

**300979.SZ**
**买入**

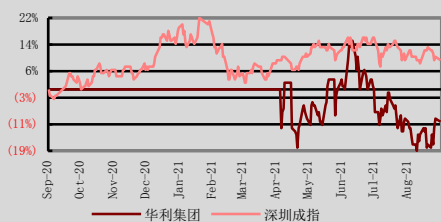
原评级: 未有评级

市场价格: 人民币 88.71

板块评级: 强于大市

**本报告要点**

- 受益下游高景气的鞋履制造行业龙头

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(11.3)	(2.6)	(13.7)	0.0
相对深证成指	(7.6)	(2.8)	(10.9)	(9.6)

发行股数(百万)	1,167
流通股(%)	7
总市值(人民币 百万)	103,525
3个月日均交易额(人民币 百万)	193
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
俊耀集团有限公司	85

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
 以 2021 年 9 月 22 日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

**纺织服装**
**证券分析师: 郝帅**

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

**证券分析师: 丁凡**

(8610)66229231

fan.ding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521090001

**联系人: 郑紫舟**

(8610)66229231

一般证券业务证书编号: S1300121070001

# 华利集团

## 鞋履制造龙头壁垒深筑, 产能落地高增可期

公司多年专注运动鞋履制造, 与行业内全球性龙头品牌深度绑定, 财务表现优异。公司具备客户资源、研发能力、产能布局三方面竞争优势, 且不断强化, 未来有助于进一步提升市占率。随着 IPO 项目逐渐落地, 公司未来产能规模将稳步迅速增长, 业绩有望维持稳健增长。首次覆盖, 给予买入评级。

**支撑评级的要点**

- **全球领先的运动鞋制造商, 绑定头部品牌商实现多年稳步增长。**公司主要从事运动鞋履开发设计、生产销售, 与头部服装品牌客户深度合作。2017-2020 年收入为 99.75/123.65/151.34/139.31 亿元, 复合增速 11.78%。2021H1 收入 81.95 亿, 同比增 18.23% (剔除汇率变动增长 28.71%), 维持快速增长。
- **客户资源优异、研发能力突出、低成本高效率产能布局, 三大核心优势壁垒深厚。**公司优质客户稳定, 前五大客户占比超 85%, 同时公司不断开拓优质品牌商客户如 On Running、Asics, 未来新客户放量望拉动收入增长。产能方面, 公司以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心, 拥有 21 家工厂, 不断推进越南北部产能布局, 低成本优势领先同业。此外, 公司历年来注重研发, 每年研发费用近 3 亿元, 产品研发能力强。
- **未来依托大客户的成长实现增长, IPO 打开产能瓶颈增长可期。**未来公司有望伴随大客户的成长实现增长。疫情后周期运动鞋履行业的景气上行(龙头品牌 Nike、Puma、Converse 2021Q2 收入同比增长 88%/96%/85%), 预计来自核心客户的订单有望进一步增长。依靠 IPO 募集资金打开产能瓶颈, 越南扩产将释放 1118 万双产能, 缅甸释放 1200 万双, 我们预计 2021-2023 产量分别为 2.07/2.43/2.79 亿双, 同比增长 26.41%/17.26%/15.07%。拉动收入提升。

**盈利预测和估值**

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 175.82/210.72/250.00 亿元, 归母净利润为 26.15/33.55/40.18 亿元, 对应 EPS 2.24/2.87/3.44 元/股, 当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 40/31/26 倍。首次覆盖, 给予买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 疫情复苏不及预期、越南疫情管控不及预期、产能扩张不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	15,166	13,931	17,582	21,072	25,000
变动(%)	22	(8)	26	20	19
净利润(人民币 百万)	1,823	1,882	2,615	3,355	4,018
全面摊薄每股收益(人民币)	1.734	1.789	2.238	2.870	3.438
变动(%)	(88.0)	3.2	25.1	28.3	19.8
全面摊薄市盈率(倍)	51.1	49.6	39.6	30.9	25.8
价格/每股现金流量(倍)	40.7	31.3	27.1	31.2	24.7
每股现金流量(人民币)	2.18	2.84	3.27	2.84	3.60
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.6	33.5	20.8	21.8	18.6
每股股息(人民币)	0.286	0.333	0.417	0.535	0.641
股息率(%)	0.3	0.4	0.5	0.6	0.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 目录

<b>运动鞋履一体化生产龙头，领跑国内市场</b> .....	<b>5</b>
多年专注鞋履生产，目前步入稳定增长阶段 .....	5
运动鞋品类贡献 80% 收入，优质大客户占比稳定 .....	6
股权集中，管理层行业经验丰富 .....	7
<b>运动鞋履市场景气高，公司在行业中竞争力强</b> .....	<b>9</b>
运动行业高景气，产业链分工明确 .....	9
华利集团规模居行业第二，多维度打造差异化竞争力 .....	10
<b>产能稳定投放、研发能力强、客户增长潜力大</b> .....	<b>12</b>
产能布局优势：越南北部产能差异化布局，自动化信息化构筑未来优势 .....	12
研发优势：中山研发中心享受区域优势，叠加公司高投入，不断加强研发 .....	12
客户优势：绑定全球顶级运动行业龙头、生产能力获得背书，积极开拓优质新客户 .....	14
<b>打破产能瓶颈，客户订单向好，推动长期增长</b> .....	<b>16</b>
公司依托下游优质客户有望实现长期较好增长 .....	16
IPO 增加产能扩展，未来产能持续扩张可期 .....	19
<b>领先同业，筑行业龙头地位</b> .....	<b>21</b>
收入利润稳健增长，盈利能力稳定较高 .....	21
公司管理能力增强，存货较为稳健 .....	22
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1.公司主营运动鞋履全品类生产.....	5
图表 2.公司进入成熟期，综合优势明显.....	6
图表 3.运动休闲鞋拉动营业收入快速上升（单位：亿元）.....	6
图表 4.大客户占比较高（单位：亿元）.....	7
图表 5.公司产品主要面向下游客户为美国和欧洲客户（单位：亿元）.....	7
图表 6.公司股权结构集中.....	8
图表 7.公司管理层经验丰富.....	8
图表 8.全球鞋履市场销售规模扩大，运动鞋市场增速显著高于鞋履市场（单位：亿美元）.....	9
图表 9.鞋履行业产业链分工专业化.....	9
图表 10.部分品牌商近年合作制造厂商数量减少（单位：家）.....	10
图表 11.主要鞋履制造企业基本情况.....	10
图表 12.裕元集团产量规模大，华利集团产能增长速度突出（单位：亿双）.....	10
图表 13.公司盈利水平稳定较高.....	11
图表 14.公司在越南的税收优势显著.....	12
图表 15.人均效率稳步提升.....	12
图表 16.公司研发流程完备.....	13
图表 17.研发投入持续稳健（单位：亿元）.....	13
图表 18.研发成果丰富（单位：个）.....	14
图表 19.公司客户品牌合作发展历程.....	14
图表 20.公司对核心客户销售，毛利率水平稳定（单位：亿元）.....	15
图表 21.公司对核心客户营收高增长.....	15
图表 22.公司与核心客户合作稳定（单位：亿元）.....	15
图表 23.申洲国际发展历程可以分为四个阶段.....	16
图表 24. 2005-2020 年申洲国际收入及归母净利润增长较快.....	17
图表 25. 申洲国际长期保持高毛利率.....	17
图表 26.核心客户构成申洲国际收入主体，客户结构多元化（单位：亿元）.....	18
图表 27.以 Nike 为代表的品牌商收入增长迅速.....	18
图表 28.收入同比：主要客户收入增长较稳定.....	18
图表 29. Nike、Puma 收入高速增长.....	18

图表 30. 运动鞋市场景气度高 (单位: 亿美元) .....	19
图表 31. 公司以运动鞋为主 (单位: 亿元) .....	19
图表 32. 公司主要大客户占比稳步提升 .....	19
图表 33. 扩产项目助力公司产能增加 (单位: 亿元 万双) .....	20
图表 34. 2021H1 在建工程进展顺利 (单位: 万元) .....	20
图表 35. 公司总体规模增速较快 (单位: 百万双) .....	20
图表 36. 公司制鞋业务收入增速显著高于同行业公司平均增速 (单位: 亿元) ....	21
图表 38. 运动休闲鞋类拉动公司毛利上升 .....	21
图表 39. 期间费用率保持稳中有降 .....	22
图表 40. 公司净利率水平位于行业前列 .....	22
图表 41. 公司存货情况稳健 .....	22
图表 42. 公司收入拆分表(单位: 亿元 亿双 元/双) .....	23
图表 43. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元) .....	23
损益表(人民币 百万) .....	25
资产负债表(人民币 百万) .....	25
现金流量表(人民币 百万) .....	25
主要比率 (%) .....	25

## 运动鞋履一体化生产龙头，领跑国内市场

多年专注鞋履生产，目前步入稳定增长阶段

公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售。华利集团成立于2004年，公司主要从事运动鞋履开发设计、生产和销售，主要为 Nike、VF、Puma、Columbia、Deckers 等全球知名运动公司提供运动鞋履开发设计与制造服务，产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。公司于2021年4月26日在深交所创业板A股上市，是A股第一家从事运动鞋履制造的上市公司。

