

2024年06月12日

## 华利集团 (300979.SZ)

——深耕运动鞋履代工筑高壁垒，订单产能双增利润可期

买入 (首次覆盖)

## 投资要点:

- **深耕运动鞋履制造赛道壁垒高筑，经营高效费率管控优异利润稳增。**华利集团为全球领先的运动鞋履专业制造商，深耕主业数十载，积累了鞋履开发、设计、生产、销售相关业务的丰富经验以及众多下游头部运动品牌客户资源，竞争壁垒较高；此外，规模效应及高效管理下公司销售、管理等费用管控优秀，同时不断加大研发投入以提高经营效率，长期利润增厚有保障。
- **运动鞋服行业发展叠加客户补库需求恢复有望推动公司订单回升。**从订单量需求端看，公司订单修复主要来自三方面驱动：1) 运动鞋服市场发展；2) 下游品牌去库周期结束驱动订单量从左侧向右侧切换；3) 增长势能较好的品牌订单需求持续增加。从订单量供给侧看，公司2024Q1已公布2家新鞋履制造厂投产，新厂投产带来产能释放，有望承接新增客户需求。公司未来新厂投放规划稳定，在“以销定产”模式下，产能利用率及产销率保持稳定，长期业绩增厚可期。
- **运营管理行业领先，客户及产品结构升级助推ASP上涨。**公司销售及管理费率先常年维持在4%-6%左右，相较行业内其他企业偏低，系公司聚焦主业、规模化经营以及合理运用区位优势发展带来高效运营管理，帮助公司高效管控各项费率，驱动整体利润上行；此外，客户及代工产品结构决定了产品销售均价，近年高单价产品及高质量客户在公司内占比不断提升，驱动公司产品ASP不断上行。
- **盈利预测与估值：首次覆盖，给予“买入”评级。**公司作为我国运动鞋履代工头部企业，凭借行业需求稳健增长、规模化与全球化运营下高毛利以及产品ASP与产能量价双升预期，估值长期看具备提升空间。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为38.24/44.93/50.69亿元，我们选取与公司业务布局类似的丰泰企业、聚阳实业、儒鸿作为可比公司，2024年平均PE为23.0X，华利集团2024年对应PE为20.7X，考虑到公司规模及全球化下盈利能力较可比公司更优异、头部客户粘性强且具备中长期量价双升逻辑，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**国际局势变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期；跨市场选择可比公司的风险。

## 证券分析师

丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

## 研究支持

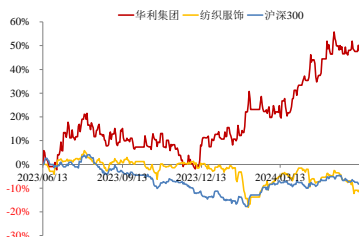
## 联系人

丁一

S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

## 市场表现:



## 相关研究

## 股价数据: 2024年6月12日

收盘价(人民币)	67.66
年内最高/最低(人民币)	72.01/48.64
总市值(亿人民币)	790

## 基础数据: 2024年4月23日

总股本(亿股)	11.67
总资产(亿人民币)	198.29
净资产(亿人民币)	157.66
每股净资产(人民币)	13.51
市净率PB	4.99

## 盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入(亿元人民币)	205.69	201.14	237.73	274.15	308.07
同比增长率(%)	17.74%	-2.21%	18.19%	15.32%	12.37%
毛利率(%)	25.86%	25.59%	25.38%	25.37%	25.37%
归母净利润(亿元人民币)	36.92	32.00	38.24	44.93	50.69
同比增长率(%)	21.02%	-13.32%	19.49%	17.49%	12.84%
每股收益(元人民币/股)	2.77	2.74	3.28	3.85	4.34
ROE(%)	30.6%	22.61%	22.46%	21.21%	19.52%
市盈率			20.65	17.57	15.58

## 投资案件

### 投资评级与估值

我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 38.24 亿元/44.93 亿元/50.69 亿元，同比分别增长 19.49%/17.49%/12.84%，我们选取与公司业务布局类似的丰泰企业、聚阳实业、儒鸿作为可比公司，2024 年平均 PE 为 23.0X，华利集团 2024 年对应 PE 为 20.7X。考虑到公司规模化及全球化下盈利能力优异、头部客户粘性强且具备中长期量价双升逻辑，估值中枢有进一步提升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

### 关键假设

1) **运动休闲鞋**：结合公司产品 ASP 提升、下游客户逐步进入补库阶段、公司新厂投放产能提升，假设公司 2024-2026 年主业营收同比变动+18%/+15%/+12%；

2) **户外鞋靴**：结合户外热潮及公司合作客户 Hoka、On Running 等业绩保持高速增长，预计户外鞋靴 2024-2026 年营收同比变动+30%/+25%/+20%；

### 投资逻辑要点

**订单量端：需求侧**，在运动鞋服行业发展、成熟品牌补库需求提升以及高增长长期品牌合作加深预期的驱动下，公司订单量有望迎来高增；**供给侧**，公司新厂建设规划清晰、节奏稳定，且近期已投产新厂带来产能增长，有望驱动产销提升。

**利润端**：客户及产品结构变化带来产品 ASP 提升，管理高效、研发增效以及成本加成定价为公司利润稳增保驾护航。

### 核心风险提示

国际局势变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期，跨市场选择可比公司的风险。

## 目录

1. 赛道深耕壁垒高筑，经营高效利润稳增.....	6
1.1 深耕行业筑高竞争壁垒，股权集中架构稳定.....	6
1.2 公司财务：“以销定产”经营高效，营收利润维持稳增.....	9
2. 行业端：运动行业发展叠加客户补库需求有望推动订单回升.....	12
2.1 运动鞋市场快速发展驱动制造产业稳增.....	12
2.2 品牌方库存去化顺利，制造端订单修复可期.....	14
2.3 优质头部品牌发展驱动制造商订单提升.....	15
3. 公司端：高效运营、ASP 提升及投产预期有望驱动公司业绩上行.....	18
3.1 管理高效叠加注重研发，利润增长趋势稳定.....	18
3.2 高单价产品占比提升驱动公司产品 ASP 增长.....	20
3.3 新厂投产驱动公司产能上行.....	21
4. 盈利预测及投资建议.....	22
4.1 运动鞋市场稳增驱动上游制造产业发展.....	22
4.2 首次覆盖给予“买入”评级.....	24
5. 风险提示.....	24

## 图表目录

图 1: 华利集团发展历程 .....	6
图 2: 华利集团股权架构 (截至 2024 年一季度) .....	6
图 3: 公司产能 5 年 CAGR 为 4.68%.....	9
图 4: 公司“以产定销”产销率维持高位 .....	9
图 5: 2018-2023 年营收 CAGR 为 10.18% .....	9
图 6: 2018-2023 年毛利 CAGR 为 11.40%.....	9
图 7: 2018-2023 年净利润 CAGR 为 15.87% .....	10
图 8: 近年公司利润率保持稳增 .....	10
图 9: 2023 年运动休闲鞋营收占比 88.53% .....	10
图 10: 运动休闲鞋产销毛利率保持稳定 (亿元) .....	10
图 11: 公司费用率控制良好 .....	11
图 12: 公司存货及应收账款周转率稳定 .....	11
图 13: 公司净现比整体维持增长趋势 .....	11
图 14: 预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7% (单位: 十亿美元) 12	
图 15: 2015-2021 年人均可支配收入 CAGR 为 5% .....	13
图 16: 近年美国鞋服市场维持低双位数同比增长 .....	13
图 17: 2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%.....	13
图 18: 2022 年多数受访者相信运动有助保持健康.....	13
图 19: 2021-2025 年中国鞋服市场预期年化增速为 11.62%.....	13
图 20: NIKE FY24Q3 库存降至 77.26 亿美元.....	14
图 21: ADIDAS FY24Q1 库存降至 44.27 亿欧元.....	14
图 22: DECKERS FY24 年底库存降至 4.74 亿美元.....	14
图 23: VF FY24 年底库存降至 17.66 亿美元.....	14
图 24: 台企近年月度经营情况变化 .....	15
图 25: 品牌方对制造企业筛选流程较为严格 .....	16
图 26: Adidas 近年供应商数量呈下降趋势 .....	16

