闲鞋占比约八成，主体地位持续加强         | 14        |
| 3.2. 产品销量：运动休闲鞋带动增长，公司整体规模居于行业前列       | 15        |
| 3.3. 产品单价：产品结构优化，高附加值产品销量上升，带动整体单价上涨   | 16        |
| 3.4. 产品单位成本：因人力成本上升和高价产品占比的提升，单位成本有所上升 | 18        |
| 3.5. 产品毛利率：整体毛利率水平保持稳定，运动休闲鞋毛利率水平最高    | 19        |
| 3.6. 产能：产能利用率较高，扩产能需求强烈                | 20        |
| 3.6.1. 公司产能利用率整体处于较高水平                 | 20        |
| 3.6.2. 本次募集的资金大部分用来扩产能                 | 20        |
| <b>4. 核心竞争力：绑定大客户，不断提升组织效率</b>         | <b>22</b> |
| 4.1. 客户端：不断深化与国际知名品牌的合作，巩固公司客户优势       | 22        |
| 4.2. 全球化产业链布局：各地充分发挥区位优势，组织架构效率高       | 24        |
| 4.3. 生产端：自动化设备提升生产效率                   | 27        |
| <b>5. 财务分析：收入利润稳定增长，费用率管控良好</b>        | <b>28</b> |
| <b>6. 盈利预测与投资建议</b>                    | <b>30</b> |
| 6.1. 盈利预测与假设                           | 30        |
| 6.2. 投资建议                              | 31        |
| <b>7. 风险提示</b>                         | <b>31</b> |

## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1: 公司 1995 年以来发展大事件.....                | 6  |
| 图 2: 营业收入增长较好.....                        | 6  |
| 图 3: 归母净利润持续增长.....                       | 6  |
| 图 4: 公司股权及控制关系 (IPO 之后) .....             | 7  |
| 图 5: 鞋履分类及运动鞋特点.....                      | 8  |
| 图 6: 鞋履制造业产业链.....                        | 9  |
| 图 7: 全球运动类产品的市场规模同比增速长期高于服装鞋履整体的规模增速..... | 9  |
| 图 8: 2016-2023 年全球鞋履市场规模及预测 .....         | 9  |
| 图 9: 2010-2025 年全球运动鞋履市场规模及预测 .....       | 10 |
| 图 10: Nike 历年制鞋厂数量.....                   | 12 |
| 图 11: Nike 前五大/四大供应商产品供应量占比.....          | 12 |
| 图 12: 2019 年各大洲鞋履产量占比.....                | 12 |
| 图 13: 2017-2019 年各国鞋履产量占比 .....           | 12 |
| 图 14: 主要鞋履制造商制鞋业务收入 (亿元) .....            | 13 |
| 图 15: 主要鞋履制造商制鞋业务收入增速.....                | 13 |
| 图 16: 公司各产品线收入规模 (亿元) .....               | 15 |
| 图 17: 公司各产品线收入同比增速.....                   | 15 |
| 图 18: 各品类产品收入占比.....                      | 15 |
| 图 19: 各品类产品销量 (百万双) .....                 | 16 |
| 图 20: 各品类产品及整体销量增速.....                   | 16 |
| 图 21: 主要鞋履制造商销量 (亿双) .....                | 16 |
| 图 22: 各品类产品单价 (元/双) .....                 | 17 |
| 图 23: 各品类产品及整体单价变化.....                   | 17 |
| 图 24: 主要鞋履制造商销售单价 (元/双) .....             | 18 |
| 图 25: 各品类产品单位成本 (元/双) .....               | 19 |
| 图 26: 各品类产品单位成本变化.....                    | 19 |
| 图 27: 各品类产品毛利率水平.....                     | 19 |
| 图 28: 主要产品的产量及增速.....                     | 20 |
| 图 29: 绝大多数产品依靠自产.....                     | 20 |
| 图 30: 公司产能及增速.....                        | 20 |
| 图 31: 产能利用率维持在较高水平.....                   | 20 |
| 图 32: 扩产项目投资占总募集资金的 47% .....             | 21 |
| 图 33: 2019-2023 年产能预计+30%.....            | 21 |
| 图 34: 公司主要客户合作历程.....                     | 22 |
| 图 35: 公司前五大客户订单收入情况 (亿元) .....            | 23 |
| 图 36: 公司前五大客户收入占比.....                    | 23 |
| 图 37: 前五大客户订单收入同比增速.....                  | 23 |
| 图 38: 来自前五大客户的收入增速超过总体.....               | 23 |
| 图 39: 前五大客户毛利率水平显著高于其他客户 .....            | 23 |
| 图 40: 品牌对首次合作的运动鞋履制造商的甄选标准.....           | 24 |
| 图 41: 各地区子公司/工厂主要职能及地区优势 .....            | 25 |
| 图 42: 主要生产基地位于越南.....                     | 25 |

|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 43: 公司全球据点分布.....                | 25 |
| 图 44: 越南及中国制造业就业人数 (百万人) .....     | 25 |
| 图 45: 东南亚国家制造业月平均工资 (美元/人/月) ..... | 25 |
| 图 46: 2019 年全球前十大鞋履进口国占比.....      | 26 |
| 图 47: 公司自动化设备.....                 | 27 |
| 图 48: 可比公司平均人效 (双/人/天) .....       | 28 |
| 图 49: 公司历年营业收入及增速.....             | 28 |
| 图 50: 公司历年规模净利润及增速.....            | 28 |
| 图 51: 可比公司毛利率.....                 | 29 |
| 图 52: 可比公司归母净利率.....               | 29 |
| 图 53: 公司 2019 年主营业务成本拆分.....       | 29 |
| 图 54: 可比公司销售费用率.....               | 30 |
| 图 55: 可比公司管理费用率.....               | 30 |
| 图 56: 可比公司应收账款周转天数 (天) .....       | 30 |
| 图 57: 可比公司存货周转天数 (天) .....         | 30 |
| 图 58: 2021-2023 公司收入预测 .....       | 31 |
| <br>                               |    |
| 表 1: 公司主要产品.....                   | 5  |
| 表 2: 公司主要客户概况.....                 | 5  |
| 表 3: 公司部分管理层概览.....                | 7  |
| 表 4: 国内部分体育运动相关支持政策.....           | 10 |
| 表 5: 运动鞋履行业经营模式及代表公司 .....         | 11 |
| 表 6: 主要鞋履制造商基本情况.....              | 13 |
| 表 7: 公司主要产品.....                   | 14 |
| 表 8: 募集资金用途.....                   | 21 |
| 表 9: 越南与中国鞋履出口至欧盟/美国采用的关税政策 .....  | 26 |
| 表 10: 越南外商投资的所得税优惠政策.....          | 26 |
| 表 11: 公司部分自动化技术使用情况.....           | 27 |
| 表 12: 可比公司估值表.....                 | 31 |

## 1. 全球领先的运动鞋专业制造商

全球领先的运动鞋专业制造商，与全球运动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。公司前身为中山华利企业有限公司，现有超过 10 万员工，在中国、越南和多米尼加有 21 家工厂，2019 年年产量超过 1.8 亿双。创始人张聪渊家族拥有超过 50 年的鞋业经验。公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，主要产品包括运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉鞋、拖鞋，是 NIKE、Converse、Vans、Puma、Columbia、UGG 等全球知名品牌鞋履产品的主要供应商。2020 年公司收入 139 亿元，归母净利润 18.8 亿元。

表 1: 公司主要产品

| 产品分类    | 产品功能、特点                             | 主要品牌代表                   | 主要消费者         | 工艺技术  | 产品图示  |
|---------|-------------------------------------|--------------------------|---------------|-------|---|
| 运动休闲鞋   | 强调功能、舒适度等，外形轻便。                     | Nike、Converse、Vans、Puma、 | 覆盖各个年龄段的男性、女性 | 冷粘、硫化 |    |
| 户外靴鞋    | 主要在登山、徒步或寒冷季节穿着，强调防水透气、保暖、防滑及对脚的保护。 | UGG、Columbia、Vans        | 户外运动男性、女性     | 冷粘    |   |
| 运动凉鞋/拖鞋 | 鞋底舒适度高、有弹性、防滑，逐渐成为一种时尚搭配。           | Teva、Nike、Puma           | 覆盖各年龄段的男性、女性  | 冷粘、硫化 |  |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 2: 公司主要客户概况

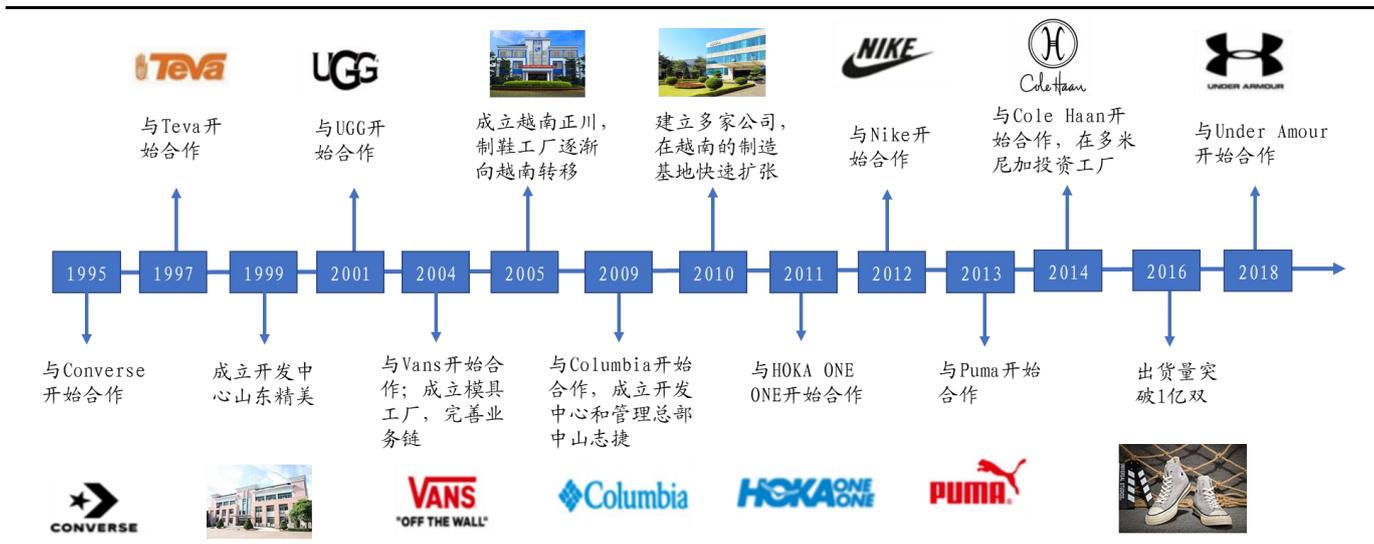
| 客户名称         | 服务品牌         | 品牌介绍                          |
|--------------|--------------|-------------------------------|
| Nike         | Nike         | 主要包括运动鞋类、运动服装、运动器材等           |
|              | Converse     | 帆布鞋品牌，定位复古、流行与环保              |
| VF           | Vans         | 定位极限运动潮牌，鞋类主要包括滑板鞋、帆布鞋        |
| Deckers      | UGG          | 专注高端时尚休闲生活方式的品牌，产品涉及鞋履、服饰、配饰等 |
|              | HOKA ONE ONE | 专注高端专业跑鞋                      |
|              | Teva         | 品牌定位世界户外运动专业人士                |
| Puma         | Puma         | 提供专业运动装备，涉及跑步、足球、高尔夫及赛车领域     |
| Columbia     | Columbia     | 包括休闲户外服装、户外鞋等                 |
| Under Armour | Under Armour | 定位高端和专业的运动装备                  |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司历史最早可追溯至 70 年代的“制鞋王国”台湾，发展至今已形成了稳定客户

**资源和产业链优势。**从上个世纪 70 年代以来，台湾作为亚洲四小龙之一，承接一批劳动密集型产业，素有“鞋业王国”之称，诞生了一批优秀的制鞋公司，包括裕元集团，丰泰企业，钰齐国际等。公司创始人也是从 70 年代末开设了第一家代工厂，不断发展过来。1995 年与 Converse 建立合作关系后，公司逐渐与各知名品牌展开合作，业务规模越来越大。同时鉴于越南丰富的低成本劳动力对劳动密集型的制鞋产业有较大的优势，公司于 2005 年确立了业务链转移策略，逐渐将制鞋工厂移向越南，2005 年成立了越南正川，2006 年成立越南邦威，2007 年成立越南上杰、越南跃升，2010 年在越南成立越南宏美等 5 家公司，迅速布局越南制造基地，产能持续扩张，目前公司在越南有 18 家公司，接近 99% 的产能均来自于越南。

