

华利集团 (300979)

证券研究报告
2021年07月12日

壁垒深增长稳格局佳，制鞋龙头尽享运动高景气

全球运动市场需求回升，促上游鞋履订单高速增长

国外终端零售数据亮眼，3月以来疫情防控成效逐步显现，后疫情时代终端消费零售迸发复苏动能。国内终端鞋服零售数据逐步向好，2021年5月全国服装鞋帽、针纺织品零售总额1130亿元，同比增长12.3%。

头部专业运动品牌(NIKE、PUMA等)鞋履产品占比稳居主力，延续2010年以来头部集中趋势。各类国际头部运动品牌均处业绩复苏快车道，带动公司终端鞋履生产订单数量快速上升。

头部品牌供应链进入门槛高，现有供应商强者恒强

运动鞋履生产的工艺流程环节较多，制造商需同时满足开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等全方位要求。

头部运动品牌呈现供应链精简趋势，提高供应商工厂合规性的同时减少了供应商总数。Nike鞋类工厂由2016年的142家减少至2019年的114家，头部优质供应商或持续受益。

客户优、产能足、效率高，华利对标丰泰、裕元全面突围

17-20年华利集团整体营收、归母净利润复合增长率分别达8.6%、14.2%，整体业绩增速稳定，成长空间较大。21Q1营收37亿元，同增7.8%；净利5.8亿元，同增42.3%，较同行优势明显。对比丰泰、裕元等同行业可比标的，公司整体营收稳步增长，盈利表现优于同行，业绩成长性高。

公司凭借精细管理，全产业链一体化生产带来费控优势。保证质量的同时，保证交付期限，降低成本。同时重视开发设计投入，生产设备升级持续赋能，客户导向机制保证高效生产落地。

公司深化头部客户合作，深度绑定头部品牌、优化产品毛利结构的同时，积极优化客户结构，降低客户订单集中带来的风险。

现有产能规模优势明显，产量增速行业领先，2019年全年鞋产量达到1.9亿双，17-19年间自有产能CAGR达18%。海外拓产计划明确，越南5大生产基地扩产有望23年建成，缅甸及印尼新工厂拓产有望顺利推进落地，未来公司有望顺利承接精简供应链背景下其他尾部供应商的订单转移和消费端需求回升带来的订单增量。

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司2021~2023年营业总收入分别为187.51、235.04、293.56亿，归母净利润分别为26.15、33.03、41.73亿，对应EPS分别为2.24、2.83、3.58元，对应PE分别为51、41、32X。

风险提示：人力成本、环境治理成本上升；自动化生产等技术导入效果不及预期；海外产能拓展进度不及预期；客户集中、生产地集中潜在风险等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,165.66	13,931.14	18,750.99	23,504.44	29,355.55
增长率(%)	22.42	(8.14)	34.60	25.35	24.89
EBITDA(百万元)	3,214.20	3,190.77	3,396.46	4,242.59	5,316.19
净利润(百万元)	1,821.09	1,878.59	2,615.30	3,302.81	4,172.80
增长率(%)	18.86	3.16	39.22	26.29	26.34
EPS(元/股)	1.56	1.61	2.24	2.83	3.58
市盈率(P/E)	73.76	71.50	51.36	40.67	32.19
市净率(P/B)	32.22	23.40	14.64	10.77	8.07
市销率(P/S)	8.86	9.64	7.16	5.71	4.58
EV/EBITDA	0.00	0.00	37.60	30.20	22.91

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	100.05元
目标价格	134.72元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,167.00
流通A股股本(百万股)	76.98
A股总市值(百万元)	116,758.35
流通A股市值(百万元)	7,702.22
每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	40.28
一年内最高/最低(元)	117.50/76.00

作者

孙海洋	分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004 sunhaiyang@tfzq.com	
范张翔	分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004 fanzhangxiang@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华利集团-公司点评:Nike、匡威财报鞋履增速新高，有效带动供应链增长，华利显著受益》2021-06-26
- 《华利集团-公司点评:下游客户销售快速增长，供应链稳定性优势显著，核心供应商价值凸显》2021-06-10
- 《华利集团-首次覆盖报告:鞋履产业链巨擘，成长护城河坚固，加速新龙头成长》2021-04-28

内容目录

1. 全球运动市场需求回升，促上游鞋履订单高速增长	4
1.1. 海内外鞋服零售延续复苏上行，终端景气回温	4
1.2. 头部运动品牌步入业绩复苏快车道，促上游鞋履订单高速增长	5
2. 头部品牌供应链进入门槛高，现有供应商强者恒强	7
2.1. 制鞋产业工序繁杂，进入门槛高	7
2.2. 头部品牌客户审核周期长，进入手续繁杂	8
2.3. 头部品牌精简供应链，优质供应商或持续受益	9
3. 客户优、产能足、效率高，华利对标丰泰、裕元全面突围	10
3.1. 财务指标领先，华利集团后来居上	11
3.1.1. 精细管理，全产业链一体化生产带来费控优势	12
3.1.2. 重视开发设计投入，生产设备升级持续赋能	13
3.1.3. 运营能力稳健，现金流充足稳定	14
3.2. 深化头部客户合作，优化结构，高毛利订单稳步增长	15
3.3. 海内外产能科学布局，快速拓产放大竞争优势	16
3.3.1. 公司现有产能规模优势明显，产量增速行业领先	16
3.3.2. 海外拓产计划明确，受益头部品牌精简供应链	17
3.4. 开发设计能力突出，客户导向机制保证高效生产落地	18
4. 盈利预测及估值	20
5. 风险提示	22

图表目录

图 1: 美国终端服饰零售历史数据（百万美元）、同比零售增速（%）及 2021 较 2019 零售恢复增速（%）	4
图 2: 针织鞋帽类社会零售总额当月及累计值（亿元人民币）、对应同比增速（%）	4
图 3: 国内运动鞋服市场规模（亿元）及 YOY 变化	5
图 4: 国内运动鞋服市场 CR5、CR10 变化	5
图 5: 国际主要专业运动品牌近期财务表现一览	6
图 6: 华利集团与各类品牌客户合作时间线	7
图 7: 公司重要头部客户 NIKE、Deckers、Columbia 等品牌中短期发展指引	7
图 8: 运动鞋拆解示意图	7
图 9: 头部客户合作运动鞋履制造商考察因素	8
图 10: 2016-2019 年耐克分产品供应商数量变化	9
图 11: 公司自 2017 年以来整体营收（亿元）及归母净利润（亿元）数据、同比增速 YOY（%）	11
图 12: 制鞋行业可比标的年营收（亿元人民币）历史数据对比	11
图 13: 制鞋行业可比标的的归母净利（亿元人民币）历史数据对比	11
图 14: 华利及同行可比标的的毛利率（%）历史数据对比	12
图 15: 华利及同行可比标的的归母净利率（%）历史数据对比	12
图 16: 华利集团主营模式和主要业务流程	12

图 17: 2017~2019 年华利集团营收结构变化 (单位: 亿元)	13
图 18: 华利集团主营业务毛利率对比 (%)	13
图 19: 华利集团与同行可比标的财务费率 (%) 对比情况	13
图 20: 华利集团管理费率 (%) 与同行可比标的对比优势显著	13
图 21: 华利集团与同行可比标的研发费率对比 (%)	14
图 22: 华利集团研发投入 2019 年同比增长 20.96%	14
图 23: 华利及同行可比标的存货规模对比 (亿元)	14
图 24: 华利及同行可比标的存货周转率对比 (次/年)	14
图 25: 华利及同行可比标的应收账款对比 (亿元)	14
图 26: 华利股份应收账款规模 (亿元) 及周转率 (次/年)	14
图 27: 公司经营性现金流净额 (亿元) 及现金流净额/营收比例	15
图 28: 华利集团服务品牌	15
图 29: 2018-2020 年华利、丰泰、裕元产量变化 (亿双)	16
图 30: 2017-2020H1 华利集团产能 (亿双) & 产能利用率	16
图 31: NIKE 供应链数据及评级说明及数量变化示意图	17
图 32: 公司前沿生产管理技术举例示意图	18
图 33: 公司开发业务体系完善	19
图 34: 公司业务营收预测	20
图 35: 华利集团 DCF 绝对估值	21

未找到图形项目表。

1. 全球运动市场需求回升，促上游鞋履订单高速增长

1.1. 海内外鞋服零售延续复苏上行，终端景气回温

1) 海外鞋服零售延续复苏上行，宽松货币政策持续刺激消费

国外终端零售数据亮眼，美国商务部数据显示 2021 年 3~5 月期间终端服装及配饰零售门店销售额达到 747.8 亿美元，较 2019 年同期增幅达到 11.51%，侧面反映出 3 月以来疫情防控成效逐步显现，后疫情时代终端消费零售迸发复苏动能。

具体数据方面，2021 年近期国际头部运动品牌北美欧洲地区销售增速引领全球，以 NIKE 为例：NIKE FY21Q4 (2021.3.1-2021.5.31) 北美地区整体销售同比增速达到 141.43%，较 FY19 同期增幅达 29.27%，北美市场目前仍为 NIKE 最重要销售市场，业务占比占比达到 43.62%；运动鞋业务北美市场同比增长 136.18%至 37.93 亿美元，较 2019 年同期增长 38.63%，运动鞋销售优于其他区域市场。

