

评级：买入（首次）

市场价格：67.63元

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

分析师：吴思涵

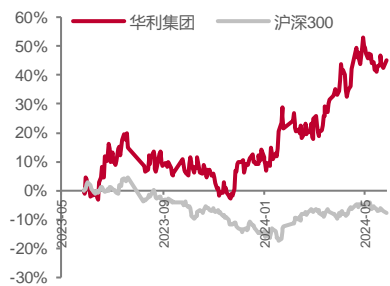
执业证书编号：S0740523090002

Email: wush@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1167.00
流通股本(百万股)	1166.99
市价(元)	67.63
市值(百万元)	78924.21
流通市值(百万元)	78923.69

股价与行业-市场走势对比



公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,696	26,871	29,892
增长率 yoy%	18%	-2%	18%	13%	11%
净利润(百万元)	3,228	3,200	3,817	4,361	4,910
增长率 yoy%	17%	-1%	19%	14%	13%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.27	3.74	4.21
每股现金流量	3.00	3.17	3.81	3.11	4.09
净资产收益率	24%	21%	20%	19%	18%
P/E	24	25	21	18	16
P/B	6	5	4	3	3
PEG	1.5	-28.6	1.1	1.3	1.3

备注：股价取自2024年6月14日

报告摘要

- 本篇报告的亮点：**我们选取裕元、丰泰、钰齐三家运动鞋履制造商作为公司的可比公司，详细拆解他们在成长性和盈利能力上的差异来源，穿透财务数据剖析经营战略和能力上的差异，以期更好地理解华利的优势。
- 公司概况：**茁壮成长的鞋履制造龙头。公司成立于2004年，是全球领先的运动鞋专业制造商，也是同时拥有鞋底厂、模具厂、飞织鞋面厂等全业务链的少数制鞋厂之一。公司主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动品牌提供鞋履开发设计与制造服务。公司2023年公司营业收入为201.14亿元，同比-2.21%，归母净利润为32.00亿元，同比-0.86%。2017-2023年营业收入CAGR为12%，归母净利润CAGR为19%。公司通过提升自动化水平、规模效应以及完善产业链布局推动盈利水平增长，毛利率、净利率基本分别维持在23%、11%以上。
- 行业视角：**需求向好，高壁垒+品牌供应链精简推动集中度提升。
- 1) 运动鞋场景渗透持续提升，品牌端集中度相对较高。**2023年全球运动鞋零售市场规模1647亿美元，过去五年复合增速为4.3%。由于科技互联网行业运动休闲着装风格向其他行业的渗透、疫情居家后穿着习惯的改变，运动鞋赛道保持较高景气度，在全球鞋类中的占比逐步从2009年的27.4%提升到2023年的42.9%。运动鞋服行业集中度较高，2023年全球运动鞋服品牌公司CR4达到32.8%，CR8为42.1%，其中前四大公司分别为耐克、阿迪达斯、VF集团和安踏集团。
- 2) 多维数据验证海外鞋服品牌商去库基本结束，24年景气度向上。**美国批发商库销比进入合理区间，24年1-2月我国及越南制鞋出口基本恢复至22年水平，中国台湾鞋服制造商月度收入数据改善明显等迹象充分验证服饰鞋履去库基本完成。
- 3) 供给端：产能向东南亚转移，高壁垒+品牌供应链精简推动集中度提升。**近年来运动鞋制造中心逐步从中国大陆向越南、印度尼西亚、柬埔寨、缅甸、印度等东南亚和南亚国家转移，目前 Nike/Adidas 鞋履主要生产基地已迁至越南和印尼。制造环节集中度仍有提升空间，2023年华利集团、裕元集团、丰泰企业、钰齐国际的年营收分别为28.5、50.6、27.5、5.4亿美元，市场份额分别约为7%、12%、7%、1%。我们认为渗透率提升的核心驱动因素是1) 运动鞋制造复杂，具有较高的进入壁垒；2) 品牌方对于供应链逐步精简优化，加强与头部供应商合作。

- **核心竞争力：客户结构健康、客户获取能力强，注重内功修炼造就研发、制造优势**
- **客户端：**客户资源优质丰富，全方位参与市场竞争，新兴客户的充裕储备为后续成长奠定基础。公司单一客户依赖度较低，合作客户矩阵完善，有效降低单一品牌市场份额波动对公司业绩的扰动。
- **研发及产品端：**重视研发与创新，为品牌客户提供专享服务；积累多种材料配方和加工技术，不断进行产品创新；
- **制造端：**快反能力强，积极投建自动化生产设备，拥有完整产业链，保证质量、降低成本。
- **从行业对比视角剖析华利优势**
- **成长能力：**优质的客户结构是华利具有持续成长能力的基础，成长空间充足。从成长性的拆分上看，华利销量及 ASP 均呈稳健增长态势，ASP 提升空间充足。华利 ASP 低于裕元和丰泰，主要是产品及客户结构差异导致，随着新兴优质客户持续放量，ASP 有望持续提升。对比裕元和丰泰，我们认为华利的客户结构较为优质，主要体现在：**1) 前五大客户集中度高但单一客户依赖不强。**高集中度令华利可以充分发挥规模优势，且能更好地服务核心客户形成较强绑定；而对单一客户依赖度不高避免了受客户经营情况波动对销量造成较大扰动。**2) 持续拓展有潜力的优质客户的能力。**On、Reebok、Lululemon 等优质客户的引入为后续的销量增长及 ASP 提升奠定了基础。**3) NIKE 份额提升空间充足。**华利与 NIKE 的合作从 Converse 品牌开始并拓展至主品牌，在 NIKE 品牌中的份额仍有较大的提升空间。
- **盈利能力：生产效率、生产基地布局、管理能力共同造就高盈利水平。**华利盈利能力领先行业，原因在于：**1) 生产效率高，人均产量及固定资产周转率在行业中非常突出；2) 生产基地布局充分利压缩成本，华利在越南的产能最高，有较强的产业集群效应，且位于成本更低的北越地区。3) 管理能力优秀，非生产员工数量仅占员工总数的 4.1%，体现了较强的管理能力和较高的管理半径。**
- **盈利预测及投资建议：**华利的价值来自于较强的、超越同行的成长性及盈利能力。从成长性角度看，运动鞋制造赛道渗透率的提升、自身较强客户拓展能力、更高的 ASP 成长空间共同带来可持续的增长。从盈利能力的角度看，华利盈利水平处于行业领先地位，优势来自于更高的制造效率、更强的内部管理能力以及低成本的生产布局。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 38.2、43.6、49.1 亿元，对应 PE 为 21、18、16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**国际贸易风险、跨国经营风险、劳动力成本上升的风险、客户集中的风险、生产基地集中的风险、研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险等。

1、华利集团：茁壮成长的鞋履制造龙头	6 -
1.1.全球运动鞋制造龙头，诸多国际品牌供应商	6 -
1.2 业绩快速增长，产品结构持续优化	8 -
1.3 股权集中，决策高效	14 -
2、运动鞋履制造：需求向好，高壁垒+品牌供应链精简推动集中度提升	16 -
2.1、需求端：运动赛道渗透率提升，下游去库结束景气度向上	16 -
2.2、供给端：鞋履产业分工明显，产能向东南亚转移	21 -
2.3、制造商格局：高壁垒+品牌供应链精简推动集中度提升	23 -
3、核心竞争力：客户结构健康，注重内功修炼造就研发、制造优势	26 -
3.1、与客户一同成长，海外产能持续扩张	26 -
3.2、注重内功修炼，铸就研发及产品优势	28 -
3.3、交付能力和生产能力业内领先	29 -
4、从行业对比视角剖析华利优势	32 -
4.1、成长性：华利量价齐升稳健增长，优质客户结构奠定持续成长能力	32 -
4.2、盈利能力：内功扎实，制造及管理效率的优质铸就强盈利能力	35 -
5、盈利预测与投资建议	38 -
6、风险提示	39 -
图表 1：公司业务布局中山、缅甸、越南、中国香港、中国台湾等地	6 -
图表 2：多品牌合作、产能全球布局、集团龙头地位稳固	7 -
图表 3：主打运动休闲，户外鞋靴、运动凉鞋丰富产品矩阵	7 -
图表 4：2017-2023 公司业绩整体呈现快速增长态势	8 -
图表 5：2018-2023 年公司主要收入来源为运动休闲鞋（单位：亿元）	9 -
图表 6：2018-2023 年运动休闲鞋占比呈上升态势	9 -
图表 7：美国市场收入占比基本在 85%以上，欧洲市场正快速发展	10 -
图表 8：2023 年公司产品量减价升	10 -
图表 9：2017-2023 年主营业务成本结构，直接材料占主营业务成本 60%以上	11 -
图表 10：2017-2023 公司毛利率及净利率	11 -
图表 11：2017-2023 可比公司毛利率变化趋势	12 -
图表 12：2017-2023 年公司分产品毛利率，运动休闲鞋处于最高水平	12 -
图表 13：2017-2023 公司美国地区毛利率水平领先	13 -
图表 14：2017-2023 公司费用率持续优化	13 -
图表 15：应收账款及存货周转天数	14 -

图表 16: 经营活动产生的现金流量	- 14 -
图表 17: 创始人家族持股 87% (截止 2023 年报)	- 14 -
图表 18: 公司管理层资历深厚且稳定.....	- 15 -
图表 19: 全球运动鞋市场规模及增速.....	- 16 -
图表 20: 美国运动鞋零售规模 (亿美元) 及增速	- 17 -
图表 21: 中国运动鞋零售规模 (亿元) 及增速.....	- 17 -
图表 22: 全球运动鞋占运动鞋服的比例.....	- 17 -
图表 23: 全球运动鞋占鞋类的比例.....	- 17 -
图表 24: 全球运动鞋服品牌公司集中度.....	- 18 -
图表 25: 全球鞋类品牌公司集中度	- 18 -
图表 26: 2023 年全球运动鞋服品牌公司份额.....	- 18 -
图表 27: 2023 年全球鞋类品牌公司份额	- 18 -
图表 28: 美国服装及面料库销比.....	- 19 -
图表 29: 海外运动品牌库存情况.....	- 19 -
图表 30: 我国鞋靴月度出口金额及增速.....	- 20 -
图表 31: 越南鞋类月度出口金额及增速.....	- 20 -
图表 32: 中国台湾鞋服制造商月度收入数据.....	- 20 -
图表 33: 运动鞋开发制造流程.....	- 21 -
图表 34: 全球鞋类制造产地分布.....	- 22 -
图表 35: 中国及越南鞋类出口金额 (亿美元)	- 23 -
图表 36: 越南部分税收优惠	- 23 -
图表 37: Nike 及 Adidas23 财年鞋履 vs 服饰制造商数量.....	- 24 -
图表 38: Nike 鞋类制造商工厂数.....	- 25 -
图表 39: Adidas 供应商数量.....	- 25 -
图表 40: 公司与主要客户合作情况.....	- 26 -
图表 41: 2017-2023 年公司对前五大客户销售收入 (亿元) 及增速.....	- 26 -
图表 42: 公司产能 (万双) 及产能利用率	- 27 -
图表 43: 公司上市募投项目-越南生产基地扩建.....	- 27 -
图表 44: 2017-2023 年公司研发费用及增速.....	- 28 -
图表 45: 2021-2023 年公司研发人数及增速.....	- 28 -
图表 46: 公司研发项目及进展.....	- 28 -
图表 47: 快速反应交货流程	- 30 -
图表 48: 公司主要工艺流程图.....	- 30 -