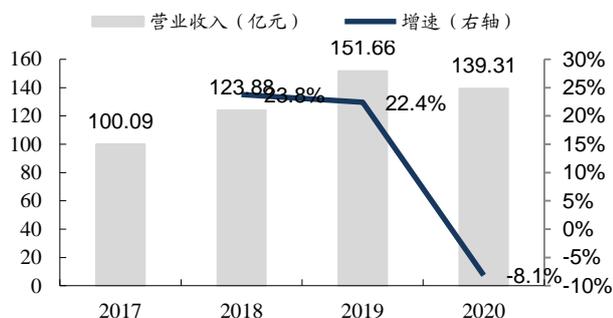
图 1: 公司 1995 年以来发展大事件



数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

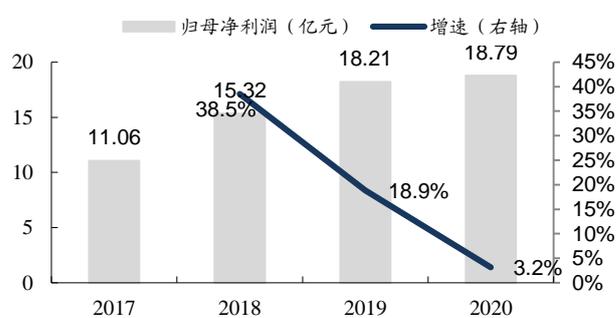
**营业收入增速稳定, 疫情下归母净利润仍为正增长。**公司营收于 2020 年达 139.31 亿元, 2018 至 2019 年均保持约 23% 的增长, 2020 年由于受到疫情影响同比下跌 8.1%。随着疫情影响淡去, 2021 年营收有望回升。公司归母净利润于 2020 年达到 18.79 亿元, 同比增长 3.2%。2018 和 2019 年归母净利润增速分别为 38.5% 和 18.9%, 受到疫情影响 2020 年增速放缓, 但仍为正增长。

图 2: 营业收入增长较好



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 3: 归母净利润持续增长

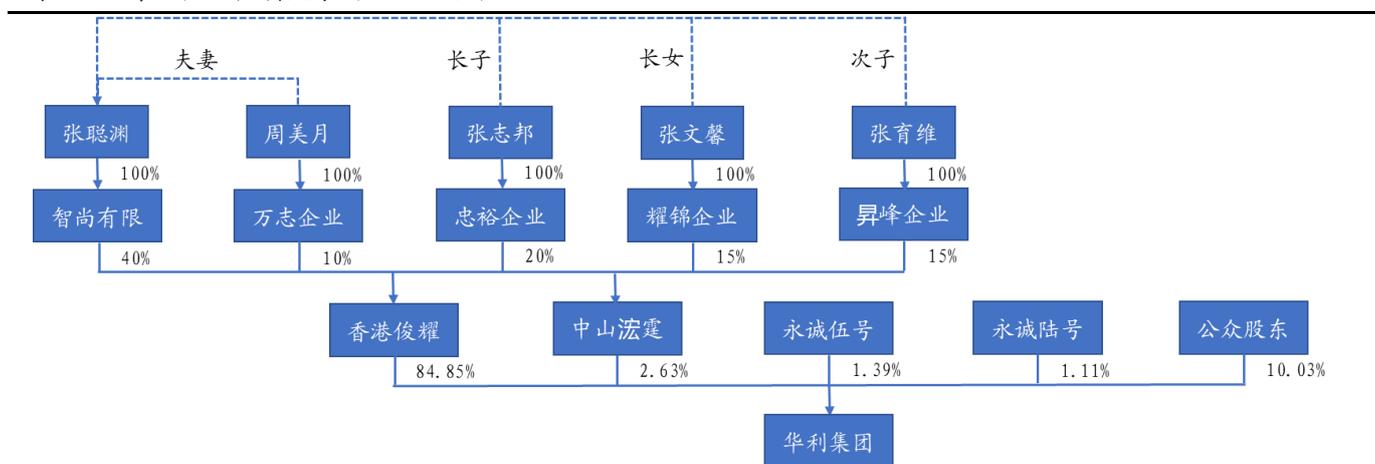


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 1.1. 创始人家族股比超过 85%，管理层经验丰富

实际控制人张聪渊家族持股 87.48%，股权结构清晰且集中，管理层经验丰富。公司实际控制人为张聪渊家族，家族成员包括张聪渊、周美月、张志邦、张文馨、张育维，其中张聪渊、周美月为夫妇，张志邦、张文馨、张育维分别为张聪渊、周美月的长子、长女、次子。本次发行后，张聪渊家族五人通过对智尚有限、万志企业、忠裕企业、耀锦企业和昇峰企业全资控股，对公司持股 87.48%，公众股东持股 10.03%，股权结构清晰而集中。实际控制人张聪渊家族 50 余年来一直致力于鞋履的开发与制造，经验丰富，对行业有深刻的理解，构建了成熟的业务体系。

图 4: 公司股权及控制关系 (IPO 之后)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

表 3: 公司部分管理层概览

| 姓名  | 职位        | 出生年份 | 学历   | 简历   |
|-----|-----------|------|------|--|
| 张聪渊 | 董事长       | 1948 | 专科   | 有超过 50 年鞋履制造经验，曾担任台湾景新鞋业有限公司总经理、广州番禺兴泰鞋业有限公司总经理。1990 年至 2014 年任职于新津集团，历任新津集团董事总经理、集团副主席、集团主席、业务总裁等职务。1999 年起至 2019 年曾任中山精美总经理、董事长。 |
| 张志邦 | 副董事长、执行长  | 1974 | EMBA | 曾担任中山精美品牌开发副理、福清宏太鞋业有限公司协理、副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，历任副总经理、总经理、执行长等职务。   |
| 徐敬宗 | 副董事长、副总经理 | 1976 | 本科   | 曾任广州番禺兴泰鞋业有限公司开发部开发主管、福建威霖副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。  |
| 刘淑娟 | 董事、总经理    | 1972 | 本科   | 曾担任清禄鞋业有限公司开发业务经理，2009 年至 2015 年任匡威运动用品有限公司全球开发业务资深总监。2015 年加入中  |

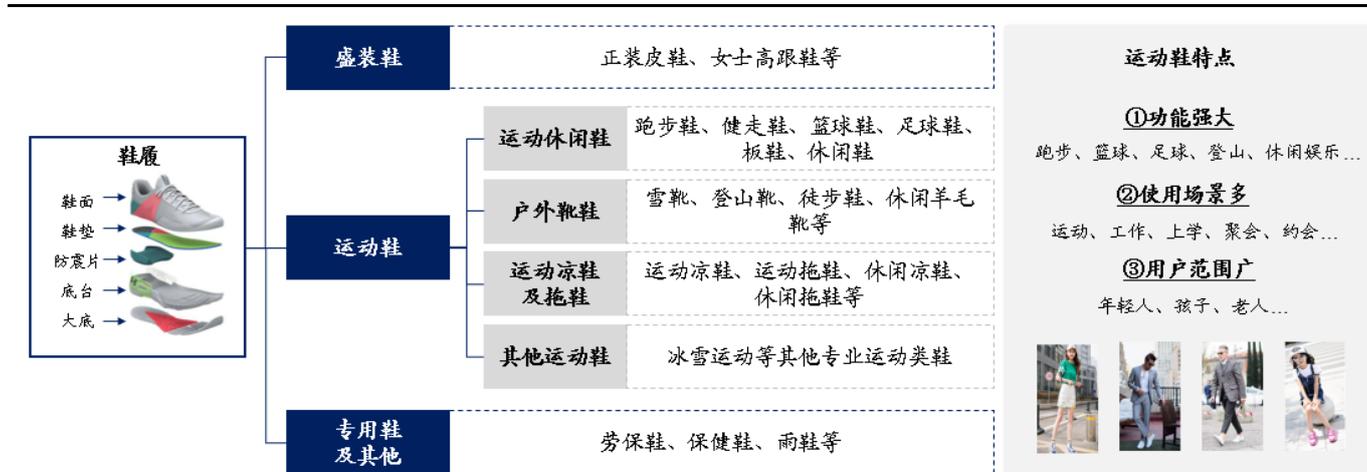
|     |         |      |    |  |
|-----|---------|------|----|--|
| 张文馨 | 董事、副总经理 | 1977 | 本科 | 山志捷，任中山志捷总经理。<br>曾担任福清宏太鞋业有限公司副总经理等职务。2009年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。                   |
| 张育维 | 董事、副总经理 | 1979 | 本科 | 曾任福清宏太鞋业有限公司管理处副总经理、福建威霖副总经理等职务。2009年加入中山志捷，历任中山志捷总管理处特别助理、生产部副总经理、采购部副总经理等职务。 |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2. 运动鞋履赛道景气度高，制造商集中度有望提高

鞋履产品种类多样，其中运动鞋具备功能强大、使用场景多且用户范围广的特点。鞋履一般由鞋面、防震片（可没有）鞋垫、底台、大底构成，分为盛装鞋、运动鞋及专用鞋等，其中运动鞋又可分为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋及拖鞋、其他专业运动类鞋等。传统运动鞋根据其应用的场景不同，而采用符合各运动特点的设计，如减震、防滑、高弹等，而后为迎合消费者喜好，运动鞋增加了功能性、舒适性及时尚性。如今的运动鞋功能强大，适用于运动、工作、上学等多个场景，且用户涵盖各年龄段人群。

图 5：鞋履分类及运动鞋特点



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

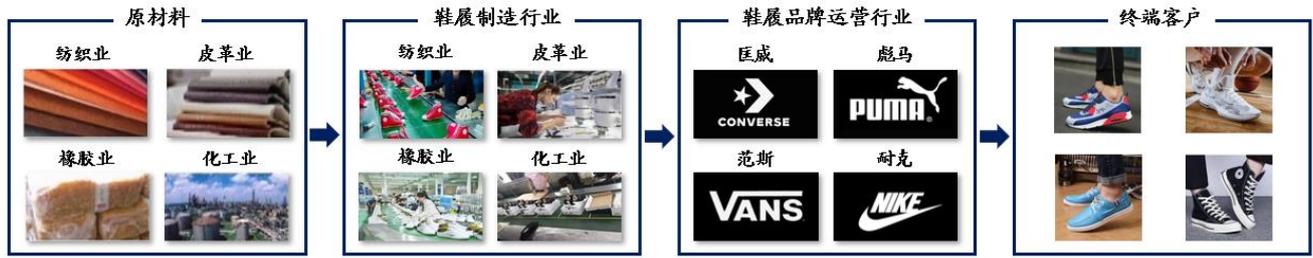
公司处于鞋履制造业中游，与上下游关系紧密。具体表现在：

1) **上游**：主要为纺织布料、皮料、橡胶等生产厂商，其技术水平、供给能力、价格波动均会对于制鞋行业产生影响，而在这方面，中国是全球最大的棉纱和化纤生产国，产能供给充足，东亚及东南亚地区制革工业发展迅猛，皮料价格整体呈下降趋势，泰国、越南、中国等国作为橡胶的主要产区，近年来价格较为稳定。

2) **下游**：主要为运动鞋履品牌运营商及终端客户，最终客户对于产品的购买意愿及产品要求直接影响着鞋履制造商，近年来为满足消费者对于鞋履功能、美观、舒适度

等方面的要求，运动鞋履商不断加大研发投入，加快产品更新换代的步伐。

图 6：鞋履制造业产业链



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2.1. 全球运动鞋履市场景气度高于传统纺织服装

长期以来，运动服饰和运动鞋赛道的景气度都一直高于服装鞋履整体的景气度，下游高景气度也带动了上游的订单生产。

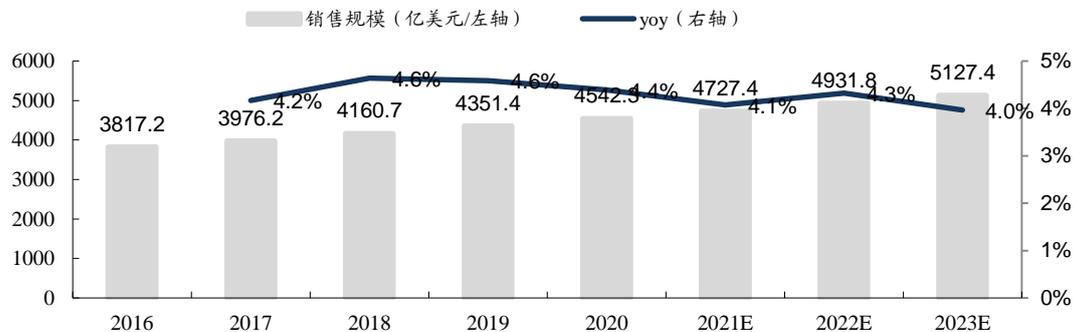
图 7：全球运动类产品的市场规模同比增速长期高于服装鞋履整体的规模增速



数据来源：欧睿，东吴证券研究所

全球鞋履市场长期维持稳健增长，增长率稳定在 4% 以上。2016-2020 年，全球鞋履市场规模由 3817.2 亿美元增长至 4542.3 亿美元，增长率稳定在 4% 以上，根据 Statista 预测，预计未来全球鞋履市场销售规模将保持稳健增长，2023 年将达到 5127.4 亿美元。

