

2024年02月28日
 华利集团 (300979.SZ)

SDIC


公司深度分析

证券研究报告

其他纺织

投资评级

买入-A
首次评级

6个月目标价

79.00元

股价 (2024-02-27)

56.73元

交易数据

总市值(百万元) 66,203.91

流通市值(百万元) 8,286.97

总股本(百万股) 1,167.00

流通股本(百万股) 146.08

12个月价格区间 39.54/60.9元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.4	21.1	13.8
绝对收益	8.2	20.6	0.2

陆偲聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

运动鞋制造劲旅，扩张步伐可期

运动鞋制造领先企业：华利集团从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，主要客户以全球知名运动品牌为主，包括 Nike、VF、Puma、Under Armour、Lululemon 等。华利目前已形成以中山为管理总部，东南亚为生产基地的跨国布局，生产基地以越南为主。公司近年来产量提升明显，从 2017 年年产量 1.3 亿双提升至 2022 年的 2.2 亿双，过去 5 年 CAGR+11%，产能利用率一直保持高位。未来随着印尼新工厂的产能释放，以及耐克业务线持续渗透叠加新兴品牌发力，未来产量持续提升的空间广阔。

运动鞋行业库存压力犹在，耐克去库节奏更佳：从全球零售额规模角度看，运动鞋服仍是鞋服品类中增长更佳的板块，其中运动鞋销售额表现略优于运动服。运动鞋服市场此前受终端高库存影响较大，主流运动品牌中，耐克库存管理表现更为高效，华利近四成收入来自耐克，库存有效消化将有利于华利集团订单修复。

运动鞋制造要求高，头部制造企业护城河高筑：运动鞋制造行业受上下游牵制较多，投入较大，企业盈利能力的高低体现在对生产流程中各项成本的把控。另外，品牌方日益严格的生产环保要求又对本就利薄的生产企业带来更严峻的挑战。因此，我们认为，运动鞋生产壁垒高，不易轻易进入，具有长期制鞋经验，与客户建立长期合作的生产商竞争优势更为明显。

华利运营能力出众，未来增长空间可期：以前文之逻辑，我们认为华利在行业竞争中具有三大优势：1) 生产基地扎根越南清化，劳动力充足且薪酬在越南处于中下水平，生产人员成本控制得到保障；2) 客户占比更为均衡，推进以耐克为主，积极开拓高端运动品牌为辅的策略，均价提升空间明显；3) 不断精进生产自动化及生产流程环保优化，人员生产效率以及单位产品能耗表现处行业前列。综上，精进成本提高盈利能力符合华利利益，提高效率节能减排符合品牌方利益，华利高级别营运能力实现双赢，市占率提升值得期待。

投资建议：

我们预计公司 2023-2025 年收入增速分别为-1%、5%、10%；净利润增速分别为-0.1%、15%、6%；每股收益分别为 2.8、3.2 元、3.3 元。首次给予买入-A 的投资评级，利用相对估值法，结合可比公司表现以及考虑华利的长期发展空间，我们给予公司 2024 年 25x 的动态市盈率，相当于 6 个月目标价为 79.0 元

风险提示：国际贸易风险、跨国经营风险、劳动力成本上升风险、宏观经济波动导致的假设不及预期风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	17,469.6	20,569.3	20,315.2	21,396.8	23,622.6
净利润	2,767.9	3,228.0	3,224.7	3,696.1	3,901.2
每股收益(元)	2.37	2.77	2.76	3.17	3.34
每股净资产(元)	9.36	11.31	13.08	14.66	16.33

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	24.2	20.8	20.8	18.1	17.2
市净率(倍)	6.1	5.1	4.4	3.9	3.5
净利润率	15.8%	15.7%	15.9%	17.3%	16.5%
净资产收益率	25.3%	24.5%	21.1%	21.6%	20.5%
股息收益率	3.7%	2.1%	2.4%	2.8%	2.9%
ROIC	59.8%	53.9%	43.1%	43.9%	44.8%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 录

1. 投资概要	5
1.1. 投资要点	5
1.2. 区别于市场的观点	5
2. 华利集团：运动鞋制造全球领先企业	6
3. 运动鞋景气度更佳，代工企业集中度有望不断提高	8
3.1. 运动鞋服渗透率不断提高，耐克库存压力回落	8
3.2. 主流运动品牌库存表现仍有承压，头部企业去库存节奏更优	9
3.3. 运动鞋制造产业：一个追求效率和成本的产业	10
4. 华利集团：成本把控更具优势，客户深耕外拓两不误	14
4.1. 立足越南清化，劳动力充足且成本更具优势	14
4.2. 客户结构合理，深耕耐克同时促成新兴客户合作	17
4.3. 生产效率更高，能耗表现更佳，生产更为环保	18
5. 财务分析	20
5.1. 盈利水平稳中向好，同行对比表现突出	20
5.2. 公司营运能力保持稳定	23
5.3. 公司现金流水平良好	24
6. 盈利预测	24
6.1. 预计 2023-2024 年收入止跌回暖	24
6.2. 量价分拆：汇率影响均价短期走势，销量有望企稳回升	26
6.3. 毛利率：2023 年或将持平，2024 年有望提升	27
6.4. 2023 业绩持平，2024 有望重回增长	29
7. 估值及风险提示	29

目 录

图 1. 公司产品一览	6
图 2. 华利集团是耐克主要鞋类供应商	6
图 3. 公司合作品牌	6
图 4. 华利产能不断增长	6
图 5. 产能利用率保持高位	6
图 6. 华利集团各地区员工数量占比	7
图 7. 华利集团各地区工厂数量	7
图 8. 华利集团收入规模情况（亿元）	7
图 9. 华利集团毛利率和净利率情况	7
图 10. 华利集团股权结构图	7
图 11. 全球运动鞋服市场规模	8
图 12. 各大主要市场市场规模（十亿美元）	8
图 13. 运动服及运动鞋全球市场规模情况	8
图 14. 运动鞋服增长表现优于鞋服整体	9
图 15. 全球前九大运动鞋服公司市占率（%）	9
图 16. 美国鞋店销售额情况	10
图 17. 主要运动品牌季度库销比	10
图 18. 运动鞋生产工艺流程	11
图 19. 运动鞋产业链	11
图 20. 各国鞋履出口量占全球总出口量占比	12

图 21. PUMA Running 系列跑鞋环保材料一览	13
图 22. 耐克 Blazer 系列运动鞋环保材料一览	13
图 23. 耐克对生产环节的 2025 年环保目标	14
图 24. 主要运动鞋生产企业产能分布（以生产基地数量分）	15
图 25. 2022 年越南主要省份人均月收入（元/月）	15
图 26. 越南主要省份劳动人口规模（万人）	16
图 27. 2022 年主要运动鞋代工企业客户结构（%）	17
图 28. 运动鞋代工企业平均销售单价（元/双）	18
图 29. 主要运动鞋代工企业人均产量（双/年）	19
图 30. 主要运动鞋代工企业生产每双鞋的用电量比较（千瓦时/双）	19
图 31. 主要运动鞋代工企业生产废弃物再利用率情况（%）	19
图 32. 同行业净资产收益率（ROE）	20
图 33. 华利杜邦拆解	20
图 34. 纺织服装行业平均和同行及华利集团净利率水平	20
图 35. 同行及华利毛利率（%）	21
图 36. 华利各产品占运动鞋营业收入比重	21
图 37. 华利集团各类产品毛利率	21
图 38. 皮革 PPI 与华利单双成本增长比较	22
图 39. 华利各费用率机构变化	22
图 40. 同业销售+管理费用率比较	22
图 41. 管理人员占总员工规模占比（%）	23
图 42. 同行业公司及华利应收账款周转率（次每年）和周转天数	23
图 43. 各公司存货周转率及周转天数变化	23
图 44. 华利产能利用率及产销率	23
图 45. 华利货币资金及经营活动现金流净值（亿元）	24
图 46. 华利收到的现金占营业收入比重	24
图 47. 耐克营收、成本及毛利率情况（百万美元）	25
图 48. 华利耐克业务收入占耐克营业成本占比	25
图 49. 华利集团耐克业务收入占华利总营收的占比	25
图 50. 华利集团季度均价与人民币汇率比较	26
图 51. 华利集团年度均价走势	26
图 52. 通过皮革 PPI 走势预估华利 2023Q4 单双成本	27
表 1: 华利集团越南子公司税率情况	16
表 2: 华利集团纳税主体税率情况	17
表 3: 华利集团收入分拆	28
表 4: 华利集团财务概况	29
表 5: 华利集团 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（20240223）	30
表 6: 华利集团 FCFE DCF 模型权益价值敏感性分析（单位：元）	30
表 7: 可比公司估值一览（20240223）	30

1. 投资概要

1.1. 投资要点

华利集团是行业领先的运动鞋制造企业。我们认为华利集团是运动鞋制造领域中有望实现均价上涨，产量稳步上升，收入及利润规模双提升的优质标的，主要观点：1) 运动鞋服行业目前仍是鞋服行业中景气度更高的板块，全球零售额增速表现更优，其中运动鞋板块增速趋势要更好于运动服。2023H1 美国运动鞋行业受销售增速下滑影响导致库存增长，致使上游制造商订单表现不佳。随着美国鞋店零售额按月逐步回暖，品牌商去库存节奏将有望加速，并利好上游制造商 2024 年的订单表现。2) 华利集团精简鞋品品类向耐克供应链倾斜，均价提升空间广阔。华利集团近年来产能利用率一直处于高位，且不断削减户外靴鞋及拖鞋凉鞋的生产，向运动休闲鞋集中，同时耐克业务收入占比逐年提高，说明公司在有限的产能下逐步向耐克倾斜。而从耐克业务收入占比更高的同行产品均价比较看，华利的均价存在明显差距，说明若未来耐克业务占比提升，将有望带动华利产品均价上升。3) 优秀的生产运营管理能力，不仅更受品牌商青睐，盈利能力亦更有保障。华利集团生产基地集中在越南清化省，劳动力充足且薪酬水平在越南各省中更低，在更具优势的劳动力成本基础上，凭借多年的制鞋经验，以及在生产自动化领域的不断深耕，华利集团人均产能优于同行。双重叠加，使华利在成本控制为盈利能力重要体现的制鞋行业中建立高壁垒。另外，品牌方对制造商环保要求日渐严格，更环保更高效的厂商将更受青睐，华利集团通过生产流程的不断升级，提升了废料回收水平，减少了能源消耗，单位产品能耗水平是可比企业中表现最佳。

关注华利集团左侧布局机会。华利集团下游客户以外国品牌为主，美国市场是其客户的主要市场，因此，华利集团的业绩受美国下游订单影响较大，随着品牌商去库存节奏有望加速，将利好华利集团的订单表现。在公司质地优良，订单存在修复预期的背景下，股价仍处于左侧，我们认为主要因为去库存与订单量回升之间存在时间差，制造商业绩拐点滞后于品牌商库存低点。而由于低基数影响，我们认为 2024 年华利集团将出现较明显的订单修复，因此我们建议关注华利集团的左侧布局机会。

1.2. 区别于市场的观点

资本市场低估了运动鞋制造的壁垒，认为生产运动鞋难度不大，进入门槛不高。我们认为，运动鞋制造业的进入壁垒高，主要体现在：1) 运动鞋生产流程长，环节众多，鞋品款式众多且更新速度快的特点，均要求在生产环节中进行快速调整，这需要长期大量的制鞋经验积累，非新进入企业通过设备投入就可轻易达成；2) 运动鞋制造业是劳动密集型产业，早期进入的企业大多已在劳动力最为充裕，且薪酬成本较低的地区完成布局，新进入企业很难在劳动力成本上获得优势；3) 头部运动品牌对环保要求趋严，对本就成本敏感度高的上游制造提出更严苛的标准，将使行业集中度逐步提高。

我们对华利集团从收入-销量均价-毛利率-净利润进行逐一详细预测，预测过程具备完整逻辑链。针对收入预测，我们利用耐克管理层指引预估耐克的收入及毛利率走势，推算华利集团耐克业务线收入，并通过耐克业务占比的预估估算华利集团整体收入。量价预测方面，我们差别性地利用汇率走势预测均价走势，并由此得到销量预测。毛利率方面，我们发现皮革 PPI 走势与华利单双生产成本波动间存在强正相关，并依此估算成本得到毛利率预测。由此得出的净利润数据具有详细的逻辑推演过程及客观数据支持，对未来进行季度盈利预测提供了可行的方法论。

2. 华利集团：运动鞋制造全球领先企业

中山华利实业集团股份有限公司于2004年成立，总部位于广东省中山市，于2021年4月26日在深交所上市。公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，主要产品包含运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等，服务如Nike集团、VF、Deckers、Puma、Columbia等知名品牌。2022年，华利集团员工规模超过15万人，是运动鞋制造业中员工规模较大的集团。华利是运动品牌巨头耐克的鞋类主要供应商之一，在耐克的鞋类供应链中以生产人员规模计，排名第六。

图1. 公司产品一览



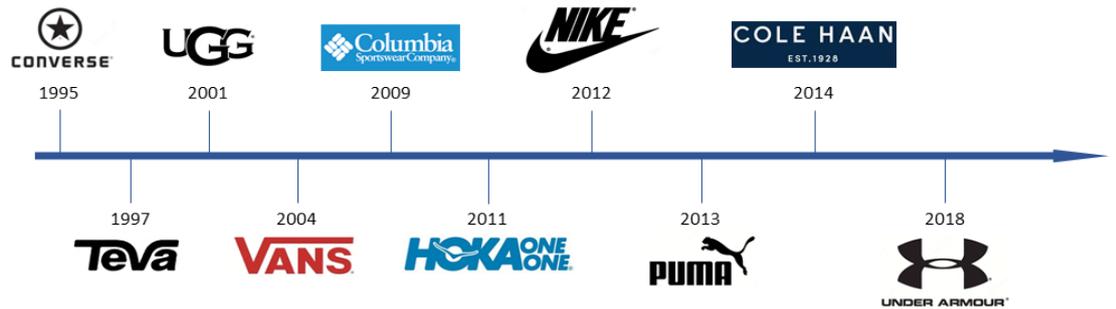
资料来源：华利集团2022年社会责任报告，国投证券研究中心

图2. 华利集团是耐克主要鞋类供应商

鞋类供应商集团	属地	生产人员规模	占比
丰泰	中国台湾	115321	16%
TAEKWANG	韩国	80946	11%
裕元	中国台湾	82542	11%
CHANGSHIN	韩国	72789	10%
清祿	中国台湾	59949	8%
华利集团	中国中山	59602	8%