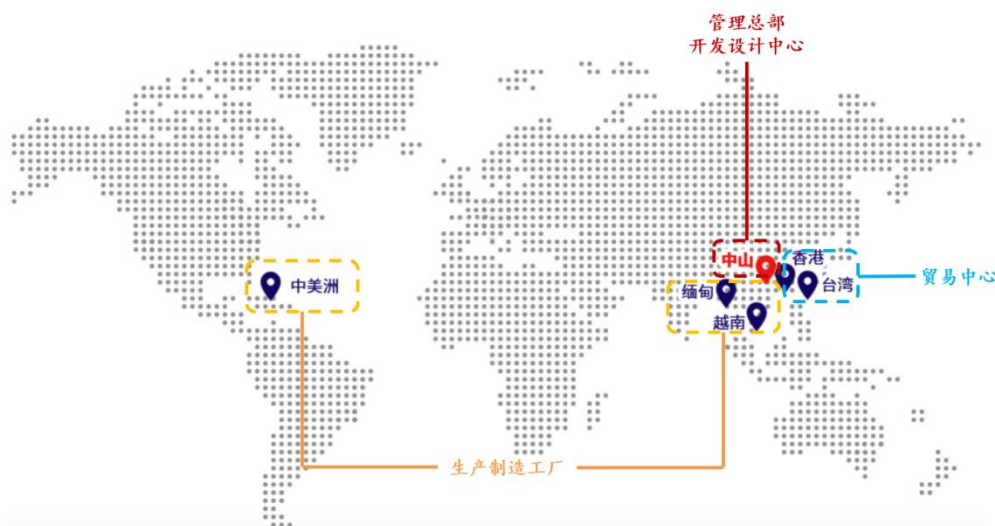
图表 49: 公司部分自动化技术.....	- 31 -
图表 50: 国内主要运动鞋履制造商.....	- 32 -
图表 51: 2023 年营收规模 (亿美元) 对比.....	- 33 -
图表 52: 营收增速 (美元口径) 对比.....	- 33 -
图表 53: 国内主要运动鞋履制造商收入量价拆分 (美元口径)	- 33 -
图表 54: 华利 23 年产品类型.....	- 34 -
图表 55: 华利 23 年客户地区分布.....	- 34 -
图表 56: 裕元 23 年产品类型.....	- 34 -
图表 57: 裕元 23 年客户地区分布.....	- 34 -
图表 58: 四大制造商客户及产品对比汇总	- 35 -
图表 59: 运动鞋履制造商毛利率对比.....	- 36 -
图表 60: 运动鞋履制造商净利率对比.....	- 36 -
图表 61: 单位毛利对比 (美元/双)	- 36 -
图表 62: 单位净利 (美元/双) 对比.....	- 36 -
图表 63: 2022 年人均产值 (万美元) 对比.....	- 37 -
图表 64: 2022 年人均产量 (双) 对比.....	- 37 -
图表 65: 固定资产周转率对比.....	- 37 -
图表 66: 2022 年越南工厂产值规模 (百万美元)	- 38 -
图表 67: 华利 vs 钰齐 22 年非生产员工占比.....	- 38 -
图表 68: 业务拆分预测表.....	- 39 -
图表 69: 可比公司估值分析 (股价取 2024 年 5 月 15 日)	- 39 -
图表 70: 公司三大财务报表.....	- 41 -

1、华利集团：茁壮成长的鞋履制造龙头

1.1.全球运动鞋制造龙头，诸多国际品牌供应商

- **三十载成就全球鞋履巨擘。**公司成立于1990年，从事运动鞋履的产品开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，也是同时拥有鞋底厂、模具厂、飞织鞋面厂等全业务链的少数制鞋厂之一。公司主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Under Armour、HOKA ONE ONE 等全球知名运动品牌提供鞋履开发设计与制造服务。公司管理总部及开发设计中心位于广东中山，生产制造工厂位于越南、多米尼加、缅甸及印度尼西亚等地，贸易中心设于中国香港及中山，截至2022年底，公司总产能达到2.4亿双，产量达到2.2亿双。

图表 1：公司业务布局中山、缅甸、越南、中国香港、中国台湾等地



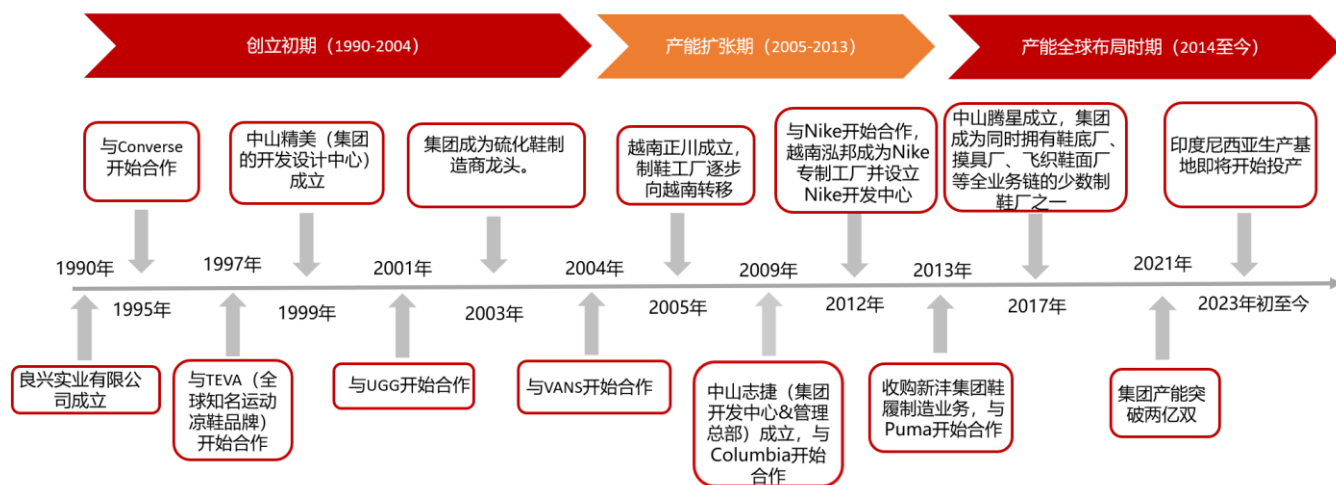
来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

- 公司的发展历程大致可以分为三个阶段：
- **1) 公司创立初期，快速拓展客户、成立设计中心（1990-2004年）：**公司创始人张聪渊和合伙人共同创立良兴实业有限公司（新洋集团前身），张聪渊先生作为生产业务总裁负责鞋履生产制造的业务。这段时间公司先后与 Converse、TEVA、UGG、Vans 等品牌开始合作。1999年中山精美（集团的开发设计中心）成立，2003年公司成为硫化鞋制造商龙头。
- **2) 越南产能扩张，合作伙伴迈向国际（2005-2013年）：**2005年后，公司的制鞋工厂逐步向越南转移，越南正川、越南邦威、越南上杰（Vans 专制工厂）、越南跃升、越南宏美、越南弘邦成立。2009年，公司开发中心和管理总部中山志捷成立。2012年，越南弘邦成为 Nike

专制工厂并设立Nike开发中心。2013年收购新沅集团鞋履制造业务，包括新沅集团所有鞋履制造实体以及相关的贸易公司。该阶段内，公司先后与Nike、Columbia、Hoka One One等品牌开始合作。

3) 全业务链布局，海外扩产加速 (2014年至今)：2016年公司出货量正式突破1亿双。2017年中山腾星成立，公司成为同时拥有鞋底厂、模具厂、飞织鞋面厂等全业务链的少数制鞋厂之一。2021年公司产能突破两亿双。公司印尼一期工厂预计于2023年内开始投产。该阶段内，公司先后与Cole Haan、Under Armour等品牌开始合作。

图表 2：多品牌合作、产能全球布局、集团龙头地位稳固




来源：公司官网、公司公告，中泰证券研究所

- 公司产品矩阵丰富，主要包括运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉拖等产品。公司主打运动休闲品类鞋的设计与制造，同时具备高端户外靴鞋和运动凉拖的制造工艺，满足鞋类市场多元的需求，扩大公司增长潜力。

图表 3：主打运动休闲，户外鞋靴、运动凉拖丰富产品矩阵

产品分类	示意图	产品功能	合作品牌	工艺技术
运动休闲鞋 (运动类)		运动休闲鞋是根据消费者参加运动或休闲的特点设计制造的鞋履，强调功能、舒适度等，外形轻便。		冷粘、硫化
运动休闲鞋 (休闲类)				
户外靴鞋		户外靴鞋主要是消费者在登山、徒步或寒冷季节穿着，外形较粗犷，强调防水透气、保暖、防滑及对脚的保护。		冷粘

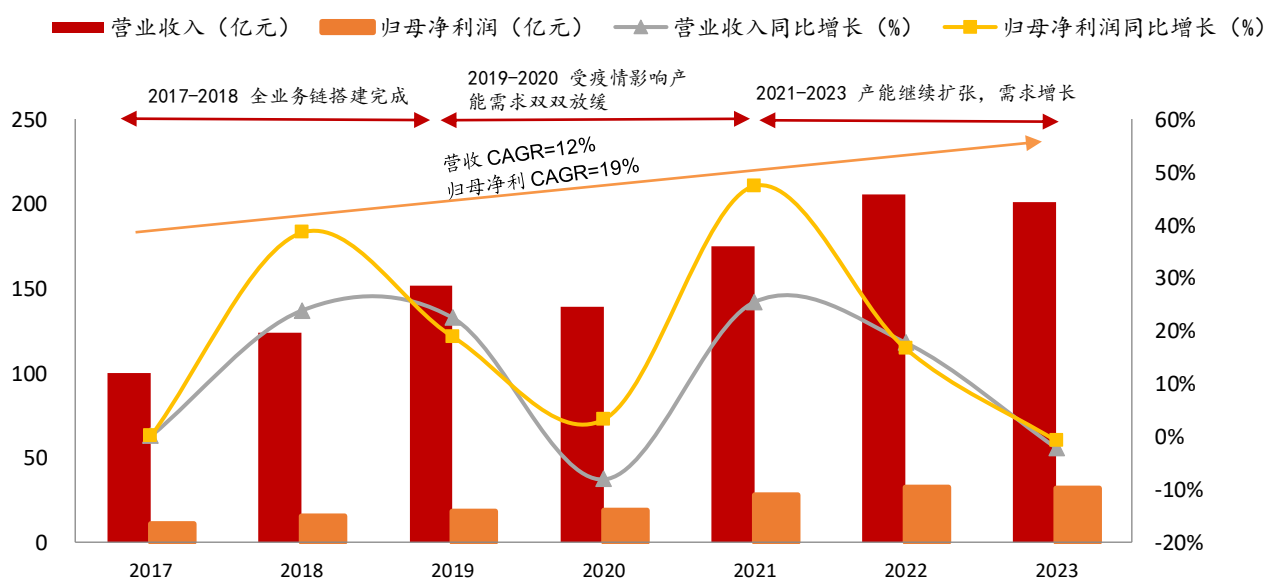
运动凉鞋/拖鞋及其他		运动凉鞋/拖鞋鞋底舒适度高、有弹性、防滑，也逐渐成为一种时尚搭配。	冷粘、硫化
------------	---	-----------------------------------	-------

