

运动鞋制造龙头，壁垒深厚，增长可期

——华利集团（300979）首次覆盖

买入（首次）

2025 年 06 月 12 日

投资要点：

公司概况：公司是全球领先的运动鞋专业制造商，合作的运动休闲品牌包括 Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka One One、Puma、Under Armour 等。前身成立于 1990 年，至今深耕鞋履制造行业已有二十余年，在鞋履制造领域具有较强的竞争优势。公司股权高度集中，实际控制人为张聪渊家族，合计持有 87.48% 的股权。近年来，公司业绩稳步增长，收入与净利润趋势向好，2017-2024 年营业收入/归母净利润 CAGR 分别为 +13.31%/+19.47%。

行业看点：全球运动鞋履市场规模稳健增长。根据 Euromonitor 数据，2011-2024 年，全球运动鞋履市场销售规模从 952.53 亿美元上升至 1686.45 亿美元，CAGR 为 4.49%，预计未来受益于消费者健康意识提升、产品科技创新、体育赛事的推动等有望保持稳健增长。此外，受人力成本、关税、自然资源等因素的影响，近年来全球制鞋业的中心不断向越南、印尼、印度、柬埔寨等东南亚和南亚国家转移。

公司看点：

（1）客户：拥有优质的大客户资源，高转换成本铸造护城河。公司采取优质大客户策略，与多家知名运动鞋品牌建立了合作关系，前五大客户集中度在 80% 以上。由于全球知名运动鞋品牌商对于产品品质、工艺技术、订单交付速度、产能规模等方面的要求较高，且需要供应商深度参与产品的开发，这使得供应商对于品牌商而言具有较高的转换成本，因此公司的客户粘性较强，业务经营稳健。同时，公司也在积极推进与新客户的合作进程，与 On Running、Asics、New Balance、Reebok、Lululemon、Adidas 等品牌建立合作关系，为公司发展不断注入活力。

（2）产能：成本优势领先同行，产能扩张带动销量上行。公司的生产基地大部分在越南，此外在印尼、中国等地均有布局。相较于其他东南亚国家，越南在距离、人力成本、自然资源等方面具有一定的优势。2024 年，公司销售运动鞋 2.23 亿双，同比+17.53%。2025Q1，中国四川阿迪达斯工厂投产，未来 3-5 年，公司将在印尼和越南新建投产数个工厂，

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24006.39	27350.73	31243.43	35581.69
增长比率(%)	19.35	13.93	14.23	13.89
归母净利润(百万元)	3840.33	4209.70	4838.41	5504.11
增长比率(%)	20.00	9.62	14.93	13.76
每股收益(元)	3.29	3.61	4.15	4.72
市盈率(倍)	15.89	14.50	12.61	11.09
市净率(倍)	3.50	3.26	3.02	2.80

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

基础数据

总股本(百万股)	1,167.00
流通A股(百万股)	1,166.99
收盘价(元)	53.34
总市值(亿元)	622.48
流通A股市值(亿元)	622.47

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

分析师：

陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：02032255207

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

分析师：

李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liyingl@wlzq.com.cn

有望进一步带动销量提升。

(3) 效率：成本低+效率高，公司盈利水平领先同行。与同行上市公司裕元、钰齐、丰泰相比，公司的收入规模排名靠前，且盈利水平领先，2024 年毛利率/净利率分别为 26.80%/15.98%，高于裕元、钰齐和丰泰，且公司近年盈利水平有明显的提升趋势，这主要得益于低成本（公司大部分产能布局在越南北部和中部，北越的人力成本更低，距离中国更近）+高人效（管理效率高、人均产量领先）。

(4) 产品：品质优质且稳定，交付能力强。2020-2024 年公司产品合格率均值高达 99.99%，产品质量稳定。同时，供应链体系完善，交付能力强，部分紧急订单能实现 1 个月内甚至 2-3 周内交货。

(5) 分红：公司注重投资者回报，近期现金分红比例显著提高。公司 2021-2024 年现金分红比例分别为 89%/43%/44%/70%，其中 2024 年股息率（对应 2025 年 6 月 10 日收盘价）为 4.40%。近年来公司经营稳健，目前已积累了大量的未分配利润（2025Q1 未分配利润为 112 亿元），且现金流充沛。展望未来，随着下游运动鞋市场的增长、公司产能的进一步扩张和新客户的拓展，业绩有望实现稳步增长，未来保持稳定分红的确定性较高。

盈利预测与投资建议：公司是全球领先的运动鞋制造企业，与下游多个知名运动品牌保持紧密合作，客户资源优质且稳定，高转换成本铸造护城河。随着新客户拓展+新工厂投产，产销有望保持快速增长。我们预计，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 42.10/48.38/55.04 亿元，对应 2025 年 6 月 10 日收盘价的 PE 分别为 15/13/11 倍，按分红比例 70% 来计算，2025 年对应的股息率为 4.83%。虽然目前美国对各国加征的关税仍在谈判阶段，但公司当前股价已反映了前期加征关税的悲观预期，若后续美国对越南的关税政策有所缓和，则股价有望迎来修复。同时，考虑到华利集团在全球运动鞋制造行业里的龙头地位，且在客户资源、产能、人力成本、生产效率、管理效率等方面具有多重优势，加之现金流充沛、现金分红比例高等因素，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：国际贸易与关税波动风险、下游市场恢复不及预期风险、生产基地过于集中风险、劳动力成本上升风险、客户集中风险。

正文目录

1 公司概况：全球领先的运动鞋专业制造商	5
1.1 全球领先的运动鞋专业制造商，合作多个知名品牌	5
1.2 股权高度集中，管理层行业经验丰富	6
1.3 近年经营稳健，利润率稳中有升	7
2 行业分析：运动鞋行业稳健增长，产能往东南亚转移	9
2.1 全球运动鞋行业规模稳健增长	9
2.2 产业链上下游梳理	12
2.3 制造端订单修复持续，下游品牌方库存回补至健康水平	13
2.4 受多方因素影响，运动鞋产能往东南亚转移	14
3 公司看点：客户资源稳定+低成本+产能扩张	16
3.1 客户：拥有优质且稳定的客户资源，新客户有望放量	16
3.2 产能：成本优势领先同行，产能扩张带动销量上行	17
3.3 效率：成本低+管理和生产效率高，公司盈利水平领先同行	21
3.4 产品：品质优质且稳定，持续加码研发	22
3.5 分红：公司注重投资者回报，近期现金分红比例显著提高	26
4 盈利预测与投资建议	26
4.1 盈利预测	26
4.2 投资建议	28
5 风险因素	29
图表 1：公司发展沿革	5
图表 2：公司主要产品分类	5
图表 3：公司股权结构图	6
图表 4：公司管理层介绍	6
图表 5：历年来公司营业收入及同比增速	7
图表 6：历年来公司归母净利润及同比增速	7
图表 7：历年来公司毛利率和净利率情况	8
图表 8：销售费用率/财务费用率/研发费用率/管理费用率情况	8
图表 9：主营业务收入分产品情况	8
图表 10：历年来各产品毛利率情况	8
图表 11：历年来营业收入分地区情况	9
图表 12：历年来各地区毛利率情况	9
图表 13：2011-2029 年全球运动鞋履市场销售规模及增长情况	9
图表 14：2011-2029 年美国运动鞋履市场销售规模及增长情况	9
图表 15：居民人均可支配收入稳步上升	10
图表 16：2011-2029 年中国运动鞋履市场销售规模	10
图表 17：2024 年中国公众健康管理方式	10
图表 18：2018-2024 年中国体育场地数量	10
图表 19：近年来中国国家层面体育运动行业政策	11
图表 20：运动鞋履行业产业链	12
图表 21：全球运动鞋服公司市占率(%)情况	13
图表 22：近十年全球运动鞋服公司 CR5(%)变动情况	13
图表 23：近十年全球运动鞋服公司 CR9(%)变动情况	13

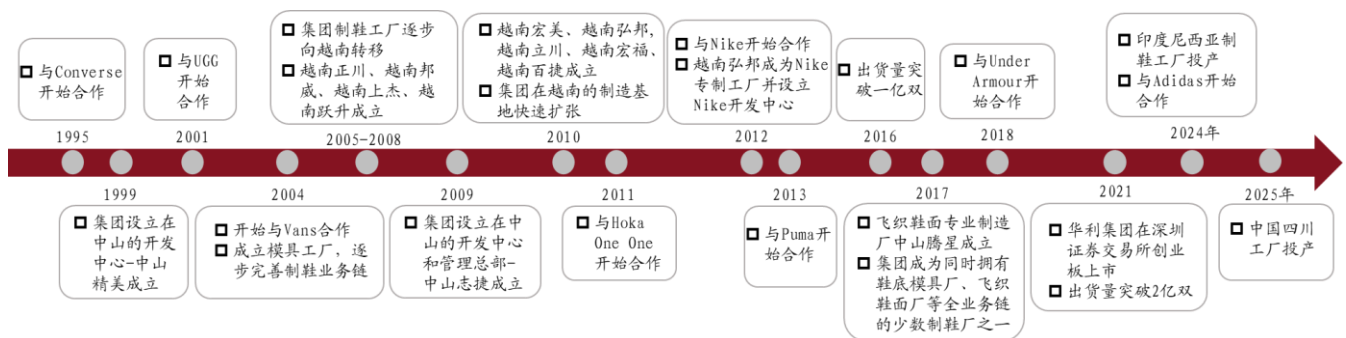
图表 24: NIKE 库存变动情况	14
图表 25: ADIDAS 库存变动情况	14
图表 26: DECKERS 库存变动情况	14
图表 27: VF 库存变动情况	14
图表 28: 2001-2021 年中国/越南/印尼/柬埔寨/缅甸/孟加拉国人均国民净收入（美元）	15
图表 29: 2024 年欧美对产地为越南、中国、印尼的鞋履产品征收关税税率对比	15
图表 30: 近年 Nike 运动鞋产能分布状况	15
图表 31: 近年 Adidas 运动鞋产能分布状况	15
图表 32: 公司主要客户的简要合作历程	16
图表 33: 华利集团前五大客户销售收入占比	17
图表 34: Nike 前四大鞋类供应商集中度	17
图表 35: Adidas 合作的生产商合作年份占比	17
图表 36: 公司业务分布	18
图表 37: 越南布局优势分析	18
图表 38: 近年来公司产能及产销量	19
图表 39: 近年来公司产能利用率及产销率	19
图表 40: 公司产能与同行情况对比	19
图表 41: 公司募投项目列表	20
图表 42: 印尼布局优势分析	20
图表 43: 同行毛利率对比	21
图表 44: 同行净利率对比	21
图表 45: 同行销售及管理费用率对比	22
图表 46: 同行销售及管理费用率对比	22
图表 47: 同行人均产量对比（双/人）	22
图表 48: 公司荣誉	23
图表 49: 2020-2024 年公司总产出数及合格率	23
图表 50: 公司运营能力概况	23
图表 51: 2017-2024 年研发费用及研发费用率	24
图表 52: 2020-2024 年研发人员数量及变动	24
图表 53: 公司主要研发项目及进展	24
图表 54: 同行研发费用率对比	25
图表 55: 近年公司分红情况	26
图表 56: 公司收入利润模型分拆及预测	27
图表 57: 可比公司财务指标对比	28
图表 58: 可比公司估值表	28
图表 59: 归母净利润对收入完成度、毛利率变动的敏感性分析（2025 年）	29

1 公司概况：全球领先的运动鞋专业制造商

1.1 全球领先的运动鞋专业制造商，合作多个知名品牌

全球领先的运动鞋专业制造商。华利集团从事运动鞋的产品开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，合作的运动休闲品牌包括Nike、Adidas、Converse、Vans、UGG、Hoka、On、New Balance、Puma、Asics、Under Armour、Reebok、Lululemon等。公司前身成立于1990年，至今深耕鞋履制造行业已有二十余年，在鞋履制造领域具有较强的竞争优势，是行业内少数能提供从产品开发设计、模具、鞋面、鞋底到成品制造完整运动鞋制造产业链的专业制造商之一。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、印度尼西亚、多米尼加及缅甸等地，贸易中心设于香港及中山。

图表1:公司发展沿革



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

公司主要产品为运动鞋，包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等，覆盖跑步、健步、越野、徒步、篮球、滑板、滑雪等运动及日常通勤、时尚穿搭等着装场合。

图表2:公司主要产品分类

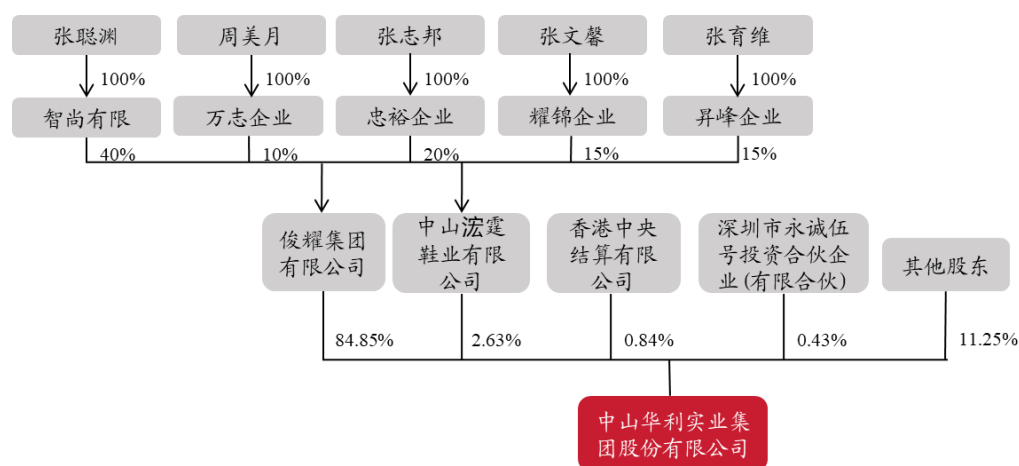
产品分类	主要品牌代表	产品图示
运动休闲鞋	Nike、Converse、Vans、Puma、Under Armour、HOKA ONE ONE	
户外靴鞋	UGG、Columbia、Vans	
运动凉鞋/拖鞋	Teva、Nike、Puma	