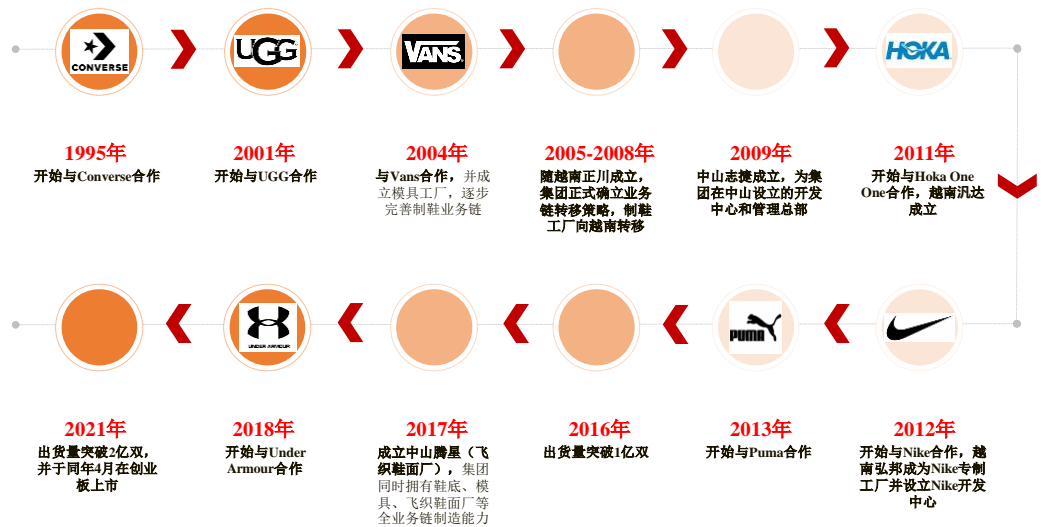
图 27: Adidas 长期合作供应商占比不断提升 .....	16
图 28: 近年 Nike 前四大供应商产量合计占比维持在 60%左右.....	16
图 29: DECKERS 旗下 HOKA 等品牌销量高增 .....	17
图 30: 2019-23 财年 HOKA 营收 CAGR 为 58.63% .....	17
图 31: 华利集团单位生产员工人工效变化 .....	18
图 32: 近年华利集团运动鞋 ASP 不断提升.....	20
图 33: Asics METASPEED SKY+ 售价为 1690 元 .....	21
图 34: On Cloudmonster 售价为 1390 元.....	21
图 35: 公司产能 5 年 CAGR 为 4.68%.....	21
图 36: 公司“以产定销”产销率维持高位 .....	21
表 1: 华利集团公司高管履历 .....	7
表 2: 华利集团母、子公司定位及职能 .....	8
表 3: 公司近五年产销维持稳增态势 .....	9
表 4: 世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场 .....	12
表 5: 华利集团国际化产能布局降低运营成本 .....	18
表 6: 研发投入助公司生产增效 (PPH: 每单位时段的生产数量) .....	19
表 7: 华利集团同业费率对比 .....	20
表 8: 公司近期产能投放/规划情况.....	21
表 9: 华利集团分业务预测拆分 (金额单位: 亿元) .....	23
表 10: 华利集团各项费率预测.....	23
表 11: 华利集团简易利润表 (金额单位: 亿元) .....	23
表 12: 重点公司估值表 .....	24

# 1. 赛道深耕壁垒高筑，经营高效利润稳增

## 1.1 深耕行业筑高竞争壁垒，股权集中架构稳定

公司成立 20 载，专注鞋履制造筑高竞争壁垒。华利集团成立于 2004 年 9 月，自成立以来专注于鞋履开发、设计、生产、销售相关业务，为全球领先的运动鞋专业制造商。从服务客户看，经历多年积淀，公司自 1995 年来先后与 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球头部运动品牌达成紧密合作关系，提供开发设计与制造服务；从发展规划看，伴随子公司越南正川于 2005 年成立，公司正式确立业务链转移策略，并不断完善产业链布局，以“全球化、全业务链化”实现业务多样化发展。公司深耕鞋履制造赛道并实现快速发展，出货量于 2016 突破 1 亿双后又于 2021 年突破 2 亿双，以广泛且高质量的客群及全业务链的制造能力筑高竞争壁垒。

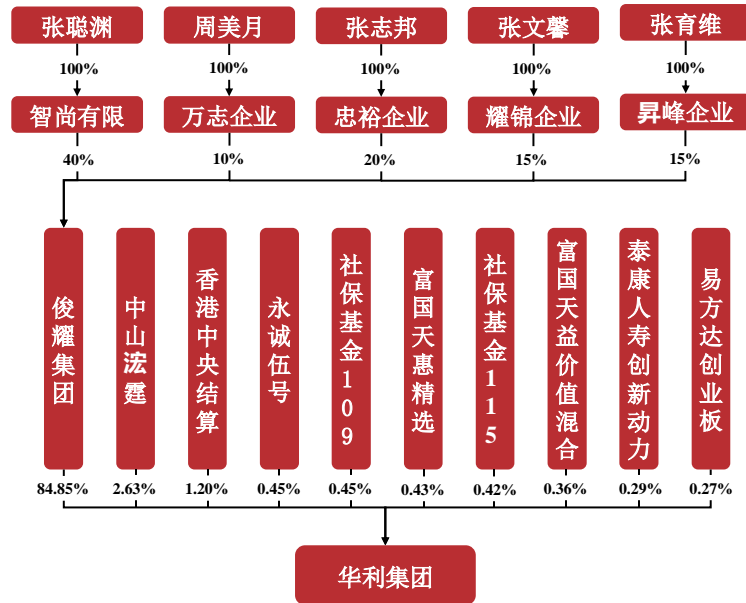
图 1：华利集团发展历程



资料来源：公司官网，华源证券研究

公司股权结构高度集中。公司实控人为张聪渊家族，董事长张聪渊与周美月为夫妻关系，副董事长张志邦及董事张文馨、张育维为张聪渊子女，五人为公司实控人。截至 2023 年年报，张聪渊家族通过俊耀集团及中山宏霆合计持有华利集团 87.48% 的股权，公司股权结构高度集中。

图 2：华利集团股权架构（截至 2024 年一季度）



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

**公司管理层深耕行业多年，管理经验丰富。**公司核心管理团队均有业内长期从业及管理经验，为公司搭建了完备且高效的内部管理体系。其中，董事长及集团创始人张聪渊深耕鞋履制造行业 50 余年，从业经历遍布品牌贸易、货代及制鞋厂等各类相关企业，且拥有丰富的管理经验；其余高管均具备多年同业从业及管理经验，多具备集团子公司任职经历，充分了解集团整体运营架构，且部分高管具备研发及生产相关背景，能够从专业角度为公司发展做长远规划。

**表 1：华利集团公司高管履历**

姓名	职位	出生年份	个人履历
张聪渊	董事长	1948	集团创始人，具备 50 余年鞋履制造行业从业经验，曾在新津集团任高管职位超 20 年，自 1999 年起任中山精美总经理、董事长，2019 年起担任华利集团董事长
张志邦	副董事长、执行长	1974	集团联合创始人，曾于公司多家子公司任董事、副总经理、执行长等职务，2019 年集团改制后出任集团副董事长、执行长
徐敬宗	副董事长、副总经理	1976	曾于子公司开发部担任开发主管职务，2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理，现任集团副董事长、副总经理职务
刘淑娟	董事、总经理	1972	曾任清禄鞋业有限公司开发业务经理，2009 年至 2015 年任匡威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，现任集团董事、总经理
张文馨	董事、副总经理	1977	曾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，现任集团董事、副总经理
林以皓	董事、中山志捷品牌总经理	1978	曾任 Pheonix Aisa Holding Ltd. 项目经理、福建威霖经理等职务，2009 年加入中山志捷，任中山志捷品牌总经理，现任公司董事、集团第三事业部总经理
张育维	董事、副总经理	1979	曾任多家公司高管职务，于 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，现任集

团董事、副总经理

资料来源：公司公告，华源证券研究

**集团母、子公司定位及职能清晰，相互协作高效运营。**截至 2023 年报，集团旗下共有 59 家控股公司，子公司分别位于中国大陆（6 家）、中国香港（21 家）、中国台湾（2 家）、越南（24 家）、印度尼西亚（4 家）、多米尼加（1 家）、缅甸（1 家）。**集团母、子公司职能划分清晰，互相协作打造“以中山为管理及开发设计中心，以香港、中山为贸易中心，以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心”的业务布局。**

**表 2：华利集团母、子公司定位及职能**

公司名称	定位及职能
华利股份	母公司、管理总部、部分模具生产
中山志捷、中山精美	开发设计中心、样品生产
中山腾星	利用自动化机械从事针织鞋面的生产
中山丽锦、中山统益	境内贸易公司，部分品牌客户的贸易业务从香港移至境内
香港宏太	控股公司，持股各境外公司
香港益腾	持股越南弘邦、越南宏美、越南正川，并开展贸易业务
香港统益	持股越南上杰、越南永正、多米尼加工厂（50%），并开展贸易业务
香港万志	持股越南邦威，并开展贸易业务
香港达万	持股越南跃升、越南亚欣、越南汛达，并开展贸易业务
香港丽锦	持股越南立川、越南永弘、越南宏福，并开展贸易业务
香港利志	持股越南百捷、越南威霖，并开展贸易业务；持股香港耀丰、香港伟得
香港裕福	持股缅甸世川（该工厂尚未开展业务）
香港时欣	持股多米尼加工厂（50%）
香港毅汇	贸易公司，对应中山精美/华利/腾星
香港冠启	贸易公司，对应中山志捷
香港伟天	为香港地区公司提供行政管理服务
香港浩然	拟作为投资控股公司，在越南设立越南总部
香港耀丰	控股公司，持股台湾耀丰
台湾耀丰、台湾伟得	台湾地区部分采购
香港伟得	控股公司，持股台湾伟得
香港 Prime、香港扬盟、香港新耀、香港佳达、香港耀望、中山立川	贸易公司
香港英雄心	投资控股公司
越南威霖、弘邦、宏美、正川、上杰、永正、邦威、立川、永弘、宏福、跃升、亚欣、百捷、卓岳、弘欣、永山、华利、峻宏、永欣、浣懋、PMT、永川、冠宏、常春；印尼世川、宇欣、宇川、世古；多米尼加上杰；缅甸世川	制鞋工厂