来源：招股说明书，中泰证券研究所

1.2 业绩快速增长，产品结构持续优化

- 业绩快速增长。**公司 2017-2023 年营业收入 CAGR 为 12%，归母净利润 CAGR 为 19%。从过去 3 年经营周期来看，2020 年收入下滑，主要是因为全球疫情导致需求萎缩，外销订单下滑。2021 年随着 1) 海外消费刺激政策效果显现，2) 越南以及国内疫情管控效果较好，公司鞋品连续生产能力较强，从全球范围来看供货能力稀缺性凸显，订单饱满，收入和利润双高增。2022 年，公司受益于 1) 越南工厂产能扩张以及产能爬坡顺利，2) 持续推进自动化，改善产品品质、提高效率，在 21 年高基数的基础上实现营收 206 亿元，同比+18%，归母净利润 32 亿元，同比+17%，业绩创新高。2023 年公司营业收入为 201.14 亿元，同比-2.21%，归母净利润为 32.00 亿元，同比-0.86%。23 年受下游去库影响，行业需求较弱，华利于 2023Q4 率先恢复增长，2023Q4 营收同比增长 11.7%。

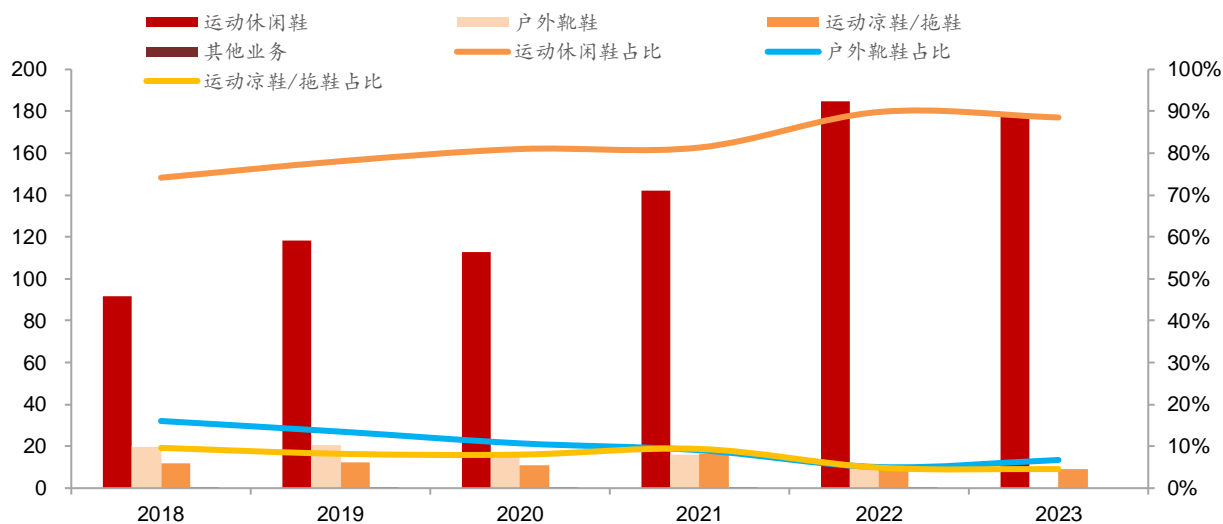
图表 4：2017-2023 公司业绩整体呈现快速增长态势



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

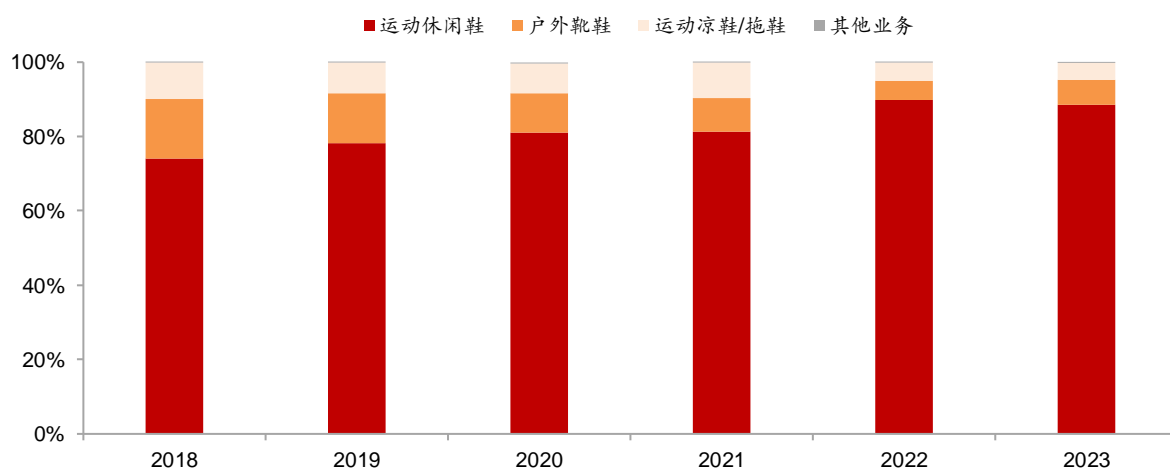
- 分产品来看，公司主要收入来源为运动休闲鞋。公司主打运动休闲鞋的生产和销售，运动休闲鞋营收保持高增态势，2018-2023年CAGR为14%，2022-2023年营收达到185、178亿元，分别同比+30%、-3.64%，营收占比在2023年达到了88.53%，营收占比呈上升趋势。

图表 5: 2018-2023 年公司主要收入来源为运动休闲鞋 (单位: 亿元)



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 6: 2018-2023 年运动休闲鞋占比呈上升趋势

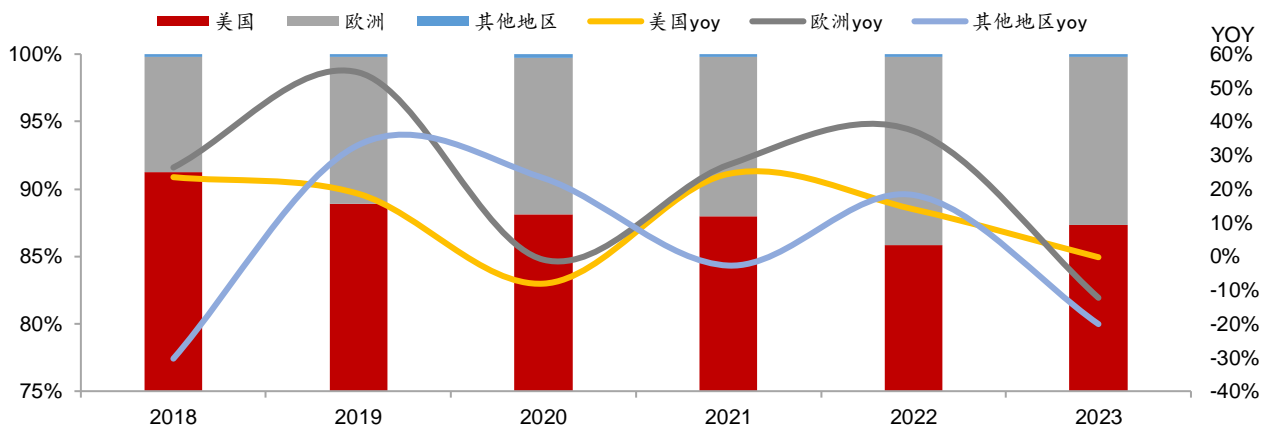


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 分地区来看，以欧美客户为主。由于公司客户主要为美国的运动品牌，合作伙伴包括耐克、匡威、vans、UGG、HOKA 等，美国收入占比常年保持在 85% 以上。近年来欧洲市场发展较快，2019-2022 年营收增速

均高于美国市场，营收占比也呈现逐年提升趋势，2022 年欧洲市场营收达 28 亿元，同比+37%（VS 美国市场 14%），占比 14%，同比+2pct，有望进一步快速发展。

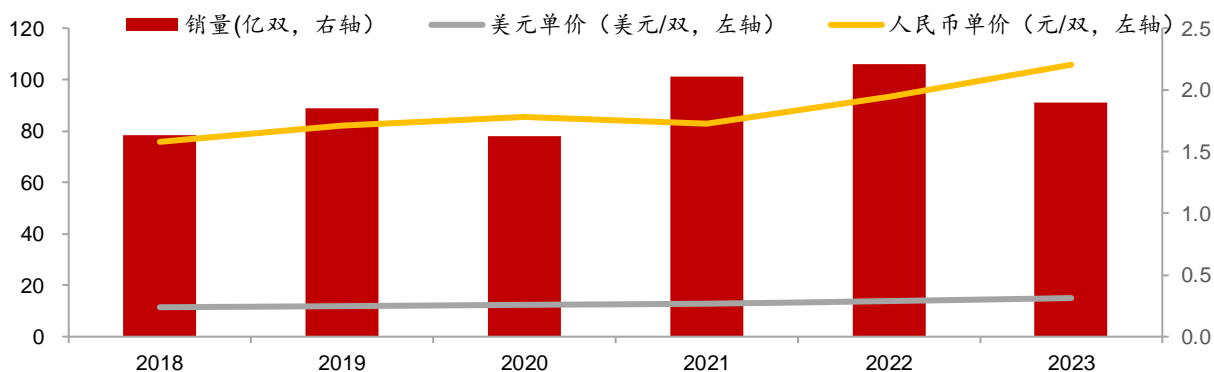
图表 7：美国市场收入占比基本在 85% 以上，欧洲市场正快速发展



来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- 产品量价分析：量价齐升驱动增长。**销量方面，2021 年，公司鞋品销量同比+29.5%，2022 年，公司鞋品销量增速放缓，同比增加 5%，2023 年，公司鞋品销量同比-14%；单价方面，2021 年，公司鞋品均价（美元口径）同比增加约 4%，2022 年鞋品均价增加 8%，2023 年鞋品均价增加 8%。公司 2018-2023 年运动鞋均价范围是 11.5-15 美元。

图表 8：2023 年公司产品量减价升

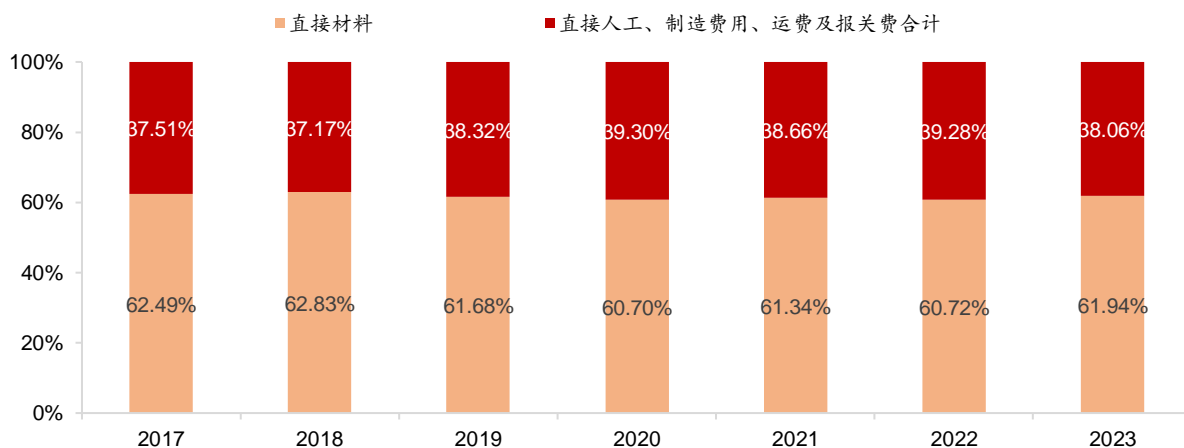


来源：公司公告，中泰证券研究所，注：单价指公司运动鞋均价，销量为运动鞋销售量

- 成本结构：直接材料占比 60% 以上，规模效应助力成本缩减。**公司的主营业务成本包括直接材料、直接人工、制造费用、运费以及报关费等，2018-2022 年公司直接材料（主要有皮料、纺织布料、包装材料、发泡

