

华利集团 (300979)

专题研究：解析高盈利背后的竞争力

买入 (维持)

2024年07月26日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	20569	20114	24125	28542	32926
同比 (%)	17.74	(2.21)	19.94	18.31	15.36
归母净利润 (百万元)	3228	3200	3919	4672	5456
同比 (%)	16.63	(0.86)	22.45	19.22	16.78
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.77	2.74	3.36	4.00	4.67
P/E (现价&最新摊薄)	20.96	21.14	17.27	14.48	12.40

股价走势



投资要点

- **自上而下, 看好 2024 年华利集团订单持续修复。**随下游客户去库拐点逐步出现, 23Q4 纺织制造板块营收同比顺利转正, 24 年以来延续修复趋势、我们继续看好纺织企业订单转暖趋势在年内延续。华利集团作为运动鞋代工龙头, 客户资源优质、客户结构集中、合作粘性较高, 有望直接受益于下游客户去库结束后的订单恢复。23Q1/Q2/Q3/Q4 华利集团营收分别同比-11.23%/-3.87%/-6.92%/+11.74%, Q4 如期恢复至双位数增长水平; 24Q1 营收同比+30.15%, 复苏趋势较为明确。
- **自下而上, 波动环境下华利集团保持稳定高盈利。**自下而上看, 过去几年在波动的外部环境下, 华利集团展现了突出的稳定高盈利财务特点, 17-23 年华利集团净利润率均值 13.8%、较同行 (裕元/丰泰/钰齐/志强) 均值 6.9% 高出 6.9 个百分点, 且在此期间华利集团净利润率水平保持稳中有升趋势, 其他同行利润率则受订单波动等因素影响变动较大。我们认为其背后反映了公司几大核心竞争力 (成本优势、管理优势、客户优势), 这也成为我们当前继续重点推荐华利集团的主要理由。
- **拆解盈利: 毛利率、期间费用率、净利润率均明显优于同行。**通过详细拆解盈利指标及同行对比, 可知华利集团在毛利率、费用率和净利润率指标上均明显优于同行: **1) 毛利率:** 17-23 年华利集团毛利率均值 24.9%, 高出同行 (裕元、丰泰、钰齐、志强) 均值 2.8pct; **2) 期间费用率:** 17-23 年华利集团销售/管理/财务费用率均值分别为 0.98%/5.96%/0.09%, 分别较同行均值低 4.23/1.40/0.34pct, 三项期间费用率指标均低于同行; **3) 所得税率:** 在同行中位于中等水平, 相对稳定, 非盈利优势来源。**4) 净利润率:** 17-23 年华利集团净利润率均值 13.8%、较同行均值 6.9% 高 6.9pct。
- **成本、管理、客户三大优势驱动高盈利。**通过详细对比细分盈利指标, 我们总结华利集团高盈利主要来自以下三大优势: **1) 成本优势:** 产品结构+工厂布局带来天然成本优势, 同时成本结构中可变成本占比较高、使得成本控制更加灵活、毛利率稳定性较高; 成本优势进一步带来客户报价优势、有效节省销售费用。**2) 管理优势:** 公司创始人团队持股高度集中、从业经验丰富, 严格动态管理费用+持续研发投入提升生产效率, 公司管理费用率持续优化、低于同行; **3) 客户优势:** 华利集团采取巩固老客户、拓展新客户的策略, 新客户合作放量有效平滑老客户去库周期下的订单压力、从而使得盈利水平相对稳定, 与此同时新老客户订单扩张下公司持续释放新产能、对提升整体生产效率、降本控费亦有较大帮助。
- **盈利预测与投资建议:** 自上而下看, 23 年底以来海外品牌去库结束后订单恢复带动上游基本面改善, 24Q1 纺织制造板块营收、净利润均恢复正增长, 当前海外品牌仍处于补库周期中, 欧美消费呈现弱改善趋势, 我们预计上游订单修复趋势在 24 年内有望延续。自下而上看, 过去几年在波动的外部环境下华利集团盈利水平逆势提升, 体现公司成本、管理和客户三大核心优势, 这对于纺织制造公司而言铸就了较高的竞争壁垒, 我们认为将继续支撑公司的中长期投资价值。预计 24-26 年公司归母净利润分别同比+22.5%/+19.2%/+16.8%, 对应 PE 分别为 17/14/12X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 海外经济低迷, 客户流失风险等。

市场数据

收盘价(元)	57.98
一年最低/最高价	45.33/73.30
市净率(倍)	4.29
流通 A 股市值(百万元)	67,662.22
总市值(百万元)	67,662.66

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.51
资产负债率(% ,LF)	20.39
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	1,166.99

相关研究

- 《华利集团(300979): 2024 年一季度报点评: 新老客户发力+内部强化管理, 业绩大超预期》
2024-04-26
- 《华利集团(300979): 23 年三季度报点评: Q3 销量降幅收窄, 净利率稳中有升》
2023-10-28

内容目录

1. 自上而下，看好 2024 年华利集团订单持续修复	4
2. 自下而上，波动环境下华利集团保持稳定高盈利	5
3. 拆解盈利：成本、管理、客户三大优势驱动高盈利	6
3.1. 总体情况：华利集团毛利率、净利率均显著领先同行	6
3.2. 毛利率：在同行中较高，2020 年以来领先性放大	7
3.2.1. 毛利率领先性：产品结构+工厂布局，生产成本低于同行	8
3.2.2. 毛利率稳定性：可变成本占比较高，提升毛利率稳定性	10
3.3. 费用率：各费用率指标低于同行	11
3.3.1. 销售费用：成本优势带来报价优势，节约销售费用	11
3.3.2. 管理费用：管理优势+客户优势，管理费用率持续优化	12
3.4. 所得税率：当前已相对稳定，非盈利优势来源	13
4. 盈利预测与投资建议	16
4.1. 盈利预测	16
4.2. 投资建议	17
5. 风险提示	18
附：华利集团盈利来源及产业链地位	18
附.1. 代工环节附加值在产业链中较低	18
附.2. 华利集团净利润率在产业链中领先	20

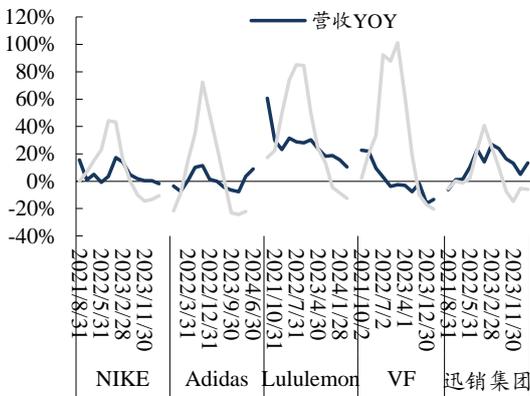
图表目录

图 1:	Nike、Adidas 等品牌最新季度库存同比见底回升	4
图 2:	A 股纺织制造板块 23Q4 以来营收同比增速转正	4
图 3:	华利集团 23Q4 以来营收同比增速恢复至双位数增长	4
图 4:	华利集团销售净利润率领先行业，且波动环境下屡创新高	5
图 5:	公司竞争优势对各项盈利指标的影响机制示意图	6
图 6:	华利集团毛利率领先同行，2020 年以来领先性扩大	8
图 7:	华利集团早年与 Converse、UGG、Vans 合作，鞋款以休闲鞋为主	8
图 8:	各代工企业收入按品牌拆分情况，华利前五大客户中休闲鞋品牌占比相对较高	9
图 9:	华利集团单双出货价低于同行	9
图 10:	华利集团人均生产双数高于同行	9
图 11:	越南最低月工资低于中国、印尼、柬埔寨	10
图 12:	越南北部工资整体略低于南部	10
图 13:	华利集团成本构成中可变成本占比高于同行	10
图 14:	2020、2023 年上游制造企业收入普遍下滑	10
图 15:	华利集团期间费用率低于同行	11
图 16:	华利集团销售费用率低于同行	11
图 17:	2023 年华利集团管理费用率低于同行	12
图 18:	公司根据产出情况动态控费	12
图 19:	2021-2023 年华利集团研发费用率逐年提升	13
图 20:	华利集团 2023 年研发创新绩效提升案例	13
图 21:	2023 年华利集团新客户收入大幅提升	13
图 22:	与同行相比，华利集团保持较快扩产速度	13
图 23:	华利集团所得税率相对稳定、波动较小	14
图 24:	华利集团及同行海外设厂发展历程	15
图 25:	2005-2022 年丰泰企业所得税率上升明显	15
图 26:	2011-2023 年丰泰企业净利润率整体呈上升趋势	16
图 27:	当前纺织制造板块 PE 位于 2010 年以来的 10%分位以下	17
图 28:	华利集团经营模式和流程	18
图 29:	运动鞋代工企业在产业链中附加值相对较低	19
图 30:	上游制造企业毛利率明显低于下游品牌	20
图 31:	上游制造企业销售及管理费用率低于下游品牌	20
图 32:	2010-2023 年品牌与代工龙头销售净利率对比	20
表 1:	主要鞋履制造商 2023 年基本情况对比	7
表 2:	核心高管分工情况	12
表 3:	越南、印尼、柬埔寨税收优惠政策	14
表 4:	2024-2026 年华利集团营收及毛利率预测	16
表 5:	华利集团及可比公司估值对比	17