PUMA 2021Q1 业绩分区表现中，美洲市场以 25.2%同比增速领先其他销售区域。

图 1：美国终端服饰零售历史数据（百万美元）、同比零售增速（%）及 2021 较 2019 零售恢复增速（%）

(百万美元)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2018	21,848	22,365	21,697	22,045	22,855	22,343	22,698	22,101	22,112	22,506	22,535	22,028
2019	22,040	22,012	22,431	22,360	22,246	22,374	22,548	22,432	22,415	22,400	22,272	22,941
2020	22,914	22,560	11,494	2,836	8,407	17,712	18,137	18,579	21,411	20,766	19,609	20,095
2021	21,351	20,180	25,012	24,521	25,247	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
(同比增速, %)	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
2019	0.88%	-1.58%	3.38%	1.43%	-2.66%	0.14%	-0.66%	1.50%	1.37%	-0.47%	-1.17%	4.14%
2020	3.97%	2.49%	-48.76%	-87.32%	-62.21%	-20.84%	-19.56%	-17.18%	-4.48%	-7.29%	-11.96%	-12.41%
2021	-6.82%	-10.55%	117.61%	764.63%	200.31%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA
2021相较2019	-3.13%	-8.32%	11.51%	9.66%	13.49%	NA	NA	NA	NA	NA	NA	NA

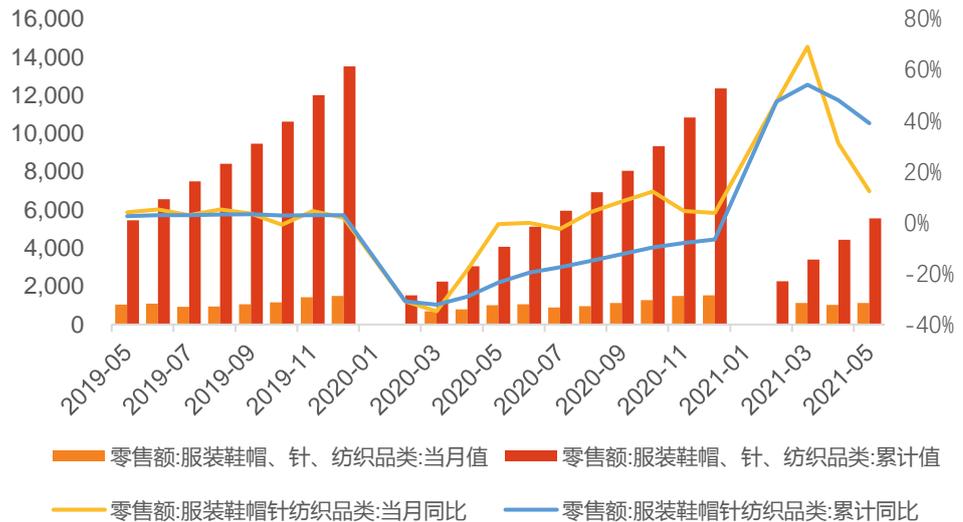
资料来源：美国商务部-美国国家统计局，天风证券研究所

终端消费刺激持续，加息预期尚未提前，全球主要运动鞋消费市场宽松货币政策年内或将持续：美联储 2021 年 6 月议息会议预计暗示不会提前加息日期，**欧盟央行 2021 年 6 月公开表示，维持原有低利率及资产购买计划至 2022 年 3 月不变**。结合以上信息，我们认为北美市场运动消费需求有望延续回升，运动鞋服零售有望持续释放。

2) 国内鞋服持续回升趋稳，国际头部品牌短期份额优势凸显

国内终端鞋服零售数据逐步向好，2021 年 5 月全国服装鞋帽、针纺织品零售总额 1130 亿元，同比增长 12.3%，1-5 月累计消费额达到 5568 亿元，同比增速达 39.1%；除去 2020 年疫情影响因素，相较 2019 年同期增长 8.24%，1-5 月累计消费额较 2019 年同期增长 2%。

图 2：针织鞋帽类社会零售总额当月及累计值（亿元人民币）、对应同比增速（%）



资料来源: 国家统计局, 天风证券研究所

国内运动鞋服市场格局集中化趋势短期或将持续。2020年运动鞋服CR5达到59.1%，延续2010年以来头部集中趋势。NIKE、Adidas 头部运动品牌双雄在品牌力、市占率、渠道端优势凸显；2020年中国国内NIKE品牌市占率达19.8%，大中华区整体业务FY2021实现同比24.12%增长，运动鞋履业务贡献营收13.16亿美元。

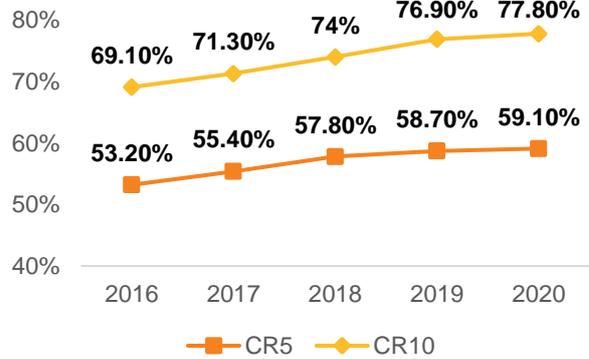
伴随着消费升级、人均可支配收入的稳步增长，据欧睿国际预测，中国运动鞋服市场规模未来5年内CAGR有望达到13.72%，至2025年规模或增至5989.63亿元。

图3: 国内运动鞋服市场规模(亿元)及YOY变化



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

图4: 国内运动鞋服市场CR5、CR10变化



资料来源: 欧睿国际, 天风证券研究所

1.2. 头部运动品牌步入业绩复苏快车道，促上游鞋履订单高速增长

后疫情时代全球运动鞋服消费快速复苏，NIKE、PUMA、Deckers、Columbia 等运动户外品牌步入业绩复苏快车道，最新财季财报业绩普遍高速增长。

具体来看，头部专业运动品牌（NIKE、PUMA 等）鞋履产品占比稳居主力，且对应业务规模增速最快：

NIKE FY2021Q4（2021.3.1-2021.5.31）营收123.44亿美元，同比增长95.53%，较FY19Q4增长21.21%，其中鞋履产品营收达79.47亿美元，同比增长89.17%，较FY19Q4增长22.28%，鞋履产品占比保持在67.57%；对应归母净利润15.09亿美元，季度终端盈利扭亏为盈快速

回升，较 2019Q4 增长 52.58%。

PUMA FY2021Q1 (2021.1.1-2021.3.31) 营收 15.49 亿欧元，同比增长 19.46%，较 FY19Q1 增长 17.40%，其中鞋履产品营收达到 7.74 亿欧元，同比增长 19.34%，较 FY19Q1 增长 21.04%，产品保持在 50%左右；PUMA FY21Q1 归母净利润 1.09 亿欧元，同比增长 201.66%，较 FY19Q1 增长 15.68%。

Asics FY2021Q1 (2021.1.1-2021.3.31) 营收 1065.49 亿日元，同比增长 24.8%，较 FY19Q1 增长 7.94%，其中跑鞋业务营收同比增长 43.5%达到 544.68 亿日元，较 19Q1 同比增长 25.92%。

整体来看，专业运动品牌历史多数以专业跑鞋创业起家，运动鞋履目前仍然属于各大品牌主力品类，占比均维持在 50%及以上；全球主要市场终端消费快速恢复，各大品牌终端销售步入上行通道，作为华利集团主要头部运动品牌客户，头部运动品牌下单节奏趋于正常化，公司 21Q1 业绩实现快速增长。

图 5：国际主要专业运动品牌近期财务表现一览

NIKEFY2021Q4财务表现					Asics FY2021Q1财务表现				
	FY2019Q4	FY2020Q4	FY2021Q4	21较19同期		FY2019Q1	FY2020Q1	FY2021Q1	21较19同期
营业收入/亿美元	101.84	63.13	123.44		营业收入/亿日元	987.08	853.41	1065.49	
YOY		-38.01%	95.53%	21.21%	YOY		-13.54%	24.85%	7.94%
鞋履产品	64.99	42.01	79.47		跑鞋	432.57	379.64	544.68	
YOY		-35.36%	89.17%	22.28%	YOY		-12.24%	43.47%	25.92%
占比	63.82%	66.55%	64.38%		占比	43.82%	44.49%	51.12%	
PUMA FY2021Q1财务表现					Columbia FY2021Q1财务表现				
	FY2019Q1	FY2020Q1	FY2021Q1	21较19同期		FY2019Q1	FY2020Q1	FY2021Q1	21较19同期
营业收入/亿欧元	13.193	12.998	15.488		营业收入/亿美元	6.55	5.68	6.26	
YOY		-1.48%	19.16%	17.40%	YOY		-13.23%	10.21%	-4.37%
鞋履产品	6.393	6.484	7.738		鞋履产品	1.29	1.16	1.57	
YOY		1.42%	19.34%	21.04%	YOY		-9.83%	35.34%	22.05%
占比	48.46%	49.88%	49.96%		占比	19.65%	20.42%	25.08%	
Deckers FY2021Q4财务表现					VF FY2021Q4财务表现				
	FY2019Q4	FY2020Q4	FY2021Q4	21较19同期		FY2019Q4	FY2020Q4	FY2021Q4	21较19同期
营业收入/亿美元	3.9413	3.7491	5.6119		营业收入/亿美元	32.1297	21.0242	25.8267	
YOY		-4.88%	49.69%	42.39%	YOY		-11.97%	-34.56%	22.84%
									-19.62%
UGG/亿美元	2.39	1.963	3.005	25.73%	Under Armour FY2021Q1 财务表现				
HOKA ONEONE/亿美元	0.671	1.019	1.775	164.53%		FY2019Q1	FY2020Q1	FY2021Q1	21较19同期
TEVA/亿美元	0.529	0.596	0.602	13.80%	营业收入/亿美元	12.0472	9.3024	12.572	
					YOY	1.63%	-22.78%	35.15%	4.36%