图表 1. 公司主营运动鞋履全品类生产

产品分类	主要客户	主要品牌代表	产品图示
运动休闲鞋	Nike、VF、Deckers、Puma	Nike、Converse、Vans、Puma、Under Armour、HOKA ONE ONE	
户外靴鞋	Deckers、Columbia、VF	UGG、Columbia、Vans	
运动凉鞋/拖鞋	Deckers、Nike、Puma	Teva、Nike、Puma	

资料来源：公司招股说明书，中银证券

公司发展可分为三个阶段，目前进入成熟期，客户资源稳定，综合优势不断加强。公司实际控制人张聪渊家族自上世纪70年代开始从事鞋业生产，拥有50余年鞋业生产经验。目前公司步入成熟发展期，建立了完善的管理体系、合理的业务布局、稳定的客户关系，公司利用成本、规模、技术、质量优势，培育公司品牌地位和产业链优势。

1) **第一阶段(1995年前身设立-2013年)**：在设立初期，公司作为新沅集团制鞋分部，起步于 Converse 品牌代工逐渐发展。2013年张聪渊家族收购新沅集团鞋履制造业务，华利集团独立经营，公司进入成长转型期，在保持原有客户订单增长的前提下，成为 Nike、Under Armour 等国际知名品牌重要供应商，客户资源稳定可持续。

2) **第二阶段(2013年-2016年)**：公司快速成长，产能扩张迅速，客户多元化拓展。2013年公司被张聪渊先生收购，独立为华利集团，并且公司获得大客户 PUMA，客户资源优化显著。这一阶段在越南开设15家制鞋工厂，越南产能布局逐渐成熟。

3) **第三阶段(2016年-至今)**：龙头地位巩固，与客户深度合作，形成完善的业务布局。2017年-设立自动化机械针织鞋面生产厂商中山腾星，提高公司自动化程度，降低人力成本上升对公司成本的影响；2021年4月在深交所创业板A股上市，至今已形成了“以中山为管理及开发设计中心，香港、贸易越南、中国缅甸多米尼加为工制造中心”的业务布局，龙头地位不断巩固。

图表 2.公司进入成熟期，综合优势明显

时间	阶段特点	事件
设立-2013年 初创布局期	新沅集团制鞋业务分部	1995年-与 Converse 建立合作关系； 2001年-与 UGG 建立合作关系； 2004年-与 Vans 建立合作关系； 2005年-成立越南正川，产能逐渐向越南转移； 2009年-与 Columbia 建立合作关系； 2009年-成立中山志捷，作为公司的开发中心和管理总部； 2012年-与 Nike 建立合作关系。 2013年-公司被张聪渊先生收购，独立为华利集团；
2013年-2016年 成长转型期	华利集团独立，扩客户、增产能双线并进	2013年-与 Puma 建立合作关系； 2015年-在越南开设 15 家制鞋工厂，主要生产基地转向越南； 2016年-产销量实现 1 亿双的突破。
2016年-至今 成熟发展期	与客户深度合作，形成完善的业务布局	2017年-设立自动化机械针织鞋面生产厂商中山腾星，提高公司自动化程度，降低人力成本上升对公司成本的影响； 2018年-与 Under Armour 正式建立合作关系； 2019年-华利有限完成股份制改革； 2021年4月-在深交所创业板 A 股上市； 至今-已形成了“以中山为管理及开发设计中心，香港、贸易越南、中国缅甸多米尼加为工制造中心”的业务布局。

资料来源：公司招股说明书，中银证券

### 运动鞋品类贡献 80%收入，优质大客户占比稳定

运动鞋类享受行业高景气度，增速较高，是公司的主要收入来源。2017-2020 年收入 99.75/123.65/151.34/138.91 亿元，复合增速达 11.67%。公司主要从事运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋的开发设计、生产与销售，实现运动鞋履各品类较好发展。同时，公司聚焦运动休闲鞋生产和销售，2020 年收入占比超过 81%，2018 年、2019 年收入增速为 28.06%/28.92%，显著高于另两类鞋靴收入增速，主要系终端消费者对运动需求和运动鞋消费持续恢复。

图表 3.运动休闲鞋拉动营业收入快速上升（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
运动休闲鞋	71.73	91.86	118.42	112.52
yoy	-	28.06%	28.92%	(4.98%)
占比	71.91	74.29%	78.24%	81.00%
户外靴鞋	18.68	19.87	20.48	14.88
yoy	-	6.42%	3.04%	(27.35%)
占比	18.72	16.07%	13.53%	10.71%
运动凉鞋/拖鞋及其他	9.35	11.92	12.45	11.52
yoy	-	27.48%	4.43%	(7.47%)
占比	9.37	9.64%	8.22%	8.29%
合计	99.75	123.65	151.34	138.91

资料来源：公司招股说明书，中银证券

绑定优质大客户，大客户营收占比稳定。公司客户主要为 Nike、VF、Deckers 等全球知名运动品牌，经过多年合作，公司凭借高质量产品、高效生产、快速交付能力，与头部客户深度绑定，建立了稳定长久的合作关系。2017-2020 年，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%/92.59%，客户的集中度较高。Nike、VF 为公司主要大客户，占公司营收总额超过 50%，未来产能的释放及合作的深化，预计营收增速将进一步提高。

图表 4.大客户占比较高 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020
Nike	27.76	31.51	41.32	44.21
yoy	-	13.50%	31.14%	6.99%
占比	27.73%	25.43%	27.25%	31.73%
VF	23.45	35.01	38.96	33.61
yoy	-	49.31%	11.27%	(13.74%)
占比	23.43%	28.26%	25.69%	24.13%
Deckers	19.67	22.45	26.27	27.34
yoy	-	14.16%	17.00%	4.07%
占比	19.65%	18.12%	17.32%	19.63%
Puma	6.56	8.91	15.94	15.88
yoy	-	35.76%	79.02%	(0.39%)
占比	6.55%	7.19%	10.51%	11.40%
Columbia	5.64	6.88	8.15	7.94
yoy	-	21.97%	18.34%	(2.54%)
占比	5.64%	5.56%	5.37%	5.70%

资料来源: 招股说明书, 中银证券

产品外销为主, 主要销往美国、欧洲。由于公司客户主要为海外知名品牌, 公司主要产品销往美国和欧洲, 美国和欧洲是运动鞋履产品的主要消费市场, 市场需求量大且稳定。2017年至2020年公司自欧美市场的收入占比为 99.31%/99.13%/98.53%/99.49%, 占比基本保持稳定。美国为公司主要销售市场, 但公司自欧洲市场的营业收入占比显著上升, 2018-2019年收入增速为 26.35%/54.57%, 2020年收入占比达 11.59%。

图表 5.公司产品主要面向下游客户为美国和欧洲客户 (单位: 亿元)

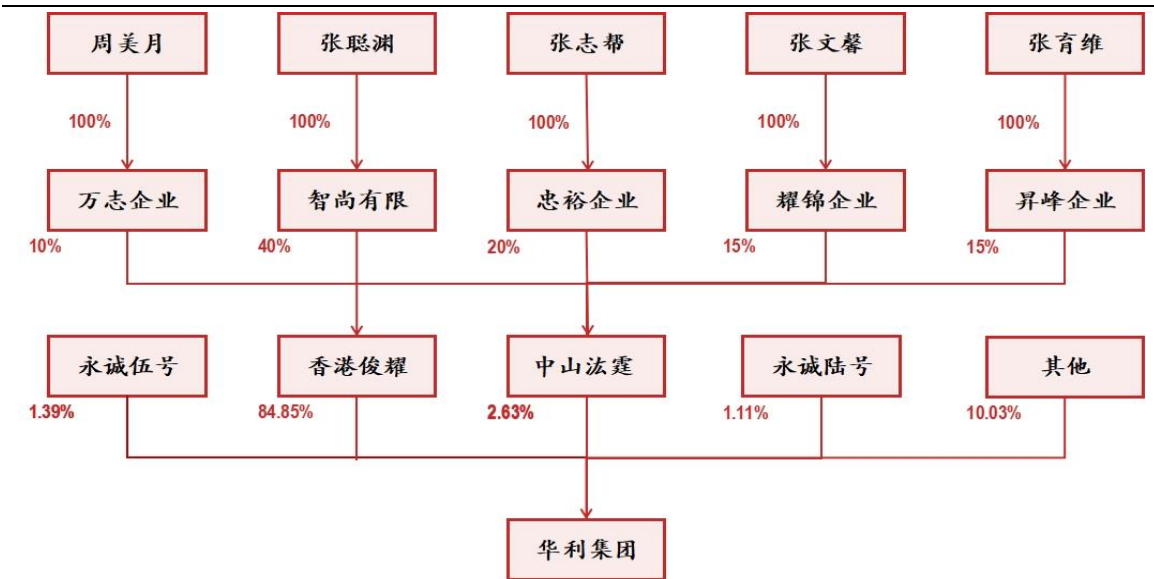
	2017	2018	2019	2020
美国	90.74	112.05	132.85	122.1
yoy	-	23.49%	18.56%	(8.09%)
占比	90.96%	90.62%	87.78%	87.90%
欧洲	8.33	10.52	16.26	16.1
yoy	-	26.35%	54.57%	(0.98%)
占比	8.35%	8.51%	10.74%	11.59%
其他	0.69	1.07	2.23	0.72
yoy	-	55.65%	107.30%	(67.71%)
占比	0.69%	0.87%	1.47%	0.52%