1. 自上而下，看好 2024 年华利集团订单持续修复

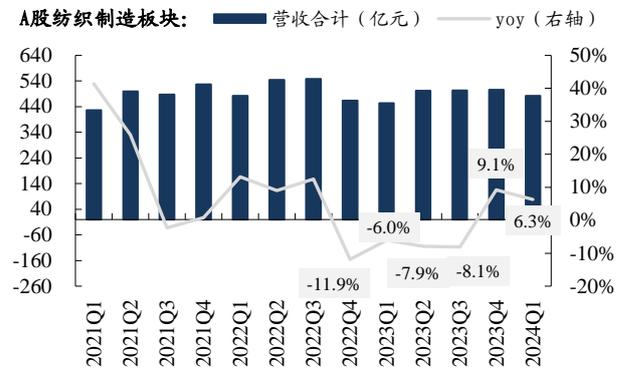
我们看好纺织制造企业订单转暖趋势在 2024 年内持续演绎。2021-2022Q3 受益于全球供需恢复节奏差异、海外订单转移、下游加大备货等因素，中国纺织制造企业出口订单持续旺盛。2022Q4 起海外品牌库存高企，开启去库周期，纺织企业订单回落。我们在 2024 年 1 月 2 日外发的年度策略报告《制造订单恢复确定性较强，品牌结构性机会持续》中，通过复盘国际品牌历次去库周期、以及结合当前国际品牌的去库历程，判断从 2023Q4 起海外品牌有望陆续完成去库、上游订单回暖确定性较强。23Q4 纺织制造板块营收同比已顺利转正、24 年以来延续修复趋势，前述判断逐步兑现，我们继续看好纺织企业订单转暖趋势在年内的延续。

图1: Nike、Adidas 等品牌最新季度库存同比见底回升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

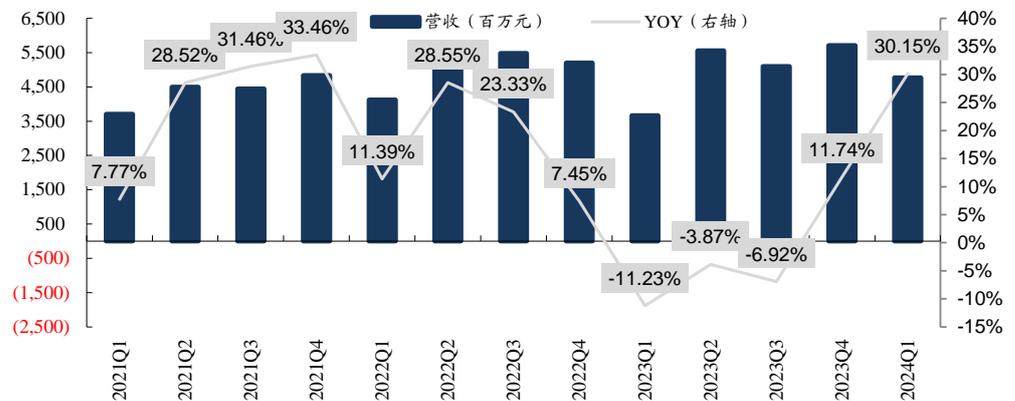
图2: A 股纺织制造板块 23Q4 以来营收同比增速转正



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华利集团有望直接受益于下游客户去库结束后的订单恢复。华利集团作为运动鞋代工龙头，客户资源优质、客户结构集中（2023 年前五大客户收入占比 82%、第一大客户收入占比 38%）、合作粘性较高，有望直接受益于下游客户去库结束订单恢复。23Q1/Q2/Q3/Q4 华利集团营收分别同比-11.23%/-3.87%/-6.92%/+11.74%，Q4 如期恢复至双位数增长水平；24Q1 营收同比+30.15%、公司预计 24H1 营收同比+20~30%，复苏趋势较为明确。

图3: 华利集团 23Q4 以来营收同比增速恢复至双位数增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

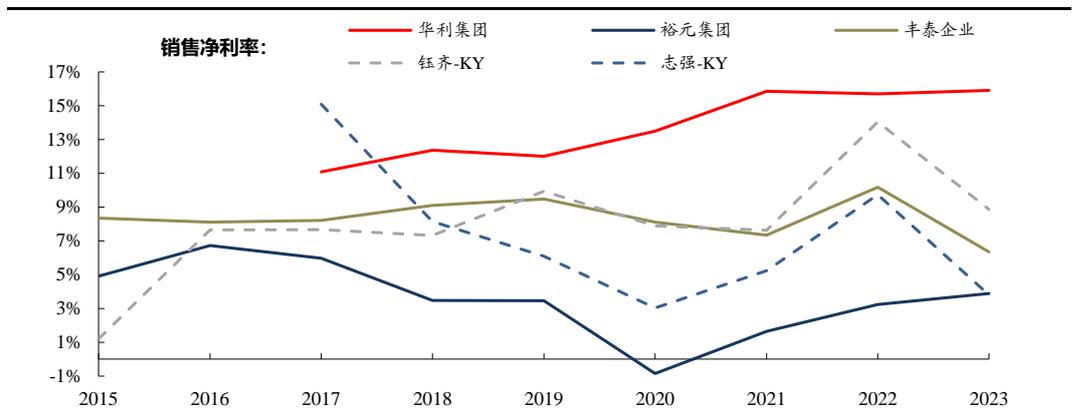
2. 自下而上，波动环境下华利集团保持稳定高盈利

除自上而下的订单恢复的板块性逻辑外，自下而上看，过去几年在波动的外部环境下，华利集团展现了突出的稳定高盈利财务特点，我们认为其背后反映了公司几大核心竞争力（成本优势、管理优势、客户优势），这也成为我们当前继续重点推荐华利集团的主要理由。

2017年以来华利集团净利润率水平屡创新高、且持续领先于同行。17-23年华利集团净利润率均值13.8%、较同行（裕元/丰泰/钰齐/志强）均值6.9%高出6.9个百分点，且在此期间华利集团净利润率水平保持稳中有升趋势，其他同行利润率则受订单波动等因素影响变动较大。

2023年华利集团销售净利润率逆势提升。2023年运动鞋代工行业整体面临订单的冲高回落，多数公司净利润率因产能利用率下滑有所下降，如丰泰/钰齐/志强销售净利润率分别同比下降3.83/5.18/5.93pct至6.35%/8.86%/3.80%，而华利集团净利润率逆势提升、同比+0.2pct至15.9%（裕元集团23年净利润率同比改善主因高毛利零售业务收入占比提升带动整体毛利率提升）。

图4：华利集团销售净利润率领先行业，且波动环境下屡创新高



数据来源：Wind，东吴证券研究所

为何华利集团在波动环境下保持领先同行的稳定高盈利？ 本文将从华利集团各项盈利指标出发进行详细拆解及同行对比，解析公司高盈利缘由及可持续性。主要结论为公司具有以下优势：

1) 成本优势：①产品结构+工厂布局带来的天然低成本优势：公司与客户建立了长期深度合作关系，订单结构优质，工厂运营高效，同时厂区集中布局越南北部和印尼，成本具有较强的优势。**②可变成本占比高于同行，提升毛利率稳定性：**高人效带来的成本结构特点（可变成本占比高于同行），使得公司成本调节灵活度较高、从而在行业订单波动情况下华利集团毛利率较同行相对稳定。

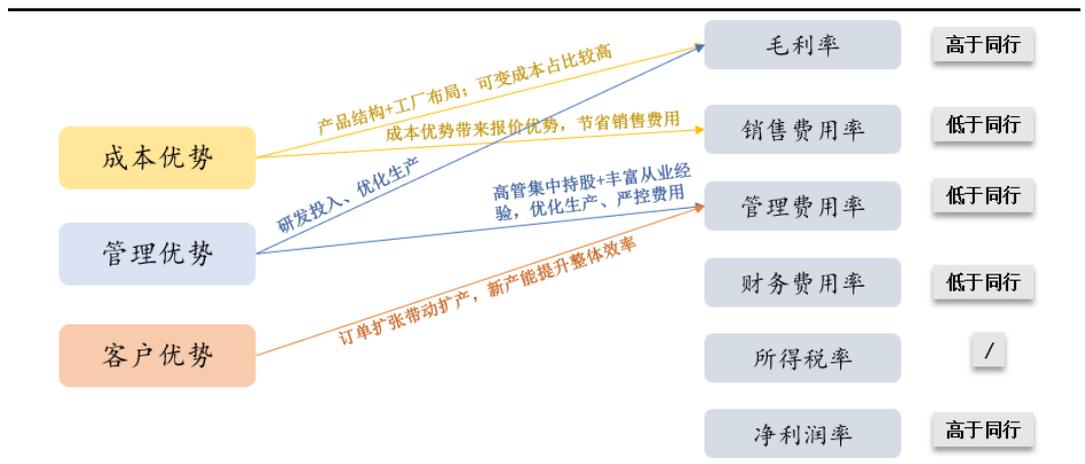
2) 管理优势：①管理团队高度持股+管理经验丰富，不断优化费用：公司创始人团

队持股高度集中、从业经验丰富，严格动态管控费用，公司费用率持续优化、低于同行。

②持续研发投入，提升生产效率、有效降本控费：管理团队重视研发创新，结合自动化程度较高的新产能投入，生产效率持续提升，促进成本和费用优化。

3) 客户优势：华利集团采取巩固老客户、拓展新客户的策略，新客户合作放量有效平滑老客户去库周期下的订单压力、从而减小盈利水平的波动性；与此同时新老客户合作订单扩张下公司持续释放新产能，对提升整体生产效率、提升毛利率、降低费用率亦有较大帮助。

图5：公司竞争优势对各项盈利指标的影响机制示意图



数据来源：东吴证券研究所绘制

3. 拆解盈利：成本、管理、客户三大优势驱动高盈利

3.1. 总体情况：华利集团毛利率、净利率均显著领先同行

与同行相比，华利集团毛利率、净利率（销售净利率，下同）均明显领先。我们选取国内几家头部运动鞋代工企业，从销售规模、合作客户、工厂分布、盈利指标四个维度进行初步简单对比。

- 1) 从销售规模看，华利集团年销量在国内鞋代工行业中排名第二（2023 年销量 1.9 亿双）、仅次于裕元集团（2.18 亿双），营收规模排名第三（2023 年营收 201 亿元）、仅次于裕元集团（制造业务 357 亿元）和丰泰企业（206 亿元）。
- 2) 从合作客户看，华利、裕元、丰泰、志强客户多为全球运动品牌龙头，其中华利前五大客户中还包含如 Converse、Vans、UGG 的休闲鞋品牌。钰齐客户主要为户外品牌。从不同鞋款的制作工艺复杂程度来看，大致排序为户外鞋 > 运动鞋 > 休闲鞋。
- 3) 从工厂分布看，几大头部代工企业均在越南有产能布局，其中华利集团产能布局相对集中，主要分布在越南北部和印尼。裕元、丰泰产能布局范围较广，裕