资料来源：wind, NIKE、Asics 等上述公司年报，天风证券研究所

运动时尚品牌同样呈现出快速恢复增长趋势，Deckers (旗下 Hoka One One、Teva、UGG)、VF (旗下 VANS、Timberland) 最近财年季报数据表现亮眼，Deckers 旗下品牌 UGG、HOKA ONE ONE、Teva FY2021Q4 (2021.1.1-2021.3.31) 营收增速分别达到 53.1%、74.2%、1.0%，营收规模分别为 3.01、1.78、0.60 亿美元；除去 2020 新冠疫情隔离冲击带来的低基数影响，FY21Q4 归母净利润相比 FY19Q4 增长 37.67%达到 0.33 亿美元。

VF 集团 FY2021Q4 (2021.1.1-2021.4.3) 营收规模达 25.83 亿美元，同比增长 22.88%，对应归母净利润为 0.9 亿美元，全球业务已成功扭亏为盈。

户外运动及细分运动品牌步入业绩高速回升区间，以公司客户户外运动品牌 Columbia 为例，FY2021Q1 (2021.1.1-2021.3.31) 总营收增至 6.26 亿美元，同比增长 10.09%，对应净利润快速回升至 0.56 亿美元。此外，新兴细分运动品牌 UA 近期迎来快速回升态势，FY2021Q1 归母净利润为 0.78 亿美元。

各类国际头部运动品牌目前均处于业绩复苏快车道，带动公司终端鞋履生产订单数量快速上升。以华利 21Q1 最新披露数据为例，公司季度销售运动鞋履数量达到 4774.98 万双，较去年同期增长 4.22%；对应归母净利润同比增长 42.29%至 5.77 亿元，NIKE、Deckers 等客户产品营收增幅明显，此外新拓客户 On Running、Asics 已陆续下达订单。

图 6：华利集团与各类品牌客户合作时间线



资料来源：招股书，公司官网，天风证券研究所

此外，结合头部运动品牌公开业绩交流信息，公司高层管理对未来全球范围销量持乐观态度，NIKE FY21 高层提出“FY2022 业绩增速高单位数至低双位数增长预期”，NIKE 对未来公司 DTC 直营业务扩展充满信心，提出了 2025 财年电商直营业务占比增长至 60%中期目标。头部运动品牌商未来鞋履生产订单有望保持稳步增长，或为华利未来业绩增量奠定坚实基础。

图 7：公司重要头部客户 NIKE、Deckers、Columbia 等品牌中短期发展指引



资料来源：NIKE2021 财年业绩交流、Deckers 2021Q1 业绩交流，Columbia FY2021Q1 业绩交流，参考 fool.com 转写记录，天风证券研究所

2. 头部品牌供应链进入门槛高，现有供应商强者恒强

2.1. 制鞋产业工序繁杂，进入门槛高

运动鞋履生产的工艺流程环节较多，主要运动鞋履生产工序超过 180 道。鞋履基本由鞋面、鞋垫、防震片（非必有）、底台、大底构成，其具体构造图如下：

图 8：运动鞋拆解示意图



资料来源：招股书，天风证券研究所

运动鞋履产品有很强的时效性，若产品开发设计或量产环节出现延误，将严重影响新品上市时间，给客户造成重大损失。世界知名品牌在选择产品制造商时，要求制造商具有相应的开发设计能力和量产供货能力，能够利用其自身积累的专业经验和技術优势，配合客户快速、高效完成产品开发设计过程，并实现产品量产上市。

1) 开发技术

根据图纸到呈现样品的过程，运动鞋履制造商需要充分考虑品牌运营商对产品的定位和品牌内涵，与品牌运营商多次反复讨论款式设计、材料选择、成本控制、模具的设计、生产工艺及量产实现性等，一款新鞋从初始设计到上市周期一般为 12-18 个月左右，需鞋履制造企业深度参与完成产品上市。

2) 生产工艺与材料技术

运动鞋履强调功能性，各品牌、各产品系列的功能特点有所侧重且性能指标不断提升，要求材料供应商、运动鞋履制造商不断研发、开发新材料、新工艺和新技术，以适应品牌企业对产品功能的需求。积累了大量的核心技术和行业经验的运动鞋履制造企业，在新材料的运用和新工艺、新技术的开发上有较强的优势，才能满足品牌企业的需求。因此，制鞋业具有较高的技术壁垒。

3) 技术人员

制鞋开发设计人员需要掌握设计、材料、生产工艺等相关专业知识，还需要对品牌内涵、时尚、流行元素有深度地把握，此类人才必须经过多年的行业积累和实践。

2.2. 头部品牌客户审核周期长，进入手续繁杂

全球知名运动鞋履品牌企业在选择合作的制造商时很谨慎，考量因素众多，制造商需同时满足客户对开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等全方位要求。

1) 对首次合作的制造商进行严格甄选

品牌运营企业在选择新的制造商时，一般会进行 1 年左右的考察和验厂，重点考察合作生产商的开发能力、生产能力、质量管理、交货期、劳工保护、环保与社会责任等情况。具体的考察流程与考量因素如下：

图 9：头部客户合作运动鞋履制造商考察因素



资料来源：招股书，天风证券研究所

丰富的行业经验、良好的市场口碑与卓越的开发设计能力是运动鞋履制造企业取得客户信任的关键因素。行业内的优势企业，可以根据客户的品牌内涵、产品定位、设计思路等，为客户提供从款式建议、材料选择、工艺运用、成本及质量控制等高效的产品开发服务和量产服务。

拥有丰富行业经验的企业能够迅速响应市场最新变化，提升从产品开发到产品上市的运营效率，这些能力均是品牌运营商选择合作制造商时重要的考量因素，运动鞋履制造商只有依靠长期的成功经验积累才能获得品牌运营企业的信任，新进入者没有成功经验积累在短时间内难以获取这类优质客户资源。

2) 对制造商进行长期动态考核，决定是否纳入核心供应商

运动鞋履制造商在成为合格供应商后，初期一般只能获取少量订单，品牌运营企业对合作的制造商的生产技术水平和产品质量控制标准实行严格管控，比如在生产过程中派驻检验人员驻厂对生产流程全过程进行监控。

品牌运营企业定期对制造商就开发设计能力交付能力、产品品质等方面进行评审考核并划分为不同的等级，客户根据综合评审结果考虑是否加大订单量，经过长时间的合作考察后，才可能成为客户的核心供应商。

双方合作需经历互相磨合、逐渐熟悉的过程。制造商深度参与品牌客户的产品开发，客户黏性比较强。因此，为保证产品质量可靠以及降低经营成本，知名品牌往往倾向于与大型的制造商合作，并形成长期稳定的合作关系，从而对新进入者形成客户资源壁垒。

2.3. 头部品牌精简供应链，优质供应商或持续受益

头部运动品牌呈现供应链精简趋势。以耐克为例，根据公司可持续发展报告，耐克以寻求业内优质供应商为指引，在提高供应商工厂合规性的同时减少了供应商总数，且将长期致力推动供应商的改进。2016-2019年，鞋类、服装及配件供应商工厂总数均有所精简，其中鞋类工厂由2016年的142家减少至2019年的114家。

图 10：2016-2019 年耐克分产品供应商数量变化



资料来源：NIKE 公司可持续发展报告，天风证券研究所

耐克优化供应链具体措施包括：

1) 制定并考量正确的标准

根据耐克行为准则与领导力标准中规定的标准评估工厂的可持续发展绩效，保护工人权利、创造安全工作环境、保护供应商所在社区并推进环境保护国际标准。在合规性与能力建设上，耐克以供应商所有权为基础，将可持续性视为供应商商业模式的核心考虑因素。