图 8：2016-2023 年全球鞋履市场规模及预测



数据来源：招股说明书，Statista，东吴证券研究所

全球运动鞋履市场保持强劲增长，2025 年市场规模有望达到 3791 亿美元。运动鞋履市场作为鞋履市场中增长最为强劲的分支之一，其市场规模由 2010 年的 678 亿美元增长至 2018 年的 1465 亿美元，CAGR 为 10.1%，根据前瞻产业研究院预测，2020 年受新冠疫情影响，市场规模预计同比小幅下降 4.6%，2021 年起运动鞋履市场规模有望恢复高速增长，21-25 年 CAGR 保持在 14% 以上，2025 年全球运动鞋履市场规模预计将达到 3791 亿美元。

图 9: 2010-2025 年全球运动鞋履市场规模及预测



数据来源：招股说明书，Grand View Research，前瞻产业研究院，东吴证券研究所

鞋履及运动鞋的市场规模增长受以下因素驱动：

**驱动力一：用户选择更加细分，运动鞋应用场景更加广泛带动运动鞋履渗透率提高。**一方面，随着体育产业的发展，除传统的篮球、足球等运动，户外运动、极限运动等新兴运动受到了人们的关注和喜爱，相应地推动了有关运动鞋履的发展，同时运动鞋用户画像的细分，也催生了更加有针对性的鞋履设计，如初学者、进阶者、训练用、比赛用等细分品类；另一方面，传统运动鞋向运动休闲鞋的创新增加了运动鞋履的使用场景和使用频率，从而扩大了其消费市场。

**驱动力二：各国对体育运动的政策支持及人们运动消费观念的增强提升运动消费支出。**世界主要国家均对于体育运动颁布了相应的支持政策：1) 中国：近十年来发布了《全民健身计划》、《体育产业发展“十三五”规划》等一系列政策文件，把全面健身上升为国家战略，促进体育消费及体育产业发展；2) 美国：20 世纪 70 年代至今，制定了很多国民健康促进政策，如 1980 年起每十年颁布一次的《健康公民》系列，2015 年颁布的《全民健身计划》等均鼓励国民积极参加体育锻炼。得益于各国政策的支持，人们运动观念有所加强，带动了体育产业的扩大。

表 4: 国内部分体育运动相关支持政策

| 国家 | 颁布时间   | 政策                | 内容   |
|----|--------|-------------------|--|
| 中国 | 2014.1 | 《关于加快发展体育产业促进体育消费 | 该意见把全面健身上升为国家战略，部署积极扩大体育产品和服务供给，推动体育产业成为经济转型升级的重要力量，力争到 2025 |

|    |         |                               |   |
|----|---------|-------------------------------|---|
|    |         | 费的若干意见》                       | 年，体育产业总规模超过 5 万亿元。  |
| 中国 | 2016.06 | 《全民健身计划（2016-2020 年）》         | 到 2020 年，每周参加一次及以上的体育锻炼人数达到 7 亿、经常参加体育锻炼的人数达到 4.35 亿、体育消费总规模达到 1.5 万亿。提出要不断提升体育产业规模、质量及体育消费水平。到 2020 年，全国体育产业总规模超过 3 万亿元，体育产业增加值的年均增长速度明显快于同期经济增长速度，在国内生产总值中的比重达到 1%，体育服务业增加值占比超过 30%。体育消费额占人均居民可支配收入比例超过 2.5%。 |
| 中国 | 2016.07 | 《体育产业发展“十三五”规划》               |   |
| 中国 | 2019.01 | 《进一步促进体育消费的行动计划（2019—2020 年）》 | 提出了到 2020 年中国体育消费规模要达到 1.5 万亿元的目标。  |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

## 2.2. 运动鞋履上游制造业头部效应明显，生产向东南亚转移

多数全球知名运动鞋履企业均采用品牌运营与制造分离模式。运动鞋履行业的经营模式包括品牌运营与制造分离模式及品牌运营与制造一体模式，其中前者最为常见，所涉及的运动鞋履品牌包括 Nike、Adidas 等大多数全球知名运动鞋履品牌，运动鞋履制造商包括华利集团、裕元集团、丰泰企业等。而万里马、贵人鸟等公司采用品牌运营与制造一体化模式，安踏体育、特步等则同时采用上述两种模式，但近年来这些品牌的自产比例也在降低，与上游大厂商分工合作或成为未来发展大趋势。

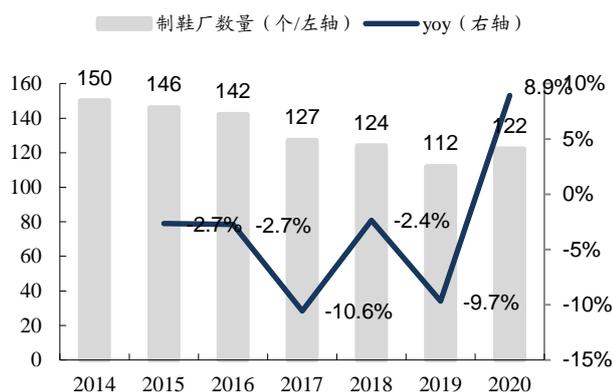
表 5: 运动鞋履行业经营模式及代表公司

| 经营模式        | 代表公司   |
|-------------|--|
| 品牌运营与制造分离模式 | 运动鞋履品牌: Nike、Adidas、VF、Under Armour、Puma、Columbia、Deckers 等<br>运动鞋履制造商: 华利集团、裕元集团、丰泰企业 |
| 品牌运营与制造一体模式 | 万里马、贵人鸟（少部分外包生产）等  |
| 两者均有        | 安踏体育、特步等   |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

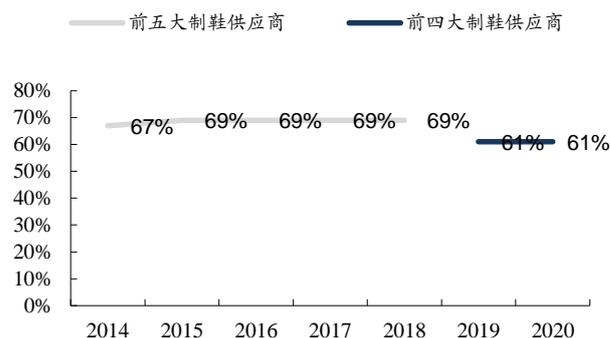
全球知名运动鞋履品牌存在精简供应商的趋势，大型专业运动鞋履制造企业市场份额有望进一步提高。全球知名运动鞋履品牌对于制造商的生产能力、开发能力等各方面往往有着严苛的要求，而小的运动鞋履制造企业通常只能提供简单的代工业务，不具备自主开发能力，且在产品质量及交货时间等方面没有良好的保障，所以近年来知名品牌普遍存在精简供应商的趋势，更倾向与大型制造商合作。以 Nike 为例，与其合作的制鞋厂数量逐年减少。

图 10: Nike 历年制鞋厂数量



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

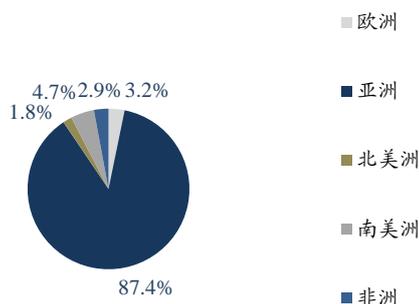
图 11: Nike 前五大/四大供应商产品供应量占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

鞋履制造业存在不断向东南亚地区转移的趋势。亚洲地区目前是鞋履产量最多的大洲，2019 年占比高达 87.4%。分国家来看，2017-2019 年鞋履产量最多的五个国家分别是中国、印度、越南、印度尼西亚和巴西，其中位于东南亚和南亚的三个国家（即印度、越南和印度尼西亚）产量占比存在提升的趋势，而中国则逐年递减。

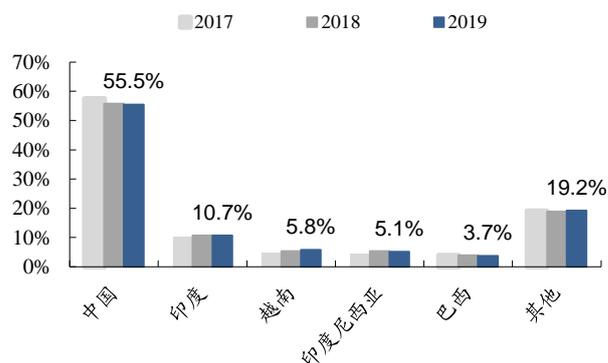
图 12: 2019 年各大洲鞋履产量占比



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

注：2019 年澳洲鞋履产量占比为 0%

图 13: 2017-2019 年各国鞋履产量占比



数据来源：中商情报网，东吴证券研究所

### 2.3. 同业对比：裕元集团收入利润行业领先，华利呈现高成长性

国际鞋履制造企业主要有华利集团、裕元集团、钰齐国际及丰泰企业。具体来看：

- 1) **华利集团**：成立于 2004 年，2021 年于创业板上市，主要产品包括运动休闲鞋、户外鞋和运动凉鞋，与国际头部运动鞋履品牌商 Nike、Puma 等均有合作；
- 2) **裕元集团**：成立于 1988 年，1992 年于香港上市，是全球最大的运动鞋制造商，主要生产 Adidas、Nike 等品牌运动鞋；
- 3) **钰齐国际**：成立于 1995 年，2012 年于台湾上市，主要生产户外鞋，与众多户外运动鞋服品牌商建立合作；
- 4) **丰泰企业**：1971 年成立，1992 年于台湾上市，主要生产运动鞋，是 Nike 的主要供应商，合作时间超过 40 年。

表 6: 主要鞋履制造商基本情况

| 公司   | 历史沿革                                 | 主要产品             | 主要客户 (品牌)   | 工厂分布                 |
|------|--------------------------------------|------------------|---|----------------------|
| 华利集团 | 成立于 2004 年, 2021 年于创业板上市             | 运动鞋、休闲鞋/户外鞋和运动凉鞋 | Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKAONEONE 等                | 越南、中国、多米尼加、缅甸等       |
| 裕元集团 | 成立于 1988 年, 1992 年于香港上市, 全球最大的运动鞋制造商 | 运动鞋、休闲鞋/户外鞋和运动凉鞋 | Adidas、Asics、Converse、New Balance、Nike、Puma、Reebok、Salomon 及 Timberland 等     | 越南、印尼、中国、柬埔寨、孟加拉、缅甸等 |
| 钰齐国际 | 成立于 1971 年, 1992 年于台湾上市              | 运动鞋              | The North Face、DKL (迪卡侬)、Meindl、Salewa、LaSportiva、Vans、Under Armour、Merrell 等 | 中国、越南、柬埔寨            |
| 丰泰企业 | 成立于 1995 年, 2012 年于台湾上市              | 户外鞋、运动鞋和其他       | Nike 等  | 越南、印度、印尼、中国等         |

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

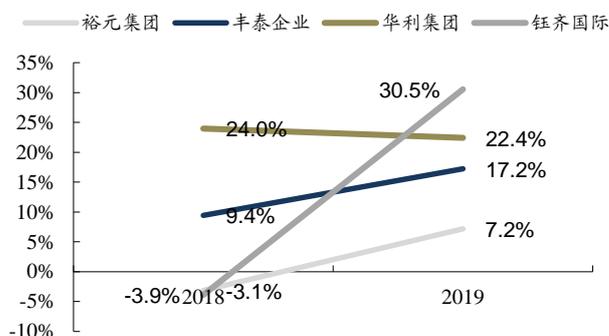
裕元集团收入规模领先, 华利增速稳健。裕元集团收入明显高于其他企业, 稳定在 350-400 亿元之间, 丰泰企业与华利集团的收入规模较为接近, 在 100-160 亿元之间, 钰齐国际则规模偏小, 不足 30 亿元。18、19 年华利均保持着 20% 以上的收入增速, 明显高于其他企业, 呈现了良好的成长性。

图 14: 主要鞋履制造商制鞋业务收入 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 15: 主要鞋履制造商制鞋业务收入增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 3. 公司运动休闲鞋贡献约八成收入, 且保持强劲增长

公司主要产品包括运动休闲鞋, 户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋三大类, 其中运动休闲鞋又可分为运动类和休闲类。公司自创立以来, 一直致力于鞋履的开发设计、生产与销售, 产品可以按照使用场景和功能分为三大类, 一是以 Nike、Converse、Vans、Puma、

Under Armour 为代表的运动休闲鞋，二是以 UGG、Columbia、Vans 为代表的户外靴鞋，三是以 Teva、Nike、Puma 为代表的运动凉鞋/拖鞋。

