

华利集团 Huali Industrial Group (300979 CH)

首次覆盖：产能扩张叠加客户结构优化，华利集团盈利优势持续显现

Capacity Expansion, Customer Structure Optimization, Sustained Profitability of Huali Group: Initiation

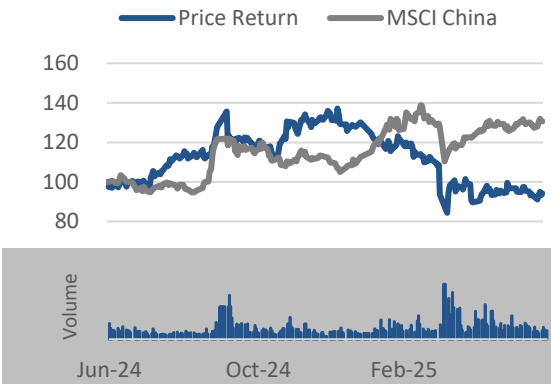
观点聚焦 Investment Focus

首次覆盖优于大市 Initiate with OUTPERFORM

评级	优于大市 OUTPERFORM
现价	Rmb51.53
目标价	Rmb60.90
HTI ESG	4.0-5.0-5.0
E-S-G: 0-5, (Please refer to the Appendix for ESG comments)	

市值	Rmb60.14bn / US\$8.39bn
日交易额 (3 个月均值)	US\$29.38mn
发行股票数目	1,167mn
自由流通股 (%)	92%
1 年股价最高最低值	Rmb79.34-Rmb48.22

注：现价 Rmb51.53 为 2025 年 06 月 27 日收盘价



资料来源：Factset

	1mth	3mth	12mth
绝对值	-0.1%	-16.6%	-17.3%
绝对值 (美元)	0.1%	-15.5%	-16.1%
相对 MSCI China	-2.9%	-16.0%	-47.9%

Rmb mn	Dec-24A	Dec-25E	Dec-26E	Dec-27E
Revenue	24,006	26,829	30,244	33,907
Revenue (+/-)	19%	12%	13%	12%
Net profit	3,840	3,951	4,554	5,339
Net profit (+/-)	20%	3%	15%	17%
Diluted EPS (Rmb)	3.29	3.39	3.90	4.57
GPM	26.8%	24.1%	24.7%	25.6%
ROE	22.0%	21.7%	23.8%	26.4%
P/E	16	15	13	11

资料来源：公司信息, HTI

(Please see APPENDIX 1 for English summary)

华利集团是全球领先的运动鞋 ODM 制造龙头，依托优质的核心品牌客户与稳健的全球产能布局，持续巩固其在行业内的领先地位。目前，华利主要为 Nike、Adidas、Vans、Columbia、Hoka 等全球头部运动品牌提供鞋履制造服务，年出货量达到 2.23 亿双，为全球产能第二大制造商（仅次于裕元集团 2.55 亿双）。公司主要产品为运动鞋，收入占 2024 年总营收 87.4%，同时该品类毛利率达 27.2%，在所有品类中最高。此外，公司还制造户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他，2024 年两者收入占总营收比重分别为 3.7%和 8.6%，毛利率分别为 21.6%和 24.4%。工厂方面，公司当前生产基地主要位于越南，并在印尼、中国及多米尼加等具备显著区位优势的地区布局新产能，预计 2026 年底工厂总数增至 26 家，以有效降低公司营运成本和减少地缘政治风险带来的影响（如关税）。

聚焦优质客户资源，持续优化客户结构以提升抗风险能力与增长韧性。华利集团长期深耕全球头部运动品牌市场，已与全球前十大运动鞋服公司中的九家建立了稳定合作关系，客户资源优质且黏性强。2024 年，公司前五大客户包括 Nike、Deckers、Vans、On 和 Puma，合计贡献营收占比达到 79.3%，虽较 2021 年的 91.8%有所下降，但仍保持较高集中度，主因华利在稳固核心客户的同时，有序引入 On 等高成长性品牌，并持续优化客户结构以分散风险、增强增长韧性。根据我们测算，2024 年公司向 Nike 集团（含 Nike 及 Converse 品牌）总出货量占比超过 30%，Vans 与 Deckers 各占 10%-20%，Puma、UA、On、New Balance 及 Adidas 等其余核心品牌出货占比处于 0%-10%区间，客户组合多元且稳健。此外，随着品牌商对研发协同、交付效率及可持续生产的要求持续提升，具备综合研发、规模化制造及大客户服务能力头部 ODM 厂商将更具竞争优势。华利集团凭借成熟工艺与快速交付能力，有效承接核心客户订单，在头部品牌收缩供应商数量的趋势下竞争力尤为凸出。

盈利能力稳健，为稳健扩产与持续分红提供有力保障。2024 年公司营收/归母净利润分别达 240.1/38.4 亿元，同比增长 19.4%/20.0%，主要受益于全球鞋履需求回暖与库存去化周期结束，终端品牌商补库意愿回升，带动公司订单及营收增长。2024 年华利集团毛利率达 26.8%，高于丰泰（22.6%）与裕元制鞋业务（19.9%），主因客户结构持续优化、高附加值品牌导入带来的 ASP 上升以及公司人效提升。受产能爬坡影响公司季度毛利率自 1Q24 的 28.1%下降至 1Q25 的 22.9%，产能爬坡对华利集团毛利率构成阶段性压力，但随着员工熟练度提升及工厂运作趋稳，2Q25 毛利率具备修复空间。稳健盈利水平带来充裕现金流，有效支持公司持续分红及稳健扩产。2024 年，公司自由现金流为 29.2 亿人民币，FCF 转化率（自由现金流/净利润）达 75.9%，2024 年现金分红比例回升至近 70%，股东回报能力具备持续性。

寇媛媛 Yuanyuan Kou
yy.kou@htisec.com

陈芳园 Ashley Chen
ashley.fy.chen@htisec.com

盈利预测与估值：业绩有望持续向上，估值具修复空间。2024 年，公司在老客户订单稳定与 Adidas 等新客户放量带动下，出货量同比增长 17.5%，ASP（每双平均售价）同比提升约 1.5%，实现量价齐升，推动营收同比增长 19.4%，为全年盈利增长提供有力支撑。展望未来，伴随行业去库周期结束以及多地产能持续投放，盈利动能充足，我们预计 2025-2027 年公司营收分别达到 268.3/302.4/339.1 亿元，年复合增长率约 12.4%；归母净利润分别为 39.5/45.5/53.4 亿元，年复合增长率达 16.2%。上述预测基于以下核心假设：一是新增产能持续释放，2025-2027 年公司在越南、印尼及中国的新建厂区陆续投产并完成产能爬坡，我们预计整体出货量年均增长维持在 10%-12%；二是由于产品结构持续优化，高附加值产品（如 On 品牌运动鞋）占比逐步提升，带动 ASP 年均提升 0%-2%，我们预计毛利率 2025-2027 年毛利率分别为 24.1%/24.7%/25.6%，呈稳步上行趋势；三是智能化生产线持续落地叠加规模效应进一步提升制造效率，驱动盈利能力持续增强。在此背景下，公司 ROE 有望保持高位，我们预计 2025-2027 年分别为 21.7%/23.8%/26.4%。估值方面，尽管越南关税等外部不确定性仍存，当前估值已基本反映市场悲观预期，若政策边际改善，公司有望迎来估值修复。我们首次覆盖给予华利集团“优于大市”评级，给予 2025 年 18X PE（对应近三年均值水平），目标价 60.9 元，对应 18.3%的上行空间。

风险提示：政治矛盾风险；汇率波动风险；生产基地集中风险；劳动力成本上升风险；客户集中风险。

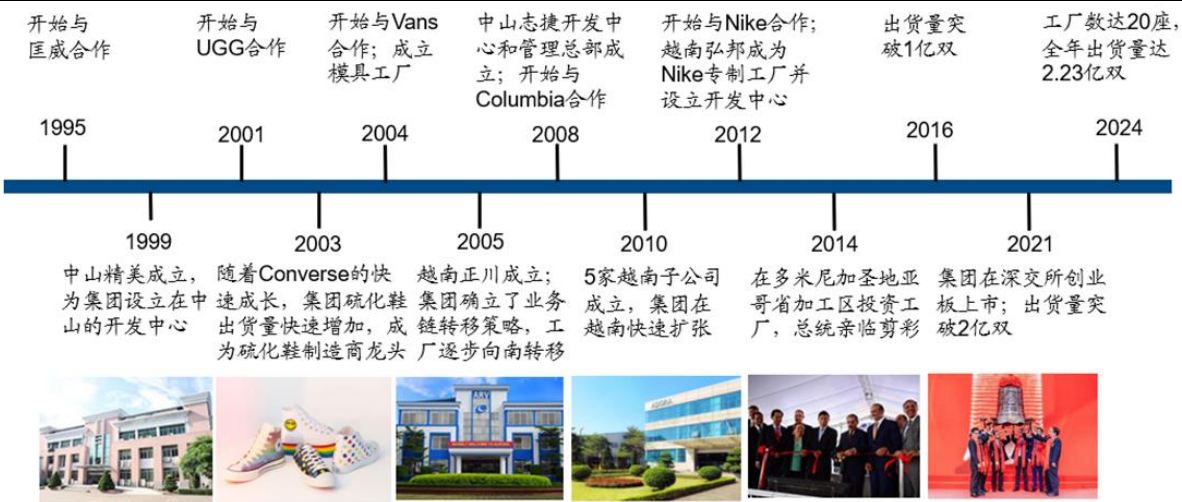
目录

1. 50 年来深耕优质客户，工厂产能扩张节奏稳健	4
1.1 营收整体稳健，成长性突出	5
1.2 亮点一：运动休闲鞋为公司主力品类，毛利率水平稳定领先	6
1.3 亮点二：主动引入高成长性新客户，降低客户过于集中风险	7
1.4 亮点三：谨慎产能布局以获得成本优势，扩张节奏稳健有序	11
1.5 亮点四：股权结构稳定且集中，创始人具有逾 50 年制鞋经验	12
2. 运动鞋服市场空间广阔，鞋履代工成为头部运动品牌青睐模式	14
2.1 运动鞋服市场规模具有高成长性，多因素驱动行业发展	14
2.2 工艺流程复杂，头部 ODM 公司更有优势	16
2.3 竞争格局清晰，华利出货量次于裕元但毛利率最高	18
3. ASP 和销量为营收主要驱动因素，同业间毛利率表现领先	19
3.1 华利集团毛利率持续领先，人均产出优于同业	19
3.2 收入端：ASP 和销量为营收主要驱动因素	21
3.3 费用端：费用率显著低于同行，费用以管理费用为主	22
3.4 所得税率在同业间位于中等水平，美国关税政策影响有待观察	24
4. ROE 长期领先于同业，稳健现金流支持分红比例提升	25
4.1 资本开支与扩产节奏紧密联动，上市后杠杆率稳定在合理区间	25
4.2 华利集团 ROE 在同业中较为领先，有望继续保持高位	26
4.3 公司现金流充裕且增长稳健，2024 年现金分红比例显著提高	27
5. 盈利预测	28
6. 风险提示	29

1. 50 年来深耕优质客户，工厂产能扩张节奏稳健

运动鞋制造龙头之一，依托核心品牌客户与全球产能布局，持续巩固业内领先地位。公司创始人张聪渊先生自 20 世纪 70 年代起便投身制鞋行业，先后在台湾、广东等地合伙创立多家鞋业工厂，积累丰富制造经验与产业资源。1990 年代，张先生在中山创立华利前身企业，奠定公司发展基础。经过数十年深耕发展，华利实业集团已成长为全球领先的运动鞋 ODM 企业，并于 2021 年 4 月在深交所创业板上市（股票代码：300979.CH）。公司专注为 Nike、Adidas、Vans、UGG、Columbia、Hoka 及 Puma 等全球知名品牌提供高质量运动鞋产品的开发与制造服务。总部及设计中心位于广东中山，主要产能布局于越南和印尼，少量产能分布于多米尼加，贸易中心设于香港与中山。截至 2024 年末，公司年出货量达 2.23 亿双，员工总数超过 16.5 万人。

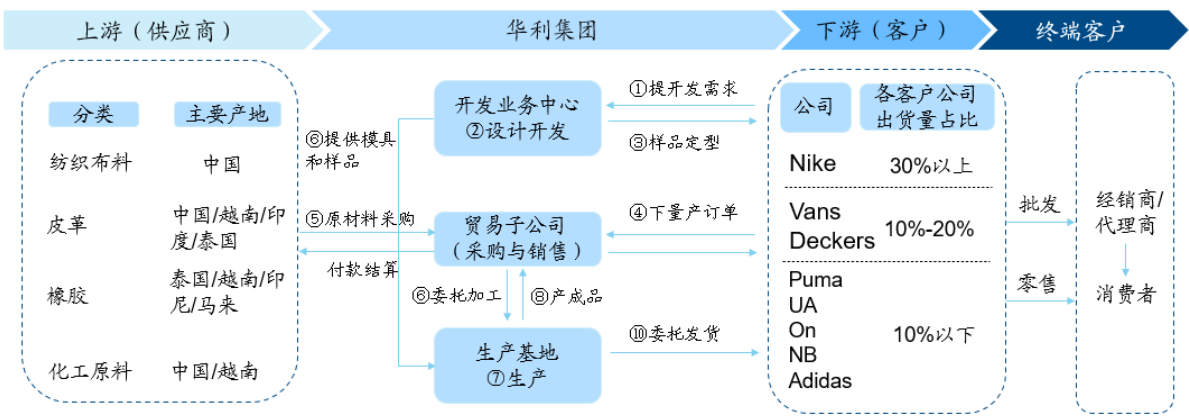
图 1 华利集团重要里程碑事件



资料来源：华利集团官网，HTI

产业链专业化分工深化，公司 ODM 业务模式成熟。伴随产业链专业化分工的持续深化，全球头部运动品牌日益聚焦于品牌运营和产品设计，倾向于将鞋履的生产制造委托给大型专业制造商。华利集团作为全球产能第二大运动鞋制造商，已构建涵盖设计开发、原料采购、生产制造、销售交付的全流程一体化 ODM 体系，并与全球头部运动品牌建立了长期稳定的合作关系。