资料来源：公司公告、同花顺iFinD、淘宝、万联证券研究所

1.2 股权高度集中，管理层行业经验丰富

公司股权高度集中，实控人家族合计持股87.48%。公司实际控制人为张聪渊家族。董事长张聪渊与周美月为夫妻关系，副董事长张志邦及副总经理兼董事张文馨、张育维为张聪渊与周美月之子女。张聪渊家族五人为公司实控人。截至2025年一季度，实控人张聪渊家族通过各自的香港持股公司持有俊耀集团、中山宏霆的股份，并通过俊耀集团、中山宏霆分别持有公司84.85%和2.63%的股份，合计持有华利集团87.48%的股权。

图表3:公司股权结构图



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

注：数据截至2025年一季度。

核心管理层稳定，行业经验丰富。公司管理团队稳定，建立了完善的企业内部管理体系，运营管理系统规范、高效。核心管理层大部分具有几十年鞋履制造的从业经历，行业经验丰富。其中公司创始人张聪渊先生具有超过50年鞋履制造经验，曾担任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，对行业有深刻的理解；副董事长张志邦及副总经理张育维、张文馨曾任华利集团多家子公司的经理、副总经理、董事等职位，具备丰富的管理经验；副董事长兼副总经理徐敬宗在公司任职多年，生产经营经验丰富；总经理刘淑娟女士曾任匡威运动全球开发业务资深总监，拥有广阔的国际视野。

图表4:公司管理层介绍

姓名	职务	年龄	个人简历
张聪渊	董事长、董事	77	专科学历。具有超过 50 年鞋履制造经验，是华利集团的创始人。1990 年至 2014 年任职于新津集团，历任新津集团董事总经理、集团副主席、集团主席、业务总裁等职务。2013 年起担任华利集团多家子公司的董事、总经理职位。自 2019 年 12 月华利集团完成股份制改制起至今，担任华利集团董事长。
张志邦	副董事长、董事	51	硕士学历。华利集团的联合创始人，曾担任华利集团多家子公司的董事、副总经理、执行长等职位。自 2019 年 12 月华利集团完成股份制改制起至今，担任华利集团副董事长、执行长。
徐敬宗	副董事长、副总经理、董事	49	本科学历。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。

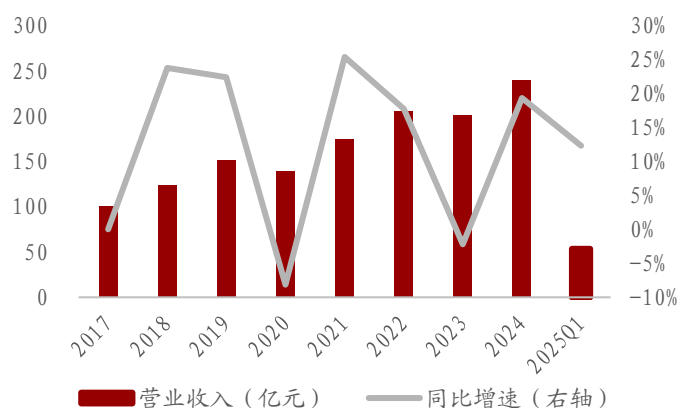
刘淑娟	总经理、 董事	53	本科学历。曾担任清禄鞋业有限公司开发业务经理，2009年至2015年任匡威运动用品有限公司全球开发业务资深总监。2015年加入中山志捷，任中山志捷总经理。自2019年12月起至今，担任华利集团董事、总经理。
张文馨	副总经理、 董事	48	本科学历。曾任华利集团多家子公司的董事、副总经理等职位。自2019年12月华利集团完成股份制改制起至今，担任华利集团董事、副总经理。
张育维	副总经理、 董事	46	本科学历。曾任华利集团多家子公司的经理、副总经理等职位。自2019年12月华利集团完成股份制改制起至今担任华利集团副总经理，同时自2020年2月起至今任华利集团董事。

资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

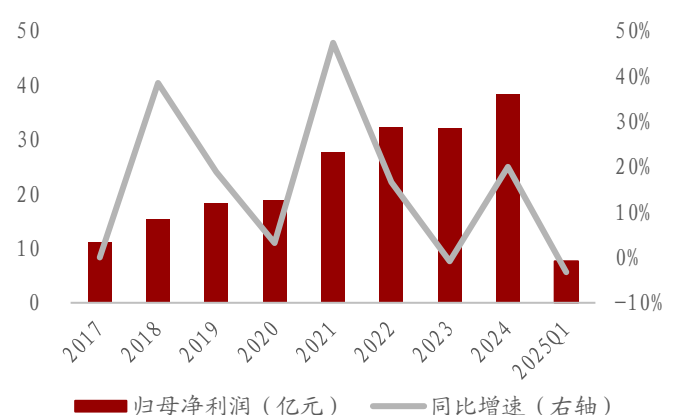
1.3 近年经营稳健，利润率稳中有升

近年来业绩稳步增长，营收与利润趋势向好。近年来，公司经营稳健增长，2017-2024年，公司营业收入从100.09亿元增加至240.06亿元，归母净利润从11.06亿元增加至38.40亿元，营业收入/归母净利润的CAGR分别为+13.31%/+19.46%。2020年，由于疫情影响，公司营业收入同比下滑8.14%。2021-2022年，尽管仍然受到疫情影响，公司业绩保持正增长。2023年，受部分运动鞋品牌客户仍处于去库存周期以及国际经济形势的不确定性等因素影响，公司营业收入/归母净利润同比下滑2.21%/0.86%。随着运动品牌的产品库存水平趋于正常，公司订单在2023Q4开始逐步恢复增长。随着公司客户结构拓展优化以及产能扩张计划的稳步推进，公司2024年实现营业收入240.06亿元，同比+19.35%，归母净利润38.40亿元，同比+20.00%。2025Q1，新客户订单同比保持快速增长，但由于新工厂处于投产初期，对公司毛利率产生一定程度的影响，归母净利润同比小幅下滑。

图表5:历年来公司营业收入及同比增速



图表6:历年来公司归母净利润及同比增速



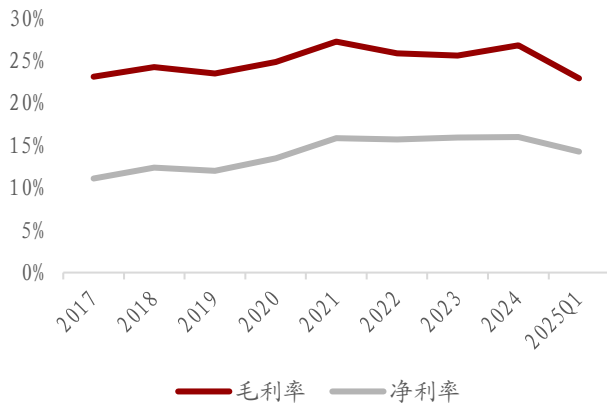
资料来源：同花顺iFind、公司公告、万联证券研究所

资料来源：同花顺iFind、公司公告、万联证券研究所

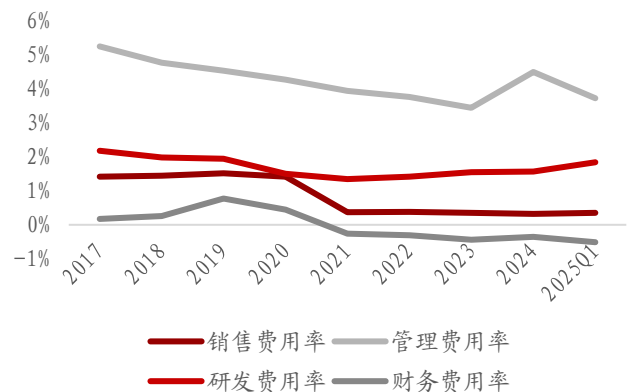
利润率稳中有升，三项费用率呈现下降趋势。盈利水平方面，2017-2024年公司利润率稳中有升，毛利率/净利率分别从23.11%/11.09%上升至26.80%/15.98%。2025Q1，受新工厂投产初期、效率仍在爬坡期的影响，公司整体盈利水平有所下滑。**费用率方面**，2017-2024年公司费用率管控良好，销售费用率、管理费用率和研发费用率整体呈现下降趋势，分别从2017年的1.41%/5.23%/2.17%下降至2024年的0.32%/4.48%/1.56%，

主要受益于公司规模优势带来的成本下降。

图表7:历年来公司毛利率和净利率情况



图表8:销售费用率/财务费用率/研发费用率/管理费用率情况

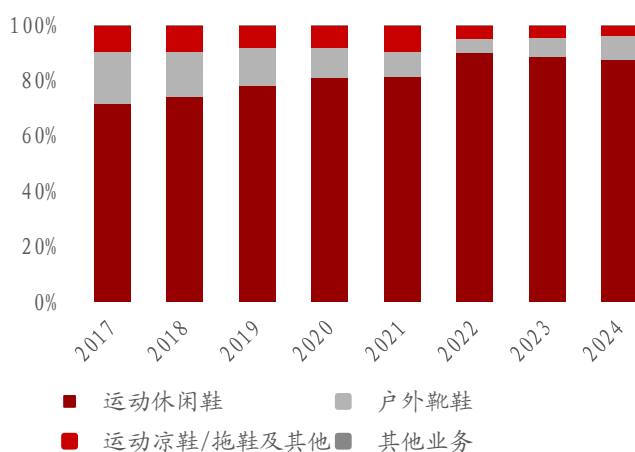


资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

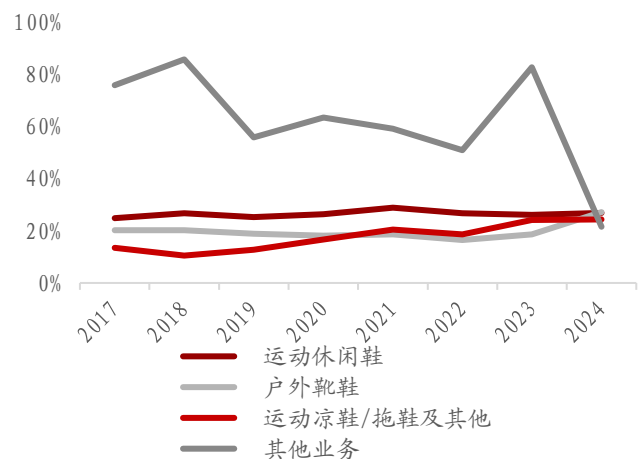
资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

主营业务中,运动休闲鞋业务收入占比最高。主营业务收入占比方面,2017-2022年,运动休闲鞋收入占比稳步上升,从2017年的71.66%上升至2022年的89.84%,2023-2024年占比略有下降,分别为88.53%/87.44%,运动休闲鞋营收占比在各项业务中最大;户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他的营业收入占比均减小,分别从2017年的18.66%/9.34%下降至2024年的8.62%/3.74%。毛利率方面,运动休闲鞋毛利率较为稳定,2024年运动休闲鞋毛利率为26.80%,户外靴鞋毛利率从2023年的18.68%大幅提升至2024年的27.16%,运动凉鞋/拖鞋及其他的毛利率有所提升,2024年毛利率为24.37%。

图表9:主营业务收入分产品情况



图表10:历年来各产品毛利率情况

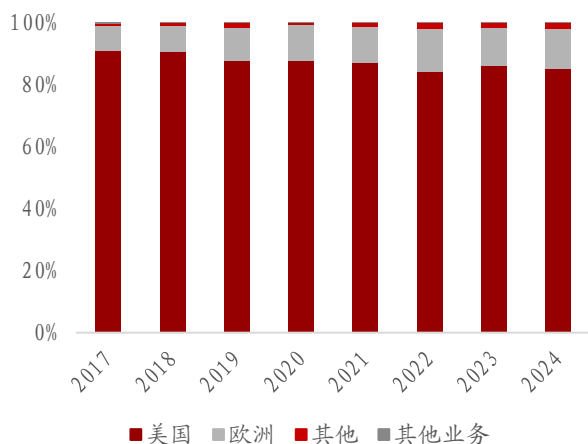


资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

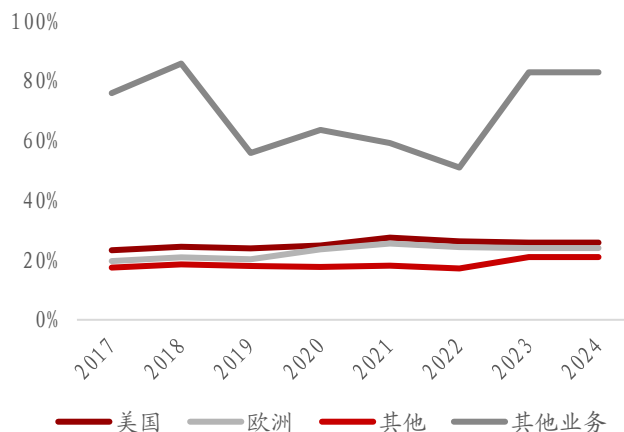
资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

