

## 全球运动鞋履制造龙头优势高筑

——华利集团（300979.SZ）首次覆盖报告 纺织服装/纺织制造

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

**全球领先的运动鞋专业制造商。**华利集团深耕运动鞋履制造二十余年，积极发展合作客户，主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务，主做运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋类。公司实际控制人为张聪渊家族，创始人家族持股 87.48%，股权结构集中，管理高效。

**运动鞋行业机遇挑战并存，空间仍很大。**运动鞋产业链分明，经营模式特点突出，生产工艺繁杂，品牌客户选择供应商的门槛高，供应商数量逐步下降，利于头部企业。全球鞋履消费市场规模稳定增长，运动鞋类板块增长迅速，中国市场发展迅速且潜力大。中国鞋履代工行业竞争激烈，市场潜力大，行业渗透率稳步提升，制鞋产业正向东南亚和南亚国家转移。

**核心竞争力：低成本+强研发+高产能 优质客户深度绑定**

- ◆ **客户端：**公司销售客户主要为全球知名运动品牌运营商，客户资源优质。公司与 Nike 等前五大客户通过签订销售框架合同及销售订单的形式维持长期稳定的合作关系，且 Nike 向公司采购额稳步提升。相对于部分主要竞争对手，公司的客户结构更为均衡，经营稳定性更强。公司通过完整成熟的销售流程来与新客户达成实际合作，坚持“优质多客户模式”的客户策略，致力于成为已有客户的核心供应商，有望与国内优质品牌达成合作关系。
- ◆ **研发端：**公司重视开发体系建设，已建立完整成熟开发业务创新流程。公司在产品开发设计、生产制造过程中不断融合自动化技术。公司多类核心生产工艺技术行业领先，产品生产降本增效，已拥有多项研发成果转化。公司研发投入稳定，研发人员数量逐年递增。
- ◆ **产能端：**未来公司产能持续爬坡，公司根据预期的订单情况，在越南、缅甸、印度尼西亚扩建、新建厂房及附属工程。为提升运动休闲鞋产能，公司将编织鞋面扩产项目变更为印尼生产基地建设项目。考虑到缅甸政局变动、国际经济形势、资金支付便利和募集资金使用效率等问题，公司调减部分募集资金，投入印度尼西亚鞋履生产基地（二期）建设项目。2024 年上半年，公司预计越南的两家新建工厂（一家成品鞋工厂和一家鞋面、鞋底等半成品工厂）、印度尼西亚一家新建工厂（成品鞋工厂）将逐步投产。
- ◆ **自动化：**公司采用品牌运营与生产制造相分离的模式，公司拥有较为先进的开发设计设备与自动化生产设备，助推开发生产效率优化，从而降低生产成本。公司持续推进自动化，在各量产工厂大力推进技术改造。

**投资建议：**预计公司 2024 年~2026 年 EPS 分别为 3.31 元、3.84 元、4.38 元，当前股价市盈率分别为 20.63 倍、17.79 倍、15.62 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**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、客户集中风险。

## 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,569.27	20,113.74	23,925.92	27,779.88	31,453.57
增长率（%）	17.74%	-2.21%	18.95%	16.11%	13.22%
归母净利润（百万元）	3,228.02	3,200.21	3,867.57	4,484.77	5,108.02
增长率（%）	16.63%	-0.86%	20.85%	15.96%	13.90%
净资产收益率（%）	24.46%	21.18%	21.95%	22.26%	22.19%
每股收益（元）	2.77	2.74	3.31	3.84	4.38
PE	24.69	24.96	20.63	17.79	15.62
PB	6.05	5.28	4.53	3.96	3.47

资料来源：wind，申港证券研究所

评级

买入（首次）

2024 年 06 月 20 日

孔天祎

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030001

18624107608

## 交易数据

时间 2024.6.17

总市值/流通市值（亿元）	798/798
总股本（亿股）	11.67
资产负债率（%）	20.39
每股净资产（元）	13.51
收盘价（元）	68.38
一年内最低价/最高价（元）	44.53/72.01

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

## 内容目录

<b>1. 华利集团：全球领先的运动鞋专业制造商</b> .....	<b>3</b>
1.1 公司简介：深耕运动鞋履制造二十余年 积极发展合作客户 .....	3
1.2 产品介绍：聚焦运动休闲鞋类及海外客户 .....	3
1.3 股权结构：创始人家族持股 87.48% 股权结构相对稳定 .....	4
<b>2. 行业分析：运动鞋行业机遇挑战并存</b> .....	<b>5</b>
2.1 运动鞋产业链分明 经营模式特点突出 .....	5
2.2 制造技术壁垒高 品牌客户门槛高 .....	6
2.3 运动休闲鞋行业增长迅速 市场潜力大 .....	7
2.4 龙头公司寻求全产业链布局延伸 制鞋中心转移 .....	9
<b>3. 核心竞争力：低成本+强研发+高产能 优质客户深度绑定</b> .....	<b>11</b>
3.1 头部客户资源优质稳固 新客户持续发展 .....	11
3.2 经验丰富 研发能力行业领先 .....	14
3.3 产能扩张进展顺利 于印尼建设新工厂 .....	15
3.4 规模化与自动化生产+合理运用区位优势 降低生产成本 .....	16
<b>4. 盈利预测与估值</b> .....	<b>17</b>
4.1 核心假设 .....	17
4.2 盈利预测 .....	18
4.3 估值 .....	18
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>19</b>

## 图表目录

<b>图 1：华利集团股权结构图</b> .....	<b>4</b>
<b>图 2：鞋履按功能及穿着场景分类</b> .....	<b>5</b>
<b>图 3：鞋履具体构造图</b> .....	<b>5</b>
<b>图 4：运动鞋履行业全产业链</b> .....	<b>6</b>
<b>图 5：运动鞋工艺生产流程</b> .....	<b>7</b>
<b>图 6：对首次合作的运动鞋履制造商进行严格甄选</b> .....	<b>7</b>
<b>图 7：耐克供应商数量变化</b> .....	<b>7</b>
<b>图 8：全球鞋履市场规模（十亿美元）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 9：全球运动休闲鞋类市场规模（十亿美元）</b> .....	<b>8</b>
<b>图 10：中国运动休闲鞋市场规模（十亿美元）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 11：人均运动休闲鞋拥有量（双）</b> .....	<b>9</b>
<b>图 12：世界纺织及制鞋产业迁移史</b> .....	<b>10</b>
<b>图 13：2019 年全球各大洲鞋履产量占比分布图</b> .....	<b>10</b>
<b>图 14：2015-2021 年中国运动鞋服市场渗透率（%）</b> .....	<b>11</b>
<b>图 15：2023 年华利集团客户结构</b> .....	<b>12</b>
<b>图 16：2022 年丰泰企业客户结构</b> .....	<b>12</b>
<b>图 17：近年来 Nike 公司向华利集团和丰泰企业的采购额（亿元）</b> .....	<b>13</b>
<b>图 18：公司销售流程图</b> .....	<b>13</b>
<b>图 19：华利集团开发业务体系</b> .....	<b>14</b>
<b>图 20：18-23 年公司研发费用（亿元）及占营收比例（%）</b> .....	<b>15</b>
<b>图 21：20-23 年公司研发人员数量（人）及同比（%）</b> .....	<b>15</b>
<b>图 22：华利集团生产运营模式</b> .....	<b>17</b>
<b>表 1：华利集团业务矩阵</b> .....	<b>3</b>
<b>表 2：华利集团与同行业公司丰泰企业、钰齐国际、裕元集团基本情况介绍</b> .....	<b>4</b>
<b>表 3：运动鞋履行业主要经营模式</b> .....	<b>6</b>
<b>表 4：各类别鞋履 2022 年至 2028 年全球收入预测及增长率</b> .....	<b>8</b>
<b>表 5：中国著名代工公司介绍</b> .....	<b>9</b>
<b>表 6：华利集团主要客户</b> .....	<b>11</b>
<b>表 7：华利集团与前五大客户销售协议签署方式、定价依据</b> .....	<b>12</b>
<b>表 8：华利集团技术基本情况</b> .....	<b>14</b>
<b>表 9：2023 年公司部分研发项目</b> .....	<b>15</b>
<b>表 10：华利集团募集资金扩产及建设项目使用情况</b> .....	<b>15</b>
<b>表 11：华利集团募集资金变更项目情况</b> .....	<b>16</b>
<b>表 12：华利集团盈利预测业务拆分</b> .....	<b>18</b>
<b>表 13：华利集团可比公司估值表</b> .....	<b>18</b>
<b>表 14：公司盈利预测表</b> .....	<b>20</b>

## 1. 华利集团：全球领先的运动鞋专业制造商

### 1.1 公司简介：深耕运动鞋履制造二十余年 积极发展合作客户




华利集团是运动鞋专业制造商。华利集团全称中山华利实业股份有限公司，成立于 2004 年 9 月，主要从事鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋开发设计、制造商，为全球知名运动品牌提供开发设计和生产（ODM）服务。

- ◆ 公司主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。
- ◆ 公司管理总部及开发设计中心位于广东中山，生产制造工厂位于越南、多米尼加及缅甸等地，贸易中心位于香港、中山和台湾。公司员工超过 10 万人，年产鞋履约 2 亿双，是世界多家知名运动鞋履品牌的主要制造商和战略合作伙伴。