资料来源：耐克供应商名册，国投证券研究中心

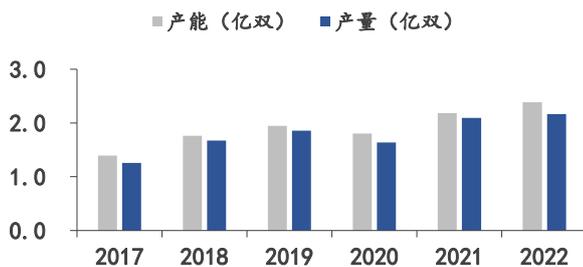
图3. 公司合作品牌



资料来源：公司官网，国投证券研究中心

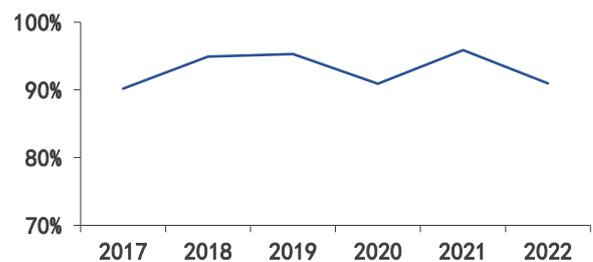
公司产能持续保持饱满。公司产能近年来一直不断提升，从2017年的1.4亿双产能提升至2022年的2.4亿双。公司产能持续保持饱满，近年来产能率均保持在90%以上。为了应对日益增长需求，华利目前积极推进印尼新工厂的建设，根据公司对外披露的调研信息显示，印尼两期工厂预计产能将达到5000-6000万双/年，首期工程将于2023年实现投产。

图4. 华利产能不断增长



资料来源：招股说明书，公司年报，国投证券研究中心

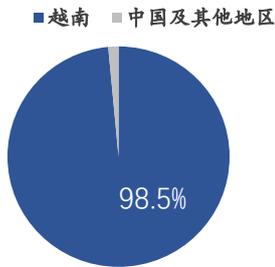
图5. 产能利用率保持高位



资料来源：招股说明书，公司年报，国投证券研究中心

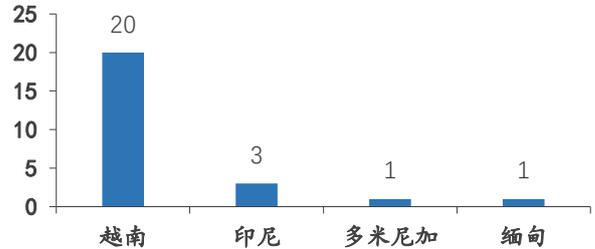
生产基地集中在越南，人工成本更具优势。公司制鞋生产基地大部分在海外，分布在越南、缅甸、多米尼加、印尼等地，其中越南为主要的生产基地，而公司在中国中山以进行鞋品设计和模具生产为主。华利集团工厂数量多，没形成集约式大厂，主要因为购地与产能布局需要与每一时期的产量规模相匹配，以实现产能最大化利用。

图6. 华利集团各地区员工数量占比



资料来源：华利集团社会责任报告，国投证券研究中心

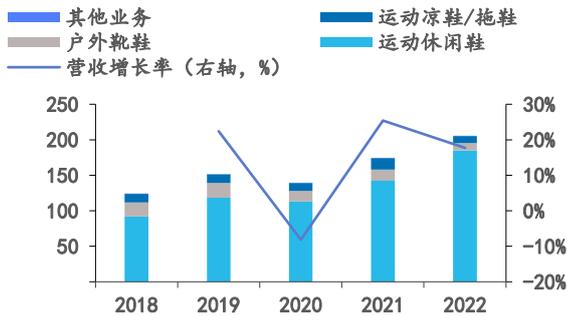
图7. 华利集团各地区工厂数量



资料来源：Euromonitor，国投证券研究中心

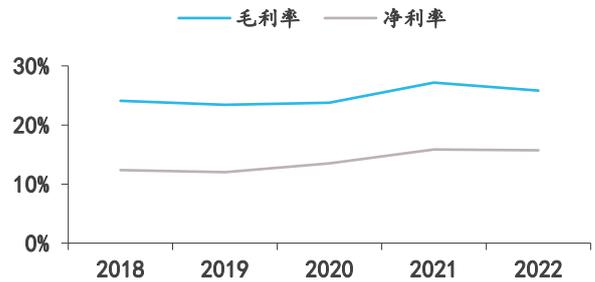
收入及业绩表现稳步增长。近年来华利集团收入和利润表现双双保持稳步增长，收入和利润过去5年CAGR分别+11%和+16%。公司毛利率和净利率方面表现稳健，过去5年均保持稳中有升的态势。

图8. 华利集团收入规模情况（亿元）



资料来源：公司招股说明书，公司年报，国投证券研究中心

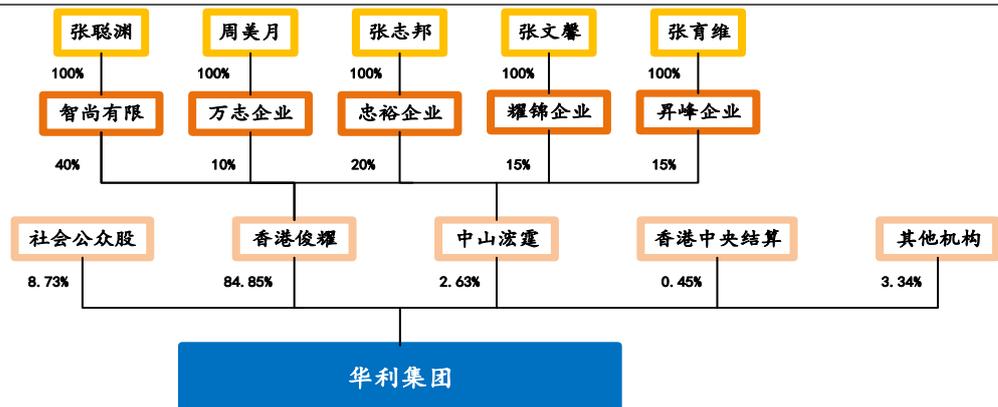
图9. 华利集团毛利率和净利率情况



资料来源：公司招股说明书，公司年报，国投证券研究中心

公司股权结构属于家族控股模式，股权结构稳定。根据招股说明书以及公司2022年年报披露，公司创始人、董事长张聪渊先生持有公司34.0%，董事长夫人周美月持有8.8%的股份，董事长子女张志邦、张文馨与张育维共持有42.4%的股份。家族成员通过共同持有香港俊耀和中山泓霆实现对华利集团的控股，合计持有超过80%的股份。

图10. 华利集团股权结构图



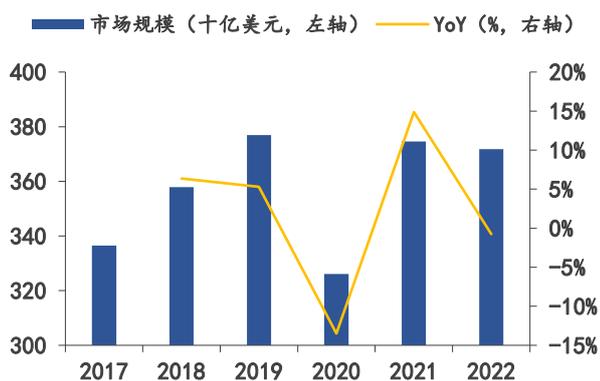
资料来源：公司招股说明书，公司年报，国投证券研究中心编制

3. 运动鞋景气度更佳，代工企业集中度有望不断提高

3.1. 运动鞋服渗透率不断提高，耐克库存压力回落

全球运动鞋服市场规模增长大幅波动。全球运动鞋服市场在经历了2019年前的持续增长后，增长较为波动，2020年因全球疫情影响销售情况不佳，2021年出现较大幅度反弹后在2022年增速再度放缓。根据Euromonitor数据，2022年全球运动鞋服市场规模3717亿美元，YoY-1%，过去5年CAGR+1%。美国市场的萎缩是造成全球市场规模下滑的主要因素，2022年美国运动鞋服市场规模同比下滑3%，下滑程度高于其他主要市场。我们认为美国市场规模下滑，主要因为2022年高通胀环境下消费能力下滑所致。

图11. 全球运动鞋服市场规模



资料来源: Euromonitor, 国投证券研究中心

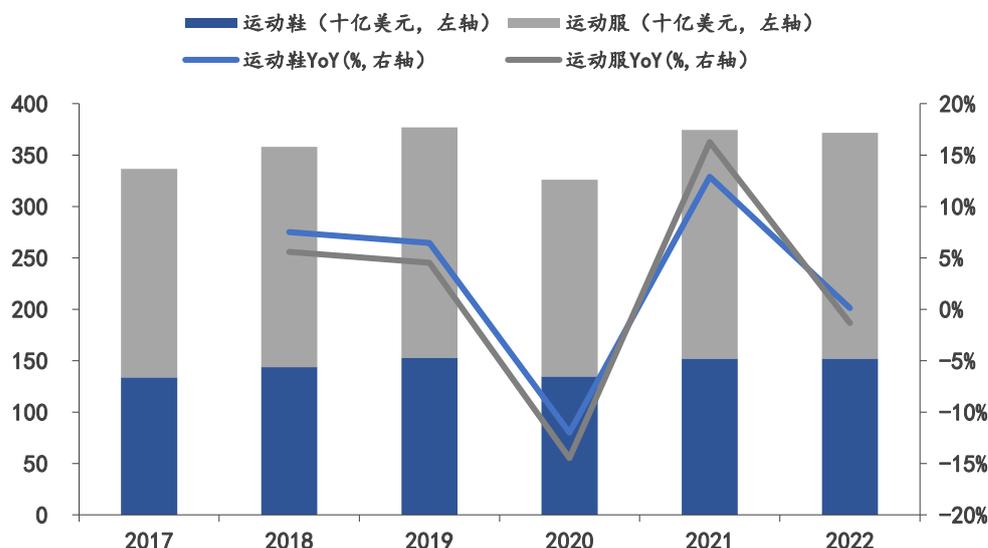
图12. 各大主要市场市场规模 (十亿美元)



资料来源: Euromonitor, 国投证券研究中心

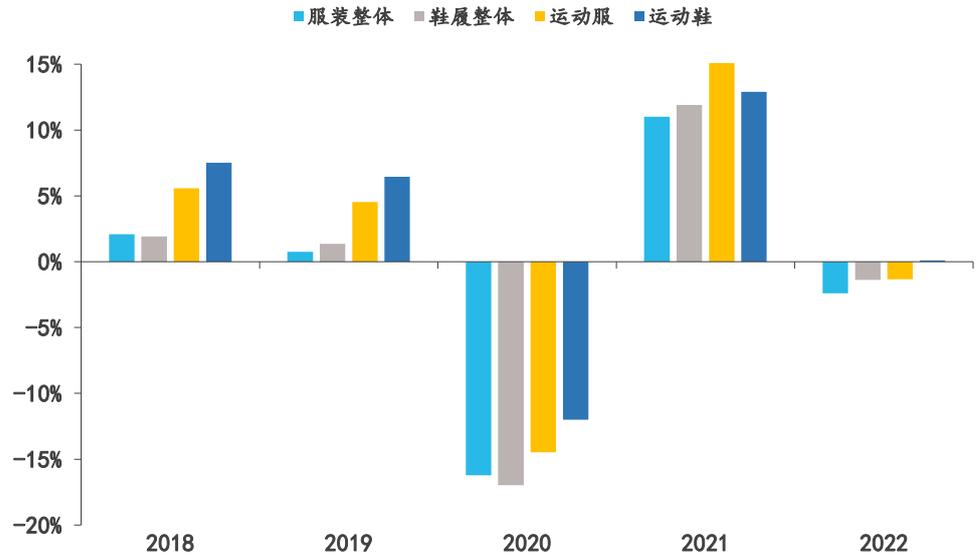
运动鞋服市场仍是鞋服品类中景气度最佳。跳出运动鞋服品类看全球鞋服市场走势，我们发现运动鞋服的景气度仍优于鞋服整体市场。2022年服装和鞋履整体全球零售额增长率分别为-2.4%和-1.4%，运动服和运动鞋的增长率则分别为-1.3%和0.1%，景气度运动鞋服均更佳，其中运动鞋表现更为优秀。而从过往数年的历史数据看，运动鞋服市场呈现了“多涨少跌”的规律，即当鞋服市场规模整体增长时，运动鞋服增长得更快，而当整体市场规模下滑时，运动鞋服下滑得更少。2022年整体鞋服市场规模出现一定程度萎缩的背景下，运动鞋服规模萎缩得更少，规律仍有效。因此我们相信，当鞋服市场恢复增长时，运动鞋服的增长动能将会更大，其中运动鞋板块表现将会更佳。

图13. 运动服及运动鞋全球市场规模情况



资料来源: Euromonitor, 国投证券研究中心

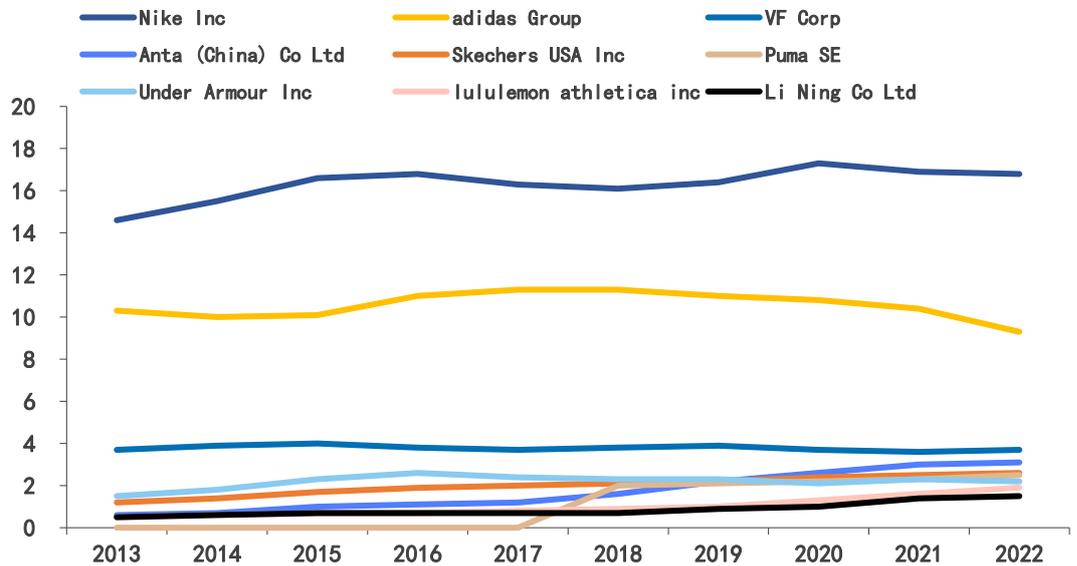
图14. 运动鞋服增长表现优于鞋服整体



资料来源: Euromonitor, 国投证券研究中心

头部竞争格局未发生明显改变。全球运动鞋服市场主要以 Nike 和 Adidas 为主要龙头, CR5 市占率保持在 35%左右。近年来 Nike 市占率稳定在 17%的水平, 而 Adidas 市占率则有所下滑, 从顶峰的 11%跌至 2022 年的 9%。失去的市场份额则被后方品牌承接。

图15. 全球前九大运动鞋服公司市占率 (%)