类鞋材、橡胶、鞋底添加剂等) 占主营业务成本比例维持在 60% 以上, 近五年占比变化不大。公司所需的主要原材料由客户指定供应商, 其采购定价主要由客户与供应商谈定, 部分橡胶原材料等由公司根据客户指定的质量标准进行自主采购, 采购的价格则根据市场价格由公司 与供应商谈定。公司针对直接材料成本优化的措施有: 1) 当前公司是全球规模领先的运动鞋制造商之一, 公司原材料采购金额大且稳定, 大规模采购可以有效降低原材料采购成本。2) 公司将产能布局越南, 越南是东南亚与中国的运输中枢, 拥有发达的水路运输网络, 为原材料的采购、运输提供便利, 进一步提高成本优势。

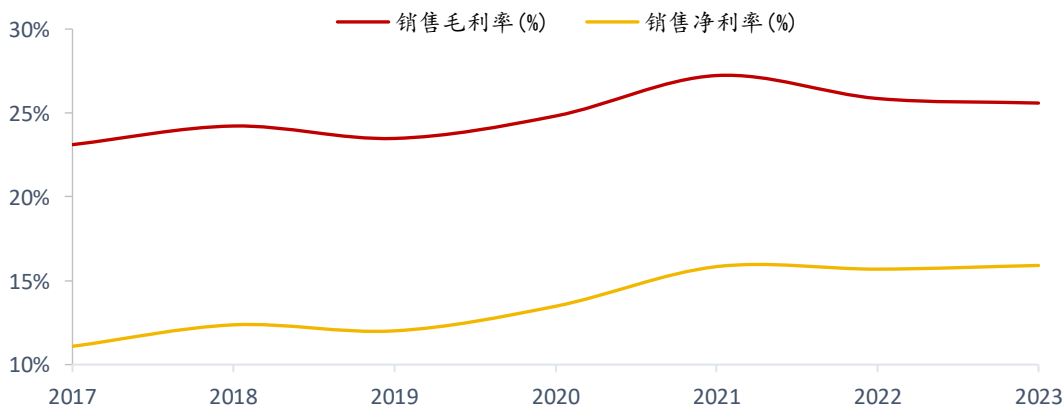
图表 9: 2017-2023 年主营业务成本结构, 直接材料占主营业务成本 60% 以上



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

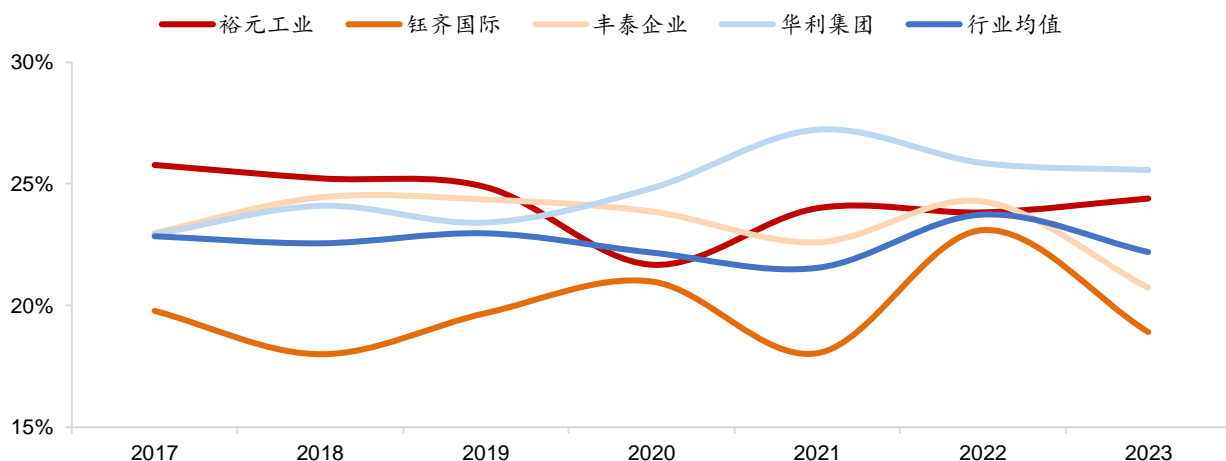
- 公司毛利率常年维持在 23% 以上。公司通过提升自动化水平、规模效应以及完善产业链布局推动盈利水平增长, 毛利率、净利率基本分别维持在 23%、11% 以上。

图表 10: 2017-2023 公司毛利率及净利率



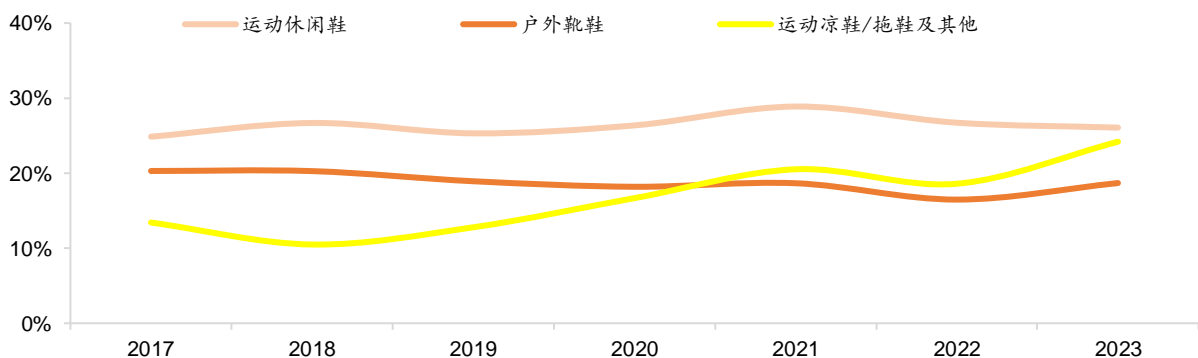
来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 毛利率行业领先，制造技术成熟。** 同业对比方面，公司毛利率始终处于行业均值以上，自 21 年之后显著高于可比公司，主要原因是 1) 公司客户结构优化、产品品类优化，高毛利率的客户占比和运动休闲鞋占比提升；2) 产量扩大带来规模效应。

图表 11：2017-2023 可比公司毛利率变化趋势


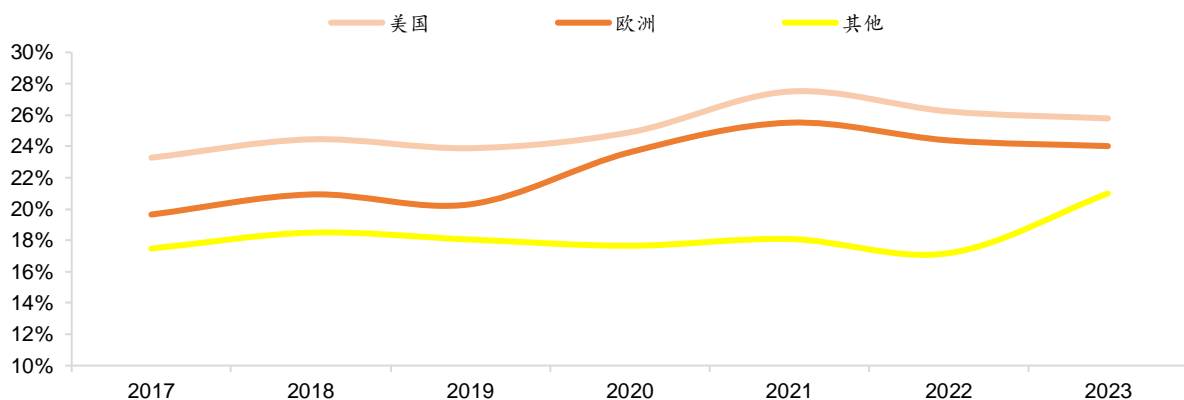
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- 分产品来看，运动休闲鞋毛利率维持在最高水平。** 2017-2023 年，运动休闲鞋毛利率在 25% 以上，领先户外靴鞋和运动凉拖。主要原因是 1) 运动休闲鞋制作流程较短，规模优势明显，2) 户外靴鞋制作工艺较为复杂，用料成本更高；3) 运动凉拖生产规模较小且产品附加值较低。

图表 12：2017-2023 年公司分产品毛利率，运动休闲鞋处于最高水平


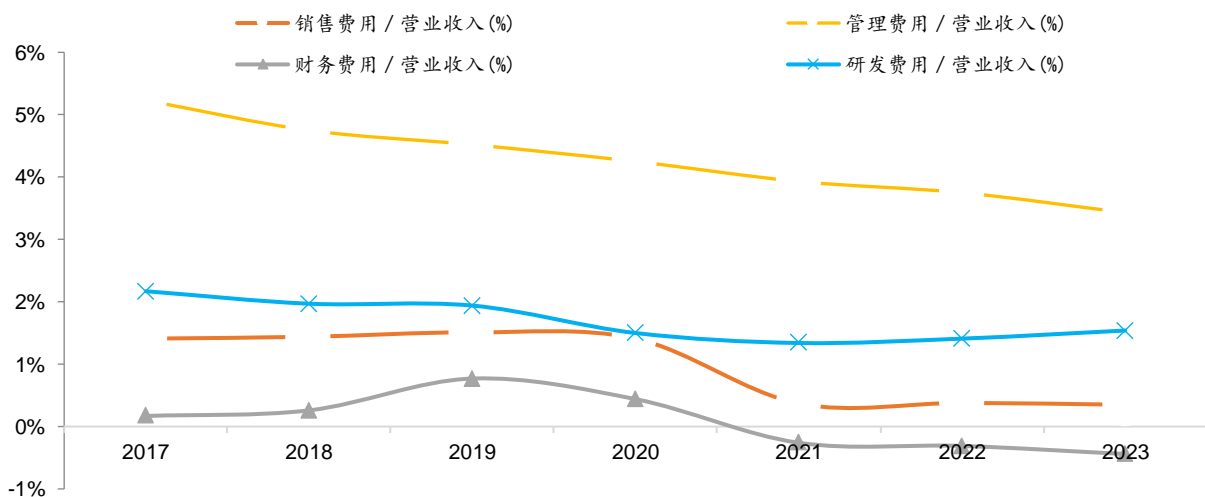
来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- 分地区来看，美国地区的销售毛利率处于最高水平。** 2017-2023 年，美国地区毛利率在 23% 以上，领先于欧洲市场，主要原因是售往美国地区的产品大多为公司毛利率水平最高的运动休闲鞋产品，拉动了美国地区毛利率水平。

图表 13：2017-2023 公司美国地区毛利率水平领先


来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

- 期间费用结构持续优化。**2023 年公司期间费用率为 4.88%，销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.35%/3.43%/-0.44%/1.54%。公司的管理费用呈明显下降趋势，主要受益于公司通过规模效应控制成本和积极引进自动化生产设备；研发费用较为稳定，2021 年后研发投入有上升趋势，公司总专利数为 139 项（截至 2023 年末），2022 至 2023 年间公司新申请专利 13 项，占比 9.35%，预计未来公司为保障产品优势，将保持较强的研发投入力度；销售费用率较低，主要是因为公司深度绑定优质大客户，且客户关系稳定；财务费用率为负表示公司资金状况良好。