2) 通过提高工人工资，提升供应商生产率和盈利能力

耐克致力于让供应链中每个合同制工人都能拥有可自由支配的收入，满足其基本需求。2015-2018 年，耐克与加州大学伯克利分校的劳工和就业研究所的研究人员 DARA O'Rourke 和 Niklas Lollo 合作，研究影响工人和工厂产能的因素，包括薪酬透明度、与工人的清晰沟通、生产过程中的协调激励措施以及工人解决问题的参与度。

耐克于泰国的一家工厂测试了三种不同的系统，将工人工资与生产率的提高联系起来。每个过程都让员工更实时地了解自己的绩效和薪酬，例如在 LED 屏幕上跟踪生产率和时薪。总体结果显示，工厂整体提高了工人工资、生产率和盈利能力。供应商已将该方法的版本扩展到该试点工厂内的所有生产线，以及其网络中的其他工厂。

3) 建立伙伴关系，支持工厂内外工人的需求

自 2017 年以来，耐克一直与两家技术提供商合作，改善与供应商的沟通，增强员工知识和经验，并使其更容易获得人力资源工具。迄今为止，已有 15 家供应商采用了这两个平台中的一个，另有 3 家供应商开发并部署了自己的数字解决方案。

3. 客户优、产能足、效率高，华利对标丰泰、裕元全面突围

丰泰企业成立于 1971 年，以制造运动鞋为主要业务，总部设于台湾，是 Nike 的主要供应商之一，也是全球著名的鞋履制造商之一。2020 年公司实现营收 689.6 亿新台币（约 159.8 亿人民币），量产工厂遍布中国、越南、印尼与印度，生产运动鞋数量占 Nike 全球销售量近六分之一。

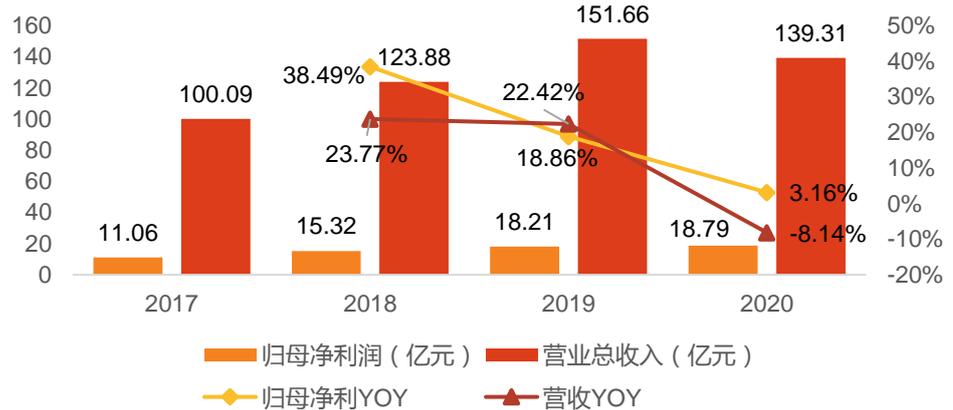
裕元集团成立于 1988 年，为全球最大主要国际品牌运动鞋及便服鞋制造商，集团的全球鞋类品牌客户包括 Nike、adidas、Reebok 等。2020 年集团实现营收 556.99 亿元人民币，分别于中国、印尼、越南及其他亚洲地区均设有厂房。作为运动和休闲/户外鞋类制造的全球领导者，裕元集团拥有品牌客户和生产地点的多元化组合，并以其快速响应，灵活性，创新，设计和开发能力以及卓越的品质而得到广泛认可。

在本章中，我们将通过对丰泰企业和裕元集团的发展复盘，总结制鞋行业领先者地位奠定的核心要素，以期对华利集团未来发展空间提供借鉴。

3.1. 财务指标领先，华利集团后来居上

自 2004 年成立以来，华利集团积极扩张布局海内外产能，建立长期稳定大客户合作关系，公司内部精细化管理水平不断提高与深化，2019 年营收 151.66 亿元，同比增长 22.42%，2020 年受疫情影响，营收 139.31 亿元，同比减少 8.14%；2020 年归母近利润实现逆势增长，达 18.79 亿元，同比增长 3.16%。2017~2020 年公司整体营收、归母净利润复合增长率分别达 8.62%、14.15%，整体业绩增速稳定，成长空间较大。

图 11：公司自 2017 年以来整体营收（亿元）及归母净利润（亿元）数据、同比增速 YOY（%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

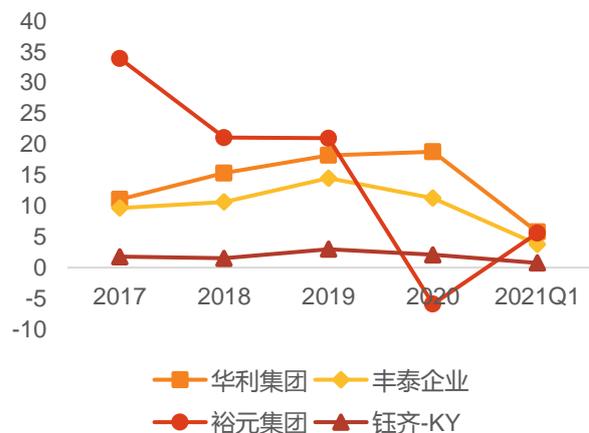
我们将港股类似标的裕元集团以及台股丰泰企业及钰齐-KY 等生产规模化制鞋企业作为公司的同行业可比标的，对比可以发现华利集团整体营收稳步增长，盈利能力表现优于同行，公司业绩成长性优于同行可比标的。

图 12：制鞋行业可比标的的营收（亿元人民币）历史数据对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：制鞋行业可比标的的归母净利（亿元人民币）历史数据对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

受益于公司自身完整制造产业链、海外战略布局、自动化生产等诸多竞争优势，公司近 4 年来在利润端稳步增长，归母净利润由 2017 年的 11.06 亿元增长至 2019 年的 18.21 亿元，增幅达 69.81%，较同行优势明显。

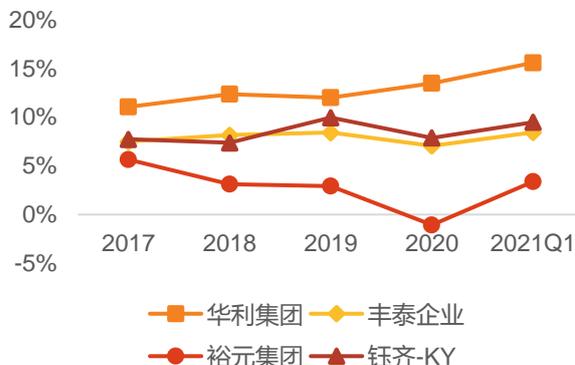
从盈利能力具体比率来看，公司毛利率水平近年来保持在 23%~29%区间，并呈现稳定增长趋势；归母净利率保持在 11%~15%区间，呈现逐年增长趋势。同行业制鞋企业可比标的毛利率在 18%~25%区间，归母净利率差距更为明显，华利盈利能力较同行业可比标的优势明显。

图 14：华利及同行可比标的毛利率（%）历史数据对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 15：华利及同行可比标的归母净利率（%）历史数据对比



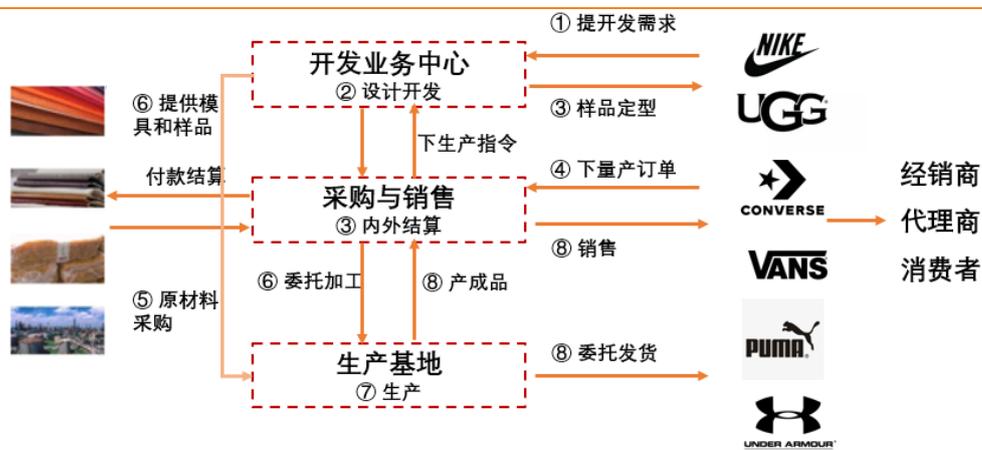
资料来源：Wind，天风证券研究所

超出同行的业绩成长性和盈利能力主要归纳为以下原因：

3.1.1. 精细管理，全产业链一体化生产带来费控优势

华利股份作为行业内少数能提供从产品开发设计、模具、鞋面、鞋底到成品制造完整运动鞋履制造产业链的专业制造商之一，模具、电脑编织一体成型鞋面、中底及大底等大部分由公司自行加工完成，客观上减少了公司在生产过程中对外部服务供应的依赖，同时，完整的产业链有利于公司整体把控鞋履制造流程，管理效率相应较高，并且利于产品质量的稳定，保证产品按期交付，降低鞋履生产的总成本。