资料来源：公司公告，华源证券研究



## 1.2 公司财务：“以销定产”经营高效，营收利润

### 维持稳增

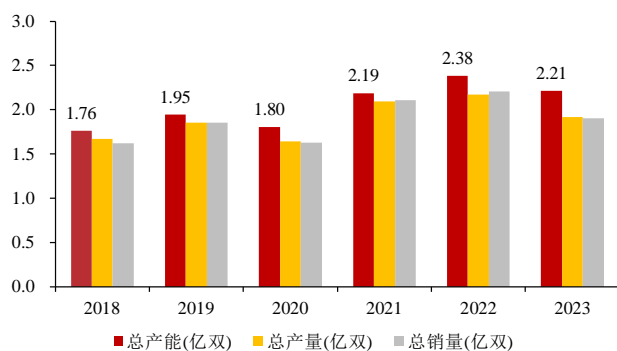
公司“以销定产”，生产经营维持高效运转。自2018年以来，公司产能5年CAGR为4.68%、产量5年CAGR为2.79%、销量5年CAGR为3.26%，带动公司产能利用率及产销率维持高位，凸显公司经营高效。2023年受北美客户去库存压力，公司订单略有下滑。据24Q1财报，随上游运动品牌库存趋于正常，公司订单于23Q4恢复增长，叠加扩产预期，未来业绩增长可期。

表3：公司近五年产销维持稳增态势

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
总产能(亿双)	1.76	1.95	1.80	2.19	2.38	2.21
YOY		10.68%	-7.39%	21.16%	9.09%	-7.23%
总产量(亿双)	1.67	1.86	1.64	2.10	2.17	1.92
YOY		11.10%	-11.62%	27.76%	3.47%	-11.60%
产能利用率	94.93%	95.28%	90.93%	95.88%	90.95%	86.66%
总销量(亿双)	1.62	1.85	1.63	2.11	2.21	1.90
YOY		14.31%	-11.99%	29.46%	4.65%	-13.85%
产销率	96.92%	99.72%	99.30%	100.62%	101.77%	99.18%

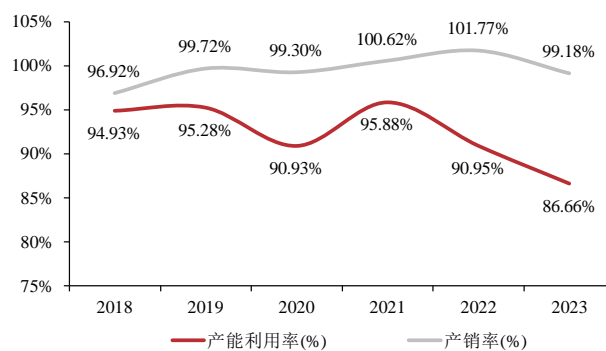
资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

图3：公司产能5年CAGR为4.68%



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

图4：公司“以产定销”产销率维持高位

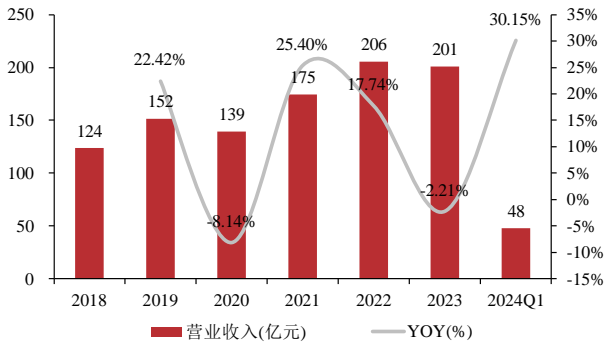


资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

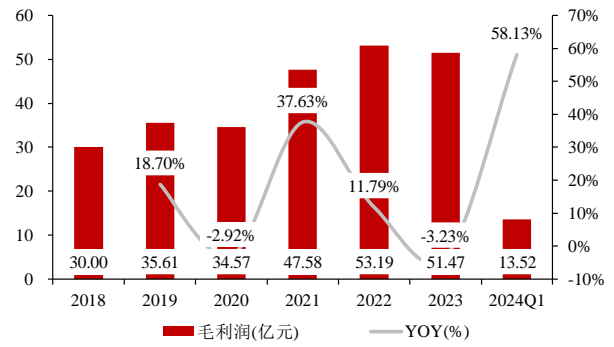
营收利润双增长，公司经营稳中有升。虽在海外客户去库存影响下2023年营收及利润增长趋势延缓，2018-2023年，公司营收CAGR为10.18%、归母净利润CAGR为15.87%，均保持稳定快速的增长趋势。从利润率端看，自2018年公司毛利率增长1.37pct至2023年的25.59%，归母净利率增长3.54pct至2023年的15.91%，利润稳增。随干扰因素消退及订单回暖，公司24Q1营收及利润端同比均有大幅增长。

图5：2018-2023年营收CAGR为10.18%

图6：2018-2023年毛利CAGR为11.40%

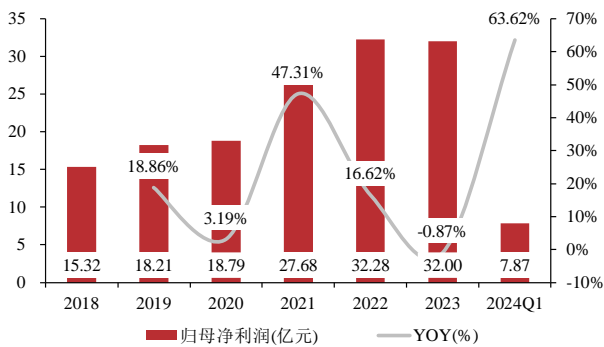


资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究



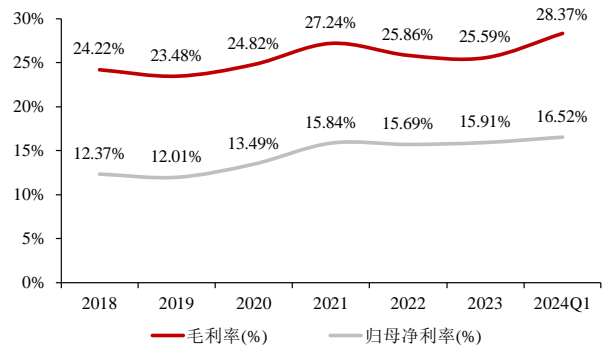
资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

图 7：2018-2023 年净利润 CAGR 为 15.87%



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

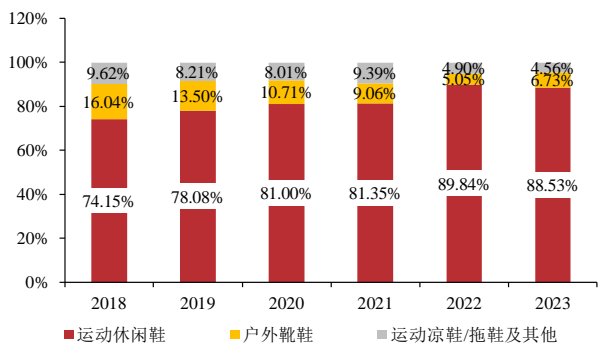
图 8：近年公司利润率保持稳增



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

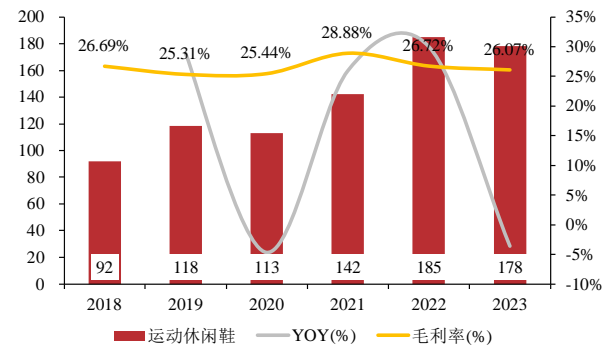
**运动休闲鞋生产为公司主营业务，产销毛利率维持高位。**公司主营业务中，毛利率较高的运动休闲鞋类生产业务占比持续维持高位，且受益于公司在该行业深耕多年所积累的优质客户资源，运动休闲鞋类生产业务 2018-2023 年 CAGR 为 14.16%，保持稳增长，为公司近年营收增长的核心驱动因素。**随海外去库存结束以及公司持续开发新产品、新客户、新需求，运动休闲鞋基本盘有望延续此前高增趋势，而户外靴鞋等其他品类也有望逐步放量，共同驱动公司营收增长。**

图 9：2023 年运动休闲鞋营收占比 88.53%



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

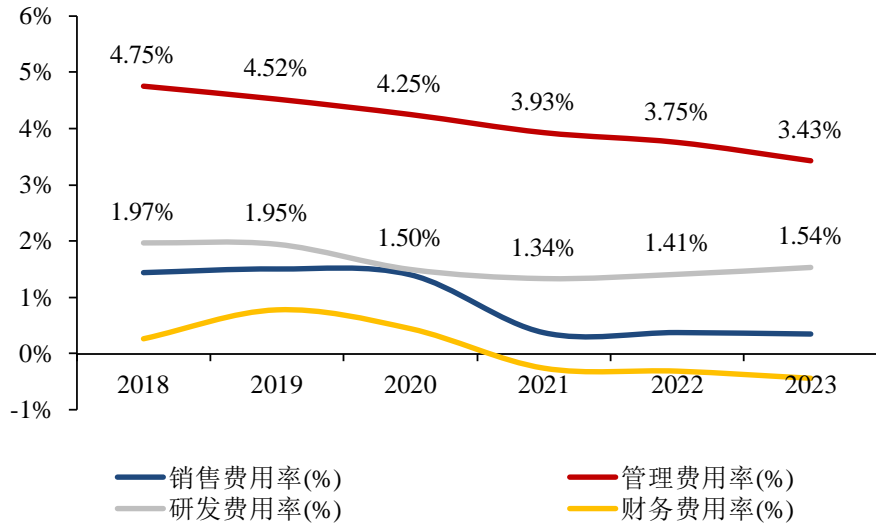
图 10：运动休闲鞋产销毛利率保持稳定（亿元）



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

**规模化及绑定优质客户助公司控费，重研发托底未来增长势能。**公司与多家头部运动品牌公司长期深度合作，销售费率逐年降低；伴随规模化生产及高效运营，公司管理费率亦呈下降趋势，2023年较2018年下降1.32pct。此外，公司近年注重研发投入，先后开发出诸如VR设计系统、3D打印设备等提效增质的生产设备，有望推动公司整体运营效率及产品设计质量的提升。