图表 14：2017-2023 公司费用率持续优化


来源：Wind，公司公告，中泰证券研究所

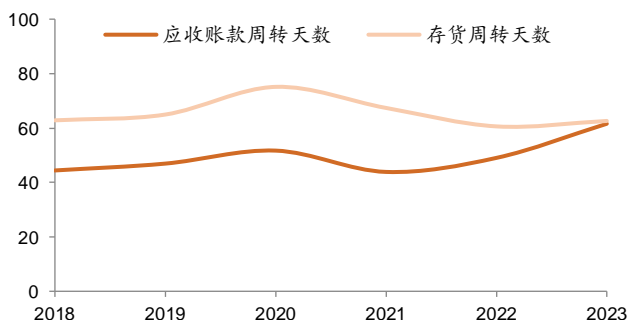
- 营运能力处于行业偏上水平，现金流充足，保持增长趋势。**近年来公司应收账款周转率和存货周转率整体处于行业平均偏上水平。

应收账款方面，2018 年以来公司应收账款周转天数略有上升，2023 年

为 62 天，同比增加 13 天。

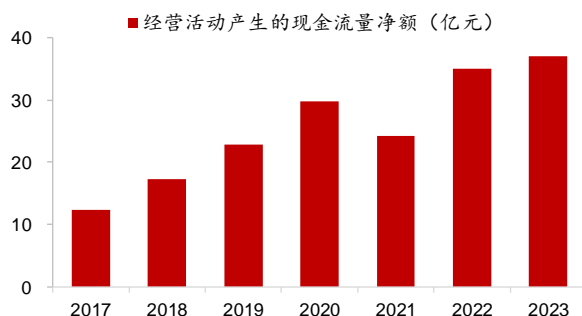
现金流方面，公司现金流充沛，2017-2022 年经营性活动现金/净利润比率为 1.11/1.13/1.26/1.59/0.88/1.09，经营性活动现金流近五年复合增长率 23%，2023 年经营性活动现金流为 36.94 亿元，同比增加 5.45%。

图表 15: 应收账款及存货周转天数



来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

图表 16: 经营活动产生的现金流量

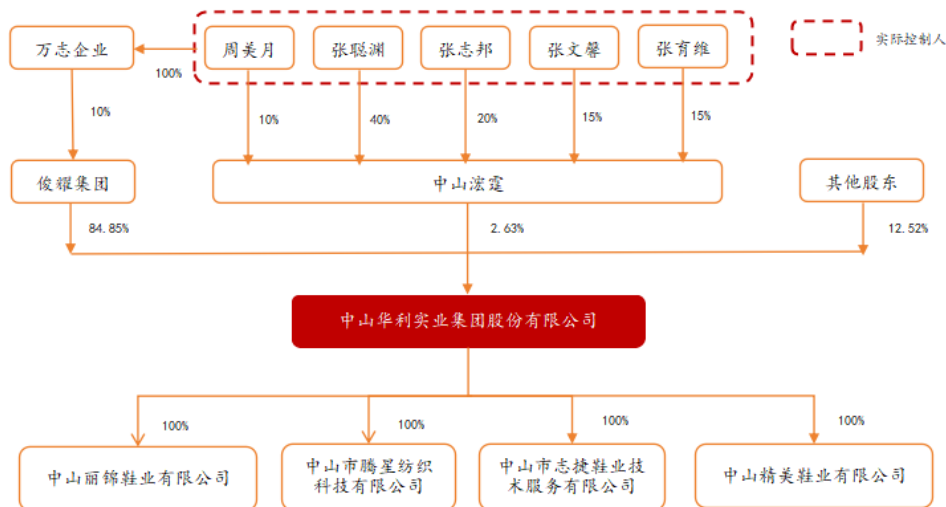


来源: Wind, 公司公告, 中泰证券研究所

1.3 股权集中，决策高效

- **公司股权结构清晰，控制权稳定。**香港俊耀集团直接持有公司 84.85% 的股份，为公司绝对控股股东，中山宏霆鞋业直接持有公司 2.63% 的股份。公司实控人张聪渊、周美月、张志邦、张文馨、张育维是一致行动人，通过各自的中国香港持股公司间接持有华利股份 87.48% 的股权，控制权较为集中稳定，有利于公司快速决策。

图表 17: 创始人家族持股 87% (截止 2023 年报)



来源: Wind, 中泰证券研究所

- 核心管理层稳定且资历深厚。**公司核心管理层普遍在公司任职超过 10 年，在鞋业拥有 15 年以上的从业经历，在行业经验丰富的同时也深入陪伴公司的发展成长。其中公司创始人张聪渊先生曾担任中国台湾景新鞋业有限公司总经理、广州番禺兴泰鞋业有限公司总经理，拥有超过 50 年鞋履制造经验，具备敏锐的行业前瞻性。总经理刘淑娟曾任匡威运动全球开发业务总监，具备全球视野，帮助公司把握下游客户诉求。优秀的管理层可以帮助公司在依赖资源积累与行业经验的运动鞋行业中崭露头角。

图表 18：公司管理层资历深厚且稳定

姓名	职务	加入时间	履历
张聪渊	董事长	1999 年	具有超过 50 年鞋履制造经验，曾担任中国台湾景新鞋业有限公司总经理、广州番禺兴泰鞋业有限公司总经理。1990 年至 2014 年任职于新津集团，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。1999 年起至 2019 年曾任中山精美总经理、董事长。
张志邦	副董事长、 执行长	2009 年	曾担任中山精美品牌开发副理、福清宏太鞋业有限公司协理、副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，历任副总经理、总经理、执行长等职务。
徐敬宗	副董事长、 副经理	2009 年	曾任广州番禺兴泰鞋业有限公司开发部开发主管、福建威霖副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。
刘淑娟	董事、总经 理	2015 年	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。
张文馨	董事、副总 经理	2009 年	曾担任福清宏太鞋业有限公司副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。
林以皓	董事、中山 志捷品牌总 经理	2009 年	曾担任 Phoenix Aisa Holding Ltd. 项目经理、福建威霖经理等职务。2009 年加入中山志捷。
张育维	董事、副总 经理	2009 年	曾任福清宏太鞋业有限公司管理处副总经理、福建威霖副总经理等职务。2009 年加入中山志捷，历任中山志捷总管理处特别助理、生产部副总经理、采购部副总经理等职务。

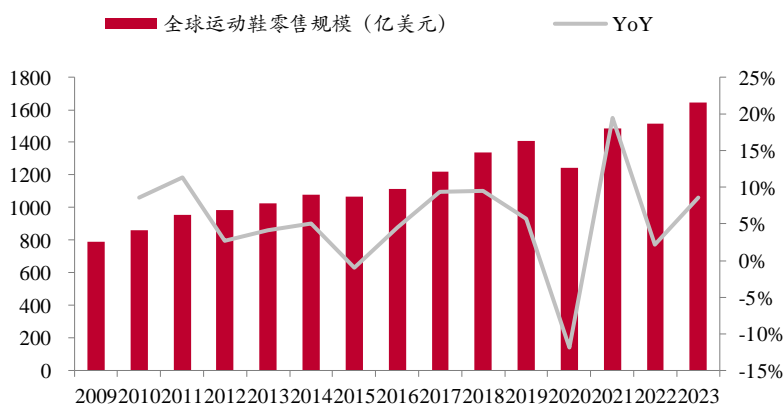
来源：招股说明书，中泰证券研究所

2、运动鞋履制造：需求向好，高壁垒+品牌供应链精简推动集中度提升

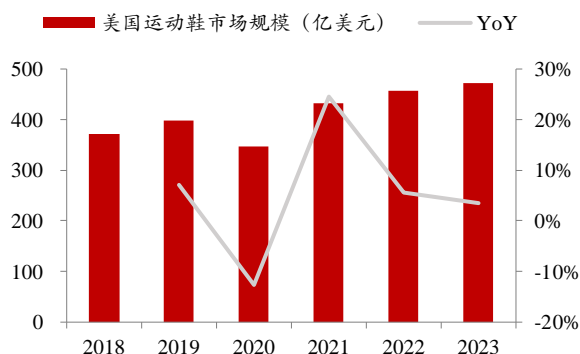
2.1、需求端：运动赛道渗透率提升，下游去库结束景气度向上

- **运动赛道渗透率持续提升，市场规模稳健增长。**2023 年全球运动鞋零售市场规模 1647 亿美元，过去五年复合增速为 4.3%，而全球鞋类整体零售市场规模五年复合增速为 1.1%。运动鞋赛道保持较高景气度，在全球鞋类中的占比逐步从2009年的27.4%提升到2023年的42.9%。2023 年美国/中国运动鞋零售市场规模分别为 472.7 亿美元/2240.6 亿元，过去五年 CAGR 分别为 5.0%/8.1%。
- **疫情及科技互联网行业的蓬勃发展是运动服饰渗透率提升的重要催化剂。**疫情期间居家办公一定程度上改变了人们的穿着习惯，人们更偏向于舒适度高的运动休闲服装，这一习惯也保留到了疫情结束后，更多人在日常生活和通勤时选择运动休闲服装。另一方面，科技&互联网行业对于员工的着装要求通常较为宽松，随着科技互联网行业的蓬勃发展，这种着装标准也影响着其他行业的公司，职场对于运动休闲服饰的包容度明显提高。同时科技互联网行业领军人物的运动休闲着装风格在社交媒体的广泛传播，对于大众服装流行风格也带来显著影响。

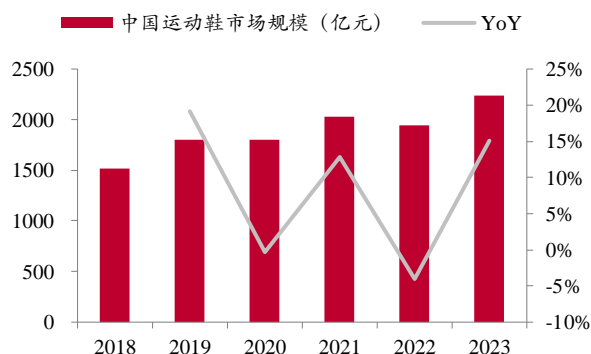
图表 19：全球运动鞋市场规模及增速



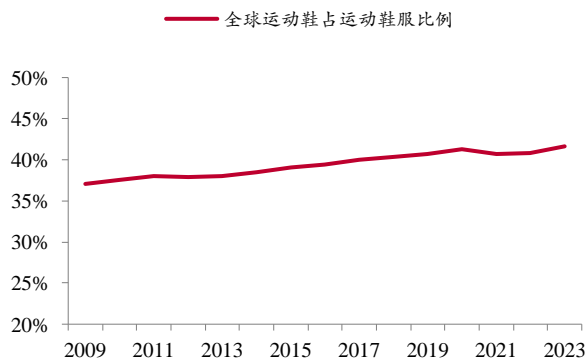
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 20：美国运动鞋零售规模（亿美元）及增速


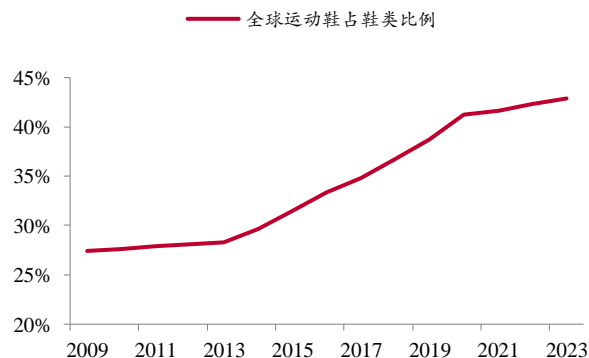
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 21：中国运动鞋零售规模（亿元）及增速