分地区来看,美国地区营收占比最高,维持在85%-90%左右,欧洲地区营收占比维持在8%-13%,2024年,公司业务收入在美国/欧洲的占比分别为85.00%/12.75%。从毛利率看,美国地区与欧洲地区毛利率均有所上升,分别从2017年的23.28%/19.65%上升至2024年的25.78%/24.01%,美国地区毛利率略高于欧洲地区。

图表11:历年来营业收入分地区情况



图表12:历年来各地区毛利率情况



资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

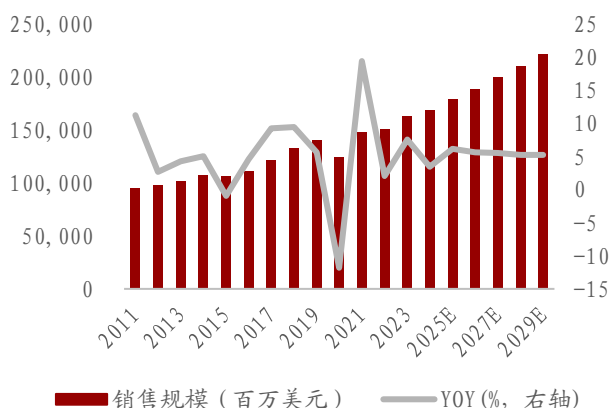
资料来源: 同花顺iFinD、万联证券研究所

2 行业分析: 运动鞋行业稳健增长, 产能往东南亚转移

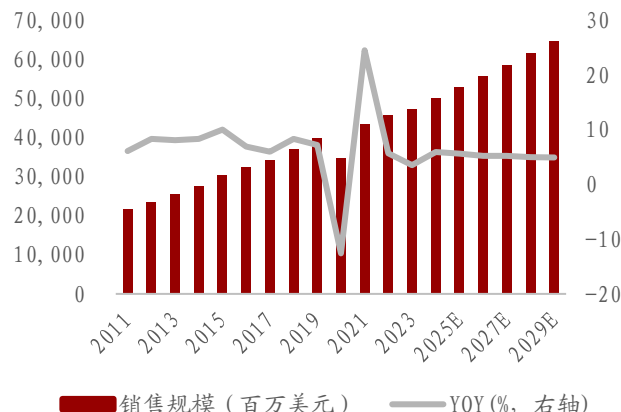
2.1 全球运动鞋行业规模稳健增长

全球运动鞋履市场规模稳健增长。根据Euromonitor数据, 2011-2024年, 全球运动鞋履市场销售规模从2011年的952.53亿美元上升至2024年的1686.45亿美元, CAGR为4.49%。受疫情影响, 2020年全球运动鞋履市场销售规模为1240.86亿美元, 同比-11.8%。而后随着疫情得到逐步控制, 市场规模逐渐恢复, 2021年运动鞋履市场销售规模恢复至1482.81亿美元, 同比+19.5%。预计未来受益于消费者健康意识提升、产品科技创新、体育赛事的推动等, 全球运动鞋履市场规模有望保持稳健增长。美国市场方面, 2024年美国运动鞋零售市场规模为500.68亿美元, 2011-2024年CAGR为6.65%, 增速略高于全球运动鞋市场。

图表13:2011-2029 年全球运动鞋履市场销售规模及增长情况



图表14:2011-2029 年美国运动鞋履市场销售规模及增长情况

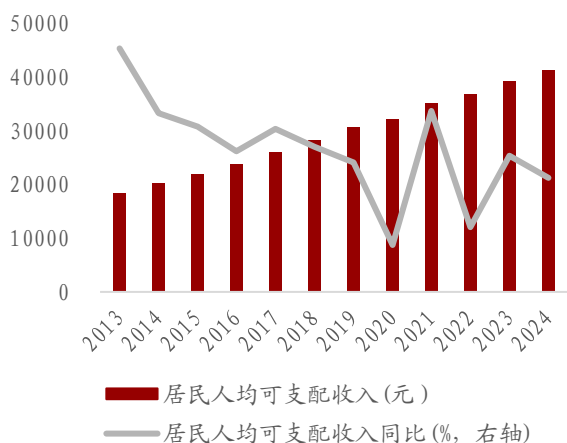


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

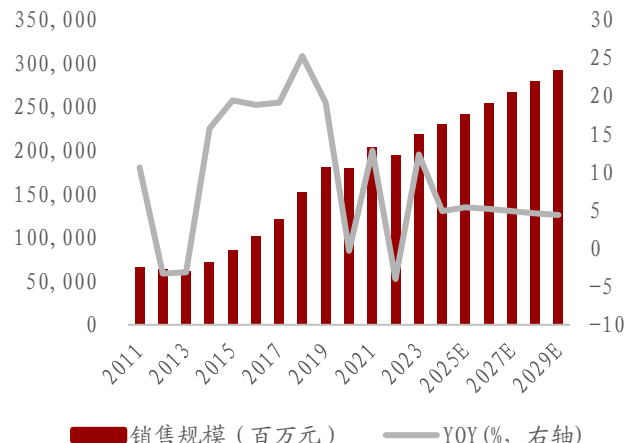
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

经济发展、消费者健康意识提高、体育赛事以及政策推动是运动鞋履行业快速发展的驱动力。以中国为例，近年来，我国人均可支配收入稳步增长，2013-2024年，人均可支配收入的CAGR为7.68%，消费能力逐渐增强。同时，国家发布一系列体育政策，如2021年国务院发布的《关于印发全民健身计划（2021—2025年）的通知》、2024年国务院发布的《关于促进服务消费高质量发展的意见》等，持续为运动行业注入活力。根据艾媒咨询数据，2024年，64.17%的人选择通过适当运动来维持健康。全民健身运动概念的普及推动了体育场地的扩建，体育场地数量逐年上升，从2018年的316.20万个上升至2023年的459.27万个。得益于经济发展、政策支持及消费者健康意识提高等因素，中国运动鞋履行业市场规模不断增长，从2011年的660.32亿元上升至2024年的2292.72亿元，CAGR为10.05%。

图表15:居民人均可支配收入稳步上升



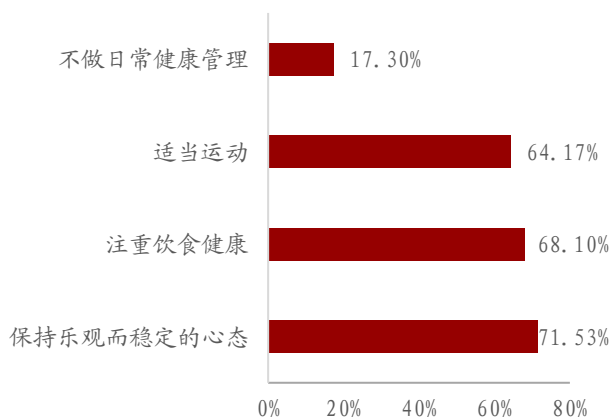
图表16:2011-2029 年中国运动鞋履市场销售规模



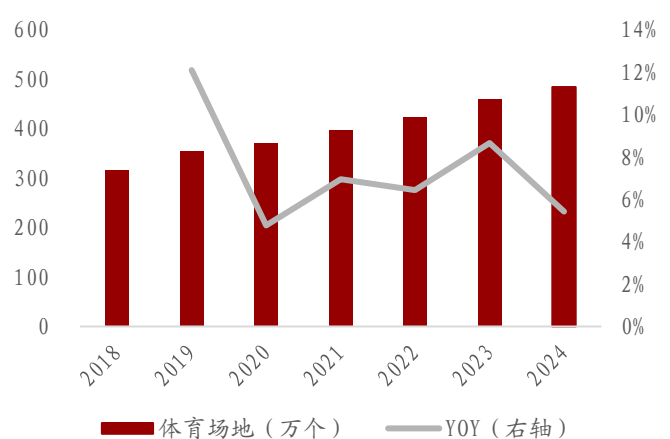
资料来源：国家统计局、万联证券研究所

资料来源：Euromonitor、万联证券研究所

图表17:2024 年中国公众健康管理方式



图表18:2018-2024 年中国体育场地数量



资料来源：艾媒咨询、万联证券研究所

资料来源：国家体育总局、万联证券研究所

图表19:近年来中国国家层面体育运动行业政策

发布时间	发布部门	政策名称	重点内容
2016 年	国务院	国务院关于印发全民健身计划（2016—2020 年）的通知	鼓励举办不同层次和类型的全民健身运动会，设立残疾人组别，促进健全人与残疾人体育运动融合开展。
2019 年	国务院办公厅	国务院办公厅关于印发体育强国建设纲要的通知	推进竞赛体制改革，建立适应社会主义市场经济、符合现代体育运动规律、与国际接轨的体育竞赛制度，构建多部门合作、多主体参与的金字塔式体育竞赛体系，畅通分级分类有序参赛通道，推动青少年竞赛体系和学校竞赛体系有机融合。
2021 年	国务院	国务院关于印发全民健身计划（2021—2025 年）的通知	落实国民体质监测、国家体育锻炼标准和全民健身活动状况调查制度。开设线上科学健身大讲堂。鼓励体育明星等体育专业技术人才参加健身科普活动。征集推广体育科普作品，促进科学健身知识、方法的研究和普及。制定面向大众的体育运动水平等级标准及评定体系。
2022 年	中共中央办公厅 国务院办公厅	中共中央办公厅 国务院办公厅印发关于构建更高水平的全民健身公共服务体系的意见	建立面向全社会的体育运动水平等级制度，健全服务全民健身的教练员、裁判员评价体系。建立高水平运动队帮扶基层体育社会组织的机制。
2023 年	体育总局、中央文明办、发展改革委等部门	关于推进体育助力乡村振兴工作的指导意见	打造特色体育赛事活动。打造“三农”特色鲜明、传统文化底蕴深厚、社会影响力大、可持续性强的乡村体育综合赛事活动。在全国运动会、全国少数民族传统体育运动会等全国综合性运动会项目设置、活动策划、宣传报道等方面强化乡村振兴有关工作。在中国农民丰收节、全国乡村振兴职业技能大赛中增设体育健身内容。办好全国农民体育健身大赛、全国乡（村）长体育健身大赛等赛事活动。推动乡村体育赛事国际交流，鼓励有条件的地方以乡村为比赛地点，举办国际龙狮争霸赛、国际龙舟赛、国际风筝节、国际登山节等品牌体育赛事。
2024 年	国务院	关于促进服务消费高质量发展的意见	鼓励举办各类体育赛事活动，创建具有自主知识产权的赛事品牌，申办或引进有影响力的国际顶级赛事，培育专业化运营团队。引导各地推出特色鲜明的群众性体育赛事活动。积极发展冰雪运动，持续推动冰雪运动在全国普及发展。深化促进体育消费试点工作，培育一批国家体育产业和体育旅游发展载体。
2025 年	国务院办公厅	关于建设高质量户外运动目的地的指导意见	引导和支持户外运动目的地组织开展丰富多彩的全民健身、节庆登高、大众冰雪季等群众性体育活动，让更多群众找到适合的参与方式。推广徒步、登山、骑行、漂流、定向越野、野外生存等传统户外运动，发展冲浪、飞盘、桨板、速降等新兴户外运动。鼓励依托资源优势，根据季节变化开展春季赏花徒步、夏季沙滩排球、秋季山地骑行、冬季滑冰滑雪等特色活动。

资料来源：中国政府网、万联证券研究所

2.2 产业链上下游梳理

运动鞋履行业的产业链可拆解为原料、设计、生产制造、品牌运营、渠道零售等多个环节。

上游：运动鞋履行业的上游主要为原料供应商。运动鞋履上游涉及的原材料种类较多，按大类可以划分为：鞋面材料（皮革料、纺织布料等）、鞋底材料（橡胶、发泡类鞋材、橡胶类鞋材、活动鞋垫、鞋底添加剂等）、粘合材料（胶水、其他粘合剂及粘合处理剂）、包装材料（鞋盒、外箱、各种标签等）、辅助材料（鞋带、眼扣等）等。原材料成本占比高，其价格波动对产业链的影响较大。根据华利集团2023年的营业成本拆分，直接材料占比达到61.94%，直接人工、制造费用、运费及报关费合计占比约为38.06%。

中游：行业的中游主要是鞋履制造企业，鞋履制造企业从原料生产商处采购原料，并进行运动鞋履的开发设计与制造。全球知名的运动鞋履品牌如Nike、Adidas等一般采取品牌运营与制造分离模式，在该模式下，品牌商着力于品牌价值的塑造、营销及产品的设计，而制造则委托给专业的制鞋厂商负责。运动鞋代工厂商主要有华利集团、裕元集团、丰泰企业及钰齐国际等，代工企业的毛利率多在18%-26%，净利率多在3%-16%。

下游：行业的下游包括品牌商、经销商、渠道商及终端消费者。（1）**品牌商：**运动鞋履品牌端参与者众多，发展相对成熟，已存在不少具有广泛知名度的品牌，其中包括Nike、Adidas、安踏、VF、Puma等，头部品牌商格局较为稳固。近十年世界运动鞋服公司市占率CR5维持在32%-37%，CR9在38%-45%之间，2024年下游运动鞋服公司CR5/CR9分别为32.5%/40.8%。品牌端的企业由于掌握运动鞋履的定价权，毛利率水平在产业链中最高，多处于44%-58%的区间，净利率大多在2%-18%之间。（2）**经销商：**不少品牌商会委托下游经销商进行产品分销，运动鞋经销商代表有宝胜国际、滔搏等，这个环节的企业毛利率大多在30%-45%之间，净利率多为1%-8%。