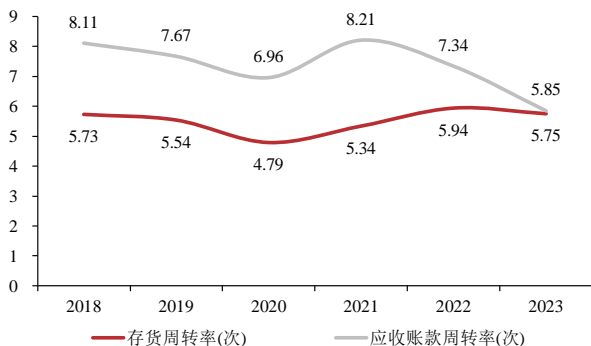
图 11：公司费用率控制良好



资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究

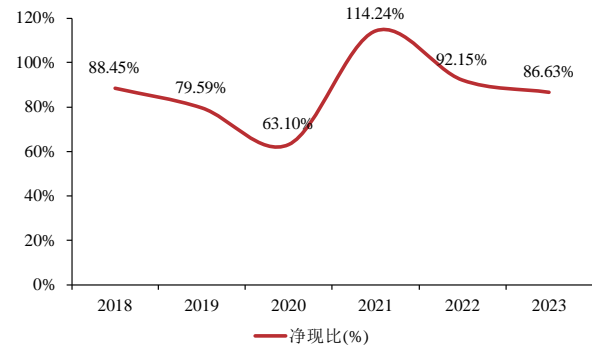
**公司整体运营高效。**公司存货周转率/应收账款周转率近5年分别维持在5次/7次左右，整体运行平稳高效；此外，经营性现金流净额5年CAGR为7.45%，归母净利润保持稳增，整体看公司净现比处于向上趋势中。**随客户去库周期结束带来订单增长预期，公司运营效率有望延续向好趋势。**

图 12：公司存货及应收账款周转率稳定



资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

图 13：公司净现比整体维持增长趋势



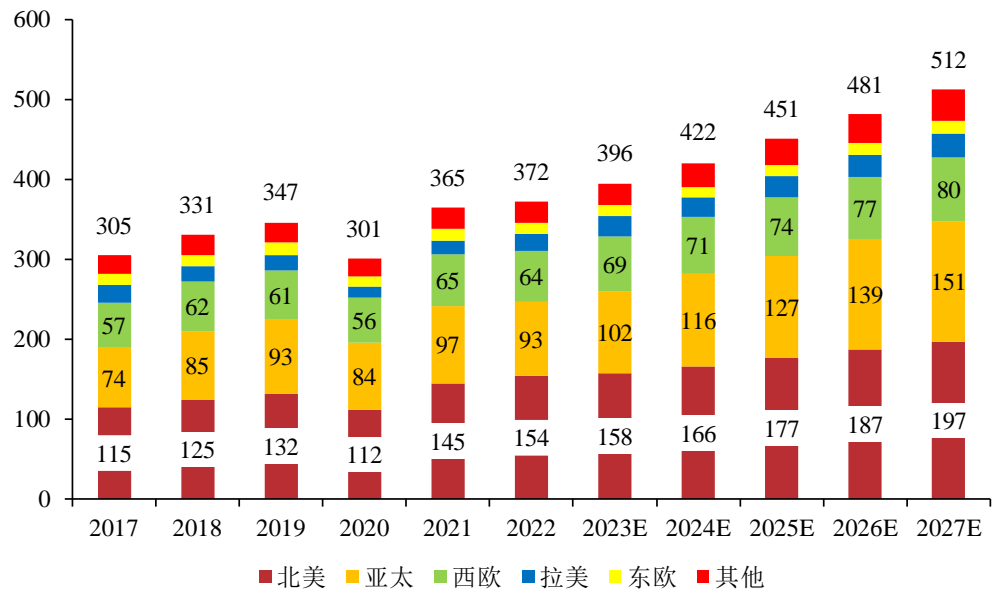
资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

## 2. 行业端：运动行业发展叠加客户补库需求有望推动订单回升

### 2.1 运动鞋市场快速发展驱动制造业稳增长

**通胀及高库存拖累世界运动品行业近期发展，经营回归正轨后行业预期稳增长。**世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023年，据WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格局，其中，2022-2023年拉美及亚太增速分别为22%/11%，为增长较快区域。**未来，伴随库存及通胀问题逐步解决，运动品行业有望保持高单位数增长。**

图 14：预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）



资料来源：Euromonitor，WFSGI，华源证券研究 注：数据更新至 23 年 10 月

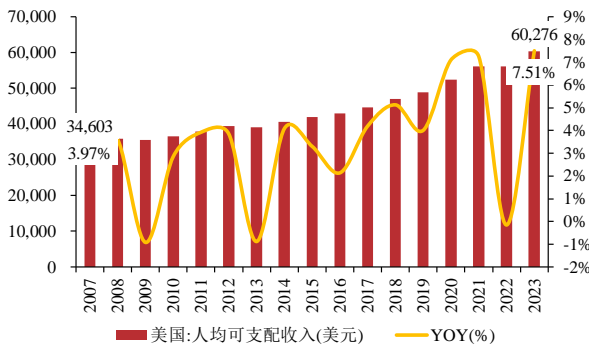
表 4：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场

CAGR, %	2017-19	2021-22	2022-23E	2023E-27E
总计	7%	2%	6%	7%
其他地区	3%	6%	0%	9%
东欧	4%	-6%	-1%	4%
拉美	-4%	20%	22%	4%
西欧	3%	-3%	8%	4%
亚太	12%	-4%	11%	10%
北美	7%	6%	2%	6%

资料来源：Euromonitor，WFSGI，华源证券研究 注：数据更新至 23 年 10 月

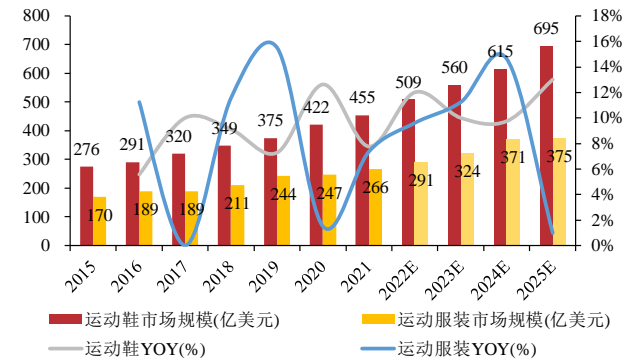
**传统市场中，运动鞋服近年消费伴随经济发展稳步提升。**以世界头部运动服饰消费国美国为例，2021 年，美国人均可支配收入增至 5.61 万美元，2015-2021 年 CAGR 为 4.95%，其鞋服市场规模合计增至 720 亿美元（其中，鞋 455 亿美元，服装 266 亿美元），2015-2021 年 CAGR 为 8.32%。**展望未来**，据艾媒咨询，预期 2025 年美国运动鞋服市场规模将达 1069 亿美元，2021-2025 年 CAGR 为 10%左右。**21 世纪以来，美国运动服饰行业进入成熟期，行业竞争格局保持稳定，行业规模有望保持稳增。**

图 15: 2015-2021 年人均可支配收入 CAGR 为 5%



资料来源：Wind，华源证券研究

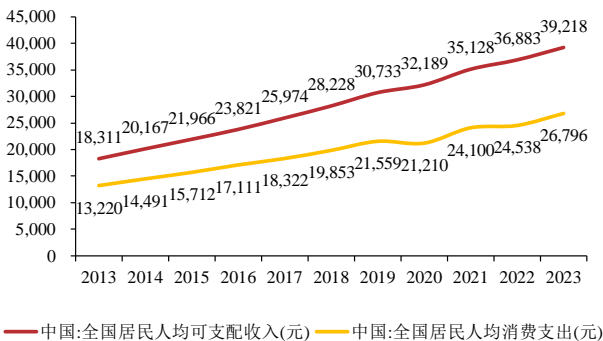
图 16: 近年美国鞋服市场维持低双位数同比增长



资料来源：艾媒咨询，华源证券研究

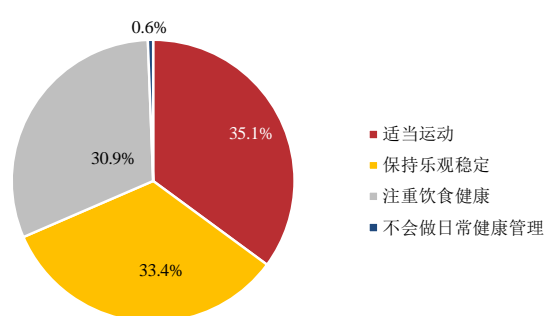
**新兴市场中，经济发展及健康观念转变加快运动鞋服消费开支。**以运动消费品新兴市场中国为例，2022 年，我国居民人均可支配收入增至 3.69 万元，经济发展及健康观念转变带来参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长；据艾媒咨询，我国运动服饰行业市场规模于 2021 年增至 3858 亿元，2015-2021 年 CAGR 为 14.99%，年化增速高于运动服饰传统市场。**展望未来，至 2025 年，中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 万亿，2021-2025 年预期年化增速为 11.62%。**