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 22：全球运动鞋占运动鞋服的比例


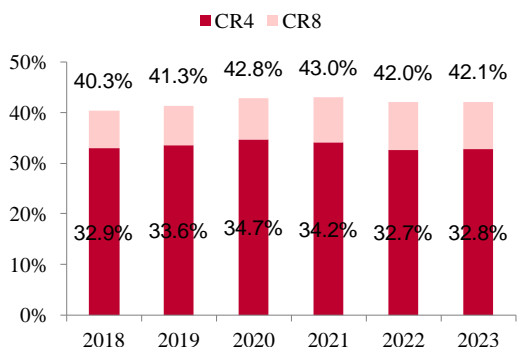
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 23：全球运动鞋占鞋类的比例


来源：Euromonitor，中泰证券研究所

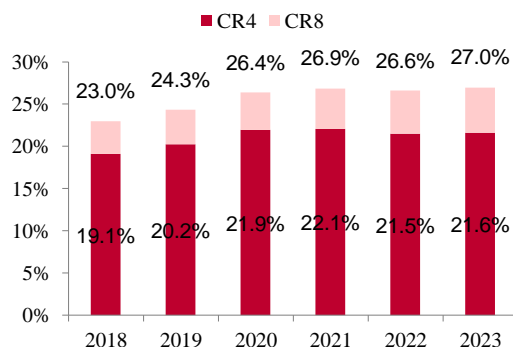
- 全球运动鞋品牌集中度高，美国品牌占主导地位。** 运动鞋服行业集中度较高，2023 年全球运动鞋服品牌公司 CR4 达到 32.8%，CR8 为 42.1%，其中前四大公司分别为耐克、阿迪达斯、VF 集团和安踏集团。从全球鞋类品牌公司的份额角度看，排名前十的公司均以运动鞋或运动休闲鞋为主要产品。2023 年全球鞋类品牌公司 CR4 为 21.6%，CR8 为 5.4%，其中耐克、阿迪达斯、斯凯奇、VF 份额分别为 12.8%、4.8%、2.3%、1.7%。

图表 24：全球运动鞋服品牌公司集中度



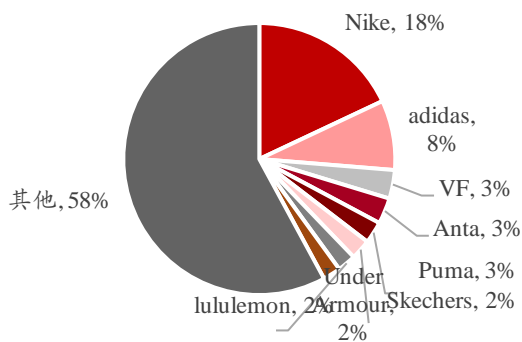
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 25：全球鞋类品牌公司集中度



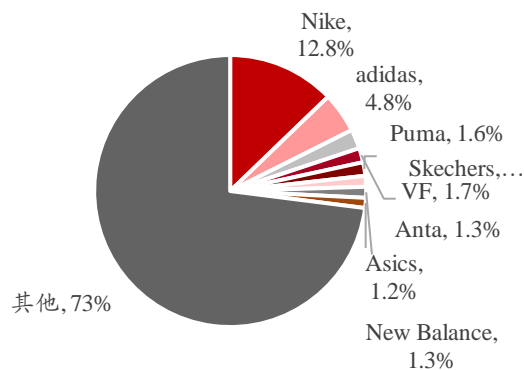
来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 26：2023 年全球运动鞋服品牌公司份额



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

图表 27：2023 年全球鞋类品牌公司份额



来源：Euromonitor，中泰证券研究所

- 多维数据验证海外鞋服品牌商去库基本结束，24 年景气度向上。1) 美国批发商库销比进入合理区间。2021 年受海运周期延长影响海外鞋服品牌商下单增加较多，随着海运恢复，2022 年海外鞋服品牌进入累库阶段，服装及面料批发商库销比上升至历史高点（不考虑 20 年 4 月疫情爆发导致的异常值）。2023 年，海外品牌进入去库阶段，鞋服制造商订单阶段性承压。截至 2024 年 4 月，美国服装及面料批发商库销比已从 22 年 12 月的 2.98 下降至 2.23，基本进入合理区间。

图表 28：美国服装及面料库存比

—— 美国:批发商库存销售比:非耐用品:服装及服装面料:季调



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 29：海外运动品牌库存情况

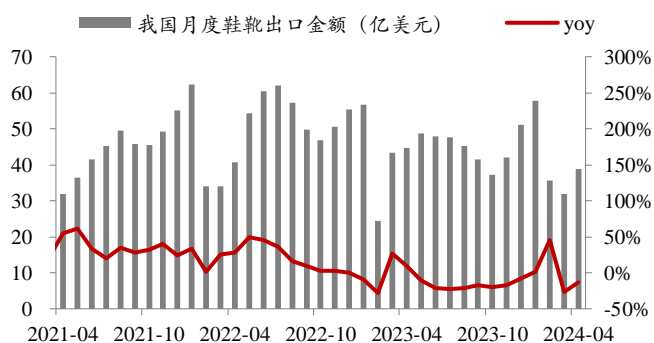
	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
Nike	百万美元												
	2021/2/28	2021/5/31	2021/8/31	2021/11/30	2022/2/28	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29
主营业务收入	10,357	12,344	12,248	11,357	10,871	12,234	12,687	13,315	12,390	12,825	12,939	13,388	12,429
存货	6,693	6,854	6,699	6,506	7,700	8,420	9,662	9,326	8,905	8,454	8,698	7,979	7,726
存货/收入	65%	56%	55%	57%	71%	69%	76%	70%	72%	66%	67%	60%	62%
Adidas	百万美元												
	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
主营业务收入	6,175	6,041	6,674	5,818	5,917	5,844	6,308	5,548	5,752	5,825	6,337	5,338	5,905
存货	4,616	4,823	4,251	4,540	5,069	5,726	6,217	6,366	6,189	6,039	5,123	5,021	4,790
存货/收入	75%	80%	64%	78%	86%	98%	99%	115%	108%	104%	81%	94%	81%
Lululemon	百万美元												
	2021/5/2	2021/8/1	2021/10/31	2022/1/30	2022/5/1	2022/7/31	2022/10/30	2023/1/29	2023/4/30	2023/7/30	2023/10/29	2024/1/28	2024/4/28
主营业务收入	1,226	1,451	1,450	2,129	1,613	1,868	1,857	2,772	2,001	2,209	2,204	3,205	2,209
存货	733	790	944	966	1,275	1,462	1,742	1,447	1,580	1,661	1,664	1,324	1,345
存货/收入	60%	54%	65%	45%	79%	78%	94%	52%	79%	75%	75%	41%	61%
Deckers	百万美元												
	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
主营业务收入	561	505	722	1,188	736	614	876	1,346	792	676	1,092	1,560	960
存货	278	458	636	551	507	840	925	723	533	741	726	539	474
存货/收入	50%	91%	88%	46%	69%	137%	106%	54%	67%	110%	66%	35%	49%
Puma	百万欧元												
	2021/3/31	2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31
主营业务收入	1,549	1,589	1,900	1,767	1,912	2,002	2,354	2,197	2,188	2,121	2,311	1,982	2,102
存货	1,224	1,389	1,364	1,492	1,618	1,984	2,350	2,245	2,147	2,146	1,874	1,804	1,789
存货/收入	79%	87%	72%	84%	85%	99%	100%	102%	98%	101%	81%	91%	85%
迅销	亿日元												
	2021/2/28	2021/5/31	2021/8/31	2021/11/30	2022/2/28	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29
主营业务收入	5,831	4,952	4,349	6,274	5,916	5,461	5,360	7,164	7,510	6,762	6,231	8,108	7,882
存货	3,546	3,447	3,949	4,051	3,503	3,517	4,859	5,703	4,377	3,874	4,493	4,857	4,144
存货/收入	61%	70%	91%	65%	59%	64%	91%	80%	58%	57%	72%	60%	53%
GAP	百万美元												
	2021/5/1	2021/7/31	2021/10/30	2022/1/29	2022/4/30	2022/7/30	2022/10/29	2023/1/28	2023/4/29	2023/7/29	2023/10/28	2024/2/3	2024/5/4
主营业务收入	3,991	4,211	3,943	4,525	3,477	3,857	4,039	4,243	3,276	3,548	3,767	4,298	3,388
存货	2,370	2,281	2,721	3,018	3,169	3,135	3,043	2,389	2,299	2,226	2,377	1,995	1,952
存货/收入	59%	54%	69%	67%	91%	81%	75%	56%	70%	63%	63%	46%	58%

来源：各公司公告，中泰证券研究所

- 2) 2024 年 1-2 月我国及越南制鞋出口基本恢复至 2022 年水平。2023 年我国鞋靴出口金额 530.08 亿美元，同比-12.8%；越南鞋类出口金额 206.5 亿美元，同比-14.7%。2023H2 起我国鞋靴出口降幅逐步收窄，2024 年 1-2 月出口增速同比转正，较 2022 年同期-3.0%，2024 年 1-4 月出口金额 164.16 亿美元，较 2022 年同期-4.1%；越南出口改善速度

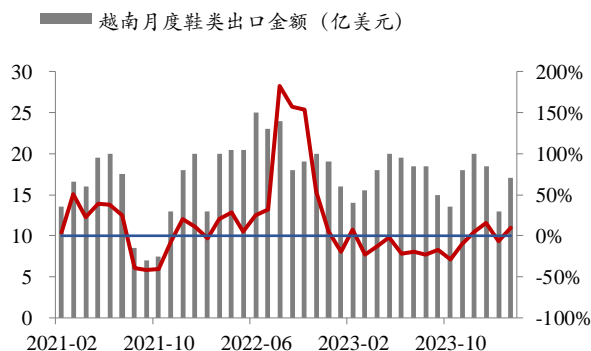
稍晚，于 2023Q4 起改善明显，2024Q1 出口金额同比+6.6%，较 2022 年同期-8.5%，2024 年 1-5 月出口金额 86 亿美元，较 2022 年同期-8.5%。

图表 30：我国鞋靴月度出口金额及增速



来源：海关总署，中泰证券研究所








图表 31：越南鞋类月度出口金额及增速



来源：越南统计局，中泰证券研究所

- 3) 中国台湾鞋服制造商月度收入数据改善明显，裕元、儒鸿已转正。中国台湾制造商月度收入数据从 2023Q4 开始逐步改善，其中裕元、儒鸿改善最为明显，2024 年 1-5 月裕元收入同比分别+13%/-12%/+0.2%/2.5%/8.3%；儒鸿收入同比分别+25%/+9%/+18%/13%/28%。