图表20:运动鞋履行业产业链



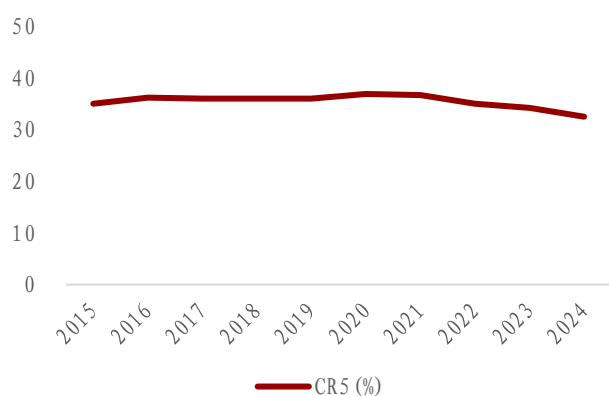
资料来源：公司公告、同花顺iFind、万联证券研究所

图表21:全球运动鞋服公司市占率(%)情况

公司	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Nike Inc	16.8	17.0	16.6	16.5	16.6	17.5	17.2	17.0	17.0	15.7
adidas Group	10.1	10.9	11.3	11.3	11.0	10.8	10.5	8.9	8.3	8.2
Anta (China) Co Ltd	1.0	1.1	1.2	1.6	2.2	2.7	3.0	3.0	3.2	3.4
VF Corp	4.1	3.9	3.8	3.8	3.9	3.7	3.6	3.5	3.1	2.7
Puma SE	0.0	0.0	0.0	2.0	2.1	2.2	2.4	2.6	2.6	2.5
Skechers USA Inc	1.7	1.8	1.8	1.9	2.0	2.1	2.2	2.3	2.2	2.4
lululemon athletica inc	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.4	1.6	2.0	2.2	2.2
Under Armour Inc	2.3	2.6	2.5	2.4	2.3	2.2	2.4	2.3	2.2	1.9
New Balance Athletic Shoe Inc	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.5	1.6	1.8
Others	61.8	60.4	60.6	58.2	57.5	56.2	55.8	57.0	57.7	59.3
CR9 (%)	38.3	39.7	39.5	41.8	42.5	43.9	44.2	43.1	42.4	40.8

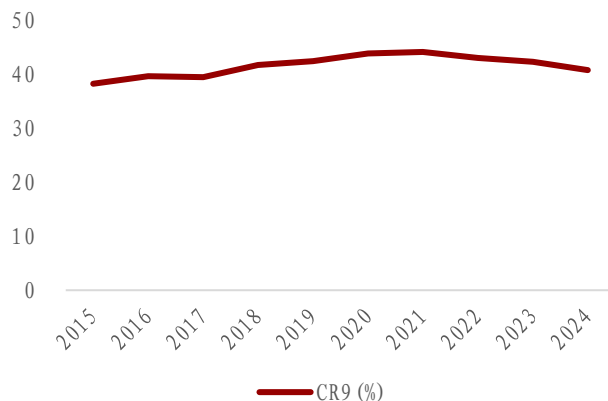
资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表22:近十年全球运动鞋服公司 CR5(%)变动情况



资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

图表23:近十年全球运动鞋服公司 CR9(%)变动情况

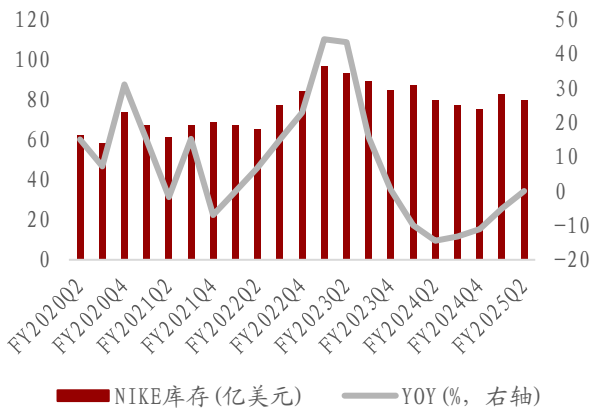


资料来源: Euromonitor、万联证券研究所

2.3 制造端订单修复持续，下游品牌方库存回补至健康水平

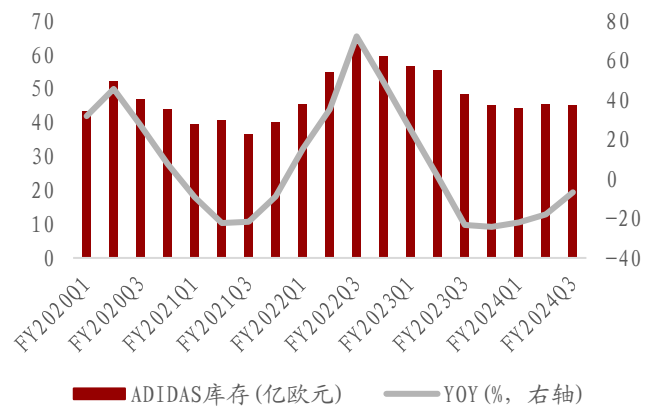
下游品牌商库存回补至健康水平。2022年，受疫情等不确定因素影响，运动品牌提前并超额开启补货，许多品牌库存量于2022年达到最高点，并在2023年进入去库存阶段。在2023年底，运动品牌如Nike、Adidas、Deckers、VF等的产品库存水平逐渐趋于正常，存货连续多季保持下降趋势并进入正常区间，而后开启补库存阶段，制造端订单逐步恢复。目前，下游品牌商库存已回补至健康水平。

图表24:NIKE 库存变动情况



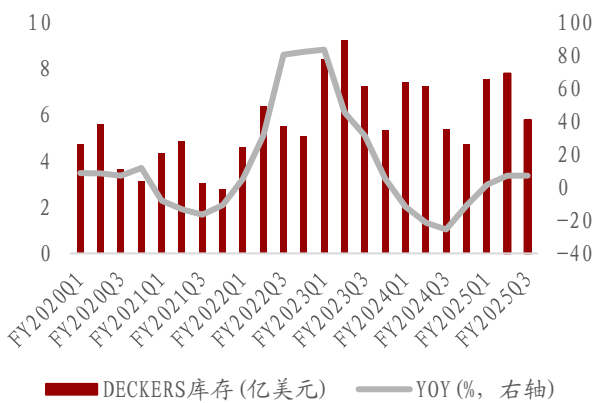
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表25:ADIDAS 库存变动情况



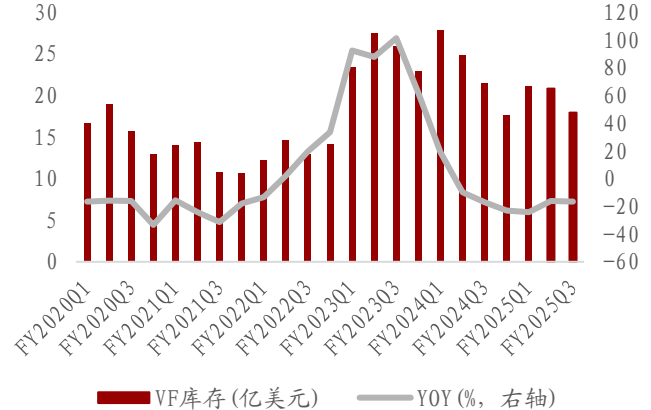
资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表26:DECKERS 库存变动情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

图表27:VF 库存变动情况



资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

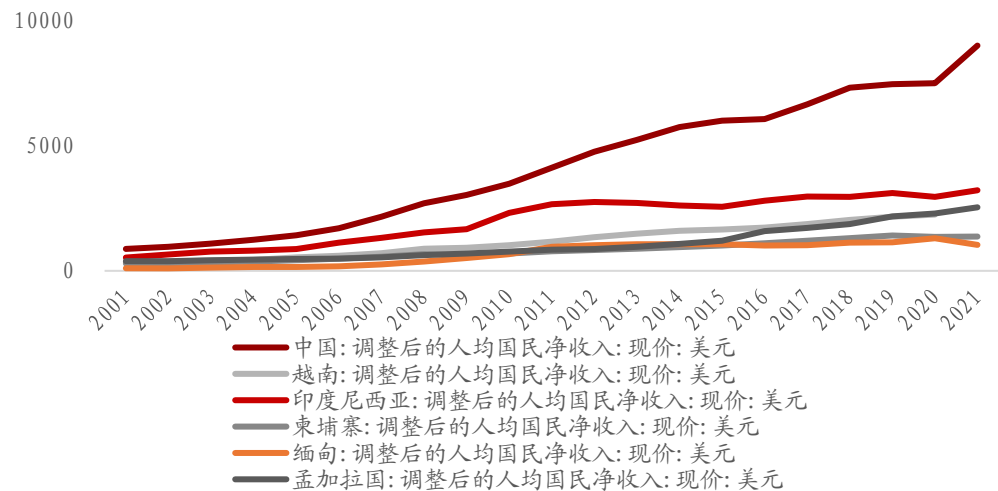
2.4 受多方因素影响，运动鞋产能往东南亚转移

制造商产能往东南亚转移。制鞋业是劳动力密集型产业，其发展和转移受劳动力资源、原材料配套供应、政策环境等多方面的因素影响和制约。近年来全球制鞋业的中心正不断从中国向越南、印尼、缅甸、印度、柬埔寨等东南亚和南亚国家转移，主要原因在于：（1）人力成本优势：根据世界银行的数据，2001-2021年越南、印尼、柬埔寨、缅甸、孟加拉国等东南亚和南亚国家人均国民净收入远低于中国，东南亚和南亚国家的人力具备成本优势。（2）低关税优势：以越南与印尼为例，2024年，美国对产地为越南、印尼的鞋履产品征收基准关税，对产地为中国的鞋履产品则在基准关税的基础上加征20%-27.5%的额外关税；欧盟则对从越南进口的产品实施0关税，对从印尼进口的鞋履产品实施4.5%-11.9%的关税，低于对中国征收的关税。2025年4月，美国宣布对全球贸易伙伴加征“对等关税”，随后又宣布暂缓实施并与各国展开关税谈判，截止2025年6月10日仍在谈判中，后续美国对越南、印尼的低关税政策是否能持续仍然要看最终谈判结果。

目前，许多国际知名品牌如Nike、Adidas等的鞋履生产中心已逐步转移至越南、印尼等地，Nike运动鞋在中国的产能占比从2019财年的23%下降至2024财年18%，越南+印尼的产能占比则从70%提升至77%，同样，Adidas运动鞋在中国的产能占比从2018年

的18%下降至2024年的14%，印尼地区的产能占比则从28%提升至32%。

图表28:2001-2021 年中国/越南/印尼/柬埔寨/缅甸/孟加拉国人均国民净收入（美元）



资料来源: 世界银行、万联证券研究所

注: 2021年越南数据未公布, 2021年以后上述所有国家数据未公布

图表29:2024 年欧美对产地为越南、中国、印尼的鞋履产品征收关税税率对比

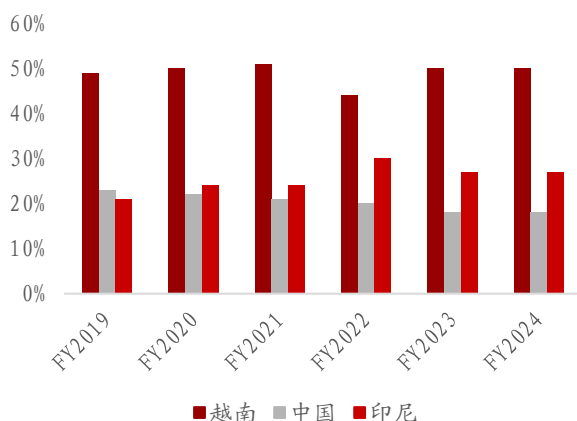
	美国	欧盟
越南	采用基准税率 10%	享受零关税
印尼	采用基准税率 10%	征收 4.5%-11.9%关税
中国	采用基准税率加额外税率（额外税率为 20%-27.5%）	征收 8%-17%关税

资料来源: European Commission, United States International Trade Commission, 万联证券研究所

注: (1) 本表数据来源于2024年。

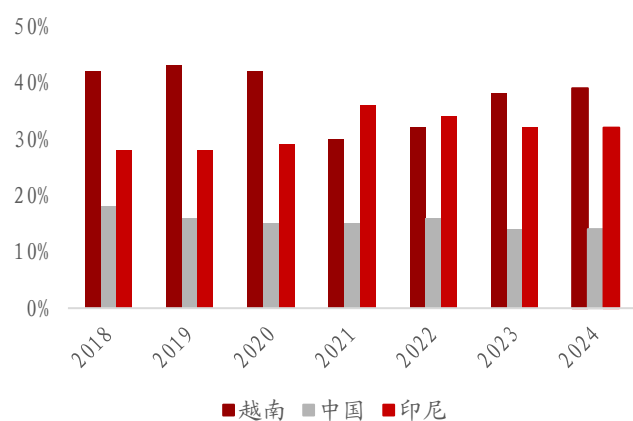
(2) 2025年4月美国宣布对全球贸易伙伴加征“对等关税”，随后又宣布与各国展开关税谈判，截止2025年6月10日仍在谈判中，因此本表未更新2025年最新关税情况。