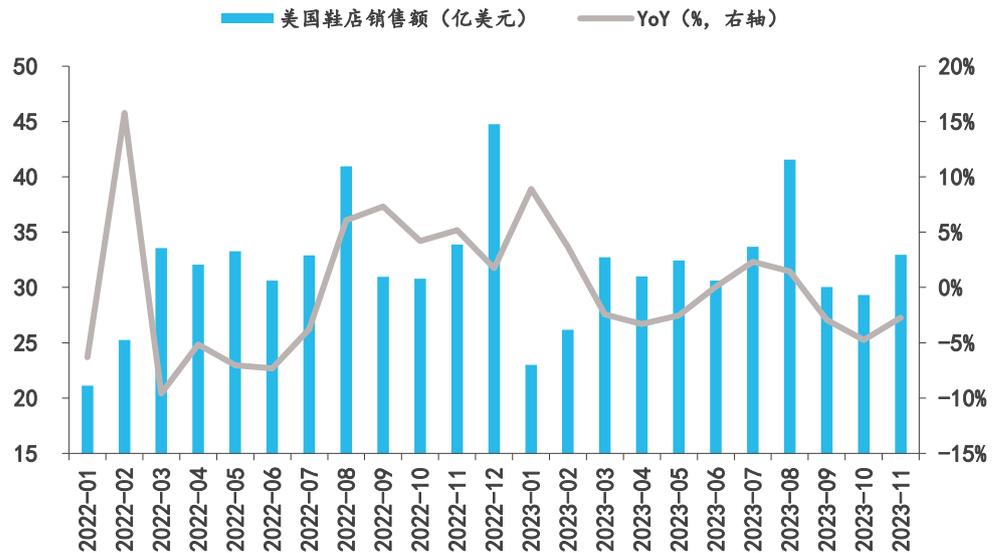


资料来源: Euromonitor, 国投证券研究中心

3.2. 主流运动品牌库存表现仍有承压, 头部企业去库存节奏更优

美国鞋店零售表现呈平稳震荡, 主流运动品牌库存压力有望缓解。根据美国商务部普查局的数据, 美国鞋店零售额表现自 2022 年保持震荡, 全年零售额同比基本持平, 呈现上半年收缩, 下半年扩张的形态。鞋店 2022H2 零售额按月快速回暖的背景下给予品牌方积极备货的预期, 然而 2023 年上半年鞋店总零售额同比增长仅录得持平, 使得主流运动品牌库存水平处于高位。值得注意的是, 鞋店零售额在 2023 年 3-5 月连续负增长后 6-8 月回归正增长, 9-11 月因高基数影响略有下滑, 整体而言呈现成熟市场平稳震荡, 使去库存节奏较为缓慢。

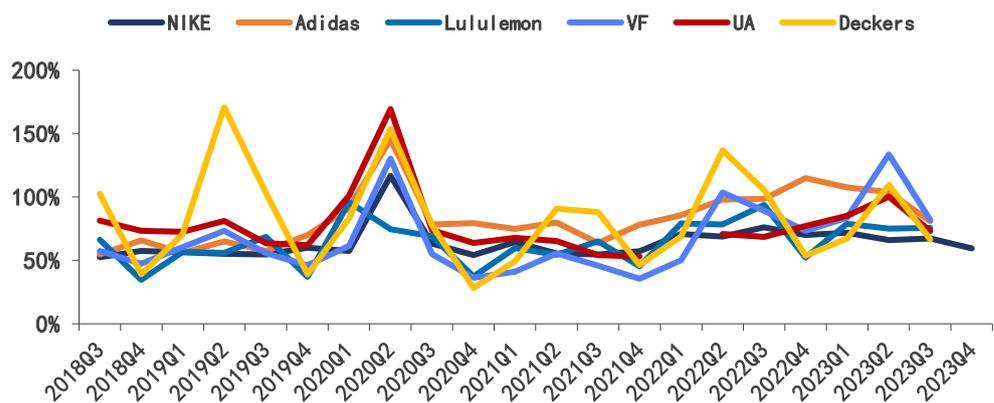
图16. 美国鞋店销售额情况



资料来源：美国商务部普查局，国投证券研究中心

耐克库存控制良好，鞋类销售表现更优。我们统计了2018-2023年主流运动品牌季度库销比情况，发现耐克的库销比波动最小且保持相对低位，体现更优秀的库存控制水平。2022年耐克库销比同样也有所提高，但显著低于同行，且今年以来并未跟随其他主流品牌一样出现库销比上升的情况。值得注意的是，库销比情况是统计品牌整体，耐克鞋类销售今年以来YoY+9.6%，而服装YoY+1.0%，鞋类销售表现明显优于服装，因此我们判断当前耐克运动鞋的库存压力会更小，上游鞋类制造商有望更快获得订单修复。

图17. 主要运动品牌季度库销比

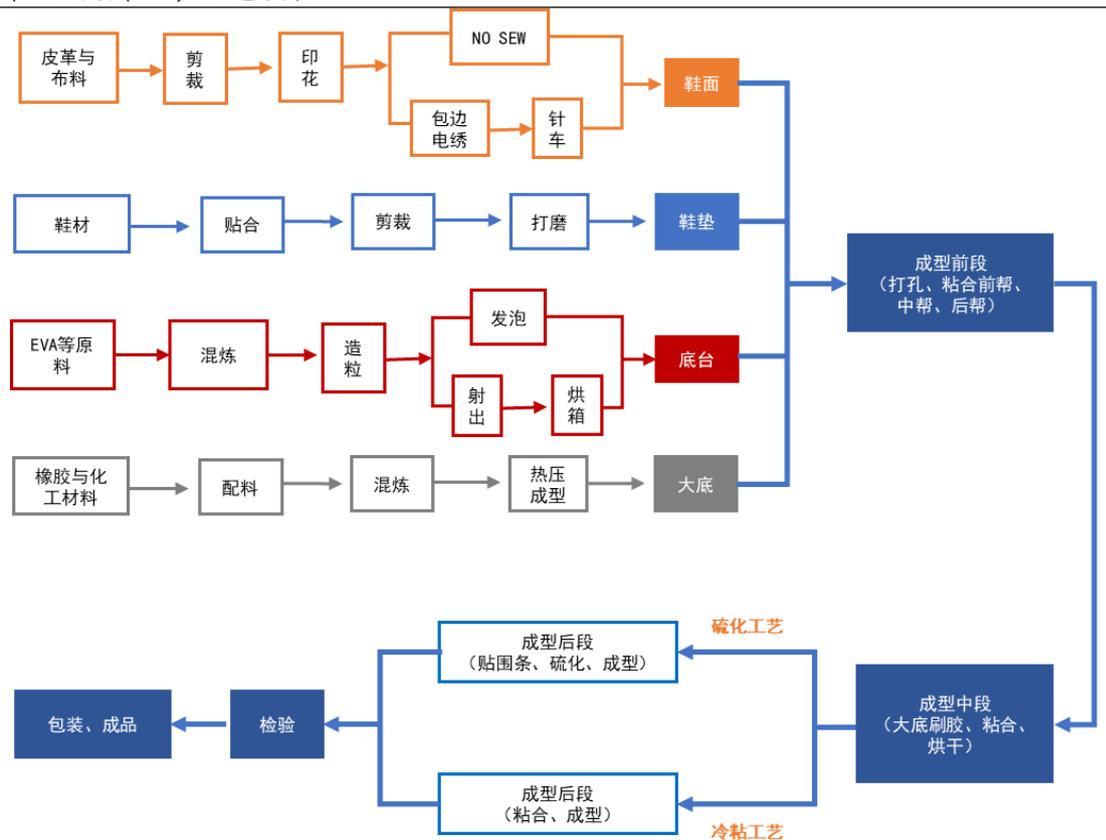


资料来源：各品牌季度报告，国投证券研究中心

3.3. 运动鞋制造产业：一个追求效率和成本的产业

运动鞋看似普通，生产流程绝不简单。运动鞋虽然样式众多，但拆解起来大体可以分为鞋面、鞋垫、中底和大底四个部分。生产运动鞋四个部分涉及大量流程，以华利集团所披露的生产工序为例，运动鞋生产工序超过180道。其中，因运动鞋款式及码数众多，鞋型的弧度、长度、高度变化较多，因此在生产过程中仍需要较多人工操作，自动化程度的提升更多是为了提高工人的生产效率和提升产品品质稳定性。

图18. 运动鞋生产工艺流程



资料来源：华利集团招股说明书，国投证券研究中心

运动鞋制造是毛利率最低的板块，但净利率却比较可观。我们把运动鞋产业链分为三大板块：制造、品牌、零售。通过比较三大板块中各大具有代表性企业的毛利率情况，我们发现，制造板块的毛利率是最低的。不同于品牌端小众高端品牌有机会突围实现高毛利率，制造端大集团往往已经代表了行业内毛利率的最高水平，主要因为：1) 大集团拥有更全的产业链，能自主生产各项工序；2) 大集团更有机会对接优质的品牌客户，有更好的价格空间；3) 大集团规模化生产有效摊薄生产设备和厂房的固定成本。相较于产业链内其他环节，运动鞋制造端毛利率虽然较低，但在净利率上运动鞋制造代表企业却能和其他产业链持平。因此，我们认为，由于费用更少，在毛利率有所保证的情况下净利率却不低。同时，运动鞋制造业进入壁垒高，小工厂竞争力不足，大集团在生产效率和成本控制上更具优势，有强者恒强的趋势。

图19. 运动鞋产业链

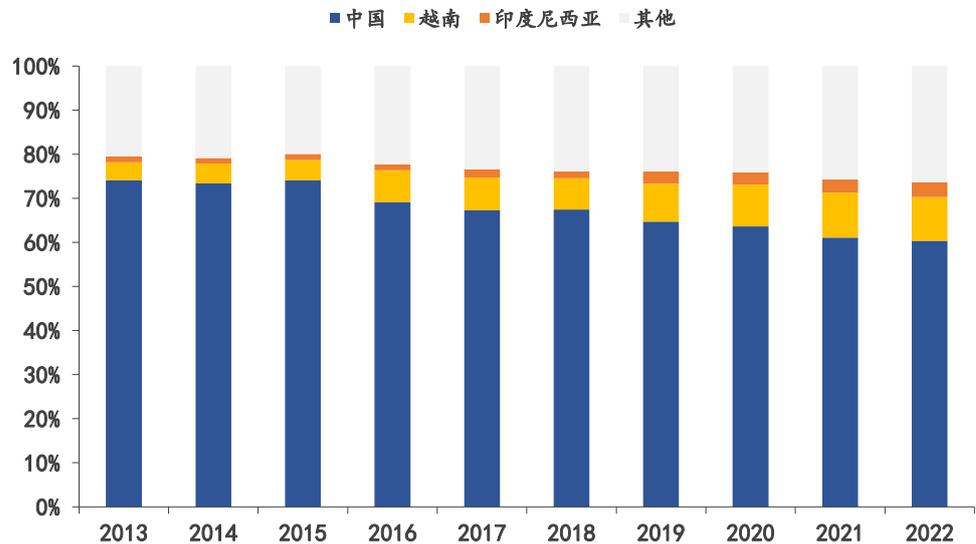


资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

原材料和人工是成本大头，但原材料采购无自主权。运动鞋制造产业从成本而言主要有原材料成本、劳动力成本、设备折旧、电费以及其他成本。以华利集团为例，原材料成本为主要成本，占比在60%以上，其次是劳动力成本，占30%左右。一般而言，制造业企业可通过多家供应商竞争等方式管控原材料价格，以及通过迁址去低劳动力成本的地方优化人员成本。然而对于运动鞋制造商而言，由于各大品牌商在其产品的材料上或有独家工艺或领先技术，品牌商会指定原材料供应商，商定价格后让制造商采购。因此，在原材料端，运动鞋制造商在原材料采购上不具备主动权，成本管控空间小。

劳动力成本管控有自主权，产线迁往东南亚趋势明显。制鞋业中心的变迁史是一部追逐高劳动力资源且低成本的历史，从上世纪70年代开始在日本、韩国、中国台湾，到80-90年代开始转移至中国，再到21世纪开始向东南亚地区转移，均是在高劳动力成本地区向低劳动力成本地区转移的过程。当前亚洲是制鞋产业的绝对中心仍未改变，根据葡萄牙制鞋业协会的数据，2022年全球接近90%的鞋履在亚洲生产且过去10年一直保持这个高水平。从国家出口鞋履量来看，中国目前仍是出口量最大的国家，但是占比逐年减少，2013年市场份额达到74%，2022年此数字降至60%，份额减少的部分主要被越南和印度尼西亚吸收。越南和印尼的市场份额分别从2013年的4%和1%提升至2022年的10%和3%且占比逐年增加。运动鞋产业更是率先完成在东南亚的产业链布局。以行业龙头耐克为例，其鞋类生产工厂在越南和印尼合计的比例从2012财年的66%提升至2023财年的77%，而中国工厂的数量占比则从32%降低至18%。中国产业链占比萎缩以及东南亚产业链占比提升，并非因为东南亚本土代工企业竞争力提升而取代中国代工企业，而是中国企业加大在东南亚的布局。仍从耐克供应链进行观察，我们发现无论是越南还是印尼，耐克的鞋类供应商按工人总数量排名，前十位的均为中国或韩国的集团，其中以中国企业为主，无越南或印尼本土企业出现。由此可以看出东南亚运动鞋产业链的兴起，主要因为企业在越南或印尼进行产业链布局。

图20. 各国鞋履出口量占全球总出口量占比



资料来源：葡萄牙制鞋业协会，国投证券研究中心

运动鞋不断追求环保。消费者在生活各方面更加注重环保低碳，各国也呼吁其企业在可持续发展方面更有建树。因此，消费者在选购商品时开始逐步注重产品的环保性。运动鞋，作为用料种类多，生产环节长的鞋服品类，在产品可回收性和生产废料控制上挑战较大，对运动品牌以及上游制造商的要求更高。各大运动品牌近年来在其鞋品上不断创新，运用更为环保的材料，在可回收性上不断进步，例如PUMA的Running系列无论鞋面还是鞋底均大量采用可回收材料，按重量算回收成分比重达到21%；又如耐克W BLAZER MID '77 SE为例，运用了11种环保材料，材料比重达21%。

图21. PUMA Running 系列跑鞋环保材料一览



资料来源：华利集团社会责任报告，国投证券研究中心

图22. 耐克 Blazer 系列运动鞋环保材料一览

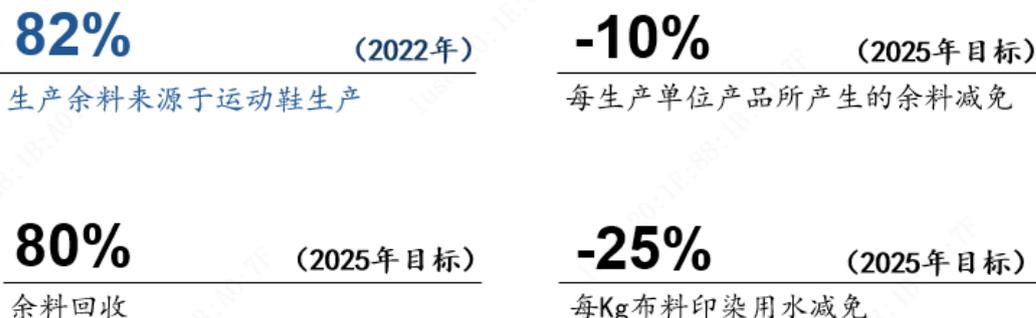


资料来源：华利集团社会责任报告，国投证券研究中心

代工企业生产要求提高，护城河有望不断加深。上文提及，运动鞋生产企业在原材料采购方面无自主权，由品牌方指定，因此从材料运用角度看，运用环保材料似对生产环节影响不大。然而，除了积极运用环保材料外，品牌方对于运动鞋生产环节中的污染处理、余料控制、用水量等要求也在逐年严格，主要因为大部分生产环节的废料来源于鞋品生产。以耐克为例，82%的生产废料来自于鞋品生产，对于生产环节的环保要求，运动鞋生产企业首当其冲。耐克在其社会责任报告中提出了可量化的 2025 年目标，包括减少单位产品产生的废料、增加废料回收比率、减少印染过程的用水量等。品牌方对生产环节的高要求对代工企业不断带来挑战，主要体现在：1) 大量投入和改进设备以提高用料效率和降低污染，这需要有充裕的现金流进行支撑；2) 需要有多年的制鞋经验积累，才可总结出可改进的生产环节。以上挑战将使