### 1.2 产品介绍：聚焦运动休闲鞋类及海外客户

公司运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋“三线并行”。华利集团主要产品为运动鞋，包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等。其中，运动休闲鞋涵盖跑步鞋、健走鞋、篮球鞋、足球鞋、板鞋、休闲鞋等；户外靴鞋涵盖雪靴、登山靴、徒步鞋、休闲羊毛靴等；运动凉鞋、拖鞋涵盖运动凉鞋、运动拖鞋、休闲凉鞋、休闲拖鞋等。

表1：华利集团业务矩阵

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

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

与华利集团实力接近的同行业公司包括丰泰企业、钰齐国际、裕元集团。

- ◆ 丰泰企业成立于 1971 年，以制造运动鞋为主要业务，总部设于云林科技工业园区，量产工厂遍布中国、越南、印尼与印度，生产运动鞋数量占主要客户 NIKE 全球销售量的六分之一。
- ◆ 钰齐国际成立于 1995 年，以研发及生产各种专业运动鞋和技术含量高的专业防水透气户外鞋为主要业务，前身为台湾钰齐企业有限公司，集团营运总部进驻

云林科技工业园区，陆续于中国、越南与柬埔寨设立生产工厂。

- ◆ 裕元集团成立于 1988 年，以运动鞋及便服鞋制造为主要业务，品牌客户包括 Nike、adidas、Reebok、NewBalance、Asics、Timberland、Rockport 等，分别于中国、印尼、越南、美国、墨西哥及其他亚洲地区均设有厂房。

表2：华利集团与同行业公司丰泰企业、钰齐国际、裕元集团基本情况介绍

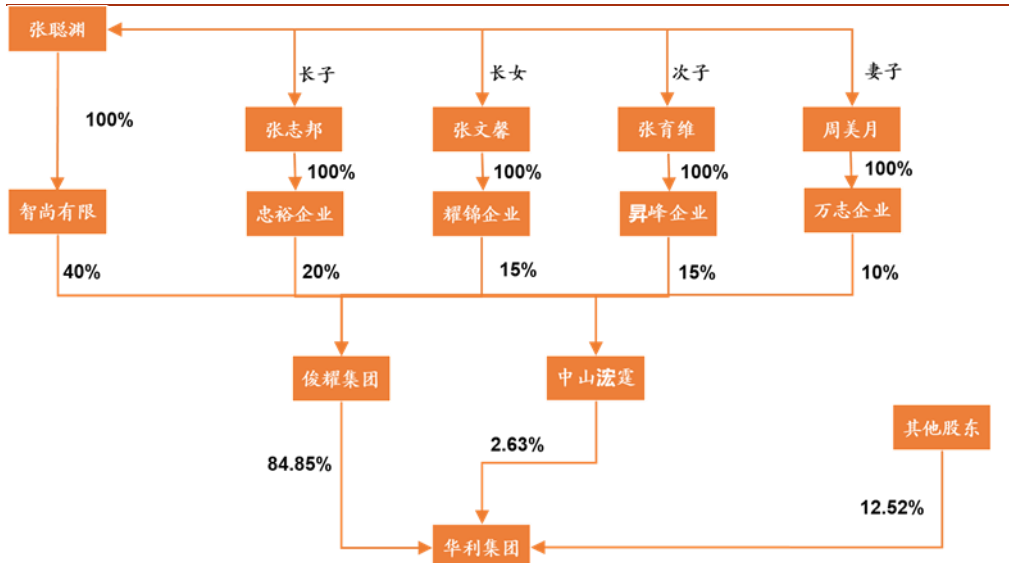
公司	成立时间	上市时间	上市地点	集团总部	主要生产基地	主要产品
华利集团	2004	2021	深圳证券交易所	中国广东省	越南、多米尼加、缅甸	运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋
丰泰企业	1971	1992	台湾证券交易所	中国台湾省	中国、越南、印度、印尼等	运动鞋、直排轮鞋、冰刀鞋、雪靴
钰齐国际	1995	2012	台湾证券交易所	中国台湾省	中国、越南、柬埔寨	运动鞋、户外鞋
裕元集团	1988	1992	香港联交所	中国台湾省	中国、越南、印尼、柬埔寨、孟加拉、缅甸等	运动鞋、便服鞋

资料来源：wind，公司招股说明书，公司官网，未来智库《运动鞋制造行业专题报告：复盘全球最大运动鞋制造商裕元集团的成长历史》，申港证券研究

### 1.3 股权结构：创始人家族持股 87.48% 股权结构相对稳定

公司实际控制人为张聪渊家族，家族式持股，股权结构集中。公司在 2017 年 7 月 14 日之前由张志邦家族控制的中港发展全资持股，之后张志邦家族五人通过成立俊耀集团和中山宏霆对华利有限进行控制。截止 2023 年末，华利集团主要股东包括俊耀集团（84.85%）、中山宏霆（2.63%）等。发行人实际控制人张聪渊家族五人通过全资控股智尚有限、耀锦企业、忠裕企业、昇峰企业、万志企业，合计持有华利股份 87.48% 的股权。公司股权结构清晰、稳定、集中，利于提高公司决策效率。

图1：华利集团股权结构图



资料来源：公司招股说明书，公司 2022 年年报，申港证券研究所



公司核心管理层结构清晰且稳定，从业时间长，制鞋与管理经验丰富。公司管理团队稳定，有着丰富的行业经验。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。此外，公司实际控制人张聪渊家族 50 余年来一直致力于鞋履的开发与制造，对行业有深刻的理解，构建了成熟的业务体系，有利于公司的正确决策和管理运营。

公司建立了完善的企业内部管理体系，运营管理系统规范、高效。公司具有规范的流程体系及系统化的员工培训制度。自成立以来，公司一直深耕鞋履制造行业，通过不断总结，逐步建立并完善了企业业务流程体系、内部控制基本规范及现代管理体系。此外，公司建立了全过程质量管理体系，确保产品从原料投入到最终成品均符合客户产品质量标准和要求。

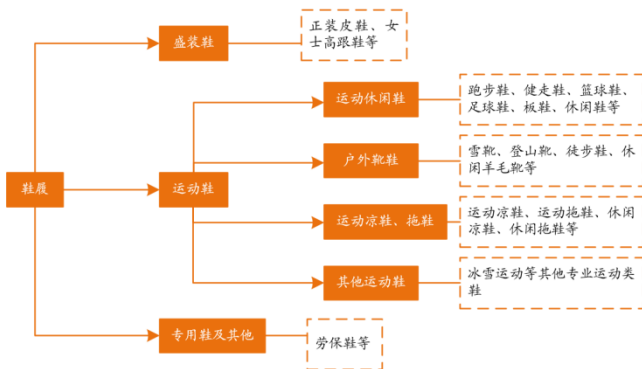
## 2. 行业分析：运动鞋行业机遇挑战并存

### 2.1 运动鞋产业链分明 经营模式特点突出

按功能及穿着场景，鞋履可以分为盛装鞋、运动鞋、专用鞋等三大类。鞋履为双脚提供支撑和保护，减少凹凸不平、粗糙或锐利的接触面的影响，除基本防护功能外，也具有时尚装扮功能，人们亦会在不同的场合下按功能和风格选择穿着不同的鞋子。从构成来看，鞋履基本由鞋面、鞋垫、防震片（非必有）、底台、大底构成。

华利集团主攻鞋履中的运动鞋类板块，运动鞋是根据人们参加运动特点设计制造的鞋子。运动鞋注重功能，强调缓冲、减震、防滑、高弹、力量推动等，同时，运动鞋融入大量生活化、休闲化、时尚化的设计元素，使运动鞋履产品不仅适用于特定的运动，也适合在日常生活中穿着，运动鞋很好地承载了消费者对功能性、时尚性、舒适性及健康生活方式的追求。

图2：鞋履按功能及穿着场景分类



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

图3：鞋履具体构造图



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

运动鞋履行业产业链由原材料提供商、品牌商、制造商、渠道商构成，华利集团位于制造商地位。上游原材料领域包括纺织、皮革、橡胶、化工四大产业；中游为生产制造环节，参与者包括运动鞋品牌商和运动鞋制造商；下游主要是销售环节，包括运动品牌直销商和运动鞋零售商。其中华利集团位于产业链中游的运动鞋制造商地位。

图4：运动鞋履行业全产业链



资料来源：华经情报网《2021 年全球及中国运动服装（运动服饰）行业现状分析，行业集中度有待提升》，前瞻产业研究院《2022 年中国运动鞋行业全景图谱》《2022 年运动鞋行业上市公司全方位对比》，申港证券研究所

运动鞋履行业经营模式特点突出，根据行业发展格局，可分为两大类：**品牌运营与制造分离模式**和**品牌运营与制造一体模式**。目前华利集团和全球多家知名的运动鞋履品牌采用品牌运营与制造分离模式，少部分采用品牌运营与制造一体化模式，部分企业同时采用上述两类模式，如安踏体育、特步等。