资料来源: 公司招股说明书, 中银证券

## 股权集中, 管理层行业经验丰富

公司股权集中, 发行人股权结构清晰、控制权稳定。公司实际控制人为张聪渊家族五人, 合计持有华利集团 87.48% 股权, 公司股权集中, 利于决策统一。实际控制人张聪渊家族一直致力于鞋履的开发与制造, 拥有丰富的行业经验, 为公司构建了完善的管理体系和成熟的业务体系。截止 2020 年末, 公司共有 43 家控股子公司, 各子公司分工明确, 充分满足公司业务发展各方面需要。

图表 6. 公司股权结构集中



资料来源：招股说明书，公司公告，中银证券

**公司管理层从业多年，经验丰富。**公司的核心管理层大部分具有几十年鞋履制造的从业经历，生产管理经验丰富，在生产管理人员中，在公司服务 10 年以上的超过 800 人。张聪渊先生于 20 世纪 70 年代起即开始从事鞋业，于 20 世纪 80-90 年代先后在台湾、广东等地区与合作伙伴一同投资了若干鞋业工厂。张聪渊家族成员包括张聪渊、周美月、张志邦、张文馨、张育维五人。其中，张聪渊与周美月系夫妻关系，而张志邦、张文馨、张育维，则分别为张聪渊的长子、长女和次子。张聪渊家族 50 余年来一直致力于鞋履的开发与制造，对行业有深刻的理解，构建了成熟的业务体系。

图表 7. 公司管理层经验丰富

姓名	任职	行业经验和背景
张聪渊	董事长	张聪渊先生具有超过 50 年鞋履制造经验，曾担任中国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 年任职于新沣集团，历任新沣集团董事总经理、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，目前任公司董事长。
刘淑娟	董事、总经理	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 年加入中山志捷，任中山志捷总经理，目前任公司董事、总经理。
张志邦	副董事长、执行长	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。
张文馨	董事、副总经理	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	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。

资料来源：公司招股说明书，中银证券



## 运动鞋履市场景气高，公司在行业中竞争力强

### 运动行业高景气，产业链分工明确

全球鞋履行业规模较大，运动鞋履市场高增速有望延续。据 Statista 预测，2020 年全球鞋履市场销售规模达到 4542 亿美元，预计 2023 年全球鞋履市场销售规模将增长至 5127 亿美元。2017-2020 市场复合增长率为 4.54%，预计 2020-2023 年复合增长率保持在 4% 水平。鞋履行业增长稳定，其中运动鞋履行业景气度最高。**2020 年全球运动鞋市场销售规模约 1608 亿美元，预计 2023 年全球运动鞋市场销售规模将增长至 2517 亿美元。**

图表 8.全球鞋履市场销售规模扩大，运动鞋市场增速显著高于鞋履市场（单位：亿美元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
鞋履市场销售规模	3976	4161	4351	4542	4737	4932	5127
yoy	4.17%	4.64%	4.58%	4.39%	4.30%	4.10%	3.97%
运动鞋市场销售规模	1279	1476	1685	1608	1839	2129	2517
yoy	13.52%	15.46%	14.11%	(4.57%)	14.37%	15.77%	18.22%

资料来源：Statista，Grand View Research，前瞻产业研究院，中银证券

政府政策支持及运动消费观念增强拉动运动消费支出增长，利好运动鞋行业市场扩大。中国国家体育总局于 2021 年 7 月提出 2025 年体育产业总规模超 5 万亿目标。未来体育运动市场更加细化，除传统田径、球类运动外，户外运动、极限运动兴起，推动运动鞋品类增加，提升对运动鞋的复购频次。**全球主要国家政府对于体育产业发布相关政策支持发展，同时运动生活化推动了专业运动鞋向休闲运动鞋的转变，扩大了运动鞋的穿着场景和消费市场。**

鞋履行业产业链环节专业化推动专业鞋类制造商发展。鞋履行业产业链分为上游原材料厂商、中游鞋履制造商以及下游品牌运营商，其中有以裕元集团、华利集团为代表的制造商，品牌运营端则产生了以 Adidas、Nike 为代表的一众知名品牌。下游运营商长期以来聚焦于高附加值环节，向上游专业制造商委托加工产品。**近年来，下游国际大牌对上游供应商的结构优化比例逐渐增加。**2015-2019 年 Adidas 合作制造商由 320 家减少至 138 家，2015-2020 年 Nike 鞋履外包制造工厂由 146 家减少至 122 家。

图表 9.鞋履行业产业链分工专业化



资料来源：公司官网，招股说明书，百度图片，中银证券

图表 10.部分品牌商近年合作制造厂商数量减少 (单位: 家)

(家)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
合作制造商数量						
Adidas	320	297	296	130	138	-
鞋履外包制造工厂						
Nike	146	142	127	124	112	122

资料来源: 公司年报, 中银证券

## 华利集团规模居行业第二, 多维度打造差异化竞争力

鞋履制造行业销量排名前三位的企业分别是裕元集团、华利集团、丰泰企业。其中裕元集团是全球最大、销量最多的运动鞋制造厂商, 1988 年成立, 目前拥有 180 条生产线。华利集团全球销量位居第二, 2004 年创立以来为众多国际知名运动品牌提供加工品, 产能增速较快。丰泰企业 1971 年创立, 是 Nike 鞋类产品全球主要供应商之一, 运动鞋产量占 Nike 全球销量近六分之一。

图表 11.主要鞋履制造企业基本情况

公司名称	主要产品	主要合作品牌	工厂分布	2019 年海外产能占比
裕元集团	运动鞋、休闲鞋、户外鞋和休闲凉鞋	Adidas、Asics、Converse、New Balance、Nike、Puma、Reebok、Salomon、Timberland 等	越南、印尼、中国、柬埔寨、孟加拉、缅甸等	89%
华利集团	运动休闲鞋、户外靴、鞋、休闲凉鞋/拖鞋及其他	Nike、Converse、Vans、Deckers、Puma、Columbia、UGG、Under Armour 等	越南、中国、多米尼加、缅甸等	99%
丰泰企业	户外鞋、运动鞋和其他	Nike 等	越南、印度、印尼、中国等	91%
钰齐国际	运动鞋	Altra、The North Face、Keen、Vans、Under Armour、Merrell 等	中国、越南、柬埔寨	66%

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 中银证券

图表 12.裕元集团产量规模大, 华利集团产能增长速度突出 (单位: 亿双)

	2017	2018	2019
裕元集团产量	3.25	3.26	3.22
yoy	-	0.3%	(1.2%)
华利集团产量	1.26	1.67	1.87
yoy	-	30.15%	12.11%
丰泰企业产量	1.02	1.15	1.23
yoy	-	11.82%	7.16%

资料来源: 招股说明书, 公司年报, 中银证券

华利集团创立时间晚于裕元集团、丰泰企业, 但近年来业务规模不断扩大, 增长势头强劲。竞争优势主要来源于盈利能力优势以及合作品牌多元化的战略:

盈利能力看, 华利集团盈利能力稳定较高。2020 年华利集团毛利率接近 25%, 高于其他三家主要鞋履制造商, 主要原因在于工厂布局优势以及客户订单结构优化。相比裕元集团、丰泰企业较为分散的生产模式, 华利集团将生产线集中布局在越南北部, 2020 年近 99% 的鞋履来源于越南生产基地, 充分利用越南北部人力成本和税收优势压缩产品成本。另外, 华利集团与主要客户 Nike 等保持长期稳定的合作, 优质订单比例稳定提升。

图表 13. 公司盈利水平稳定较高

	2017	2018	2019	2020	2021H1
裕元集团	35.8%	24.5%	24.9%	21.7%	25.76%
华利集团	23.1%	24.2%	23.5%	24.8%	28.98%
丰泰企业	23.0%	24.5%	24.4%	23.9%	-
钰齐国际	19.8%	18.0%	19.7%	21.0%	-

资料来源：公司招股说明书，公司年报，中银证券

## 产能稳定投放、研发能力强、客户增长潜力大

### 产能布局优势：越南北部产能差异化布局，自动化信息化构筑未来优势

公司积极布局东南亚产能，享有成本红利。不同于同业其他公司，如申洲国际等将产能布局在越南南部，公司自 2005 年起在越南北部的农业地区布局产能，由于在北部地处农村、工厂稀疏，对于劳动力的竞争较小，给公司带来稳定的劳动力供给优势。相较中国、台湾甚至越南南部地区，越南北部地区薪资水平具有一定竞争优势，使得公司拥有行业内显著的成本优势；由于越南北部地区特殊的地理位置优势，不论其他东南亚国家还是中国，都是运输的中轴，为原材料的采购、运输提供便利，提高原料成本优势；公司产能布局集中，管理半径较小，故拥有优势；欧美国家与越南之间的关税便利，以及越南政府为外来企业的政策支持，同时降低公司的关税。