行业内代工巨头的护城河更深，新企业在资本投入和经验积累上难以竞争，运动鞋生产行业集中度有望不断提高。

图23. 耐克对生产环节的 2025 年环保目标



资料来源：耐克社会责任报告，国投证券研究中心

4. 华利集团：成本把控更具优势，客户深耕外拓两不误

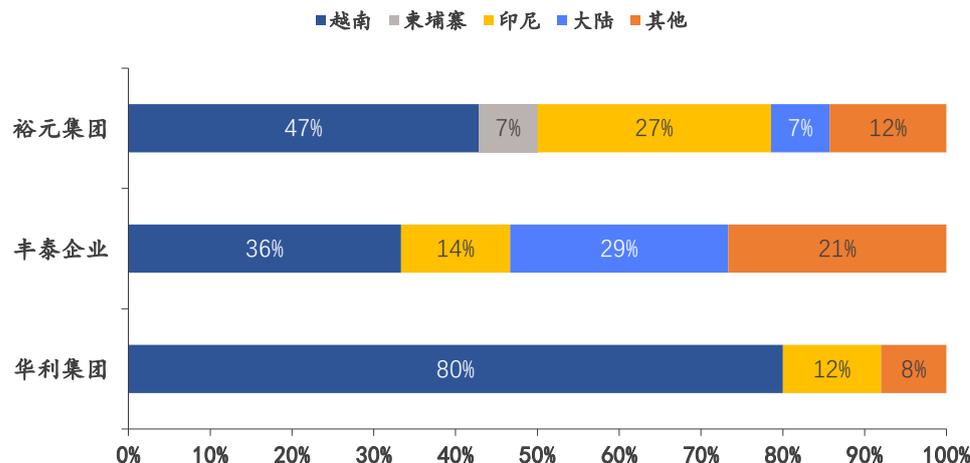
华利集团所处的运动鞋制造业属于传统行业，竞争对手众多，议价能力不强，产品大部分的利润被品牌方和渠道商瓜分。因此，制造商的利润需要建立在优秀的成本把控和管理效率上。通过回溯 2019-2022 年行业内主要运动鞋制造商的收入和利润增速，从结果而言，华利集团无论在收入还是利润增速方面相较同行均更快且更稳。我们总结，华利集团相较同行具备三大竞争优势：

- 产地集中在越南清化，劳动力成本在越南属低廉且劳动力非常充足
- 客户结构合理，深耕耐克同时促成新兴客户合作
- 人均生产效率及订单交付反应能力更胜一筹

4.1. 立足越南清化，劳动力充足且成本更具优势

华利集团拥有深厚制鞋历史。早在华利集团 2004 年成立之前，董事长张聪渊先生已有超过 30 年的制鞋经验。伴随着全球鞋履生产产业链 20 世纪 70 年代起从日本向中国台湾和中国内地转移，张聪渊先生成为较早接触鞋业的参与者，先是在 70-80 年代与合作伙伴在中国台湾投资鞋业工厂，再在 90 年代成立新沣集团在内地设厂，并于 2004 年成立华利有限。21 世纪初新沣集团已将部分产能转移至越南，同时已实现和数个海外品牌如 Columbia、UGG、Teva、HOKA One One 等的合作，并于 2012 年进入 Nike 供应链。2013 年，张聪渊先生收购新沣集团鞋履制造业务，专注运动鞋代工业务并不断在东南亚投资产线。目前已形成管理总部和设计中心在广东中山、生产制造集中在以越南为主的东南亚等地、贸易中心在香港和中山的商业布局。根据华利集团 2022 年年报披露，公司旗下涉及鞋类加工的子公司有 25 家，分布在越南、印尼、缅甸、多米尼加，其中越南有 20 家、印尼 3 家、多米尼加和缅甸各 1 家，可见华利集团的主要生产基地仍集中在越南。

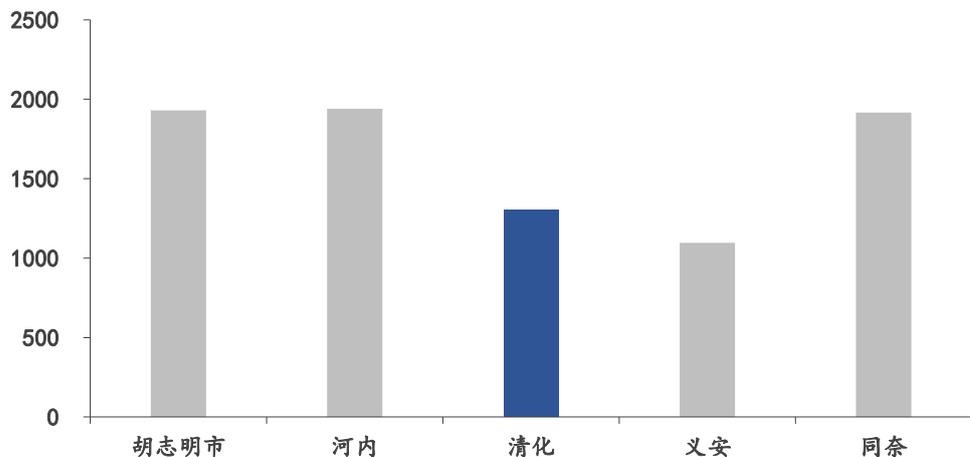
图24. 主要运动鞋生产企业产能分布（以生产基地数量分）



资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

华利集团越南基地劳动力成本更具优势。我们对华利集团、裕元集团和丰泰集团所披露的工厂基本信息进行汇总，发现华利集团的生产基地基本在清化省、而竞争对手多在同奈省以及胡志明市。根据越南统计局 2022 年的数据，清化省人均月收入为 431 万越南盾，约合人民币 1301 元，而胡志明市、同奈省人均月收入分别为 639 万和 635 万越南盾、约合人民币分别为 1930 元和 1917 元，华利集团生产基地扎根清化省从薪资上相较同行更具备优势。

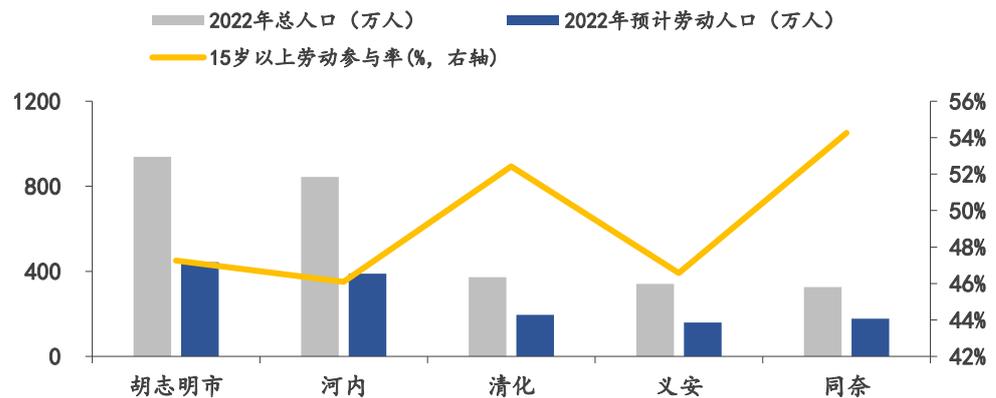
图25. 2022 年越南主要省份人均月收入（元/月）



资料来源：越南统计局，国投证券研究中心

华利集团越南基地劳动力供给更充足。单纯的薪酬优势仅是劳动力优势的一方面，作为劳动密集型企业，充足的劳动力供应也是至关重要的一环。根据越南统计局 2022 年的数据，清化省人口 372 万人，仅次于胡志明市和河内，而在 15 岁以上就业人口占比的比较中，清化省以 52.4% 的水平位列越南中游水平。经折算，我们发现，清化省的劳动人口预计 195 万人，同样仅次于胡志明市和河内。因此，清化省薪资偏低，同时劳动力更为充足，华利集团的大部分越南生产基地扎根于此使其劳动力优势凸显。

图26. 越南主要省份劳动人口规模（万人）



资料来源：越南统计局，国投证券研究中心

越南税收政策变化对公司影响有限。根据越南国会的决议，将于2024年1月1日起对连续4年中有两年综合营业额超过7.5亿欧元的在越投资外资企业，征收20%的越南公司所得税，华利集团在越子公司较多，且在营业额门槛之上，属于调整税率的受影响者。目前，公司在越南有20家子公司，其中五家享受当地政府不同程度的税收优惠，其余15家子公司税率为20%。根据公司招股说明书披露的2019年利润数据以及公司2022年报，五家享受税收优惠的子公司中，除弘邦净利润较高外，其余子公司处于新设立或新收购状态，对公司业绩影响很小，若仅考虑弘邦的税收变化，以2019年利润数据估算，税率从原来的5%提升至20%，新增所得税额约为600万元，对净利率的影响仅为0.2%。从另一个角度看，根据公司2023Q3季报披露，2023前9个月的公司综合税率为20%，若比较公司披露的纳税主体对应的所得税税率，可以发现，公司纳税主体仍以中国大陆为主，同样也可看到越南税率提升对公司影响甚微。

表1：华利集团越南子公司税率情况

越南子公司名称	业务性质	成立时间	税率
威霖	加工	Aug-19	20%
宏美	加工	Jun-10	20%
正川	加工	Dec-05	20%
上杰	加工	Apr-08	20%
永正	加工	Oct-14	20%
邦威	加工	Mar-06	20%
立川	加工	Jan-10	20%
永弘	加工	Jan-15	20%
宏福	加工	Jun-10	20%
跃升	加工	Nov-08	20%
亚欣	加工	Jul-14	20%
百捷	加工	Sep-10	20%
卓岳	加工	Sep-14	20%
永山	加工	Aug-20	20%
华利	加工	Jan-22	20%
弘邦	加工	May-10	5%
峻宏	加工	Jun-22	0%
永欣	加工	Jul-22	0%
滨懋	加工	Oct-22	0%
弘欣	加工	May-20	0%

资料来源：公司招股说明书，公司年报，国投证券研究中心

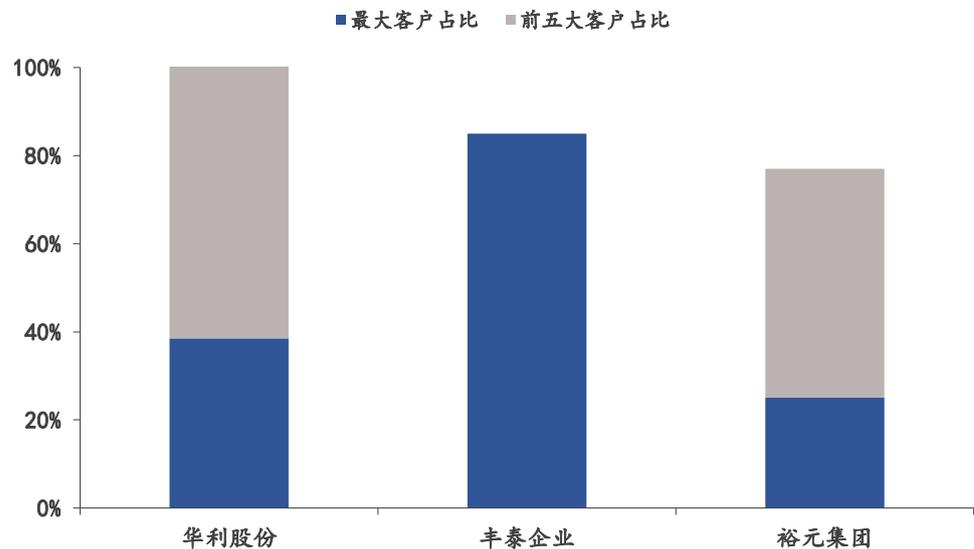
表2：华利集团纳税主体税率情况

纳税主体名称	所得税税率
中山华利实业集团股份有限公司	25%
中山精美	15%
中山志捷	15%
中山腾星	15%
中山统益	25%
中山丽锦	25%
香港子公司	17%
中国台湾子公司	20%
除5家税收优惠外越南子公司	20%
多米尼加上杰、缅甸世川	0%
印尼子公司	22%

资料来源：公司年报，国投证券研究中心

4.2. 客户结构合理，深耕耐克同时促成新兴客户合作

华利集团客户结构更为均衡合理。从代工制造业的固有属性而言，客户集中度过高或过低都不利于企业的长期发展，集中度过高将过度依赖单一客户的经营能力，受单一客户业绩波动的影响大；客户集中度过低将使产能过于分散，不利于企业盈利能力的发展。华利集团在客户结构上相较同行更为均衡，已形成以耐克作为主要客户，多个热门品牌深度合作的布局。对比运动鞋的几家代工巨头，裕元集团前五大客户业务占比为 52%，其中最大客户业务占比 25%；丰泰最大客户的业务占比达到 85%；而华利集团最大客户的业务占比为 39%，前五大客户占比为 91%，可见，华利集团的客户结构既没有形成高度依赖，也形成了具有针对性的多方向发展。

图27. 2022 年主要运动鞋代工企业客户结构 (%)


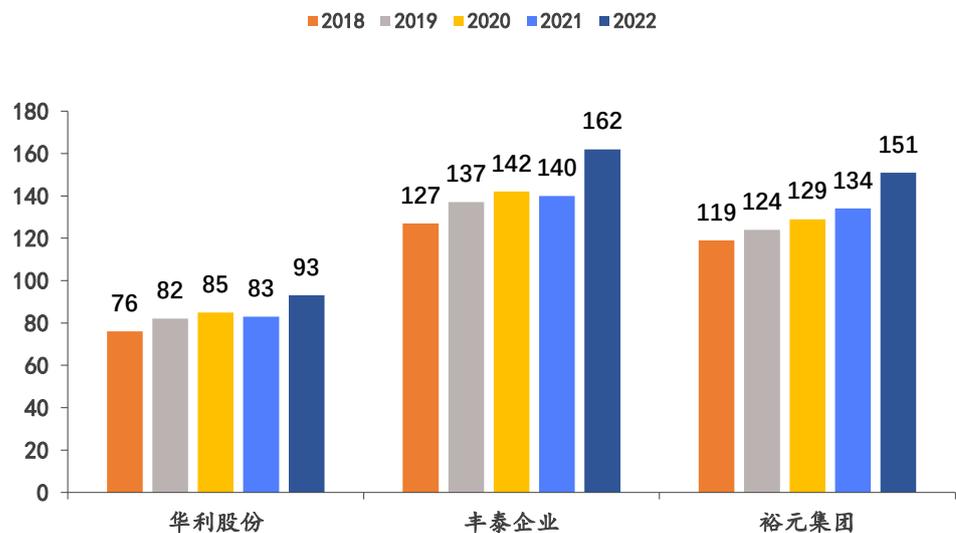
资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