图表30:近年 Nike 运动鞋产能分布状况



资料来源: 公司公告、万联证券研究所

图表31:近年 Adidas 运动鞋产能分布状况



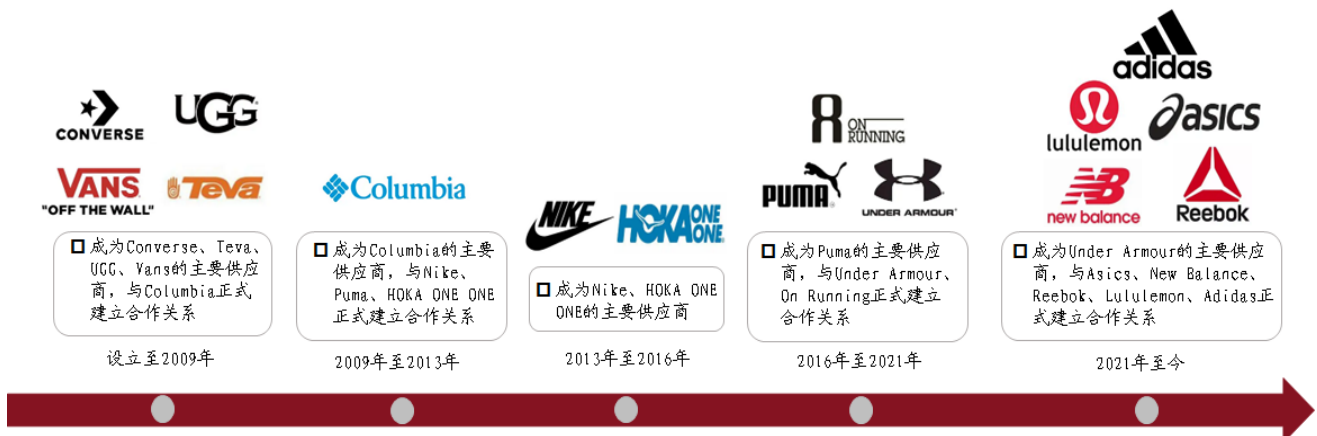
资料来源: 公司公告、万联证券研究所

3 公司看点：客户资源稳定+低成本+产能扩张

3.1 客户：拥有优质且稳定的客户资源，新客户有望放量

公司采取优质大客户策略，与多家知名运动鞋品牌建立了合作关系。通过长期的稳定经营，公司凭借良好的产品品质、突出的开发设计能力、快速响应能力和及时交货能力，积累了宝贵的全球知名运动鞋履客户资源，全球运动鞋服市场份额的前十的企业中，Nike、VF、Puma、Columbia、Under Armour均为公司主要客户，此外，公司还是Converse、UGG、Vans、Puma、Columbia、HOKA等全球知名品牌的鞋履产品的最大供应商。公司的客户相对分散，对单一客户不产生重大依赖。公司与前五大客户均有较长的合作历史，具有较多的长期稳定的优质客户。同时公司也在积极推进与新客户的合作进程，与On、Asics、New Balance、Reebok、Lululemon等品牌建立合作关系，为公司发展不断注入活力。2024年，公司与Adidas开始合作，并于2024年9月开始量产出货。2025Q1，公司收入快速增长，Adidas和New Balance贡献了较大的增量。

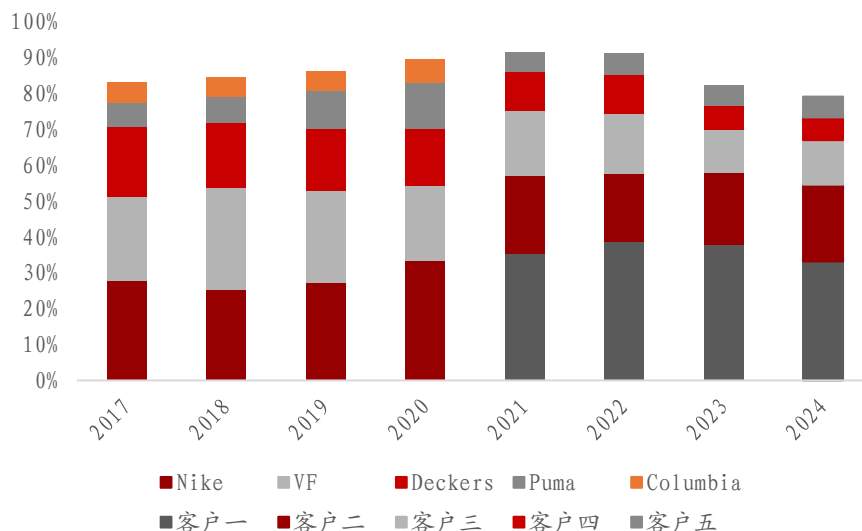
图表32:公司主要客户的简要合作历程



资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司的客户资源较为稳定，客户粘性较强，转换成本较高。由于全球知名运动鞋品牌商对于产品品质、工艺技术、订单交付速度、产能规模等方面的要求较高，且在与供应商合作时需要不断相互磨合，需要供应商深度参与产品的开发，这使得供应商对于品牌商而言具有较高的转换成本，品牌商一般而言不会轻易更换供应商。例如，Adidas合作的超过10年的供应商占比高达68%，其中有37%合作超过20年，Nike的前四大鞋类供应商集中度维持在57%-61%，Columbia的前五大鞋类供应商集中度维持在80%左右。从华利集团的前五大客户集中度来看，2017-2024年，公司前五大客户集中度均保持在80%左右，客户资源稳定，且客户结构分布相对同行而言更为均匀（丰泰企业的第一大客户Nike收入占比超80%，裕元集团第一大客户Nike和第二大客户Adidas分别占制造业务收入40%/20%），因此公司的经营更为稳定，抗风险能力相对更强。

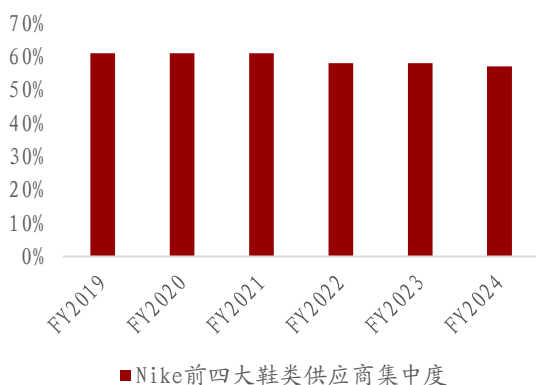
图表33:华利集团前五大客户销售收入占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

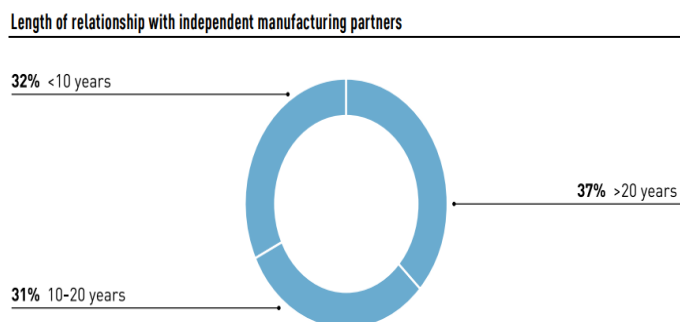
注：2020年数据为公司2020H1数据

图表34:Nike 前四大鞋类供应商集中度



资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表35:Adidas 合作的生产商合作年份占比



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：图表取自Adidas2024年财报。

3.2 产能：成本优势领先同行，产能扩张带动销量上行

公司合理布局业务，产能分布最大化控制成本。公司生产经营主体分布于广东中山、越南、香港、台湾、多米尼加、缅甸等地，采用“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。目前，公司的成品鞋制造工厂主要分布在越南北部和中部区域。相较于其他东南亚国家，越南距离中国较近，节约了运输时间和运费，在距离、人力成本、土地厂房建造成本等方面具有一定的优势。

图表36:公司业务分布

地点	职能	布局原因
中山	开发设计中心	充分利用中国大陆的产业链和多样的原材料快速进行鞋履开发；同时，公司在中山有积累多年的开发设计人才储备，未来在开发设计人才招聘上也有较大优势
中国香港、中山	贸易结算中心	利用香港国际金融中心的功能和外汇结算的便利
越南、印度尼西亚、多米尼加、缅甸等地	生产制造基地	利用当地成本相对较低的劳动力资源、土地厂房及税收政策
中国台湾	部分鞋材与设备的采购	较多制鞋原材料供应商、制鞋设备厂商为台资企业

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表37:越南布局优势分析

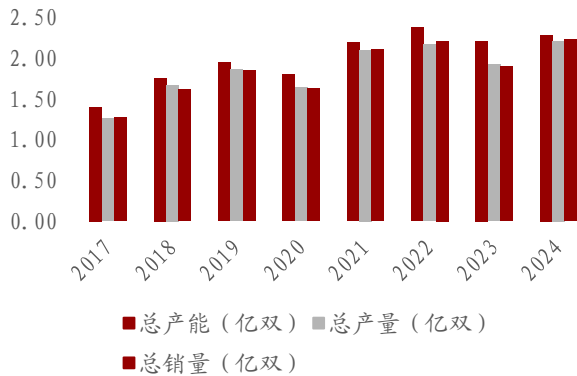
优势方面	具体情况	
外贸环境	外贸关系	2007 年加入世界贸易组织（WTO），参与了包括《跨太平洋伙伴关系全面进展协定》（CPTTP）、《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）等一系列自由贸易协定。
	关税方面	1）欧盟：越南与欧盟签订《越南与欧盟自由贸易协定》（2020 年 7 月 1 日起实施），约定欧盟对越南消除大部分进口关税，越南对欧盟出口鞋履享受零关税。2）美国：美国与越南签署海关互助协定以及众多经贸合作协议。此前，美国对原产于中国的鞋履产品关税采用基准税率加额外税率（额外税率为 20%-27.5%），而对进口原产于越南的鞋履产品采用基准税率，关税税率较低。但 2025 年 4 月美国宣布对全球贸易伙伴加征“对等关税”，随后又宣布暂缓实施并与各国展开关税谈判，最终谈判结果有待公布。
劳动力	数量	劳动力资源丰富，截止 2024 年 12 月 1 日，越南人口达 1.01 亿人；截止 2022 年 3 月 1 日，越南人口参与率达 68.1%
	成本	工资水平较低，截止 2023 年 6 月 1 日，越南的月收入达 331 美元，劳动力成本相对较低
政策优惠	鼓励国外企业到越南投资，并为外商投资者简化行政审查手续、提供更加优惠的投资政策等。1）对于投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3,000 个以上的企业，越南政府给予所得税“四免九减半”的特殊优惠；2）2023 年 11 月 29 日，越南国会通过了《关于按规定征收额外企业所得税以防止全球税基侵蚀（全球最低税）的决议》。越南将自 2024 年 1 月 1 日起，对连续四年中的两年综合营业总额至少为 7.5 亿欧元的跨国企业按照全球最低税率 15%征收企业所得税。	
资源条件	全球橡胶主要产区之一，近几年价格较为稳定。	
地理位置	与中国接壤，海岸线长达 3260 公里，港口众多，海陆运输便利。	

资料来源：CEIC Data、越南中国商会、公司公告、万联证券研究所

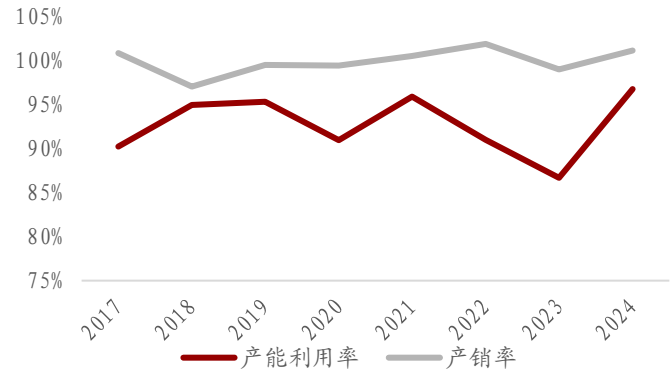
公司产能规模庞大，产能与产量均呈现增长趋势。2017-2024年，公司的产能从1.40亿双增至2.29亿双，CAGR为7.25%，公司的产量从1.26亿双增至2.21亿双，CAGR为8.36%。除2020年受新冠肺炎疫情影响及2023年受部分运动鞋品牌客户去库存周期等因素影

响外，公司其余年份的产能与产量整体呈现增长趋势。2024年，公司销售运动鞋2.23亿双，同比+17.53%。此外，公司的产能利用率较高，除2023年，均维持90%以上，2024年公司产能利用率为96.72%。公司产销率较为稳定，维持在100%左右，2024年公司产销率为101.08%。

图表38:近年来公司产能及产销量



图表39:近年来公司产能利用率及产销率



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：2017-2019年产销率数据为包含外协生产部分数据

公司收入规模在业内排名靠前，产能分布更集中在低成本地区。我们将华利集团与同行企业裕元集团、丰泰企业、钰齐国际进行对比：从收入规模来看，裕元集团的营收规模最大，2024年制造业收入为46.57亿美元，其次为华利集团和丰泰企业，收入分别为33.40、26.68亿美元。从产能分布来看，华利集团的产能主要集中在越南，另外在印尼、中国、多米尼加等地均有布局；裕元集团的产能主要分布于越南、印尼、中国；丰泰企业的产能主要分布于越南、印度、印尼、中国；钰齐国际的产能主要分布于中国、越南、柬埔寨。