元在中国、越南南部、印尼、柬埔寨、孟加拉、缅甸均有设厂，丰泰主要布局越南南部、印度、印尼、中国。

- 4) **从盈利指标看**，华利集团毛利率和净利率指标均明显领先于同行，2023 年华利集团毛利率/净利率分别为 25.6%/15.9%，分别高出同行（裕元、丰泰、钰齐、志强）均值 9.5/11.3pct。

表1: 主要鞋履制造商 2023 年基本情况对比

公司名称	成立年份	首次海外设厂	营收(亿元)	销量(亿双)	毛利率	销售净利率	主要合作品牌	工厂分布
裕元集团	1969	1992 印尼	356.53	2.18	24.4%	3.9%	Nike、Adidas、Asics、Converse、New Balance、Puma、Reebok、Salomon、Timberland	越南南部、印尼、中国、柬埔寨、孟加拉、缅甸等
丰泰企业	1971	1995 印尼	206.44	1.12	20.7%	6.4%	Nike、Bauer、Salomon、Dr. Martens、PELTON、Columbia	越南南部、印度、印尼、中国等
华利集团	1990	2005 越南	201.14	1.90	25.6%	15.9%	Nike、Converse、Vans、Puma、Columbia、UGG、Under Armour	越南北部、印尼
钰齐国际	1995	2013 柬埔寨	40.66	0.21	18.9%	8.9%	Altra、berghaus、Columbia、On、Cuater Decathlon、Hoka、Inov-8、La sportiva、Merrell、The North Face、Timberland、Meindl、Vans	中国、越南南部、柬埔寨
志强国际	1992	2000 越南	34.20	0.30	16.7%	3.8%	Nike、Adidas、Puma、UA、Decathlon	越南南部、柬埔寨

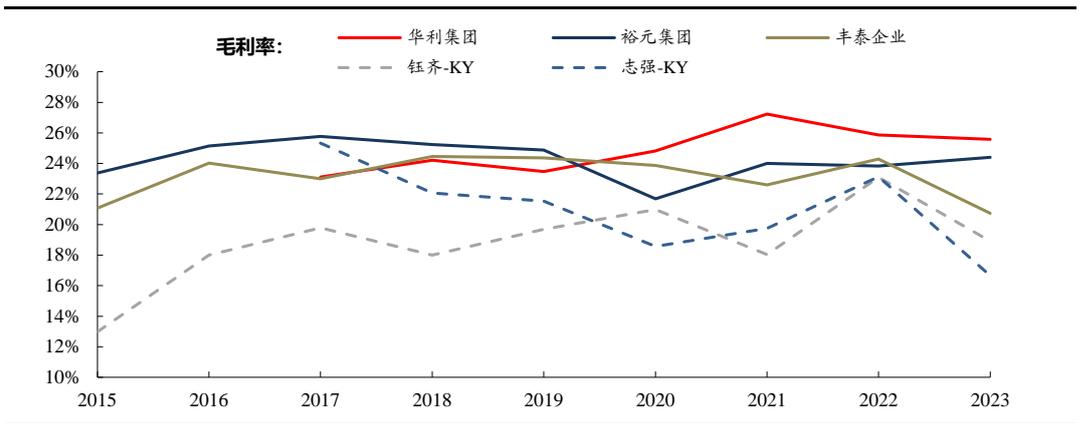
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（注：裕元集团营收、毛利率为鞋类制造业务口径；丰泰、钰齐、志强营收采用新台币汇率 0.24 换算为人民币）

3.2. 毛利率：在同行中较高，2020 年以来领先性放大

华利集团毛利率在同行中较高，2020 年以来领先性放大。2017-2023 年华利集团/裕元集团/丰泰企业/钰齐/志强毛利率平均水平分别为 24.9%/24.3%/23.3%/19.8%/21.0%，华利集团毛利率平均水平领先同行均值 2.8pct。从时间上看，2017-2019 年期间华利集团毛利率在同行中处于较高水平，2020 年以来领先性明显放大。

我们认为华利集团毛利率的领先性可以分阶段解读：1) 17-19 年期间华利集团毛利率在同行中较高主因一方面订单结构优质、自动化程度较高，另一方面其工厂布局的后发优势，华利工厂主要分布于越南北部、同行主要分布在越南南部，越北距中国大陆更近故运输成本较低、工人工资也低于越南南部。2) 2020 年以来领先性放大主因同行毛利率受订单影响波动下降，而华利在波动环境下，伴随规模效应扩大，保持稳定提升趋势。

图6：华利集团毛利率领先同行，2020年以来领先性扩大

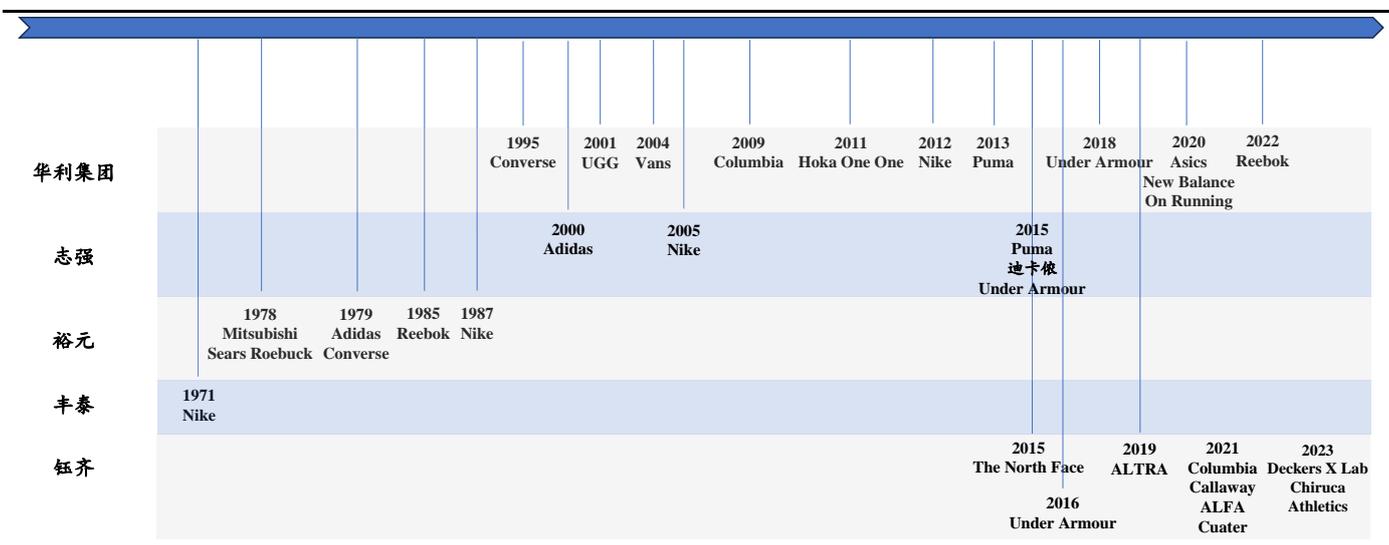


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.1. 毛利率领先性：产品结构+工厂布局，生产成本低于同行

华利集团早期合作客户以休闲鞋品牌为主，整体生产工艺较同行自动化程度更高。华利集团早期合作客户为以硫化帆布鞋为主的品牌 Converse、运动凉鞋品牌 Teva、硫化帆布鞋品牌 Vans，后陆续与户外品牌 Columbia、运动鞋品牌 HOKA、Nike、Puma 等合作。丰泰、裕元从 1970 年代开始建立与 Nike、Adidas 的合作，志强 2000、2005 年分别与 Adidas、Nike 开始合作，均主要生产运动鞋（如篮球鞋、足球鞋等），制作工艺相对复杂。

图7：华利集团早年与 Converse、UGG、Vans 合作，鞋款以休闲鞋为主



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

华利前五大客户中休闲鞋品牌占比相对较高。2023 年华利集团前五大客户 Nike（包含 Converse）/Deckers/VF/Puma/Under Armour 营收分别占比 38%/20%/12%/7%/6%、合计占比 82%。2023 年丰泰企业收入中 Nike 占比 85%，裕元制造业务收入中 Nike/Adidas 收入分别占比 44%/22%，志强收入中 Adidas/Nike 收入分别占比 54%/36%，

前两大客户主要为运动鞋品牌 Nike、Adidas，且前两大客户集中度均高于华利。

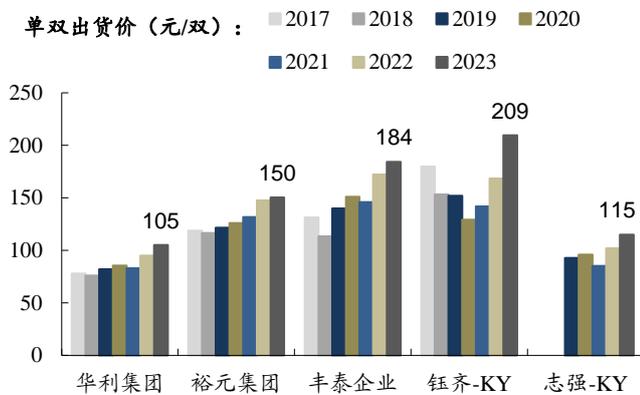
图8：各代工企业收入按品牌拆分情况，华利前五大客户中休闲鞋品牌占比相对较高



数据来源：Wind，东吴证券研究所。裕元仅统计制造业务。

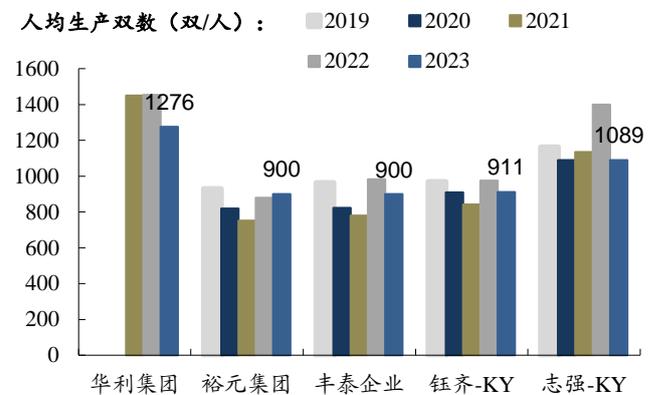
得益于优质的订单结构，华利集团人均出货量高于同行、规模效应更强。得益于公司订单结构优质、生产自动化程度更高（平均单双鞋出货价低于同行），因此单位人工及工作时长下生产鞋双数更多、规模效应更强。2023年钰齐/丰泰/裕元/志强/华利单双鞋出货价分别为209/184/150/115/105元/双，人均生产双数分别为911/900/900/1089/1276双。