客户结构差异导致华利产品单价低于同行。以产品均价看，近年来裕元和丰泰均处于较高水平，其中丰泰最高，裕元次之，而华利则与其他两家有明显差异。华利均价较低，主要因为：1) 耐克业务中华利既服务匡威也服务耐克，而裕元和丰泰仅服务耐克主品牌，匡威价格较低拉低华利均价水平；2) 裕元以生产偏运动属性的运动鞋/休闲鞋为主，而华利以生产休闲类运动鞋为主，均价相对而言偏低。针对第一点原因，由于耐克均是以上三家企业的最大客户，生产不同类型的耐克鞋品会对各自的均价产生较大差异，根据最新的耐克供应商名册统计数据，裕元和丰泰仅生产耐克主品牌的鞋品，而华利则生产匡威和耐克主品牌。根据华

利集团招股说明书的披露，在华利负责生产的耐克和匡威鞋品上，耐克均价高于匡威，使得华利在均价上并无优势。而从耐克主品牌鞋品看，由于合作时间更早，丰泰以生产耐克高端专业运动鞋为主，均价相对而言更高。针对第二点原因，除了丰泰专注服务耐克外，裕元和华利在服务耐克基础上还有服务其他主流品牌，对比下来，我们发现裕元所服务的主要运动鞋客户在终端均价上会比华利的更高，带动裕元的均价相较华利而言更高。

华利集团积极开拓热门品牌，单价有望持续提高。面对产品结构所带来的均价劣势，华利集团积极开拓专业领域品牌如昂跑 On、Lululemon、Allbirds、Reebok 等新客户，以求在产品单价上实现突破。根据久谦数据的统计，公司近年来新开拓的客户终端售价相较原有客户更高，生产端的议价空间也将更高。根据公司一季度报披露，目前 Reebok、Lululemon、Allbirds 的运动鞋均量产出货，将有望带动华利集团的产品均价进一步提升。

图28. 运动鞋代工企业平均销售单价（元/双）



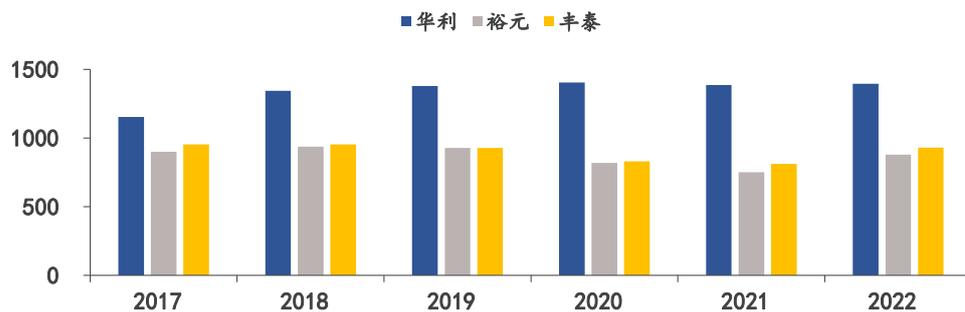
资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

4.3. 生产效率更高，能耗表现更佳，生产更为环保

多项自动化加持提升产品品质和生产效率。为了在产品单价相对较低的背景下实现较高水平毛利率表现，公司在生产自动化上不断精进，引入多种自动化设备，应用多项数字化技术，使产品品质、劳动力数量、生产效率都有不同程度的提升。根据华利集团招股说明书介绍，公司在断料送料、鞋面缝制、鞋面鞋底贴合上均实现了较高程度的自动化，效率及人力成本上有较大幅度的提高。

人均生产效率优于同行。生产工艺优化及自动化程度提升最终须服务于生产效率的提升。我们通过比较华利、丰泰、裕元的人均产量和人均产值来衡量制造商的生产效率，发现过去数年华利无论在人均产量还是人均产值上均明显优异，说明在生产效率方面华利相较同行有明显的优势。值得注意的是，华利 2021 年人均产量和产值有所降低，主要因为 2021 年越南受新冠疫情停工的影响，华利大部分产能集中在越南，因此相较同行人均产量和产值下滑幅度较大，但优势仍明显。人均生产效率高也使得华利在订单交付时间上更具优势，根据华利集团和裕元集团的年报披露，华利可最快 14-21 天完成订单生产，而裕元集团则是 30-45 天。（丰泰未在此指标上作披露）

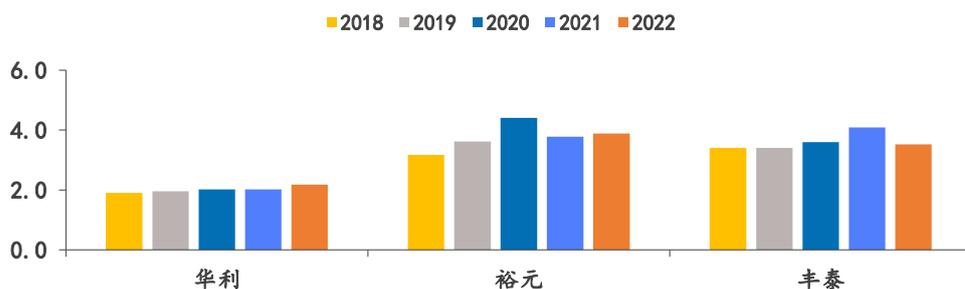
图29. 主要运动鞋代工企业人均产量（双/年）



资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

能耗表现优于同行。根据华利集团招股说明书披露，公司 2019 年电费支出为 2.1 亿元，仅占生产成本约 2%，能源消耗的多寡似乎对公司盈利能力影响不大。然而，品牌方在甄选制造商时会在环保领域对制造商表现进行综合考察和管控。因此，更高效的能耗表现也是制造商的核心壁垒之一。我们根据各家企业的社会责任报告书的披露数据，对华利、丰泰、裕元三家企业生产每双鞋的平均用电量进行比较，发现华利在三者之中整体表现是最佳的，而且长期保持低位稳定。

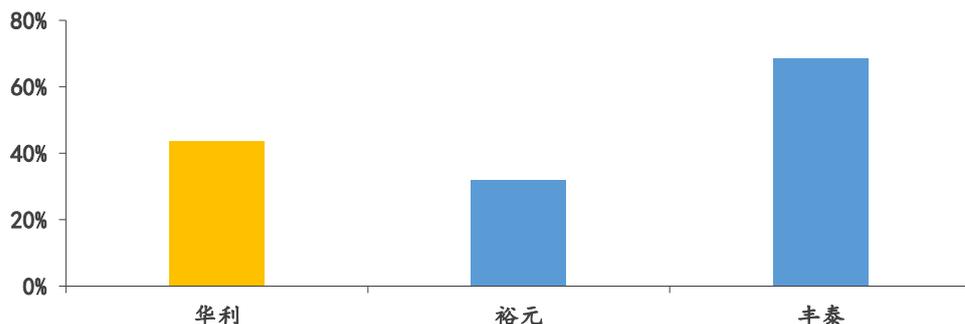
图30. 主要运动鞋代工企业生产每双鞋的用电量比较（千瓦时/双）



资料来源：各公司社会责任报告，国投证券研究中心

单纯比较用电量高低并不能完全说明华利在生产端更环保高效，生产过程对废弃物的再利用程度更是下游客户要求的重要环节，根据三家公司的社会责任报告的披露数据，我们发现华利在废弃物再利用率方面处于丰泰和裕元之间，丰泰最高，裕元最低。我们认为，丰泰绝大部分业务以耐克为主，绑定单一客户下在废弃物回收利用方面的难度会相对较低，利用率也会更高，而华利在服务多品牌下仍能取得不错的废弃物再利用率表现，说明其生产运营能力优异，也将受到更多以注重环保的运动品牌的青睐。

图31. 主要运动鞋代工企业生产废弃物再利用率情况（%）



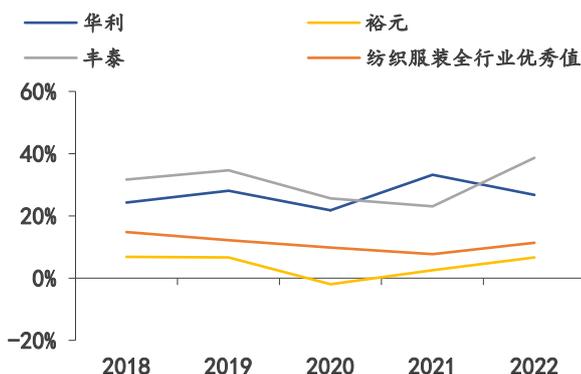
资料来源：各公司社会责任报告，国投证券研究中心

5. 财务分析

5.1. 盈利水平稳中向好，同行对比表现突出

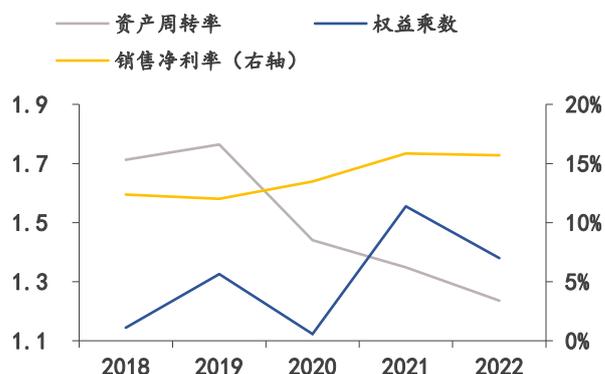
华利公司 ROE 水平名列前茅。为使华利集团 2021 年前未上市前 ROE 与同行具备可比性，我们将上市募集资金加入权益数据进行调整，可看出华利的 ROE 表现优于裕元，与丰泰水平相当，近五年远超纺织服装行业平均水平。

图32. 同行业净资产收益率 (ROE)



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

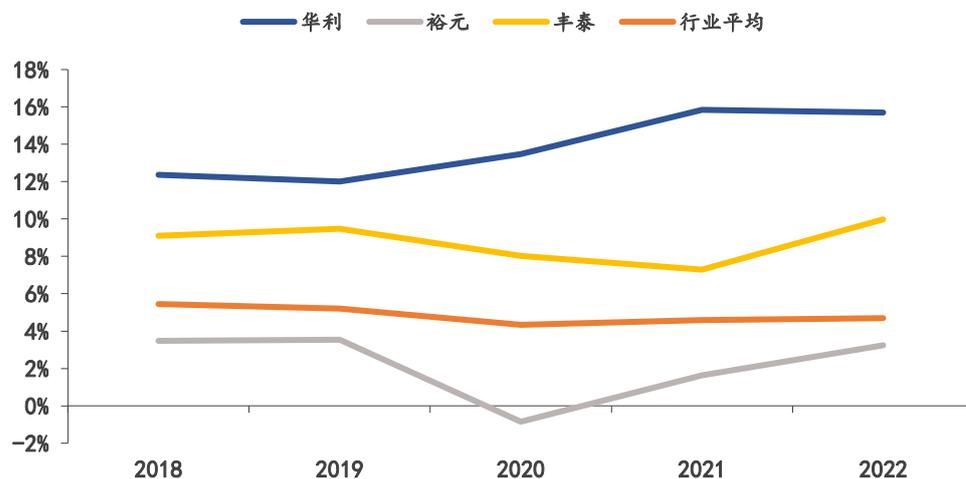
图33. 华利杜邦拆解



资料来源: Wind, 国投证券研究中心

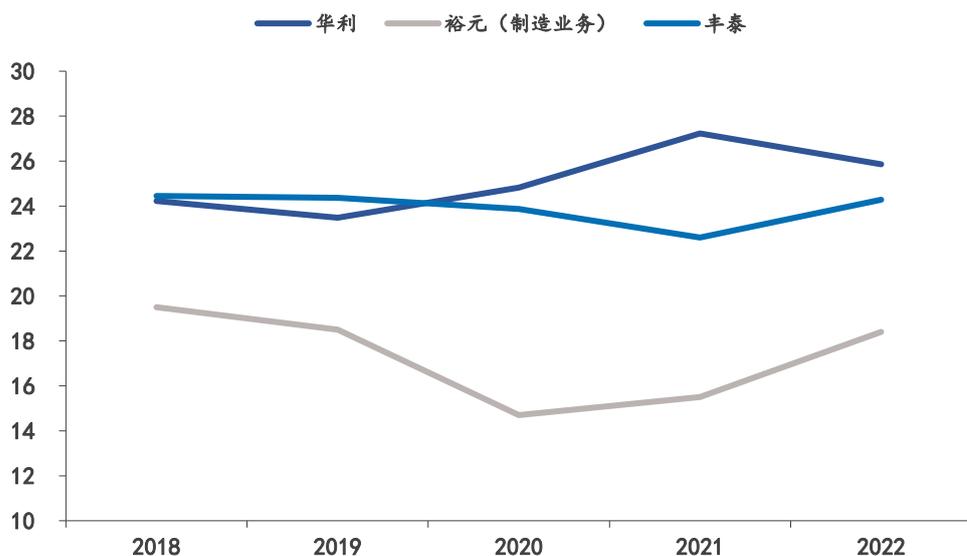
华利高净利率水平是 ROE 表现领先的关键。华利近年来净利率一直维持增长态势，2022 年达到 15.7%，远高于行业平均水平 10.0%，明显超越裕元及丰泰。我们认为，在权益乘数和资产周转率均保持较低水平的背景下，华利高净利率水平是支撑其 ROE 表现的关键，而华利的高净利率水平有赖于更为优秀的产品毛利率以及费用管控能力。

图34. 纺织服装行业平均和同行及华利集团净利率水平



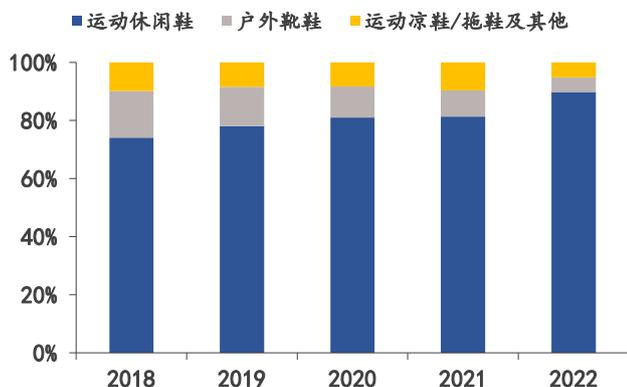
资料来源: 各公司年报, 国投证券研究中心

华利毛利率相比同行更优秀。近年来，华利的毛利率表现优于裕元与丰泰，2022 年毛利率 25.9%，远高于行业平均的 14.5%。华利毛利率表现优于同行，主要因为：1) 专注运动休闲鞋开发生产，提升规模效应；2) 生产效率更高，能耗表现优于同行。