图表 32：中国台湾鞋服制造商月度收入数据

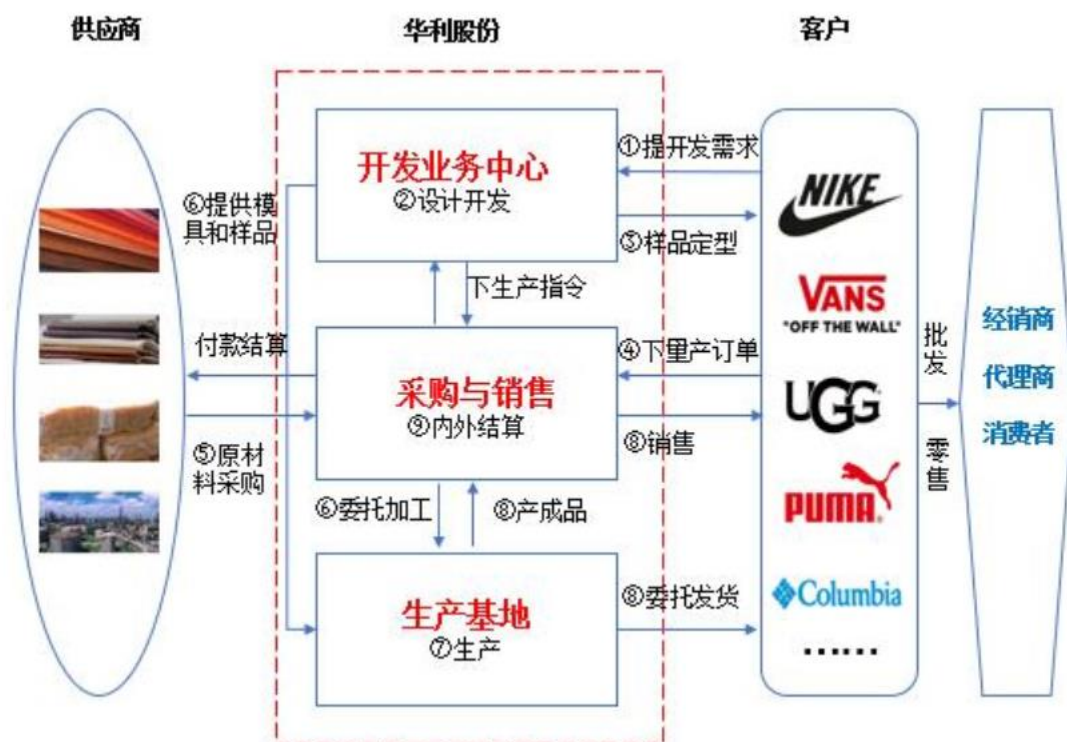
	裕元	儒鸿	丰泰	钰齐	志强	聚阳	广越
2022年1月	-	32%	10%	7%	-5%	20%	83%
2022年2月	17%	19%	17%	53%	0%	42%	116%
2022年3月	11%	20%	21%	47%	10%	-3%	81%
2022年4月	15%	17%	20%	57%	0%	-1%	99%
2022年5月	17%	1%	36%	62%	28%	54%	11%
2022年6月	19%	26%	22%	109%	31%	19%	48%
2022年7月	59%	13%	45%	79%	82%	22%	43%
2022年8月	106%	54%	155%	77%	371%	18%	77%
2022年9月	95%	41%	163%	6771%	324%	-3%	127%
2022年10月	62%	-11%	84%	33%	300%	7%	76%
2022年11月	6%	-13%	4%	49%	45%	9%	3%
2022年12月	-14%	-37%	1%	34%	-5%	-22%	5%
2023年1月	-25%	-43%	-15%	4%	-13%	-16%	-12%
2023年2月	-6%	-28%	0%	34%	-22%	4%	-19%
2023年3月	-21%	-36%	-22%	1%	-1%	9%	-4%
2023年4月	-25%	-31%	-16%	8%	5%	-9%	1%
2023年5月	-11%	-25%	-18%	-15%	-22%	-3%	8%
2023年6月	-24%	-34%	-14%	-52%	-36%	7%	-10%
2023年7月	-24%	-26%	-8%	-18%	-45%	-20%	-15%
2023年8月	-20%	-31%	-3%	-63%	-48%	7%	-14%
2023年9月	-29%	-18%	-22%	-66%	-37%	15%	-19%
2023年10月	-17%	27%	-6%	-40%	-34%	2%	-27%
2023年11月	-10%	8%	4%	-33%	-5%	-2%	-48%
2023年12月	-2%	2%	-2%	-49%	-1%	31%	-48%
2024年1月	13%	25%	16%	-13%	6%	15%	-11%
2024年2月	-12%	9%	-8%	-64%	-15%	3%	-6%
2024年3月	0.2%	18%	11%	-60%	25%	12%	-15%
2024年4月	2.5%	13%	4%	-35%	10%	6%	-23%
2024年5月	8.3%	28%	17%	-12%	41%	17%	-16%
趋势							

来源：各公司公告，中泰证券研究所

2.2、供给端：鞋履产业分工明显，产能向东南亚转移

- 运动鞋履制造业处于鞋履行业中游，行业分工细致且明确。上游主要为化工原料制造和纺织等鞋履原材料企业，下游为品牌运营和销售商。运动鞋的主要制作原料为织物、布料皮料和橡胶、化纤等化工产品。
- 由于运动鞋履制造具有工艺繁多、自动化难度大且资本投入高的特点，目前产业链专业化分工趋势明显，品牌运营与制造分离模式成为行业主流。运动鞋履生产工艺复杂专业性较强，例如华利主要运动鞋履生产工序超过 180 道。目前全球领先的运动品牌如 Nike、Adidas、Puma 等均重点着力于品牌价值的塑造、产品设计及营销体系建设，将鞋履生产制造委托专业制造商完成。国产品牌如安踏、特步等仍在部分产品上采用品牌与制造相结合的方式，但近年来逐步降低自产比例，外包比重持续扩大。一方面，制造环节是产品设计落地与实物交付的重要依托，直接影响了品牌方的产品质量与周转能力；另一方面品牌方的业绩也会对制造商经营产生深远影响。

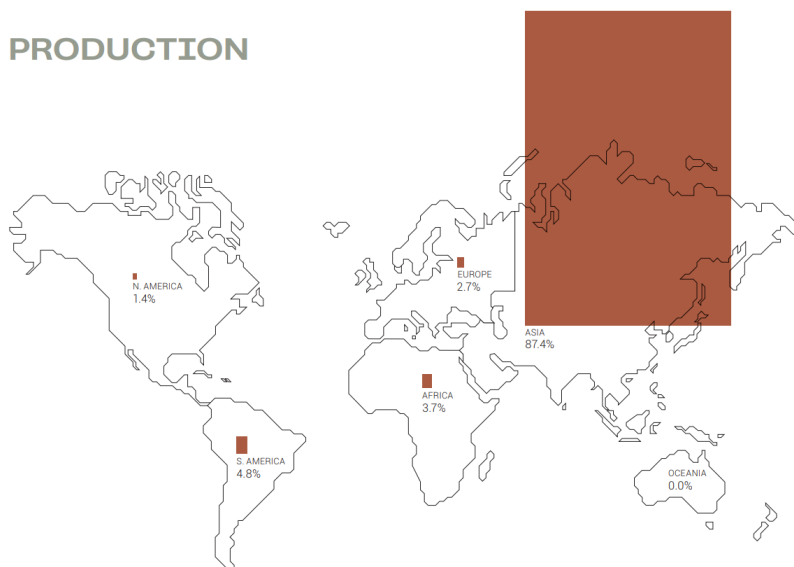
图表 33：运动鞋开发制造流程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **亚洲为制鞋业核心产地。**2022 年全球鞋类生产达到了 239 亿双的水平，基本恢复到了疫情前的水平。制鞋产业仍然高度集中在亚洲，占全球总产量的 87.4%。中国 2022 年产量略有增长，而位居其后的东南亚国家印度、越南及印度尼西亚的产量，呈较强上升趋势，其中，越南的产量增幅达 10.3%。

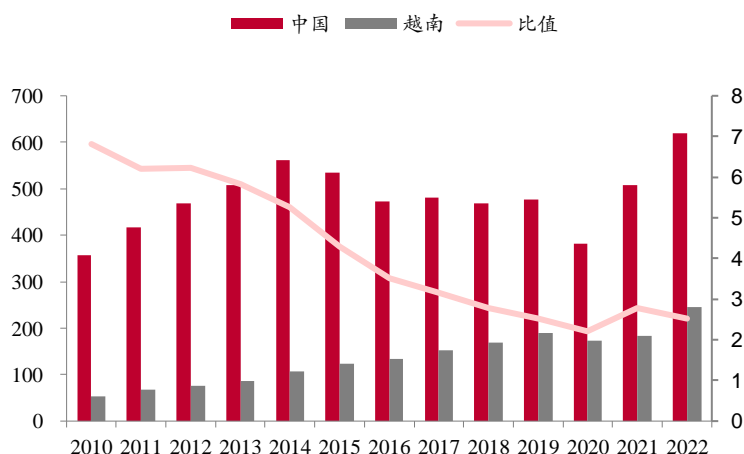
图表 34：全球鞋类制造产地分布



来源：世界鞋类年鉴，中泰证券研究所

- 制造商产能向东南亚转移。**因东南亚地区劳动力丰富且薪酬较低、土地成本低、出台税收优惠、外贸环境良好、出口欧美有关税优惠等因素，近年来运动鞋制造中心逐步从中国大陆向越南、印度尼西亚、柬埔寨、缅甸、印度等东南亚和南亚国家转移。目前 Nike/Adidas 鞋履主要生产基地已迁至越南和印尼。同时两者在中国也保留一定的供应商产能，占比约在 10-20%左右。2023 财年 Nike 鞋履产量 50%来自于越南、27%来自于印尼、18%来自于中国；Adidas 鞋履产量 38%来自于越南、32%来自于印尼、14%来自于中国。从出口数据来看，2022 年中国/越南鞋类出口金额分别为 620 亿美元/245.5 亿美元，中国/越南鞋类出口金额之比从 2010 年的 6.8 下降至 2.5。

图表 35：中国及越南鞋类出口金额（亿美元）



来源：UNComtrade，中泰证券研究所

图表 36：越南部分税收优惠

优惠税率	固定年限	运营周期
10%	投资地为社会经济特别困难地区，或者涉及高新技术以及环境保护的投资所得	涉及教育文化、出版新闻以及社会性住房交易的投资
20%	投资地为经济社会困难地区，或涉及到农用机械、传统工艺品等商品的投资项目。	小微金融企业和合作类的银行

来源：鲸图出海，中泰证券研究所

2.3、制造商格局：高壁垒+品牌供应链精简推动集中度提升

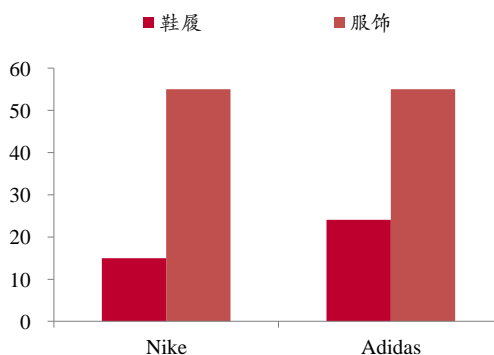
- 绑定头部品牌共同成长，集中度持续提升。**按照 4 倍加价倍率测算，

2023 年全球运动鞋出厂规模约 412 亿美元。国内运动鞋履制造商中，主要上市公司包括华利集团、裕元集团、丰泰企业及钰齐国际等。2023 年华利集团、裕元集团、丰泰企业、钰齐国际的营收分别为 28.5、50.6、27.5、5.4 亿美元，市场份额分别约为 7%、12%、7%、1%。运动鞋制造环节当前集中度仍然较低，集中度提升空间充足。