图 16：华利集团主营模式和主要业务流程



资料来源：招股书，天风证券研究所

在完整制造产业链基础上，华利集团持续优化产品结构，终端产品毛利率优势明显。运动休闲鞋业务作为公司毛利率最高的产品业务，销售占比持续增长，从 2017 年的 71.9%上升

至 2020 年的 81.22%，带动公司整体毛利率水平增长。同时由于产品大批量生产产生规模效应，生产效率提高，生产成本亦得到有效控制。

图 17：2017~2019 年华利集团营收结构变化（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

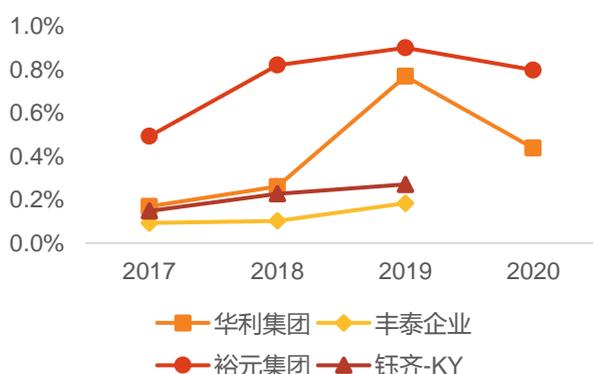
图 18：华利集团主营业务毛利率对比 (%)



资料来源：招股说明书。天风证券研究所

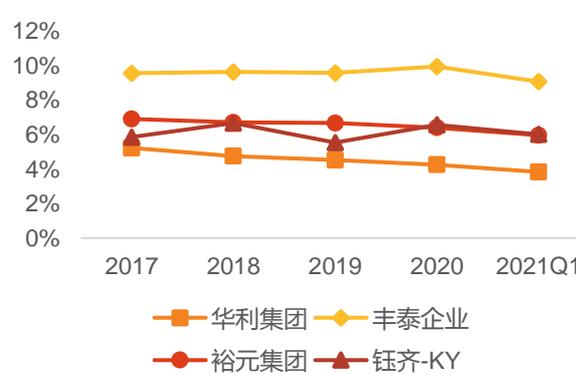
华利集团凭借自身加工附加值较高、业务占比较高的运动休闲鞋产品，以及完整制造产业链的优势，领先传统鞋履制造企业，毛利率较同行业更高；与传统中游 OEM 鞋履制造企业相比，公司采用面对生产的开发设计策略，从源头避免产品开发与批量生产误差问题，一体化生产程度更高，内部精益管理水平更为突出，费控效率优势明显。

图 19：华利集团与同行可比标的财务费率 (%) 对比情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 20：华利集团管理费率 (%) 与同行可比标的对比优势显著



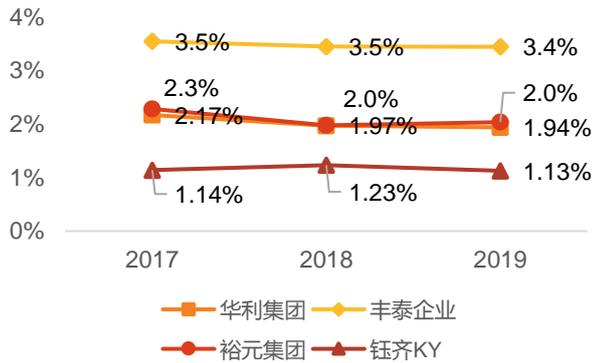
资料来源：Wind，天风证券研究所

3.1.2. 重视开发设计投入，生产设备升级持续赋能

自发展初期，华利集团重视自身创新能力培养，持续加大研发设计投入。2017-2019 年，公司研发费用持续增长，2019 年同比增长 20.96%；截至 2020 年 6 月末，公司拥有超过 2,400 人的设计开发团队体系，同时公司重视开发设计人员培训，每年派遣开发设计人员前往主要客户进行专业培训。公司在开发软件、设备上也有较大的投入，如使用行业较为领先的 VR 设计系统及 3D 打印设备进行产品开发设计。

与同行业可比制鞋企业标的相比，华利集团研发费率保持在 2%~2.3% 区间，低于丰泰企业，但整体略高于裕元集团和钰齐 KY，整体处于行业中上游。未来随着制鞋流程经验丰富，研发设计能力有望进一步沉淀积累丰富，加强公司核心竞争力。

图 21: 华利集团与同行可比标的的研发费率对比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 22: 华利集团研发投入 2019 年同比增长 20.96%

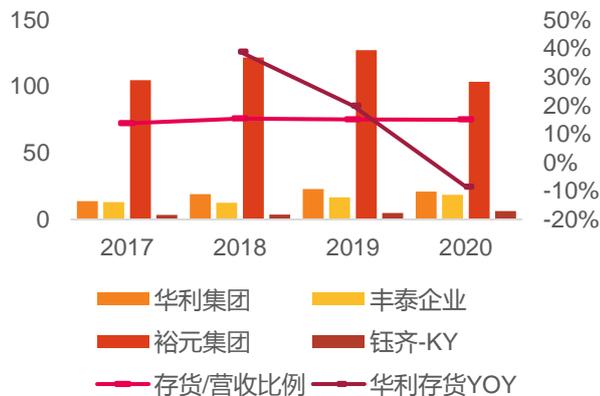


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.1.3. 运营能力稳健, 现金流充足稳定

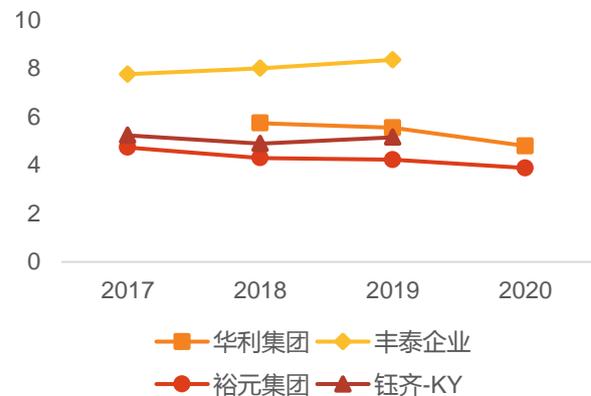
存货规模及存货管理方面, 公司 2020 年存货规模达 20.88 亿元, 同比减少 9%, 近三年存货规模增速呈现持续下降趋势; 存货周转率保持在每年 5 次左右, 处于行业中游水平, 整体存货管理能力稳定健康。

图 23: 华利及同行可比标的的存货规模对比 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 24: 华利及同行可比标的的存货周转率对比 (次/年)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

应收账款管理方面, 2020 年末公司应收账款 17.70 亿元, 同比大幅下降 21%, 整体规模较为稳定, 2020 年起规模增速趋缓; 同时公司应收账款周转率水平维持在 7.5 次/年左右, 整体应收款管理效率保持稳定。

图 25: 华利及同行可比标的的应收账款对比 (亿元)

图 26: 华利股份应收账款规模 (亿元) 及周转率 (次/年)



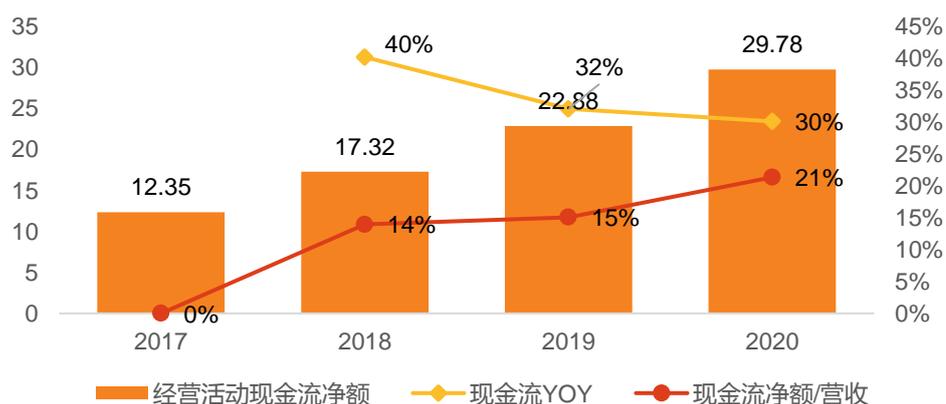
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司整体现金流充足且保持快速增长态势, 2020 年末经营活动现金流净额快速上升至 29.78 亿元, 同比增长 30%, 近三年复合增长率 34.10%。同时经营性现金流净额与营收比值稳定在 30%-40%之间, 公司盈利质量稳步增长。

图 27: 公司经营性现金流净额 (亿元) 及现金流净额/营收比例



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 深化头部客户合作, 优化结构, 高毛利订单稳步增长

公司截至 21Q1 的客户阵容主要由 8 大头部运动品牌构成, 包括 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour、Asics、On Running, 前五大头部客户收入占比常年超过 80%: 2017~2019、20H1, 公司前五大客户分别为 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia, 对应订单营收占比总和分别达到 83.01%、84.57%、86.14%、89.47%。