图 2 华利集团 ODM 业务模式成熟（数据截至 2024 年）

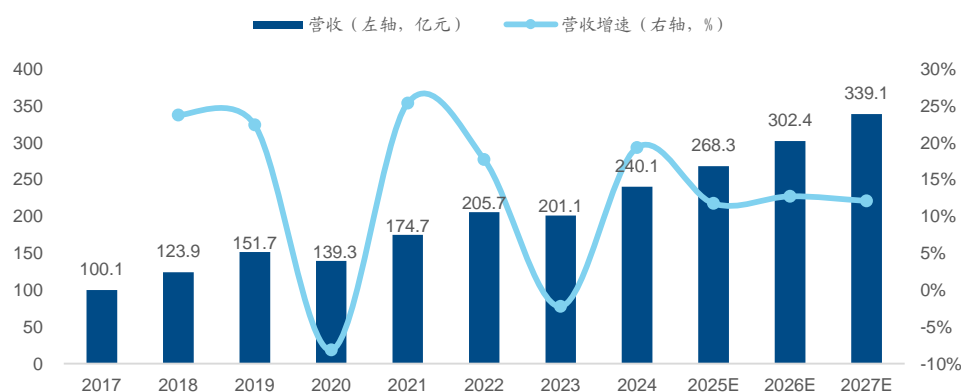


资料来源：华利集团招股说明书，公司 2024 年年报，HTI 测算

1.1 营收整体稳健，成长性突出

2024 年营收双位数增长，未来三年营收有望受行业需求回暖和公司产能扩张带动稳健上行。2024 年华利集团营收实现 19.4% 的强劲增长，主要受益于全球鞋履需求回暖与库存去化周期结束。行业自疫情后的高库存压力逐步缓解，终端品牌商补库意愿回升，加之运动休闲鞋履消费需求上升，带动订单增加，成为推动公司营收反弹的关键动力。2017-2024 年公司总营收 CAGR 达 11.6%。展望 2025-2027 年，随着公司新增产能释放、优质客户发力，我们预计营收将稳健增长，分别达到 268.3/302.4/339.1 亿元，增速分别为 11.8%/12.7%/12.1%，年复合增长率维持在 12.4% 左右。

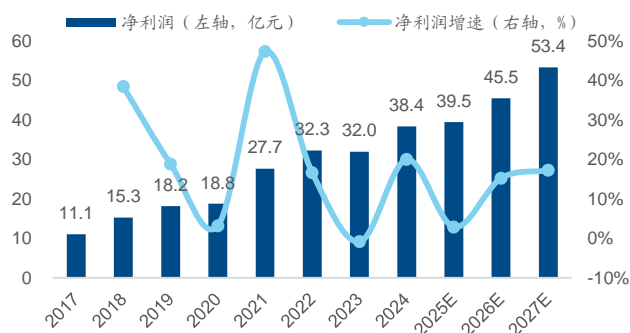
图 3 华利集团 2017-2024 公司总营收 CAGR 达 11.6%



资料来源：公司年报, HTI

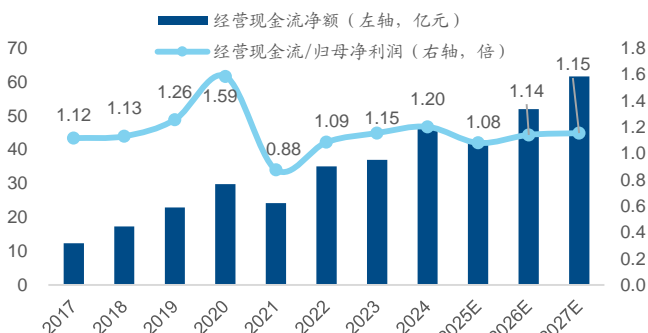
盈利能力持续提升，经营稳健性凸显。2024 年公司实现归母净利润 38.4 亿元，同比增长 20%。同时，经营现金流表现持续强劲，2024 年经营现金流净额为 46.2 亿元，经营现金流与归母净利润比值达 1.2，自 2021 年以来稳步上行，反映出较强的利润现金转化能力与优异的盈利质量，为公司未来产能扩张与研发投入提供坚实保障。我们预期 2025-2027 年，公司归母净利润将分别达到 39.5/45.5/53.4 亿元，年复合增长率约为 16.2%。

图 4 2024 年公司归母净利润同比增长 20%



资料来源：华利公司年报, HTI

图 5 经营现金流持续优于净利润，表现稳健



资料来源：华利公司年报, HTI

1.2 亮点一：运动休闲鞋为公司主力品类，毛利率水平稳定领先

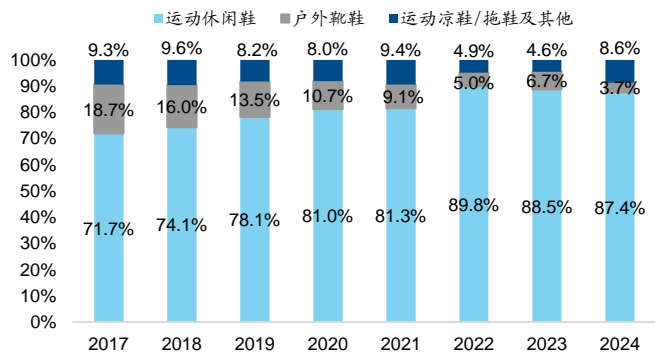
运动休闲鞋营收占比最高，贡献主要增长。按功能和穿着场景，公司主要产品可以分为运动休闲鞋、户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他三大类。2017-2024 年，运动休闲鞋对营收贡献占比自 71.7% 上升至 87.4%，户外靴鞋贡献占比自 18.7% 下降至 3.7%，运动凉鞋/拖鞋等其他品类贡献占比自 9.3% 下降至 8.6%。运动休闲鞋始终为公司主力品类，尽管基数高企，2024 年仍实现同比 17.9% 的收入增长，主要受益于库存去化效果显著。2022—2024 年运动休闲鞋营收占比小幅回落，分别为 89.8%/88.5%/87.4%，主要系非主力品类阶段性放量所致。

表 1 华利公司主要产品、产品特点及 2024 年营收占比

主要产品	产品特点	主要品牌代表	2024 年营收占比	产品图示
运动休闲鞋	强调功能、舒适度等，外形轻便。	Nike、Converse、Vans、Puma、UA、HOKA ONE ONE	87.4%	
运动凉鞋及其他	鞋底舒适度高、有弹性、防滑，逐渐成为一种时尚搭配。	Nike、Puma	8.6%	
户外靴鞋	主要在登山、徒步或寒冷季节穿着，强调防水透气、保暖、防滑及对脚的保护。	UGG、Vans	3.7%	

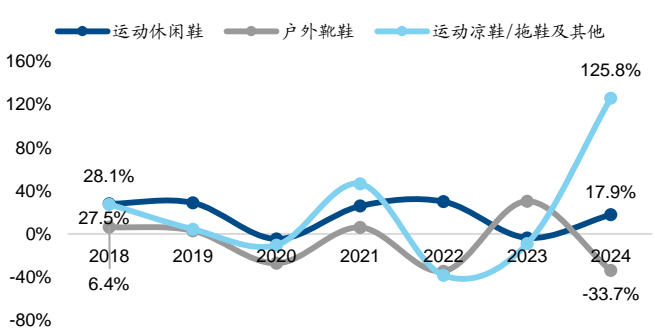
资料来源：华利公司招股说明书，HTI

图 6 运动休闲鞋对营收贡献占比持续领先



资料来源：华利公司年报，HTI

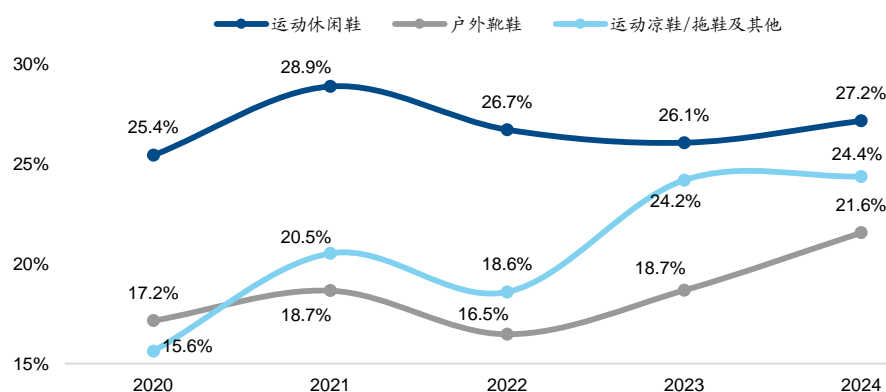
图 7 运动休闲鞋增速较为稳健，户外靴鞋增速转负



资料来源：华利公司年报，HTI

各品类毛利率自 2023 年整体回升，运动休闲鞋毛利率保持稳定领先。2024 年，运动休闲鞋毛利率为 27.2%，在历经 2021-2023 年连续调整后企稳回升，在所有品类中毛利率最高。户外靴鞋毛利率为 21.6%，较 2022 年低点 16.5% 上升 5.1 个百分点，主要得益于高附加值订单占比提升。运动凉鞋/拖鞋及其他品类毛利率增幅较大，自 2020 年上升 8.8pcts 至 2024 年的 24.4%，反映出该品类具备较强的边际盈利弹性与成长潜力。

图 8 2020-2024 年公司各品类毛利率表现

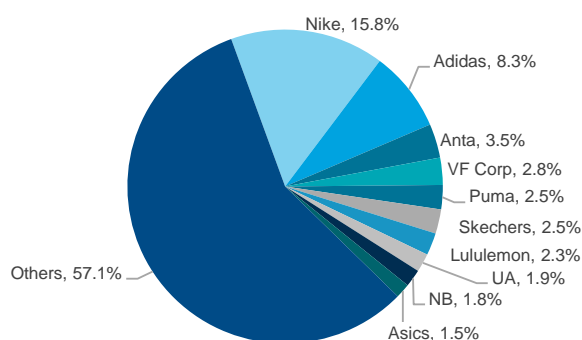


资料来源：华利公司年报, HTI

1.3 亮点二：主动引入高成长性新客户，降低客户过于集中风险

聚焦优质客户资源，持续推进客户结构优化。公司长期聚焦全球头部运动品牌客户，与全球前十大运动鞋服公司中的九家建立了稳定合作关系，包括 Nike、Adidas、VF Corp、Puma、Lululemon、UA、New Balance、Anta 和 Asics。2024 年，公司前五大客户为 Nike、Deckers、Vans、On、Puma，合计贡献营收比例达 79.3%。尽管前五大客户总贡献比例较 2021 年 91.8% 的高位有所下降，但仍维持较高集中度，主因华利在保持核心客户稳固的基础上，有序引入高成长性品牌（如 On）并适度拓展客户结构，以增强抗风险能力与增长韧性。我们预计 2025-2027 年前五大客户总贡献比例将进一步压缩至 70%/65%/61%。

图 9 2024 年全球运动鞋服公司市占率（按零售额排名，前十家中有九家为华利集团客户）



资料来源：欧睿数据库, HTI

图 10 华利集团客户版图（截至 2024 年底）



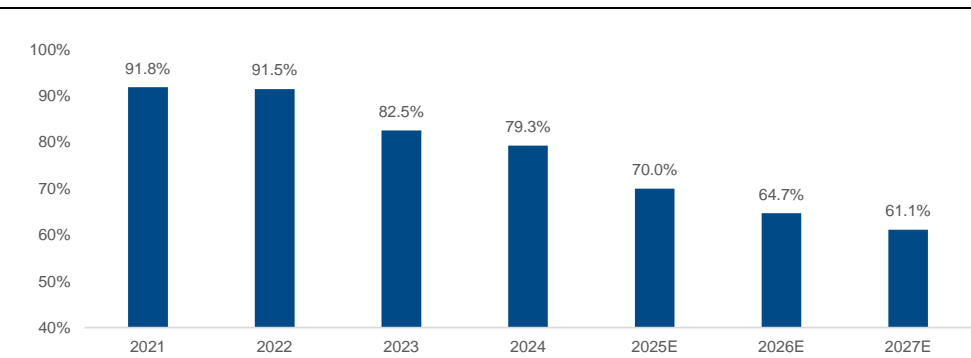
资料来源：华利公司年报, HTI

表 2 核心下游客户概况一览

证券简称	旗下品牌	华利服务品牌	产品结构	营业收入 (亿美元)	2022-2024 年营收 CAGR
NIKE	NIKE、Converse	NIKE、Converse	鞋: 服: 配件 =68%: 28%: 4%	513.62	4.9%
Deckers Outdoor	UGG、HOKA ONE ONE (专注高端专业跑鞋)、Teva(定位专业运动户外)	UGG、HOKA ONE ONE、Teva	鞋履	49.86	16.7%
VF Corp	户 外：The North Face、Timberland、Icebreaker、Smartwool、Altra; 运 动：Vans、Kipling、Napapijri、Eastpak、JanSport 工装: Dickies	Vans	服装、包袋、鞋履	95.05	-6.0%
On	On	On	鞋: 服: 配件 =95%: 4%: 1%	23.18	37.7%
Puma	UA	Puma	鞋: 服: 配件 =54%: 32%: 14%	88.17	0.8%
Under Armour	UA	UA	鞋: 服: 配件及其他 =24%: 66%: 9%	57.02	-0.2%

资料来源：华利公司招股说明书，各公司年报，HTI
注：营业收入和产品结构为最新财年

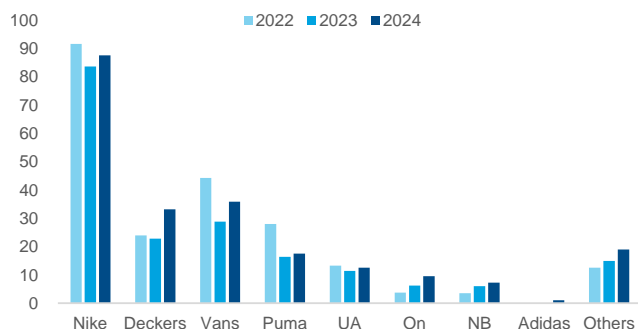
图 11 2021-2024 年公司前五大客户对营收总贡献比例逐年下降



资料来源：华利公司年报, HTI

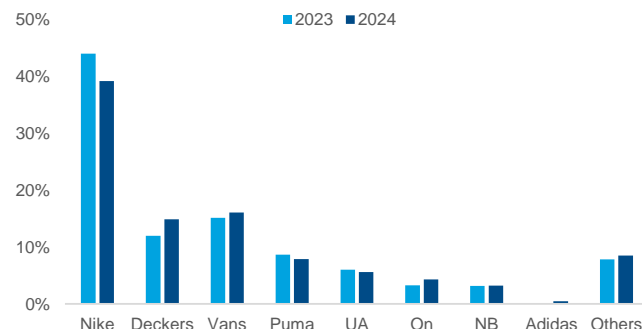
2024 年头部品牌出货体量稳定增长，有力支撑华利公司整体出货量维持高位。2024 年，公司向 Nike 集团（包括 Nike 品牌和 Converse 品牌）共出货约 8000-9000 万双，出货量占超 30%，为最主要客户。Vans 与 Deckers 出货均在 3000-4000 万双区间，占比均在 10%-20%区间，稳居第二、第三大客户。与此同时，On 等成长型品牌出货量持续上升，进一步增强公司客户结构韧性与增长潜力。