图表40:公司产能与同行情况对比

公司名称	成立时间	主要产品	主要客户	产能分布	2024 年营收规模
华利集团	2004	运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋、拖鞋	Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA 等	越南、印尼、中国、多米尼加、缅甸。2023 年产能 2.21 亿双，产量 1.92 亿双	240.06 亿元（约合 33.40 亿美元）
丰泰企业	1971	休闲鞋、直排轮鞋、冰刀鞋、滑雪板靴、脚踏车鞋	Nike 等	越南、印尼、印度、中国。2023 年产量 1.12 亿双	874.87 亿新台币（约合 26.68 亿美元）
裕元集团	1988	运动鞋、便服鞋、户外鞋、运动凉鞋	Adidas、Asics、Converse、New Balance、Nike、Puma、Reebok、Salomon 及 Timberland 等	越南、印尼、中国、柬埔寨、孟加拉、缅甸。2023 年产量 2.18 亿双	46.57 亿美元（制造业收入）
钰齐国际	1995	运动鞋、休闲鞋	The North Face、DKL（迪卡侬）、Meindl、Salewa、La Sportiva、Vans、Under Armour、Merrell 等	中国、越南、柬埔寨。2023 年产量 0.19 亿双	146.11 亿新台币（约合 4.46 亿美元）

资料来源：公司公告、同花顺iFind、万联证券研究所

公司产能扩张计划清晰，有望带动销量提升。为适应运动鞋消费市场的需求，基于客户预期订单的需求以及公司分散生产基地的规划，公司计划未来继续在越南、印度尼西亚新建工厂。2024年上半年，公司在越南的两家新建工厂（分别是一家成品鞋工厂和一家鞋材工厂）、印度尼西亚一家新建成品鞋工厂已开始投产。印尼与中国相比，同样具备人力资源、自然资源等方面的优势，公司在印尼两期工厂预计产能合计5000-6000万双/年，未来产能的扩张有望带动公司销量提升。此外，公司在中国四川通过租赁厂房的方式拥有了成品鞋工厂，并于2025年第一季度开始投产。

图表41:公司募投项目列表

项目名称	鞋履品牌	鞋履种类	募集资金累计投入金额（万元）	年产量（万双）	（预计）达产时间
越南宏福鞋履生产基地扩产项目	Puma	运动休闲鞋	8,541.68	360	2021年6月30日
越南上杰鞋履生产基地扩产项目	Vans	运动休闲鞋	1,303.29	180	2022年12月31日
越南立川鞋履生产基地扩产项目	Converse	运动休闲鞋	3,221.15	320	2022年12月31日
越南弘欣鞋履生产基地扩产项目	UGG	户外靴鞋	5,546.59	98	2022年12月31日
越南永弘鞋履生产基地扩产项目	HOKA ONE ONE	运动休闲鞋	2,831.82	160	2022年12月31日
缅甸世川鞋履生产基地建设项目	-	-	4,135.51	-	-
印度尼西亚鞋履生产基地（一期）建设项目	-	-	52,261.83	-	2024年12月31日
印度尼西亚鞋履生产基地（二期）建设项目	-	-	4,787.77	-	2026年12月31日

资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：印尼两期工厂预计产能合计5000-6000万双/年

图表42:印尼布局优势分析

优势方面	具体情况	
外贸环境	外贸关系	1950年2月24日印尼加入《关税与贸易总协定》（GATT），1995年成为世界贸易组织（WTO）的正式成员。2022年1月1日，《区域全面经济伙伴关系协定》（RCEP）正式实施，成为全球最大的自由贸易经济体。2023年1月1日，印尼加入RCEP，提升了它在新兴市场中的吸引力。
	关税方面	1）欧盟：印尼是欧盟提供关税优惠的受惠国。根据2012年11月欧盟委员会公布的新的普惠制（GSP）方案，印尼被列为普惠制第二类国家。自2014年1月1日至2023年12月31日，欧盟对印尼等40个低收入和中低收入国家的进口产品在最惠国税率基础上减少3.5%的税。2）美国：此前印尼享有美国的普惠制（GSP）优惠关税待遇，美国鞋履进口的关税采用基准税率加额外税率税制，美国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20%-27.5%），而对进口原产于印尼的鞋履产品采用基准税率，关税税率较低。但2025年4月美国宣布对全球贸易伙伴加征“对等关税”，随后又宣布暂缓实施并与各国展开关税谈判，最终谈判结果有待公布。
劳动力	数量	劳动力资源丰富，截止2022年12月1日，印尼人口达2.75亿人；截止2024年8月1日，印尼的劳动人口参与率达70.6%
	成本	工资水平较低，截止2024年12月1日，印尼的月收入达187美元，劳动力成本相对较低

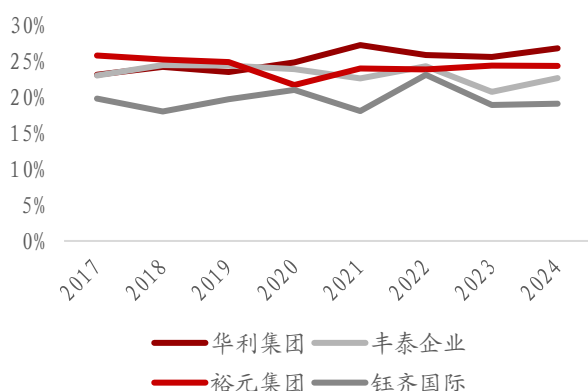
政策优惠	外商投资环境日益友善，政府提供多项税收优惠和政策支持。印尼工业区根据发展程度提供不同的税收优惠，先进工业区享受税收优惠程度最高；加拉旺工业园区等地可享5至10年企业所得税减免，适合制造业布局；出口导向型企业更可获得增值税免税待遇，有效降低生产成本。
资源条件	印尼自然资源丰富，有“热带宝岛”之称。盛产棕榈油、橡胶等农林产品，其中棕榈油产量居世界第一，天然橡胶产量居世界第二。富含石油、天然气以及煤、锡、铝矾土、镍、铜、金、银等矿产资源。
地理位置	由太平洋和印度洋之间的17508个大小岛屿组成，是世界上最大的岛国、最大的群岛国家。位于亚洲和大洋洲、太平洋和印度洋的交通枢纽，控制着关键的国际海洋交通线。

资料来源：CEIC Data、商务部《对外投资合作国别（印度尼西亚）指南（2024年版）》、iCONNECT（艾肯斯）、万联证券研究所

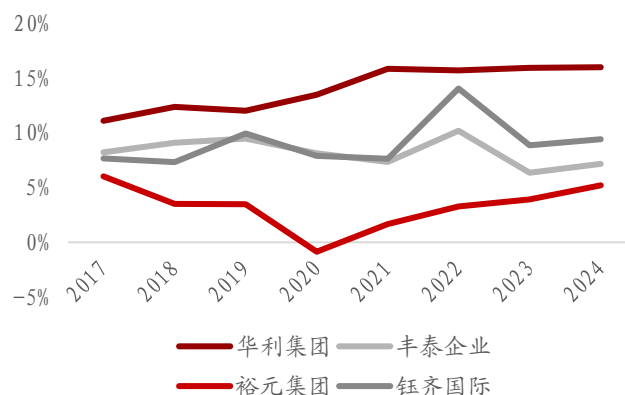
3.3 效率：成本低+管理和生产效率高，公司盈利水平领先同行

得益于成本低+管理和生产效率高，公司盈利水平领先同行。公司近年来毛利率、净利率水平领先同行企业，2024年毛利率/净利率分别为26.80%/15.98%，高于裕元、钰齐和丰泰，且公司近年盈利水平有明显的提升趋势。我们认为，主要得益于以下几个方面：1）**成本低**：公司产能布局大部分在越南北部，北越劳动力资源丰富，且距离中国更近，文化背景与中国相似，无论在成本把控方面还是人员管理方面都更具优势；而同行企业裕元、丰泰、钰齐的产能除了越南以外，印尼、中国等地的占比不低，人力成本方面相对于越南更高。2）**管理效率高**：从费用端来看，近年来华利集团的销售费用率与管理费用率之和为3.7%-6.6%，显著低于丰泰、钰齐和裕元集团，说明公司内部的管理效率高于同行企业。3）**生产效率高**：从人均产量来看，近三年华利集团的人均产量显著高于丰泰、钰齐和裕元，工厂内部的生产效率更高。2024年，华利集团人均产量为1306双/人，丰泰、钰齐、裕元分别为893、809、962双/人。

图表43:同行毛利率对比



图表44:同行净利率对比



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

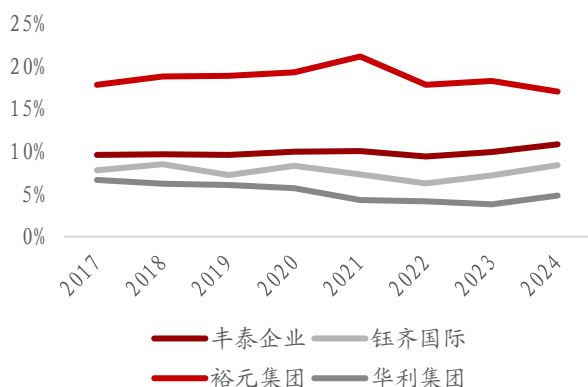
资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

图表45:同行销售及管理费用率对比

公司名称	财务指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
丰泰企业	销售及管理费用率	9.56%	9.64%	9.58%	9.96%	10.01%	9.39%	9.93%	10.81%
	销售费用率	1.90%	1.81%	1.68%	-	-	-	-	-
钰齐国际	管理费用率	5.86%	6.67%	5.54%	-	-	-	-	-
	销售及管理费用率	7.76%	8.48%	7.22%	8.30%	7.30%	6.23%	7.16%	8.36%
裕元集团	销售费用率	10.81%	11.97%	12.09%	12.78%	13.94%	11.02%	11.33%	10.24%
	管理费用率	6.97%	6.79%	6.76%	6.47%	7.17%	6.79%	6.93%	6.76%
华利集团	销售及管理费用率	17.78%	18.76%	18.85%	19.25%	21.11%	17.81%	18.26%	17.00%
	销售费用率	1.41%	1.44%	1.51%	1.41%	0.37%	0.38%	0.35%	0.32%
华利集团	管理费用率	5.23%	4.75%	4.52%	4.25%	3.93%	3.75%	3.43%	4.48%
	销售及管理费用率	6.64%	6.19%	6.03%	5.66%	4.30%	4.13%	3.78%	4.80%

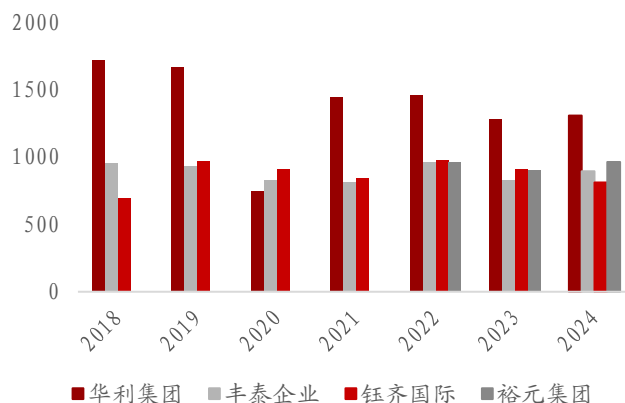
资料来源：同花顺iFinD、公司公告、万联证券研究所

图表46:同行销售及管理费用率对比



资料来源：同花顺iFinD、公司公告、万联证券研究所

图表47:同行人均产量对比（双/人）



资料来源：公司公告、万联证券研究所

注：（1）钰齐国际人均产量分母采用生产线员工人数，华利集团采用生产人员人数，裕元集团采用制造业务员工人数，丰泰企业未披露生产/制造员工，故采用员工总数（其余三家公司2024年生产制造员工数占比均超过了80%）；

（2）华利集团2020年数据未公告，此处用2020H1数据替代，裕元集团未披露2022年前制造业务员工人数，因此未计算2022年前的人均产量。

3.4 产品：品质优质且稳定，持续加码研发

公司拥有优秀的产品开发设计能力，高度重视产品质量。（1）产品的开发设计方面，公司具有多年的研究及生产经验，积累了多种材料配方及加工技术。公司根据客户需求以及运动鞋材料和工艺的发展趋势，持续研发投入，不断优化和丰富产品结构，持续开发符合消费者喜好与市场潮流的产品，满足客户对产品的多样化需求；（2）产品的质量控制上，公司始终高度重视产品质量，积极根据客户和公司制定的高标准要求实施产品质量控制，建立了从原材料采购、产品生产和成品检验的全过程质量管理体系，配备了专门的实验室对原材料和产品进行检测，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。公司的产品质量得到了客户的高度认可，在多个客户对制造商品质考核中取得良好成绩。2020-2024年，公司的产品合格率均值高达

99.99%，产品质量稳定可靠，满足客户期望。

图表48:公司荣誉

年份	公司荣誉
2018	Nike Quality award
2018	PUMA BEST PERFORMANCE
2019	Nike Quality award
2020-2021	DECKERS Best Performance Lean
2023	DECKERS Best Performance

资料来源：公司官网、万联证券研究所

图表49:2020-2024 年公司总产出数及合格率

年份	总产出数（亿双）	合格率
2020	1.6	99.996%
2021	2.1	99.992%
2022	2.2	99.996%
2023	1.9	99.985%
2024	2.2	99.99%