表3：运动鞋履行业主要经营模式

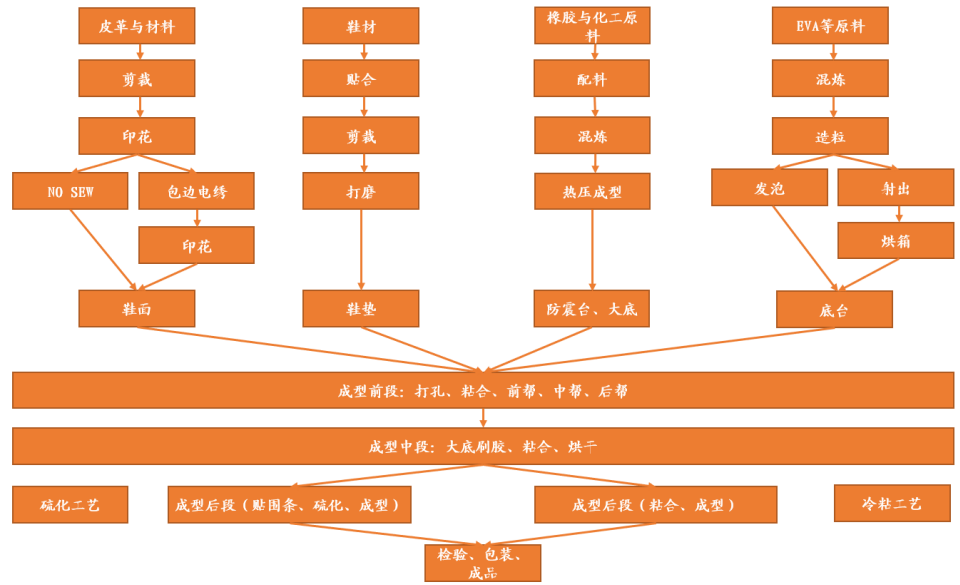
经营模式	运营商	制造商	代表企业
品牌运营与制造分离模式	着力于品牌价值的塑造、营销及产品的设计，从而提高消费者对品牌的认同度和忠诚度。	专注于运动鞋履开发设计和制造，凭借完整的制造体系和技术能力，根据客户的不同需求，提供产品选材、性能、款式等建议，参与产品的开发设计和制造，满足品牌运营企业对产品质量、交付稳定的需求。	Nike、Adidas、VF、Under Armour、Puma、Columbia、Deckers 等主要鞋履品牌运营企业；华利集团、裕元集团、丰泰企业等球主要运动鞋履制造企业。
品牌运营与制造一体模式	从事鞋履品牌运营、产品开发设计，同时负责产品制造。		贵人鸟、万里马等

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

## 2.2 制造技术壁垒高 品牌客户门槛高

**技术特点：运动鞋履生产工艺繁杂，工序超过 180 道。**从生产工艺流程来看，以布料、皮料等原材料加工程序后制成鞋面；布料、EVA 等鞋材经贴合、裁剪工序打磨制成鞋垫；使用橡胶、化工原料制作底台、大底等。在鞋面、鞋垫、底台、大底准备好后进行后序成型生产。经过成型前段的打孔、粘合等工序，成型中段的粘合、烘干等工序，成型后段的冷粘或者硫化等工序后形成成品鞋，经质检合格后包装入库。

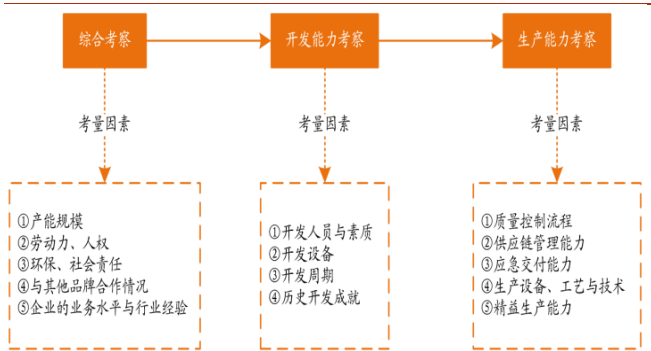
图5：运动鞋工艺生产流程



资料来源：行行查研究中心《2021年中国运动鞋行业研究报告》，申港证券研究所

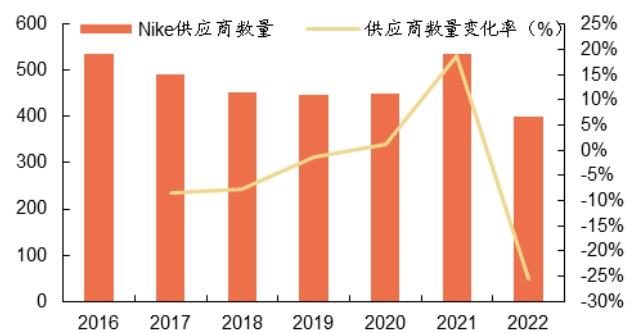
**客户特点：品牌客户选择供应商的门槛高，供应商数量逐步下降。**全球知名的运动鞋鞋履品牌企业在选择制造商时，会重点考察客户的开发能力、生产能力、快速响应能力、批量生产能力以及产品质量性能等全方位要求。对于新的制造商，品牌方一般会进行约1年的考察和验厂，而当制造商成为合格的供应商后，初期只能获取少量订单，之后品牌方会进行严格的质量管控以及持续评估，经过长时间的考察后制造商才有可能成为客户的核心供应商。与此同时，由于公共卫生安全事件的影响，运动鞋品牌商的产品库存走高，头部品牌开始精简供应商数量，更加倾向于与在质量等反面表现优异的供应商合作。

图6：对首次合作的运动鞋履制造商进行严格甄选



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

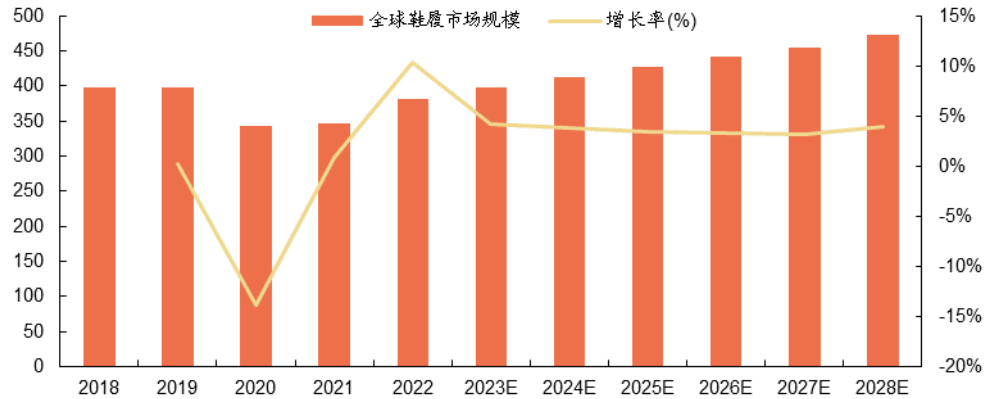
图7：耐克供应商数量变化



资料来源：华经产业研究院《2021年全球运动鞋市场发展现状及竞争格局分析，Nike、Adidas引领行业》，2022Nike公司年报，申港证券研究所

### 2.3 运动休闲鞋行业增长迅速 市场潜力大

**全球鞋履消费市场规模稳定增长。**根据 Statista 数据，2022 年全球鞋履市场规模达 3820 亿美元，2023 年至 2028 年的预测市场规模也在稳定增长，增长率维持于 4% 左右。2020 年至 2022 年，全球鞋履市场规模复合增长率约为 5.53%，可见在公共安全卫生事件影响之后全球鞋履行业逐步回温。

**图8：全球鞋履市场规模（十亿美元）**


资料来源：Statista 《Footwear Report 2023》，申港证券研究所

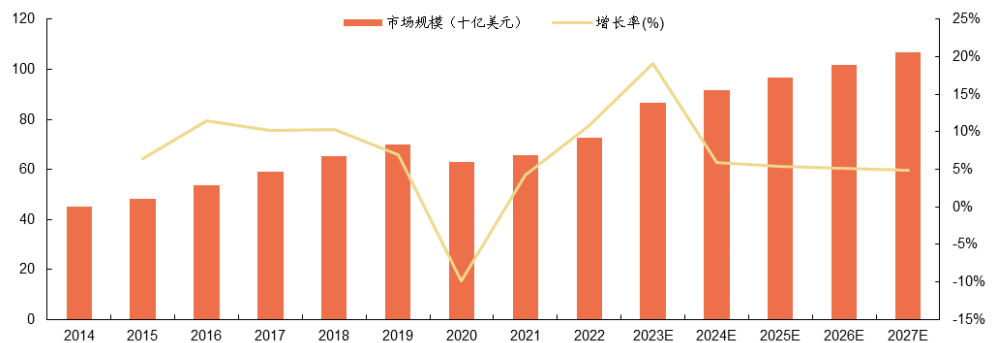
运动鞋类板块增长迅速，其中运动休闲鞋类板块增速最大。根据 Statista 数据预测，运动休闲鞋和专业运动鞋两个板块从 2022 年到 2028 年的增长率分别达 35% 和 28%，位于鞋类细分板块的第一和第二名，高于皮鞋等其他鞋类。

**表4：各类别鞋履 2022 年至 2028 年全球收入预测及增长率**

类别	2022 年全球收入 (十亿美元)	2028 年预测的全球收入 (十亿美元)	增长率
运动休闲鞋	73	98	35%
专业运动鞋	51	65	28%
皮鞋	125	145	16%
纺织鞋及其他鞋类	134	164	23%