图 17: 2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%



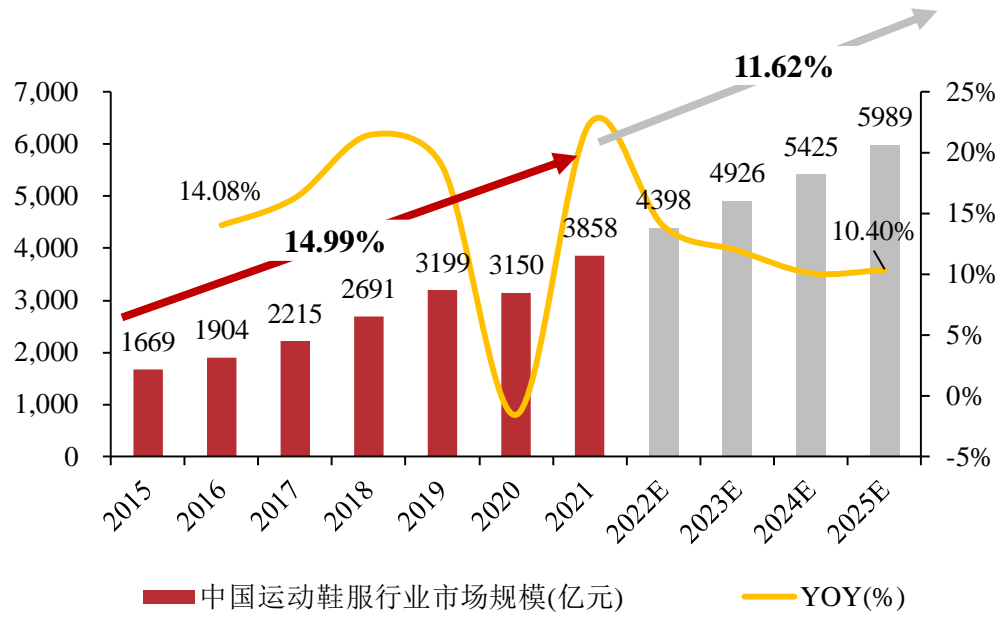
资料来源：Wind，华源证券研究

图 18: 2022 年多数受访者相信运动有助保持健康



资料来源：艾媒咨询，华源证券研究

图 19: 2021-2025 年中国鞋服市场预期年化增速为 11.62%

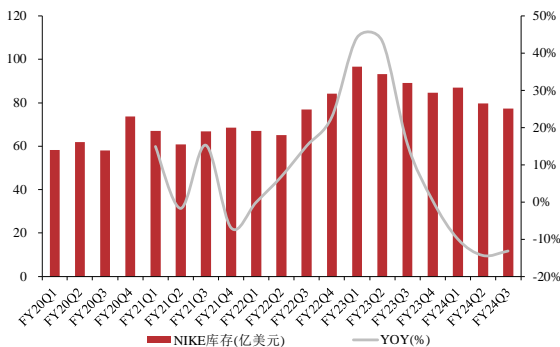


资料来源：艾媒咨询，科尔尼，Euromonitor，华源证券研究

## 2.2 品牌方库存去化顺利，制造端订单修复可期

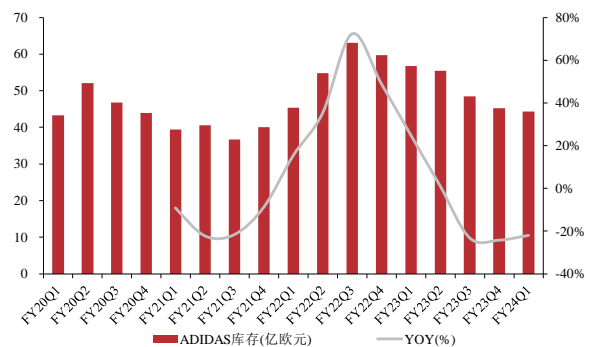
**下游品牌端客户库存去化顺利。**疫情期间国际海运受阻，运动品牌供应链不确定性增加，为预防船期不确定性，各品牌提前且超额开启 2022 年圣诞季补货，致众多品牌库存于 2022 年中达到极端高点，并于 2023 年开启去库周期。**自 2023 年底起，运动品牌库存去化整体符合预期，存货绝对值连续多季保持下降趋势且逐步进入健康区间，补库需求有望开启。**

图 20: NIKE FY24Q3 库存降至 77.26 亿美元



资料来源：Wind，华源证券研究

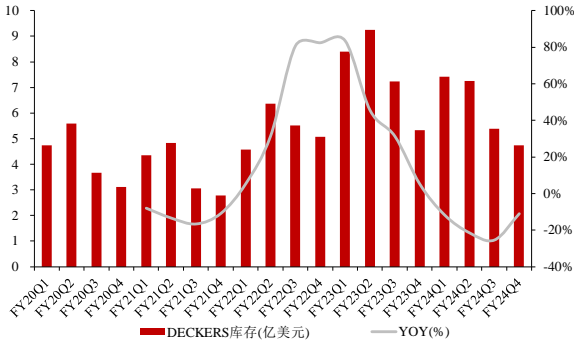
图 21: ADIDAS FY24Q1 库存降至 44.27 亿欧元



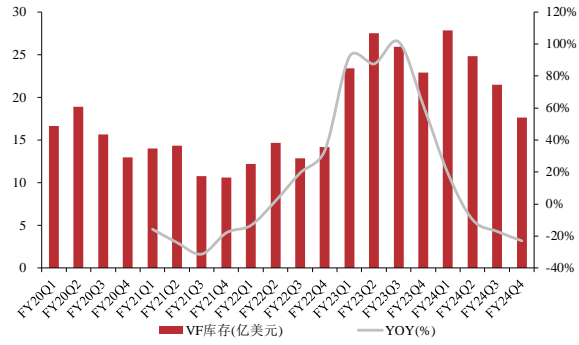
资料来源：Wind，华源证券研究

图 22: DECKERS FY24 年底库存降至 4.74 亿美元

图 23: VF FY24 年底库存降至 17.66 亿美元



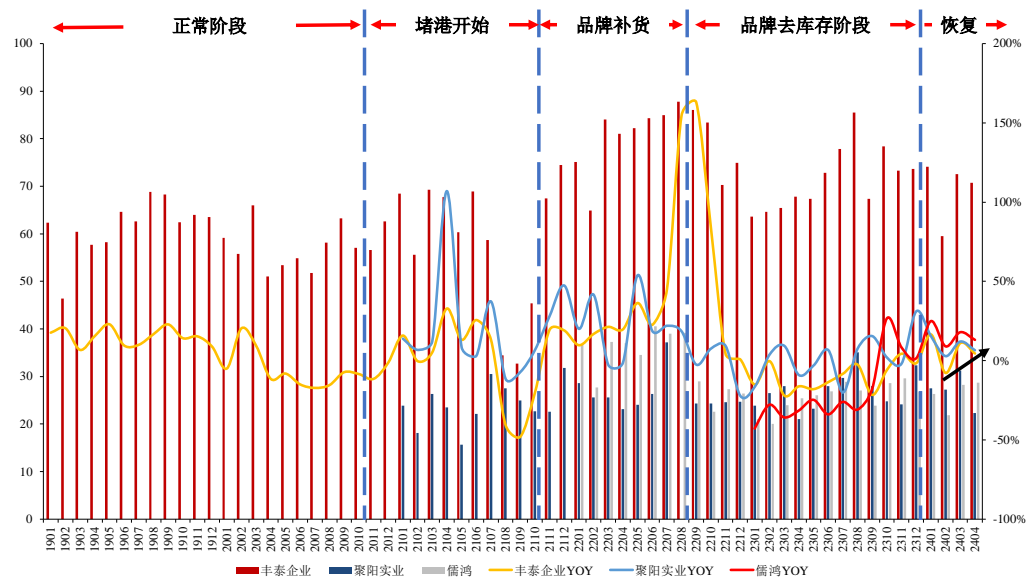
资料来源：Wind，华源证券研究



资料来源：Wind，华源证券研究

**借鉴台企近期经营趋势，大陆纺织企业订单有望同步迎来修复。从中国台湾纺织制造企业看，2022年，在全球堵港下，各国际品牌提前超额备货带来22H1各企业的订单及营收大幅增长；伴随22年中各品牌完成补货进入库存去化周期，各企业业绩较前期逐步下滑；随库存去化进入尾声，23年底各企业月度经营数据有企稳向好的迹象。台企近期经营数据侧面体现下游品牌端订单量有修复趋势，大陆纺织企业业绩有望逐步释放。**