图 12 Nike 在华利出货量中占比最大（百万双）



资料来源：公司年报，HTI 测算

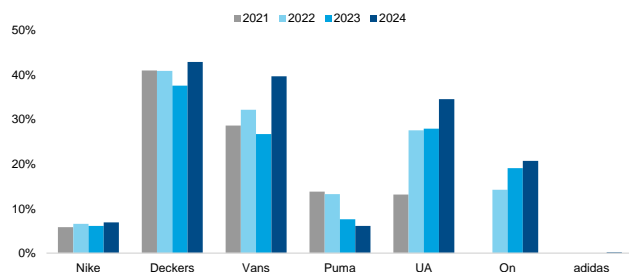
图 13 2023-2024 华利公司向不同客户出货量占比（%）



资料来源：公司年报，HTI 测算

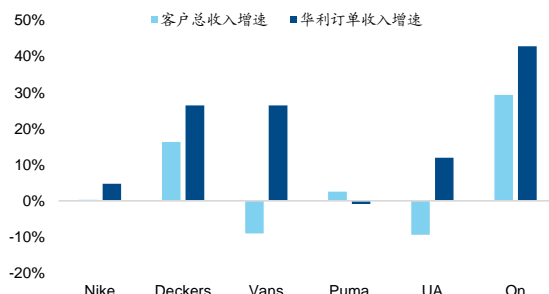
除 Puma 外，2024 年主要下游客户对华利集团鞋履的采购比例均同比提升，且订单收入增速普遍高于客户自身收入增速。根据我们测算，主要客户订单收入增速显著高于客户本身营收增速，反映出公司在品牌方采购体系中的优先级和客户粘性。Puma 为唯一例外，其采购比例自 2021 年以来持续下滑，且 2024 年订单收入增长低于客户整体营收增速，我们认为主要系华利进行客户筛选和订单调整所致。

图 14 除 Puma 外，华利集团在下游客客户采购中的占比呈上升趋势（收入测算值）



资料来源：公司年报，HTI 测算

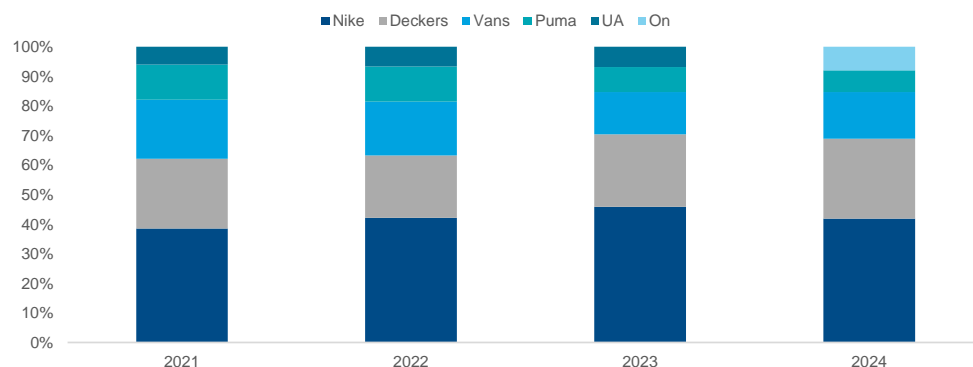
图 15 除 Puma 外，2024 年华利集团订单收入增速普遍高于客户本身收入增速



资料来源：公司年报，HTI 测算

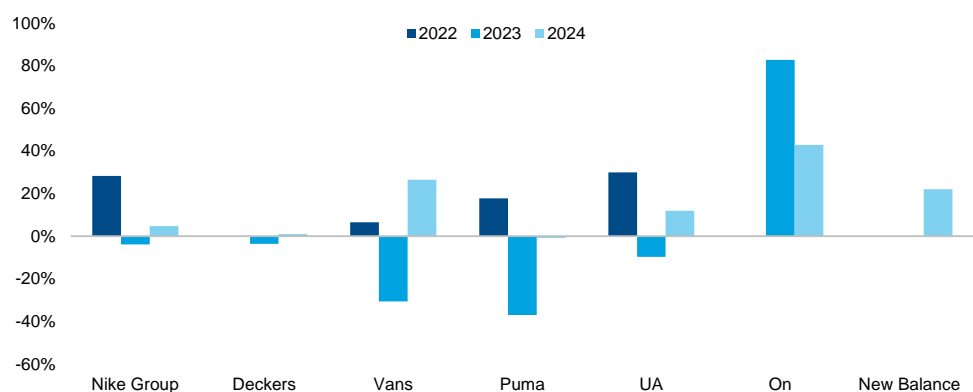
主动筛选优质客户，拓展 Hoka、On、Lululemon 等高成长品牌。2024 年，运动品牌 On 凭借强劲增长势头超过 Puma 和 UA，跃居公司第四大客户，Under Armour 退出前五大客户之列，主因公司主动调整客户结构，聚焦成长潜力大、利润水平高的客户资源。On 品牌在 2023 年和 2024 年对华利的营收贡献高速增长，增速分别达 80%+ 和 40%+，高于所有其他客户。

图 16 2024 年 On 的营收贡献占比超过 Puma&UA，跻身华利集团前五大客户



资料来源：各公司年报, HTI 测算

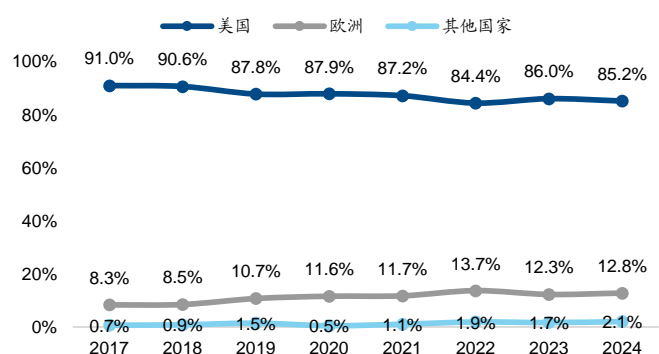
图 17 2022-2024 年核心客户收入贡献增速



资料来源：公司年报, HTI 测算

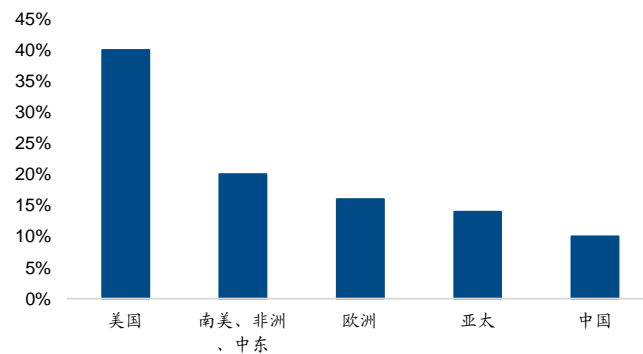
美国与欧洲为公司主要市场，两地营收增速稳健。2024 年，公司来自美国市场（即客户总部位于美国）的收入占比达 85.2%，欧洲市场为 12.8%，合计贡献近 98% 的营收，体现出公司当前客户结构高度集中于发达市场。从趋势来看，2017-2024 年美国市场对公司收入的贡献呈逐年下降态势（由 91.0% 降至 85.2%），而欧洲及其他国家的占比则持续提升，显示出区域结构逐步优化。从产能实际去向看，美国为主要收货地，约占总产能 40% 左右。

图 18 美国地区为最主要收入贡献来源



资料来源：公司年报, HTI

图 19 美国为华利最主要实际收货地



资料来源：公司年报, HTI 测算

1.4 亮点三：谨慎产能布局以获得成本优势，扩张节奏稳健有序

公司当前产能布局以越南为核心，集团产能扩张节奏稳健。华利集团为业内少数具备 ODM 全流程服务能力的专业制造商之一，管理总部与开发设计中心设于广东中山，贸易中心分布于香港及中山。目前公司约 99% 的产能集中在越南，并在印尼、缅甸、多米尼加及中国设有生产基地。截至 2024 年底，公司共有 20 家工厂，预计 2025 年底增至 24 家，2026 年达到 26 家。

图 20 华利集团全球据点



资料来源：公司年报，HTI

工厂选址严谨，战略布局降低成本。1) **越南工厂：**公司 99% 的产能集中于越南北部与中部，依托当地低工资和税收优惠，使单位制造成本较同行低约 6.9%，有效支撑毛利率。公司自 2005 年起布局越南，虽晚于裕元与丰泰，但通过合理选址与产能规划，形成制造效率与成本优势。北部地区靠近中国大陆，原材料运输成本较低，且人工成本低于同业所在的南部，有助于强化成本控制能力。2) **印尼工厂：**享受出口货物增值税税率为零，该选址有助于增强供应链韧性、对冲地缘政治风险并承接持续增长的订单需求。3) **多米尼加工厂：**位于中美洲，接近北美消费市场，可有效缩短交货周期、提升北美订单响应速度，满足品牌“近岸制造”需求；切入美洲自贸区（CAFTA-DR）产业链，享受出口货物零增值税，有效对冲中美贸易摩擦带来的出口压力。

表 3 华利集团工厂及区域产能介绍（截至 2025 年 5 月）

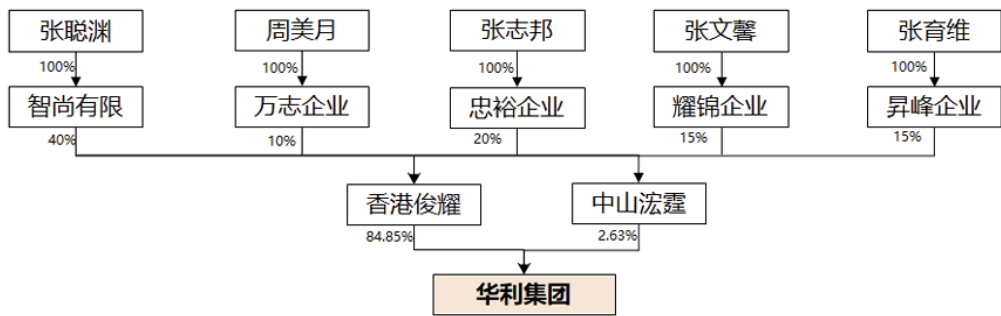
子公司名称	注册资本	主要经营地	主要生产品牌	预计年产量 (万双)
越南威霖	20,562.30 亿越南盾	越南	/	/
越南弘邦	22,232.26 亿越南盾	越南	Nike	/
越南宏美鞋业有限公司	23,898.63 亿越南盾	越南	/	/
越南正川鞋业工业有限公司	3,128.01 亿越南盾	越南	/	/
越南上杰	16,954.14 亿越南盾	越南	Vans	180
越南立川鞋业有限公司	6,000.38 亿越南盾	越南	Converse	320
越南永弘鞋业有限公司	21,321.51 亿越南盾	越南	Hoka	160
越南宏福	16,107.62 亿越南盾	越南	Puma	360
越南跃升鞋业有限公司	2,159.38 亿越南盾	越南	Vans	/
越南亚欣	12,642.53 亿越南盾	越南	/	/
越南弘欣	8,701.54 亿越南盾	越南	UGG	98
越南永山鞋业有限公司	13,896.87 亿越南盾	越南	/	/
越南峻宏	8,452.47 亿越南盾	越南	/	/
越南永欣	17,984.69 亿越南盾	越南	Hoka	/
越南永川	5,776.85 亿越南盾	越南	/	/
越南冠宏鞋业有限公司	23,292.22 亿越南盾	越南	/	/
越南永正鞋业有限公司	12,478.45 亿越南盾	越南	/	/
印度尼西亚一期工厂&二期工厂	/	印尼	Hoka/UGG /Adidas	6000+（预计 2027-2028 年完全达产）
缅甸世川	5,000 万美元	缅甸	/	1200（项目投资进展缓慢，预计 2026 年底投产）
多米尼加上杰	3,000 万多米尼加比索	多米尼加	/	
峨眉山丽锦	1.2 亿人民币	中国	Adidas	300-400

资料来源：公司年报，公司公告，HTI
注：越南和缅甸预计年产量来自华利集团招股说明书

1.5 亮点四：股权结构稳定且集中，创始人具有逾 50 年制鞋经验

股权结构高度集中，控制权由张聪渊家族稳定掌握。截至 2024 年底，张聪渊家族通过香港俊耀集团（持股 84.85%）及中山宏霆（持股 2.63%）合计间接控制华利集团 87.48%的股份，构成实质控股地位。实际控制人张聪渊及其配偶周美月、三位子女张志邦、张文馨与张育维，分别通过设立或持有旗下企业股权。管理链条清晰、权责结构明确，有助于公司在长期发展战略上的延续性与一致性。

图 21 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图



资料来源：华利集团官网，HTI

创始人及管理层经验丰富，家族成员深度参与核心管理事务。董事长张聪渊于 1948 年出生于台南，至今拥有超过 50 年鞋履制造经验；自华利集团 2021 年于深交所创业板上市后，连续三年蝉联台湾首富。总经理刘淑娟曾任匡威公司全球开发业务资深总监，于 2015 年加入中山志捷担任总经理，自 2019 年 12 月至今担任华利集团董事、总经理。张志邦（张聪渊长子）现任公司 CEO 兼副董事长，负责客户管理、全球产能规划及资本战略事务，是公司日常运营和对外沟通的主要负责人；张志邦先生的长女和次子也在公司担任管理层。家族成员早期即参与境内外工厂设立与营运，主导越南、印尼等核心产能基地建设。

表 4 华利集团管理层与核心技术人员

姓名	年龄	职位	加入公司时间	主要经历
张聪渊家族人员				
张聪渊	77	董事长	1999 年	兴泰鞋业总经理，新沅集团业务主席，中山精美董事长
张志邦	51	副董事长、执行长	2009 年	中山精美品牌开发副理，宏太鞋业副总经理，中山志捷总经理
张文馨	48	董事、副总经理	2009 年	宏太鞋业副总经理，中山志捷副总经理
张育维	46	董事、副总经理	2009 年	福建威霖副总经理，中山志捷生产部副总经理，中山志捷采购部副总经理
其他核心高管				
徐敬宗	49	副董事长、副总经理	2009 年	兴泰鞋业开发主管，福建威霖副总经理
刘淑娟	53	董事、总经理	2009 年	清禄鞋业开发业务经理，匡威全球开发业务资深总监
陈昆木	61	副总经理	1999 年	中山精美开发部协理，副总经理
谢献堂	60	越南上杰副总经理	2005 年	景新、宝成鞋业经理，宏太鞋业经理，永隆鞋业副总经理
张桓章	58	模具业务开发部总监	1999 年	兴泰鞋业、中山精美技术总监
刘明畅	69	董事	2009 年	荣山鞋业副总经理，台威鞋业总经理，兴泰鞋业副总经理

资料来源：华利集团 2024 年年报，公司公告，HTI

公司股东结构呈“高度集中+适度流通”特征，兼备战略执行力与市场化治理水平。除控股家族外，其余股东持股分散，前五大股东中包括香港中央结算有限公司（1.11%）、全国社保基金（0.72%）及工商银行代持的混合型基金（0.51%）。该结构在确保控制权稳定的基础上，引入外部投资者监督，有助于提升公司治理透明度与资本市场认可度。

表 5 公司前五大股东及其持股比例

股东名称	股东性质	持股比例
俊耀集团有限公司	境外法人	84.85%
中山浚霆鞋业有限公司	境内非国有法人	2.63%
香港中央结算有限公司	境外法人	1.11%
全国社保基金一零九组合	其他	0.72%
中国工商银行股份有限公司－富国天惠精选成长混合型证券投资基金（LOF）	其他	0.51%