图9：华利集团单双出货价低于同行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

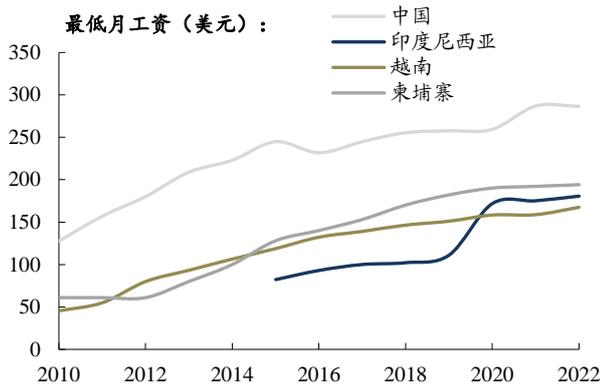
图10：华利集团人均生产双数高于同行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

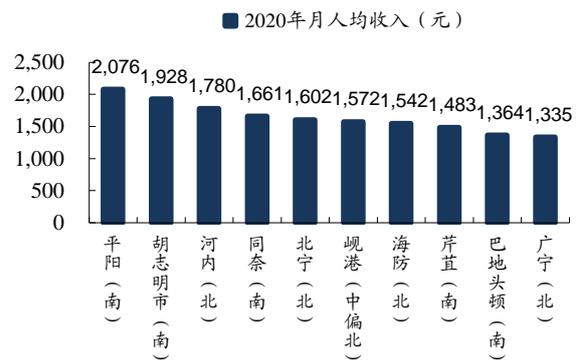
除产品结构外，工厂布局的后发优势也使得华利集团成本控制较好。如前文表1所示，华利集团首次海外设厂时间为2005年，晚于裕元、丰泰、志强，其中裕元、丰泰分别于1992、1995年首次将工厂设于印尼，后陆续布局越南、柬埔寨等国家。早期赴越南设厂的代工厂多布局在经济相对发达、更易招工的越南南部，而华利集团主要将产能设置在越南北部，越南北部地理位置距中国大陆更近、有助于节省原材料运输成本，同时北部工人工资整体低于南部、有助于节省人工成本。

图11: 越南最低月工资低于中国、印尼、柬埔寨



数据来源: ILO, 东吴证券研究所

图12: 越南北部工资整体略低于南部



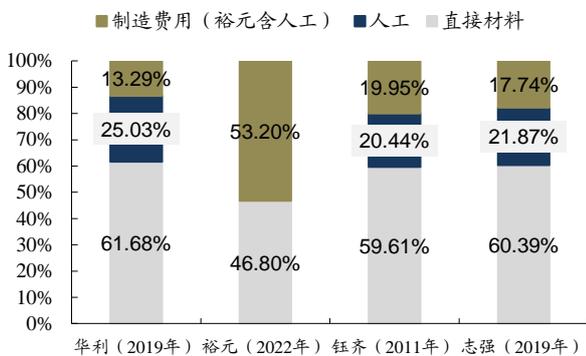
数据来源: 越南统计局, 东吴证券研究所

3.2.2. 毛利率稳定性: 可变成本占比较高, 提升毛利率稳定性

产品结构和工厂布局除了带来低成本优势外, 还使得公司成本结构中可变成本占比高于同行。生产成本主要分为固定成本和可变成本, 其中: 1) 固定成本: 主要包含工厂及生产设备投入、水电等制造成本, 影响因素主要来自生产效率、产能利用率; 2) 可变成本: 主要包含原材料和人工成本, 影响因素主要来自原材料价格、工人工资水平等, 可变成本与产量大致成正比。由于华利集团人均出货量高于同行、规模效应更加突出, 因此生产单双鞋所消耗的固定成本较低, 成本结构中可变成本占比高于同行。

华利集团可变成本占比高于同行, 这使得其毛利率水平更具稳定性。华利集团成本中直接材料/人工/制造费用占比分别为 62%/25%/13% (2019 年), 其中可变成本 (直接材料+人工) 占比达到 87%, 高于同行钰齐 (2011 年) 的 80%、志强 (2019 年) 的 82%。可变成本占比较高、固定成本占比较低的成本结构, 使得华利集团的毛利率水平在订单端出现波动的环境下相对更具稳定性。例如 2020 年、2023 年各代工企业收入下滑, 多数同行毛利率下滑, 而华利集团毛利率 2020 年毛利率保持提升、2023 年基本持平。

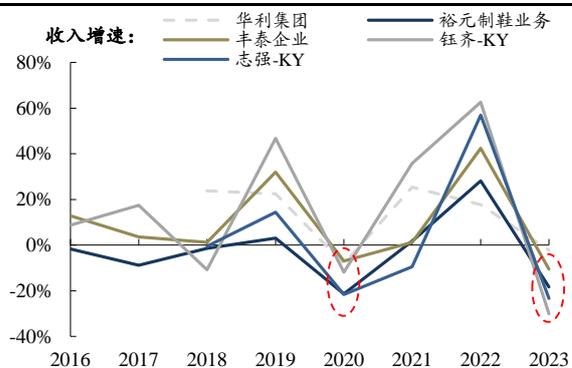
图13: 华利集团成本构成中可变成本占比高于同行



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

备注: 成本结构细项数据仅在各公司招股说明书中披露, 我们认为由于各工厂合作客户、生产鞋款相对稳定, 因此成本结构指标不同年份之间变化幅度较小, 故不同年份数据对比亦具有参考性。

图14: 2020、2023 年上游制造企业收入普遍下滑

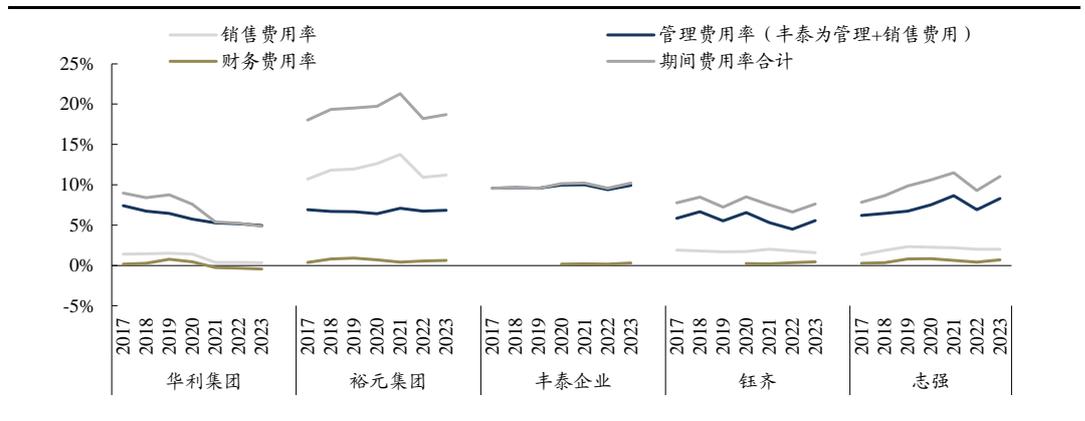


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3.3. 费用率：各费用率指标低于同行

华利集团期间费用以管理费用为主，三项费用率指标均低于同行，销售和管理费用率优势显著。17-23年华利/裕元/丰泰/钰齐/志强期间费用率平均水平分别为7.03%/19.27%/9.85%/7.68%/9.82%，华利集团期间费用率均值低于同行均值4.62pct。17-23年华利集团销售/管理/财务费用率均值分别为0.98%/5.96%/0.09%，分别较同行均值低4.23/1.40/0.34pct，三项期间费用率指标均低于同行、其中销售费用率和管理费用率优势明显，管理费用为华利集团主要费用支出。（备注：裕元含零售业务、销售费用率偏高，剔除裕元后17-23年华利销售费用率均值较同行均值低0.91pct；丰泰不单独披露销售费用率、合计计入管理费用中，剔除丰泰后17-23年华利管理费用率较同行均值低0.62pct）。