图 24：台企近年月度经营情况变化



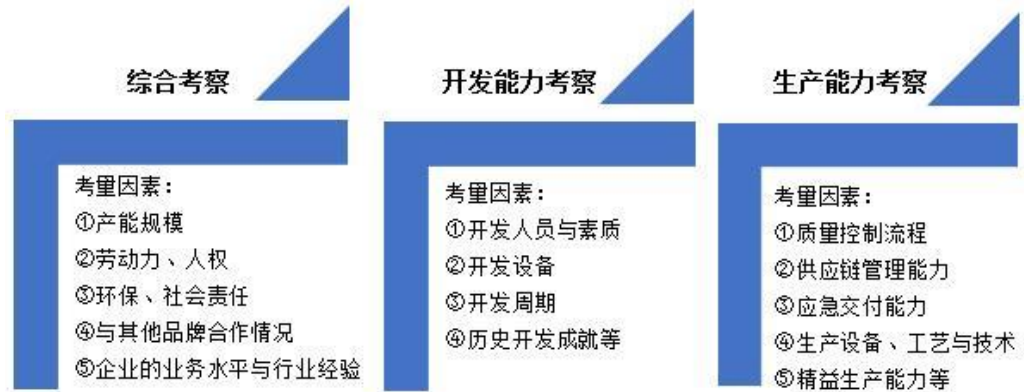
资料来源：公司公告，招股说明书，华源证券研究 注：单位为新台币千元

### 2.3 优质头部品牌发展驱动制造商订单提升

**品牌方筛选制造商条件严格，优质制造企业有望获得长期合作机会。**运动服饰行业中，品牌方对上游制造商有较为严格的甄选体系，通过对制造商一年左右的综合能力、开发能力、生产能力等多维度考察以确定其能力是否胜任。通过初筛的制造商往往在初

期仅可获取少量订单,在合作状态下通过品牌方多次动态评审考核后方有机会逐步成为长期或核心供应商。**成为品牌方重要供应商需经过长期多轮评审,因此,优质客户成为制造企业的核心竞争壁垒。**

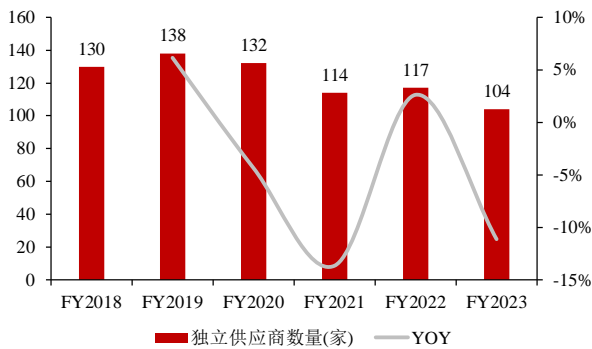
图 25: 品牌方对制造企业筛选流程较为严格



资料来源: 招股说明书, Wind, 华源证券研究

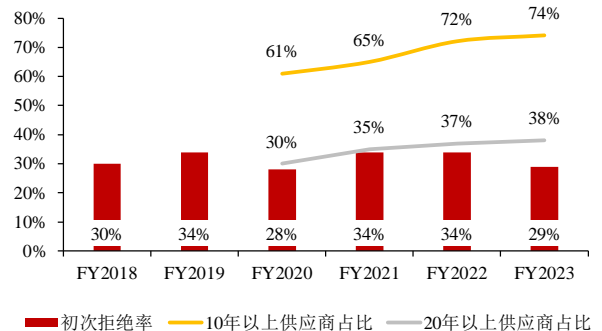
**获头部运动品牌认可的供应商订单量更稳定。**头部运动品对供应商选取较为严格,但对通过筛选的优质供应商粘性较强: 1) Nike 近年核心供应商占比维持高位, 其中, 2023 年与 123 家制鞋厂合作, 前四家供应商 (均产出大于 10%) 产量合计占比 58% 左右; 2) 2023 年, Adidas 供应商初筛拒绝率在 29% 左右, 但与 74% 的供应商合作超过 10 年、与 38% 的供应商合作超过 20 年, 且近年公司长期合作供应商占比保持增长趋势。**因此, 优质供应商更易通过品牌公司筛选并形成长期合作关系, 构筑竞争壁垒, 并有望长期从品牌公司端获得稳定订单。**

图 26: Adidas 近年供应商数量呈下降趋势



资料来源: Adidas 年报, 华源证券研究

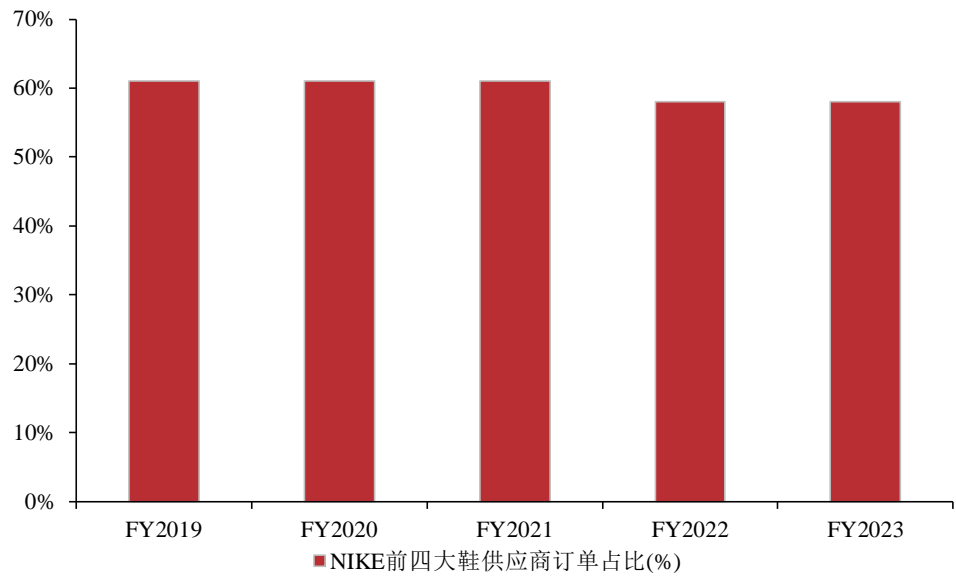
图 27: Adidas 长期合作供应商占比不断提升



资料来源: Adidas 年报, 华源证券研究

图 28: 近年 Nike 前四大供应商产量合计占比维持在 60% 左右

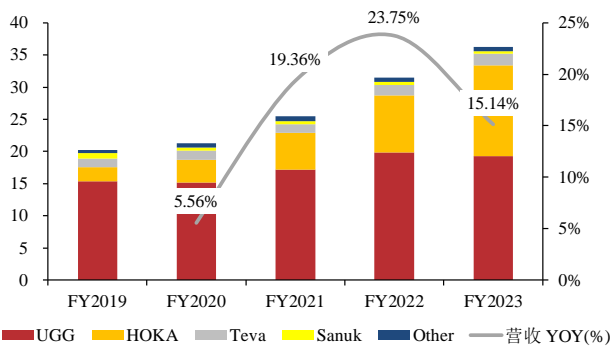




资料来源：Nike 年报，华源证券研究

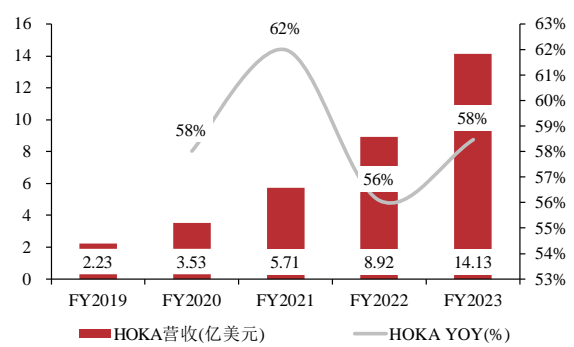
**存量客户销售高增长为制造商带来订单高增机遇。**制造商下游优质客户销量增长亦可成为制造商订单增长主要驱动力，如 DECKERS 旗下 HOKA ONE ONE 近年快速增长驱动公司销量稳增，FY2019-FY2023，HOKA 营收增至 14.13 亿美元，CAGR 为 58.63%，驱动 DECKERS 同期营收保持 15.75%的复合增速，因此也带来公司采货量提升。**HOKA 等品牌的高速发展带来订单需求提升，推动制造商订单量增长。**

图 29: DECKERS 旗下 HOKA 等品牌销量高增



资料来源：公司公告，华源证券研究 注：单位亿美元

图 30: 2019-23 财年 HOKA 营收 CAGR 为 58.63%



资料来源：公司公告，华源证券研究

## 3. 公司端：高效运营、ASP 提升及投产预期有望驱动公司业绩上行

### 3.1 管理高效叠加注重研发，利润增长趋势稳定

**各子公司因地制宜，国际化产能布局降低公司成本。**公司坚持“以中山为管理及开发设计中心，以香港、中山为贸易中心，以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心”的战略布局，充分发挥中山及中国香港两地的人才储备及金融中心区位优势，分别建立开发设计及贸易结算中心，扩大竞争公司竞争优势。针对生产基地，因公司主业为劳动密集型产业，因此，借越南、印尼、多米尼加、缅甸等地较低的人力成本及优惠的土地厂房及出口政策，对公司生产制造基地全球化布局。**公司产能分散布局降低政策性风险并拉低运营成本，因地制宜不断优化公司发展。**