图表 14.公司在越南的税收优势显著

工厂	税收优惠政策	2020 年税收情况
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。	2020 年 1-6 月适用企业所得税税率为 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%。	由于处于亏损状态，尚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，同时享受获利年度(2012 年)开始三年减免企业所得税，七年减半征收企业所得税税收优惠。	由扩展投资（即超过初始投资许可证中所列示的金额的实际收资本）产生的收入不可享受上述税收优惠。

资料来源：招股说明书，中银证券

公司自动化信息化水平显著提高，未来人均销量有望进一步攀升。公司自动化有助于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。通过信息系统的建设，公司将实现管理效率的大幅提高。例如公司拥有台塑 ERP/OA、BPM 等系统，可以对各部门进行协同管理，提高管理效率的同时为公司规模持续扩张奠定基础。在自动化设备的大量实现下，公司人均效率不断提高。2017-2019 年，公司人均效用从 11.75 万元/人稳步提升至 13.60 万元/人。

图表 15.人均效率稳步提升

	2017	2018	2019
员工人数 (万人)	8.52	9.75	11.15
yoy		14.44%	14.36%
人均效率 (万元/人)	11.75	12.71	13.60
yoy		8.17%	7.00%

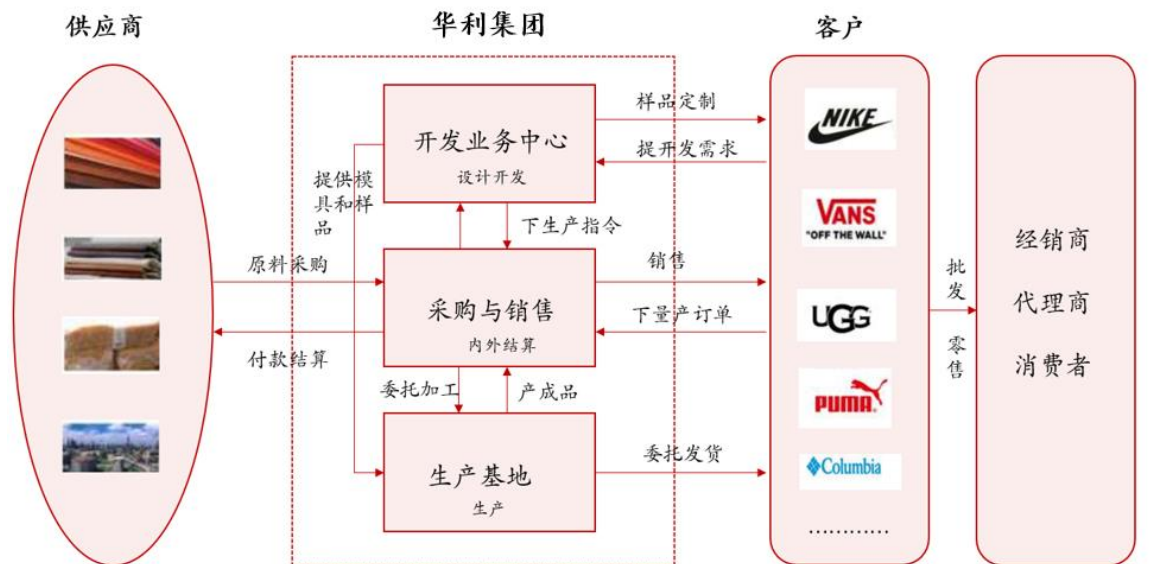
资料来源：招股说明书，中银证券

### 研发优势：中山研发中心享受区域优势，叠加公司高投入，不断加强研发

公司制鞋经验丰富，产品研发能力强，能迅速满足客户多样化需求。公司根据客户端的开发需求就材料、工艺、样品设计等自身具备优势的领域与客户及品牌端进行沟通并提出建议，利用公司自身多年运动鞋履开发设计及制造积累的经验，帮助客户将产品的概念设计落实为成本可控、量产可行的产品方案，进而促成品牌的上新。能够迅速满足客户的多样化需求，在制鞋技术上利用研发团队不断优化，及时跟踪掌握产业动态，与客户共同开发符合消费者购买理念产品，以提高产品竞争力。

研发中心位于鞋类制造中心中山，研发人才优势显著。公司背靠中国大陆丰富的开发设计人才供给和完整的鞋履制造产业链配套，已在中山拥有积累多年的开发设计人才储备，并充分利用上下游产业链和多样的原材料，快速进行鞋履开发。同业中，安踏等品牌均在中山地区生产，使得该地区的竞争力以及研发活力会高其他地区，公司研发中心设置在中山，不仅可以获得优秀的研发人才，更可以利用中山地区独有的制鞋产业链和多样的原料快速高效进行鞋履开发。

图表 16. 公司研发流程完备



资料来源：招股说明书，中银证券

公司研发投入持续稳定，为新业务拓展空间。公司从 2017 年到 2019 年研发费用均维持在 2-3 亿元之间，且金额呈现增长趋势，持续较大的研发投入为新产品、新技术开发提供了资金保证，有效推动了公司收入的增长。

图表 17. 研发投入持续稳健（单位：亿元）

	2017	2018	2019	2020
研发费用	2.17	2.44	2.95	2.09
占比	2.17%	1.97%	1.94%	1.48%

资料来源：招股说明书，中银证券

专利、核心技术具有优势，为公司未来业务拓展加码。公司在多年发展中积累了大量的核心技术，核心技术主要体现在模具、鞋底等制造，以及鞋面编织、制程上，这些技术不仅满足产品的多样性、功能性，而且能够提高生产效率，降低生产成本。公司核心技术专利数达 42 个，在同业竞争中处于领先地位，有望在未来对拓宽全球知名品牌客户，并维持优质客户资源起到决定性作用。其中对于编织技术工艺，公司使用电脑编织一体成型鞋面生产设备高效生产编织鞋面，是运动鞋履代工企业当中为数不多的企业之一，显著提升了研发能力和利润水平。而华利则凭借多年积淀的强大研发能力维持毛利率稳定。

图表 18.研发成果丰富 (单位: 个)

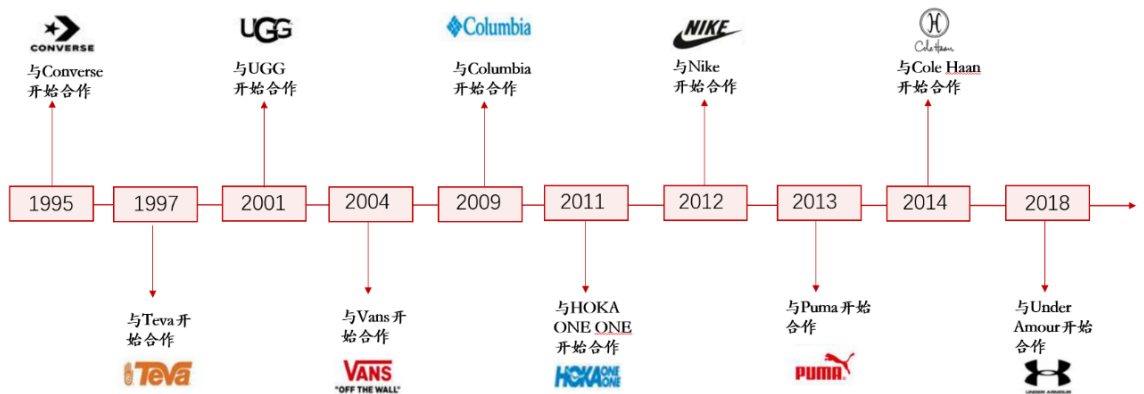
项目	2020年6月底
专利数	42
软件著作权	3
商标	1
模具技术工艺种类	3
制造技术工艺种类	7
鞋底技术工艺种类	8
编织技术工艺种类	3
开发与自动化生产设备数	13

资料来源: 招股说明书, 中银证券

**客户优势: 绑定全球顶级运动行业龙头、生产能力获得背书, 积极开拓优质新客户**

与国际头部大客户深度绑定, 客户资源优势显著。公司以前瞻化布局东南亚产能、自动化信息化生产等优势, 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, 积累了知名运动鞋履客户资源。全球运动鞋服市场份额的前十的品牌中, Nike、VF、Puma、Columbia、Under Armour 均为公司主要客户。此外, 公司也是 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。公司量产能力强, 比如 2013 年与 Puma 开始合作, 1-1.5 年之后就展开对于 Puma 的量产, 说明公司的产品设计, 以及产品品质符合品牌商的价值, 因此, 能够获得大客户的长期合作, 提升自我竞争力。

图表 19.公司客户品牌合作发展历程



资料来源: 招股说明书, 中银证券

**公司同主要客户共同实现营收稳健增长。**2017-2019 年公司营收实现复合增速 23.09%, 处于同业可比品牌的领先地位。对前五大客户合计销售占比在 80% 以上, 且前五大客户历年的销售占比平稳。公司与前五大客户的销售价格主要根据产品材料成本、人工成本、制造费用及合理的利润协商确定, 进而形成显著的生产规模效应, 体现在主要原材料和能源供应充足、稳定, 主要产品生产工艺成熟, 生产人员技术熟练, 生产成本得到有效控制。