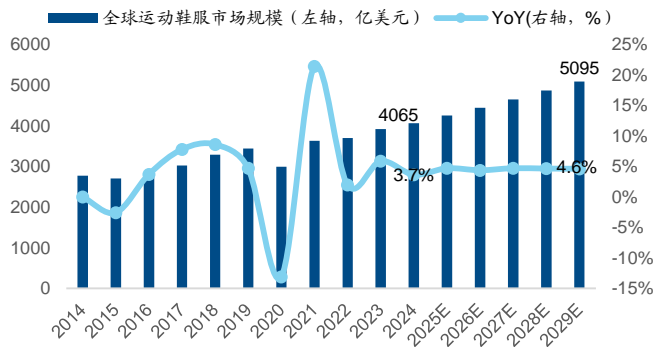
资料来源：华利集团 2024 年年报， HTI

2. 运动鞋服市场空间广阔，鞋履代工成为头部运动品牌青睐模式

2.1 运动鞋服市场规模具有高成长性，多因素驱动行业发展

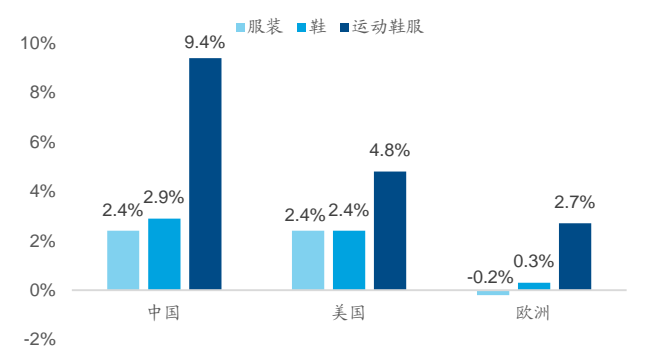
运动鞋服为鞋服行业中成长性最强的细分赛道，市场空间广阔。据欧睿数据，2024 年全球鞋服行业收入规模超过 4,000 亿美元，2015–2024 年间行业零售额复合增速达 4.1%。该统计口径涵盖服装、鞋类及运动鞋服等三大品类。从中国、美国及欧洲等代表性市场的细分增速来看，运动鞋服增长显著快于其他品类，行业具有较高景气。欧睿数据平台预计 2029 年全球运动鞋服市场规模有望突破 5000 亿美元，维持较强增长动能，我们认为主要是受消费者健身意识提升、体育赛事推动以及政策引导等多重因素影响。

图 22 2024 年全球运动鞋服市场规模超 4000 亿美元，预计 2029 年市场规模超 5000 亿美元



资料来源：欧睿, HTI
注：市场规模按终端零售额（Retail Value）衡量

图 23 中国、美国、欧洲地区运动鞋服行业增速显著高于服装和鞋品类（2015-2024 市场规模 CAGR）



资料来源：欧睿, HTI
注：美国和欧洲为华利最主要市场

华利集团位于运动鞋服产业链中游，处于利润水平居中的制造环节。运动鞋服产业链包括原材料供应、加工制造、品牌运营及终端零售等环节。从盈利水平看，品牌商毛利率普遍高于制造商与零售商。运动鞋服行业规模效应与头部效应明显，各环节头部企业均具备较强盈利能力与较高估值。

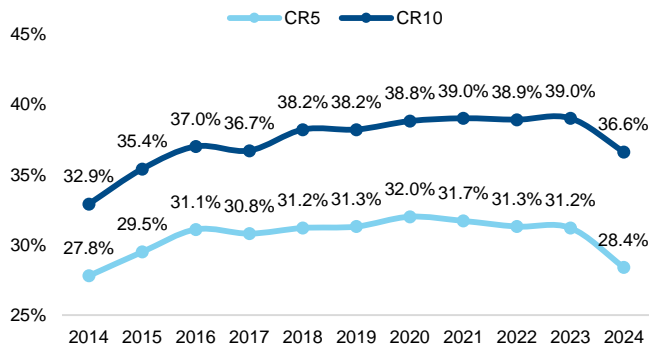
表 6 运动鞋服产业链各环节中品牌商毛利率最高，头部企业具有较好估值水平

产业链角色	公司名称	股票代码	总市值 (亿美元)	营业收入 (亿美元)	毛利率 (%)	净利率 (%)	2024年 PE	2025年 预测PE	2026年 预测PE	2025以来涨跌 幅 (%)
制造商	华利集团	300979.SZ	82.5	33.4	26.8%	16.0%	15.5	14.17	12.3	-31.6%
	裕元集团	0551.HK	22.8	81.8	24.4%	5.2%	9.2	5.1	4.6	-25.4%
	丰泰企业	9910.TW	38.1	27.2	22.7%	7.1%	20	34.7	22.4	-3.2%
	晶苑国际	2232.HK	16.7	24.7	19.7%	8.1%	8	7.1	6.1	-7.1%
	申洲国际	2313.HK	100.8	39.1	28.1%	21.8%	13.8	10.9	9.8	-9.2%
品牌商	NIKE	NKE.N	882.5	513.6	44.6%	11.1%	19.8	28.4	30.9	-3.7%
	Adidas	ADS.DF	453.9	256.2	50.8%	3.5%	34.14	25.5	17.55	-15.7%
	特步国际	1368.HK	19.2	18.5	43.2%	9.1%	11.3	9.9	9	-2.6%
	Lululemon	LULU.O	261.0	105.9	59.2%	17.1%	14.44	15.42	14.52	-38.5%
	Under Armor	UAA.N	30.0	57.0	46.1%	4.1%	13.9	-14	/	-16.8%
	安踏体育	2020.HK	325.4	96.7	62.2%	24.0%	13.1	17.2	15.2	22.6%
	李宁	2331.HK	51.8	39.2	49.4%	10.5%	13.1	14	12.7	2.8%
零售商	滔博	6110.HK	21.4	40.1	41.8%	7.6%	9.31	12.1	10.8	4.7%
	宝胜国际	3813.HK	3.5	25.2	34.2%	2.7%	5	4.7	4.2	10.4%
	Foot Locker	FL.N	22.8	79.9	29.1%	0.2%	-5.1	/	20.11	12.6%

资料来源：公司年报，BBG，HTI
注：营业收入、毛利率、净利率均为最新年报中的数据；总市值为 2025 年 6 月 27 日数据

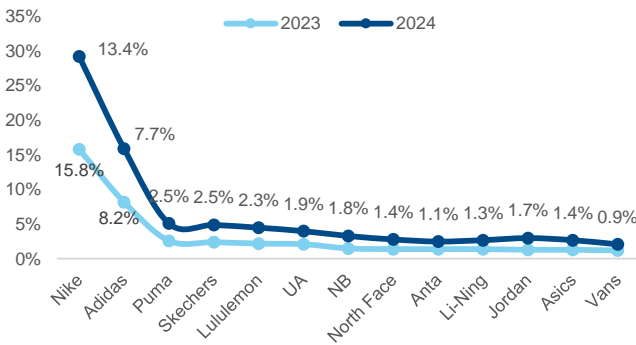
全球运动鞋服品牌集中度在经历多年上行后出现边际回落，头部品牌市占有所分散。根据欧睿数据，2024 年全球运动鞋服 CR5 与 CR10（前五、前十品牌市场份额）分别为 28.4%和 36.6%，同比回落 2.8pcts 和 2.4pcts。细分来看，Nike 市占率由 2023 年的 15.8%下滑至 13.4%，为近十年最低，Adidas 也由 8.2%降至 7.8%，主要由于头部品牌增长趋缓。同期，Lululemon、On、Hoka 等新兴功能性品牌快速崛起，带动中长尾品牌份额上升。运动鞋方面，2024 年全球运动鞋零售市场规模超过 1600 亿美元。对鞋履代工厂而言，品牌多元化趋势有利于降低对个别客户依赖，增强订单结构韧性，同时推动产品技术与品类适配能力提升，构成中长期竞争优势。

图 24 2024 年全球运动鞋服品牌 CR5/CR10 集中度同比下降



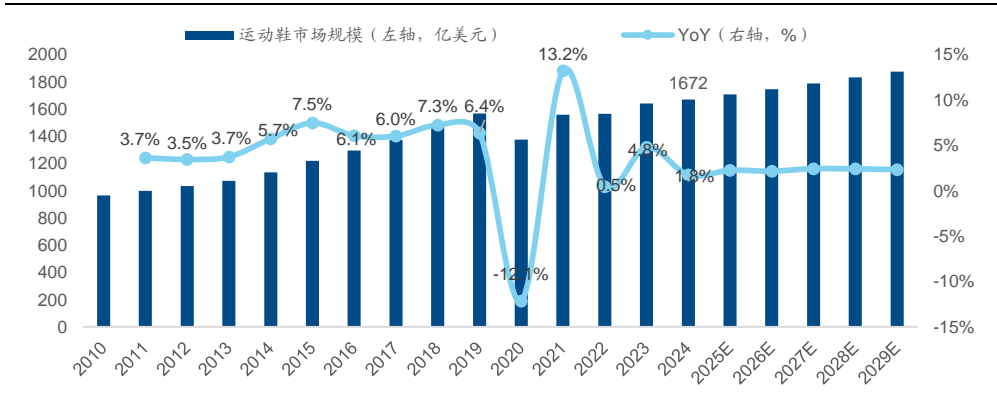
资料来源：欧睿，HTI

图 25 Nike 和 Adidas 品牌市占率明显回落，中长尾品牌市场份额上升（除 Vans 外）



资料来源：欧睿，HTI

图 26 2024 年全球运动鞋履市场规模达 1672 亿美元



资料来源：欧睿, HTI

2.2 工艺流程复杂，头部 ODM 公司更有优势

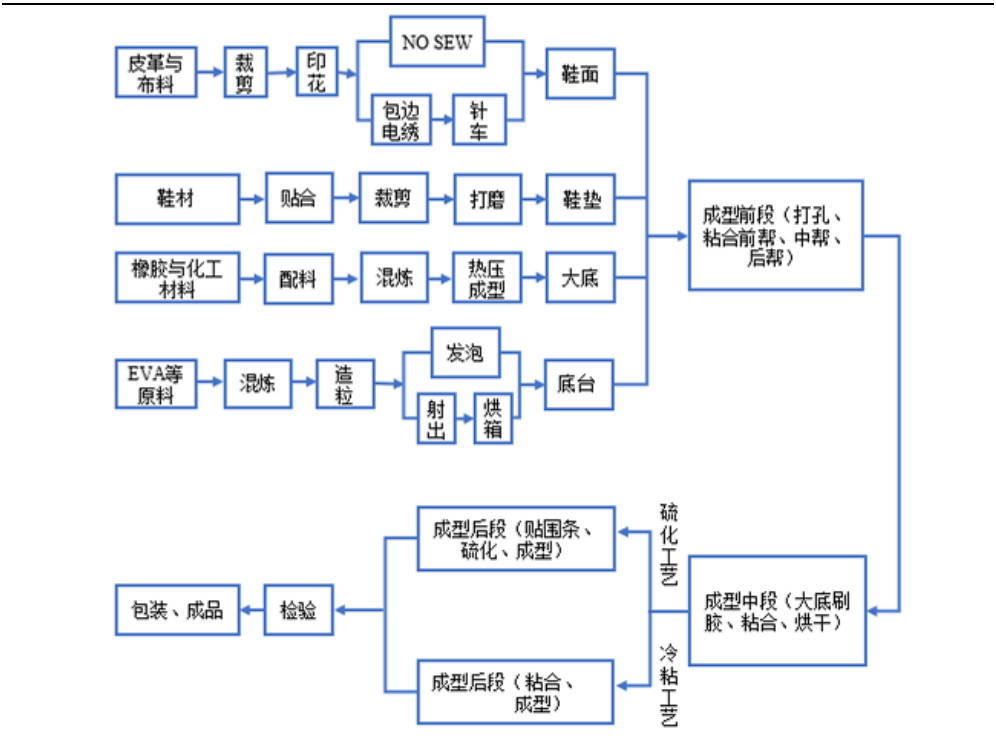
运动鞋的生产工艺复杂、工序繁多，全方位考验代工厂资源调度能力。运动鞋的核心组成包括鞋面、鞋垫、防震片（非必有）、底台和大底，工艺流程环节较多，主要运动鞋履生产工序超过 180 道。各环节高度依赖设备/人才/原材料/经验等多方面的长期积累，以及生产精细化管理。

图 27 运动鞋结构拆解



资料来源：招股说明书, HTI

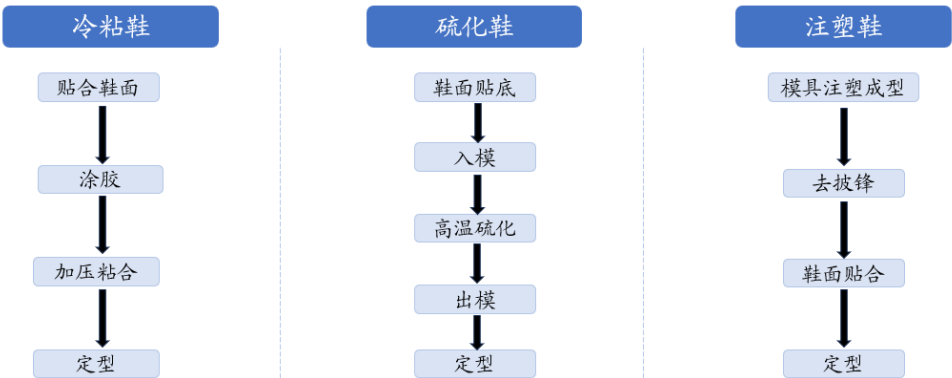
图 28 运动鞋生产流程（以华利为例）



资料来源：招股说明书, HTI

华利集团工艺体系成熟，为多品牌、多品类订单的高效交付提供有力支撑。公司凭借多年技术积累与持续研发能力，形成了覆盖各个环节的核心工艺（例如 3D 打印、数字化设计与镭射切割等先进技术），能够高效满足客户多样化、快速迭代的产品需求。从生产工艺技术上看，按鞋底和鞋面衔接方式的不同，分为冷粘工艺与硫化工艺，相应生产出来的产品为冷粘鞋与硫化鞋。硫化工艺以加硫方式衔接鞋底和鞋面，冷粘工艺以粘合剂衔接鞋底和鞋面，除此之外，其他生产工艺流程大致相同。此外，**注塑鞋**以热塑性材料注入模腔成型，自动化程度高，广泛应用于凉鞋、拖鞋等简易鞋型。

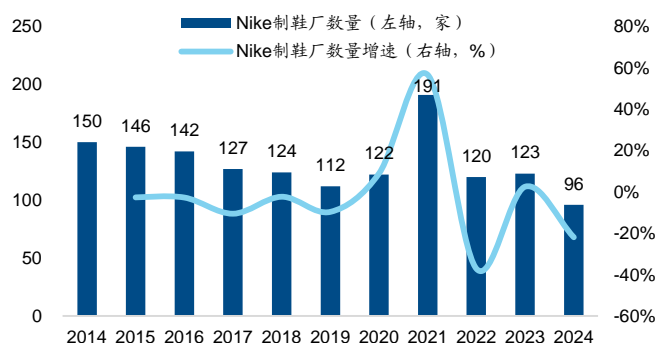
图 29 三类鞋生产流程



资料来源：招股说明书, HTI

品牌商加速收缩制造体系并提升代工厂集中度，进一步强化对头部 ODM 厂的依赖。随着品牌商对研发协同、交付能力、可持续性要求提升，具备综合研发、规模化生产和大客户服务能力头部 ODM 厂商在新一轮行业周期中具备显著竞争优势。Nike 制鞋厂数量已从 2014 年的 150 家降至 2024 年的 96 家，十年间缩减逾三分之一；Adidas 鞋履独立制造合作伙伴数量自 2014 年的 340 家下降至 2023 年的 104 家，但同期合作伙伴平均年限由 15.3 年提升至 22.5 年，表明其更倾向于长期绑定优质制造商，华利集团在该倾向下优势凸出。