表 7: 公司主要产品

| 产品分类    | 产品功能、特点                                       | 主要品牌代表  | 主要消费者         | 工艺技术  | 产品图示  |
|---------|---|---|---------------|-------|---|
| 运动休闲鞋   | 根据消费者参加运动或休闲的特点设计制造的鞋履，强调功能、舒适度等，外形轻便。        | Nike、Converse、Vans、Puma、Under Armour、HOKA ONE ONE | 覆盖各个年龄段的男性、女性 | 冷粘、硫化 |  |
| 户外靴鞋    | 主要是消费者在登山、徒步或寒冷季节穿着，外形较粗犷，强调防水透气、保暖、防滑及对脚的保护。 | UGG、Columbia、Vans                                 | 户外运动男性、女性     | 冷粘    |  |
| 运动凉鞋/拖鞋 | 鞋底舒适度高、有弹性、防滑，也逐渐成为一种时尚搭配。                    | Teva、Nike、Puma                                    | 覆盖各个年龄段的男性、女性 | 冷粘、硫化 |  |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 3.1. 分产品收入：运动休闲鞋占比约八成，主体地位持续加强

运动休闲鞋贡献主要收入，2019 年收入占比达到 79%，2020H1 收入占比达到 83%，且近 3 年均保持 30%+ 的强劲增速，主体地位持续加强。户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他占比分别从 2017 年的 19%/9% 下降至 2019 年的 14%/8%。

(1)运动休闲鞋：运动休闲鞋被进一步细分为运动类和休闲类两类，收入贡献以运动类为主。2017-2019 年，运动类鞋履的销售收入分别为 62.5/81.3/108.5 亿元，2018/2019 年的增速分别为 30%/34%，收入快速增长的主要驱动力是公司与 Nike、Puma、Under Armour 等头部运动品牌的合作加深，客户经营业绩的快速增长带动了企业运动休闲鞋品类收入的增长。休闲类鞋履的销售收入分别为 9.2/10.6/9.9 亿元，增速分别为 14%/6%，2019 年收入略有回落的主要原因是公司产能向运动类产品倾斜，Toms、Clarks、Timberland 等休闲类运动品牌的销量有所降低。

(2)户外靴鞋：2017-2019 年户外靴鞋的销售收入分别为 18.7/19.9/20.5 亿元，2018/2019 年的增速分别为 6%/3%，增速比较缓慢的原因是受到了公司户外靴鞋的产能限制。

(3)运动凉鞋/拖鞋及其他：2017-2019 年，该品类的销售收入分别为 9.3/11.9/12.4 亿元，2018/2019 年的增速分别为 27%/4%。2018 年增幅较大的主要原因是公司与 Nike、UGG、Columbia 等品牌客户拓宽产品线合作，从而促进了运动凉鞋/拖鞋的销售。

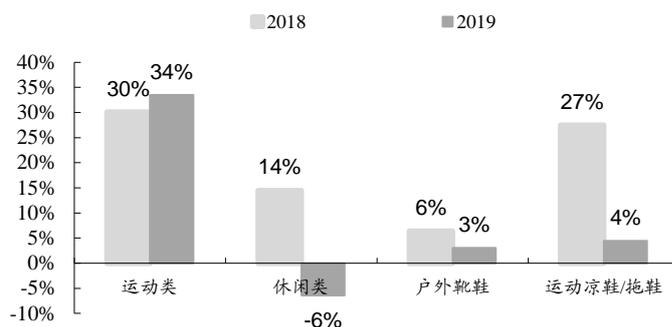
图 16: 公司各产品线收入规模 (亿元)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

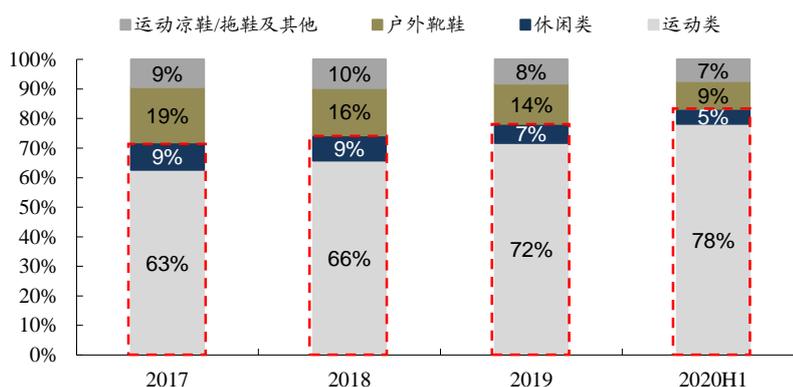
注: 运动休闲鞋被细分为运动类和休闲类两类

图 17: 公司各产品线收入同比增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 18: 各品类产品收入占比



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 3.2. 产品销量: 运动休闲鞋带动增长, 公司整体规模居于行业前列

2018/2019 年的销量增速分别为 27%/13%。其中运动类鞋履贡献最大且增长动力十足, 分品类来看:

(1) **运动休闲鞋:** 运动类鞋履 2017-2019 年的销量分别为 94.7/123.2/149.3 百万双, 2018/2019 年的销量增速比其他品类更快, 分别为 30%/21%, 主要得益于公司深度合作头部运动品牌, 订单量增加。休闲类鞋履 2017-2019 年的销量分别为 10.8/11.2/9.3 百万双, 2018/2019 年的销量增速分别为 4%/-17%, 2019 年销量下降的主要原因是产能向运动类倾斜, Toms、Clarks、Timberland 等休闲类运动品牌的销量减少。

(2) **户外靴鞋:** 户外靴鞋 2017-2019 年的销量分别为 11.2/12.8/12.7 百万双, 2018/2019 年的销量增速分别为 14%/-1%。2019 年销量基本与上一年持平的主要原因是

户外靴鞋的鞋型和生产工艺较为复杂，受制于工艺和产能限制，生产批量较小。

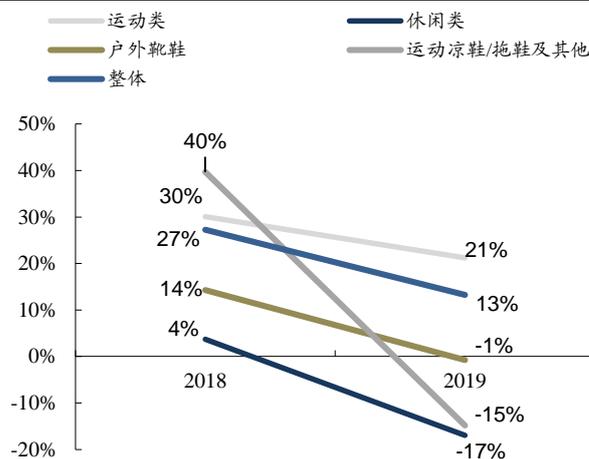
**(3) 运动凉鞋/拖鞋及其他：**运动凉鞋/拖鞋及其他 2017-2019 年的销量分别为 11.6/16.2/13.8 百万双，2018/2019 年的销量增速分别为 40%/-15%。2018 年得益于与 Nike、UGG、Columbia 等品牌拓宽产品线合作，销量大幅上涨 40%，但由于各品牌订单的产品差异化较大，因此销量波动性相对较高。

图 19: 各品类产品销量 (百万双)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

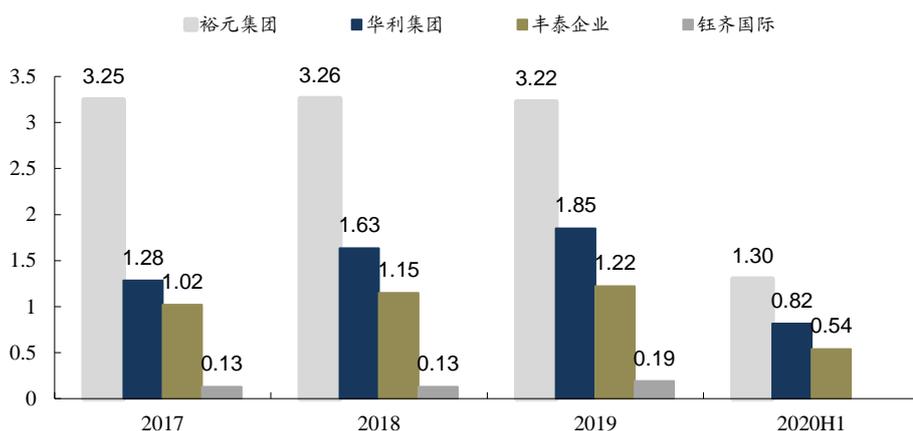
图 20: 各品类产品及整体销量增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

对比同业，华利销量规模和增速均属于行业领先。从销量上来看，2017-2019 年，裕元集团规模较大，稳定在 3.2 亿双以上；华利集团销量逐年上升，增长速度高于行业平均水平，仅次于裕元集团，逐步拉开与丰泰的领先优势。

图 21: 主要鞋履制造商销量 (亿双)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 3.3. 产品单价：产品结构优化，高附加值产品销量上升，带动整体单价上涨

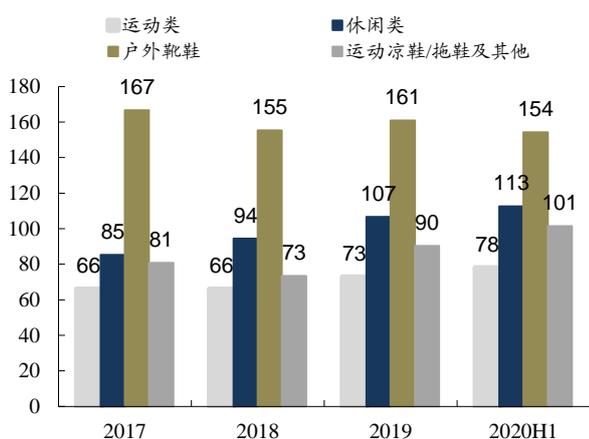
由于生产工艺复杂程度和生产成本的差别，不同品类的产品单价有所不同，单价由高到低依次为：户外靴鞋、休闲类、运动凉鞋/拖鞋及其他、运动类。整体而言，2019 和 2020H1 产品的单价有上涨的趋势，单价分别提高 8%/4%。分品类来看：

**(1) 运动休闲鞋：**运动类 2017-2020H1 的单价分别为 66/66/73/78 元，2018-2019 价格分别增长 0%/10%。2019 年单价提高较为明显，主要原因是公司与客户合作推出产品的平均单价有所提高，以及 HOKA ONE ONE、Under Armour、UGG 等单价较高品牌的订单增长较快。休闲类 2017-2020H1 的单价分别为 85/94/107/113 元，2018-2019 价格分别增长 11%/13%，增长较快的主要原因是 Cole Haan、UGG 等单价较高品牌的销售占比进一步提高。

**(2) 户外靴鞋：**户外靴鞋 2017-2020H1 的单价分别为 167/155/161/154 元，2018-2019 单价的增速分别为-7%/4%，价格波动主要受到客户订单产品定位和定价的影响。

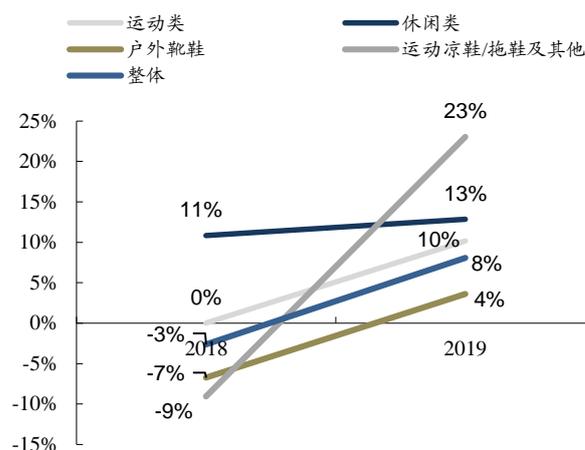
**(3) 运动凉鞋/拖鞋及其他：**运动凉鞋/拖鞋及其他 2017-2020H1 的单价分别为 81/73/90/101 元，2018-2019 单价的增速分别为-9%/23%，波动的主要原因是不同订单产品差异化较大。

图 22：各品类产品单价（元/双）



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

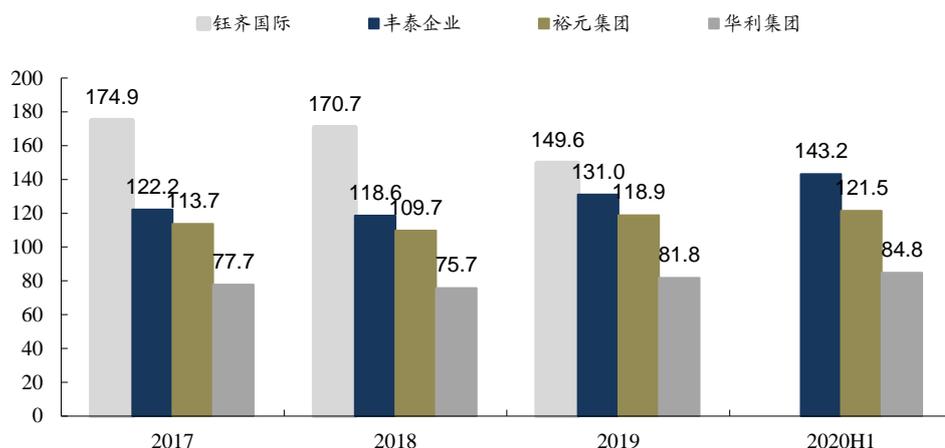
图 23：各品类产品及整体单价变化



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

对比同业，受产品结构影响，华利整体售价处于较低水平，但提价趋势明显。在同业可比公司中，华利的产品销售单价较低，主要受到产品结构的影响，华利集团提供的产品更多偏运动休闲类，如其对于 Nike 集团旗下的 Converse 品牌的销售额占向 Nike 总销售额的比重在 70%左右，使得华利集团整体销售单价相对偏低，但整体来看存在上涨趋势。相比之下，钰齐国际所生产的户外鞋对材料要求更高且工艺更为复杂，销售单价相对偏高；丰泰企业与主要客户 Nike 合作 40 余年，为其提供多系列产品，其中包括专业运动系列等定价偏高的产品，故单价偏高。