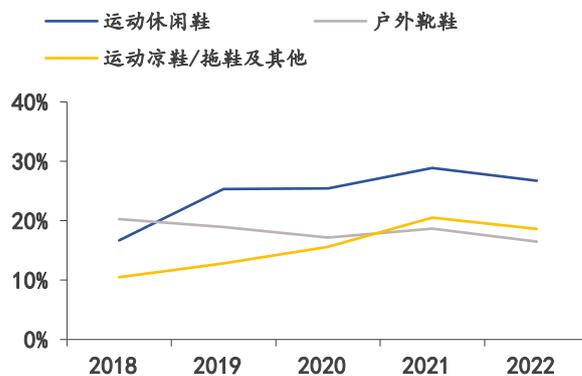
图35. 同行及华利毛利率 (%)


资料来源：各公司年报，国投证券研究中心

专注大批量鞋型生产利好毛利率。公司主要生产运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋，其中以运动休闲鞋为主，且业务占比近年来不断提高，2022年达到89.8%。运动休闲鞋毛利率相较其他鞋型高，主要因为运动休闲鞋市场需求相对更大，适合大批量生产，生产效率较其他种类鞋子更高。户外鞋在鞋型和生产工艺上较其他鞋型复杂，且订单批量较小，单位生产成本因而更高，而运动凉鞋/拖鞋为生产工艺相对简单，产品附加值较低，且订单波动性较大，导致毛利率相对较低。公司的以运动休闲鞋为主导的产品结构，为高毛利率提供有利条件。

图36. 华利各产品占运动鞋营业收入比重


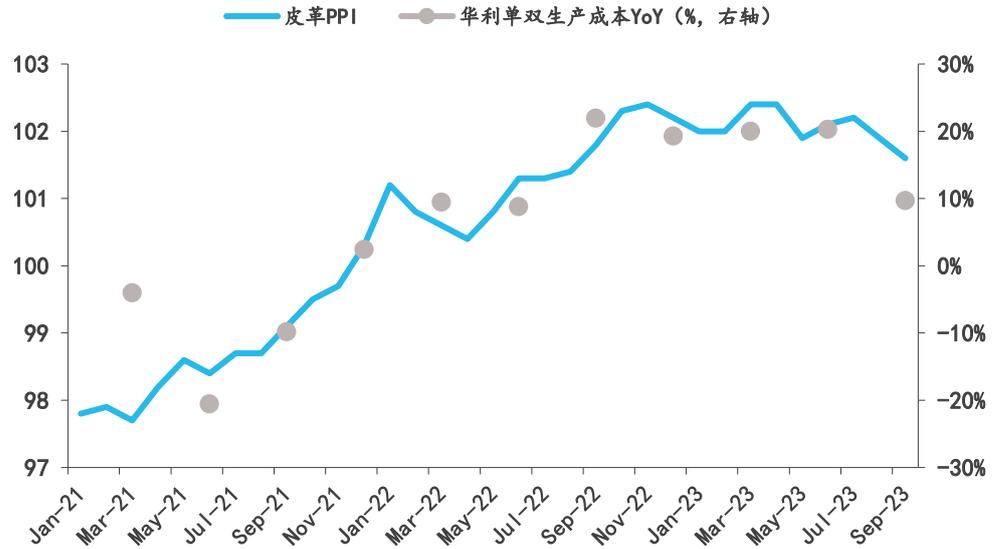
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图37. 华利集团各类产品毛利率


资料来源：华利集团年报，华利集团招股说明书，国投证券研究中心

华利集团毛利率表现受原材料价格波动直接影响。毛利率增长可简单分拆为产品均价增长以及单双成本增长之差。华利集团毛利率稳中有升，我们认为主要因为华利集团会根据单双成本的增减及时调整产品均价。因此，在无重大新品推出影响均价的前提下，成本是带动毛利率变化的主要因素。华利集团的成本构成中以原材料为主，因此原材料的价格波动将传导到单双成本波动，最终影响毛利率。根据华利集团招股说明书，原材料采购构成中以皮革为主，我们比较国家统计局披露的皮革制品PPI数据，发现PPI的波动与华利集团单双成本波动呈高度正相关。

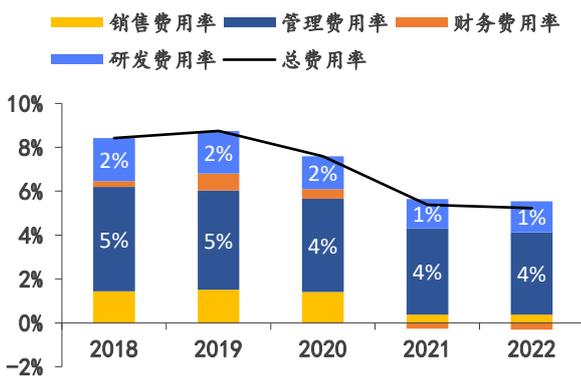
图38. 皮革 PPI 与华利单双成本增长比较



资料来源：华利集团季报，国家统计局，国投证券研究中心

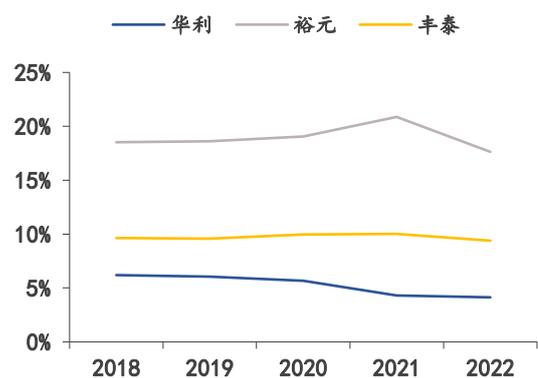
收入增长背景下，费用增长保持克制。华利集团总费用率近年来呈下降趋势，主要因为在收入持续增长下，各项主要费用规模保持克制发展。销售及管理费用合计是制造企业主要的费用支出，将直接影响总费用规模并最终传导至盈利能力。对比行业主要竞争对手，华利在销售及管理费用率上一直处于较低水平，值得注意的是，裕元销售及管理费用率明显较高，主要因为裕元集团除了代工业务外，还有自营零售业务，推高相关销售费用，若剔除销售费用率，仅比较管理费用率，华利相较裕元仍具备优势。我们认为，华利在管理费用率上更具备优势，主要因为华利的管理人员规模占比相对较小。根据华利、裕元、丰泰三家公司的社会责任报告披露，华利集团管理人员占总员工占比是同类公司中最低的，管理费用中薪酬占大部分，管理人员规模较小将有利于管理费用率的表现。

图39. 华利各费用率机构变化



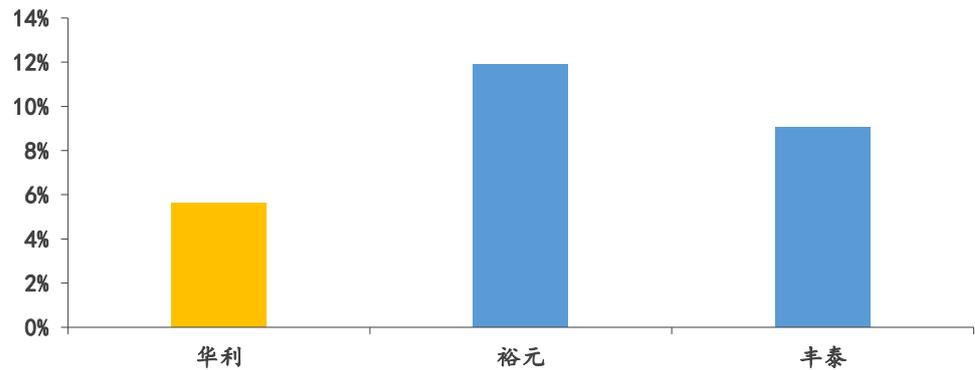
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图40. 同业销售+管理费用率比较



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图41. 管理人员占总员工规模占比 (%)

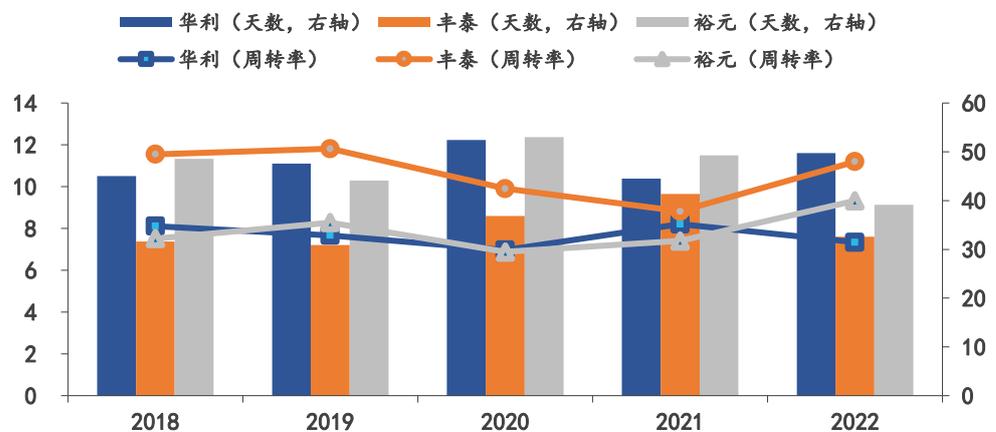


资料来源：各公司社会责任报告，国投证券研究中心

5.2. 公司营运能力保持稳定

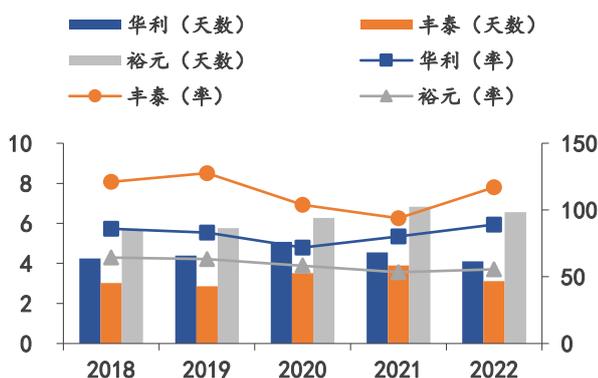
从应收账款表现看，华利近年来表现保持平稳，与同行相比处于中等水平。值得注意的是，2022年应收账款天数略有上升，我们认为主要因为大客户威富（VF）的应付账款周转天数有所上升所致。从库存表现看，华利近年来库存周转率不断提高，在同行比较同处中等水平。考虑到公司近年来产能利用率及产销率均在高位且保持稳定，我们预计华利的库存表现仍将保持平稳向上的态势。

图42. 同行业公司及华利应收账款周转率（次每年）和周转天数



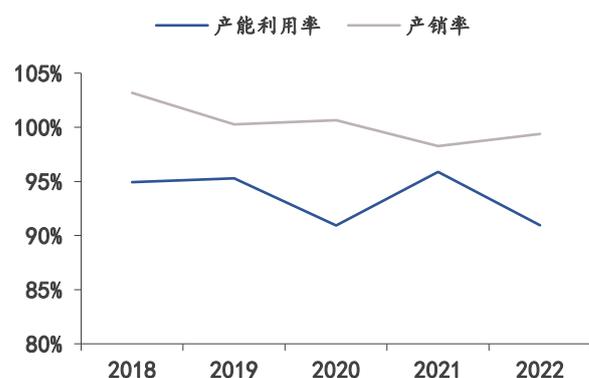
资料来源：Wind，国投证券研究中心

图43. 各公司存货周转率及周转天数变化



资料来源：Wind，国投证券研究中心

图44. 华利产能利用率及产销率

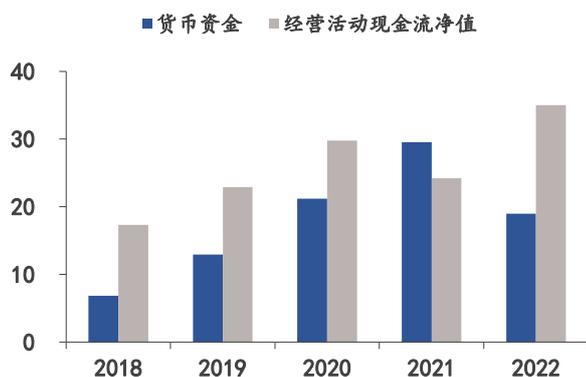


资料来源：Wind，国投证券研究中心

5.3. 公司现金流水平良好

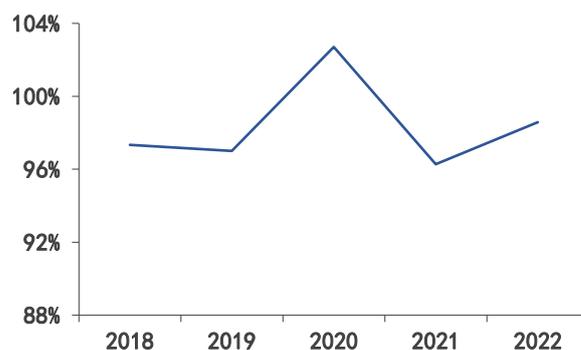
公司现金流充沛,抗风险能力良好。2022年华利经营活动产生现金流量净额同比增加44.59%,主要原因为:(1)销售规模增长;(2)收到的税费返还增加。货币资金同比减少35.77%,主要原因为去年同期收到上市募集资金且今年需要归还的借款增加。华利销售商品、提供劳务收到的现金占营业收入比重维持在96%以上,销售回款质量良好。

图45. 华利货币资金及经营活动现金流净值(亿元)



资料来源:华利集团年报,国投证券研究中心

图46. 华利收到的现金占营业收入比重



资料来源:华利集团年报,国投证券研究中心

6. 盈利预测

6.1. 预计2023-2024年收入止跌回暖

由于华利披露的销量与均价情况存在滞后,我们根据公司最大客户耐克的财报以及耐克管理层的公开指引对华利集团的收入进行预测。方法如下:

- 1) 通过对华利集团收入占耐克营业成本的比例以及对耐克自然年度的营业成本进行预估,我们可得华利在耐克业务线的收入预测。
- 2) 通过预测耐克业务线的收入占华利集团总收入占比,以及利用上条的耐克业务线收入预测,可得华利集团总营收。

对于2023年收入预测,具体如下:

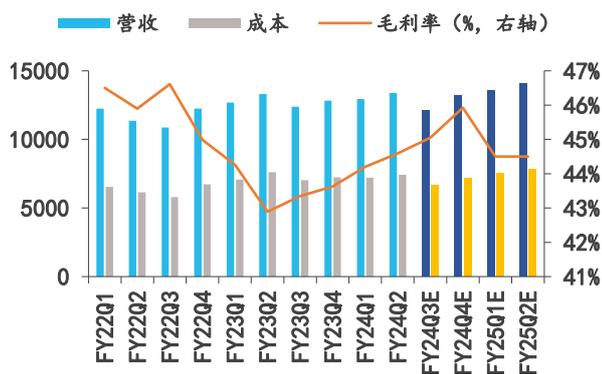
- 1) 由于耐克的财年截止日为5月31日,与华利集团的12月31日有所不同,为了更好地对应,我们以耐克FYQ2(11月30日)为年度截止日,与华利财报进行大致比对。
- 2) 根据耐克FY2024Q2财报显示,FY2024Q2(2023年8月31日-11月30日)的收入133.9亿美元,YoY+1%,毛利率44.6%,YoY+1.7pct。我们以FY2023Q2-FY2024Q2的表现大致代表2023自然年度的表现,可得耐克2023自然年度全年收入515.4亿美元,YoY+5%;营业成本288.9亿美元,YoY+6%。
- 3) 2021及2022年华利集团耐克业务的收入占耐克营业成本的比例分别是3.8%和4.4%。若从半年度角度看,2021H1-2023H1此比例在3.5%-4.5%内波动,因此我们假设2023H2比例为4%。由此我们可得2023H2华利耐克业务线的收入为5.9亿美元,约合人民币41.0亿元;2023全年耐克业务线收入为人民币75亿元,YoY-5%。
- 4) 2022年华利集团耐克业务占比为39%,由于2023年耐克业务线收入有所下滑,我们假设2023年占比为37%,则2023年华利集团主营收入为人民币202.7亿元,YoY-1%,假设其他业务收入不变,则总收入为203.2亿元,YoY-1%。