图表 20.公司对核心客户销售，毛利率水平稳定（单位：亿元）

前五大客户	2017	2018	2019	2020H1
销售收入	83.08	104.77	130.64	62.01
占比	83.01%	84.57%	86.14%	89.47%
毛利率	25.63%	26.86%	25.47%	24.30%
同比变动	-	1.23%	(1.39%)	-

资料来源：招股说明书，中银证券

持续提升老客户供应份额，下游客户的高成长性为公司增长提供重要来源。公司前五大客户自身的销售收入总体持续增长，与公司向前五大客户销售收入增长趋势保持一致。公司向前五大客户销售收入增幅高于客户自身增幅，其原因主要为公司凭借良好的产品品质、突出的开发设计能力以及快速响应能力赢得了品牌客户的信任，扩大了对前五大客户的销售份额。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，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，由于体育服饰行业处于稳定增长期间，所以客户的增长拉动公司收入的增长。

图表 21.公司对核心客户营收高增长

		2018	2019	2020
Nike	公司来自客户营收 yoy	13.50%	31.14%	6.99%
	客户营收 yoy	9.68%	7.05%	31.73%
VF	公司来自客户营收 yoy	49.31%	11.27%	-13.74%
	客户营收 yoy	20.68%	5.80%	24.13%
Deckers	公司来自客户营收 yoy	14.16%	17.00%	4.07%
	客户营收 yoy	8.27%	6.16%	19.63%
Puma	公司来自客户营收 yoy	35.76%	79.02%	-0.39%
	客户营收 yoy	12.39%	18.37%	11.40%
Columbia	公司来自客户营收 yoy	21.97%	18.34%	-2.54%
	客户营收 yoy	13.63%	8.57%	5.70%

资料来源：招股说明书，中银证券

公司与顶级品牌持续合作，提升自我综合竞争力。与全球知名品牌的合作，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，使得公司在开发设计、生产制造、内部管理等方面精益求精、不断提高，进而提高自身竞争力。公司合作客户具有粘性，自身竞争力显著。公司持续合作客户的营收占比超过 90%，新增和退出客户营收占比不到 2pct，对公司收入影响较小。

图表 22.公司与核心客户合作稳定（单位：亿元）

		2018	2019	2020H
新增客户	数量	2	1	1
	营业收入	0.28	0.1	0.11
	占比	0.23%	0.06%	0.16%
退出客户	数量	1	3	3
	营业收入	0.27	1.43	0.04
	占比	0.22%	0.94%	0.05%
持续合作客户	数量	7	8	8
	营业收入	114.59	146.40	68.47
	占比	92.49%	96.53%	98.78%

资料来源：招股说明书，中银证券

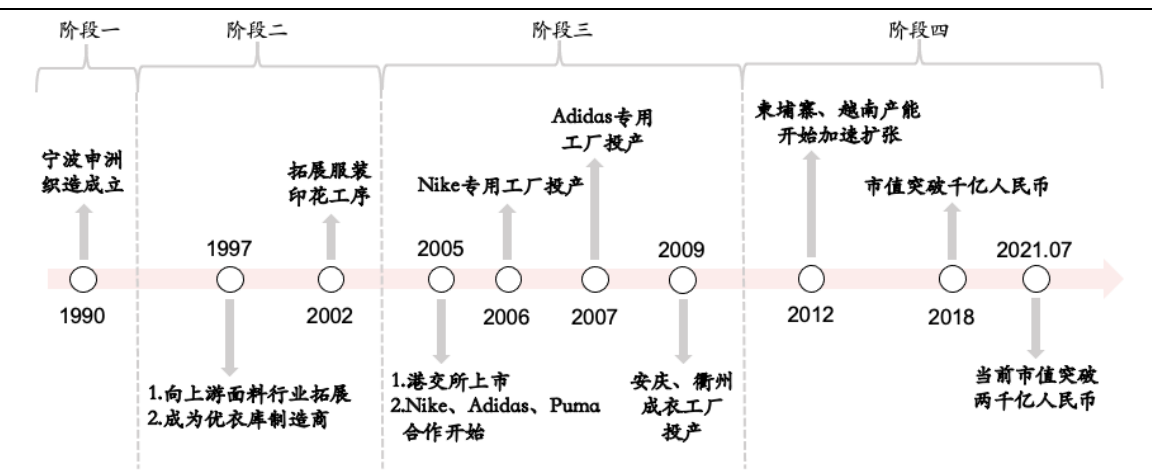
## 打破产能瓶颈，客户订单向好，推动长期增长

### 公司依托下游优质客户有望实现长期较好增长

公司模式与优势和申洲国际类似。申洲国际是运动服装制造行业龙头企业，是我国规模最大的纵向一体化针织制造企业。申洲国际深度绑定优质客户，战略定位不断升级，主要客户的稳步发展为企业的快速成长提供动力。公司的成长大致经历了四个阶段：

- 1) **阶段一（1990-1996）：初创期定位中高端，聚焦日本市场。**公司前身宁波申洲织造于1990年创立，时任副总经理马宝兴先生的日本留学经历使其对日企运作模式较为了解。出于开拓市场目的以及着眼于长期竞争优势的建立，企业专注于中高端加工制造业务、初期聚焦日本市场，凭借高质量标准产品和高效管理交付逐步树立企业形象。
- 2) **阶段二（1997-2004）：与优衣库建立长期合作关系，纵向一体化产业链初步形成。**1997年公司在20天内完成了优衣库35万件服装订单，从此开启了与优衣库的长期合作。优衣库母公司迅销集团在1994年上市后进入快速增长阶段，公司通过与优衣库的深度合作获得大量订单，推动企业快速成长。为提升生产效率、缩短交货周期，公司二代接班人马建荣先生引入标准化和模块化生产，尝试从OEM向ODM生产模式转型，并积极向上游面料行业、服装染整、印花工序拓展，初步形成了纵向一体化产业链。
- 3) **阶段三（2005-2011）：向运动服饰制造商转型，优质品牌商带来大规模订单。**2005年公司于香港交易所上市，着手于海内外产能的扩张，并加速拓展附加值更高的运动服饰代工业务。申洲国际凭借积累的业内优势取得与Nike、Adidas、Puma三大运动品牌商的合作，并随后建立品牌专用的生产工厂以保障订单的交付质量和产品安全。随着合作的不断深化，下游品牌商订单的高增长加速企业成长，2005至2011年间，申洲国际运动类产品销售额从2.3亿元增长至49.5亿元，运动类服装销售额占比近54.7%，比休闲服装高出约21%，申洲国际成功向运动服饰制造商转型。
- 4) **阶段四（2012至今）：加速海外产能布局，借力核心客户稳固行业地位。**2012年以来，申洲国际开始重点在柬埔寨、越南等地区进行产能布局，继续完善“面料+代工”一体化的产业链，以满足客户不断提高的订单数量与质量要求，2020年海内外产能比例约为6:4。另一方面，申洲国际进一步深化与核心客户的合作，成为Nike Fly knit系列产品的主要供应商，2019年申洲国际宣布在越南为Adidas建设专门的成衣生产设施，依托四大核心客户的发展，有利于进一步稳固申洲国际的龙头地位。