资料来源：华利集团环境、社会和治理报告、万联证券研究所

公司供应链体系完善，交付能力行业领先。一款新鞋从初始设计到上市周期一般为12-18个月左右，需鞋履制造企业深度参与完成产品上市。受时尚潮流影响以及季节着装的差异，运动鞋的时效性强。得益于公司具备完善的供应链体系、突出的开发设计能力、成熟的生产流程及熟练的生产人员等，对于紧急订单，公司能将交付时间缩短至一半以上。公司凭借突出的开发设计优势、规模化采购和制造优势及精细化管理能力，已形成针对客户“快速设计制样、快速爬坡量产、快速产品交付”等运营能力。**对于部分紧急订单，公司能做到1个月内甚至2-3周实现交货。公司具备快速交付能力优势，准时交付能力一直处于行业领先水平。**

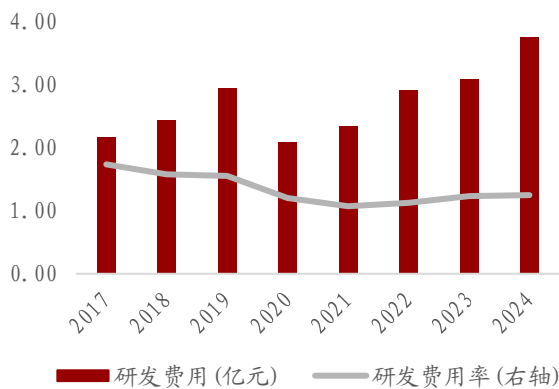
图表50:公司运营能力概况

流程	公司运营能力
设计制样	公司主要开发设计人员具有丰富的行业经验，且与主要客户及其设计师都有多年合作经验，能快速、准确理解客户设计理念，深度参与产品开发，公司通过 VR 设计系统、3D 打印系统，自主开模，能快速设计制样，在客户要求的时间内提供成熟的样品
采购	公司建立了稳定的供应商体系，且对于供应商而言，公司属于采购规模大、付款及时的优质客户，因此公司能快速完成原材料采购备货
生产	公司产能规模位居全球前列，2023 年鞋产量达到 1.92 亿双，公司拥有成熟的生产工艺、完整的产业链、熟练的生产员工，生产管理人员经验丰富，且有长期稳定的产品品质历史，公司的生产能有效满足大客户交付及时性的需求

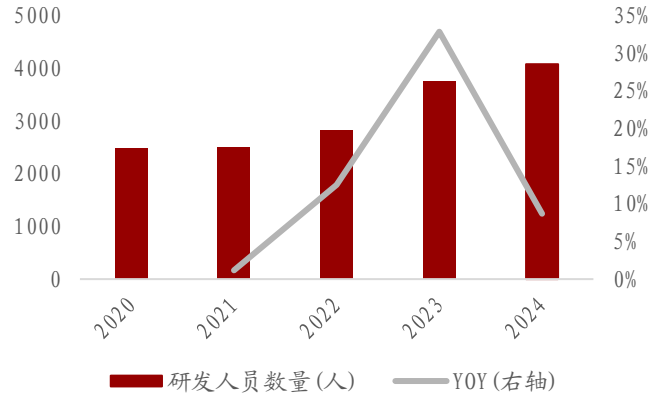
资料来源：公司公告、万联证券研究所

公司持续加码研发，近年来研发投入与研发人数稳步增加。公司为每个品牌设立了独立的开发设计中心，拥有大量超过10年工作经验的开发工程师和技术人员队伍，熟悉运动品牌客户的品牌内涵和设计理念，能够高效将平面图稿转化为运动鞋样品。同时，公司重视新材料、新工艺的投入和开发，2024年公司研发投入3.75亿元，同比增长21.26%，用于模具开发创新、制程工艺改善和创新、鞋面材料及工艺创新、鞋底材料及工艺创新等。截至2024年12月31日，公司共拥有研发人员4077名，已获授权专利147项，其中发明专利23项；拥有软件著作权3项。近五年来公司的研发费用率较为稳定，2024年公司的研发投入不断提升，研发费用率为1.56%。公司持续的研发投入和技术积累，不断提升公司的运动鞋制造工艺能力和流程效率，强化公司在运动鞋制造方面的技术及竞争力。

图表51:2017-2024 年研发费用及研发费用率



图表52:2020-2024 年研发人员数量及变动



资料来源：公司公告、万联证券研究所

资料来源：公司公告、万联证券研究所

图表53:公司主要研发项目及进展

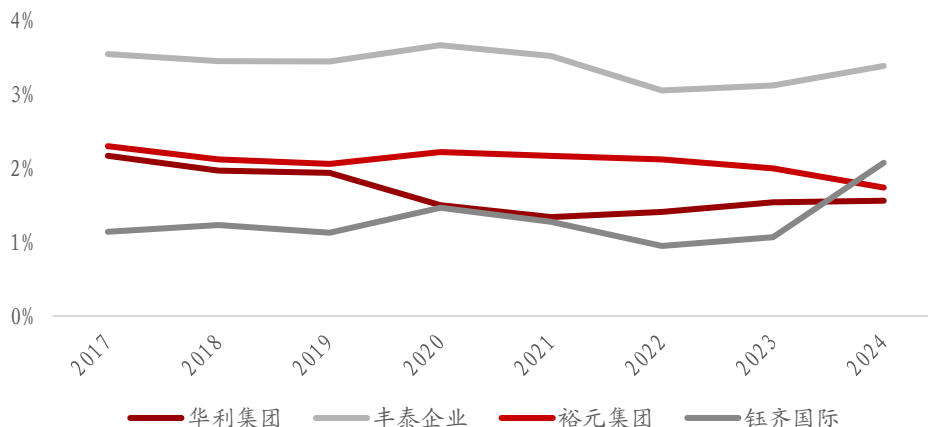
类型	主要研发项目名称	项目目的	项目进展	预计对公司未来发展的影响
模具技术	3D 打印技术运用类模具	通过 3D 打印技术的运用,研究开发多种新型模具,实现鞋底模具的快速、精确制造,提高模具的制造效率和设计灵活性	已投入量产	提高量产效率
模具技术	大底包头双阶段开模结构	通过研发、运用双阶段开模技术,能够生产出传统模具无法生产的鞋型,拓宽鞋型设计范围,提升模具适用性和生产效率	已投入量产	提高量产效率
模具技术	高效发泡成型鞋底模具	通过优化模具设计,提高鞋底的外观质量、成型质量,提高生产效率	已投入量产	提高量产效率及产品品质
模具技术	高精度鞋底模具	通过优化模具结构,提升鞋底的品质和舒适度,降低生产成本,提高生产效率	已投入量产	提高量产效率及产品品质
模具技术	防震缓冲复合型鞋底成型模具	通过优化模具设计,提升鞋底的防震缓冲性能和舒适度	已投入量产	提高量产效率及产品品质
模具技术	基于 IP (注塑成型) 射出工艺鞋底成型模具	通过优化模具设计和射出工艺参数,提高鞋底的生产效率和品质稳定性	已投入量产	提高量产效率及产品品质
鞋底技术	高性能鞋底	研发低密度超轻鞋底、防震缓冲复合型鞋底、舒适耐磨鞋底、高弹性鞋底、新型防滑鞋底、高稳定性结构鞋底等多款鞋底,提升鞋底性能,满足市场多样化需求	已投入量产	提高产品性能和品质
鞋面技术	新型针织鞋面的研究开发	研发空气层透孔针织提花针织鞋面、轻薄透孔针织鞋面、抗撕裂的针织鞋面、仿电绣半面版的针织鞋面、类网布透气抗菌针织鞋面、仿席编及车缝的针织鞋面、鞋面鞋舌一体成型针织鞋面、半透明针织鞋面、局部鼓包小泡棉的针织鞋面等多款针织鞋面,提升鞋面性能,提高穿着舒适性,丰富视觉效果,满足市场多样化需求	已投入量产	开发新型体,提升产品性能
制鞋技术	高效自动化鞋面压合装置	研发高效自动化鞋面压合装置,突破传统压合工艺瓶颈,提升生产效率与质量	已投入使用	提高量产效率及产品品质
制鞋技术	可提高胶粘性的双层鞋面烘烤装置	研发新型双层鞋面烘烤装置,提升鞋面胶粘强度,保证产品质量	已投入使用	提高量产效率及产品品质
制鞋技术	基于制鞋发泡棉的快速制作装置	研发基于制鞋发泡棉的快速制作装置,提高生产效率,缩短生产周期	已投入使用	提高量产效率

制鞋技术	高质量鞋舌织带精准定位装置	提高加工的精度，防止在加工过程中发生松动或移位，保证加工的质量和可靠性	已投入使用	提高量产效率及产品品质
制鞋技术	鞋身缝绗一体化避位结构技术	实现鞋身、后边、饰带与后包跟的一体化加工，减少操作步骤，提高生产效率	已投入使用	提高量产效率
制鞋技术	基于双辊轴的高效制鞋缝绗装置	同时完成两条缝线的缝绗，相比单针头缝绗机，提高缝绗效率	已投入使用	提高量产效率
制鞋技术	多功能鞋身饰片定位辅助治具	提高饰片缝合的精度，提高饰片缝合的整体质量	已投入使用	提高量产效率及产品品质
制鞋技术	鞋舌布标可翻转连续车缝技术	实现连续车缝，提高车缝精度，提高生产效率	已投入使用	提高量产效率及产品品质
制鞋技术	制鞋缝绗低成本旋转钻孔技术	将缝绗功能和钻孔功能集成在同一台设备上，实现缝绗和钻孔操作的一体化	已投入使用	提高量产效率及产品品质
制鞋技术	鞋底自动定位滚压贴合工艺	研发鞋底自动定位滚压贴合装置，鞋底压实后便于取出，提高效率 and 品质	已投入使用	提高量产效率及产品品质

资料来源：公司公告、万联证券研究所

同行业四家上市公司中，丰泰企业研发费用率最高，华利集团、裕元集团及钰齐国际研发费用率较为接近。2017-2023年，四家公司的研发费用率均较为稳定。2024年，丰泰企业研发费用率最高，为3.38%，其次为钰齐国际2.08%，裕元集团/华利集团研发费用率分别为1.74%/1.56%。

图表54:同行研发费用率对比



资料来源：同花顺iFind、万联证券研究所

3.5 分红：公司注重投资者回报，近期现金分红比例显著提高

公司注重投资者回报，2021-2024年现金分红比例分别为89%/43%/44%/70%，其中2024年股息率（对应2025年6月10日收盘价）为4.40%。近年来公司经营稳健，在运动鞋代工行业中的地位稳固，拥有多个稳定且优质的大客户资源，目前已积累了大量的未分配利润（2025Q1未分配利润为112亿元），且现金流充沛。展望未来，随着下游运动鞋市场的增长、公司产能的进一步扩张和新客户的拓展，业绩有望实现稳步增长，未来保持稳定分红的确定性较高。

图表55:近年公司分红情况

年度	现金分红总额(万元)	归母净利润(万元)	现金分红比例	每股股利(元)
2021	245,070.00	276,786.11	88.54%	2.10
2022	140,040.00	322,802.49	43.38%	1.20
2023	140,040.00	320,021.07	43.76%	1.20
2024	268,410.00	384,032.90	69.89%	2.30

资料来源：同花顺iFinD、万联证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

我们将公司业务按产品拆分为运动休闲鞋产品、户外靴鞋产品、运动凉鞋/拖鞋及其他产品以及其他业务。

- 1) 运动休闲鞋产品：**运动休闲鞋产品是公司的主要业务，2024年营收占比为87%。随着各运动品牌库存在2023H2逐步缓解，运动鞋制造商的订单从2023Q4开始逐步复苏。2024年，公司销售运动鞋2.23亿双，同比+17.53%，同时，公司在2024年已有3个越南新工厂和1个印尼新工厂投产，2025Q1四川阿迪达斯工厂投产。预计未来3-5年，公司将在印尼和越南继续新建投产数个工厂，有望进一步带动销量提升。得益于新工厂投产带来产能扩张、新客户合作推进，以及在主要客户的份额稳健提升等因素，预计公司2025-2027年运动休闲鞋业务收入分别同比+15%/+15%/+15%。
- 2) 户外靴鞋产品：**户外靴鞋产品营收占比仅次于运动休闲鞋产品业务。公司该业务2022年受品牌去库存周期影响较大，营收同比-34.45%，2023年户外靴鞋收入恢复，同比+30.45%，但随后2024年收入出现下滑。未来随着公司在主要客户的份额提升、客户补库存等因素影响，户外靴鞋销量有望回升。
- 3) 运动凉鞋/拖鞋及其他产品：**运动凉鞋/拖鞋及其他订单波动性较大，2022-2023年两年受部分运动鞋品牌去库影响，运动凉鞋/拖鞋及其他业务收入下滑，但随着各运动品牌补库存的进行，公司的运动凉鞋/拖鞋及其他业务订单量在2024年同比大幅增长。我们预计2025-2027年，公司运动凉鞋/拖鞋及其他业务分别同比+5%/+10%/+5%。

毛利率方面：2025Q1，由于新厂投产初期，效率仍在爬坡期，公司整体毛利率同比有所下滑。展望未来，随着新客户开拓、产品单价提升、产品结构进一步优化，毛利率有望稳中有进，但目前由于美国关税政策仍不明朗，后续若美国对越南、印尼加征的关税超出预期，下游客户可能会要求制造商分担一部分关税成本，则公司毛利率将会受影响。我们预计公司2025-2027年的毛利率分别为26.19%/26.31%/26.43%。