图 24: 主要鞋履制造商销售单价 (元/双)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 3.4. 产品单位成本: 因人力成本上升和高价产品占比的提升, 单位成本有所上升

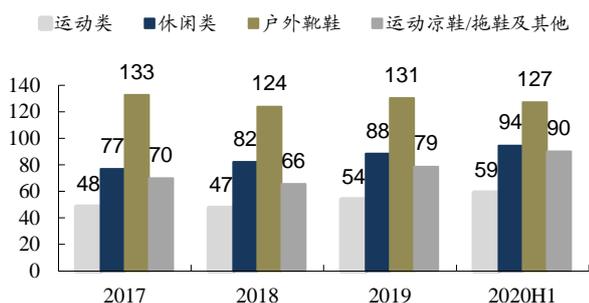
各品类产品的单位成本由高到低依次为户外靴鞋、休闲类、运动凉鞋/拖鞋及其他、运动类。整体而言, 由于设备投入和人力投入不断增多, 产品的单位成本有所上涨, 不同品类由于生产工艺的差别, 投入不同因此单位成本上涨的幅度也有所不同。分品类来看:

**(1) 运动休闲鞋:** 运动类鞋履 2017-2020H1 的单位成本分别为 48/47/54/59 元, 2018-2019 的单位成本增长分别为-2%/14%, 2018 年单位成本略有下降得益于生产规模效应降低了人工成本和制造费用, 2019 年上升较大的原因是由于高单价产品的订单增加导致原材料费用和高难度工艺设备的固定资产投资上涨, 2020H1 受疫情影响, 人均产量下降且固定开支增大导致单位成本上升。休闲类鞋履 2017-2020H1 的单位成本分别为 77/82/88/94 元, 2018-2019 的单位成本增长分别为 7%/8%。单位成本逐年上涨的原因是 Cole Haan、UGG 等高单价品牌的订单增多, 导致原材料成本上升。

**(2) 户外靴鞋:** 户外靴鞋 2017-2020H1 的单位成本分别为 133/124/131/127 元, 2018-2019 的单位成本变化分别为-7%/5%, 波动的主要原因是不同价格品牌订单数量的变化。

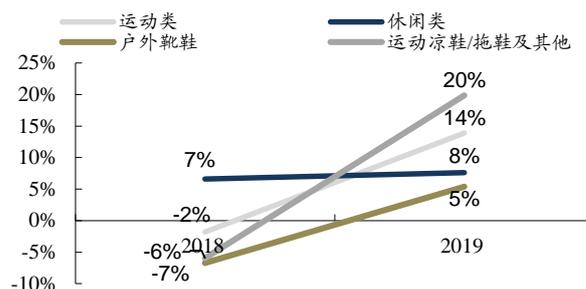
**(3) 运动凉鞋/拖鞋及其他:** 运动凉鞋/拖鞋及其他 2017-2020H1 的单位成本分别为 70/66/79/90 元, 2018-2019 的单位成本变化分别为-6%/20%, 波动较大的原因是不同品牌产品的差异化导致直接材料成本波动较大。

图 25: 各品类产品单位成本 (元/双)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 26: 各品类产品单位成本变化



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 3.5. 产品毛利率: 整体毛利率水平保持稳定, 运动休闲鞋毛利率水平最高

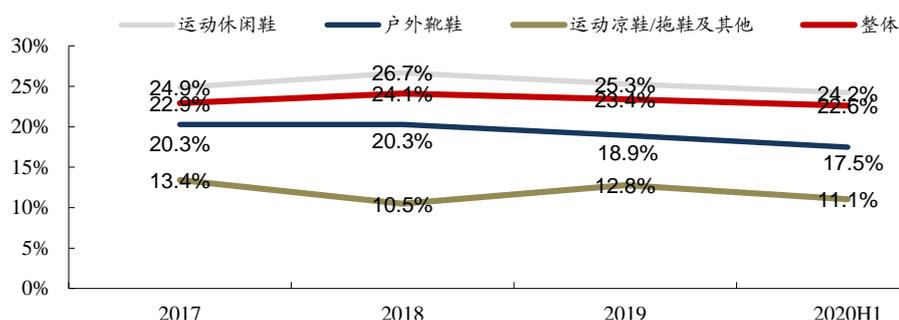
主营业务整体的毛利率水平在 2017-2020H1 分别为 22.9%/24.1%/23.4%/22.6%，基本上保持稳定，2020H1 受疫情影响略有下滑。其中运动休闲鞋毛利率最高，为主要的盈利板块，户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋等大多因为工艺因素和规模因素，规模化生产程度相对运动休闲类较低，压低了毛利率。具体分品类来看：

(1) **运动休闲鞋**：运动休闲鞋的毛利率水平在 2017-2020H1 分别为 24.9%/26.7%/25.3%/24.2%，在三大品类中是最高的，是主要的盈利增长点。2018 年得益于产品结构优化和规模效应，运动休闲鞋毛利率上涨了 1.8pct，带动整体毛利率上涨 1.2pct。

(2) **户外靴鞋**：户外靴鞋的毛利率水平在 2017-2020H1 分别为 20.3%/20.3%/18.9%/17.5%，基本保持稳定但略有降低。户外靴鞋毛利率低于运动休闲鞋的主要原因是生产工艺的复杂程度更高且无法大批量规模化生产，导致单位生产成本较高，压低毛利率。

(3) **运动凉鞋/拖鞋及其他**：运动凉鞋/拖鞋及其他的毛利率水平在 2017-2020H1 分别为 13.4%/10.5%/12.8%/11.1%。毛利率在三个品类中最低，主要原因是生产规模较小且工艺简单，产品附加值相对较低，无法获取高毛利。

图 27: 各品类产品毛利率水平



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

### 3.6. 产能：产能利用率较高，扩产能需求强烈

#### 3.6.1. 公司产能利用率整体处于较高水平

公司产品持续提升。2017-2019年，公司产量分别为1.28/1.67/1.87亿双，绝大多数的鞋子是由公司自行生产，每年仅有不到3%的产品依靠外协生产。

图 28: 主要产品的产量及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 29: 绝大多数产品依靠自产



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

公司产能持续扩张，产能利用率维持在较高水平。随着公司生产规模的扩张和设备投入增加，工厂产能不断得到提升，2017-2019年公司的总产能分别为1.4/1.8/1.9亿双鞋，2018/2019年产能增速分别为26%/11%。疫情之前公司的产能利用率均维持在较高水平，2017-2019年公司的产能利用率分别为90.2%/94.9%/95.3%，产能接近饱和。同时现有产能需得到进一步扩充，才能满足日益增长的客户需求。

图 30: 公司产能及增速



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

图 31: 产能利用率维持在较高水平



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

#### 3.6.2. 本次募集的资金大部分用来扩产能

公司本次拟募集资金投资额为38.4亿元，用于生产基地扩建的资金占比达47%。公司拟公开发行股份数量不超过11700万股，占发行后总股本的比例不低于10%。资金主要用于6个项目，越南鞋履生产基地扩产建设项目、缅甸世川鞋履生产基地建设项目、中山腾星年产3500万双编织鞋面扩产项目、华利股份鞋履开发设计中心及总部大楼建设项目、华利股份运营信息系统升级建设项目和补充流动资金用途，其中47%的募集资

金将用于扩产项目。完全达产后预计合计新增产能 0.58 亿双鞋, 新增年收入 37.77 亿元。

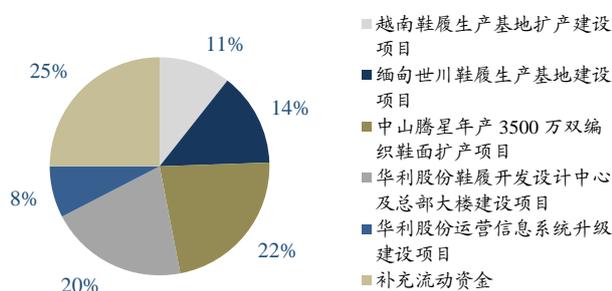
表 8: 募集资金用途

| 序号 | 项目名称                   | 募集资金投入金额 (亿元) | 募集资金投入金额占比 | 建设期 | 新增年产量 (万双) | 新增年收入 (亿元) |
|----|------------------------|---------------|------------|-----|------------|------------|
| 一  | 越南鞋履生产基地扩产建设项目         | 4.07          | 10.6%      | 3 年 | 1118       | 12.38      |
| 1  | 越南宏福鞋履生产基地扩产项目         | 1.10          | 2.9%       |     | 360        | 3.26       |
| 2  | 越南上杰鞋履生产基地扩产项目         | 0.50          | 1.3%       |     | 180        | 1.26       |
| 3  | 越南立川鞋履生产基地扩产项目         | 0.91          | 2.4%       |     | 320        | 2.62       |
| 4  | 越南弘欣鞋履生产基地扩产项目         | 1.00          | 2.6%       |     | 98         | 2.46       |
| 5  | 越南永弘鞋履生产基地扩产项目         | 0.53          | 1.5%       |     | 160        | 2.78       |
| 二  | 缅甸世川鞋履生产基地建设项目         | 5.72          | 13.9%      | 3 年 | 1200       | 11.59      |
| 三  | 中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目 | 8.65          | 22.5%      | 2 年 | 3500       | 13.8       |
| 四  | 华利股份鞋履开发设计中心及总部大楼建设项目  | 7.83          | 20.4%      | 2 年 | -          | -          |
| 五  | 华利股份运营信息系统升级建设项目       | 2.93          | 7.6%       | 3 年 | -          | -          |
| 六  | 补充流动资金                 | 9.60          | 25.0%      |     | -          | -          |
|    | 合计                     | 38.4          | 100.0%     |     | 5818       | 37.77      |

数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

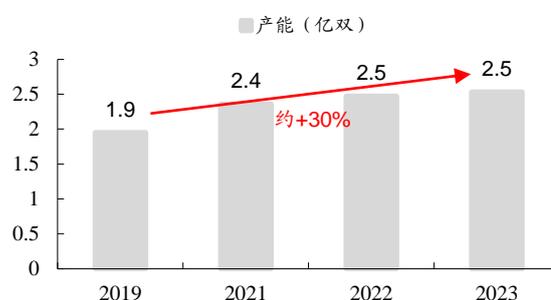
扩产项目第三年达产后预计产能/销售收入分别提升 30%/25%。越南、缅甸、中山腾星的生产基地扩建项目均分 3 年达产, 每年的达产比例分别为 70%/90%/100%。建成后预计三个生产基地一共新增年产量 0.58 亿双, 新增销售收入 37.77 亿元, 以 2019 年 1.9 亿双产能估计, 预计至 2023 产能可以提升 30%。