图 28: 华利集团服务品牌



资料来源：公司官网，天风证券研究所

同时为避免客户订单过于集中对未来订单数量波动影响，公司目前仍在积极拓展、更新优化客户阵容，21Q1 新拓客户 Asics、On Running，两者均为国际专业运动品牌，目前尚处于合作初期，其中 Asics 品牌 2019、2020 年运动鞋销售营收分别达到 1702、1602 亿日元；此外 New Balance 等头部潜在客户未来有望与公司展开合作，新旧客户有望持续为公司贡献订单增量。

此外，公司凭借自身生产管理及规模优势，深度绑定头部运动品牌，头部客户高毛利率订单（主要为运动休闲鞋类）数量及占比近年来实现增长。公司主要制鞋产品可以分为运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉鞋/拖鞋三类，其中户外靴鞋的鞋型及生产工艺较其他鞋履更为复杂，凉鞋/拖鞋类产品规模较小、工艺简单，产品附加值较低；相较之下，运动休闲鞋生产规模较大，更易实现规模效应，对应毛利率水平更具优势。

公司运动休闲鞋业务 2017~2019 年运动休闲鞋毛利率水平分别为 24.86%、26.69%、25.31%、24.21%，基本保持在 25%左右，户外靴鞋毛利率维持在 17~20%区间，运动凉鞋/拖鞋毛利率维持在 11~13%区间。此外 2017~2020H1 期间，公司运动休闲鞋占比已由 2018 年 74.15% 增长至 2020H1 的 81%，带动公司整体盈利能力稳步上行。

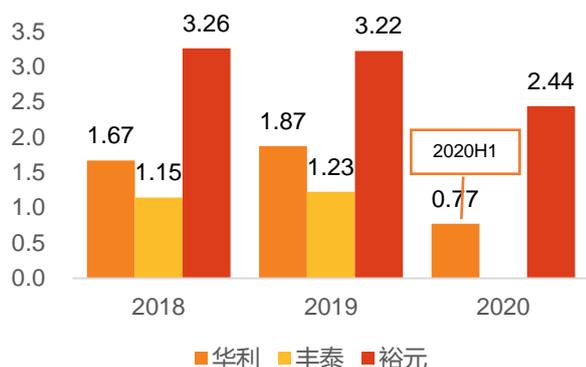
3.3. 海内外产能科学布局，快速拓产放大竞争优势

3.3.1. 公司现有产能规模优势明显，产量增速行业领先

从历史鞋履产品出货量来看，除去 2020 年对局部订单影响，华利集团 2019 年全年鞋产量达到 1.87 亿双，较 2017 年产量增长 45.90%，2017-19 年期间自有产能 CAGR 达到 18.09%，增速行业领先；同行可比标的裕元集团 2019 年鞋类出货量保持在 3.22 亿双，与 2017 年鞋品出货量基本持平；丰泰企业 2019 年鞋品出货量为 1.22 亿双，较 2017 年产量增幅为 19.61%。

图 29：2018-2020 年华利、丰泰、裕元产量变化（亿双）

图 30：2017-2020H1 华利集团产能（亿双）&产能利用率



资料来源：公司公告，天风证券研究所



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司目前主要制鞋产能集中在越南地区。鞋履制造属于劳动密集型产业，人力成本是生产成本的重要组成部分，越南劳动力充足，人力成本相对较低。2017-2020H1，越南直接人工的人均产量分别为 1474.67 双、1721.27 双、1671.62 双、750.99 双。

且越南对新冠肺炎疫情采取有力管控措施，新冠肺炎疫情对公司影响逐步降低，公司订单执行情况良好，经营业绩预计有所增长。2017-2020H1，公司产能利用率分别为 90.19%、94.92%、95.28%和 85.69%。

未来产能分布趋于多元化，印尼、缅甸等地区新拓产能稳步推进。公司 2021Q1 已于印尼设立制鞋工厂 Pt Adonia Footwear Indonesia 并开始建设，预计 1~1.5 年内建成；IPO 募投资项目缅甸世川鞋履生产基地对接 Puma 品牌运动休闲鞋产能需求，预计 2023 年完工后产能有望 3 年内完成爬坡，届时有望贡献 1200 万双年产能增量。

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，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。

3.3.2. 海外拓产计划明确，受益头部品牌精简供应链

公司 21Q1 越南三大工厂已经完工投产，同时将越南汛达、正达等较小规模工厂停产注销，并利用 IPO 募投资金将持续推进新工厂产能拓产计划，越南宏福等 5 大生产基地扩产有望于 2023 年建成，爬坡成熟后有望贡献 1118 万双产能增量。此外，缅甸世川及印尼新工厂拓产计划有望顺利推进落地，将有助于公司海外制鞋产能规模增长，促进产能布局优化。

图 31：NIKE 供应链数据及评级说明及数量变化示意图

SMI (可持续制造与采购指数) 将精益制造、人力资源管理、健康、安全和环境结合考虑，对一级工厂环境&社会绩效进行评级。



金：世界级可持续性；银：正作为行业先锋提升其可持续发展能力；铜：合规基线，供应商与nike一样致力于员工福利，并以负责任和高效的方式使用资源；黄/红：低于耐克的最低合规标准。

资料来源：NIKE 公司可持续发展报告，NIKE 年报，天风证券研究所

头部运动品牌 NIKE、PUMA 近年来对外协加工工厂制定了综合严格的评选机制，且供应商数量呈现逐年减少趋势，公司作为头部鞋履加工制造标的，头部品牌订单数量有望得到稳步增长。具体来看：

- 1) 品牌商综合考量可持续生产、环境保护措施等不同方面因素，逐年汰换尾部低评级供应商，供应商数量精简，质量逐步增强。
- 2) 运动行业现已步入后疫情时代快速回升，全球主要运动品牌最新财报数据表现亮眼，终端运动品牌销售有望持续增长，终端运动鞋服消费需求短期有望维持快速增长态势，头部品牌商终端订单总量有望保持高增。
- 3) 公司作为头部鞋履生产制造标的，生产效率、工艺流程优化管理经验丰富，开发设计技术优势突出，且兼具 3D 建模打印、镭射切割、高频等前沿技术设备加成，在头部品牌商供应商中更易获得更高优先级。

图 32：公司前沿生产管理技术举例示意图

SLA 立体平板印刷 3D 打印机		主要用于设计，使用激光能量使液能光敏树脂材料发生聚合反应变硬，由上而下打造出整鞋模型。
自动连续龙门裁断机		计算机排版使用占到连续裁断布料，主要用于生产。
编织技术-一种针织机械压圈装置		通过在编织横编机的压圈装置上安装调节装置，可以大幅度提高压圈的利用率和编织效率。
制程技术-一种数码电脑打印工艺		可自动印刷，同时本身机台也自带印刷后红外线烘干功能，其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。

资料来源：招股书，天风证券研究所

综上所述，在未来头部运动品牌商精简供应链背景下，公司作为头部制鞋供应链龙头标的，有望顺利承接其他尾部供应商订单转移，以及后疫情时代市场需求回升带来的整体订单增量。

3.4. 开发设计能力突出，客户导向机制保证高效生产落地

公司对开发设计人员与设备持续投入。截至 2020H1，公司拥有超过 2400 人的设计开发团队，同时公司关注对开发设计人员的培训，每年派遣开发设计人员前往主要客户进行专业培训。公司在开发软件、设备上也有较大的投入，如使用行业较为领先的 VR 设计系统及 3D 打印设备进行产品开发设计。

公司利用积累的多年运动鞋履开发设计及制造经验，参与客户的产品开发过程，从而对品牌运营企业的设计开发形成重要补充。客户提供基于平面形象的初步设计图稿，公司凭借与客户多年合作积累的开发经验，熟悉客户的品牌内涵和设计理念，利用自身积累的专业经验和技術优势，能够高效将平面图稿转化为运动鞋样品。

在开发设计过程中，公司从产品型体和功能、材料选择、工艺选择等方面向客户提出改进意见，并经客户确认后，最终形成符合客户设计理念、市场喜好且成本合理、量产可行的

产品。

此外，公司采用面向生产的开发设计策略，在产品的设计阶段，充分考虑生产要求，从源头上避免产品开发与批量生产误差问题。

公司主要开发设计机制如下：

1) 项目（品牌）负责制

公司制定开发设计目标，实行品牌项目负责制，每个项目经可行性论证及审核批准后由品牌组长负责，公司根据项目开发的效果和进度以及成果大小给予项目开发人员相应的奖励。

2) 以客户为导向

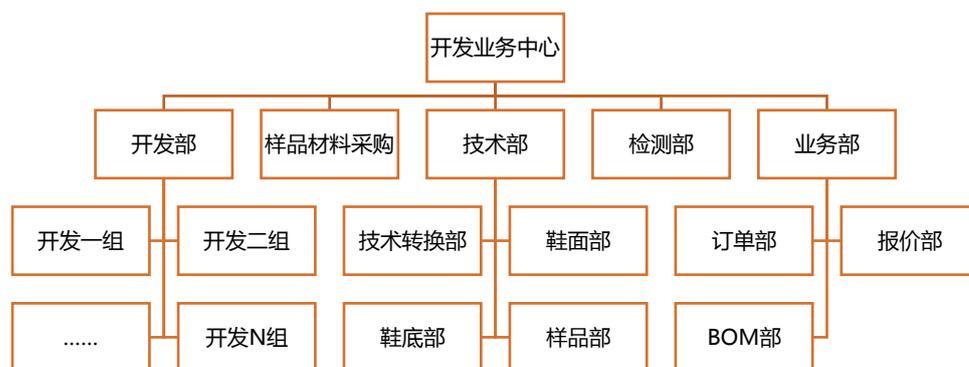
公司各开发设计中心定期和客户交流，组织开发设计人员前往客户公司，直接与客户设计部门、市场人员交流，确保开发设计方向紧跟客户需求。