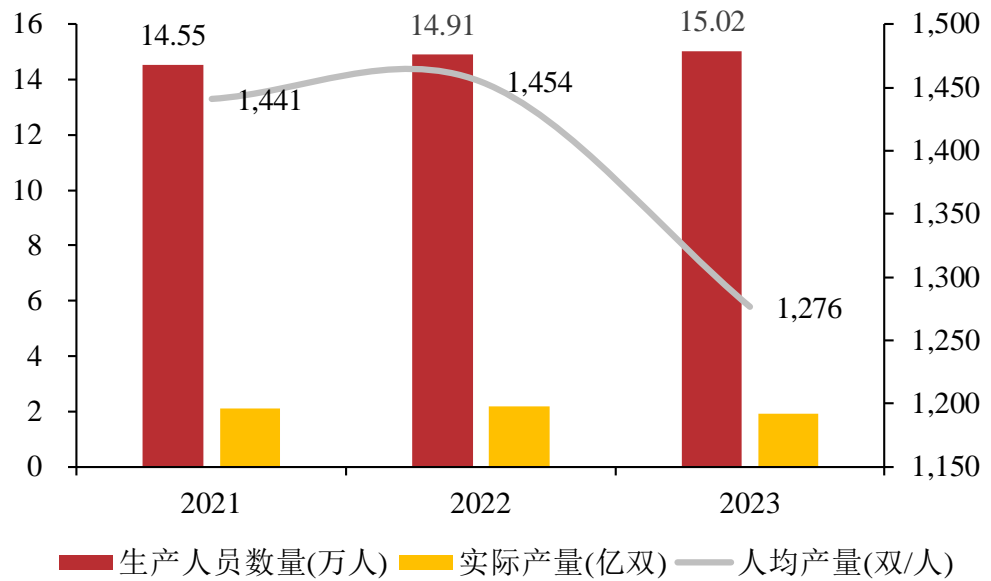
表 5：华利集团国际化产能布局降低运营成本

区域位置	区域职能	区域定位
中山	开发设计中心	利用公司在中山多年深耕所积累的人才技术储备建立开发设计中心，帮助公司扩大研发优势
中国香港、中山	贸易结算中心	利用中国香港区位优势建立贸易结算中心
越南、印尼、多米尼加、缅甸等地	生产制造基地	利用当地较低的劳动力成本及较优惠的土地厂房及出口政策降低制造环节成本

资料来源：公司公告，华源证券研究

**近年公司生产人员数量及人效呈上升趋势。**剔除 2023 年全球运动品牌去库存带来公司订单减少的影响，华利集团单位生产人员效率（计算口径：当年实际产量/年底生产员工数量）近年呈上升趋势，公司保持高效运营。

图 31：华利集团单位生产员工人效变化



资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

**科技研发有望助公司进一步降本增效。**据公司公告，公司近三年（2020-2022年）在研发端年均投入2亿元左右，截至23年末，公司已获授权专利139项，其中，发明专利20项，且拥有软件著作权3项，持续研发投入初见成效。在公司研发下，一系列新技术在生产端应用大幅提升生产效率，如研发的双色、不同硬度鞋底一体成型技术，减少生产工序的同时提升效率及品质。**科技研发持续投入有望优化公司生产环节，在提升产品质量同时降本增效。**

表6：研发投入助公司生产增效（PPH：每单位时段的生产数量）

项目	改善前 PPH	改善后 PPH	增效幅度
自动打粗机	30	57	90%
鞋舌转印产地标	175	420	140%
Netcut 震动刀	421	992	135%
自动切折织带机	36	130	216%
自动喷墨机	255	500	96%

资料来源：华利集团2023年度环境、社会和治理报告，华源证券研究

**公司销售及管理费率管控行业领先。**据招股书，以丰泰企业为例，华利集团销售及管理费率更优系：**1) 产能集中**，华利产能集中于越南，丰泰产能则遍布中国大陆、印度、印尼、越南等地，更大管理半径带来更高管理费用；**2) 区域薪资较低**，华利工厂主要分布于薪资较低的越北地区，薪资差异带来费用支出差异；**3) 产品集中**，除运动鞋外，丰泰涉及冰刀鞋、滑雪板靴等多项产品，而华利则更集中于鞋履制造，因此人员配置更集中高效、经营支出更少。**产能产品集中化并充分发挥区位优势助公司高效管控费用，行业领先的费率有望为未来业绩增厚持续保驾护航。**

表 7：华利集团同业费率对比

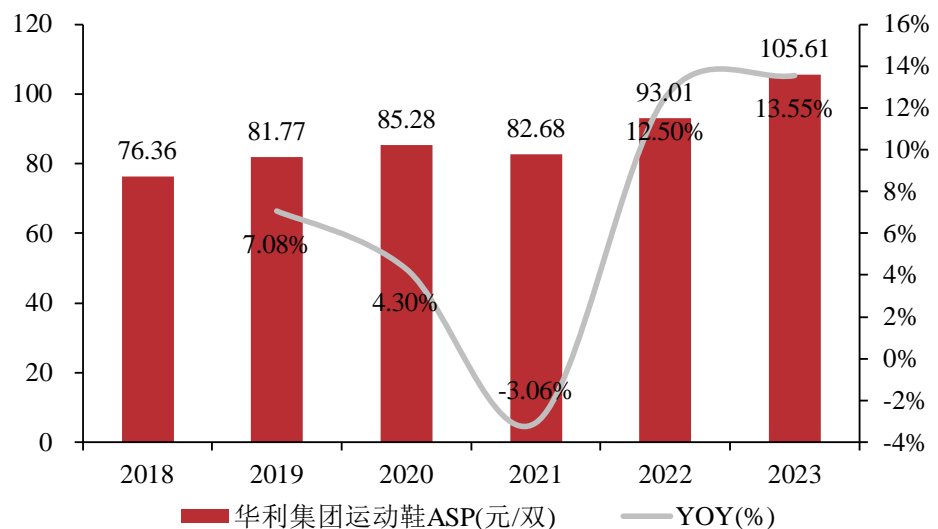
企业名称	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	24Q1
<b>销售及管理费用率</b>								
丰泰企业	9.56%	9.64%	9.58%	9.96%	10.01%	9.39%	9.93%	-
聚阳实业	11.43%	11.55%	10.85%	11.52%	10.99%	11.81%	10.72%	11.51%
儒鸿	9.51%	9.06%	8.88%	8.64%	8.14%	7.81%	9.66%	9.61%
华利集团	6.63%	6.20%	6.03%	5.66%	4.30%	4.13%	3.77%	5.67%
<b>研发费用率</b>								
丰泰企业	3.55%	3.45%	3.45%	3.67%	3.52%	3.05%	3.12%	-
儒鸿	0.67%	0.52%	0.52%	0.52%	0.45%	0.39%	0.50%	0.47%
华利集团	2.17%	1.97%	1.95%	1.50%	1.34%	1.41%	1.54%	1.66%

资料来源：公司公告，Wind，华源证券研究

### 3.2 高单价产品占比提升驱动公司产品 ASP 增长

高单价产品占比提升推动公司运动鞋 ASP 逐年增长。2018-2023 年，公司运动鞋营收 CAGR 为 10.18%，其中，运动鞋 ASP 同期 CAGR 为 6.70%，为营收增长的主要驱动。据公司公告，公司近年运动鞋 ASP 提升系产品结构中高单价产品占比提升及新增品牌产品单价较高有关。整体看，在公司不断研发投入下，近年合作客户产品优化升级及新增高单价客户有望推动运动鞋 ASP 持续上行。

图 32：近年华利集团运动鞋 ASP 不断提升



资料来源：Wind，华源证券研究

深化存量优质客户合作同时，公司积极开拓新客户。在公司加深与优质存量客户合

作的同时，不断开拓新客户。据公司 23Q1 季报，公司以为 Reebok、lululemon 等品牌均量产出货，标志着公司近年开拓客户成效显著。从销量方面，新客户开拓有望直接为公司提升订单量；从销售均价 (ASP) 方面看，与 Asics、On、Reebok 等高单价高性能跑鞋品牌合作有望拉高公司 ASP 及毛利增长空间。整体看，新优质客户开拓有望推动公司运动鞋制造业务量价双增。

图 33: Asics METASPEED SKY+ 售价为 1690 元



资料来源: Asics 天猫官方旗舰店, 华源证券研究

图 34: On Cloudmonster 售价为 1390 元

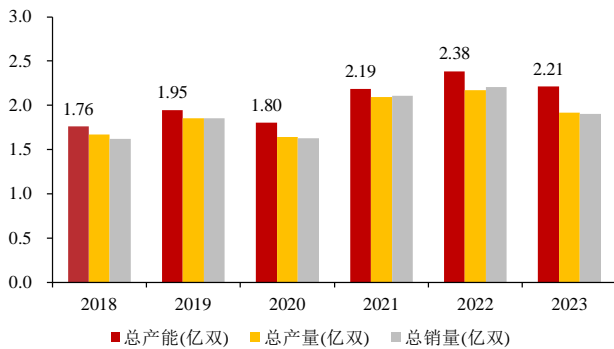


资料来源: On 天猫官方旗舰店, 华源证券研究

### 3.3 新厂投产驱动公司产能上行

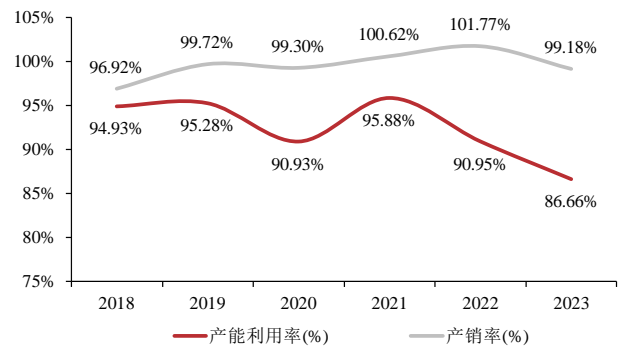
新厂投产节奏稳定，2024 年产能增长有望承接品牌补库带来的订单增长。公司近年维持“以销定产”，剔除 2023 年下游订单下滑影响，产能利用率常年维持在 90% 以上。面对客户订单增长预期，公司近年新产能规划不断完善，据公司公告，截至 2024Q1，已有两家制鞋厂及一家辅料厂投产或将于年内投产。未来数年，公司产能增长规划明晰且稳健，产能增长有望驱动公司产销及业绩不断增长。