资料来源：Statista 《Footwear Report 2023》，申港证券研究所

华利集团营收集中的运动休闲鞋行业景气度高，增长率稳定。从 2020 年至 2022 年，全球运动休闲鞋行业已经分别实现 629.7，656.1，727.2 亿美元的市场规模，YOY 依次为 -9.81%，4.19%，10.84%。2020 年以来的公共卫生安全事件使运动休闲鞋类行业短期承压，2021 年已经逐步恢复。从 2023 年开始，预测运动休闲鞋全球市场规模将从近年的高速增长逐步转变为年增长率为 5% 的中速稳定增长。

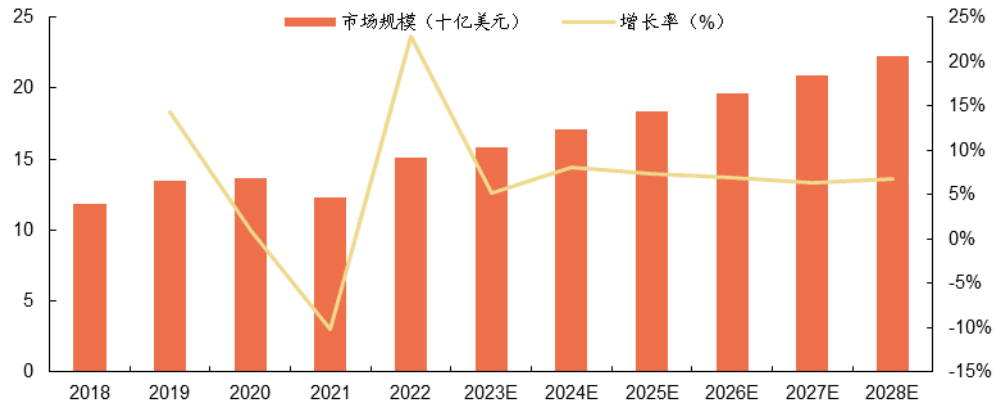
**图9：全球运动休闲鞋类市场规模（十亿美元）**


资料来源：Statista，申港证券研究所

奋起直追，中国运动休闲鞋行业快速发展。根据 Statista 数据显示，除 2019-2021 年运动休闲鞋市场受公共卫生安全事件影响短期承压以外，中国运动鞋市场呈快速上升态势。2022 年国内运动鞋市场规模达到 150.6 亿美元，同比增长率达到了 22.84%。运动鞋市场依托运动行业高景气度，未来成长空间大。



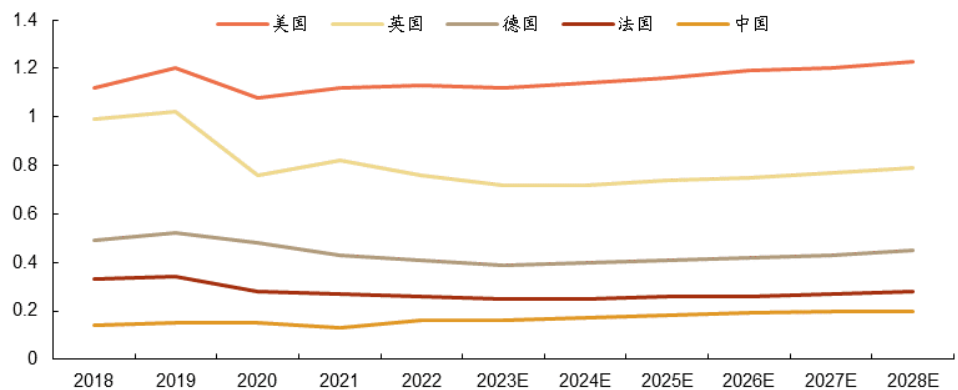
图10: 中国运动休闲鞋市场规模 (十亿美元)



资料来源: Statista, 申港证券研究所

从人均运动休闲鞋拥有量来看, 中国市场潜力大。根据 Statista 数据显示, 中国的人均运动休闲鞋拥有量约为美国的六分之一、英国的四分之一和德国的二分之一, 仍然有很大的上升空间。2022 年, 中国人均运动休闲鞋拥有量仅为 0.16 双, 较少的人均拥有量意味着较大的市场潜力, 为各个企业提供了扩展市场份额和增加销售额的机会。

图11: 人均运动休闲鞋拥有量 (双)



资料来源: Statista 《Sneakers-Market Data Analysis & Forecast》, 申港证券研究所

## 2.4 龙头公司寻求全产业链布局延伸 制鞋中心转移

中国鞋履代工行业竞争激烈, 代工公司专注于鞋业全产业链的布局延伸。中国拥有成熟的制造基础设施、大规模的劳动力和丰富的经验, 一直是鞋履代工行业的主要制造基地之一。在国内市场, 宝成工业、华坚鞋业、金帝集团、东艺鞋业和双驰企业等代工公司都处于领先地位。这些知名代工公司通过垂直整合供应链体系, 实现对制造过程的更大控制。许多企业积极拓展自由零售渠道, 并致力于构建自有鞋类品牌。此种战略转型能够提升企业的附加值和市场竞争力。

表5: 中国著名代工公司介绍

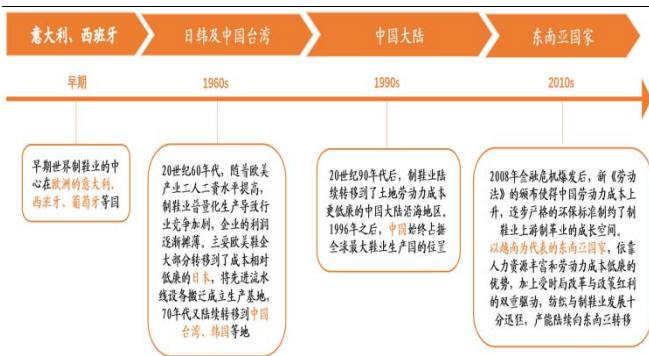
公司名称	公司简介	代工品牌	自主品牌
宝成工业	成立于 1969 年 9 月, 初期主要从事塑料鞋之生产制造及出口, 而后开始专注于运动鞋及休闲鞋的研发制造, 并于近年积极发展运动用品通路业务。	Nike、adidas、Asics、New Balance、Timberland 及 Salomon 等	零售通路品牌: 胜道 (YYSports)
华坚鞋业	成立于 1996 年, 集团总部位于广东省东莞	GUCCI、TORY BURCH、	内销女鞋品牌: 卡佛

公司名称	公司简介	代工品牌	自主品牌
金帝集团	市，以专业生产高中档真皮女鞋为主。旗下拥有广东东莞华宝鞋业有限公司、江西赣州华坚国际鞋城有限公司和非洲埃塞华坚国际轻工工业城有限公司三大事业群。	GUESS、MARCFISHER、UNISA、COACH、CALVIN KLEIN NINA、EASY SPIRIT、NINEWEST 等	儿 (Craveeor)
东艺鞋业	成立于 1993 年，是一家集研发、生产于一体的国际化制鞋企业，总部位于浙江温州，在中国湖北、河南、江西等内陆省份和缅甸、印尼等海外国家分别设有生产基地，全球员工 14000 余人，年产各类女鞋和运动鞋超过 3500 万双。	德国的 DH (DEICHMANN SE、RACK ROOM SHOES)、美国 PSS (PAYIESS SHOESOURCE WORLD WIDE INC)、韩国 FOS (Footwear Operations Solutions International LTD)	东艺公共保税仓库，东艺物流公司
双驰企业	成立于 1991 年，一直专注于鞋业全产业链的布局延伸，是福建省省级加工贸易转型升级示范企业、福建省足球鞋制造业的龙头企业。公司通过实施品牌战略、科技与人才战略等致力成为中国领先的客制化鞋业企业。	海澜之家、Saucony、PUMA、CK、迪卡侬、Reebok 等	足球鞋品牌：SEMS 自主渠道品牌：良鞋记

资料来源：各公司官网，品牌库网站，百度百科，申港证券研究所

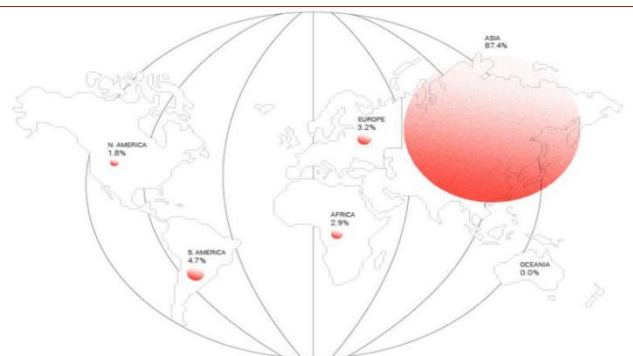
**制鞋产业正向东南亚和南亚国家转移。**制鞋业是劳动力密集型产业，其发展和转移受到劳动力资源、原材料配套供应、政策环境以及销售市场等多方面因素的影响和制约，其中劳动力资源是最重要的因素之一，产业不断向劳动力资源丰富的国家和地区转移，目前制鞋产业正向越南、印度、印尼、缅甸等东南亚和南亚国家转移。根据葡萄牙制鞋业协会发布的《The World Footwear 2020 Yearbook》显示，2019 年，亚洲鞋履产量占比为 87.4%；其次是南美洲，占比为 4.7%。