图 32: 扩产项目投资占总募集资金的 47%



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 33: 2019-2023 年产能预计+30%



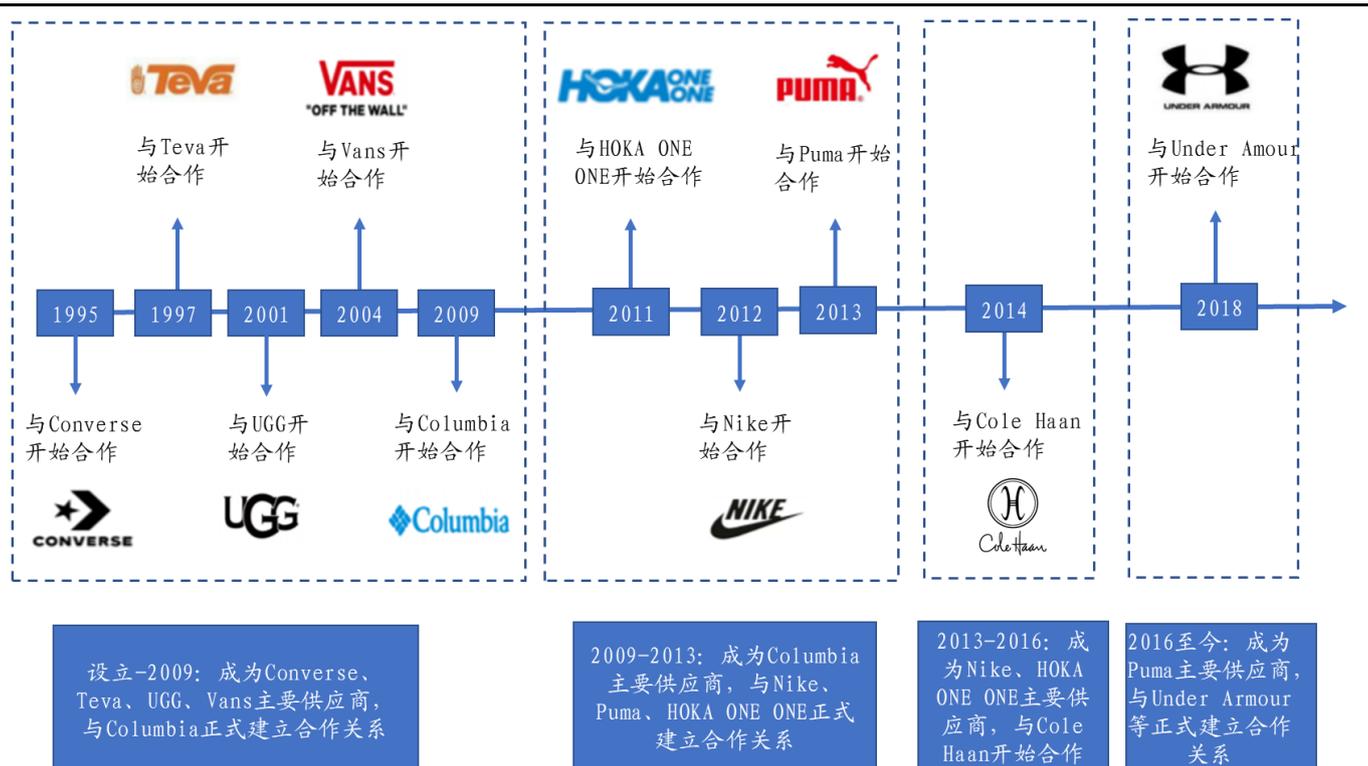
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

## 4. 核心竞争力：绑定大客户，不断提升组织效率

### 4.1. 客户端：不断深化与国际知名品牌的合作，巩固公司客户优势

采取绑定优质大客户策略，与全球运动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。公司是 Converse、UGG、Vans、Puma、Columbia、HOKA ONE ONE、Cole Haan 等全球知名品牌鞋履产品的最大供应商，也是 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour 公司鞋履产品的主要供应商。

图 34: 公司主要客户合作历程

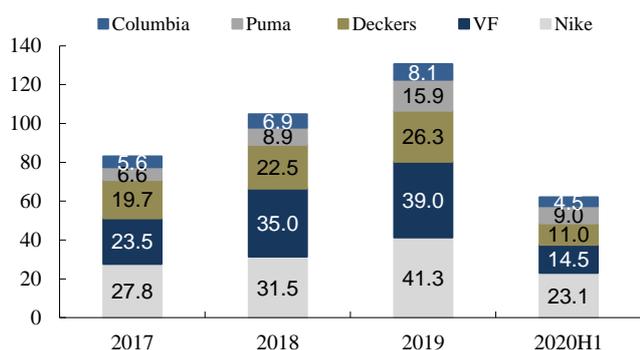


数据来源：公司官网，招股说明书，东吴证券研究所

公司掌握一手优质大客户资源，大客户订单对公司收入贡献较高。自 2017 至 2019 年，公司前五大客户保持稳定。公司来自前五大客户的收入占比自 2017 年以来一直在上升，2019 年公司收入的 86.1% 都来自前五大客户，其中 NIKE/VF/Deckers/Puma/Columbia 2019 年收入分别占比 27.3%/25.7%/17.3%/10.5%/5.4%。

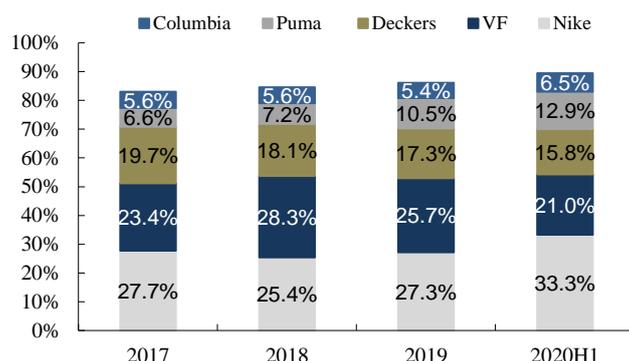
大客户收入订单收入增速更快，稳定性更强，同样有利于带动公司的规模化生产。增速上，2018 和 2019 年来自前五大客户的收入增速分别为 26.1%和 24.7%，分别超过总体主营业务 24%和 22%的增速。疫情下 2020H1 前五大客户收入占比提升到 89.5%，大客户的订单相对更加稳定，信用度高，毛利率较高，韧性更强。公司与大客户之间稳定的合作关系也能保证订单的稳定性需求、较低的回款风险与稳定的利润水平。同时，大客户的高标准和高效率也推动公司在开发设计、生产制造、内部管理等方面不断优化，为长期发展奠定坚实的基础。

图 35: 公司前五大客户订单收入情况 (亿元)



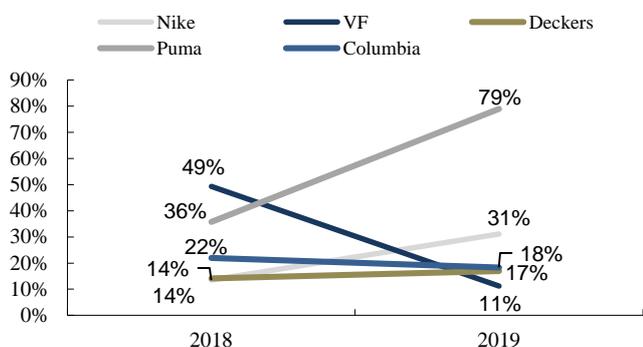
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 36: 公司前五大客户收入占比



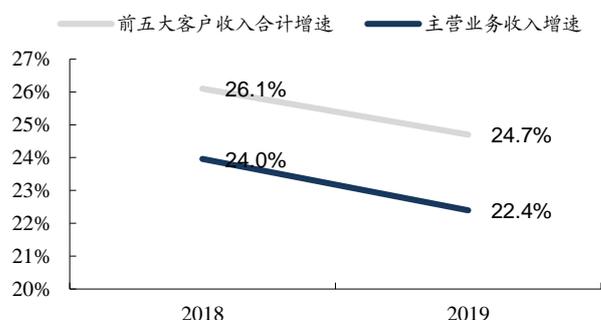
数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 37: 前五大客户订单收入同比增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

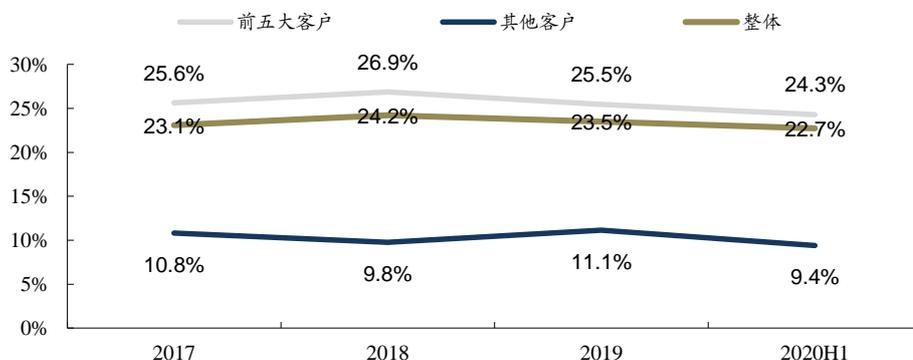
图 38: 来自前五大客户的收入增速超过总体



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

大客户大订单规模化生产, 带来更高的毛利率。公司前五大客户的毛利率水平显著高于其他客户, 2017-2020H1 前五大客户的毛利率水平依次为 25.6%/26.9%/25.5%/24.3%, 而其他客户的毛利率水平在 10%左右, 大约高出 15pct。主要得益于大客户的规模化生产。

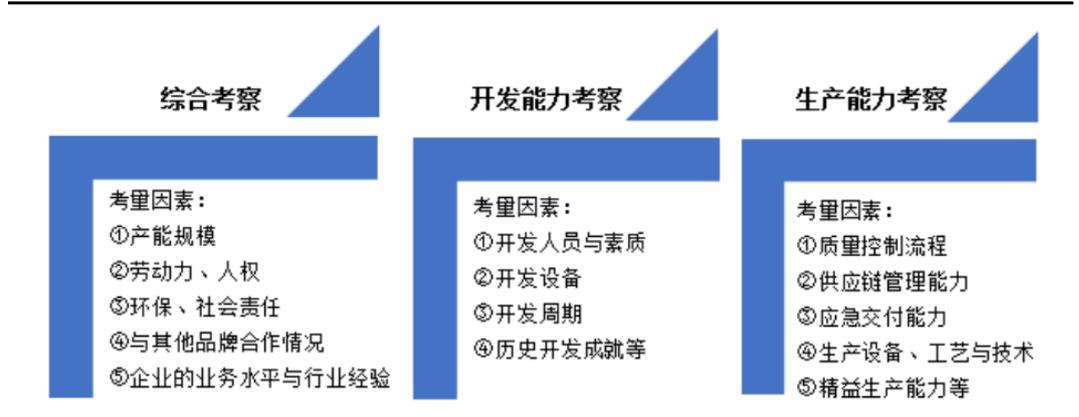
图 39: 前五大客户毛利率水平显著高于其他客户



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**头部品牌与头部供应商强强绑定，强者恒强，供应商头部效应愈发明显：**品牌方在考虑供应商时主要会考虑 1) 综合实力考察，包括产能和规模，业务水平和行业经验，劳动力和人权，合作历史等；2) 开发能力，包括开发设备，周期，人员素质和历史开发经验等；3) 生产能力，包括设备，工艺与技术，质控，供应链管理，紧急交付能力等。一般综合考察下来，大供应商相对更容易获得大品牌的大订单，通过大订单实现更加规模化生产，提升效率和盈利能力，强盈利能力保证有更多的资金投入到了下一阶段的研发，设备更新，资本投入等，从而获得更优质的订单。形成一个正循环，头部效应愈发明显。

图 40：品牌对首次合作的运动鞋履制造商的甄选标准



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**持续拓展新客户，未来增长可期：**2020 年以来，公司已成功拓展瑞士慢跑运动知名品牌 On Running，与 Asics 和 New Balance 等全球知名运动鞋履品牌正在积极沟通合作关系。凭借着丰富的代工经验，产品质量和交付能力，公司订单有望保持持续稳定的增长。

#### 4.2. 全球化产业链布局：各地充分发挥区位优势，组织架构效率高

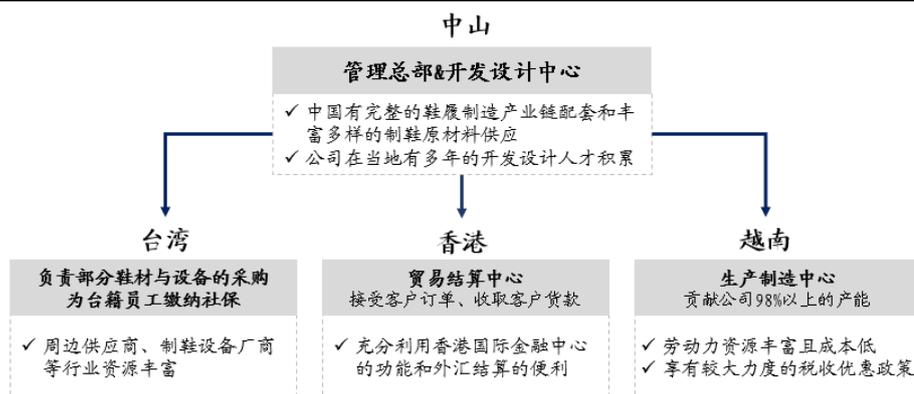
公司形成了“以中山为管理及开发设计中心，以香港、中山为贸易中心，以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心”的业务布局。公司已经形成了较为成熟的子公司管理模式，建立了较为完善的内部管理和控制体系。