图 30 2014-2024 年 Nike 制鞋厂数量自 150 家下降至 96 家



资料来源：公司公告, HTI

图 31 Adidas 鞋履供应商数量呈现收缩趋势，但合作伙伴平均年限自 2020 年以来显著提升



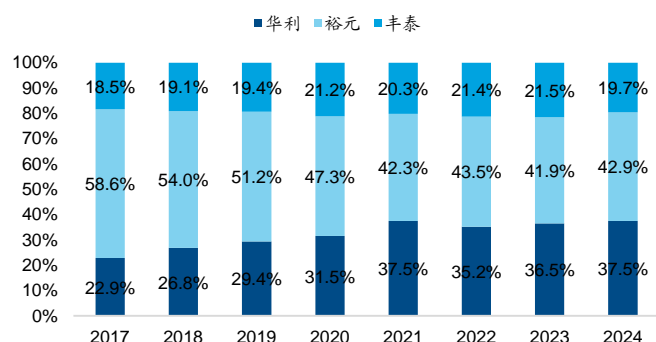
资料来源：公司公告, HTI

2.3 竞争格局清晰，华利出货量次于裕元但毛利率最高

竞争格局清晰，华利集团出货量位列行业第二，成长性显著领先同业。目前，裕元集团、华利集团、丰泰企业为目前全球运动鞋的前三大代工厂，2024 年出货量均超过 1 亿双。三家具有不同特征：

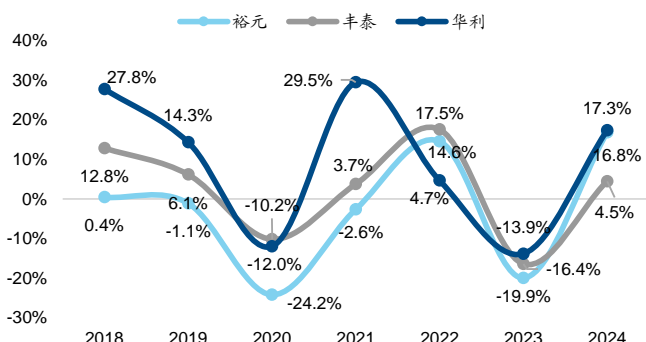
- 1) 出货量方面：裕元>华利>丰泰。2017-2024 年，华利集团出货量占比整体保持上升态势，在行业中的份额显著扩大，并逐步缩小与裕元的差距。2024 年华利出货量达 2.23 亿双，列行业第二，仅次于裕元集团（2.55 亿双），远高于丰泰企业（1.12 亿双）。在出货增速上，华利表现较为突出，虽受行业波动影响增速有所起伏，但在 2021 年疫情期间实现 29.5% 的高增长，并 2024 年库存去化周期后实现 17.3% 的明显回升，体现其在需求恢复周期中的出货响应能力与交付效率。

图 32 2017-2024 年，华利集团出货量占比在同业中呈上升趋势，与裕元企业的鞋履出货量差距缩小



资料来源：公司年报, HTI

图 33 华利集团出货增速波动中领先，2024 年实现明显回升



资料来源：公司公告, HTI

- 2) **ASP 方面：丰泰 > 裕元 > 华利。**2024 年华利 ASP 为 107.2 元，低于裕元（145.8 元）和丰泰（184.3 元），主要是受产品类型与结构差异影响。丰泰因深度绑定 Nike，主要承接其高性能专业运动鞋款（如跑鞋、篮球鞋等），产品技术含量高、制造难度大，同时参与产品设计与研发，附加值较高，有相对更高的议价能力，单价位居前列；裕元客户结构相对多元，涵盖 Nike、Adidas、Puma 等多个品牌，产品类型覆盖中高端，ASP 居中；华利以广客户、强交付著称，但由于部分中底外采，附加值和工艺难度相对较低，ASP 水平处于行业较低位置。
- 3) **毛利率方面：华利>丰泰>裕元。**尽管 ASP 相对较低，华利毛利率却达到 26.8%，显著高于裕元制鞋业务毛利率（19.9%）与丰泰（22.6%），主因其在成本控制、产线效率及自动化水平方面具备明显优势。
- 4) **产能布局方面：**裕元集团布局越南南部、印尼、中国、柬埔寨等地，分布最为均衡；丰泰企业布局越南南部、印度、印尼、中国等地，公司产能主要面向 NIKE，过去十年 NIKE 对丰泰的营业收入贡献持续超 80%；华利集团工厂主要位于越南中北部、印尼和中国四川，产能持续扩大，客户结构和产品类型进一步优化。

表 7 主要鞋履制造商 2024 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)	鞋履出货量 (亿双)	ASP (元)	毛利率	主要合作品牌	工厂分布
裕元集团	1969	1992 印尼	403.6	2.55	145.8	19.9%	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	215.6	1.12 (FY23)	184.3 (FY23)	22.6%	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	240.1	2.29	107.2	26.8%	Nike/Converse/Vans/Puma/ Columbia/UGG/UA	越南中北部、印尼、中国四川

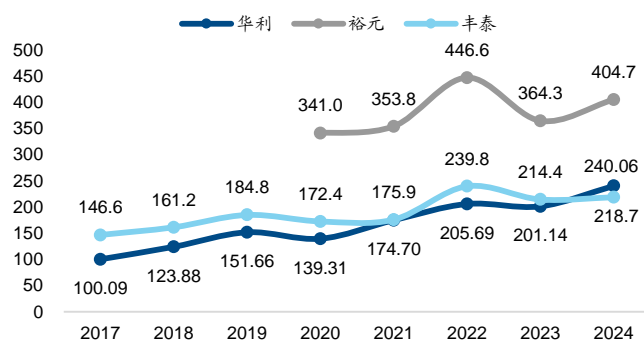
资料来源：公司年报，HTI（注：裕元集团营收、毛利率为鞋类制造业务口径；以上单位均换算为人民币）
注：丰泰企业 2024 财年鞋履出货量年报中暂未披露

3. ASP 和销量为营收主要驱动因素，同业间毛利率表现领先

3.1 华利集团毛利率持续领先，人均产出优于同业

尽管华利集团营收规模低于丰泰与裕元集团制鞋业务，但其成长性和盈利能力优势持续显现。2024 年，华利实现营收 240.1 亿元，低于裕元制造业务收入（404.7 亿元）但高于丰泰（215.6 亿元），主要因为其起步相对较晚以及当前产能基数仍处于中等水平。然而，公司在生产效率和人均产出方面已具明显优势，2024 年华利人均产量达 1395 双，高于丰泰（1217 双）与裕元（900 双）。在盈利能力方面，公司 2024 年毛利率达 26.8%，领先于行业内同业。随着印尼、四川等地新增产能逐步释放，客户结构持续优化与公司人效进一步提升，有望逐步缩小与行业龙头的收入差距，并维持较高盈利水平，我们预计 2025-2027 年公司毛利率分别为 24.1%、24.7%、25.6%。

图 34 华利的营收低于丰泰和裕元集团制鞋业务收入



资料来源：各公司年报，HTI

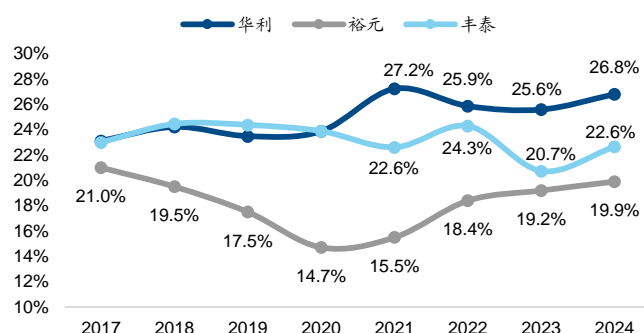
图 35 华利集团生产人效高于裕元和丰泰（双/人）



资料来源：公司年报，HTI

注：华利集团采取制造员工总数；丰泰企业未披露生产/制造员工数，故采用员工总数；裕元集团采用制造员工总数

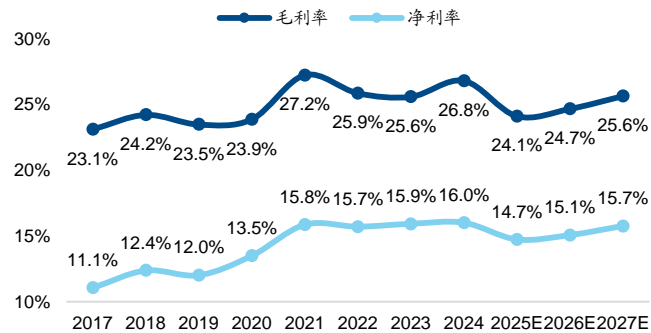
图 36 2024 年公司毛利率高于丰泰和裕元制鞋业务



资料来源：公司年报，HTI

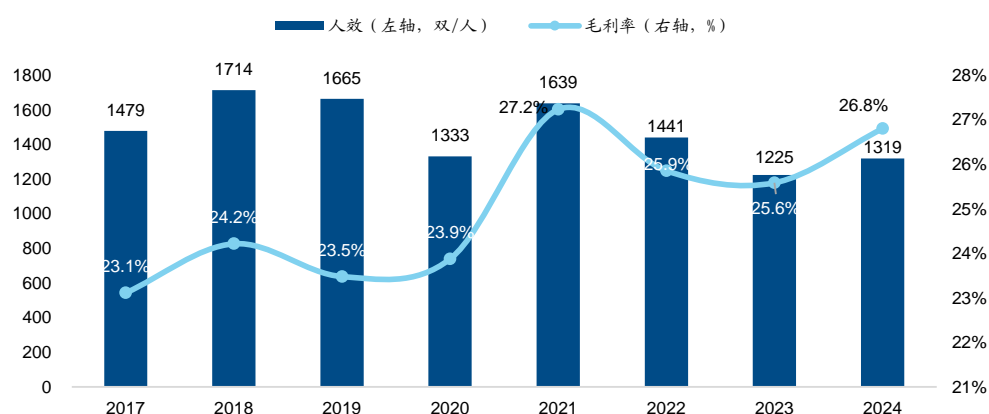
注：裕元为制鞋业务毛利率

图 37 2024 年公司毛利率达 26.8%，净利率达 16%



资料来源：华利公司年报，HTI

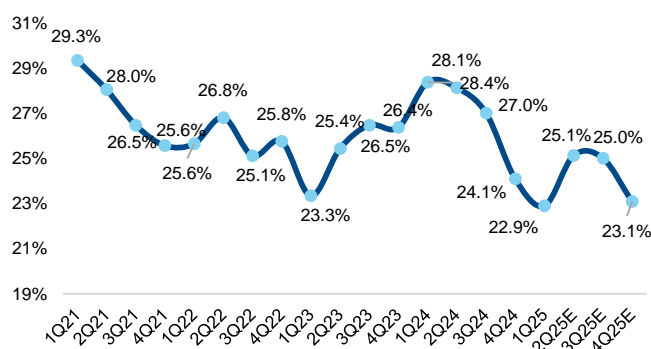
图 38 华利集团 2017 年毛利率和人均产出存在一定正相关性



资料来源：公司年报，HTI

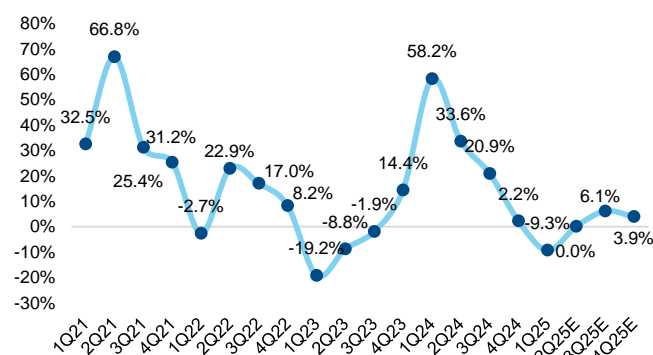
产能爬坡对华利集团毛利率构成阶段性压力，但随着工厂完成产能爬坡和效率提升，毛利率具备修复空间。2025 年第一季度，受新客户订单大幅增长带动，公司加快新工厂建设与投产节奏，并集中招聘新员工以匹配新增产能需求。然而，新员工尚处于培训期，产线流程也处于磨合阶段，整体生产效率偏低，对毛利率造成阶段性拖累，导致当季毛利率环比下降 1.2 个百分点至 22.90%，同比下滑 5.5 个百分点。公司将通过优化培训机制、加速智能化设备及生产管理系统部署，提升新工厂运营效率，并于第二季度放缓新员工招聘节奏，以控制边际成本。鉴于二季度通常为订单旺季，随着员工熟练度提升及工厂运作趋稳，公司预计整体运营效率将逐步改善，毛利率有望回升。

图 39 2020-2025E 华利毛利率波动（按季度）



资料来源：公司年报，HTI

图 40 2020-2025E 华利毛利率同比增速（按季度）

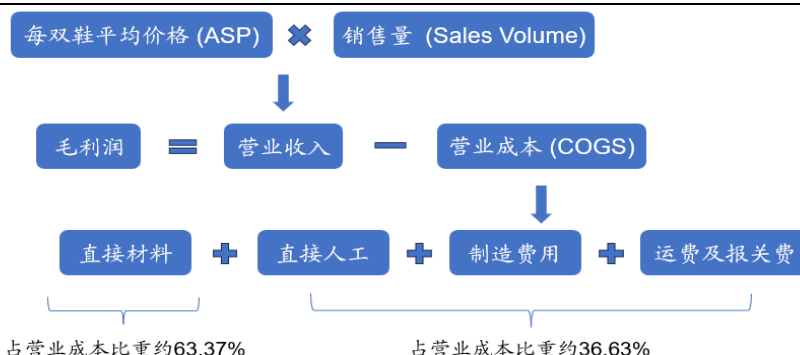


资料来源：华利公司年报，HTI

3.2 收入端：ASP 和销量为营收主要驱动因素

每双鞋平均价格（ASP）和销量为华利集团营收增长的主要驱动因素，量价齐升共同带动公司营收稳步扩张。2024 年华利集团营收同比上升 19.4%，实现高速增长。公司全年鞋履出货量 2.23 亿双，同比增长 17.53%，主要受益于老客户订单整体稳定以及新客户（如 Adidas）引入带动订单增长。同时，2024 年公司鞋产品 ASP 同比提升 1.5%，主因产品结构向高附加值品类倾斜以及高单价品牌出货占比提升。