图表 23.申洲国际发展历程可以分为四个阶段

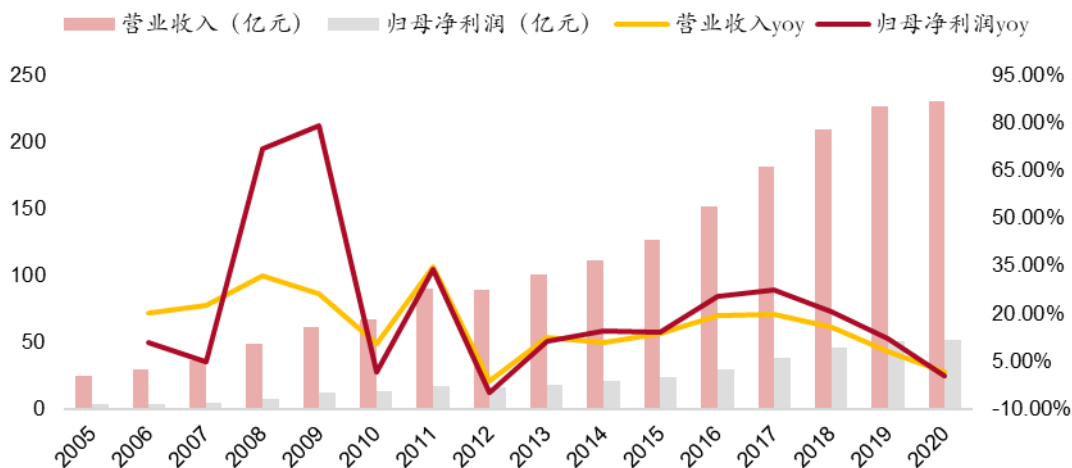


资料来源：申洲国际公司公告，中银证券



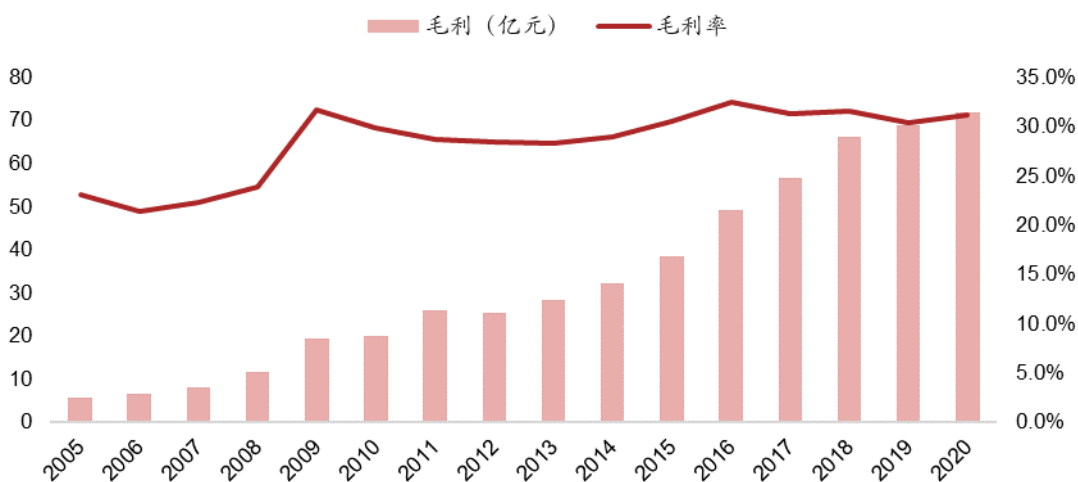
十五年间财务指标稳步提升，成就行业龙头千亿市值。申洲国际收入规模稳居运动服装行业第一，2005年上市当年营业收入为24.83亿元，2020年营业收入达到230.31亿元，十五年间收入增长近十倍，2005-2020年收入复合增长率达16%，企业纵向一体化发展使得企业毛利长期稳定在30%以上。运动服装制造行业龙头兼具规模与增速，市场天花板较高。

图表 24. 2005-2020 年申洲国际收入及归母净利润增长较快



资料来源：申洲国际公司年报，中银证券

图表 25. 申洲国际长期保持高毛利率



资料来源：申洲国际公司年报，中银证券

**核心客户构成收入增长来源，龙头优势提升客户粘性。**从收入结构来看，Nike、Uniqlo、Adidas、Puma构成申洲国际四大核心客户。2020年主要客户贡献194.88亿元收入，占比近85%。随着服装鞋履产业链上下游分工的专业化，大型制造商成为品牌商合作的偏好对象，申洲国际的成本、产能规模和质量优势为企业与品牌商的长期合作打下坚实基础，申洲国际已成为Nike、Uniqlo、Adidas、Puma服装产品的第一大供应商。与多个优质品牌商合作有利于稳定收入、分散和抵御市场风险，助力企业稳步成长。

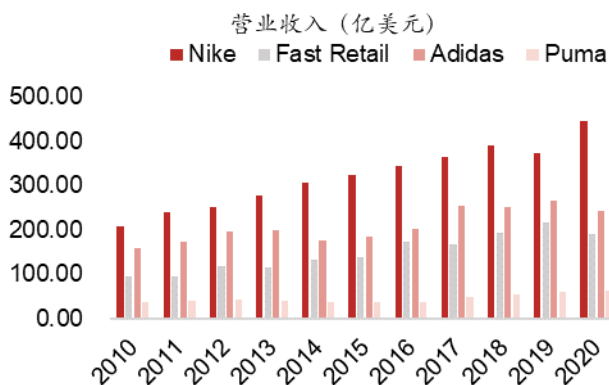
图表 26.核心客户构成申洲国际收入主体，客户结构多元化（单位：亿元）

客户名称	营业收入与占比	2016	2017	2018	2019	2020
Nike	营业收入	38.69	52.56	62.59	67.81	61.68
	占比	25.6%	29.1%	29.9%	29.9%	26.8%
Uniqlo	营业收入	33.68	36.97	38.70	45.01	57.17
	占比	22.3%	20.5%	18.5%	19.9%	24.8%
Adidas	营业收入	34.22	36.09	39.90	50.36	50.31
	占比	22.6%	20.0%	19.0%	22.2%	21.8%
Puma	营业收入	-	-	21.19	24.59	25.72
	占比	-	-	10.1%	10.8%	11.2%
合计	营业收入	106.59	125.62	162.38	187.77	194.88
	占比	70.5%	69.6%	77.5%	82.8%	84.6%

资料来源：万得，中银证券

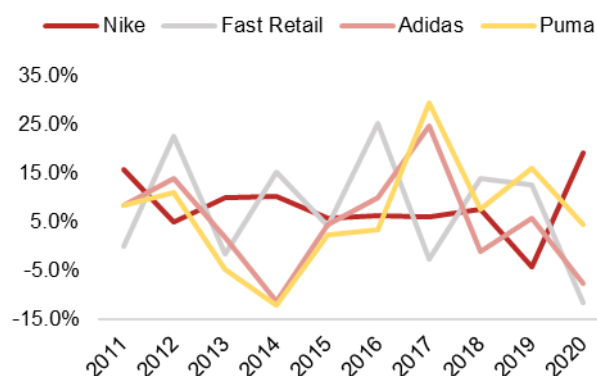
运动服饰品牌商销售稳定增长，为制造商提供收入保障。Nike、Fast Retail (Uniqlo 母公司)、Adidas、Puma 四大优质品牌商收入规模稳定，2010-2019 年 Fast Retail 和 Adidas 收入复合增长率分别为 9%、6%，2010-2020 年 Nike 和 Puma 收入复合增长率分别为 8%、6%，部分年份品牌商收入同比呈双位数增长，整体来看运动服饰品牌商收入稳中向好。消费品行业在疫情后迅速复苏，其中 Nike 2020/21 财年收入同比增长 19.1%，运动服饰行业前景预期良好。在稳定合作的情况下，下游品牌商收入规模的提升将成为制造企业增长的直接驱动因素。

图表 27.以 Nike 为代表的品牌商收入增长迅速



资料来源：华利集团公司年报，中银证券

图表 28.收入同比：主要客户收入增长较稳定



资料来源：华利集团公司年报，中银证券

疫情后周期，头部品牌运动强势恢复，有望带动公司未来订单情况持续向好。疫情后周期，头部运动品牌强势恢复，有望带动公司未来收入快速增长。疫情后周期终端零售恢复的背景下，居民运动理念进一步增强，龙头品牌 Nike、Puma、Converse 2021Q2 收入快速恢复，分别同比增长 88%/96%/85%。预计未来随着全球消费进一步复苏，运动品牌有望进一步提速增长，公司的订单情况有望持续向好。

图表 29. Nike、Puma 收入高速增长

主品牌	营收情况
Converse	2021 年 Q2, Converse 实现营收 45.96 亿美元，同比增长 85%
Nike	2021 年 Q2, Nike 实现营收 118 亿美元，同比增长 88%
Puma	2021 年 Q2, Puma 实现营收 15.89 亿欧元，同比增长 96%

资料来源：华利集团公司季报，中银证券

**受益运动鞋行业高景气度。**自 2017 年以来，除去受疫情影响的 2020 年，全球运动鞋市场规模一直保持在每年 15% 左右的增速；根据前瞻产业研究院预计未来三年，运动鞋行业仍将维持在 15% 左右的增速。由于公司以鞋履制造，尤其是指运动鞋的制造为主，截止 2020 年，占比达 80% 以上，受益于运动鞋行业景气度，以及公司精湛的制鞋技术，未来公司有望在运动鞋行业更进一步，巩固自身龙头地位。

图表 30. 运动鞋市场景气度高（单位：亿美元）

	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
运动鞋市场规模	1279	1476	1685	1608	1839	2129	2517
yoy	13.52%	15.46%	14.11%	(4.57%)	14.37%	15.77%	18.22%

资料来源：Statista, Grand View Research, 前瞻产业研究院, 中银证券

图表 31. 公司以运动鞋为主（单位：亿元）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
运动休闲鞋	71.73	91.86	118.42	112.52
yoy	-	28.06%	28.92%	(4.98%)
占比	71.91%	74.29%	78.24%	81.00%

资料来源：华利集团公司招股说明书, 中银证券

**公司对大客户的渗透率有望进一步提升。**公司与国际知名品牌 Nike、VF、Deckers、Puma 和 Columbia 五大客户合作，由于公司精湛的制鞋技术、良好的客户战略模式，2017-2019 年，公司对前五大客户的增长维持在 25% 左右的高增速。截止 2020 年，对于前五大知名品牌的占比达到 92% 以上。对于 Nike、Deckers、Puma、Columbia 的份额，自 2017 年以来，占比逐年稳步递增。未来，公司凭借产能的释放、技术的精益求精、成本质量上的优势为企业与品牌商的长期合作打下坚实基础，并且借助运动行业的高景气，有望对于前五大客户的渗透率将进一步提升。