图12：世界纺织及制鞋产业迁移史



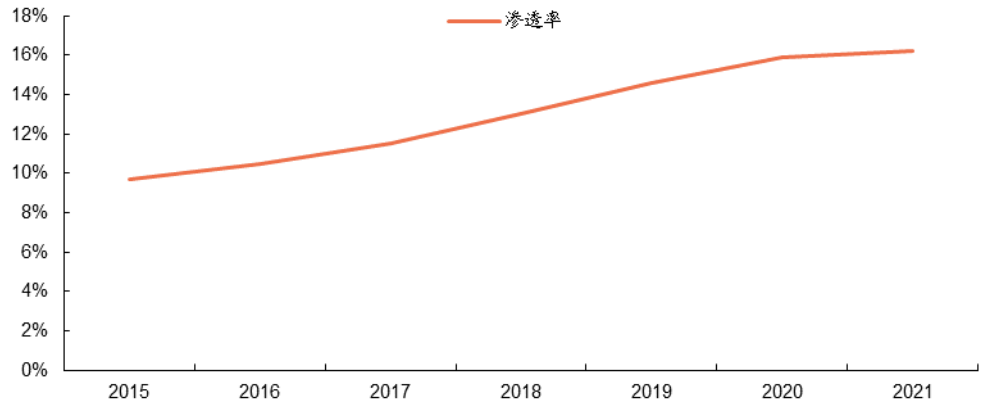
资料来源：华经情报网《2021 年全球运动鞋市场发展现状及竞争格局分析，Nike、Adidas 引领行业》，申港证券研究所

图13：2019 年全球各大洲鞋履产量占比分布图



资料来源：葡萄牙制鞋业协会《The World Footwear 2020 Yearbook》，公司招股说明书，申港证券研究所

**中国运动鞋服市场潜力大，行业渗透率稳步提升。**在行业渗透率角度方面，中国市场已经从 2015 年的 9.7% 上升至 16.2%，据 Euromonitor 发布的报告数据，2022 年中国专业运动鞋渗透率为 17%，远低于美国的 29%，中国专业运动产品渗透率有望继续提升。随着大众收入水平的上升、运动和消费意识的提高，中国运动鞋服市场规模具备着极大的扩容可能，这为国内品牌的兴起创造了良好的市场条件。

**图14: 2015-2021年中国运动鞋服市场渗透率 (%)**


资料来源: 华经产业研究院《2022年中国运动鞋服市场规模、渗透率及行业集中度分析》, Euromonitor, 申港证券研究所

### 3. 核心竞争力: 低成本+强研发+高产能 优质客户深度绑定

#### 3.1 头部客户资源优质稳固 新客户持续发展

公司销售客户主要为全球知名运动品牌运营商, 客户资源优质。通过长期的稳定经营, 公司凭借多年沉淀的开发设计能力、良好的产品品质、大批量供货能力和快速响应能力, 积累了宝贵的全球知名运动鞋客户资源, 与多家主要运动服饰市场前十大品牌达成合作。根据公司招股说明书, 公司是 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour 公司的鞋履产品的主要供应商, 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。

**表6: 华利集团主要客户**

客户名称	客户简介	服务品牌	品牌标识	品牌介绍
Nike	纽约证券交易所上市公司 (证券代码: NKE.N), 成立于 1967 年, 注册地美国俄勒冈州。	Nike		主要包括运动鞋类、运动服装、运动器材等。
		Converse		帆布鞋品牌, 定位复古、流行与环保。
VF	纽约证券交易所上市公司 (证券代码: VFC.N), 成立于 1899 年, 注册地美国宾夕法尼亚州。	Vans		定位极限运动潮牌, 鞋类主要包括滑板鞋、帆布鞋。
Deckers	纽约证券交易所上市公司 (证券代码: DECK.N), 成立于 1993 年, 注册地美国特拉华州。	UGG		专注高端时尚休闲生活方式的品牌, 产品涉及鞋履、服饰、配饰等。
		HOKA ONE ONE		专注高端专业跑鞋。
		Teva		品牌定位世界户外运动专业人士。
Puma	法兰克福证券交易所上市公司 (证券代码: PUM.DF), 成立于 1924 年, 注册地德国。	Puma		提供专业运动装备, 涉及跑步、足球、高尔夫及赛车领域。
Columbia	美国纳斯达克证券交易所上市公司 (证券代码: COLM.O), 成立于 1938 年, 注册地美国俄勒冈州。	Columbia		包括休闲户外服装、户外鞋等。
Under Armour	纽约证券交易所上市公司 (证券代码: UA.N), 成立于 1996 年, 注册地美国马里兰州。	Under Armour		定位高端和专业的运动装备。

资料来源: 公司招股说明书, 申港证券研究所

敬请参阅最后一页免责声明

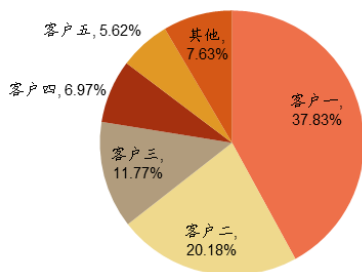
公司与前五大客户通过签订销售框架合同及销售订单的形式维持长期稳定的合作关系。公司与 Nike 旗下 Converse 品牌以及与 VF、Deckers、Columbia 等客户均合作超过 10 年以上，与 Nike 品牌从 2012 年开始合作，与 Puma 从 2013 年开始合作。2017-2020H1，由于公司生产规模效应凸显，主要原材料和能源供应充足、稳定，主要产品生产工艺成熟，生产人员技术熟练，生产成本得到有效控制，公司对前五大客户的销售额持续增长，销售收入具有稳定性及可持续性，同时主要产品的销售毛利率较为稳定。

**表7：华利集团与前五大客户销售协议签署方式、定价依据**

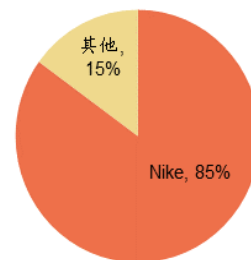
客户	合同	定价方式	定价依据
Nike	双方签署销售框架合同	通过具体订单约定销售价格，合同和订单并未明确定价依据	销售定价主要根据产品材料成本、人工成本、制造费用及合理的利润协商确定
VF	双方通过具体订单约定销售价格	接受订单时适用 VF 针对供应商规定的《主制造条款和条件》，该文件和订单并未明确定价依据	销售定价主要根据产品材料成本、人工成本、制造费用及合理的利润协商确定
Deckers	双方签署销售框架合同	销售价格协商确定并列示在具体订单中，合同和订单并未明确定价依据	销售定价主要根据产品材料成本、人工成本、制造费用及合理的利润协商确定
Puma	双方签署销售框架合同	通过具体订单约定销售价格	合同明确定价依据为根据材料和组件、人工和间接成本、制造商利润率以及双方进一步规定的工具分摊（如适用）协商确定
Columbia	双方签署销售框架合同	通过具体订单约定销售价格，合同和订单并未明确定价依据	销售定价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

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

相对于部分主要竞争对手，公司的客户结构更为均衡，经营稳定性更强。2023 年，公司来自第一大客户 Nike 的收入占比为 37.83%，而 2022 年丰泰企业来自 Nike 的收入占比超过 80%，与华利集团相比，丰泰企业的运营情况更容易受到特定客户问题的影响。华利客户结构总体呈现“一超多强”的格局，对单一客户不产生重大依赖，有利于公司分散风险、稳定收入并拓宽市场份额，增加销售机会和收入。

**图15：2023 年华利集团客户结构**


资料来源：华利集团 2022 年年报，申港证券研究所

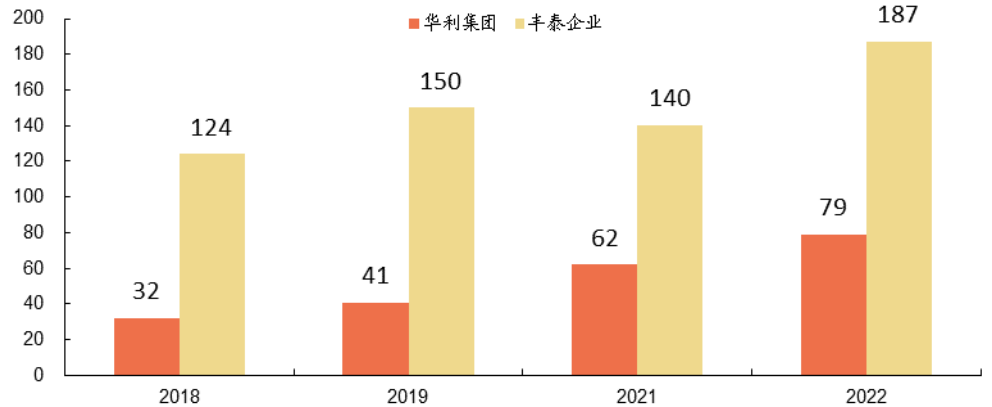
**图16：2022 年丰泰企业客户结构**


资料来源：丰泰企业 2022 年年报，申港证券研究所

Nike 向公司采购额稳步提升，公司有望通过 Nike 采购份额的提升来增加营业收入。2018-2022 年，Nike 向公司的采购额 CAGR 为 25.35%，快于丰泰企业（10.82%），也快于公司的营业收入 CAGR（13.51%）。从采购额净值方面来看，公司的采购额远低于丰泰企业，说明公司仍有较大提升空间。基于 Nike 与公司优