图 41 华利集团毛利率拆解

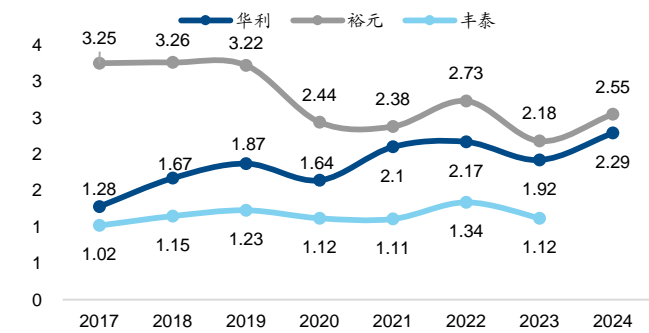


资料来源：华利集团年报，HTI

疫情前（2017–2019 年），营收增长从量为主。华利集团收入 CAGR 达 23.1%，其中销量增长贡献 20.9%，ASP 提升贡献 1.9%，增长主要依赖产能扩张带动出货量快速提升。彼时全球运动鞋履市场处于增长周期，公司新增产能持续投放，客户订单需求旺盛，带动出货量由 1.27 亿双增至 1.85 亿双。ASP 提升相对有限，主要受限于硫化鞋等中低价品类占比偏高，尽管部分中高端客户如 On、Deckers 逐步导入，但结构优化尚未完全体现。

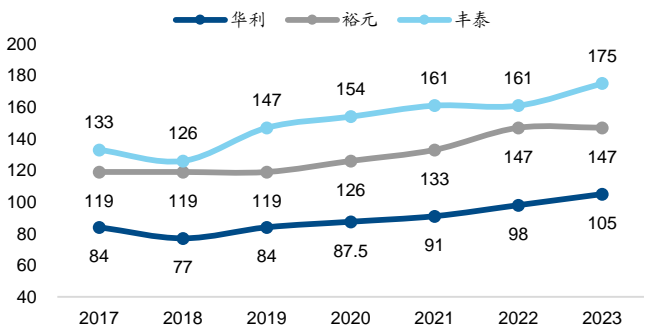
疫情后（2022–2024 年），营收增长从价为主。公司收入 CAGR 放缓至 8.0%，结构上由“量升价平”转为“价增主导”：ASP 年均增长 7.4%，为增长核心驱动，而出货量增速显著放缓，CAGR 仅 0.5%。主要原因在于行业整体恢复节奏趋缓、终端需求仍受抑制，客户补库意愿较弱，制约了出货节奏；而公司客户结构优化显著，On、UGG、Deckers 等高附加值品牌出货占比持续提升，带动 ASP 明显上行，收入增长逐步从规模扩张向单价提升切换。

图 42 华利集团出货量较同业处于中高位（亿双）



资料来源：公司年报, HTI

图 43 华利集团 ASP 低于同业（元/双）

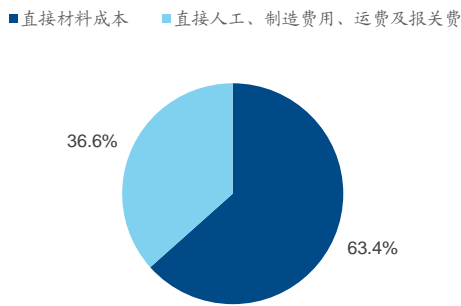


资料来源：公司年报, HTI
注：裕元数据为制鞋收入

3.3 费用端：费用率显著低于同行，费用以管理费用为主

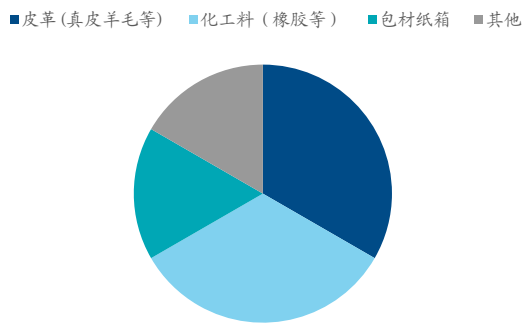
华利集团营业成本结构以直接材料为主，公司通过多种途径降本增效。2024 年，公司营业成本（COGS）中，直接材料成本占 63.4%，直接人工、制造费用、运费及报关费合计占比总计约 36.6%。根据我们测算，原材料中，皮革类（真皮和羊毛等）占比约 20%，化工料（橡胶等）占 18–20%，其余关键原材料（包材、辅料及胶水 EVA 等）占比约为个位数。公司通过规模化集中采购、锁价机制与原材料本地化降低采购成本；同时推动生产线自动化改造，提升产品稳定性和生产效率；压降制造与人工成本，有效支撑毛利率稳健表现。

图 44 2024 年公司直接材料成本占营业成本的六成



资料来源：公司年报, HTI

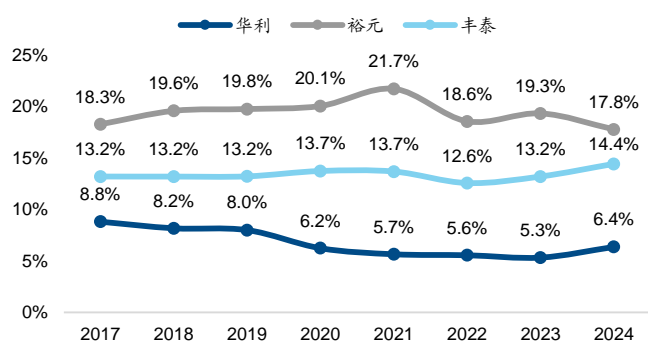
图 45 直接材料中皮革和化工原料比重最高



资料来源：华利公司年报, HTI 测算

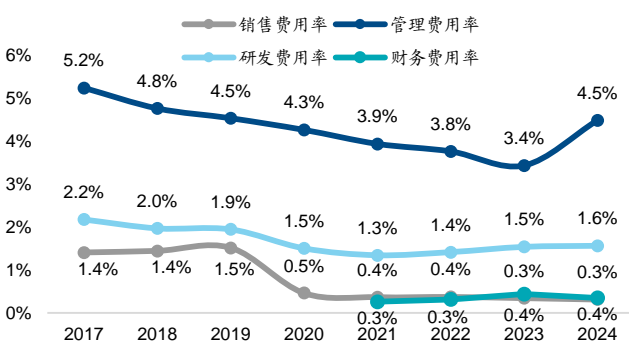
华利集团期间费用结构以管理费用为主，平均费用率低于同业均值。2017–2024 年，华利/裕元/丰泰期间费用率平均水平分别为 6.77%/19.39%/13.40%，华利集团期间费用率均值显著低于同业均值；同期华利集团销售/管理/研发费用率均值为 0.78%/4.29%/1.68%，管理费用为华利集团主要费用支出。**管理费用方面**主要由薪酬、折旧、办公与差旅等构成，其中薪酬占比高达 68.5%。2024 年管理费用率虽因利润增长带动绩效计提增加而小幅回升，但仍维持在合理区间，整体费用控制能力强，支撑公司盈利能力稳健。**销售费用**支出高度可控，主因公司采用 ODM 模式，客户主导品牌营销，公司无需承担广告与渠道投入，同时客户集中度高、合作稳定，销售团队所需资源投入较低。

图 46 华利集团费用率显著低于同行



资料来源：公司年报, HTI

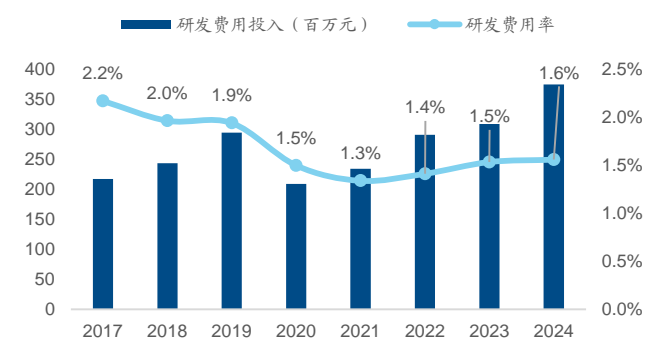
图 47 华利集团管理费用为集团主要费用支出



资料来源：公司年报, HTI

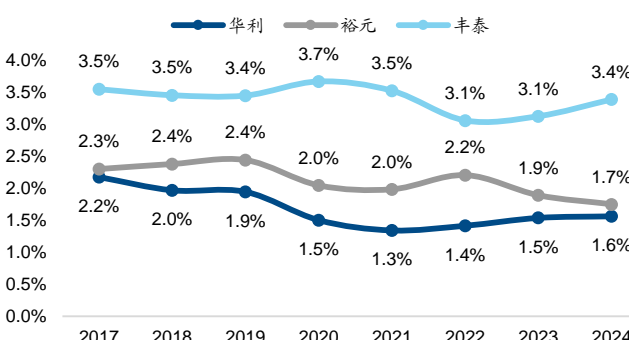
华利集团持续加大研发投入，推动生产效率与制鞋工艺同步提升。2021–2024 年公司研发费用率稳步上升至 1.56%，2024 年投入达 3.75 亿元，全年申请专利 29 项，累计授权专利达 147 项，覆盖鞋材、设备及自动化系统等关键领域。越南工厂成功投产超临界物理发泡中底产线，产品竞争力进一步提升，增强公司对运动鞋核心零部件的自给能力与客户粘性。同时，公司加速推进自动化改造，截至 2024 年底已部署逾 500 台龙门式裁切机及 4 条自动化成型线，显著降低人工依赖，强化了公司在运动鞋制造领域的技术壁垒与竞争优势。

图 48 公司研发费用投入自 2020 年持续加大



资料来源：公司年报, HTI

图 49 公司研发费用率低于同业但持续上升

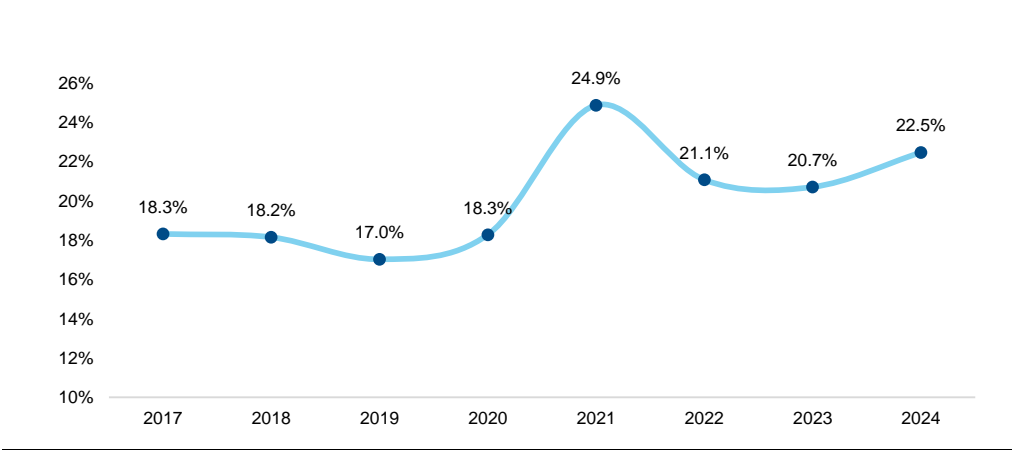


资料来源：公司年报, HTI

3.4 所得税率在同业间位于中等水平，美国关税政策影响有待观察

华利集团所得税费率近年来整体呈上升趋势，2021 年达到阶段性高点后仍维持在较高水平。2017 至 2020 年公司税率基本稳定在 17%-18% 区间，2021 年显著上升至 24.9%，主因 2021 年分红比例提升较多导致所得税率同比提升 6.6pct。2022-2024 年税率持续回升，2024 年达 22.5%，在同业中位于中等水平。

图 50 华利集团 2021 年所得税费率达到阶段性高点，近三年呈上升趋势



资料来源：公司年报, HTI

美国关税政策或对越南等核心生产基地构成实质性影响，需关注相关潜在变动。根据 2024 年美国 and 欧盟对主要鞋履产地征税政策对比，越南鞋类产品出口至美国适用 10% 的基准关税，显著低于中国（综合税率约 30%-37.5%）的征收水平，同时在欧盟市场享受零关税待遇。然而，2025 年 4 月 2 日，美国总统唐纳德·特朗普以“外国不公平贸易行为造成国家紧急状态”为由，宣布对全球贸易伙伴实施全面关税措施。越南 46% 的关税税率在所有受制裁国家中位居前列，在东南亚地区仅低于老挝（48%）和柬埔寨（49%）。越南作为华利集团主要产地的税收稳定性存在政策扰动风险，公司需持续评估关税变化对出口结构的影响，并通过多元化产能布局与市场结构优化，增强应对外部政策不确定性的能力。

表 8 2024 年欧美对产地为越南、印尼、中国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

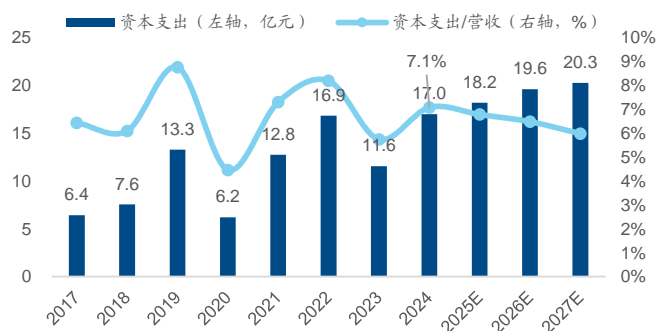
资料来源：美国国际贸易委员会，欧盟委员会，HTI

4. ROE 长期领先于同业，稳健现金流支持分红比例提升

4.1 资本开支与扩产节奏紧密联动，上市后杠杆率稳定在合理区间

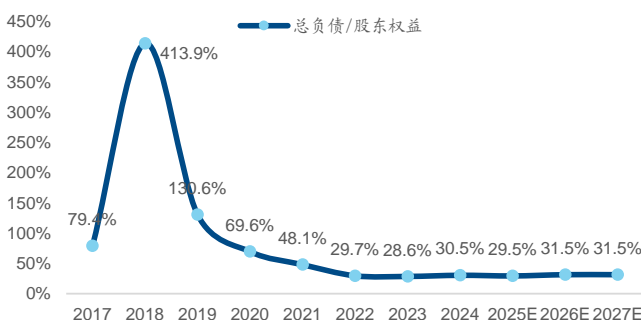
资本开支随产能布局节奏波动，杠杆水平自 2018 年高位回落并保持稳健。自 2020 年起，华利集团资本支出受全球产能扩张节奏影响明显波动，其中 2020–2022 年在越南新厂集中投建，资本支出大幅上升，2022 年达阶段性高点 16.2 亿元；随后进入产能释放期，投资节奏放缓，资本支出趋于稳定。2024 年资本支出为 17 亿元，占营收比重 7.1%，我们预计 2025–2027 年资本支出分别为 18.2/19.6/20.3 亿元。杠杆方面，2018 年杠杆率（总负债/股东权益）一度高达 413.9%，主要源于上市前依靠举债进行大规模扩产，且同期尚未完成股份制改革，权益基数较小所致。2019 年上市后，募资优化资本结构，叠加盈利增长提升内源性资本积累，杠杆率持续下行，并自 2022 年起稳定在 30% 左右。2024 年略升至 30.5%，主要因资本支出增加而权益扩张放缓所致，预计 2025–2027 年分别为 29.5%/31.5%/31.5%。整体来看，公司资本结构健康、扩产节奏可控，为长期稳健发展提供良好支撑。