图表 32. 公司主要大客户占比稳步提升

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
Nike	27.73%	25.43%	27.25%	31.73%
VF	23.43%	28.26%	25.69%	24.13%
Deckerss	19.65%	18.12%	17.32%	19.63%
Puma	6.55%	7.19%	10.51%	11.40%
Columbia	5.64%	5.56%	5.37%	5.70%
合计	83%	84.56%	86.14%	92.59%

资料来源：华利集团公司招股说明书, 公司年报中银证券

## IPO 增加产能扩展，未来产能持续扩张可期

**IPO 资本助力打破公司产能瓶颈。**公司本次 IPO 募集资金 38.87 亿元，预计投入 18.03 亿元用于公司鞋履和编织鞋面扩产项目，约占总募集资金 47%。越南扩产项目的达成预计将释放 1118 万双产能，解决 Puma、Vans、Converse 等品牌订单增长需求。缅甸扩产项目预计达产后释放 1200 万双产能生产 Puma 品牌运动休闲鞋。中山腾星编织鞋面扩产项目达产后，预计可实现年收入 13.80 亿元。**至 2023 年扩产项目达产后，叠加公司原有产能的增长，我们预计公司产能将提升 50% 左右。**

图表 33. 扩产项目助力公司产能增加 (单位: 亿元 万双)

序号	项目名称	募集资金投入金额	鞋履品牌	年产量	项目建设期
一	越南鞋履生产基地扩产建设项目	4.07		1,118	
1	越南宏福鞋履生产基地扩产项目	1.10	Puma	360	
2	越南上杰鞋履生产基地扩产项目	0.50	Vans	180	
3	越南立川鞋履生产基地扩产项目	0.91	Converse	320	3 年
4	越南弘欣鞋履生产基地扩产项目	0.99	UGG	98	
5	越南永弘鞋履生产基地扩产项目	0.57	HOKA ONE ONE	160	
二	缅甸世川鞋履生产基地建设项目	5.32	Puma	1,200	3 年
三	中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目	8.65			2 年

资料来源: 华利集团公司招股说明书, 中银证券

除了 IPO 之外, 公司也用自有资金增加产能投放。在建工程来看, 截止至 2021 年中, 越南地区 11 个项目 (总预算数为 4.76 亿元) 和缅甸世川地区 1 个项目 (预算 1.3 亿元) 目前工程进度顺利推进中, 未来产量预计有序增长。

图表 34. 2021H1 在建工程进展顺利 (单位: 万元)

工程项目	预算数	工程进度	资金来源
越南弘邦厂房及附属工程	8,423.75	87.92%	自筹资金
越南宏美厂房及附属工程	1,425.30	63.03%	自筹资金
越南正川厂房及附属工程	219.98	63.04%	自筹资金
越南永正厂房及附属工程	4,034.13	60.84%	自筹资金
越南亚欣厂房及附属工程	716.79	71.30%	自筹资金
越南上杰厂房及附属工程	17,511.34	53.00%	募集资金和自筹资金
越南永正厂房及附属工程	4034.13	60.84%	自筹资金
越南弘欣厂房及附属工程	1,041.01	41.38%	募集资金和自筹资金
越南永弘厂房及附属工程	2022.01	43.69%	募集资金和自筹资金
越南宏福厂房及附属工程	8,147.54	79.74%	募集资金和自筹资金
缅甸世川厂房及附属工程	12,952.30	42.92%	募集资金和自筹资金
越南威霖厂房及附属工程	41.1	32.03%	自筹资金

资料来源: 华利集团公司公告, 中银证券

公司未来总体规模增速较快, 产量、销量有望双位数增长。未来, 受益于产能投放的推进, 2021~2023 年产量分别为 2.07/2.43/2.79 亿双, 同比增长 23.61%/17.26%/15.07%, 预计 2021~2023 年销量分别为 2.05/2.41/2.77 亿双, 同比增长 23.73%/17.50%/15.18%; 随着后疫情时期, 消费者信心提升, 未来三年单价有望小幅上涨, 使得整个公司未来总体规模增长速度较快, 不断巩固自身竞争力。

图表 35. 公司总体规模增速较快 (单位: 百万双)

单位: 百万双	2017A	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
总产量	128.37	167.07	187.31	167.46	207.00	242.73	279.30
yoy		30.15%	12.11%	(10.60%)	23.61%	17.26%	15.07%
总销量	126.73	161.92	185.09	165.45	204.72	240.54	277.07
yoy		27.77%	14.31%	(10.61%)	23.73%	17.50%	15.18%
单价 (元)	78.98	76.51	81.94	84.20	85.88	87.60	90.23
yoy		(3.13%)	7.09%	(3.00%)	2.00%	2.00%	3.00%

资料来源: 华利集团公司招股说明书, 中银证券

## 领先同业，筑行业龙头地位

### 收入利润稳健增长，盈利能力稳定较高

公司营业收入快速增长，呈现较强成长性。公司凭借持续的技术开发、严格的质量控制、良好的产品性能和稳定的客户关系，营业收入不断扩大，2017-2020 年公司营业收入分别为 99.75/123.65/151.34/139.31 亿元，2018-2020 年增速分别为 23.96%/22.40%/-7.95%，复合增速达 11.78%。21 年 H1 公司收入快速恢复至 81.95 亿，同比增 18.23%。在同行业可比公司中，公司收入规模与丰泰企业相近，制鞋业务收入与裕元集团之间的差距逐步缩小。在全球疫情的情况下，公司营业收入基本保持稳定，制鞋业务收入增速高，具有较强的成长性。

图表 36. 公司制鞋业务收入增速高于 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021H1
华利集团	100.09	123.88	151.66	139.31	81.95
yoy		23.77 %	22.42 %	(8.14%)	18.23 %

资料来源: 华利集团公司招股说明书, 华利集团公司年报, 中银证券

疫情冲击下归母净利润仍保持正向增长。2018-2020 年公司归母净利润增速分别为 38.49%/18.86%/3.16%，2020 年受疫情影响有所下滑，但仍保持正增长。2021H1 公司净利润达 12.91 亿，同比增长 66.58%，疫情过后，恢复势头强劲。与同行业公司相比，公司归母净利润在 2018-2019 年略低于裕元集团，但远高于其他公司。在公司严格的费用管理和自动化机械的广泛使用下，未来归母净利润增长势头强劲。

图表 37. 归母净利润表现良好 (单位: 亿元)

	2017	2018	2019	2020	2021H1
华利集团	11.06	15.32	18.21	18.79	12.91
yoy	-	38.49%	18.86%	3.16%	66.58 %

资料来源: 华利集团公司招股说明书, 万得, 中银证券

运动休闲鞋类拉动公司毛利率，公司整体毛利率保持稳定。运动休闲鞋由于制作过程单一，规模优势明显，其毛利率水平较高。运动休闲鞋作为公司主要盈利模块，拉动公司毛利率变动。2017-2020 年公司毛利率为 22.93%/24.10%/23.41%/24.71%，基本保持稳定，2018 年公司毛利率上升主要系运动休闲鞋类产品结构调整，毛利率较高类别占比提升引起。

图表 38. 运动休闲鞋类拉动公司毛利上升

	2017	2018	2019	2020	2021H1
运动休闲	24.86%	26.69 %	25.31%	26.37 %	30.63 %
户外鞋	20.29 %	20.27 %	18.93%	18.19%	20.83%
运动凉鞋/拖鞋及其他	13.42%	10.49 %	12.79%	16.67%	22.41%
合计	22.93%	24.10%	23.41%	24.71%	28.98%

资料来源: 华利集团公司招股说明书, 中银证券

精细化管理和大客户战略，期间费用率稳中有降。公司严格控制各项费用支出，在精细化费控管理策略背景下，2017-2020 年公司期间费用率为 8.98%/8.42%/8.75%/7.60%，期间费用率保持稳中有降的趋势。2017-2020 年管理费用率下降约 1%，主要系公司管理层薪酬占比降低造成。公司深度绑定优质大客户，客户关系稳定，销售费用率较低。公司经营状况良好，2019-2020 财务费率下降 0.33pct，利息支出减少且利息收入显著提升。

图表 39.期间费用率保持稳中有降

	2017	2018	2019	2020
销售费用率	1.41%	1.44%	1.51%	1.41%
管理费用率	5.23%	4.75%	4.52%	4.25%
研发费用率	2.17%	1.97%	1.94%	1.5%
财务费用率	0.17%	0.26%	0.77%	0.44%
期间费用率	8.98%	8.42%	8.75%	7.60%

资料来源：华利集团公司招股说明书，中银证券

净利率水平保持上升，显著高于同行业可比公司。公司在严格控制费用、充分发挥规模优势、结构优势和自动化程度提升的背景下，净利率水平保持持续上升趋势，2017-2020 年销售净利率水平为 11.09%/12.37%/12.01%/13.48%。公司净利率稳步提升，显著高于裕元集团等可比公司，位于行业前列。

图表 40.公司净利率水平位于行业前列

	2017	2018	2019	2020
华利集团	11.09%	12.37%	12.01%	13.48%
丰泰企业	8.2%	9.1%	9.47%	8.03%
钰齐国际	7.66%	7.32%	9.94%	7.87%
裕元集团	5.97%	3.48%	3.45%	(0.85%)