**香港、中山为贸易结算中心。**公司主要通过香港子公司采购原材料，接收订单，支付供应商货款等。充分利用香港国际金融中心的功能和结算的便利。

**中山为开发设计中心。**公司在中山多年积累了丰富的开发设计人才储备资源，将开发设计中心设置在中山，可以充分利用中国大陆的产业链和多样的原料快速进行鞋履开发。

**主要生产基地位于越南。**公司共有 21 家制鞋工厂，其中 18 家工厂分布在越南，目前越南产量占比逐年升高，于 2020H1 达到接近 99%。充分利用当地的低成本劳动力优势和政策红利。

图 41: 各地区子公司/工厂主要职能及地区优势



数据来源: 东吴证券研究所

注: 中山地区也承担的少部分生产制造及贸易结算职能。

图 42: 主要生产基地位于越南



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

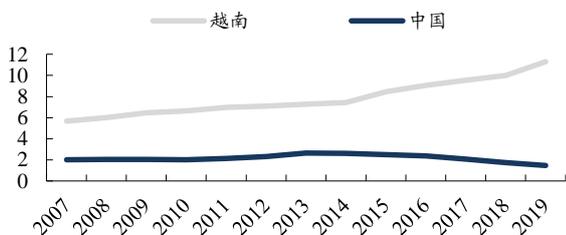
图 43: 公司全球据点分布



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

**越南具有丰富且低廉的劳动力资源:** 鞋履制造业属于劳动力密集型行业, 其发展和转移受到劳动力因素制约。2007-2019 年越南制造业就业人数高速增长, 由 566.5 万人增长至 1128.8 万人, CAGR 为 5.9%, 相比之下, 中国纺织服装及鞋帽制造业就业人数处于较低水平, 稳定在 200 万人左右。从平均工资的角度来看, 2019 年越南工业及建筑业每人每月平均工资位于 300 美元以下, 均远低于中国制造业的 851 美元/人/月。公司的厂房所在的越南北部地区, 属于整个越南人力成本相对更低的地方, 劳动力成本优势更加明显。

图 44: 越南及中国制造业就业人数 (百万人)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 中国为纺织服装及鞋帽制造业就业人数, 越南为制造业就业人数。

图 45: 东南亚国家制造业月平均工资 (美元/人/月)

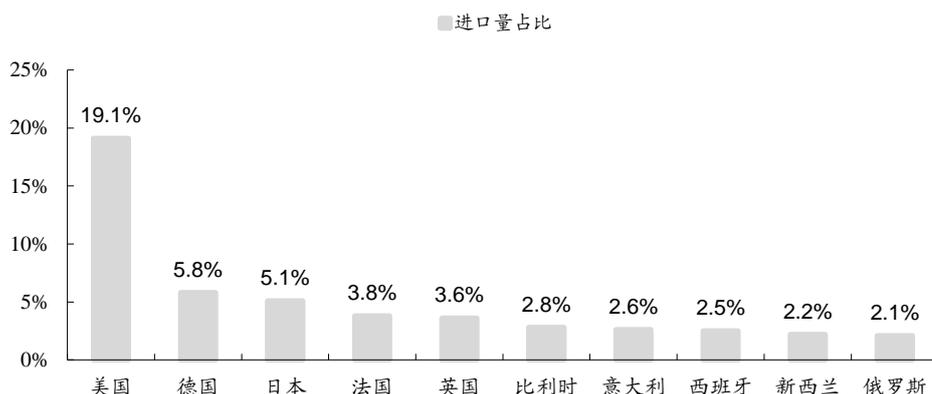


数据来源: CEIC, 东吴证券研究所

注: 越南为工业和建筑业平均月薪, 中国为制造业平均月薪。

**东南亚国家具有较好的外贸环境，获产品进口国关税优惠：**世界主要的鞋履进口国是美国及欧盟国家，2019年美国位居鞋履进口国榜首，占比高达19.1%，前十大进口国中共有5个欧盟成员国，合计占比为17.5%。东南亚国家往往与主要进口国建立了较好的贸易关系，以越南为例，它几乎拥有全球大多数发达国家的GSP优惠关税税率，对欧盟出口鞋履享受零关税，对美国出口鞋履采用基准税率，而中国鞋履出口所采用的关税远远高于越南。

图 46：2019 年全球前十大鞋履进口国占比



数据来源：中国皮革公众号，东吴证券研究所

表 9：越南与中国鞋履出口至欧盟/美国采用的关税政策

|    | 越南   | 中国   |
|----|--|--|
| 欧盟 | 签订《越南与欧盟自由贸易协定》(2020年7月1日正式实施)，约定越南对欧盟出口鞋履享受 <b>零关税</b>  | 中国对欧盟出口鞋履采用 <b>15%-19%</b> 的关税   |
| 美国 | 签署海关互助协定以及众多经贸合作协议等，在多次会晤中表示要建立双边自由贸易区以及签署相关协定；越南对美国出口鞋履采用 <b>基准税率</b> (纺织橡胶类鞋为0%-37.5%，合成皮革类鞋为8.5%-10%) | 中国对美国出口鞋履采用 <b>基准税率加额外税率</b> (基准税率：纺织橡胶类鞋为0%-37.5%，合成皮革类鞋为8.5%-10%；额外税率： <b>7.5%-15%</b> ) |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

**东南亚国家为外商投资者提供优惠投资政策：**部分东南亚国家为外商投资者提供了相应的保护措施、扶持政策及税收优惠，如越南的《投资法》在保障外商投资者资金及财产、知识产权转移等方面做出了详细的规定，并对劳动密集型产业等领域、出口加工区等地区提供了政策扶持，同时外国投资企业和越南内资企业都采用统一税收标准，对于不同领域的项目实施不同的税率和减免期限。

表 10：越南外商投资的所得税优惠政策

| 项目类别     | 税收政策                   |
|----------|------------------------|
| 特别鼓励投资项目 | 所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年 |
| 特别鼓励投资项目 | 所得税率为 15%，减免期限为 2-10 年 |

|        |  |
|--------|--|
| 普通投资项目 | 所得税率为 20%，减免期限为 2 年  |
| 特殊情况   | 投资额达到 3 亿美元/年销售额达到 5 亿美元/提供就业岗位 3000 个以上的企业，给予所得税“四免九减半”的特殊优惠。 |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

### 4.3. 生产端：自动化设备提升生产效率

积极采用自动化技术，为客户提供高质量产品。公司积极采用自动化技术保证产品质量。公司购买、自主开发或定制自动化设备，并将其用于研发设计与生产制造两个阶段，在提高生产效率的同时保证了产品质量的稳定性。

表 11：公司部分自动化技术使用情况

| 技术                 | 效果  |
|--------------------|---|
| 1 3D 打印技术、VR 设计系统  | 提高开发效率，缩短开发时间，减少成本  |
| 2 电脑编织一体成型鞋面生产设备   | 鞋面生产效率大幅提升，成本大幅降低   |
| 3 不停顿模板系统          | 使每台电脑针车可增加约 10% 的生产数量   |
| 4 数码电脑打印工艺         | 自动化的创新大幅降低了传统网印的高人力需求，提高了效率并减少 50% 的人力成本。                           |
| 5 自制电脑车底板，实现立体电脑针车 | 自制底板夹具，打破传统平面电脑针车，实现立体电脑针车，使鞋面全面电脑针车，可提高平均 120% 以上效率，节省平均 80% 以上人工。 |
| 6 底台一体成型机          | 通过特殊机台做中底时直接与大底一体成型，可简化流程并减少贴合时的不良率，节省 50% 以上人工。                    |
| 7 机械手臂上胶系统         | 精准涂布鞋面胶水，有效提升制鞋质量，减少用工量   |

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

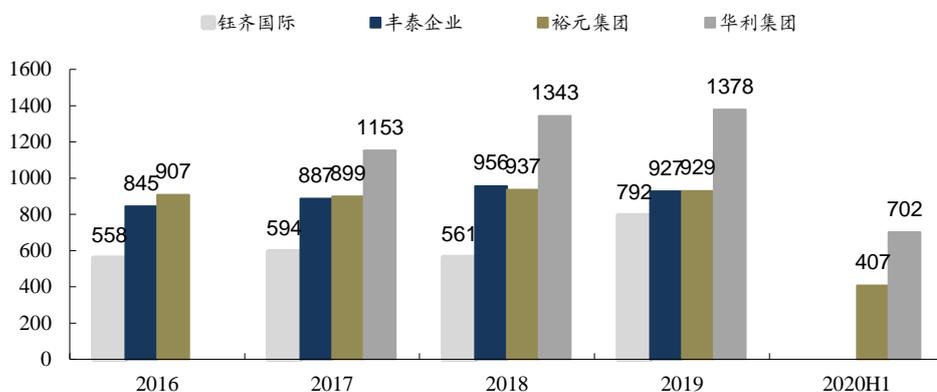
图 47：公司自动化设备



数据来源：招股说明书，其余公司年报，东吴证券研究所

平均人效明显高于可比公司，生产效率行业领先。2017-2019 年，公司平均人效由 1153 双/人/天增长至 1378 双/人/天，CAGR 为 9.3%，生产效率处于行业领先地位。丰泰企业及裕元集团平均人效紧随其后，均为 800-900 双/人/天。钰齐国际平均人效相对偏低，16-18 年均为 550-600 双/人/天，19 年同比增长 41.1%至 792 双/人/天。

图 48: 可比公司平均人效 (双/人/天)



数据来源: 华利招股说明书, 其余公司年报, 东吴证券研究所

注: 平均人效=鞋履总产量/在职员工人数, 其中丰泰企业除 2016 年外, 统计口径均包括权益法投资的 Shoe Majesty。

## 5. 财务分析: 收入利润稳定增长, 费用率管控良好

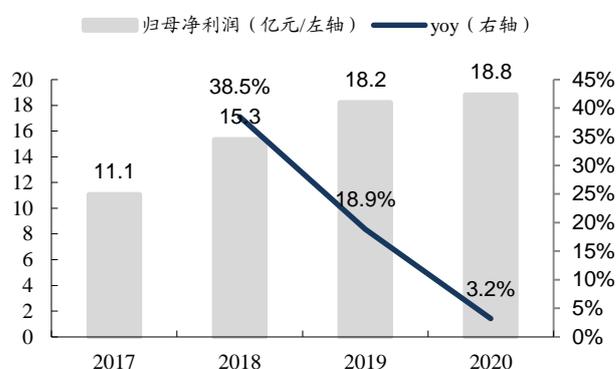
收入利润实现高速增长, 疫情影响较小。2017-2019 年, 公司营业收入由 100.1 亿元增长至 151.7 亿元, CAGR 为 23.1%, 实现高速增长, 2020 年受疫情影响, 收入同比小幅下降 8.1%。归母净利润由 2017 年的 11.1 亿元增长至 2020 年的 18.8 亿元, CAGR 为 19.3%, 2020 年受疫情影响增速有所放缓。公司收入及利润高速增长的原因主要是公司凭借行业领先的研发、生产及快反能力, 实现与头部鞋履品牌长期稳定的合作。

图 49: 公司历年营业收入及增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

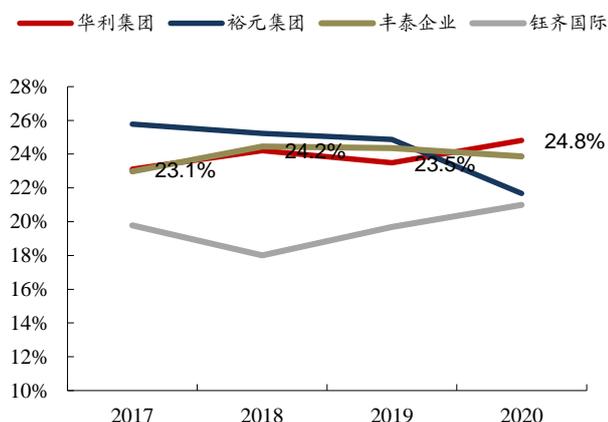
图 50: 公司历年规模净利润及增速



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

毛利率略高于行业平均水平，净利率明显优于行业。2017 年至今，公司毛利率始终位于 20% 以上，略高于行业平均水平，裕元集团毛利率位居行业榜首，主要得益于其规模效应的充分发挥；公司净利率稳定在 10% 以上，明显高于其他公司，而裕元集团的净利率却处于行业较低位置，主要是受到了零售业务的拖累。

图 51: 可比公司毛利率



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

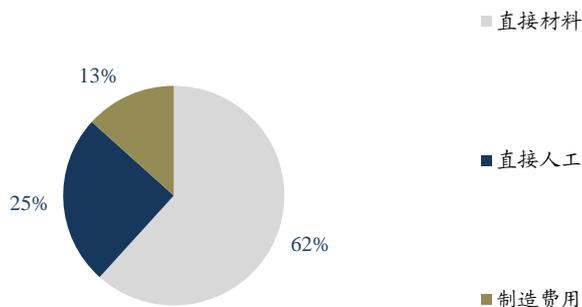
图 52: 可比公司归母净利润率



数据来源：东吴证券研究所

近 3 年来公司成本结构均保持稳定，主要由直接材料，直接人工和制造费用构成，各占比分别为 62%/25%/13%。

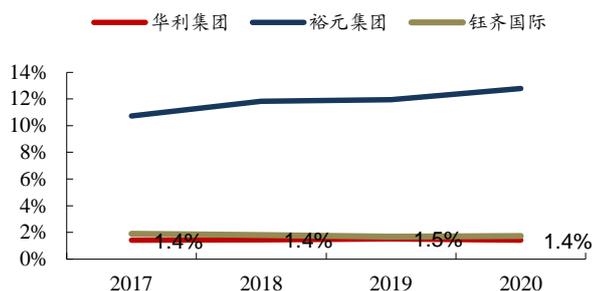
图 53: 公司 2019 年主营业务成本拆分



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

得益于组织架构的高效性和稳定的大客户订单，公司费用率整体保持在行业较低水平。公司属于上游代工企业，有稳定的大客户，整体的销售费用较低，2017-2020 公司销售费用率维持在 1.4% 左右；公司在多年的经营管理中，积累了丰富的经验，保持了组织架构的高效性，管理费用率处于行业较低水平，且由 5.2% 逐年降低至 4.2%。