以同样的方法,我们对2024年收入进行预测,具体如下:

- 1) 根据耐克管理层最新收入指引,FY2024Q3收入将有同比小幅下滑,FY2024Q4将有同比低单位数增长,综合起来,FY2024耐克营收同比增长约为1%。我们以FY2024Q3收入YoY-2%,FY2024Q4收入YoY+3%为假设,得到收入分别为121亿美元和132亿美元。

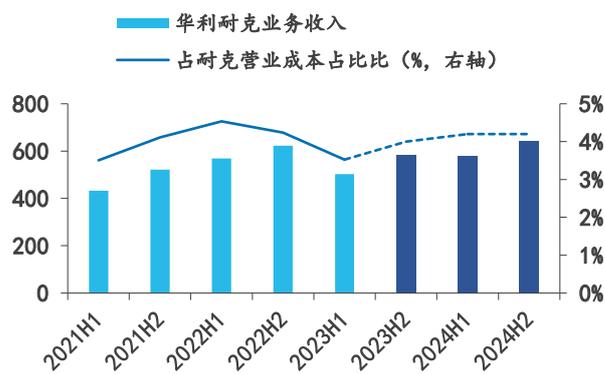
- 2) 根据耐克管理层最新毛利率指引, FY2024Q3 毛利率将同比增长 1.6-1.8pct, FY2024Q4 将同比增长 2.25-2.50pct。我们假设 FY2024Q3/Q4 毛利率分别增长 1.7pct 及 2.3pct, 对应毛利率分别为 45.0%及 45.9%。
- 3) 根据收入及毛利率指引, 可推算 FY2024Q3/Q4 营业成本分别为 66.7 亿美元及 71.4 亿美元, FY2024H2 (2023 年 11 月 30 日-2024 年 5 月 31 日) 的总营业成本为 138.2 亿美元。
- 4) 我们假设 2024H1 自然年度华利集团耐克业务的收入占耐克营业成本的比例为 4.2%, 则 2024H1 华利集团耐克业务收入 5.8 亿美元, 约合人民币 39.5 亿元。
- 5) 对于 2024H2 的预测, 耐克管理层的指引中并未就 2024H2 自然年度给出非常积极的指引, 因此我们假设 FY2025Q1/Q2 收入均同比增长 5%, 毛利率均假设为中枢水平 45%。由此可推算 FY2025H1 耐克营业成本 153.4 亿美元。
- 6) 根据耐克管理层指引, 库存水平已降至将为正常水平, 因此我们认为耐克订单将恢复正常节奏, 我们维持华利占耐克的占比为 4.2%, 可得 2024H2 自然年度华利集团耐克业务收入为 6.4 亿美元, 约合人民币 43.8 亿元。
- 7) 最终, 2024 年华利耐克业务收入预计为人民币 83.3 亿元, 随着耐克订单节奏恢复正常, 我们预计耐克业务占华利总营收比重也将有所提升, 我们假设占比为 39%, 可推算, 华利集团 2024 年总营收为 213.5 亿元, YoY+5%, 假设其他业务收入不变, 则总收入为 214.0 亿元, YoY+5%。
- 8) 2025 年, 我们预期耐克将有望走出战略防守的态势, 实现终端销售较快幅度增长, 利好, 华利集团订单表现, 我们假设 2025 年华利集团总营收 YoY+10%至 236.2 亿元。

图47. 耐克营收、成本及毛利率情况 (百万美元)



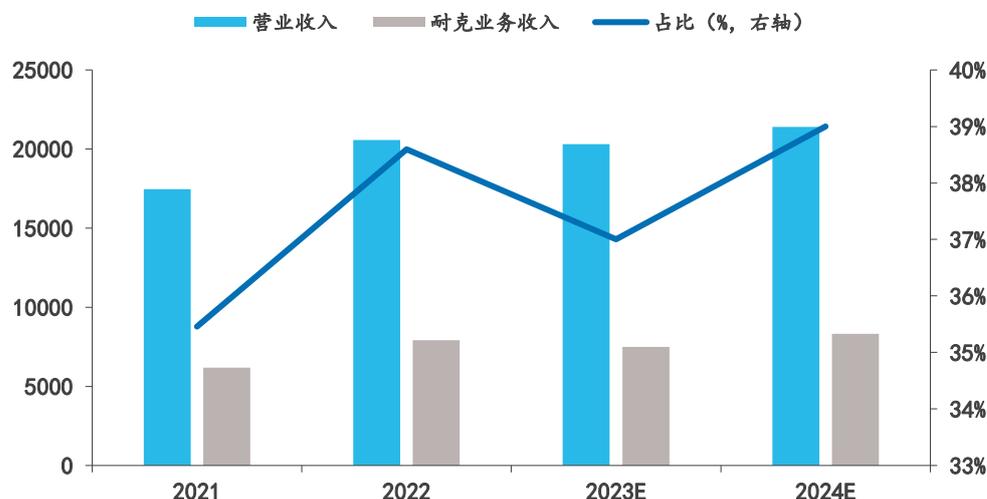
资料来源: 耐克季报, 国投证券研究中心, 耐克财年截止日为5月31日

图48. 华利耐克业务收入占耐克营业成本占比



资料来源: 华利集团年报, 国投证券研究中心, 以自然年统计

图49. 华利集团耐克业务收入占华利总营收的占比

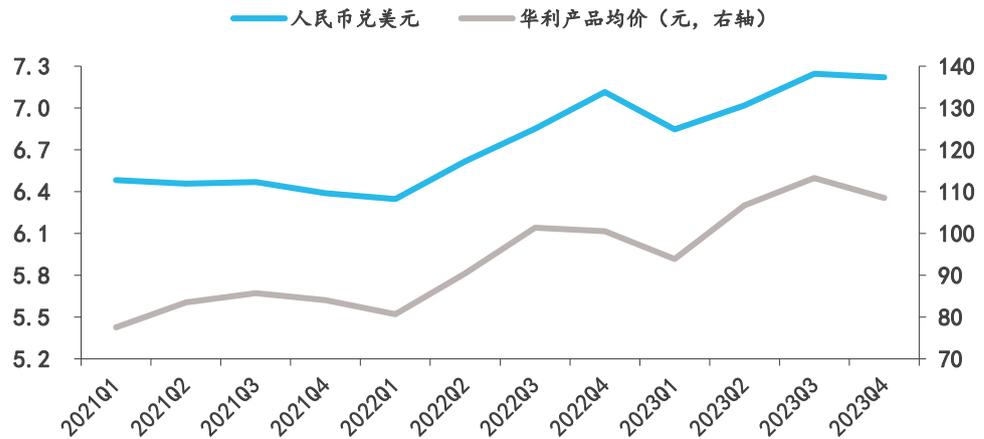


资料来源: Wind, 国投证券研究中心

6.2. 量价分拆：汇率影响均价短期走势，销量有望企稳回升

2023 年均价提升明显，销量有所下滑但 Q4 已企稳回升。华利集团产品均价短期内受人民币兑美元汇率影响，主要因为华利销售的产品以美元计价，人民币贬值将使人民币计价的均价提升。我们通过比较每个季度汇率和均价的走势，发现两者相关性高。2023Q3 人民币贬值幅度较大，华利集团产品均价达到历史高位人民币 113 元，随着 2023Q4 人民币汇率回升至 2023Q2 水平，我们认为均价环比也将有所回落，我们预计 2023Q4 华利产品均价为 108 元，由此可推算 2023 年全年均价约为人民币 106 元，YoY+14%。对应地，2023 年华利集团总销量预计为 1.9 亿双，YoY-13%，2023Q4 销量 5510 万双，YoY+7%，在经历四个季度负增长后重回增长区间。

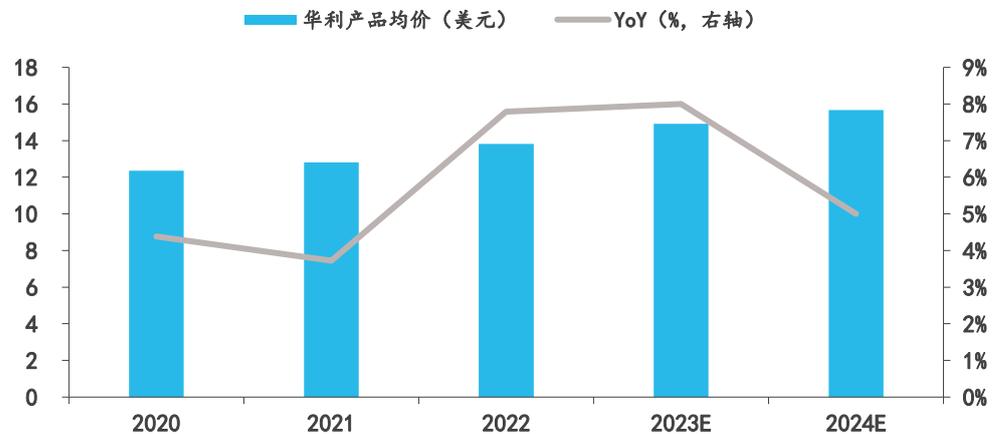
图50. 华利集团季度均价与人民币汇率比较



资料来源：华利集团年报，Wind，国投证券研究中心

2024 年有望量价齐升。回看过去数年的均价走势，以美元计价，华利产品均价每年都有个位数的增长，主要因为华利集团不断开拓新客户以及进一步加深原有客户合作，产品品类从以硫化鞋为主，逐步向如慢跑鞋为代表的专业化鞋品转变。由于专业化鞋品均价更高，华利也在此转变中均价得到逐步提高。我们认为 2024 年此趋势仍将延续，均价有望小幅提高，预计 2024 年美元均价 YoY+5%，达 15.7 美元。汇率方面，我们假设未来 3 年人民币汇率有望逐步回升，2024 年人民币兑美元汇率以 6.8 计算，人民币均价为 107 元，YoY+1%。结合前文预估的 2024 年收入预测 213.5 亿元，可推算 2024 年销量为 2.0 亿双，YoY+5%。

图51. 华利集团年度均价走势

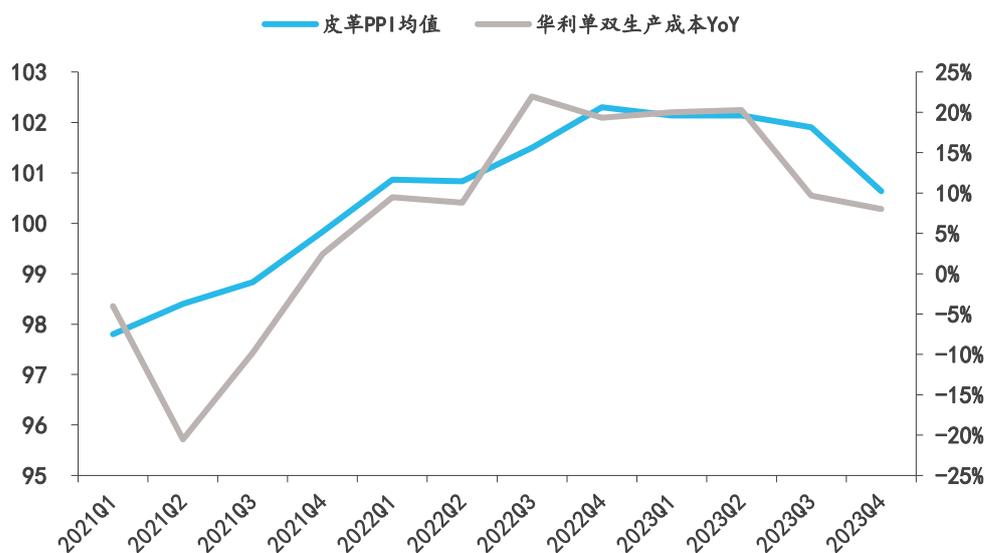


资料来源：华利集团年报，国投证券研究中心预测

6.3. 毛利率：2023 年或将持平，2024 年有望提升

2023 年毛利率或将同比持平。根据前文财务分析部分分析，华利集团单双鞋品成本的增长与皮革 PPI 的走势呈正相关关系，我们可通过观察皮革 PPI 2023Q4 的走势预估 2023Q4 单双鞋品成本的增长情况。2023Q4 皮革 PPI 均值为 100.6，而 2023Q3 皮革 PPI 均值为 101.9，相应地，2023Q3 华利集团单双成本 YoY+10%，由于 2023Q4 皮革 PPI 均值较 2023Q3 有明显回落且仍处于增长区间，我们预估华利 2023Q4 单双成本 YoY+8%，即每双 80.6 元。由此，可推算 2023Q4 营业成本为人民币 44.6 亿元，2023 年全年营业成本为人民币 151.6 亿元，YoY-1%。结合前文预估的 2023 年收入情况，可推算出 **2023 年毛利率为 25.4%，同比略有下滑。**

图52. 通过皮革 PPI 走势预估华利 2023Q4 单双成本



资料来源：华利集团季报，国家统计局，国投证券研究中心

2024 年毛利率或有望迎来提升。我们以上段同样的方法测算 2024 年毛利率情况，从皮革 PPI 的情况看，皮革 PPI 经历了连续两年的扩张，且从 2023 年下半年起呈初步回落的态势，我们认为 2024 年皮革 PPI 或将小幅下滑，带动华利单双鞋品成本有所回落，我们假设 2024 年单双成本 YoY-2%至人民币 77.6 元/双，对应前文预估的 2024 年 2.0 亿双的销量，2024 年全年营业成本将达人民币 155.6 亿元，YoY+3%。结合前文预估的 2024 年收入情况，可推算出 **2024 年毛利率为 27.3%，YoY+1.9pct。**以同样方法估算，我们预计 2025 年毛利率为 26.2%。