资料来源：华利集团公司招股说明书，万得，中银证券

### 公司管理能力增强，存货较为稳健

存货周转率保持稳定，存货增长率保持下降趋势。公司采用“以销定产”生产销售模式，存货周转较快，存货周转天数在 70 天左右，2020 年由于疫情有所上升，但总体保持稳定。公司与下游客户关系稳定，存货较为稳健。

图表 41.公司存货情况稳健

	2017	2018	2019	2020
存货周转天数	64.19	62.82	64.95	75.13

资料来源：华利集团公司招股说明书，中银证券

## 盈利预测与估值

**收入拆分：未来量价齐升促收入增长。**公司在越南、缅甸等地的产能扩张，持续稳步的推进，我们预计 2021-2023 产能分别为 2.30/2.56/2.85 亿双，同比增长 12.36%/11.09%/11.55%。若公司产能利用率维持在 95% 以上，则预计 2021-2023 年产量分别为 2.07/2.43/2.79 亿双，同比增长 23.61%/17.26%/15.07%。与同行相比，公司维持核心竞争力，有较高的议价权，我们预计公司 2021-2023 单价分别为 85.88/87.60/90.23 元/双，同比增长 2%/2%/3%。综合来看，预计公司 2021-2023 年营收分别为 175.82/210.72/250.00 亿元。同比增长 26.21%/19.85%/18.64%。

图表 42. 公司收入拆分表(单位: 亿元 亿双 元/双)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>总收入</b>					
收入	151.66	139.31	175.82	210.72	250.00
yoy	22.42%	-8.14%	26.21%	19.85%	18.64%
产量	1.87	1.67	2.07	2.43	2.79
yoy	12.11%	-10.60%	23.61%	17.26%	15.07%
销量	1.85	1.65	2.05	2.41	2.77
yoy	14.31%	-10.61%	23.73%	17.50%	15.18%
单价	81.94	84.20	85.88	87.60	90.23
yoy	7.09%	-3.00%	2.00%	2.00%	3.00%
<b>主营业务</b>					
收入	151.34	138.91	175.32	210.11	249.28
yoy	22.40%	-8.21%	26.21%	19.85%	18.64%
<b>其他业务</b>					
收入	0.32	0.40	0.50	0.61	0.72
yoy	33.04%	26.81%	26.21%	19.85%	18.64%

资料来源：华利集团公司招股说明书，万得，中银证券

预计 2021 年公司净利润为 26.11 亿元，当前市值对应 2021 年 PE 为 40 倍。考虑到公司产能持续释放，产品质量优良，订单不断增加，未来随着越南产能稳步推进、大客户优势进一步增强。预计收入成长性较高。首次覆盖，给予买入评级。

图表 43. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	净利润				PE			
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华利集团	300979.SZ	18.82	26.39	33.51	40.73	48 倍	38 倍	30 倍	25 倍
中洲国际	2313.HK	50.95	51.07	63.26	74.48	37 倍	36 倍	30 倍	25 倍
开润股份	601339.SH	0.78	2	3.26	4.18	80 倍	21 倍	14 倍	11 倍
健盛集团	603558.SH	(5.28)	2.67	3.44	4.25		16 倍	12 倍	10 倍
行业平均	/	/	/	/	/	41 倍	28 倍	22 倍	18 倍

资料来源：万得，中银证券

注：健盛集团盈利预测为 wind 一致预期

## 风险提示

1. **疫情后消费复苏不及预期：**公司订单主要来源于国际知名品牌。目前海外疫情依然严峻，对消费者的购买意愿与消费能力产生了抑制作用，如果未来海外疫情恶化，公司的鞋履制造代工订单将受到影响。
2. **越南疫情管控不及预期：**公司的鞋履制造主要是在越南，存在一定的疫情风险，可能影响公司产能投放。
3. **汇率波动风险：**公司海外客户占比达 85%以上，收入以美元计，假如汇率产生较大波动，将产生汇兑损失的风险、影响公司的毛利水平。



### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	15,166	13,931	17,582	21,072	25,000
销售成本	(11,608)	(10,477)	(12,997)	(15,387)	(18,255)
经营费用	(639)	(389)	303	(1,029)	(1,319)
息税折旧前利润	2,919	3,065	4,888	4,655	5,425
折旧及摊销	(463)	(509)	(1,590)	(453)	(542)
经营利润(息税前利润)	2,456	2,556	3,298	4,202	4,883
净利息收入/(费用)	(116)	(55)	(135)	(148)	(175)
其他收益/(损失)	72	3	(4)	21	22
税前利润	2,195	2,299	3,177	4,105	4,929
所得税	(374)	(420)	(565)	(755)	(917)
少数股东权益	0	0	0	0	0
净利润	1,823	1,882	2,615	3,355	4,018
核心净利润	1,823	1,880	2,614	3,354	4,017
每股收益(人民币)	1.734	1.789	2.238	2.870	3.438
核心每股收益(人民币)	1.736	1.791	2.240	2.874	3.442
每股股息(人民币)	0.286	0.333	0.417	0.535	0.641
收入增长(%)	22	(8)	26	20	19
息税前利润增长(%)	29	4	29	27	16
息税折旧前利润增长(%)	29	5	59	(5)	17
每股收益增长(%)	(88)	3	25	28	20
核心每股收益增长(%)	(88)	3	25	28	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1,299	2,438	2,995	3,330	3,807
应收帐款	2,231	1,770	2,137	2,545	2,889
库存	2,283	2,088	2,275	2,946	2,670
其他流动资产	114	80	156	116	202
流动资产总计	6,266	6,510	8,015	9,600	10,441
固定资产	2,955	2,818	4,440	5,820	7,177
无形资产	182	200	226	255	270
其他长期资产	122	117	80	89	97
长期资产总计	3,259	3,136	4,746	6,163	7,544
总资产	9,613	9,738	12,855	15,856	18,077
应付帐款	1,486	1,317	1,285	1,792	1,858
短期债务	1,552	1,496	1,000	1,100	1,150
其他流动负债	2,397	1,163	2,653	3,190	2,973
流动负债总计	5,435	3,977	4,938	6,081	5,981
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	23	26	29	33
股本	1,050	1,050	1,167	1,167	1,167
储备	3,512	5,390	6,728	8,584	10,902
股东权益	4,168	5,741	7,895	9,751	12,069
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	9,613	9,738	12,855	15,856	18,077
每股帐面价值(人民币)	3.97	5.47	6.77	8.36	10.34
每股有形资产(人民币)	3.79	5.26	6.55	8.10	10.06
每股净负债/(现金)(人民币)	0.24	(0.90)	(1.71)	(1.91)	(2.28)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	2,195	2,299	3,177	4,105	4,929
折旧与摊销	463	509	1,590	453	542
净利息费用	117	61	135	148	175
运营资本变动	312	446	335	514	(753)
税金	(374)	(420)	(565)	(755)	(917)
其他经营现金流	(424)	83	(853)	(1,149)	221
经营活动产生的现金流	2,288	2,978	3,819	3,316	4,197
购买固定资产净值	468	(119)	1,648	1,409	1,371
投资减少/增加	75	2	2	27	27
其他投资现金流	(1,912)	(719)	(2,546)	(2,338)	(2,347)
投资活动产生的现金流	(1,368)	(836)	(896)	(903)	(949)
净增权益	(302)	(353)	(491)	(629)	(754)
净增债务	1,359	(55)	(496)	100	50
支付股息	300	350	487	624	748
其他融资现金流	(1,700)	(1,157)	(1,870)	(2,178)	(2,821)
融资活动产生的现金流	(340)	(1,213)	(2,367)	(2,078)	(2,771)
现金变动	580	929	557	335	477
期初现金	688	1,299	2,438	2,995	3,330
公司自由现金流	922	2,145	2,927	2,418	3,254
权益自由现金流	2,398	2,151	2,566	2,665	3,479

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	19.2	22.0	27.8	22.1	21.7
息税前利润率(%)	16.2	18.4	18.8	19.9	19.5
税前利润率(%)	14.5	16.5	18.1	19.5	19.7
净利率(%)	12.0	13.5	14.9	15.9	16.1
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	1.2	1.6	1.6	1.6	1.7
利息覆盖率(倍)	19.6	49.3	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	6.1	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	0.7	1.1	1.2	1.1	1.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	51.1	49.6	39.6	30.9	25.8
核心业务市盈率(倍)	51.1	49.5	39.6	30.9	25.8
市净率(倍)	22.3	16.2	13.1	10.6	8.6
价格/现金流(倍)	40.7	31.3	27.1	31.2	24.7
企业价值/息税折旧前利润(倍)	35.6	33.5	20.8	21.8	18.6
<b>周转率</b>					
存货周转天数	57.5	62.3	50.4	50.2	44.6
应收帐款周转天数	81.5	54.6	34.3	45.0	44.4
应付帐款周转天数	17.9	17.3	13.4	15.6	13.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	16.5	18.6	18.6	18.6	18.6
净资产收益率(%)	87.5	65.6	66.3	68.8	66.6
资产收益率(%)	42.4	42.9	42.2	43.3	44.0
已运用资本收益率(%)	15.9	13.0	14.7	15.4	15.2

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371