图15：华利集团期间费用率低于同行

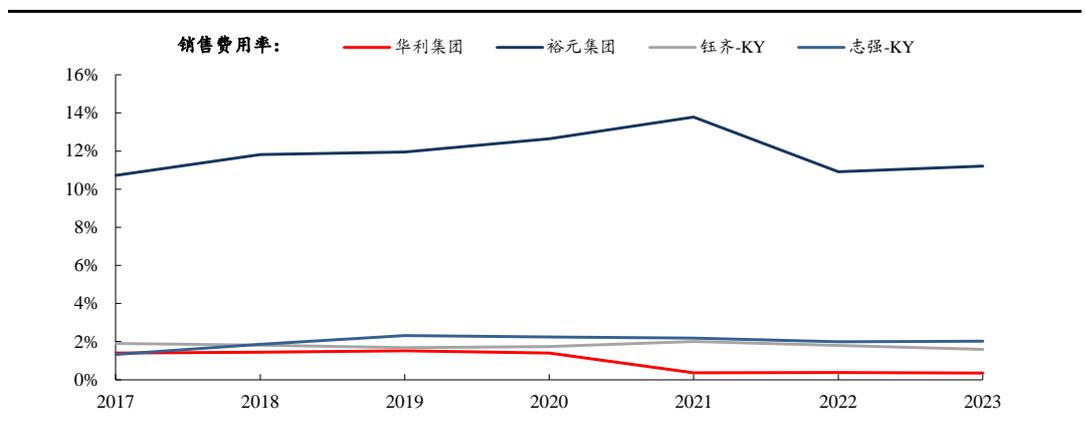


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.1. 销售费用：成本优势带来报价优势，节约销售费用

成本优势进一步带来较低的销售费用率。2018-2023年公司销售费用率保持低于同行水平，我们认为主要受益于公司成本优势（如3.2所分析）带来的客户报价优势、从而有效节省销售费用。2021年华利集团销售费用率明显下降（主因财务报表调整，将原先计入销售费用的运输费用计入营业成本）、费用率优势进一步扩大。

图16：华利集团销售费用率低于同行

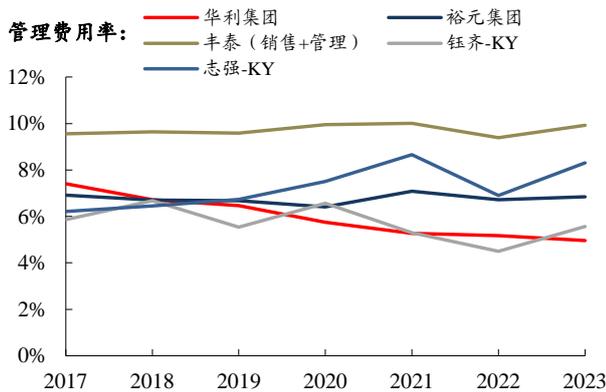


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.2. 管理费用：管理优势+客户优势，管理费用率持续优化

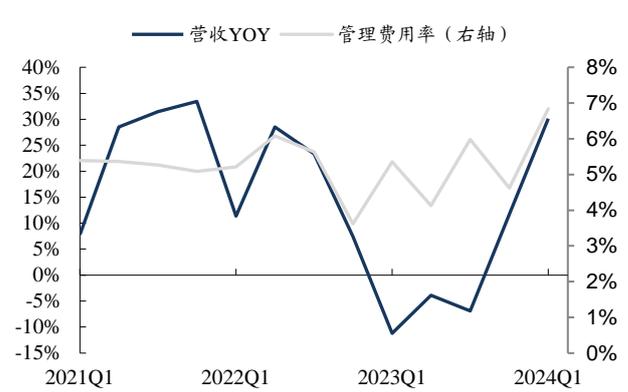
管理优势：管理团队高度持股、动态控费，促进管理费用率持续优化。截至 24Q1 公司创始人及实控人张聪渊家族合计持有公司 87.48% 的股权，股权结构高度集中，一方面体现创始人家族对公司未来发展的长足信心、另一方面也带动公司管理效率提升。董事长张聪渊有超过 50 年鞋履制造经验，熟悉制鞋全流程，有助于自上而下提升管理效率。2017-2023 年华利集团管理费用率逐年下降（从 5.23% 降至 3.43%），2023 年为同行最低水平。22Q1-24Q1 期间伴随公司出货的季度间波动，管理费用率亦有相应动态调整。

图17：2023 年华利集团管理费用率低于同行



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图18：公司根据产出情况动态控费



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

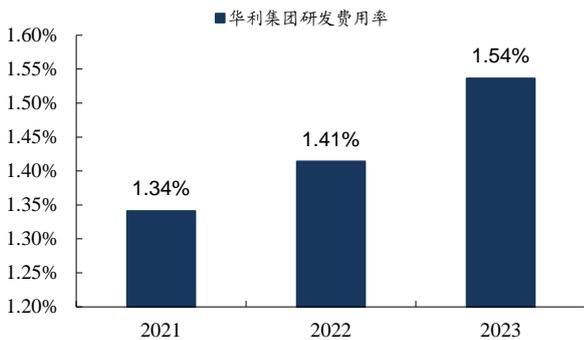
表2：核心高管分工情况

姓名	出生年份	任职	个人履历
张聪渊	1948	董事长	具有超过 50 年鞋履制造经验，曾担任中国台湾景新鞋业有限公司总经理、广州番禺兴泰鞋业有限公司总经理。1990 年至 2014 年任新津集团董事总经理、集团副主席、集团主席、业务总裁等。目前任公司董事长。
张志邦	1974	副董事长、执行长	曾担任中山精美品牌开发副经理、福清宏太鞋业有限公司协理、副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，历任副总经理、总经理、执行长等职务。
刘淑娟	1972	董事、总经理	曾担任清禄鞋业有限公司开发业务经理，2009 年至 2015 年任匡威运动用品有限公司全球开发业务资深总监。2015 年加入中山志捷，任中山志捷总经理，目前任公司董事、总经理。
徐敬宗	1976	副董事长，副总经理	2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。自 2019 年 12 月起至今任华利集团副总经理，同时自 2020 年 3 月起至今任华利集团副董事长。
张文馨	1977	董事、副总经理	曾担任福清宏太鞋业有限公司副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。
林以皓	1978	董事	2009 年加入中山志捷，任中山志捷品牌总经理。自 2019 年起至今任华利集团第三事业部总经理。
陈淑珍	1969	副总经理	曾任清禄鞋业有限公司生产经理，万邦有限公司业务经理，福建威霖开发部协理等职务。2009 年加入中山志捷，历任开发部协理，生产部副总经理，品牌副总经理等职务，目前任公司副总经理。
张育维	1979	董事、副总经理	曾任福清宏太鞋业有限公司管理处副总经理、福建威霖副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，历任中山志捷总管理处特别助理、生产部副总经理采购部副总经理等职务。

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

管理优势：持续研发投入，提升生产效率。管理层高度重视研发投入，2021-2023 年华利集团研发费用率分别为 1.34%/1.41%/1.54%、逐年提高，持续研发投入带动公司生产效率显著提升，例如 2023 年自动切折织带机/鞋舌转印产地标/Netcut 震动刀/自动打粗机生产效率分别同比提升 216%/140%/135%/90%，生产效率的提升亦进一步促进公司降本控费。

图19：2021-2023 年华利集团研发费用率逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

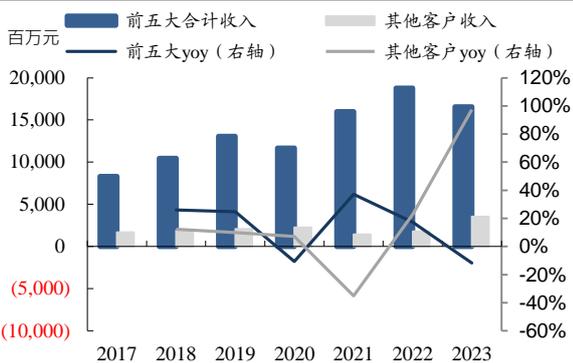
图20：华利集团 2023 年研发创新绩效提升案例

项目	改善前PPH (每单位时段的 生产数量)	改善后PPH (每单位时段的 生产数量)	效率提 升幅度
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	965%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

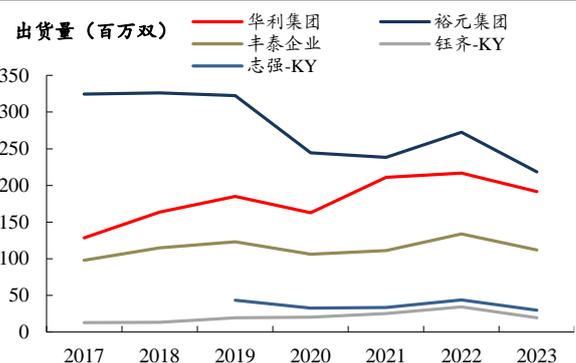
客户优势：新老客户发力、订单增加，持续扩产提升规模效应。如前文图 10 所示，华利集团几乎是同行中唯一一家持续有新增客户合作的代工企业，除了受益于老客户（如 Nike）自身规模成长及华利的供应商份额提升外，公司还开辟了新客户贡献增量，2023 年前五大客户/其他客户收入分别同比-11.7%/+97.4%。在新老客户共同贡献下，2017-2023 年华利集团出货量扩张 48%，略低于钰齐的 53%（钰齐是同行中除华利外费用率水平最低的公司），但明显高于丰泰的 14%、志强的-31%（23 年较 19 年）、裕元的-33%。由于新工厂自动化程度较高，因此新工厂投产有助提升整体生产效率。

图21：2023 年华利集团新客户收入大幅提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所（备注：上图中其他客户多为公司拓展的新客户）

图22：与同行相比，华利集团保持较快扩产速度



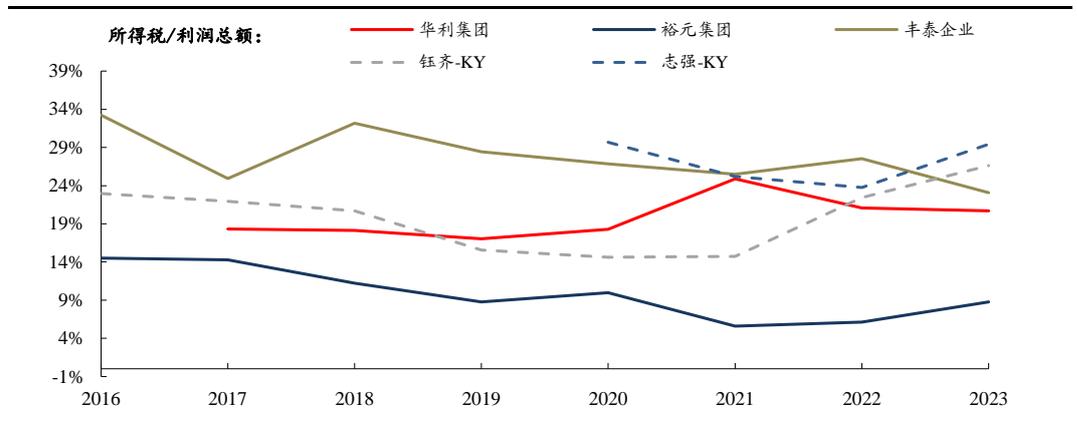
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3.4. 所得税率：当前已相对稳定，非盈利优势来源