3) 以生产为中心

公司的技术中心定期听取生产、材料、成本和质量控制部门的反馈意见，从一线反映的问题入手，保证开发设计做到有的放矢，每一项研究都落到实处，每一项开发都有生产的实际意义。

公司自成立以来一直重视开发业务体系的建设，经多年的发展和完善，现已建立了一套完整成熟的开发业务创新流程。整个开发业务过程，分为细化设计、开发、样品制造、验收、量产投放等步骤。公司成立各品牌独立的开发业务中心，开发业务中心下设开发部、业务部、检测部、技术部及样品材料采购部。

图 33：公司开发业务体系完善



资料来源：招股书，天风证券研究所

在生产自动化方面，公司以降低成本为目标，在用人较多的工艺环节，积极探索生产自动化，降低人力成本，提高产品质量的稳定性。2017-2020H1，公司新增大量的自动化设备，显著提高生产自动化程度，有效提高生产效率与产品品质，降低人工成本。20 年疫情以来，更是将自动化改造深入到生产与管理的方方面面，降本提效。

对于重复性高、生产工艺准确度要求严格的工序，公司持续进行生产线自动化改造，除采购通用的自动化生产设备外，还向设备供应商定制自动化生产设备。

1) 公司使用 3D 打印技术、VR 设计系统大幅提高了开发设计效率，缩短开发设计时间周

期及成本；

- 2) 作为运动鞋履制造行业少数能自产编织鞋面的企业之一，公司使用电脑编织一体成型鞋面生产设备，使公司编织鞋面生产效率大幅提升；
- 3) 公司自行研发不停顿模板系统，配合不间断电脑针车使用，每台电脑针车可增加约 10% 的生产数量；
- 4) 使用自动卧式橡胶大底射出机，以自动射出成型方式逐步取代传统人工热压生产橡胶大底，生产效率快速提高；
- 5) 使用行业先进的机械手臂上胶系统，利用计算机编程控制机械手臂运动轨迹，可进行精准涂布鞋面胶水，有效提升制鞋质量及减少用工量。

4. 盈利预测及估值

根据公司与 NIKE、Vans 等头部客户历史业务往来数据以及越南、缅甸鞋履生产基地新拓产能预期投产进度，以及国内中山编织鞋面产能拓展带来的一体化生产优势提升作用，我们对公司未来营收及盈利情况作出以下假设：

1) 公司现有产能保持稳定增长，且公司整体 2021 年~2023 年产能利用率分别达到 96%、98%、100%；

2) 公司新拓产能业绩增量估算：

公司越南及缅甸新扩鞋履产能项目预计于 2023 年实现首次投产，且首年投产后产能利用率达到设计产能的 70%。依据公司新拓产能投产预估数据，我们估算得到，越南新拓产能预计于 2023 年投产首年为公司带来 783 万双产能增量，其中 Puma、Vans、Converse、UGG、HOKA ONEONE 产能增量分别为 252、126、224、69、112 万双，预计年销售收入增量分别达到 2.28 亿元、0.88 亿元、1.84 亿元、1.72 亿元、1.94 亿元。

公司缅甸新拓产能目前主要对接 PUMA 品牌运动休闲鞋订单增量，设计产能达到 1200 万双，预计 2023 年实现首年投产，且首年产能利用率预计达到 70%，预计 2023 年缅甸新拓产能带来营收增量达到 8.11 亿元。

公司新拓中山编织鞋面产能预计 2022 年建成投产，2022~2023 年产量分别达到设计产能的 70%、90%，预计可分别实现营收 9.66 亿元、12.42 亿元。

公司于 2021Q1 越南生产基地产能进行调整优化，越南永山等三大新工厂逐步投产，规模较小工厂越南汎达、正达已关闭停产；且公司于印尼新设制鞋工厂，根据公司投资者关系记录数据，预计 1.5 年左右有望建成投产，我们参考公司投资规模大致估算新拓产能规模，与实际情况可能存在一定差异。

图 34：公司业务营收预测

(亿元, 万件, 元, %)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
运动休闲鞋/亿元	118.42	112.84	148.28	177.40	221.03
YOY	28.92%	-4.71%	31.41%	19.64%	24.59%
运动休闲鞋(运动类)/亿元	108.53	105.34	135.97	161.28	199.31
销量/万件	14930	13505	15810	17920	20980
单价/元	72.69	78	86	90	95
运动休闲鞋(休闲类)/亿元	9.89	7.50	12.31	16.12	21.72
销量/万件	927.97	700	1080	1390	1810
单价/元	106.57	107.14	114	116	120
户外靴鞋/亿元	20.48	14.92	23.27	29.92	38.33
YOY	3.04%	-27.16%	55.97%	28.61%	28.09%
销量/万件	1272	950	1410	1760	2190
单价/元	160.96	157.02	165.00	170.00	175.00
运动凉鞋及其他/亿元	12.45	11.17	15.97	18.06	21.78
YOY	4.43%	-10.28%	42.98%	13.12%	20.60%
销量/万件	1378.37	1100	1550	1720	1980
单价/元	90.29	101.51	103.00	105.00	110.00
编织鞋面销售/亿元				9.66	12.42
总营收/亿元	151.34	139.31	187.51	235.04	293.55
YOY	22.40%	-7.95%	34.60%	25.35%	24.89%

资料来源: wind, 天风证券研究所

维持盈利预测, 维持“买入”评级, 我们预计公司 2021~2023 年营业总收入分别为 187.51、235.04、293.56 亿元, 同比增长分别为 34.60%、25.35%、24.89%; 归母净利润分别为 26.15、33.03、41.73 亿元, 同比增长分别为 39.22%、26.29%、26.34%, 对应 EPS 分别为 2.24、2.83、3.58 元, 对应 P/E 分别为 51.36、40.67、32.19X。

我们对公司 DCF 绝对估值有以下假设条件:

- 1) 公司 2024~2025 年营收端保持 15%左右同比增速, 2026~2030 年营收同比增速保持在 9.0%~9.95%之间且增速逐年收敛放缓。公司 2024~2025 年归母净利润保持 15%同比增速, 且 2026~2030 年内归母净利润保持 10%同比增速。
- 2) 公司 2030 年以后为永续期, 我们认为在未来远期没有明确扩产计划的基础上, 预估未来公司自由现金流 FCFF 保持 2%同比增速。
- 3) 我们假设近一月银行间拆解利率中间值 2.01%为无风险利率, 以创业板指近三年几何平均回报作为市场平均回报率为 9.46%, 并参考公司历史借贷成本及加高负债水平, 假设借贷成本为 10.35%, 假设 β 为 0.12, 得到公司终端 WACC 为 5.73%。

图 35: 华利集团 DCF 绝对估值

自有现金流预测	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	永续期	
营业收入 (亿元)	187.51	235.04	293.56	337.59	388.23	426.86	467.83	512.28	560.94	611.43	—	
YOY	34.60%	25.35%	24.89%	15.00%	15.00%	9.95%	9.60%	9.50%	9.50%	9.00%	—	
净利润 (亿元)	26.15	33.03	41.73	50.07	59.09	69.43	79.84	90.62	103.76	116.73	—	
YOY	39.22%	26.29%	26.34%	20.00%	18.00%	17.50%	15.00%	13.50%	14.50%	12.50%	—	
净利率	13.95%	14.05%	14.21%	14.83%	15.22%	16.26%	17.07%	17.69%	18.50%	19.09%	—	
利息费用 (亿元)	0.10	-0.22	-0.31	-0.52	-0.67	-0.84	-1.00	-1.17	-1.01	-1.06	—	
税率	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	17.20%	—	
折旧摊销 (亿元)	1.37	1.43	1.48	1.28	1.50	1.75	2.01	2.27	2.59	2.91	—	
资本支出 (亿元)	10.41	13.05	5.50	1.70	1.84	2.11	2.12	2.20	2.68	2.64	—	
自由现金流FCFF (亿元)	17.20	21.23	37.45	49.22	58.20	68.38	78.90	89.72	102.84	116.12	1249.81	
YOY	2.29%	24.98%	23.26%	24.69%	24.77%	24.81%	24.85%	24.88%	21.75%	14.95%	—	
预测公司内在价值	1,572.19 亿元		公司目标股价: 134.72 元人民币									
DCF参数												
目标负债比率	37%				权益成本预测				3.76%			
β	0.12				债务成本预测				10.35%			
无风险收益率	2.01%				税后债务成本预测				8.57%			
风险溢价	14.55%				永续增长率				2%			
WACC	5.73%				永续自由现金流现值				1211.35 亿元			