良好的合作历史以及公司作为优质 ODM 的各项能力得到品牌认可，公司有望通过头部品牌对公司采购份额的提升来增加公司的营业收入。

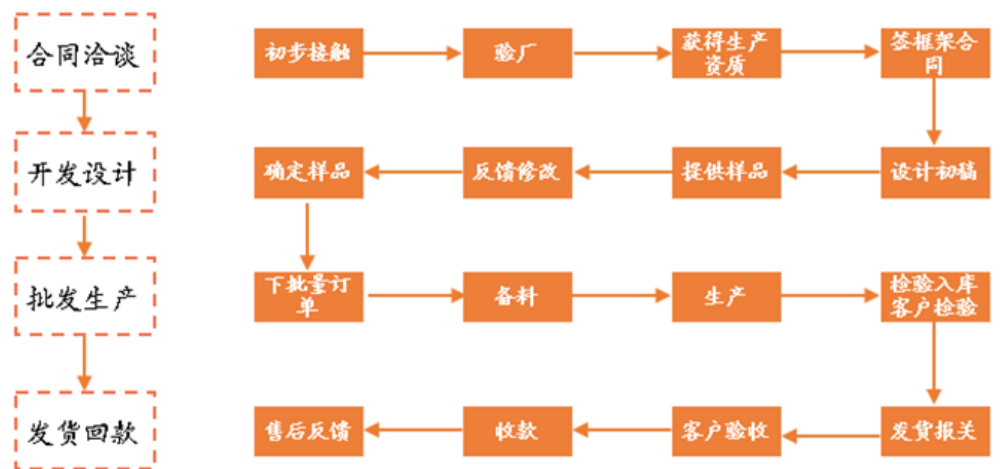
图17：近年来 Nike 公司向华利集团和丰泰企业的采购额（亿元）



资料来源：公司招股说明书，华利集团 2021-2022 年年报，丰泰企业 2019 年、2022 年年报，申港证券研究所

公司通过完整成熟的销售流程来与新客户达成实际合作。公司与潜在客户初步接触达成合作意向后，客户对公司的生产工厂资质等进行认证，在获得客户的供货资质认证通过后，公司与客户签订框架合同。公司根据客户提供的设计平面图稿或客户的设计需求进行开发设计并制成样品，客户确认样品并下达订单，公司生产产品销售给客户并按协议规定收款。

图18：公司销售流程图



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

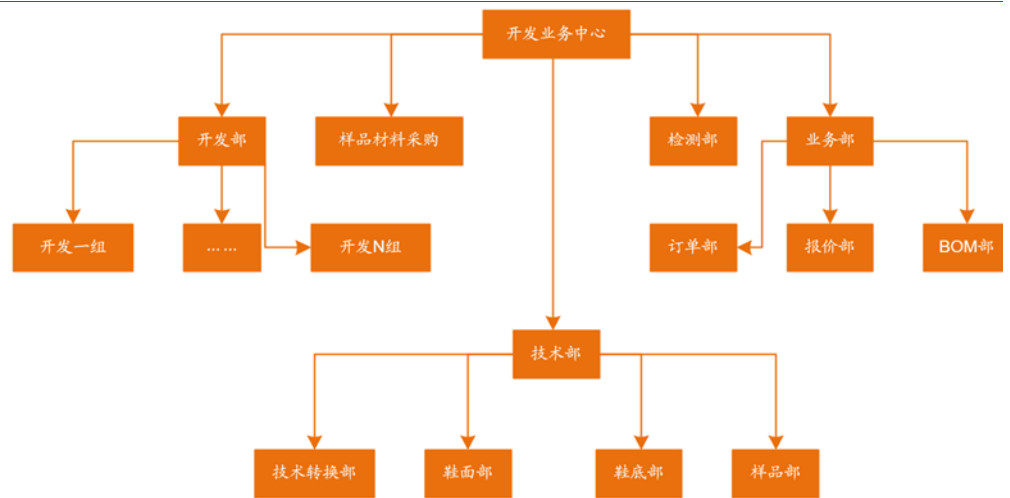
公司坚持“优质多客户模式”的客户策略，致力于成为已有客户的核心供应商，有望与国内优质品牌达成合作关系。对于老客户而言，公司有望在第一大客户 Nike 的份额进一步提升，主要是由于公司擅长的产品与 Nike 的需求相吻合，休闲鞋和慢跑鞋占 Nike 的比重很大，而这些产品是公司重点发展的领域。对于新客户而言，公司未来的订单规模大小将取决于新客户品牌的市场规模。公司目前在根据客户的订单规划积极扩张产能，在产能允许的情况下，公司将有望与优质的国产品牌合作。



### 3.2 经验丰富 研发能力行业领先

公司重视开发体系建设，已建立完整成熟开发业务创新流程。公司成立了各品牌独立的开发业务中心，开发业务中心下设开发部、业务部、检测部、技术部及样品材料采购部。开发部按各品牌的鞋型系列分别设立各开发小组；业务部按职责分为订单、报价与 BOM 部，主要负责产品订单业务的开发对接、成本核算与报价、形成生产 BOM 单等；技术部主要包括鞋底、鞋面、样品以及技术转换部，技术转换部主要负责样品的生产、生产技术的支持、生产流程工艺标准化及改进等与生产工艺相关的技术；样品材料采购主要负责材料采购工作，检测部主要负责对原材料的检验及样品的测试等。

图19：华利集团开发业务体系



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

公司在产品开发设计、生产制造过程中不断融合自动化技术。公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，凭借对鞋履行业、新材料、新工艺、新技术的深刻理解，深度参与鞋履的开发设计过程，将品牌客户的创意设计产品化，公司积极开发更高性能、更舒适、更环保的制鞋材料。公司创新和融合的自动化技术包括：开发设计技术、新材料技术、生产工艺技术、自动化生产技术。

表8：华利集团技术基本情况

技术	功能	考虑因素
开发设计技术	根据平面图纸进行产品化的开发设计以及样品制作	功能性、舒适性、时尚性
新材料技术	应用高性能、环保材料	性能、舒适性、环保性
生产工艺技术	应用 3D 打印、镭射切割、高频等先进制造技术	功能性、个性化、降耗增效
自动化生产技术	开发设计及生产自动化	提高质量、降耗增效

资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

公司多类核心生产工艺技术行业领先，产品生产降本增效，已拥有多项研发成果转化。在生产工艺技术上，公司生产鞋履采用冷粘、硫化工艺，3D 打印、数字化、镭射切割等先进制造技术在公司得到应用。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，这些技术在满足产品的多样性、功能性、个性化等方面，以及提高生产效率，降低生产成本方面具有关键作用。同时，公司核心技术主要来源于自主研发，核心技术不

存在技术纠纷。截至 2023 年 12 月 31 日，公司已获授权专利 139 项，其中发明专利 20 项。

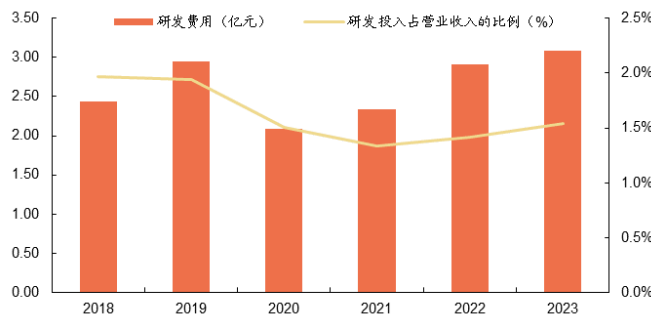
表9：2023 年公司部分研发项目

类型	主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标
鞋面技术	空气层透孔针织提花针织鞋面	采用横编织机一体编织技术，通过特定的组织结构形成透孔，保持面料的挺括性和良好的透气性	研发中	开发新型体
鞋面技术	轻薄透孔针织鞋面	通过特别编织，使鞋面更轻薄透气	研发中	开发新型体
鞋面技术	抗撕裂的针织鞋面	保持舒适度和包裹感的情况下，强化鞋面强度，提高抗撕裂性能	研发中	开发新型体

资料来源：公司 2023 年年报，申港证券研究所

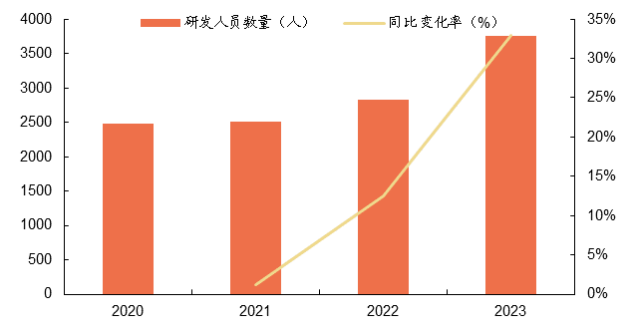
公司研发投入稳定，研发人员数量逐年递增。2018-2023 年，华利集团研发费用年复合增长率为 4.87%，研发投入及研发投入占比均有小幅上涨。2020-2023 年，公司研发人员数量上升明显，2023 年研发人员数量增长率达到 32.87%，此举有助于推动技术创新、开发新产品，并帮助公司推陈出新，保持市场领先地位。