图 35: 公司产能 5 年 CAGR 为 4.68%



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 华源证券研究

图 36: 公司“以产定销”产销率维持高位



资料来源: 公司公告, 招股说明书, 华源证券研究

表 8: 公司近期产能投放/规划情况

增产项目	覆盖品牌	鞋履种类	达产时间	(规划)年产量(万双)
越南宏福鞋履生产	Puma	运动休闲	2021 年 6 月 30 日	360

基地				
越南上杰鞋履生产基地	Vans	运动休闲	2022年12月31日	180
越南立川鞋履生产基地	Converse	运动休闲	2022年12月31日	320
越南弘欣鞋履生产基地	UGG	户外靴鞋	2022年12月31日	98
越南永弘鞋履生产基地	HOKA ONE ONE	运动休闲	2022年12月31日	160
越南峻宏鞋履生产基地	-	-	2024Q1	-
印度尼西亚鞋履生产基地（一期）	-	运动休闲	2024Q1	2725
印度尼西亚鞋履生产基地（二期）	-	运动休闲	2026年12月31日	2952

资料来源：Wind，公司公告，华源证券研究

## 4. 盈利预测及投资建议

### 4.1 运动鞋市场稳增驱动上游制造产业发展

**营收端：**我们按照产品结构拆分公司收入，具体分为运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉鞋/拖鞋及其他产品：

- 1) 运动休闲鞋：**该业务为公司主营业务，营收占比近年逐步接近 90%，我们认为公司将持续深耕主营业务以发挥公司竞争优势，伴随下游客户库存去化周期逐步结束及公司新工厂投产带来产能扩张，2024 年订单量及产销量有望走强。我们预计 2024-2026 年公司运动休闲鞋收入为 210.12/241.64/270.64 亿元，同比+18%/+15%/+12%，占营业收入比例分别为 88.39%/88.14%/87.85%；
- 2) 户外鞋靴：**公司该业务此前受品牌库存去化影响较大。但随中国等市场驱动下全球户外运动品牌营收增长提速，我们预计与公司合作的 Hoka One One 及 On Running 的营收增长将驱动公司户外鞋靴业务增长。我们预计 2024-2026 年公司户外鞋靴收入为 17.60/22.00/26.40 亿元，同比+30%/+25%/+20%，占营业收入比例分别为 7.40%/8.03%/8.57%；
- 3) 运动凉鞋/拖鞋：**近年受海外客户库存去化影响，运动凉鞋/拖鞋及其他业务收入承压，但随库存去化周期结束，我们预计未来该业务有望维持稳增态势。我们预计 2024-2026 年公司运动凉鞋/拖鞋收入为 9.63/10.11/10.62 亿元，同比+5.00%/+5.00%/+5.00%。

4) **其他业务**：我们预计 2024-2026 年公司其他业务收入年化增速为 5%。

**表 9：华利集团分业务预测拆分（金额单位：亿元）**

	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>1、运动休闲鞋收入</b>	<b>178.07</b>	<b>210.12</b>	<b>241.64</b>	<b>270.64</b>
YOY	-3.64%	18.00%	15.00%	12.00%
营收占比	88.53%	88.39%	88.14%	87.85%
毛利率	26.07%	26.07%	26.08%	26.09%
<b>2、户外鞋靴收入</b>	<b>13.54</b>	<b>17.60</b>	<b>22.00</b>	<b>26.40</b>
YOY	30.45%	30.00%	25.00%	20.00%
营收占比	6.73%	7.40%	8.03%	8.57%
毛利率	18.68%	18.60%	18.65%	18.70%
<b>3、运动凉鞋/拖鞋收入</b>	<b>9.17</b>	<b>9.63</b>	<b>10.11</b>	<b>10.62</b>
YOY	-9.03%	5.00%	5.00%	5.00%
营收占比	4.56%	4.05%	3.69%	3.45%
毛利率	24.19%	21.10%	21.50%	22.00%
<b>4、其他业务收入</b>	<b>0.36</b>	<b>0.38</b>	<b>0.40</b>	<b>0.42</b>
YOY	-18.30%	5.00%	5.00%	5.00%
营收占比	0.18%	0.16%	0.14%	0.14%

资料来源：公司公告，华源证券研究

**期间费率端：**1) **销售费用率**，公司 2022 及 2023 年销售费用率分别为 0.37% 及 0.35%，整体呈下降趋势，凸显公司与客户长期合作下的竞争优势，预计 2024-2026 年公司在持续拓展新客户下，销售费用率保持稳定，分别为 0.37%、0.37%、0.37%；2) **管理费用率**，公司通过革新管理体系不断降低管理费用率，因此预计 2024-2026 年在新厂投产下，管理费用率分别为 3.80%、3.75%、3.70%；3) **研发费用率**，公司持续加大研发投入以满足客户产品需求及运营效率提升，预计 2024-2026 年公司研发费用率稳定在 1.5%；4) **财务费用率**，预计 2024-2026 年公司财务费用率为 -0.17%、-0.33%、-0.48%。

**表 10：华利集团各项费率预测**

	2023A	2024E	2025E	2026E
销售费用率	0.35%	0.37%	0.37%	0.37%
管理费用率	3.43%	3.80%	3.75%	3.70%
研发费用率	1.54%	1.50%	1.50%	1.50%
财务费用率	-0.44%	-0.17%	-0.33%	-0.48%

资料来源：公司公告，华源证券研究

最终，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别 237.73 亿元/274.15 亿元/308.07 亿元，同比分别增长 18.19%/15.32%/12.37%；归母净利润分别 38.24 亿元/44.93 亿元/50.69 亿元，同比分别增长 19.49%/17.49%/12.84%。

**表 11：华利集团简易利润表（金额单位：亿元）**

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	201.14	237.73	274.15	308.07
YOY	-2.21%	18.19%	15.32%	12.37%
营业成本	149.67	177.40	204.59	229.92
YOY	-1.86%	18.53%	15.33%	12.38%
毛利率	26.07%	26.07%	26.08%	26.09%
归母净利润	32.00	38.24	44.93	50.69
YOY	-13.32%	19.49%	17.49%	12.84%

资料来源：公司公告，华源证券研究

## 4.2 首次覆盖给予“买入”评级

**从相对估值角度看：**华利集团作为我国运动鞋履代工头部企业，凭借深耕行业多年带来规模化效应、与头部品牌深度合作以及生产研发基地全球化布局带来行业领先的盈利能力及抗风险能力，叠加近期运动品牌补库预期及中长期公司产品 ASP 提升、稳定扩产规划，长期看公司估值仍具备提升空间。可比标的方面，我们选择同样属于纺织服装行业且与公司业务布局类似的丰泰企业、聚阳实业、儒鸿作为可比公司。**根据我们的盈利预测，对标可比公司平均估值相对偏低，考虑到公司规模化和全球化下盈利能力较可比公司更优异、头部客户粘性强且具备中长期量价双升逻辑，首次覆盖给予“买入”评级。**

表 12：重点公司估值表

证券代码	证券简称	市值(亿元)	EPS					PE			
			2024/6/12	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
300979.SZ	华利集团	790	2.7	3.3	3.8	4.3	24.7	20.7	17.6	15.6	
可比公司											
9910.TW	丰泰企业	355	1.1	1.5	1.7	1.9	31.8	24.2	20.6	18.5	
1477.TW	聚阳实业	214	3.7	4.1	4.6	5.0	23.9	21.4	19.2	17.8	
1476.TW	儒鸿	329	4.2	5.1	5.9	6.8	28.4	23.3	20.2	17.7	
可比公司 PE 均值							28.0	23.0	20.0	18.0	

资料来源：Wind, Bloomberg, 华源证券研究 注：可比公司数据为 Wind、Bloomberg 一致预期，丰泰企业、聚阳实业、儒鸿市值、EPS 调整为人民币计价，对应汇率取 6 月 12 日 1 人民币=4.46 台币计算

## 5. 风险提示

**国际局势变动风险。**公司代工厂及客户覆盖全球多个地区，如国际政治、经济环境、进出口目的国的贸易政策等因素发生变化，可能带来进出口关税增加、国际供应链（海运等）成本增加等情况，将可能对公司业务发展造成一定影响。



**劳动力成本提升风险。**公司所处的鞋履制造产业为劳动力密集型产业，目前公司鞋履生产厂主要布局于人工成本相对较低的越南等国，但随越南经济发展以及更多企业将生产制造环节迁移至越南，有可能推动越南劳动力成本上升，从而增加公司人工成本。

**客户需求修复不达预期。**公司主要客户如 Nike、Deckers、VF 等 2023 年均经历去库存周期，目前库存均逐步向好，但未来国际经济形势所带来的消费力变化或品牌自身发展均有影响公司未来订单的可能，若客户订单需求修复不达预期则会影响公司未来营收预期。

**跨市场选择可比公司的风险。**我们选取的可比公司为台股上市公司，华利集团为 A 股上市公司，可比性可能存在一定风险。



## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

本报告是机密文件，仅供华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的签约客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司均不承担任何法律责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。

## 销售人员信息

华东区销售代表 李瑞雪 lirui xue@huayuanstock.com  
华北区销售代表 王梓乔 wangziqiao@huayuanstock.com  
华南区销售代表 杨洋 yangyang@huayuanstock.com

## 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	: 相对强于市场表现 20%以上;
增持 (Outperform)	: 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
中性 (Neutral)	: 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
减持 (Underperform)	: 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	: 行业超越整体市场表现;
中性 (Neutral)	: 行业与整体市场表现基本持平;
看淡 (Underweight)	: 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数 : 沪深 300 指数