费用端：随着公司规模的扩大，未来规模效应下费用率有望降低。销售费用率近年来保持平稳，预计2025-2027年销售费用率分别为0.32%/0.31%/0.30%；2024年管理费用率为4.48%，相较此前有较大的提升，主因薪酬绩效计提增加以及新增计提员工长期服务金，我们预计公司2025-2027年管理费用率分别为4.4%/4.3%/4.2%；公司研发费用率保持稳定，预计2025-2027年研发费用率分别为1.56%/1.55%/1.54%。2024年财务费用率为-0.35%，预计2025-2027年财务费用率分别为-0.27%/-0.18%/-0.18%。

图表56:公司收入利润模型分拆及预测

	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营收（百万元）	20569.27	20113.74	24006.39	27350.73	31243.43	35581.69
yoy	17.74%	-2.21%	19.35%	13.93%	14.23%	13.89%
毛利率	25.86%	25.59%	26.80%	26.19%	26.31%	26.43%
运动休闲鞋产品：						
收入（百万元）	18479.07	17807.25	20991.29	24139.98	27760.98	31925.12
yoy	30.03%	-3.64%	17.88%	15.00%	15.00%	15.00%
收入占比	89.84%	88.53%	87.44%	88.26%	88.85%	89.72%
毛利率	26.72%	26.07%	27.16%	26.50%	26.60%	26.70%
户外靴鞋产品：						
收入（百万元）	1037.93	1354.02	897.67	987.44	1036.81	1088.65
yoy	-34.45%	30.45%	-33.70%	10.00%	5.00%	5.00%
收入占比	5.05%	6.73%	3.74%	3.61%	3.32%	3.06%
毛利率	16.48%	18.68%	21.56%	21.00%	21.10%	21.20%
运动凉鞋/拖鞋及其他产品：						
收入（百万元）	1007.56	916.76	2069.73	2173.21	2390.53	2510.06
yoy	-38.45%	-9.01%	125.76%	5.00%	10.00%	5.00%
收入占比	4.90%	4.56%	8.62%	7.95%	7.65%	7.05%
毛利率	18.59%	24.19%	24.37%	24.00%	24.10%	24.20%
其他业务：						
收入（百万元）	44.70	35.71	47.71	50.09	55.10	57.86
yoy	18.21%	-20.10%	33.60%	5.00%	10.00%	5.00%
收入占比	0.22%	0.18%	0.20%	0.18%	0.18%	0.16%
毛利率	50.96%	82.79%	73.93%	73.50%	73.60%	73.70%
费用端：						
销售费用率	0.38%	0.35%	0.32%	0.32%	0.31%	0.30%
管理费用率	3.75%	3.43%	4.48%	4.40%	4.30%	4.20%
研发费用率	1.41%	1.54%	1.56%	1.56%	1.55%	1.54%
财务费用率	-0.31%	-0.44%	-0.35%	-0.27%	-0.18%	-0.18%
利润端：						
归母净利润（百万元）	3228.02	3200.21	3840.33	4,209.70	4,838.41	5,504.11
yoy	16.63%	-0.86%	20.00%	9.62%	14.93%	13.76%
净利率	15.69%	15.91%	16.00%	15.39%	15.49%	15.47%

资料来源：携宁、万联证券研究所整理及预测

4.2 投资建议

由于同行公司丰泰企业、钰齐国际缺少同花顺iFind一致预测数据，裕元集团的业务包含了上游制造+下游零售业务（下游零售业务占比超30%），因此我们这里选取一致预测数据易获得，且主营业务为上游制造的健盛集团（袜子和无缝服饰制造）、申洲国际（运动衣代工）、九兴控股（鞋履代工）作为可比公司，与华利集团的财务指标进行比较。**成长速度方面**，华利集团营收与归母净利润过去五年的CAGR分别为9.62%/16.09%，领先同行；**从盈利水平来看**，华利集团毛利率与可比公司相近，净利率水平优于健盛集团、九兴控股；**从资产负债率来看**，华利集团资产负债率为23.38%，低于健盛集团、申洲国际，负债水平处于较低水平；**从存货周转率来看**，华利集团存货周转速度较快。

从估值水平来看，2025年可比公司平均PE为9.42倍，考虑到华利集团是我国运动鞋代工头部企业，客户优质且稳定，竞争格局更优，且公司产能布局越南北部享有低人工成本等红利，成长能力、营运能力等财务指标行业领先，未来随着公司产能进一步扩张和新客户的拓展，业绩有望更上一个台阶，因此享有高于可比公司平均的估值。我们预计，公司2025-2027年归母净利润分别为42.10/48.38/55.04亿元，对应2025年6月10日收盘价的PE分别为15/13/11倍，按分红比例70%来计算，2025年对应的股息率为4.83%。虽然目前美国对各国加征的关税仍在谈判阶段，但公司当前股价已反映了前期加征关税的悲观预期，若后续美国对越南的关税政策有所缓和，则股价有望迎来修复。同时，考虑到华利集团在全球运动鞋制造行业里的龙头地位，且在客户资源、产能、人力成本、生产效率、管理效率等方面具有多重优势，加之现金流充沛、现金分红比例高等因素，首次覆盖给予“买入”评级。

图表57:可比公司财务指标对比

代码	股票简称	营收 CAGR	归母净利润 CAGR	毛利率	净利率	资产负债率	存货周转率 (次)
603558.SH	健盛集团	7.65%	3.52%	28.79%	12.63%	36.05%	3.01
2313.HK	申洲国际	4.81%	4.14%	28.10%	21.77%	32.49%	3.17
1836.HK	九兴控股	0.00%	12.26%	24.85%	11.01%	21.49%	5.80
300979.SZ	华利集团	9.62%	16.09%	26.80%	15.98%	23.38%	6.00

资料来源：iFind、万联证券研究所

注：营收、归母净利润CAGR计算时间取2019-2024年。

图表58:可比公司估值表

代码	股票简称	股价				EPS			PE	
		2025/6/10	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E
603558.SH	健盛集团	9.43	1.05	1.20	1.37	8.98	7.86	6.88		
2313.HK	申洲国际	50.26	4.41	4.94	5.50	11.40	10.17	9.14		
1836.HK	九兴控股	12.93	1.64	1.82	2.00	7.88	7.10	6.46		
行业平均						9.42	8.38	7.50		
300979.SZ	华利集团	52.29	3.61	4.15	4.72	14.50	12.61	11.09		

资料来源：iFind、万联证券研究所整理及预测

注：华利集团EPS取自我们团队预测，其余公司EPS采用同花顺一致预测，PE为2025年6月10日收盘价除以一致预测的EPS得出。

5 风险因素

(1) 国际贸易与关税波动风险：公司的业务布局全球，制鞋工厂主要设立在越南等低成本地区，产品按照客户要求发往全球各地，主要原材料的采购、产品的交付均通过国际贸易进行。近年来，贸易保护主义、贸易摩擦等时有发生，若国际政治或经济环境、进出口国的贸易政策等发生重大变化，将可能对公司业务的发展产生重要影响。2025年4月初，美国宣布对全球贸易伙伴加征“对等关税”，随后又宣布暂缓实施并与各国展开关税谈判，截止2025年6月10日谈判仍未结束，因此后续美国对越南、印尼的关税政策是否能缓和仍待跟进。若最终美国与越南、印尼的关税高于市场预期，则下游品牌商可能会让制造商承担一部分的关税成本，届时将会对制造商的利润产生一定影响。

(2) 下游市场需求不足风险：当前全球宏观经济的不确定性仍然存在，同时，美国新任政府的关税政策或将导致多种消费品价格上涨，抑制下游消费需求。若下游市场恢复缓慢，将可能对公司业务发展产生不利影响。

(3) 生产基地过于集中的风险：尽管公司近年在布局印尼工厂，但当前主要生产基地集中在越南，若越南的政治、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重大影响。

(4) 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。公司的产能主要集中在越南，越南劳动力资源丰富，人力成本较低。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，合理规划和布局，将对公司经营获利产生不利影响。

(5) 客户集中的风险：2017-2024年，公司前五大客户集中度均保持在80%左右。尽管相对同行而言，公司的客户结构更为均匀，但如果未来公司的主要客户在生产经营方面出现重大变化，则将对公司的经营产生重大不利影响。

收入、毛利率敏感性分析：若公司经营受到冲击，导致2025年收入完成度从预测的100%分别下降至90%/80%/70%，则对应2025年归母净利润将从预计的42.10亿元分别下降至36.67/31.22/25.78亿元；若公司2025年毛利率从预测的26.19%分别下降2.0/4.0/6.0个百分点，则对应2025年归母净利润将从预计的42.10亿元分别下降至36.63/31.16/25.69亿元。

图表59:归母净利润对收入完成度、毛利率变动的敏感性分析（2025年）

归母净利润（百万元）		收入完成度						
		70.00%	80.00%	90.00%	100.00%	110.00%	120.00%	130.00%
毛利率	20.19%	1,428.92	1,808.83	2,188.74	2,568.66	2,948.57	3,328.49	3,708.40
	22.19%	1,811.83	2,246.44	2,681.06	3,115.67	3,550.29	3,984.91	4,419.52
	24.19%	2,194.74	2,684.05	3,173.37	3,662.69	4,152.01	4,641.32	5,130.64
	26.19%	2,577.65	3,121.66	3,665.68	4,209.70	4,753.72	5,297.74	5,841.76
	28.19%	2,960.56	3,559.28	4,158.00	4,756.72	5,355.44	5,954.16	6,552.88
	30.19%	3,343.47	3,996.89	4,650.31	5,303.73	5,957.15	6,610.58	7,264.00
	32.19%	3,726.38	4,434.50	5,142.62	5,850.75	6,558.87	7,266.99	7,975.12

资料来源：携宁、万联证券研究所整理及预测

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24006	27351	31243	35582
同比增速 (%)	19.35	13.93	14.23	13.89
营业成本	17572	20188	23024	26177
毛利	6434	7163	8220	9405
营业收入 (%)	26.80	26.19	26.31	26.43
税金及附加	4	5	6	6
营业收入 (%)	0.02	0.02	0.02	0.02
销售费用	76	88	97	107
营业收入 (%)	0.32	0.32	0.31	0.30
管理费用	1074	1203	1343	1494
营业收入 (%)	4.48	4.40	4.30	4.20
研发费用	375	427	484	548
营业收入 (%)	1.56	1.56	1.55	1.54
财务费用	-84	-74	-57	-65
营业收入 (%)	-0.35	-0.27	-0.18	-0.18
资产减值损失	-113	-181	-206	-234
信用减值损失	-6	-7	-8	-9
其他收益	6	3	4	0
投资收益	78	76	87	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	4967	5404	6223	7071
营业收入 (%)	20.69	19.76	19.92	19.87
营业外收支	-19	-19	-19	-19
利润总额	4948	5385	6204	7052
营业收入 (%)	20.61	19.69	19.86	19.82
所得税费用	1112	1178	1370	1552
净利润	3836	4207	4834	5500
营业收入 (%)	15.98	15.38	15.47	15.46
归属于母公司的净利润	3840	4210	4838	5504
同比增速 (%)	20.00	9.62	14.93	13.76
少数股东损益	-4	-3	-4	-4
EPS（元/股）	3.29	3.61	4.15	4.72

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.29	3.61	4.15	4.72
BVPS	14.94	16.05	17.29	18.71
PE	15.89	14.50	12.61	11.09
PEG	0.79	1.51	0.84	0.81
PB	3.50	3.26	3.02	2.80
EV/EBITDA	15.31	8.49	7.28	6.37
ROE	22.03%	22.48%	23.98%	25.21%
ROIC	20.69%	21.49%	23.03%	24.22%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5588	5699	6529	7487
交易性金融资产	1775	2075	2275	2475
应收票据及应收账款	4378	5025	5717	6511
存货	3121	3442	3731	4065
预付款项	89	97	113	127
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	438	492	569	639
流动资产合计	15389	16831	18934	21305
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4738	5122	5393	5482
在建工程	757	600	427	315
无形资产	671	777	876	966
商誉	130	129	128	127
递延所得税资产	90	90	90	90
其他非流动资产	990	997	993	1019
资产总计	22765	24545	26841	29303
短期借款	288	338	388	438
应付票据及应付账款	2410	2652	3068	3472
预收账款	0	0	0	0
合同负债	38	41	48	54
应付职工薪酬	1351	1510	1738	1970
应交税费	766	793	937	1055
其他流动负债	371	427	483	540
流动负债合计	4935	5423	6274	7091
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	28	28	28	28
其他非流动负债	358	356	354	352
负债合计	5321	5807	6656	7471
归属于母公司的所有者权益	17432	18729	20181	21832
少数股东权益	11	8	4	0
股东权益	17443	18738	20185	21832
负债及股东权益	22765	24545	26841	29303

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	4617	4846	5930	6612
投资	-670	-325	-225	-225
资本性支出	-1664	-1409	-1409	-1409
其他	168	-124	-113	-200
投资活动现金流净额	-2165	-1858	-1747	-1834
债权融资	-6	-2	-2	-2
股权融资	8	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-445	50	50	50
筹资成本	-1427	-2960	-3401	-3869
其他	-67	0	0	0
筹资活动现金流净额	-1937	-2912	-3353	-3821
现金净流量	549	111	830	958

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场