华利集团所得税率在同行中位于中等水平，相对稳定。2017-2023 年华利集团所得税率在 17%-25%之间，除了 2021 年因分红比例提升较多所得税率同比提升 6.6pct 至

24.88%外，其他年份波动相对较小，在同行中位于中等水平，即在所得税率环节华利集团并无显著优势。

图23：华利集团所得税率相对稳定、波动较小



数据来源：Wind，东吴证券研究所

海外布局的鞋厂均享受相关税收优惠。近年来各代工厂陆续在东南亚进行产能布局，一定程度享受了相关的税收优惠，例如越南，在所得税方面，自产生收入年度15年内均享受10%企业所得税税收优惠，同时从获利年度开始四年免企业所得税，九年减半征收企业所得税；在关税方面，美国对进口原产于越南的鞋履产品采用基准税率（纺织橡胶类鞋为0%-37.5%，合成皮革类鞋为8.5%-10%），而对原产于中国的鞋履产品关税采用基准税率加额外税率（额外税率为7.5%-15%）。

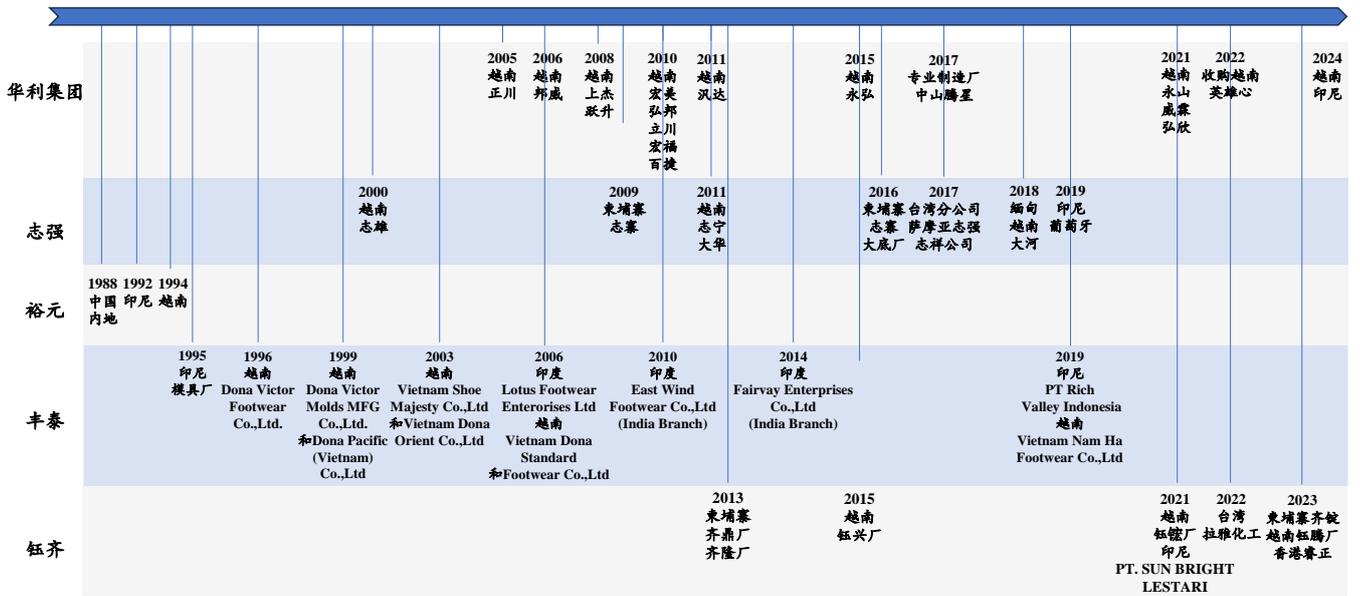
表3：越南、印尼、柬埔寨税收优惠政策

国家	税收优惠政策	具体内容
越南	长期税收假期方案	自产生收入年度15年内均享受10%企业所得税税收优惠，同时从获利年度开始四年免企业所得税，九年减半征收企业所得税。
柬埔寨	《投资法修订法》：合格投资项目的鼓励政策	选择免征企业所得税，税收优惠期=Trigger Period + 3 Years + Priority Period（最长9年），期满后按正常税率9%。
印尼	2019年第78号政府条例	减免30%的针对有形固定资产（包括土地）投资产生的应税收入（按照每年5%的速率减免6年）
	PMK-130号免税期实施条例	对于投资额高于5000亿印尼盾（折合人民币约2.33亿元）的纳税企业，可以在5至20年的期间内享受100%的企业所得税（CIT）的减免，在免税期的结束后的两年内依然可以减免50%的企业所得税 对于投资额在1000亿印尼盾至5000亿印尼盾的项目，印尼政府则给予5年内减免50%企业所得税的优惠，随后2年可再减免25%的企业所得税
	2008年第36号法令以及2020年第1号政府条例	正常税率：2020年以前的企业所得税率为25%，2020年至2021年使用过渡期企业所得税率22%，2022年开始企业所得税率降为20%

数据来源：政府官网，东吴证券研究所

华利集团海外工厂税收优惠持续迭代更新，目前所得税率处于相对稳定状态。华利集团自2005年起在越南布局鞋厂，迄今共有13家越南鞋厂处于运营状态。由于05年以来公司持续推进新厂扩张，因此相关所得税优惠政策处于持续迭代过程中。即成立时间超过15年的鞋厂不再享有10%的优惠税率政策，而新成立工厂又具有获利起4年的免税优惠期，滚动来看目前华利集团税率处于相对稳定状态。

图24：华利集团及同行海外设厂发展历程



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

丰泰企业海外布局时间较早，且多年来深耕主业，其所得税率水平变化情况值得参考。复盘丰泰企业海外建厂历程，丰泰 1992 年即已开始于印尼成立分公司、设立模具厂，此后在 1994-2010 年期间先后在印尼、越南、印度设立了 8 家鞋厂，14-19 年先后在印尼和越南设立 3 家鞋厂，目前共有 11 家鞋厂，越南/印尼/印度分别 6/2/3 家。由于丰泰多数工厂在 2010 年前就成立，因此享受的税收优惠力度也逐步减弱，丰泰的所得税率也由 2010 年前 15% 上下的水平提升至 25%-35% 之间水平。

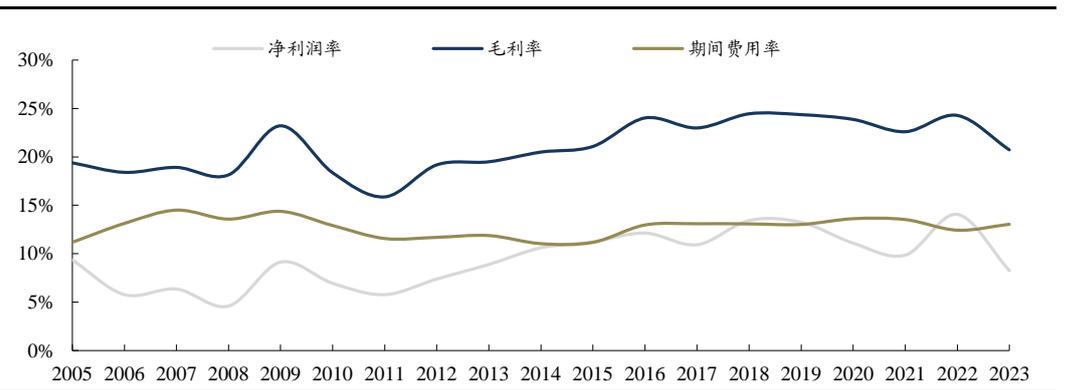
图25：2005-2022 年丰泰企业所得税率上升明显



数据来源：Wind，东吴证券研究所

虽然 2010 年后所得税率明显提升，但丰泰企业净利润率并未受影响。从丰泰企业净利润率来看，2005-2022 年期间净利润率整体呈上行趋势，尤其是 2011-2016 年期间提升趋势明显，净利润率从 5.78% 提升至 12.13%，可见税收优惠的消退对于丰泰企业盈利水平影响程度并不大，我们判断丰泰企业净利润率提升主要受益于规模生产及产品结构优化带来的毛利率提升、以及自动化程度提升和管理精细化带来的费用率优化。

图26: 2011-2023 年丰泰企业净利润率整体呈上升趋势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测

考虑 2024 年老客户去库周期结束后恢复订单、以及新客户保持强劲增长势头, 我们预计 2024 年在低基数下公司业绩有望实现良好复苏。2025 年起在新老客户共同发力带动下, 公司亦有望保持稳健较快增长趋势。具体而言:

我们预计 2024-2026 年前五大客户(目前的前五大客户 Nike/Deckers/VF/PUMA/UA) 合计收入分别同比+15.7%/+14.0%/+10.9%、收入占比分别为 79%/77%/74%, 其他客户合计收入分别同比+40%/+35%/+30%、收入占比分别为 21%/23%/26%, 则 24-26 年公司营收分别同比+19.9%/+18.3%/+15.4%。

考虑客户和产品结构进一步优化, 生产效率进一步提升, 我们预计华利集团净利润率保持稳中略升趋势, 预计 24-26 年公司归母净利润分别同比+22.5%/+19.2%/+16.8%。