图20：18-23 年公司研发费用（亿元）及占营收比例（%）



资料来源：同花顺 iFind, wind, 申港证券研究所

图21：20-23 年公司研发人员数量（人）及同比（%）



资料来源：21-22 年报, wind, 申港证券研究所

### 3.3 产能扩张进展顺利 于印尼建设新工厂

公司产能进展顺利，预计未来公司产能持续爬坡。公司大部分扩产项目投资进度符合预期，其中越南宏福项目、越南上杰项目、越南立川项目、越南弘欣项目、越南永弘项目已达到预定可使用状态。公司根据预期的订单情况，在越南、缅甸、印度尼西亚扩建、新建厂房及附属工程。

表10：华利集团募集资金扩产及建设项目使用情况

项目名称	项目产品达产后的年产量 (万双)	截至 2023 年报告期末投资进度 (%)	截至 2023 年底实现的效益 (万元)
越南宏福鞋履生产基地扩产项目	360	77.94%	29698.58
越南上杰鞋履生产基地扩产项目	180	26.20%	11684.58
越南立川鞋履生产基地扩产项目	320	32.79%	2531.67
越南弘欣鞋履生产基地扩产项目	98	55.76%	15042.36
越南永弘鞋履生产基地扩产项目	160	49.82%	3824.39
缅甸世川鞋履生产基地建设项目	1200	69.11%	暂无
中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目	3500	暂无	暂无

资料来源：公司招股说明书，公司 2023 年年报，申港证券研究所

为提升运动休闲鞋产能，公司将编织鞋面扩产项目变更为印尼生产基地建设项目。

由于运动休闲鞋流行趋势的变化和鞋面材质的发展，公司预计未来几年编织鞋面运动鞋需求相对稳定，公司的编织鞋面产能基本可以满足当前客户的订单需求。随着健康意识增强及运动风气盛行，运动休闲鞋需求旺盛，公司需要提升运动鞋产能来缓解产能压力，现有产能已经无法满足客户订单快速增长的需要。

考虑到缅甸政局变动、国际经济形势、资金支付便利和募集资金使用效率等问题，公司调减部分募集资金，投入印度尼西亚鞋履生产基地（二期）建设项目。由于缅甸政局变动，缅甸世川项目投资进展缓慢，并且目前缅甸币对美元及人民币汇率波动较大，缅甸政府采取比较严格的外汇管制措施，造成缅甸世川项目募集资金闲置。由于信息系统升级项目实施周期比较长，考虑到资金支付便利和募集资金使用效率，公司计划用境外自有资金继续投入信息系统升级项目。同时，公司的产能已趋于饱和，为满足客户未来订单快速增长的需要，公司将在印尼建厂来持续提升运动休闲鞋生产产能。

表11：华利集团募集资金变更项目情况

变更后的项目	对应的原承诺项目	变更后项目拟投入募集资金总额 (万元)	截至 2023 年半年报期末实际累计投入金额 (万元)	截至 2023 年半年报期末投资进度 (%)
印度尼西亚鞋履生产基地（一期）建设项目	中山腾星年产 3500 万双编织鞋面扩产项目	87,603.45	36071	41.18%
印度尼西亚鞋履生产基地（二期）建设项目	缅甸世川鞋履生产基地建设项目、华利股份运营信息系统升级项目	76,086.39	暂无	暂无

资料来源：公司 2023 年年报，申港证券研究所

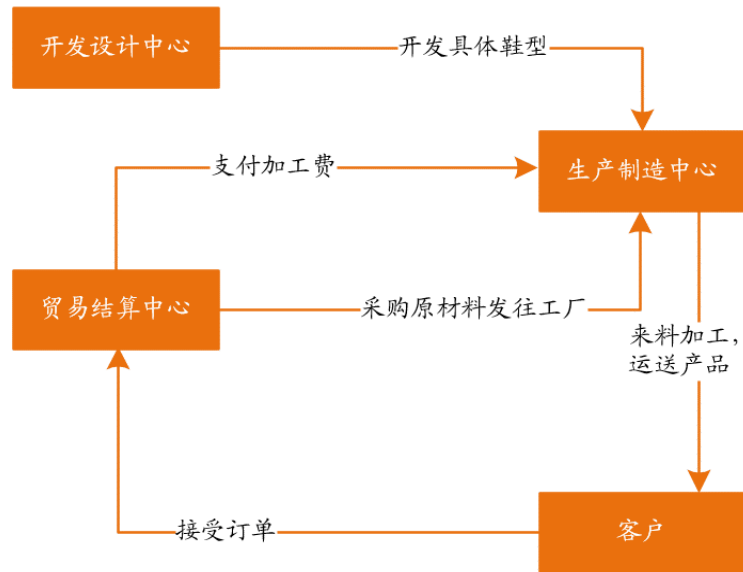
**印尼工厂地理位置优越，能为公司带来较大产能提升。**印尼制鞋业快速发展，根据葡萄牙制鞋业协会资料显示，2019 年，印尼位于全球鞋履产量的第 4 名，仅次于中国、印度、越南。印尼自然资源丰富，劳动力资源丰富，劳动力成本低，经济增长平稳，通过在印尼新建工厂，可以为公司进一步扩大产能，并且分散生产基地集中的风险。印尼两期工厂预计产能合计 5000-6000 万双/年，2024 年上半年，公司预计越南的两家新建工厂（一家成品鞋工厂和一家鞋面、鞋底等半成品工厂）、印度尼西亚一家新建工厂（成品鞋工厂）将逐步投产。

### 3.4 规模化与自动化生产+合理运用区位优势降低生产成本

公司采用品牌运营与生产制造相分离的模式，专注于专业鞋履制造。公司在品牌运营与生产制造相分离的模式下，受品牌方委托，根据品牌方要求设计开发产品并提出专业建议，形成产品方案并完成具体订单，品牌运营商则着力于品牌价值的塑造、营销及产品的设计，从而提高消费者对品牌的认同度和忠诚度。品牌商和制造商专业分工，从而推动生产的专业化和规模化。

**生产的规模化和专业化有助于公司降低成本费用。**公司是全球最大的运动鞋履制造商之一，公司原材料采购金额大且稳定，大规模采购可以有效降低原材料采购成本；规模化生产降低单位制造费用，规模化生产也加强了专业化分工，有效提升了生产效率，降低了单位产品的人工成本；公司规模化经营降低了单位产品的管理费用和销售费用。

图22：华利集团生产运营模式



资料来源：公司招股说明书，申港证券研究所

公司拥有较为先进的开发设计设备与自动化生产设备，助推开发生产效率优化，从而降低生产成本。比如：①作为运动鞋履制造行业少数能自产编织鞋面的企业之一，公司全部使用电脑编织一体成型鞋面生产设备，使企业鞋面生产效率大幅提升、成本大幅降低；②使用自动卧式橡胶大底射出机，以自动射出成型方式逐步取代传统人工热压生产橡胶大底，目前公司超过 60%的成型设备都是该类自动化设备，生产效率快速提高，用工数量大幅降低；③使用行业先进的机械手臂上胶系统，利用计算机编程控制机械手臂运动轨迹，可进行精准涂布鞋面胶水，有效提升制鞋质量及减少用工量。

公司持续推进自动化，在各量产工厂大力推进技术改造。2022 年，“电脑车接鞋舌工艺”“自动翻折创新型夹板”等工艺技术升级并推广，新开发的电脑针车车装饰带技术、整个鞋面多层部件复合定位电脑车技术、自动电烙铁定位器等技术开始在各量产工厂实施。这些举措提升了产品品质的稳定性，同时提升生产效率，进而减少生产成本。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 核心假设

我们对华利集团几个品类做出如下假设：

- ◆ **休闲运动类**：23 年下滑，预期 24 年回升，参考公司 21-22 年该品类增速情况，假设 24-26 年收入增速分别为 20%/17%/14%，毛利率分别为 26.17%/26.27%/26.37%。
- ◆ **户外鞋品**：考率历史增速情况及行业整体情况，假设 24-26 年收入增速分别为 15%/11%/7%，毛利率分别为 18.78%/18.88%/18.98%。
- ◆ **拖鞋**：考虑到 22-23 年增速下滑，假设 24-26 年收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 20%/18%/20%。