表3：华利集团收入分拆

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
分产品					
营业收入（百万元）					
运动休闲鞋	14211	18479	18487	19471	21733
户外靴鞋	1583	1038	1016	1070	1181
运动凉鞋/拖鞋	1637	1008	813	856	709
YoY %					
运动休闲鞋	26%	30%	0%	5%	12%
户外靴鞋	6%	-34%	-2%	5%	10%
运动凉鞋/拖鞋	47%	-38%	-19%	5%	-17%
毛利率（%）					
运动休闲鞋	29%	27%	27%	29%	27%
户外靴鞋	19%	16%	15%	17%	17%
运动凉鞋/拖鞋	21%	19%	14%	16%	17%
销量（百万双）					
运动休闲鞋	182	202	176	184	201
户外靴鞋	11	7	7	7	8
运动凉鞋/拖鞋	18	11	9	9	8
均价（元）					
运动休闲鞋	78	92	106	106	112
户外靴鞋	150	143	145	145	146
运动凉鞋/拖鞋	91	88	91	92	93
分品牌（百万元）					
Nike	6181	7922	7500	8327	9431
Deckers	3763	3955	3446	3203	3301
VF	3208	3414	3041	2989	3065
Puma	1893	2228	2432	2562	2829
UA	965	1253	1622	1922	2358
Others	1422	1752	2230	2349	2358
YoY					
Nike		28%	-5%	11%	13%
Deckers		5%	-13%	-7%	3%
VF		6%	-11%	-2%	3%
Puma		18%	9%	5%	10%
UA		30%	29%	19%	23%
Others		23%	27%	5%	0%
占比					
Nike	35%	39%	37%	39%	40%
Deckers	22%	19%	17%	15%	14%
VF	18%	17%	15%	14%	13%
Puma	11%	11%	12%	12%	12%
UA	6%	6%	8%	9%	10%
Others	8%	9%	0%	0%	0%
合计					
主营收入（百万元）	17432	20525	20270	21352	23578
其他（百万元）	37.8	44.7	44.7	44.7	44.7
毛利率（%）	27%	26%	26%	28%	26%
主营毛利率（%）	27%	26%	26%	28%	26%
销量（百万双）	211	221	191	200	216
均价（元）	83	93	106	107	109

资料来源：华利集团年报，国投证券研究中心

6.4. 2023 业绩持平，2024 有望重回增长

总结前文，我们对华利 2023-2025 年盈利预测作出如下假设：

- 1) 2023/2024/2025 年总收入预计为 203.2 亿元/214.0 亿元/236.2 亿元；总销量预计为 1.9/2.0/2.2 亿双；产品均价预计为人民币 106 元/107 元/109 元；毛利率预计为 25.9%/27.7%/26.2%。
- 2) 费用方面，公司各项费用从规模角度看保持平稳，并未跟随产能扩张而出现明显增长，体现出公司长期的高效运营水平。因此，我们假设未来各项费用规模或将保持平稳。
- 3) 由此，我们预计 2023 年净利润同比保持持平至 32.2 亿元；2024-2025 年订单修复可期，预计 2024 及 2025 年净利润 YoY+15%/6%至 37.0 亿/39.0 亿元。

表4：华利集团财务概况

(亿元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	174.70	205.69	203.15	213.97	236.23
净利润	27.68	32.28	32.25	36.96	39.01
每股收益(元)	2.37	2.77	2.76	3.17	3.34
每股净资产(元)	9.36	11.31	13.08	14.66	16.33
盈利和估值					
市盈率(倍)	24.2	20.8	20.8	18.1	17.2
市净率(倍)	6.1	5.1	4.4	3.9	3.5
净利润率	15.8%	15.7%	15.9%	17.3%	16.5%
净资产收益率	25.3%	24.5%	21.1%	21.6%	20.5%
股息收益率	3.7%	2.1%	2.4%	2.8%	2.9%
ROIC	59.8%	53.9%	43.1%	43.9%	44.8%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

7. 估值及风险提示

现金流折现估值：根据下列假设，我们采用 FCFE 折现法对华利集团进行估值。

主要假设如下：

- 1) 选择十年期国债到期收益率作为无风险收益率，数值为 2.40%。
- 2) 选择成立以来沪深 300 指数年化平均收益率作为市场预期收益率 Rm，数值为 6.8%，结合无风险收益率，推算风险溢价为 4.4%。
- 3) 选取过去两年华利集团的贝塔，数值为 0.6。
- 4) 我们将公司的预测期分为三个阶段：2023-2026 年为第一阶段进行逐年财务预测，2027-2034 年为第二阶段，华利各项业务处于上升阶段，此阶段预计华利集团产能有望持续扩张，与大客户耐克的合作持续深化，耐克供应链中的份额有望不断提高，此阶段给予公司增长率为 2.5%。2034 年后为第三阶段，我们预计公司各项业务进入成熟期，给予公司永续增长率 2.0%。

根据以上假设，结合公司长期的发展空间，我们预估公司长期权益价值可达 1175.2 亿元，对应每股价格为 100.7 元。此预估并未考虑公司未来开拓新业务板块的情况，若未来公司向新的业务板块外延，估值或有进一步提升。

表5：华利集团 FCFE DCF 模型中的关键假设及估值（20240223）

估值假设		权益 FCFE 估值	
无风险利率	2.4%	显性预测（亿）	96.6
风险溢价	4.4%	半显性预测（亿）	222.7
β 系数	0.6	永续价值（亿）	855.9
Rm	6.8%	权益价值（亿）	1175.2
Ke	5.0%	总股本（亿）	1167.0
WACC	5.0%	每股权益价值（元）	100.7
永续增长率	2.0%		

资料来源：Wind，国投证券研究中心

表6：华利集团 FCFE DCF 模型权益价值敏感性分析（单位：元）

Ke	永续增长率			
	0%	1%	2%	3%
7%	50.33	54.89	61.27	70.84
6%	59.05	66.05	76.55	94.04
5%	71.31	82.84	102.04	140.45
4%	89.77	110.88	153.08	279.70

资料来源：Wind，国投证券研究中心

相对估值：根据我们盈利预测的结果，华利 2023-2025 年的 PE 分别为 20.7x、18.0x、17.1x。华利集团拥有行业领先的鞋品制造经验，早批布局东南亚产线使华利拥有更突出的劳动力优势，生产设备自动化程度高使其生产效率更优。在大客户订单预期修复，且不断精简供应商的背景下，华利集团有望实现订单及供应商占比的双提高。结合可比公司估值，我们首次给予买入-A 的投资评级，给予公司 2024 年 25x 动态市盈率，对应 6 个月目标价为 79.0 元。

表7：可比公司估值一览（20240223）

代码	公司名称	币种	最近价格	市值	EPS（元/股）				PE（x）			
					2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E
0551.HK	裕元集团	人民币	7.3	117.6	1.2	0.8	1.2	1.4	6.1	9.1	6.1	5.2
9910.TW	丰泰企业	人民币	37.1	365.9	2.1	1.2	1.6	1.9	17.7	30.9	23.2	19.5
2313.HK	申洲国际	人民币	63.4	952.6	3.0	3.1	3.7	4.5	20.9	20.8	17.0	14.2
603558.SH	健盛集团	人民币	9.6	35.3	0.7	0.7	0.8	1.0	13.9	14.8	12.0	9.9
	平均值								14.6	18.9	14.6	12.2
300979.SZ	华利集团	人民币	57.04	665.7	2.8	2.8	3.2	3.3	20.6	20.7	18.0	17.1

资料来源：Wind，Bloomberg，国投证券研究中心预测。港股及台股预测来源于 Bloomberg 一致预期，健盛集团预测来自于 Wind 一致预期，华利集团预测来自国投证券研究中心预测

我们选取以上四家企业作为估值参考系，主要因为以上四家均以生产外国品牌鞋服为主的企业，且均有在越南布局产能，业务模式也与华利集团相似。因此我们认为以上四家的估值表现值得参考。我们给予公司 2024 年 25x 动态市盈率，主要考虑到公司在均价、市占率及产能方面仍有较大提升空间，值得给予较高估值。

风险提示

国际贸易风险

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。地缘政治风险、主要进口国的经济环境发生重大变化或消费需求转弱、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影响。

跨国经营风险

公司通过跨国经营战略，充分利用了全球资源优势。但跨国经营受不同国家和地区政治局势、贸易壁垒等因素的影响，进而影响公司的产能扩张计划和盈利水平。公司通过与当地政府、顾问等保持密切沟通，关注当地法律、政策和风俗习惯等方面的变化，及时调整公司发展战略。

生产基地集中的风险

公司主要生产工厂位于越南，生产基地相对集中，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影响。目前公司除在越南继续新建工厂外，已在印度尼西亚、缅甸开始建设新工厂。新工厂的建设进度和投产进度，受公司预期订单情况、当地政府的审批进度、建筑合作方的施工进度等多因素影响，新建工厂存在建设进度、投产进度不达预期的风险。

劳动力成本上升的风险

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，人力成本相对较低。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。公司通过加大自动化设备的投入、工具夹具的改善以及工艺技术的优化，提升生产效率，降低劳动力成本上升的影响。

宏观经济波动导致的假设不及预期风险

本文涉及的对华利集团的预测基于宏观环境保持稳定的前提，若宏观经济发生剧烈波动超出预期，将可能产生对公司基本面预测的偏差。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17,469.6	20,569.3	20,315.2	21,396.8	23,622.6	成长性					
减: 营业成本	12,711.8	15,250.3	15,155.4	15,564.3	17,440.6	营业收入增长率	25.4%	17.7%	-1.2%	5.3%	10.4%
营业税费	2.9	3.4	3.4	3.6	4.0	营业利润增长率	60.6%	10.9%	-1.8%	14.6%	5.5%
销售费用	64.7	77.4	81.3	74.9	78.0	净利润增长率	47.3%	16.6%	-0.1%	14.6%	5.5%
管理费用	686.1	772.0	792.3	791.7	850.4	EBITDA 增长率	46.3%	16.0%	-12.6%	18.7%	8.0%
研发费用	234.3	290.9	312.9	299.6	326.0	EBIT 增长率	53.3%	14.4%	-11.7%	17.5%	5.6%
财务费用	-45.9	-64.6	-60.9	42.8	47.2	NOPLAT 增长率	42.0%	16.1%	-0.4%	17.5%	5.6%
资产减值损失	-134.2	-227.5	-	-	-	投资资本增长率	28.9%	24.5%	15.4%	3.5%	21.5%
加: 公允价值变动收益	0.3	24.1	-	-	-	净资产增长率	90.3%	20.8%	15.7%	12.1%	11.4%
投资和汇兑收益	25.1	68.2	-	-	-						
营业利润	3,701.8	4,104.8	4,030.9	4,620.1	4,876.5	利润率					
加: 营业外净收支	-17.3	-14.8	-	-	-	毛利率	27.2%	25.9%	25.4%	27.3%	26.2%
利润总额	3,684.5	4,090.0	4,030.9	4,620.1	4,876.5	营业利润率	21.2%	20.0%	19.8%	21.6%	20.6%
减: 所得税	916.6	862.0	806.2	924.0	975.3	净利润率	15.8%	15.7%	15.9%	17.3%	16.5%
净利润	2,767.9	3,228.0	3,224.7	3,696.1	3,901.2	EBITDA/营业收入	25.0%	24.6%	21.8%	24.5%	24.0%
						EBIT/营业收入	22.5%	21.9%	19.5%	21.8%	20.8%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	57	58	71	80	85
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	41	46	53	48	47
货币资金	4,408.1	3,620.2	4,620.3	5,417.8	5,480.8	流动资产周转天数	189	204	216	218	211
交易性金融资产	1,870.3	1,995.5	1,995.5	1,995.5	1,995.5	应收账款周转天数	45	50	58	55	52
应收账款	2,580.0	3,164.2	3,381.8	3,156.1	3,668.2	存货周转天数	49	45	45	40	41
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	267	291	323	334	329
预付账款	162.5	58.6	93.0	80.0	133.2	投资资本周转天数	108	116	141	145	148
存货	2,670.5	2,463.5	2,588.3	2,167.5	3,161.6						
其他流动资产	173.4	202.1	202.1	202.1	202.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	25.3%	24.5%	21.1%	21.6%	20.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.1%	18.9%	16.6%	18.2%	17.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	59.8%	53.9%	43.1%	43.9%	44.8%
投资性房地产	4.8	4.6	4.6	4.6	4.6	费用率					
固定资产	3,006.4	3,654.8	4,328.8	5,127.1	5,997.7	销售费用率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.3%
在建工程	376.2	565.7	682.9	741.4	770.7	管理费用率	3.9%	3.8%	3.9%	3.7%	3.6%
无形资产	279.3	436.8	545.7	504.5	463.3	研发费用率	1.3%	1.4%	1.5%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	647.7	944.2	944.2	944.2	944.2	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.3%	0.2%	0.2%
资产总额	16,179.3	17,110.3	19,387.0	20,340.8	22,821.9	四费/营业收入	5.4%	5.2%	5.5%	5.7%	5.5%
短期债务	1,876.3	683.0	750.0	-	-	偿债能力					
应付账款	1,842.6	1,517.5	1,653.5	1,516.6	2,035.7	资产负债率	32.5%	22.9%	21.3%	15.9%	16.5%
应付票据	20.9	12.4	20.7	13.3	24.8	负债权益比	48.1%	29.7%	27.0%	18.9%	19.7%
其他流动负债	1,343.0	1,529.9	1,529.9	1,529.9	1,529.9	流动比率	2.33	3.07	3.26	4.25	4.08
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.81	2.42	2.60	3.55	3.20
其他非流动负债	169.8	171.9	171.9	171.9	171.9	利息保障倍数	-85.62	-69.58	-65.14	108.96	104.22
负债总额	5,252.6	3,914.8	4,126.1	3,231.8	3,762.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	2.10	1.20	1.38	1.58	1.67
股本	1,167.0	1,167.0	1,167.0	1,167.0	1,167.0	分红比率	88.5%	43.4%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	10,537.2	12,481.6	14,093.9	15,942.0	17,892.6	股息收益率	3.7%	2.1%	2.4%	2.8%	2.9%
股东权益	10,926.8	13,195.4	15,260.9	17,109.0	19,059.6						
						现金流量表					
						(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
						净利润	2,767.9	3,228.0	3,224.7	3,696.1	3,901.2
						加: 折旧和摊销	517.8	689.5	450.1	584.2	741.3
						资产减值准备	134.2	227.5	-	-	-
						公允价值变动损失	-0.3	-24.1	-	-	-
						财务费用	27.3	-173.2	-60.9	42.8	47.2
						投资收益	-25.1	-68.2	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-1,308.6	-495.0	-232.5	515.2	-1,028.9
						经营活动产生现金流量	2,423.0	3,503.4	3,381.4	4,838.3	3,660.9
						投资活动产生现金流量	-4,349.5	-2,025.4	-1,350.0	-1,400.0	-1,600.0
						融资活动产生现金流量	2,805.3	-2,722.7	-1,031.3	-2,640.8	-1,997.8
						业绩和估值指标					
						EPS(元)	2.37	2.77	2.76	3.17	3.34
						BVPS(元)	9.36	11.31	13.08	14.66	16.33
						PE(X)	24.2	20.8	20.8	18.1	17.2
						PB(X)	6.1	5.1	4.4	3.9	3.5
						P/FCF	35.9	113.0	31.0	25.3	33.3
						P/S	3.8	3.3	3.3	3.1	2.8
						EV/EBITDA	22.7	12.0	13.6	11.2	10.3
						CAGR(%)	10.1%	6.5%	19.7%	10.1%	6.5%
						PEG	2.4	3.2	1.1	1.8	2.6
						ROIC/WACC	11.9	10.7	8.6	8.7	8.9
						REP	1.4	0.8	0.8	0.8	0.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034