表4: 2024-2026 年华利集团营收及毛利率预测

	2023	2024E	2025E	2026E
总收入 (百万元)	20,114.00	24,125	28,542	32,926
yoy	-2.21%	19.94%	18.31%	15.36%
毛利率	25.59%	27.08%	26.70%	26.83%
前五大合计 (百万元)	16,568.47	19,161	21,841	24,215
yoy	-11.74%	15.65%	13.99%	10.87%
占比	82.37%	79%	77%	74%
其他客户 (百万元)	3,545.53	4,964	6,701	8,711
yoy	97.39%	40%	35%	30%
占比	17.63%	21%	23%	26%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4.2. 投资建议

2024 年纺服行业核心的投资主线之一在于从自上而下角度看，海外品牌去库结束后订单恢复带动上游基本面改善，纺织制造板块有望实现估值和业绩的双重修复。**估值方面**，由于行业性的订单修复仍在逐步兑现的过程中，同时上游原材料如纱线坯布环节企业业绩还受原材料价格等因素影响，因此上游纺织制造板块性行情尚未扩散，当前板块估值仍然位于 2010 年以来的 10%分位以下。随着行业订单修复持续兑现，我们认为板块估值仍有修复空间。**业绩方面**，24Q1 纺织制造板块营收利润均恢复正增长，其中华利集团作为运动鞋代工龙头直接对接客户、受益最为直接，业绩反弹幅度较大，我们继续看好订单修复对华利集团 2024 年业绩的带动。

图27：当前纺织制造板块 PE 位于 2010 年以来的 10%分位以下



数据来源：Wind，东吴证券研究所

除了自上而下的板块性修复逻辑外，我们认为过去几年在波动的外部环境下，华利集团盈利水平逆势提升、屡创新高，也反映了公司具备的成本、管理和客户三大核心优势，这对于纺织制造公司而言铸就了较高的竞争壁垒，我们认为将支撑公司的中长期投资价值，预计 24-26 年公司归母净利润分别同比+22.5%/+19.2%/+16.8%，对应 PE 分别为 17/14/12X。以同行运动鞋代工龙头丰泰企业，以及同为运动赛道上游的服装代工企业申洲国际、辅料龙头伟星股份作为可比公司，公司估值略低于可比公司平均水平，我们认为公司作为运动鞋代工龙头，成本、管理、客户优势突出，应给予一定估值溢价，维持“买入”评级。

表5：华利集团及可比公司估值对比

证券简称	市值 亿元	归母净利润 (亿元)				归母净利润 YOY				PE			
		23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E
丰泰企业	299	11.38	14.03	16.35	17.27	-44.7%	23.3%	16.5%	5.6%	26.31	21.34	18.31	17.34
申洲国际	900	45.57	55.74	64.03	72.74	-0.1%	22.3%	14.9%	13.6%	19.74	16.14	14.05	12.37
伟星股份	141	5.58	6.51	7.50	8.63	14.2%	16.6%	15.2%	15.1%	25.28	21.68	18.82	16.35
平均值	447	21	25	29	33	-12.0%	22.0%	15.2%	12.2%	21.43	17.57	15.25	13.59
华利集团	677	32.00	39.19	46.72	54.56	-0.9%	22.5%	19.2%	16.8%	21.14	17.27	14.48	12.40

数据来源：Wind，东吴证券研究所预测，收盘价和市值取 2024/7/26 行情数据，港股使用 2024/7/26 港币汇率 0.91 换算为人民币。

5. 风险提示

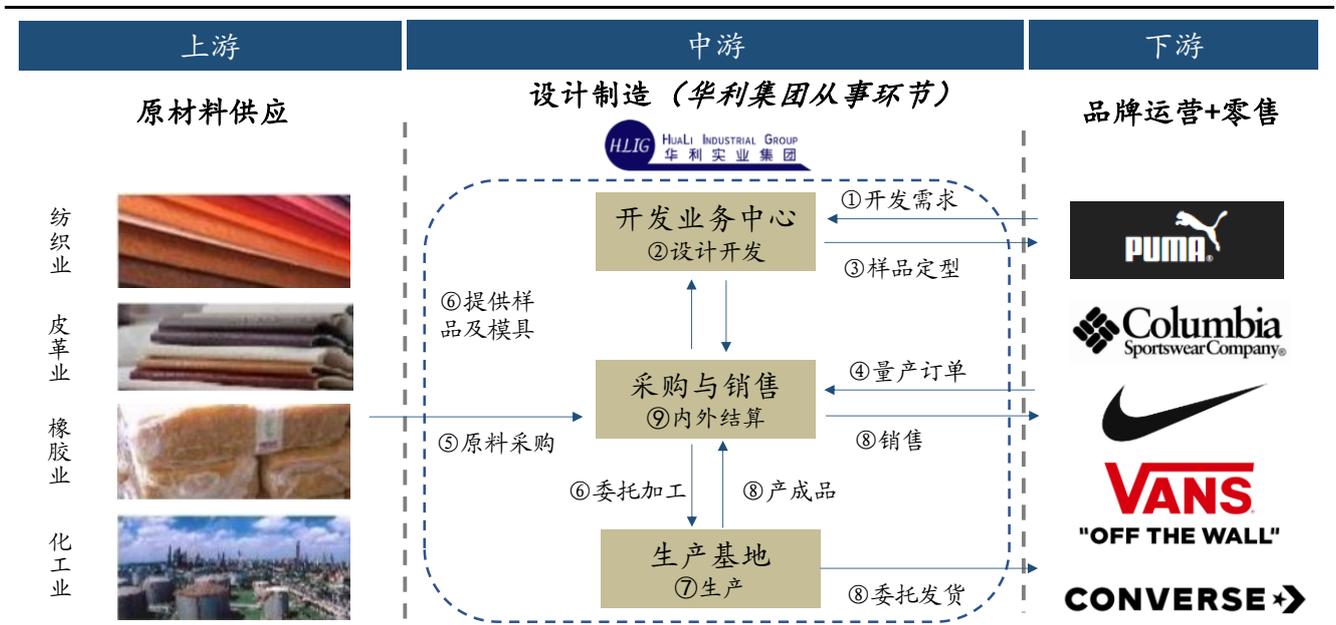
海外经济低迷: 公司客户库存周期与终端消费环境密切相关, 若海外消费环境低迷, 将影响客户补库后的进一步下单决策, 从而影响公司未来出货情况。

客户流失风险: 虽然公司与客户之间合作粘性较强, 但考虑到客户自身经营变化, 可能影响供应商选择, 因此公司面临一定的客户流失风险。

附: 华利集团盈利来源及产业链地位

作为运动鞋代工企业, 华利集团主要从下游客户方赚取生产加工费。公司经营具体流程共有 9 个步骤: ①客户提供产品设计图纸或产品需求, 向华利提出开发设计需求; ②公司安排开发设计业务中心根据需求进行样品开发; ③与客户讨论后开发样品, 客户对样品确认定型; ④客户向公司指定的贸易子公司(香港益腾、香港统益等)下达订单; ⑤公司在接到订单后生成 BOM 单及生产指令, 贸易子公司根据 BOM 单向供应商采购生产所需的原材料; ⑥开发设计业务中心向负责生产的子公司提供生产工艺与样品, 贸易子公司以来料加工方式委托越南等地的生产子公司进行生产制造; ⑦生产子公司进行生产制造; ⑧待产成品生产完毕后交付给贸易子公司, 生产子公司根据贸易子公司的委托将产成品发往客户; ⑨贸易子公司完成公司内外部的款项结算。

图28: 华利集团经营模式和流程



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

附.1. 代工环节附加值在产业链中较低

拆分产业链价值来看, 运动鞋产业链价值分布符合“微笑曲线”, 即掌握研发和市

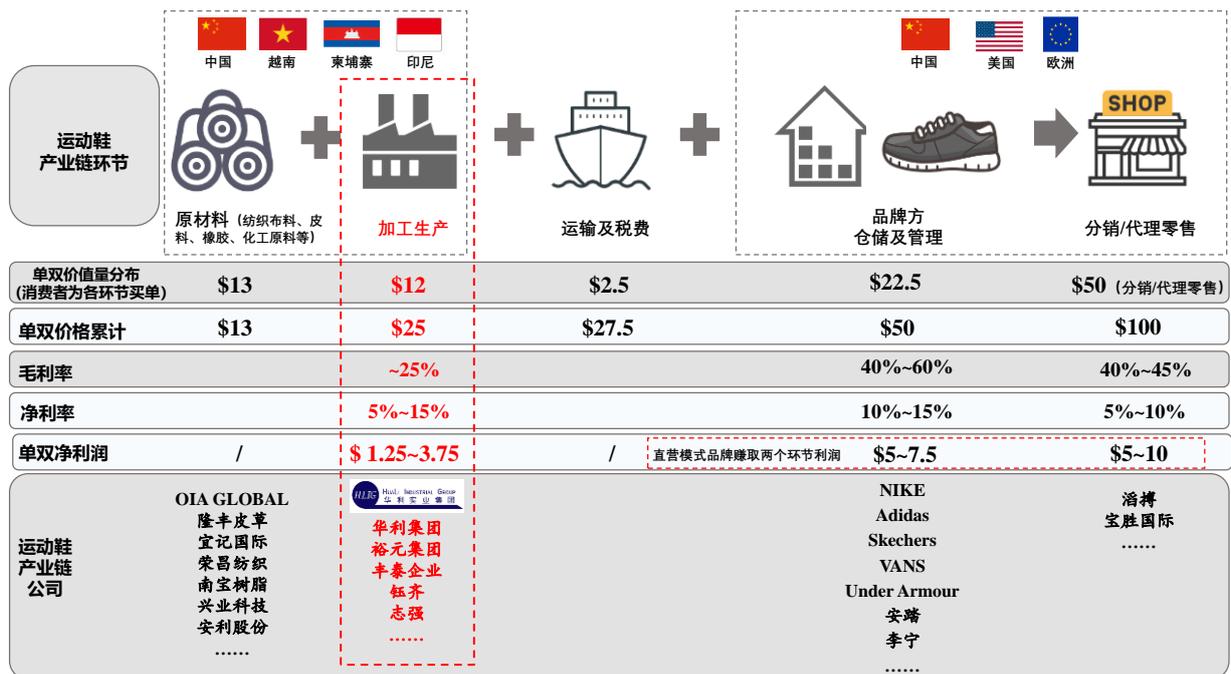
场环节的品牌商附加值最高、中间的加工制造环节附加值相对较低。

我们结合多家头部运动鞋代工厂及品牌商的毛利率、净利率指标，对运动鞋生产及销售产业链进行简化估算，估计一双终端零售价格为 100 美元的运动鞋在各产业链环节的价值量分布情况大致为：100（美元，后同）=13（原材料）+12（生产）+2.5（运输）+22.5（品牌方仓储及管理）+50（零售渠道）。具体而言（后附推算过程）：