**表12: 华利集团盈利预测业务拆分**

		2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
整体营收	营业收入 (百万元)	13,931	17,470	20,569	20,114	23,926	27,780	31,454
	同比		25.40%	17.74%	-2.21%	18.95%	16.11%	13.22%
	营业成本 (百万元)	10,474	12,712	15,250	14,967	17,830	20,684	23,354
	同比		21.37%	19.97%	-1.86%	19.13%	16.01%	12.91%
	毛利率	24.82%	27.23%	25.86%	25.59%	25.48%	25.54%	25.75%
	同期增减		2.42%	-1.38%	-0.27%	-0.11%	0.06%	0.21%
护肤类	营业收入 (百万元)	11,284	14,211	18,479	17,807	21,369	25,001	28,502
	同比		25.94%	30.03%	-3.64%	20%	17%	14%
	营业成本 (百万元)	8,309	10,107	13,541	13,165	15,777	18,434	20,986
	同比		21.64%	33.98%	-2.78%	19.84%	16.84%	13.85%
	毛利率	26.37%	28.88%	26.72%	26.07%	26.17%	26.27%	26.37%
	同期增减		2.51%	-2.16%	-0.65%	0.10%	0.10%	0.10%
美容类	营业收入 (百万元)	1,492	1,583	1,038	1,354	1,557	1,728	1,849
	同比		6.15%	-34.45%	30.45%	15%	11%	7%
	营业成本 (百万元)	1,220	1,288	867	1,101	1,265	1,402	1,498
	同比		5.55%	-32.70%	27.01%	14.86%	10.86%	6.87%
	毛利率	18.19%	18.66%	16.48%	18.68%	18.78%	18.88%	18.98%
	同期增减		0.47%	-2.18%	2.20%	0%	0%	0%
洁肤类	营业收入 (百万元)	1,117	1,637	1,008	917	963	1,011	1,061
	同比		46.60%	-38.45%	-9.01%	5%	5%	5%
	营业成本 (百万元)	930	1,301	820	695	770	829	849
	同比		39.83%	-36.95%	-15.27%	10.80%	7.62%	2.44%
	毛利率	16.67%	20.52%	18.59%	24.19%	20.00%	18.00%	20.00%
	同期增减		3.84%	-1.93%	5.60%	-4.19%	-2.00%	2.00%
其他	营业收入 (百万元)	39	38	45	36	37	39	41
	同比		-2.73%	18.22%	-20.11%	5%	5%	5%
	营业成本 (百万元)	14	15	22	6	19	20	21
	同比		8.88%	41.88%	-71.99%	205.34%	5.00%	5.00%
	毛利率	63.49%	59.14%	50.96%	82.81%	50%	50%	50%
	同期增减		-4.36%	-8.18%	31.84%	-33%	0%	0%

资料来源: wind, 申港证券研究所

## 4.2 盈利预测

我们预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 239.26/277.8/314.54 亿元, 同比增长 18.95%/16.11%/13.22%; 2024-2026 年公司归母净利润分别为 38.68/44.85/51.08 亿元, 同比增长 20.85%/15.96%/13.9%; 当前市值对应 2024-2026 年 PE 分别为 20.63X/17.79/15.62X。

## 4.3 估值

选取同行业的裕元集团、申洲国际、健盛集团作为可比公司。采用 Wind 一致预期, 可比公司 2024 年 PE 均值为 13.73 倍, 最高值为 20.8 倍, 最低值为 8.65 倍。考虑到华利集团是 A 股, 且为该行业龙头企业, 仍有较大成长空间, 我们给予 2024 年华利集团 PE 为 25 倍, 目标价格 82.85 元。首次覆盖, 给予“买入”评级。

**表13: 华利集团可比公司估值表 (截至 2024.6.17 收盘数据)**

证券代码	公司简称	当前股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
0551.HK	裕元集团	14.52	213.22	1.53	1.75	1.96	8.65	7.56	6.73
2313.HK	申洲国际	84.40	1155.64	3.70	4.29	4.87	20.80	17.94	15.79
603558.SH	健盛集团	10.24	37.79	0.87	1.01	1.16	11.74	10.11	8.81
	平均值		468.89	2.03	2.35	2.66	13.73	11.87	10.44



## 5. 风险提示

**国际贸易风险:** 公司开展全球化国际贸易, 涉及多个国家和地区, 主要原材料的采购、产品的交付均通过国际贸易进行。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重要影响。

**跨国经营风险:** 公司采用跨国经营的经营模式, 跨国经营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策的影响较大, 政治局势、贸易壁垒、经济危机, 甚至突发性事件等都会影响到公司的发展, 进而影响公司的产能扩张计划和盈利水平。

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

**客户集中风险:** 公司主要客户为 Nike、VF、Deckers、Puma、Under Armour 等全球知名企业, 客户相对集中。如果未来公司主要客户生产经营出现重大不利变化, 或者公司产品无法有效满足上述客户的需求, 则将对公司业务发展产生重大不利影响。

**盈利预测中假设偏离真实情况的风险。** 我们主要基于营收增速及毛利率变化的假设, 对公司未来业绩预测。若实际经营情况不及假设条件, 则盈利预测结果将与真实情况出现偏差。对于 2024 年业绩, 我们用占比最大的休闲运动类产品举例,

- ◆ 若休闲运动类营收同比增速较假设下降 1pct, 则归母净利润下降 0.3 亿元 (0.77pct)。
- ◆ 若护肤类毛利率较假设下降 1pct, 则归母净利润下降 1.69 亿元 (4.38pct)。

表14: 公司盈利预测表

利润表						资产负债表					
单位:百万元						单位:百万元					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20569	20114	23926	27780	31454	流动资产合计	11504	13118	15536	18972	22813
营业成本	15250	14967	17830	20684	23354	货币资金	3620	3879	5158	7189	9826
营业税金及附加	3	5	6	6	7	应收账款	3115	3765	4478	5200	5887
营业费用	77	70	96	111	126	其他应收款	50	18	21	24	28
管理费用	772	689	957	1111	1258	预付款项	59	65	77	90	101
研发费用	291	309	383	472	566	存货	2464	2741	3266	3788	4277
财务费用	-65	-89	-72	-83	-94	其他流动资产	202	308	366	425	482
资产减值损失	-227	-150	-120	-139	-157	非流动资产合计	5606	6329	6305	6108	5912
公允价值变动收益	24	-6	-6	-6	-6	长期股权投资	0	0	170	170	170
投资净收益	68	52	48	56	63	固定资产	3655	3814	3766	3693	3600
营业利润	4105	4056	4895	5675	6460	无形资产	437	557	522	489	459
营业外收入	3	3	3	3	3	商誉	0	128	128	128	128
营业外支出	17	23	20	21	21	其他非流动资产	322	243	289	336	380
利润总额	4090	4036	4878	5656	6442	资产总计	17110	19447	21840	25080	28725
所得税	862	836	1010	1171	1334	流动负债合计	3743	4169	4059	4776	5548
净利润	3228	3200	3868	4485	5108	短期借款	683	733	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	0	应付账款	1490	1793	2106	2444	2759
归属母公司净利润	3228	3200	3868	4485	5108	预收款项	0	0	0	0	0
EBITDA	5016	5155	5046	5818	6593	一年内到期的非流动负债	50	58	50	50	50
EPS (元)	2.77	2.74	3.31	3.84	4.38	非流动负债合计	172	162	151	151	151
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0
						应付债券	0	0	0	0	0
成长能力						负债合计	3915	4331	4210	4927	5699
营业收入增长	17.74%	-2.21%	18.95%	16.11%	13.22%	少数股东权益	0	7	7	7	7
营业利润增长	10.89%	-1.19%	20.69%	15.93%	13.84%	实收资本(或股本)	1167	1167	1167	1167	1167
归属于母公司净利润增长	16.63%	-0.86%	20.85%	15.96%	13.90%	资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
获利能力						未分配利润	6341	7994	9993	12310	14949
毛利率(%)	25.86%	25.59%	25.59%	25.48%	25.54%	归属母公司股东权益合计	13195	15109	17624	20146	23019
净利率(%)	15.69%	15.91%	16.16%	16.14%	16.24%	负债和所有者权益	17110	19447	21840	25080	28725
总资产净利润(%)	18.87%	16.46%	17.71%	17.88%	17.78%	现金流量表					
						单位:百万元					
ROE(%)	24.46%	21.18%	21.95%	22.26%	22.19%	经营活动现金流	3503	3694	3193	3854	4565
偿债能力						净利润	3228	3200	3868	4485	5108
资产负债率(%)	23%	22%	19%	20%	20%	折旧摊销	564	662	223	226	227
流动比率	3.07	3.15	3.83	3.97	4.11	财务费用	-65	-89	-72	-83	-94
速动比率	2.42	2.49	3.02	3.18	3.34	应付账款减少	-627	-650	-714	-721	-688
营运能力						预收账款增加	0	0	0	0	0
总资产周转率	1.24	1.10	1.16	1.18	1.17	投资活动现金流	-2025	-1821	118	55	213
应收账款周转率	7	6	6	6	6	公允价值变动收益	24	-6	-6	-6	-6
应付账款周转率	12.45	12.26	12.27	12.21	12.09	长期股权投资减少	0	0	-170	0	0
每股指标(元)						投资收益	68	52	48	56	63
每股收益(最新摊薄)	2.77	2.74	3.31	3.84	4.38	筹资活动现金流	-2723	-1963	-2033	-1879	-2141
每股净现金流(最新摊薄)	-1.07	-0.08	1.10	1.74	2.26	应付债券增加	0	0	0	0	0
每股净资产(最新摊薄)	11.31	12.95	15.10	17.26	19.72	长期借款增加	0	0	0	0	0
估值比率						普通股增加	0	0	0	0	0
P/E	24.69	24.96	20.63	17.79	15.62	资本公积增加	0	0	0	0	0
P/B	6.05	5.28	4.53	3.96	3.47	现金净增加额	-1245	-89	1279	2030	2637
EV/EBITDA	15.33	14.88	14.80	12.49	10.62						

资料来源: wind, 申港证券研究所

## 分析师介绍

孔天祎，上海财经大学学士，美国东北大学硕士，曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验，善于挖掘消费行业投资机会，2021年加入申港证券，现任轻纺美妆行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 投资评级说明

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上