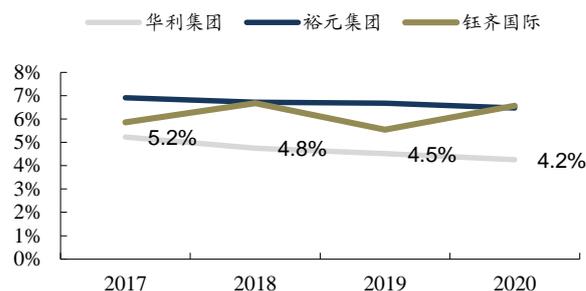
图 54: 可比公司销售费用率



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 2017-2020H1 丰泰企业销售费用和管理费用合计占营业收入的比例分别为 .56%/9.64%/9.58%/9.92%。

图 55: 可比公司管理费用率

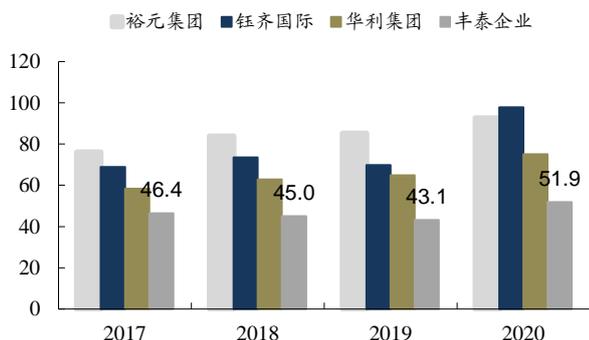


数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

注: 2017-2020H1 丰泰企业销售费用和管理费用合计占营业收入的比例分别为 9.56%/9.64%/9.58%/9.92%。

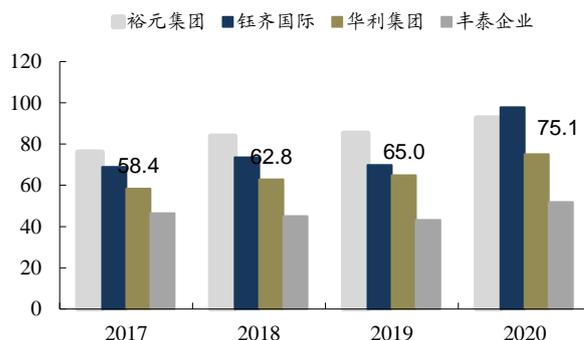
**公司周转销量保持稳定。**公司应收账款周转天数维持在 45-50 天左右, 2020 上半年略有提升至 51.9 天, 与公司给客户的信用期相符。2019 年存货周转天数在 65 天左右, 2020 因疫情影响略有提升, 但整体仍保持在较为稳定的水平。

图 56: 可比公司应收账款周转天数 (天)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

图 57: 可比公司存货周转天数 (天)



数据来源: 招股说明书, 东吴证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1. 盈利预测与假设

2020 年因疫情影响, 公司各版块均出现一定程度的收入下滑, 我们预计 2021 年将有明显恢复, 其中运动类产品仍为主要带动增长的板块, 户外靴鞋销量相对 2020 年将有所恢复, 但相对 2019 年将有所收缩, 运动凉鞋/拖鞋基本恢复到 2019 年水平。

综上, 我们预计 2021-2023 年运动休闲鞋实现收入 148.4/187.9/216.3 亿元, 同比增速 31.5%/26.7%/15.1%, 户外靴鞋收入 17.2/17.7/17.0 亿元, 同比增速为 15.5%/3.0%/-

4.1%，运动凉鞋/拖鞋收入 12.3/13.1/13.5 亿元，同比增速分别为 10.3%/6.1%/3.0%。集团整体将实现营收 178.4/219.4/247.5 亿元，同比增速分别为 28.1%/23.0%/12.8%。

图 58：2021-2023 公司收入预测

| 主营业务收入 (亿元) | 2020   | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|-------|-------|
| 运动休闲鞋       | 112.8  | 148.4 | 187.9 | 216.3 |
| yoy         | -4.7%  | 31.5% | 26.7% | 15.1% |
| 运动类         | 105.3  | 139.0 | 177.1 | 204.5 |
| yoy         | -3.0%  | 32.0% | 27.4% | 15.5% |
| 休闲类         | 7.6    | 9.4   | 10.9  | 11.7  |
| yoy         | -23.5% | 24.2% | 15.5% | 8.1%  |
| 户外靴鞋        | 14.9   | 17.2  | 17.7  | 17.0  |
| yoy         | -27.2% | 15.5% | 3.0%  | -4.1% |
| 运动凉鞋/拖鞋及其他  | 11.2   | 12.3  | 13.1  | 13.5  |
| yoy         | -10.3% | 10.3% | 6.1%  | 3.0%  |
| 其他收入        | 0.4    | 0.5   | 0.6   | 0.7   |
| 总收入         | 139.3  | 178.4 | 219.4 | 247.5 |
| yoy         | -8.1%  | 28.1% | 23.0% | 12.8% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 6.2. 投资建议

公司是运动鞋履代工的领先企业，有稳定的头部客户订单，客户资源壁垒深厚，未来或持续受益于代工行业集中度的提升；此外公司也在不断加深内功修炼，从组织架构，设备产线，劳动力资源等方面持续提升效率，提高盈利能力。我们预测公司 2021-2023 年将实现净利润 25.7/33.1/38.6 亿元，同比增速 36.9%/28.6%/16.8%，最新收盘价对应 PE 分别为 46/36/31 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 12：可比公司估值表

| 代码        | 简称   | 总市值<br>(亿) | 收盘价    | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|------------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |            |        | 2020A | 2021E | 2022E | 2020A | 2021E | 2022E |
| 2313.HK   | 申洲国际 | 2,568      | 170.8  | 3.40  | 4.29  | 5.01  | 42    | 33    | 29    |
| 601339.SH | 百隆东方 | 89         | 5.90   | 0.25  | 0.41  | 0.50  | 24    | 14    | 12    |
| 002042.SZ | 华孚时尚 | 89         | 5.85   | -     | 0.31  | 0.37  | -     | 19    | 16    |
| 平均        |      |            |        |       |       |       | 33    | 22    | 19    |
| 300979.SZ | 华利集团 | 1,186      | 101.60 | 1.61  | 2.20  | 2.83  | 63    | 46    | 36    |

数据来源：华利集团 EPS 来自东吴预测，其他公司 EPS 预测来自 Wind 一致预期，数据截至 2021 年 4 月 30 日  
 港股市值，收盘价和 EPS 均为港币，A 股市值，收盘价和 EPS 均为人民币，汇率港币/人民币为 0.84。

## 7. 风险提示

**劳动力成本上升的风险：**公司虽然绝大部分生产来自于低人力成本地区，但该地区

的整体工资水平仍处于上升的趋势，未来公司仍将面临人力成本上升的风险。

**大客户订单减少：**公司的收入主要来自于头部大客户订单，头部客户旗下的供应商数量都比较多，公司可能面临供应商之间的竞争，或面临大客户订单转移而收入减少的风险。

**国际贸易摩擦风险：**虽然公司现阶段所在的越南地区享受了较为丰厚的与发达国家的贸易政策，但不存在因为国际形势的变化，之前的优惠政策撤销的风险。

**政治风险：**公司的主要生产基地位于东南亚，虽然目前当地政府对于外商整体是鼓励支持的态度，但未来是否会转变也存在一些不确定性。

华利集团三大财务预测表

| 资产负债表 (百万元)    |              |               |               |               | 利润表 (百万元)        |               |               |               |               |
|----------------|--------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
|                | 2020A        | 2021E         | 2022E         | 2023E         |                  | 2020A         | 2021E         | 2022E         | 2023E         |
| <b>流动资产</b>    | <b>6,510</b> | <b>11,524</b> | <b>14,984</b> | <b>19,172</b> | <b>营业收入</b>      | <b>13,931</b> | <b>17,840</b> | <b>21,936</b> | <b>24,745</b> |
| 现金             | 2,438        | 4,975         | 8,189         | 10,797        | 减:营业成本           | 10,474        | 13,347        | 16,320        | 18,330        |
| 应收账款           | 1,770        | 2,987         | 3,023         | 3,851         | 营业税金及附加          | 3             | 3             | 4             | 5             |
| 存货             | 2,088        | 3,250         | 3,480         | 4,158         | 营业费用             | 196           | 268           | 329           | 371           |
| 其他流动资产         | 214          | 311           | 293           | 365           | 管理费用             | 802           | 1,177         | 1,432         | 1,606         |
| <b>非流动资产</b>   | <b>3,229</b> | <b>5,168</b>  | <b>5,706</b>  | <b>5,784</b>  | 财务费用             | 61            | 46            | -17           | -85           |
| 长期股权投资         | 0            | 0             | 0             | 0             | 资产减值损失           | 104           | 123           | 155           | 177           |
| 固定资产           | 2,508        | 4,493         | 5,016         | 5,124         | 加:投资净收益          | 2             | 10            | 22            | 28            |
| 在建工程           | 310          | 248           | 244           | 229           | 其他收益             | 8             | 3             | 3             | 4             |
| 无形资产           | 200          | 232           | 269           | 285           | 资产处置收益           | -1            | -2            | -2            | -2            |
| 其他非流动资产        | 210          | 195           | 177           | 145           | <b>营业利润</b>      | <b>2,305</b>  | <b>3,152</b>  | <b>4,051</b>  | <b>4,729</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>9,738</b> | <b>16,692</b> | <b>20,690</b> | <b>24,955</b> | 加:营业外净收支         | -7            | -3            | -3            | -4            |
| <b>流动负债</b>    | <b>3,977</b> | <b>4,470</b>  | <b>5,161</b>  | <b>5,564</b>  | <b>利润总额</b>      | <b>2,299</b>  | <b>3,149</b>  | <b>4,047</b>  | <b>4,726</b>  |
| 短期借款           | 1,496        | 1,646         | 1,811         | 1,992         | 减:所得税费用          | 420           | 576           | 740           | 864           |
| 应付账款           | 1,317        | 1,658         | 2,182         | 2,401         | 少数股东损益           | 0             | 2             | 1             | 1             |
| 其他流动负债         | 1,163        | 1,166         | 1,169         | 1,172         | <b>归属母公司净利润</b>  | <b>1,879</b>  | <b>2,571</b>  | <b>3,307</b>  | <b>3,861</b>  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>20</b>    | <b>20</b>     | <b>20</b>     | <b>20</b>     | EBIT             | 2,316         | 3,133         | 3,955         | 4,556         |
| 长期借款           | 0            | 0             | 0             | 0             | EBITDA           | 2,825         | 3,597         | 4,629         | 5,349         |
| 其他非流动负债        | 20           | 20            | 20            | 20            |                  |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>    | <b>3,997</b> | <b>4,490</b>  | <b>5,181</b>  | <b>5,585</b>  | <b>重要财务与估值指标</b> | <b>2020A</b>  | <b>2021E</b>  | <b>2022E</b>  | <b>2023E</b>  |
| 少数股东权益         | 0            | 2             | 3             | 4             | 每股收益(元)          | 1.61          | 2.20          | 2.83          | 3.31          |
| 归属母公司股东权益      | 5,741        | 12,199        | 15,506        | 19,367        | 每股净资产(元)         | 4.92          | 10.45         | 13.29         | 16.60         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>9,738</b> | <b>16,692</b> | <b>20,690</b> | <b>24,955</b> | 发行在外股份(百万股)      | 1050          | 1167          | 1167          | 1167          |
|                |              |               |               |               | ROIC(%)          | 39.8%         | 29.0%         | 35.6%         | 35.4%         |
|                |              |               |               |               | ROE(%)           | 32.7%         | 21.1%         | 21.3%         | 19.9%         |
|                |              |               |               |               | 毛利率(%)           | 24.8%         | 25.2%         | 25.6%         | 25.9%         |
|                |              |               |               |               | 销售净利率(%)         | 13.5%         | 14.4%         | 15.1%         | 15.6%         |
|                |              |               |               |               | 资产负债率(%)         | 41.0%         | 26.9%         | 25.0%         | 22.4%         |
|                |              |               |               |               | 收入增长率(%)         | -8.1%         | 28.1%         | 23.0%         | 12.8%         |
|                |              |               |               |               | 净利润增长率(%)        | 3.2%          | 37.0%         | 28.5%         | 16.8%         |
|                |              |               |               |               | P/E              | 63.12         | 46.11         | 35.86         | 30.71         |
|                |              |               |               |               | P/B              | 20.65         | 9.72          | 7.65          | 6.12          |
|                |              |               |               |               | EV/EBITDA        | 41.63         | 32.03         | 24.23         | 20.52         |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