代工生产环节：一双终端零售价为 100 美元的运动鞋，代工生产商的出货价约 25 美元，扣除原材料、人工、管理费用等支出后，单双鞋净赚约 1.25~3.75 美元，在产业链中附加值相对较低。（结合华利集团 2022 年财报数据，22 年净利润 32.3 亿元、总销量 2.21 亿双、约合单双净利 14.5 元/双、位于该区间中等偏下水平）。

品牌商及零售渠道：代工生产商以 25 美元/双的价格出货，经过运输到达品牌商手中，叠加运输及贸易关税费用，品牌商拿货成本约 27.5 美元/双，通常以 50 美元/双的价格销售给批发商、终端零售价格为 100 美元/双。从中可以看出，品牌及渠道在产业链环节中占据的价值量相对较高。

图29：运动鞋代工企业在产业链中附加值相对较低

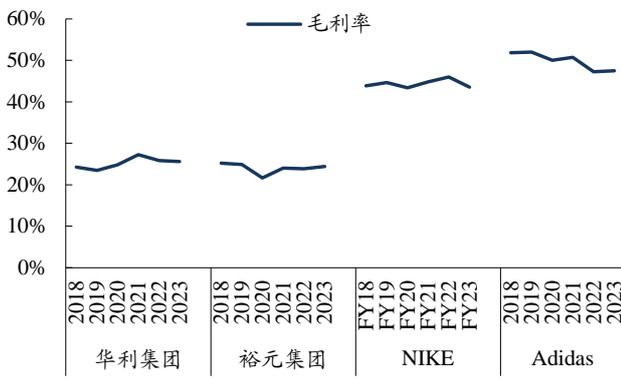


数据来源：东吴证券研究所绘制（备注：图中数据为根据上市公司财务数据估算而来。推算过程：假设品牌A运动鞋终端零售价100美元，则品牌A单双鞋确认收入约55美元（假设70%经销+30%直营，经销折扣4.5折，直营折扣7-9折）。结合品牌商平均毛利率40%~60%（取中值50%），则单双鞋成本约为27.5美元。单双鞋成本主要包含原材料+加工+运输成本三部分。假设运输及税费占比10%，则该部分成本2.75美元，剩下24.75美元为原材料+加工成本。扣除代工厂净利润2.5美元后（考虑鞋代工厂的平均净利润率约10%），代工厂成本约22美元，其中原材料/人工及制造费用占比分别约为57%/43%（以华利/裕元/钰齐/志强成本构成平均水平为参考），则原材料/人工及制造费用分别约为13/9美元。）

附.2. 华利集团净利润率在产业链中领先

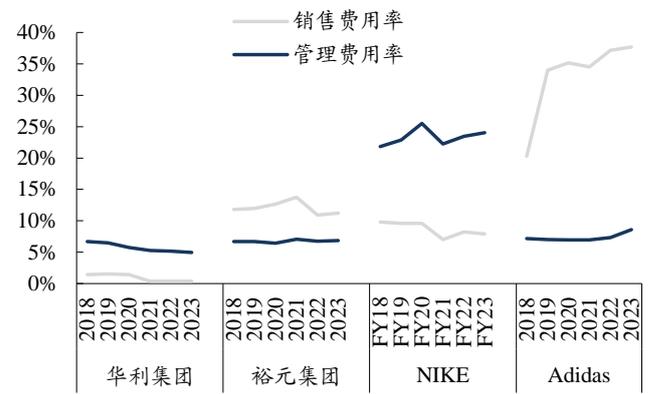
代工企业毛利率、费用率均显著低于下游品牌。从上述分析可知华利集团作为代工企业，单双鞋附加值处于产业链较低水平。1) 从毛利率看，2010-2023 年 Nike/Adidas/裕元集团/华利集团毛利率平均水平分别为 44.9%/49.2%/23.6%/24.8%，品牌商毛利率显著领先。2) 从费用率看，代工企业盈利空间较为固定、费用支出较少，2017-2023 年 NIKE/Adidas/裕元/华利的销售+管理费用率平均水平分别为 32.0%/42.7%/18.9%/6.9%，华利集团显著低于下游品牌公司（裕元由于包含零售业务、相关费用率也相对较高）。

图30: 上游制造企业毛利率明显低于下游品牌



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图31: 上游制造企业销售及管理费用率低于下游品牌

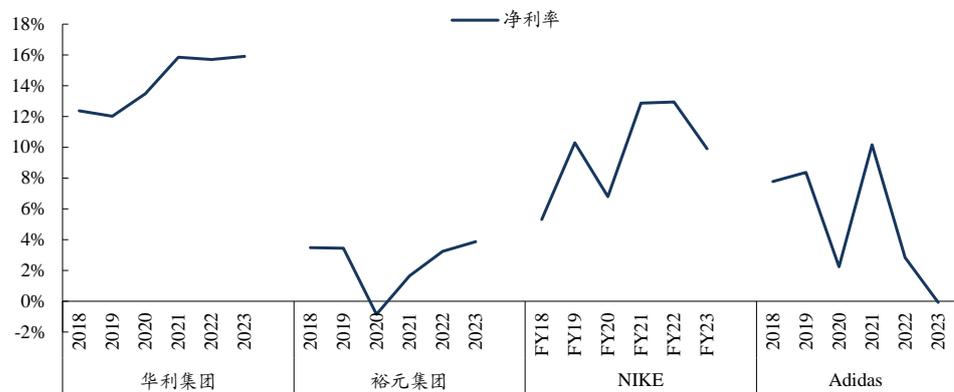


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

备注: NIKE 销售费用率使用广告及营销支出/收入、管理费用率使用一般行政支出/收入计算, Adidas 销售费用率使用销售及营销支出/收入、管理费用率使用行政管理支出/收入计算

华利集团销售净利润率在产业链中位于较高水平。综合毛利率、费用率及其他盈利指标，2018-2023 年 Nike/Adidas/裕元集团/华利集团销售净利率平均水平分别为 9.7%/5.2%/2.5%/14.2%，华利集团净利率高于 Nike、Adidas，也高于同行的裕元集团。

图32: 2010-2023 年品牌与代工龙头销售净利率对比



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

华利集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	13,118	17,135	22,159	28,022	营业总收入	20,114	24,125	28,542	32,926
货币资金及交易性金融资产	6,222	8,992	12,561	17,005	营业成本(含金融类)	14,967	17,591	20,921	24,093
经营性应收款项	3,830	4,592	5,433	6,267	税金及附加	5	6	7	7
存货	2,741	3,222	3,832	4,413	销售费用	70	96	114	132
合同资产	0	0	0	0	管理费用	689	1,086	1,142	1,317
其他流动资产	326	329	333	337	研发费用	309	350	414	477
非流动资产	6,329	6,914	7,432	7,883	财务费用	(89)	(34)	(74)	(126)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	2	2	3
固定资产及使用权资产	3,967	4,572	5,108	5,575	投资净收益	52	24	29	33
在建工程	982	942	905	868	公允价值变动	(6)	0	0	0
无形资产	557	577	597	617	减值损失	(154)	(80)	(120)	(140)
商誉	128	128	128	128	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	177	177	177	177	营业利润	4,056	4,976	5,930	6,922
其他非流动资产	518	518	518	518	营业外净收支	(20)	(16)	(16)	(16)
资产总计	19,447	24,049	29,591	35,905	利润总额	4,036	4,960	5,914	6,906
流动负债	4,169	4,773	5,523	6,241	减:所得税	836	1,042	1,242	1,450
短期借款及一年内到期的非流动负债	791	791	791	791	净利润	3,200	3,919	4,672	5,456
经营性应付款项	1,793	2,107	2,506	2,886	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	27	32	37	43	归属母公司净利润	3,200	3,919	4,672	5,456
其他流动负债	1,558	1,843	2,188	2,521	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.74	3.36	4.00	4.67
非流动负债	162	162	162	162	EBIT	3,921	4,996	5,945	6,900
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,798	5,451	6,467	7,489
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.59	27.08	26.70	26.83
租赁负债	107	107	107	107	归母净利率(%)	15.91	16.24	16.37	16.57
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	(2.21)	19.94	18.31	15.36
负债合计	4,331	4,934	5,684	6,403	归母净利润增长率(%)	(0.86)	22.45	19.22	16.78
归属母公司股东权益	15,109	19,108	23,900	29,495					
少数股东权益	7	7	7	7					
所有者权益合计	15,116	19,115	23,907	29,502					
负债和股东权益	19,447	24,049	29,591	35,905					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,694	3,827	4,621	5,491	每股净资产(元)	12.95	16.37	20.48	25.27
投资活动现金流	(1,821)	(1,132)	(1,127)	(1,123)	最新发行在外股份(百万股)	1,167	1,167	1,167	1,167
筹资活动现金流	(1,963)	(24)	(24)	(24)	ROIC(%)	20.69	21.91	20.96	19.75
现金净增加额	(63)	2,671	3,469	4,344	ROE-摊薄(%)	21.18	20.51	19.55	18.50
折旧和摊销	877	455	522	589	资产负债率(%)	22.27	20.52	19.21	17.83
资本开支	(1,152)	(1,056)	(1,056)	(1,056)	P/E(现价&最新股本摊薄)	21.14	17.27	14.48	12.40
营运资本变动	(450)	(643)	(705)	(700)	P/B(现价)	4.48	3.54	2.83	2.29

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>