资料来源: wind, 天风证券研究所

我们采用绝对估值法对公司内在价值进行估算, 得到公司 2021 年内在价值为 1572.19 亿元, 对应公司目标股价为 134.72 元, 对应 2021 年 P/E 为 60.41X。

5. 风险提示

1) 海外产能拓展受新型冠状病毒肺炎疫情影响进展缓慢。

2020 年初开始爆发的新型冠状病毒肺炎已对全球经济造成了重大影响。全球多个国家和地区疫情严重, 为了防止疫情传播, 多国政府采取了较为严格的控制措施, 如人员限制外出、零售门店关闭等。如果疫情短期内不能得到有效控制, 将导致全球鞋履消费下降, 公司主要客户的销售下滑, 从而影响公司销售订单, 进而对公司生产经营产生不利影响。

2) 国际贸易政策存在潜在风险。

公司业务的开展立足于全球化的国际贸易。公司主要客户为全球知名的运动休闲品牌, 销售遍及全球多个国家和地区。公司制鞋工厂主要设于越南等人力成本相对较低的国家和地区, 产品按客户要求发运至世界各地, 主要原材料的采购、产品的交付均通过国际贸易进行。

近年来, 贸易保护主义抬头, 逆全球化思潮显现, 贸易摩擦时有发生。如果国际政治、经济环境或者进出口国的贸易政策发生重大变化, 将可能对公司业务的发展产生重要影响。

3) 人力成本上升存在潜在风险。

鞋履制造属于劳动密集型产业, 人力成本是生产成本的重要组成部分。公司主要生产基地位于越南, 越南劳动力充足, 人力成本相对较低, 但随着越南经济的不断发展, 以及更多企业将生产制造环节转移至越南, 越南的劳动力成本不断上升。如果公司不能有效应对劳动力成本上升带来的挑战, 合理规划和布局, 将对公司经营获利产生不利影响。

4) 客户集中存在潜在风险。

公司主要客户为 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia 等全球知名企业, 客户相对集中。2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年 1-6 月, 公司前五大客户收入占公司营业收入的比

重分别为 83.01%、84.57%、86.14%和 89.47%。如果未来公司主要客户生产经营出现重大不利变化，或者公司产品无法有效满足上述客户的需求，则将对公司业务发展产生重大不利影响。

5) 公司生产地集中存在潜在风险。

当前公司主要生产工厂位于越南，生产基地相对集中，公司加大了其他国家和地区的生产制造布局，但越南工厂对公司生产制造仍具有重要作用，若越南政治、经济、投资贸易环境发生重大变化，则将对公司业务发展产生重要影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,298.86	2,437.74	6,469.93	6,016.62	12,401.04	营业收入	15,165.66	13,931.14	18,750.99	23,504.44	29,355.55
应收票据及应收账款	2,230.93	1,769.89	3,196.41	1,865.48	4,456.49	营业成本	11,604.75	10,473.80	14,156.99	17,745.85	22,163.44
预付账款	114.10	79.76	215.65	135.68	301.48	营业税金及附加	3.18	3.10	3.71	4.94	6.17
存货	2,283.16	2,088.19	3,231.21	3,594.78	4,772.47	营业费用	229.33	195.92	318.77	291.46	305.30
其他	339.07	134.10	438.33	302.76	346.30	管理费用	686.13	592.48	751.83	931.30	1,196.21
流动资产合计	6,266.12	6,509.68	13,551.52	11,915.31	22,277.79	研发费用	294.66	209.11	468.77	583.22	675.18
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	116.55	60.99	11.63	(19.39)	(28.61)
固定资产	2,599.94	2,508.10	2,828.46	3,229.97	3,399.18	资产减值损失	(102.99)	(103.99)	(100.00)	(52.33)	(85.44)
在建工程	355.49	310.00	711.09	876.65	555.99	公允价值变动收益	0.00	0.05	33.30	11.12	(18.51)
无形资产	182.29	200.40	181.84	163.28	144.72	投资净收益	75.46	2.46	40.00	30.00	20.00
其他	209.15	210.11	116.64	118.11	117.27	其他	62.05	191.83	(146.60)	(82.23)	(2.98)
非流动资产合计	3,346.86	3,228.60	3,838.03	4,388.01	4,217.16	营业利润	2,196.53	2,305.38	3,212.57	4,060.51	5,124.78
资产总计	9,612.99	9,738.29	17,389.55	16,303.32	26,494.94	营业外收入	2.08	6.97	3.68	4.24	4.96
短期借款	1,551.58	1,496.42	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.81	13.53	7.04	8.13	9.56
应付票据及应付账款	1,486.13	1,317.37	2,320.46	2,240.14	3,534.37	利润总额	2,194.79	2,298.82	3,209.21	4,056.62	5,120.18
其他	2,396.91	1,163.06	5,886.15	1,574.05	6,297.38	所得税	373.71	420.23	593.70	753.72	947.23
流动负债合计	5,434.62	3,976.85	8,206.61	3,814.19	9,831.76	净利润	1,821.09	1,878.59	2,615.51	3,302.90	4,172.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.21	0.09	0.15
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	1,821.09	1,878.59	2,615.30	3,302.81	4,172.80
其他	10.09	20.03	10.11	13.41	14.52	每股收益(元)	1.56	1.61	2.24	2.83	3.58
非流动负债合计	10.09	20.03	10.11	13.41	14.52						
负债合计	5,444.70	3,996.88	8,216.72	3,827.60	9,846.27	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.20	0.29	0.44	成长能力					
股本	1,050.00	1,050.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	营业收入	22.42%	-8.14%	34.60%	25.35%	24.89%
资本公积	2,157.67	2,157.67	2,157.67	2,157.67	2,157.67	营业利润	17.20%	4.96%	39.35%	26.39%	26.21%
留存收益	3,511.74	5,390.33	8,005.62	11,308.44	15,481.23	归属于母公司净利润	18.86%	3.16%	39.22%	26.29%	26.34%
其他	(2,551.12)	(2,856.59)	(2,157.67)	(2,157.67)	(2,157.67)	获利能力					
股东权益合计	4,168.28	5,741.40	9,172.82	12,475.72	16,648.67	毛利率	23.48%	24.82%	24.50%	24.50%	24.50%
负债和股东权益总计	9,612.99	9,738.29	17,389.55	16,303.32	26,494.94	净利率	12.01%	13.48%	13.95%	14.05%	14.21%
						ROE	43.69%	32.72%	28.51%	26.47%	25.06%
						ROIC	243.75%	47.03%	57.25%	128.88%	65.96%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	56.64%	41.04%	47.25%	23.48%	37.16%
净利润	1,821.09	1,878.59	2,615.30	3,302.81	4,172.80	净负债率	6.06%	-16.40%	-70.53%	-48.23%	-74.49%
折旧摊销	462.71	508.81	172.26	201.48	220.02	流动比率	1.15	1.64	1.65	3.12	2.27
财务费用	119.11	65.88	11.63	(19.39)	(28.61)	速动比率	0.73	1.11	1.26	2.18	1.78
投资损失	(75.46)	(2.46)	(40.00)	(30.00)	(20.00)	营运能力					
营运资金变动	356.73	523.99	2,833.37	(3,196.57)	2,022.95	应收账款周转率	7.67	6.96	7.55	9.29	9.29
其它	(395.85)	3.36	33.51	11.21	(18.36)	存货周转率	7.24	6.37	7.05	6.89	7.02
经营活动现金流	2,288.32	2,978.17	5,626.07	269.53	6,348.80	总资产周转率	1.76	1.44	1.38	1.40	1.37
资本支出	852.00	289.28	885.07	746.70	48.89	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.56	1.61	2.24	2.83	3.58
其他	(2,219.96)	(1,125.51)	(1,786.82)	(1,488.94)	(41.87)	每股经营现金流	1.96	2.55	4.82	0.23	5.44
投资活动现金流	(1,367.97)	(836.23)	(901.75)	(742.23)	7.02	每股净资产	3.57	4.92	7.86	10.69	14.27
债权融资	1,551.58	1,496.42	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	789.66	(366.46)	804.29	19.39	28.61	市盈率	73.76	71.50	51.36	40.67	32.19
其他	(2,681.42)	(2,342.57)	(1,496.43)	(0.00)	(0.00)	市净率	32.22	23.40	14.64	10.77	8.07
筹资活动现金流	(340.18)	(1,212.61)	(692.14)	19.39	28.60	EV/EBITDA	0.00	0.00	37.60	30.20	22.91
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	0.00	0.00	39.61	31.71	23.90
现金净增加额	580.17	929.32	4,032.19	(453.31)	6,384.42						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

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

一般声明

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

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

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

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

特别声明

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

投资评级声明

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

天风证券研究

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