图 51 2024 年公司资本支出占收入的比重为 7.1%



资料来源：公司年报，HTI

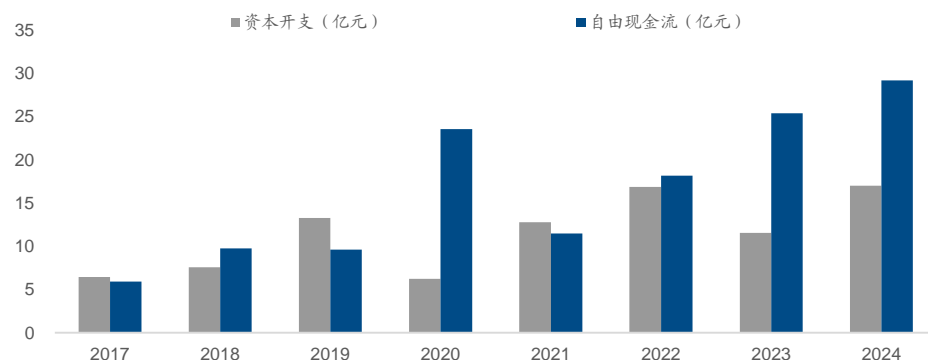
图 52 华利杠杆率在 2018 年达到最高点后持续回落，2024 年略有提升



资料来源：公司年报，HTI

公司自由现金流充沛，能够有效覆盖扩产相关的资本支出。从 2017 年至 2024 年，公司自由现金流呈持续增长趋势，除 2021 年受扩产高峰影响短暂回落外，其余年份均维持较强的现金沉淀能力。尤其在 2020 年，公司自由现金流大幅跃升至近 15 亿元水平，自由现金流对资本开支的覆盖比例一度超过 300%，反映出当期强劲的盈利与现金创造能力。进入 2022–2024 年，随着产能释放、运营效率改善，公司自由现金流稳步增长至 30 亿元，为持续扩产、分红及抗风险能力提供坚实基础。

图 53 华利集团自由现金流表现稳健，长期具备显著的资本开支覆盖能力

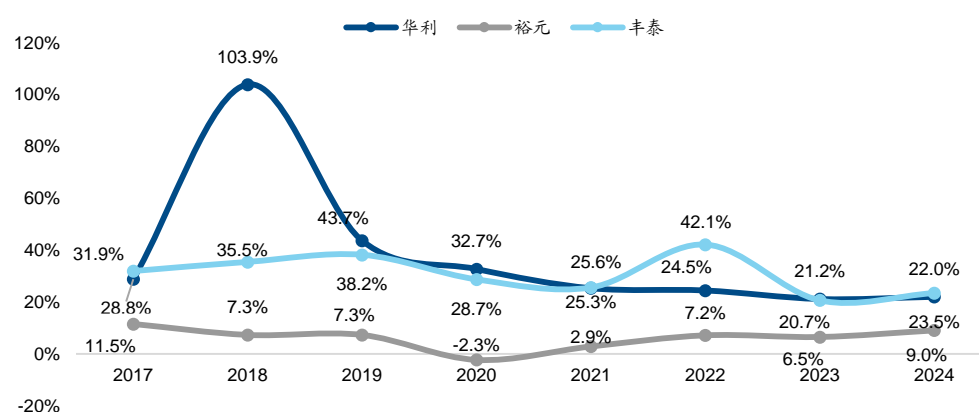


资料来源：公司年报，HTI

4.2 华利集团 ROE 在同业中较为领先，有望继续保持高位

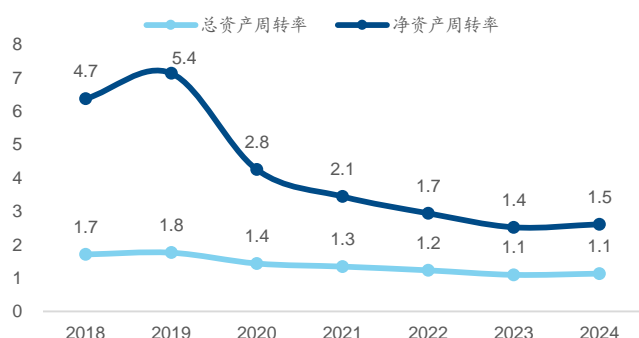
华利集团长期保持较高 ROE 水平，显示其股东回报能力在行业内具备显著优势。2017-2024 年，公司 ROE 年均值达 37.8%，高于制鞋行业平均水平。尽管自 2018 年 103.9% 的高点回落至 2024 年 22.0%，但连续 8 年维持在 15% 以上。2019 年以来，ROE 下行主要源于三方面因素：一是**资产周转率下降**。随着公司规模扩大，2024 年资产周转率降至 1.14 倍，低于 2017 年的 1.76 倍，反映出资产使用效率有所减弱；二是**财务杠杆收缩**，公司主动降杠杆以稳健经营，资产负债率从 2018 年的 80.5% 降至 2024 年的 23.4%，权益乘数同步下行；三是尽管**净利润率稳中有升**，2024 年达 16.0%，为近年高点，但仍难以完全对冲杠杆和效率下行的影响。展望未来，随着盈利能力持续稳固与资产利用效率逐步改善，公司 ROE 有望维持在高位运行，我们预计 2025-2027 年 ROE 将分别达到 21.7%/23.8%/26.4%。

图 54 华利集团 ROE 自 2019 年以来呈下降态势，但长期领先于同业



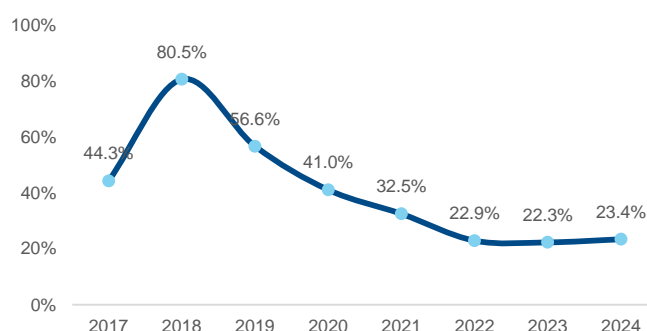
资料来源：公司年报，HTI

图 55 资产周转率自 2019 年持续下降，24 年回升



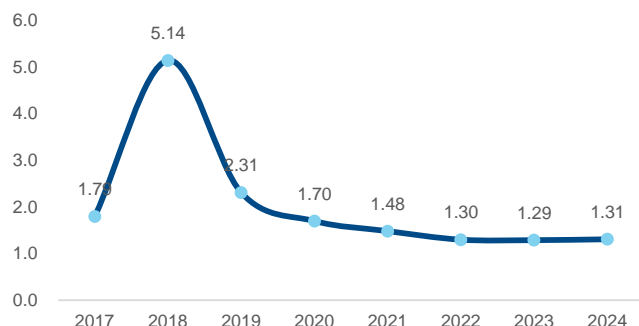
资料来源：VISA 年报，HTI

图 56 资产负债率自 2018 年持续下降，24 年回升



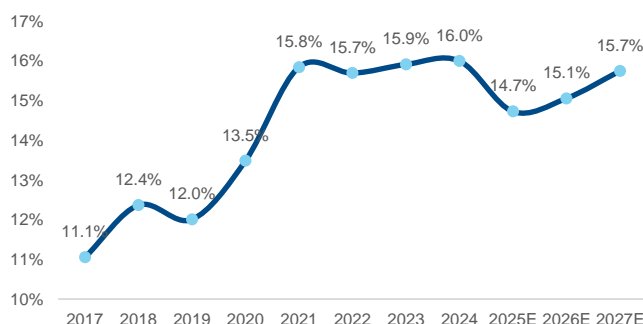
资料来源：VISA 年报，HTI

图 57 公司权益乘数自 2018 年以来呈下降态势，2024 年略微回升



资料来源：VISA 年报，HTI

图 58 2024 年公司净利润率达 16%，为 2017 以来最高点

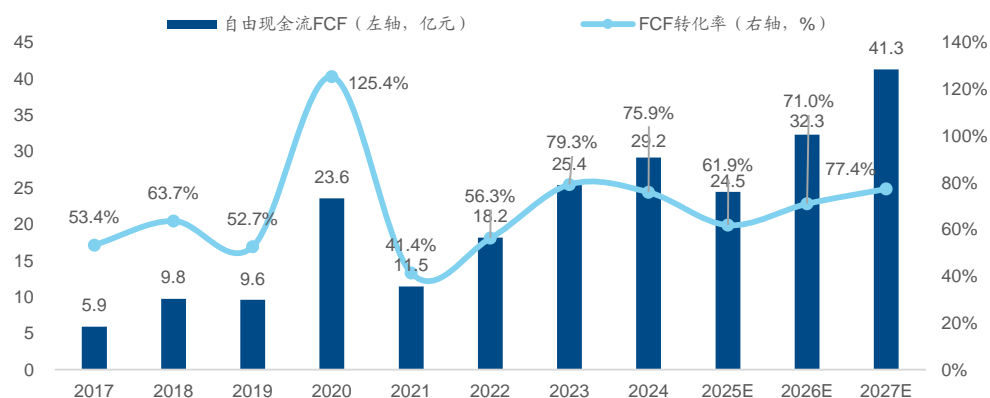


资料来源：VISA 年报，HTI

4.3 公司现金流充裕且增长稳健，2024 年现金分红比例显著提高

华利集团自由现金流充裕，2021 年以来 FCF 转化率持续上市。2024 年，公司自由现金流为 29.2 亿人民币，FCF 转化率（自由现金流/净利润）达 75.9%。2021 年 VISA 自由现金流虽同比略有回落，但主要源于疫情带来的阶段性波动，并不属于经营质量变化。随着客户订单增加和公司产能逐渐释放，我们预期自 2025 年自由现金流持续上行，2025-2027 年自由现金流分别为 24.5/32.3/41.3 亿美元。

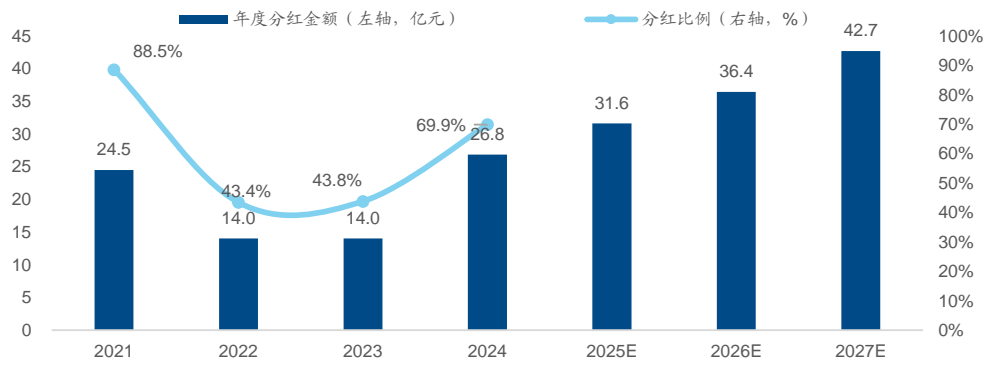
图 59 2024 年公司自由现金流达 29.2 亿元，FCF 转化率达 75.9%



资料来源：公司年报，HTI

自 2021 年上市以来，华利集团持续执行稳定且审慎的现金分红政策。2021 年公司首度派发股息 24.5 亿元，分红比例高达 88.5%。然而，2022-2023 年受疫情扰动及需求疲软影响，盈利承压，公司分红金额降至 14 亿元，分红比例亦降至约 43%。随着行业库存去化结束、品牌客户补库需求修复，公司盈利能力逐步恢复，2024 年归母净利润同比增长约 20%，带动分红金额回升至 26.8 亿元，每股股利 2.3 元，分红比例显著提升至 69.9%。未来三年，公司分红金额有望伴随盈利增长持续提升，预计至 2025-2027 年分别 31.6/36.4/42.7 亿元。

图 60 华利集团 2021-2024 年分红金额和分红同比增速



资料来源：公司年报, HTI

5. 盈利预测

作为我国运动鞋代工领域的龙头企业，华利集团凭借优质稳定的全球头部客户资源、越南北部低人工成本带来的产能优势，以及行业领先的成长性和营运效率，持续巩固在全球供应链中的竞争地位。展望未来，伴随新增产能投放与新客户拓展，公司业绩有望持续上行，预计 2025-2027 年营收分别达 268.3/302.4/339.1 亿元，归母净利润分别为 39.51/45.54/53.39 亿元。尽管美国关税政策仍存在不确定性，但当前股价已充分反映悲观预期，若后续越南关税环境边际改善，公司估值有望修复。考虑到产能爬坡期对毛利的阶段性压力已逐步释放，叠加订单增长动能稳健，我们首次覆盖给予华利集团“优于大市”评级，给予 2025 年 18X PE 估值（为过去三年 PE 的均值水平），每股目标价 60.9 元，有 18.3% 的上行空间。

表 9 可比上市公司估值预测

上市公司	证券代码	收盘价 (RMB)	EBITDA (百万 RMB)			PE		
			2025	2026	2027	2025	2026	2027
华利集团	300979.CN	51.53	5786	6345	7074	15.5	14.17	12.3
裕元集团	0551.HK	10.95	6077	6401	6859	9.2	5.1	4.6
丰泰企业	9910.TW	30.44	2824	3013	3203	20.0	34.7	22.4

资料来源：BVG，HTI
注：收盘价为 2025 年 6 月 27 日数据

6. 风险提示

6.1 国际贸易风险

公司业务高度依赖全球化布局，核心客户多为全球知名运动休闲品牌，产品销售网络覆盖多个国家和地区，制鞋生产基地则集中于越南等人力成本相对低廉的国家，原材料采购及产品交付主要通过国际贸易完成。若全球地缘政治局势、主要消费市场经济环境或进出口政策、关税等出现显著波动，均可能对公司运营构成不利影响。对此，公司一方面积极推进越南以外产能布局，印尼新厂已于 2024 年上半年顺利投产；另一方面，公司持续优化客户结构、开发新客户资源，以增强抗风险能力及盈利弹性。

6.2 跨国经营风险

公司通过跨国生产与贸易充分利用全球资源，但跨国运营亦面临各国政策环境差异带来的不确定性，包括当地政局、贸易壁垒、突发公共事件等均可能干扰产能扩张及盈利表现。为有效应对，公司将持续加强与当地政府及专业顾问的沟通，密切关注相关法律法规及营商环境变化，持续提升全球化经营与管理水平。

6.3 劳动力成本上升的风险

鞋履制造为劳动密集型产业，人工成本在生产成本中占比较高。目前公司核心生产基地位于越南，当地劳动力资源相对充足且成本较低，但伴随经济发展及制造业向越南转移，人工成本呈现上行趋势。若公司未能有效对冲成本上涨，或未能通过工艺及产线优化实现效率提升，盈利能力将承压。公司将继续加大自动化产线与设备的投入，改进工装夹具及工艺流程，以缓解人工成本上涨带来的不利影响。

6.4 客户集中的风险

公司现阶段主要客户包括 Nike、VF、Deckers、Puma、Under Armour 等国际头部品牌，客户资源相对集中，若核心客户经营出现波动或需求端发生重大调整，可能对公司订单及业绩造成显著影响。为此，公司一方面深耕现有头部客户，强化产品设计、快速交付等核心竞争力，另一方面积极开拓新兴品牌客户，提升客户组合多样性及韧性。

6.5 生产基地集中的风险

公司当前生产能力仍以越南基地为主，区域集中度较高。若越南的政治、经济或外贸政策发生较大变动，可能对公司生产及交付造成扰动。基于此，公司正积极推动多地产能布局，除在越南继续扩产外，已在印尼、缅甸等地同步建设新工厂。2024 年上半年印尼新厂已建成投产，中国及印尼其他新基地亦计划于 2025 年初陆续投产。新厂建设及投产进度受订单需求、当地审批及施工进度等多因素影响，存在未达预期的可能。

6.6 募集资金投资项目无法达到预期效益的风险

公司募投项目紧密围绕主营业务及战略发展方向，符合国家产业政策及市场需求，部分新建产能位于越南、缅甸及印尼等地。然而，在执行过程中，若项目所在地政治或经济局势发生剧烈波动，或遇到贸易摩擦、汇率大幅波动、突发性冲突等情况，均可能影响项目顺利实施及达效，进而对公司整体经营业绩带来压力。

Table 1 华利集团财务报表分析和预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,006	26,829	30,244	33,907	税前利润	3,836	3,951	4,554	5,339
营业成本	-17,572	-20,358	-22,784	-25,215	折旧和摊销	817	865	975	1,091
毛利润	6,434	6,470	7,460	8,692	营运资金的变化	-376	-550	-334	-269
营业税金及附加	-4	-4	-4	-4	其他经营现金流	340	0	0	0
销售费用	-76	-90	-107	-127	经营现金流合计	4,617	4,266	5,195	6,161
管理费用	-1,074	-932	-1,051	-1,178	资本支出	-1,700	-1,820	-1,961	-2,029
研发费用	-375	-446	-502	-563	投资收益	-626	0	0	0
EBITDA	5,723	5,864	6,691	7,831	其他投资现金流	161	0	0	0
折旧与摊销	-817	-865	-975	-1,091	投资现金流合计	-2,165	-1,820	-1,961	-2,029
EBIT	4,906	4,999	5,715	6,739	发行股票	8	0	0	0
净利息收支	81	133	114	103	负债变化	-451	0	0	0
营业外收支	42	97	158	147	股息支出	-1,427	-3,161	-3,643	-4,271
利润总额	4,948	5,096	5,873	6,886	其他融资现金流	-67	0	0	0
所得税	-1,112	-1,145	-1,320	-1,547	融资现金流合计	-1,937	-3,161	-3,643	-4,271
少数股东损益	4	0	0	0	现金及现金等价物净增	549	-715	-408	-139
归属于母公司股东的净利润	3,840	3,951	4,554	5,339	自由现金流	2,917	2,446	3,235	4,132

资产负债表					主要财务指标				
	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,588	4,873	4,465	4,326	每股指标 (美元)				
存货	3,121	3,671	3,930	4,482	每股摊薄净收益	3.3	3.4	3.9	4.6
应收账款	4,378	4,428	5,168	5,219	每股股利	2.3	2.7	3.1	3.7
其他流动资产	2,302	2,302	2,302	2,302	每股经营现金流	4.0	3.7	4.5	5.3
流动资产	15,389	15,275	15,865	16,329	盈利能力				
固定资产	5,495	6,614	7,731	8,773	EBITDA Margin%	23.8%	21.9%	22.1%	23.1%
无形资产	671	507	375	270	毛利润率%	26.8%	24.1%	24.7%	25.6%
使用权资产	217	217	217	217	净利润率%	16.0%	14.7%	15.1%	15.7%
其他非流动资产	993	993	993	993	成本控制能力				
非流动资产	7,375	8,330	9,315	10,253	销售费用率	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%
资产总计	22,765	23,604	25,180	26,581	管理费用率	-4.5%	-3.5%	-3.5%	-3.5%
短期借款	288	288	288	288	研发费用率	-1.6%	-1.7%	-1.7%	-1.7%
应付账款	2,410	2,459	3,124	3,458	所得税率	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
其他流动负债	2,238	2,238	2,238	2,238	成长能力				
流动负债	4,935	4,985	5,650	5,983	营业收入yoy%	19.4%	11.8%	12.7%	12.1%
长期借款	0	0	0	0	营业利润yoy%	20.4%	1.9%	14.3%	17.9%
其他长期负债	386	386	386	386	毛利润yoy%	25.0%	0.6%	15.3%	16.5%
非流动性负债	386	386	386	386	净利润yoy%	20.0%	2.9%	15.3%	17.2%
负债合计	5,321	5,371	6,036	6,370	偿债能力				
股本	1,167	1,167	1,167	1,167	资产负债率	23.4%	22.8%	24.0%	24.0%
归属于母公司所有者权益合计	17,432	18,222	19,133	20,201	流动比率	3.1	3.1	2.8	2.7
少数股东权益	11	11	11	11	回报能力				
股东权益合计	17,443	18,233	19,144	20,212	ROA	18.2%	17.0%	18.7%	20.6%
负债股东权益总计	22,765	23,604	25,180	26,581	ROE	22.0%	21.7%	23.8%	26.4%

资料来源: HTI

APPENDIX 1

Summary

Huali Group is a leading global ODM manufacturer of sports shoes, relying on high-quality core brand customers and stable global production capacity layout to continuously consolidate its leading position in the industry. At present, Huali mainly provides shoe manufacturing services for global top sports brands such as Nike, Adidas, Vans, Columbia, and Hoka, with an annual shipment volume of 223 million pairs, making it the second largest manufacturer in the world in terms of production capacity (second only to Yue Yuen Group's 255 million pairs). The company's main product is sports shoes, which accounted for 87.4% of the total revenue in 2024. At the same time, the gross profit margin (GPM) of this category reached 27.2%, the highest among all categories. In addition, the company also manufactures outdoor footwear and sports sandals/others. In 2024, their revenue accounted for 3.7% and 8.6% of total revenue, with GPM of 21.6% and 24.4%, respectively. In terms of factories, the company's current production base is mainly located in Vietnam, and new production capacity is being laid out in regions with significant location advantages such as Indonesia, China, and the Dominican Republic. It is expected that the total number of factories will increase to 26 by the end of 2026 to effectively reduce the company's operating costs and mitigate the impact of geopolitical risks (such as tariffs).

Focus on high-quality customer resources, continuously optimize customer structure to enhance risk resistance and growth resilience. Huali Group has established stable cooperative relationships with nine of the top ten sports shoe and apparel companies in the world. Its customer resources are of high quality and strong stickiness. In 2024, the top five clients of the company, including Nike, Deckers, Vans, On, and Puma, contributed a total revenue share of 79.3%. Although this has decreased from 91.8% in 2021, it still maintains a high degree of concentration. This is mainly due to Huali's orderly introduction of high growth brands such as On while consolidating its core customers, and continuous optimization of customer structure to diversify risks and enhance growth resilience. According to our calculations, in 2024, the company's total shipments to Nike Group (including Nike and Converse brands) accounted for over 30%, with Vans and Deckers each accounting for 10%-20%. Other core brands such as Puma, UA, On, New Balance, and Adidas had shipments in the 0%-10% range, with a diverse and stable customer portfolio. In addition, as brand owners' requirements for R&D collaboration, delivery efficiency, and sustainable production continue to increase, top ODM manufacturers with comprehensive R&D, large-scale manufacturing, and customer service capabilities will have a competitive advantage. Huali Group, with mature technology and fast delivery capabilities, effectively undertakes core customer orders, and its competitiveness is particularly prominent in the trend of shrinking the number of suppliers for top brands.

Stable profitability provides strong support for steady expansion and sustained dividends. In 2024, the company's revenue/net profit attributable to shareholders reached 24.01 billion RMB/3.84 billion RMB respectively, a year-on-year increase of 19.4%/20.0%. This was mainly due to the recovery of global footwear demand and the end of the inventory turnover cycle, as well as the increasing willingness of end brand manufacturers to replenish inventory, which drove the company's orders and revenue growth. In 2024, Huali Group's GPM reached 26.8%, higher than Feng Tay's (22.6%) and Yue Yuen's manufacturing business (19.9%), mainly due to the continuous optimization of customer structure, the increase in ASP brought about by the introduction of high value-added brands, and the improvement of company efficiency. Due to the ramp up of production capacity, the company's quarterly GPM decreased from 28.1% in 1Q24 to 22.9% in 1Q25. The ramp up of production capacity has put temporary pressure on Huali Group's GPM, but with the improvement of employee proficiency and the stabilization of factory operations, there is room for repair in 2Q25's GPM. A stable level of profitability brings ample cash flow, effectively supporting the company's continued dividend distribution and steady expansion of production. In 2024, the company's free cash flow was RMB 2.92 billion, with an FCF conversion rate (free cash flow/net profit) of 75.9%. The cash dividend ratio rebounded to nearly 70% in 2024, indicating sustained shareholder return ability.

Profit forecast and valuation: Performance is expected to continue to rise, and valuation has room for repair. In 2024, driven by stable orders from existing customers and a surge in new customers such as Adidas, the company's shipment volume increased by 17.5% year-on-year, and ASP (average selling price per pair) increased by about 1.5% year-on-year, achieving a simultaneous increase in quantity and price, driving revenue growth of 19.4% year-on-year and providing strong support for annual profit growth. Looking ahead to the future, with the end of the industry's destocking cycle and continuous production capacity deployment in multiple regions, we expect the company's revenue to reach 26.83 billion RMB/30.24 billion RMB/33.91 billion RMB respectively from 2025 to 2027, with a compound annual growth rate of about 12.4%; The net profit attributable to the parent company was 39.5/4.55/534 billion RMB, with a compound annual growth rate of 16.2%. The above prediction is based on the following core assumptions: firstly, the continuous release of new production capacity. From 2025 to 2027, the company's newly built factories in Vietnam, Indonesia, and China will gradually start production and complete capacity ramp up. We expect the overall shipment volume to maintain an average annual growth rate of 10% -12%. Secondly, due to the continuous optimization of product structure, the proportion of high value-added products (such as On brand) is gradually increasing, driving an average annual increase of 0%-2% in ASP. We expect the gross profit margin to be 24.1%/24.7%/25.6% from 2025 to 2027, showing a steady upward trend. The third is the continuous implementation of automatic production lines, combined with economies of scale, to further improve manufacturing efficiency and drive continuous enhancement of profitability. In this context, the company's ROE is expected to remain high, with estimates of 21.7%/23.8%/26.4% for 2025-2027. In terms of valuation, although

external uncertainties such as Vietnam's tariffs still exist, the current valuation has fully reflected the pessimistic expectations of the market. If the policy margin improves, the company is expected to usher in a valuation repair. We have given Huali Group a "Outperform" rating for the initiation, with 18X PE for 2025 (corresponding to the average PE level of the past three years) and a target price of 60.9 RMB, corresponding to an upward space of 18.3%.

Risks: Political Conflict Risk; exchange rate fluctuation risk; concentration risk of production base; risk of rising labor costs; customer concentration risk

APPENDIX 2

ESG Comments

Environmental:

在环境保护方面，公司坚持绿色生产，提高资源利用效率，减少废弃物排放。2024 年度，公司在维持固体废弃物零填埋和零焚烧的基础上，废弃物回收比例为 72.4%。

Social:

在员工关怀方面，公司持续关注员工满意度、性别平等和劳动权益等方面。多数工厂的员工满意度持续提升，本年度未发生重大环境或安全事件。

Governance:

华利集团基于多方面的考虑，包括维护市场公平竞争、保护自身合法权益、提升企业形象和信誉、促进技术创新和产业升级、维护消费者利益以及避免法律风险和处罚，在 2024 年积极采取措施，加强合规管理，防范和应对不正当竞争行为。

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司(HTIRL)，Haitong Securities India Private Limited (HSIPL)，Haitong International Japan K.K. (HTIJKK)和海通国际证券有限公司(HTISCL)的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团(HTISG)各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，寇媛媛，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Yuanyuan Kou, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，陈芳园，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Ashley Chen, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and / or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

国泰海通担任 2020.HK 有关证券的做市商或流通量提供者。

Guotai Haitong acts as a market maker or liquidity provider in the securities of 2020.HK.

评级定义（从 2020 年 7 月 1 日开始执行）：

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI 发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100, 美国 – SP500; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100, US – SP500; for all other China-concept stocks – MSCI China.

	截至 2025 年 3 月 31 日海通国际股票研究评级分布			截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布		
	优于大市	中性 (持有)	弱于大市	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 – TOPIX, 韩国 – KOSPI, 台湾 – TAIEX, 印度 – Nifty100; 其他所有中国概念股 – MSCI China.

	Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of March 31, 2025			Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024		
	Outperform	Neutral (hold)	Underperform	Outperform	Neutral (hold)	Underperform
HTI Equity Research Coverage	92.2%	7.5%	0.3%	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	3.3%	3.5%	0.0%	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究：海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖：海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。国泰海通证券（601211.CH），海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与国泰海通证券不同的评级系统，所以海通国际与国泰海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. GUOTAI HAITONG SECURITIES (601211 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by GTHS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and GTHS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股（Q100）指数：海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由国泰海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对国泰海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at GTHS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the GTHS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利（FIN-ESG）数据通免责声明条款：在使用盟浪义利（FIN-ESG）数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利（FIN-ESG）数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司（以下简称“本公司”）基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据（如财务业绩数据等）仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条

改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容（如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务（含认证）协议》《盟浪网隐私政策》等）有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.
2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.
3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.
4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明:

非印度证券的研究报告: 本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第 571 章）持有第 4 类受规管活动（就证券提供意见）的持牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HTSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HTSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息: 本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HTSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22

December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL") and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISCL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA")将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036 USA, 电话+1 212-351-6052。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限制。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

联系人电话: +1 212-351-6052

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect

any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 1460 Broadway, Suite 11017, New York, NY 10036, USA; telephone +1 212-351-6052. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.

1460 Broadway, Suite 11017

New York, NY 10036

Attn: Sales Desk at +1 212-351-6052

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称“中国”,就本报告目的而言,不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人员方可使用该材料。并且根据相关法律法规,该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公共发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定,在取得中国政府所有的批准或许可之前,任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项: 在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施,该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”)的规定得到「国际交易商豁免」(“International Dealer Exemption”)的交易商,位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大,该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点,任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时,每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario)第 73.3(1)节所规定的「认可投资者」(“Accredited Investor”),或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」(“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项: 本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问,可 (a) 提供关于证券,集体投资计划的部分,交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题,本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话:(65) 6713 0473

日本投资者的通知事项: 本研究报告由海通国际证券有限公司所发布,旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构(根据日本金融机构和交易法(“FIEL”))第 61 (1) 条,第 17-11 (1) 条的执行及相关条款)。

英国及欧盟投资者的通知事项: 本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布,本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项: Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会(以下简称“ASIC”)公司(废除及过度性)文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究,该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取: www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制,该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项: 本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIPL”) 所发布,包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax: +91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