- 我们认为渗透率提升的核心驱动因素是 1) 运动鞋制造较高的进入壁垒；2) 品牌方对于供应链的精简优化。
- 运动鞋生产较为复杂，进入壁垒较高。运动鞋履生产的工艺环节较多，主要运动鞋生产工序超过 180 道，以布料、皮料等原材料加工开始，经裁切、印花、针车等加工程序后制成鞋面；布料、EVA 等鞋材经贴合、裁剪工序打磨制成鞋垫；与此同时，使用橡胶、化工原料制作底台、大底等。在鞋面、鞋垫、底台、大底准备好后进行后序成型生产，经过粘合、烘干、冷粘或者硫化等工序后形成成品鞋。复杂的工序不仅对制造商工艺和经验有较高要求，也为自动化生产带来较高难度，打通自动化和人工，提升生产效率对于制造商能力是较大的考验。目前头部的制造商均拥有 20 年以上的生产经验，新进入者难以短期追赶超越。

从品牌方角度看，头部运动品牌鞋履制造商数量远低于服饰类制造商，集中度高于服饰类制造商。例如 NIKE 品牌在 2023 财年鞋履制造商数量为 15 家，前四家制造商份额均超过 10%，前四家合计份额达到 58%；而 2023 财年服饰类制造商数量 55 家，仅有 1 家制造商份额超过 10%，前五家制造商份额为 52%。Adidas 在 2023 年鞋履制造商数量为 24 家，而服饰类制造商数量为 55 家。

图表 37: Nike 及 Adidas 23 财年轻履 vs 服饰制造商数量



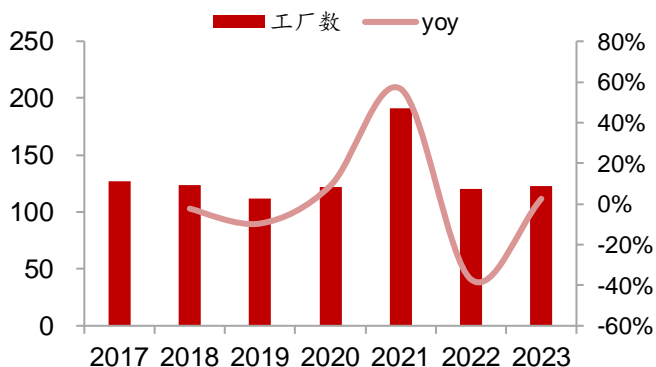
来源：公司公告，中泰证券研究所

- 品牌方供应链管控持续精细化，供应商数量有所精简。在专业化分工的大趋势中，运动鞋制造商和运动鞋品牌运营商相互依存，品牌运营商着力于品牌价值的塑造、营销，而在制造方面，则委托给专业的制鞋厂商负责。大型的运动鞋制造企业能够全方面满足知名品牌运营企业的综

合需求，为保证产品质量稳定，降低供应链管理成本。此外，鞋类产品开发流程复杂、开发周期长、成本高，产品设计与制造能力需要互相匹配，因此在产品设计开发环节需要品牌方与制造商进行紧密合作，因此拥有较强产品开发能力的供应商与品牌的合作黏性较高。以上因素共同作用下，头部品牌近年来供应商数量有所减少，与头部供应商的合作愈发紧密。

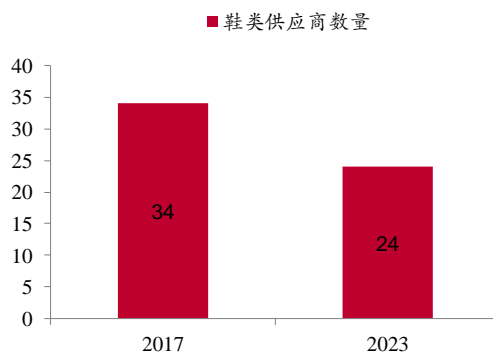
以 Nike、Adidas 为例，Nike 公司 2017 至 2023 财年公司鞋类工厂数量由 127 家降至 123 家。截至 2023 年 5 月 31 日，四家鞋类合同制造商各自占鞋类产量的 10% 以上，合计约占耐克品牌鞋类产量的 58%。Adidas 鞋类供应商数量由 2017 年 34 家降至 2023 年的 24 家；其中 42% 的供应商合作年限超过 20 年。

图表 38: Nike 鞋类制造商工厂数



来源: Nike 公告, 中泰证券研究所

图表 39: Adidas 供应商数量



来源: Adidas 公告, 中泰证券研究所

3、核心竞争力：客户结构健康，注重内功修炼造就研发、制造优势

3.1、与客户一同成长，海外产能持续扩张

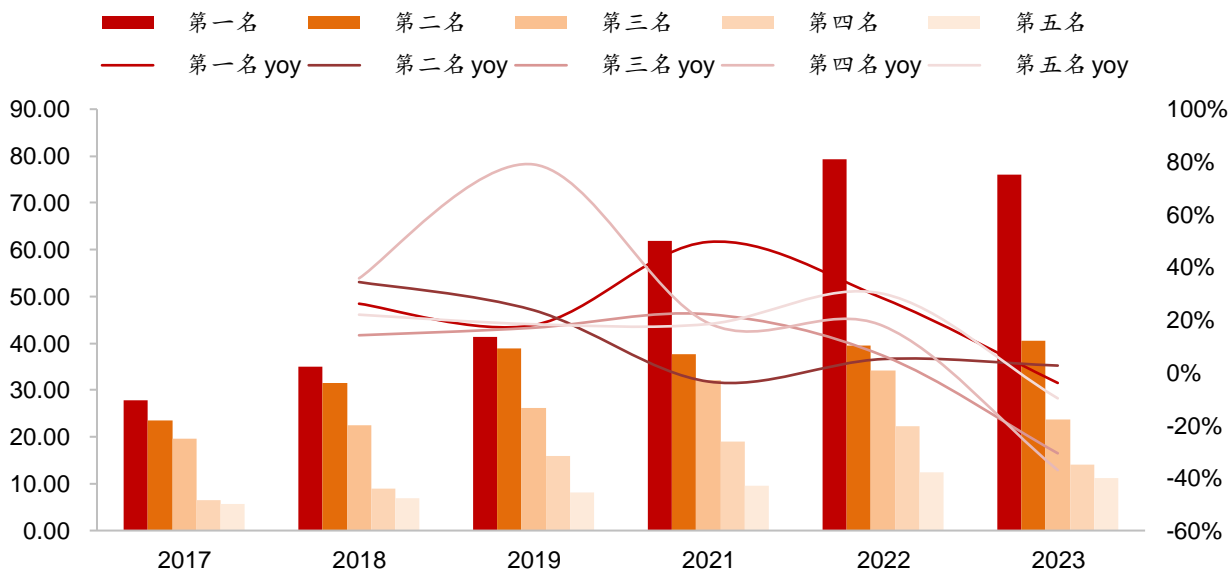
- 客户资源优质丰富，全方位参与市场竞争。**公司凭借多年沉淀的开发设计能力、良好的产品品质、大批量供货能力和快速响应能力，积累了全球知名客户资源，公司合作的运动休闲品牌包括 Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour、On、New Balance、Asics、Cole Haan 等。2017 年前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例 83%，占比连年上升，2022 年前五名客户合计销售金额已经达 187.73 亿元，占年度销售总额比例的 91.27%。考虑 2023 年 Puma、Vans 等品牌市场表现偏弱，且近年来公司持续拓展新客户，如 Reebok、ON、Lululemon 等，预计前五大客户占比有所回落，新兴客户为后续成长奠定基础。公司单一客户依赖度较低，合作客户矩阵完善，有效降低单一品牌市场份额波动对公司业绩的扰动。

图表 40：公司与主要客户合作情况

合作客户	品牌	品牌介绍	开始合作时间	合作关系
NIKE	Nike	全球著名的体育运动品牌	2012 年	主要供应商
	Converse	帆布鞋品牌，集复古、流行、环保于一身	1995 年	最大供应商
VF	Vans	美国滑板运动潮牌	2004 年	最大供应商
Deckers	UGG	知名鞋履品牌，以其舒适和时尚的羊毛靴而闻名	2001 年	最大供应商
	HOKA	运动鞋品牌，专注于生产高性能跑鞋	2011 年	最大供应商
Puma	Puma	专门设计、制造和销售运动鞋、运动服饰和运动配件	2013 年	最大供应商
Columbia	Columbia	户外服装和装备品牌，专注于设各种户外服装、配件和装备		最大供应商
Under Armour	Under Armour	美国运动品牌，专精运动服装、鞋履和配件	2018 年	主要供应商
Asics	Asics	运动鞋和运动服装品牌，专注于高性能运动产品	2020 年	/

来源：公司公告，中泰证券研究所

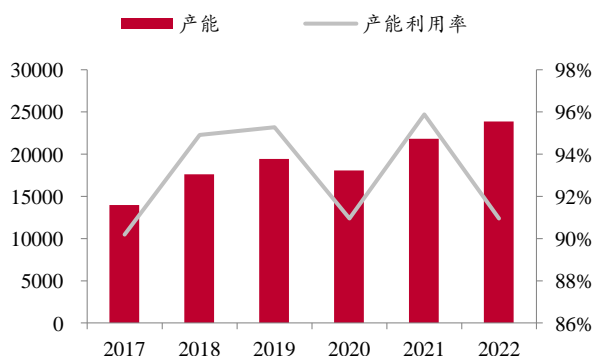
图表 41：2017-2023 年公司对前五大客户销售收入（亿元）及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产能主要集中于越南地区，随客户成长持续扩张。**公司产能主要集中于越南地区，截至2022年末于越南共拥有16个成品鞋工厂，主要分布于越南北部。除2020年受疫情影响削减制造员工外，公司产能持续扩张，2017-2022年产能复合增速达11.7%，产能利用率维持在90%以上的饱满状态。上市以来，公司产能继续扩张。1) 保持新工厂投建：2021年投产3个越南工厂，截至2022年末越南永山月产能达到约94万双，越南威霖月产能达到约88万双，越南弘欣月产能达到约48万双。目前越南、印尼尚有工厂在建，其中印尼工厂设计产能达2725万双，投产后将有效缓解公司产能瓶颈。2) 老工厂扩建：公司募投项目包含越南5个工厂的扩建项目，达产后合计新增产能1118万双。

图表 42：公司产能（万双）及产能利用率



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 43：公司上市募投项目-越南生产基地扩建

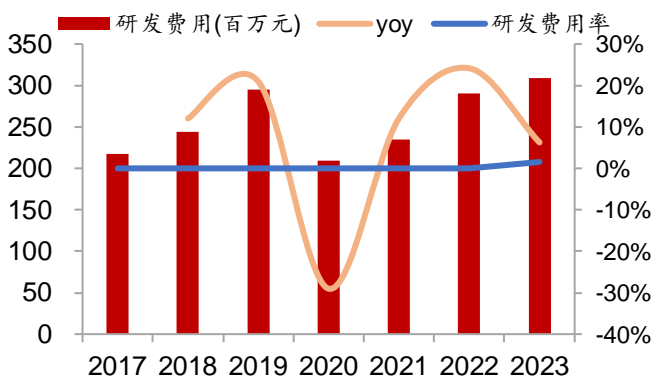
名称	服务品牌	新增产能 (万双)
越南宏福	Puma	360
越南上杰	Vans	180
越南立川	Converse	320
越南宏欣	UGG	98
越南永弘	HOKA ONE ONE	160
合计		1118

来源：公司公告，中泰证券研究所

3.2、注重内功修炼，铸就研发及产品优势

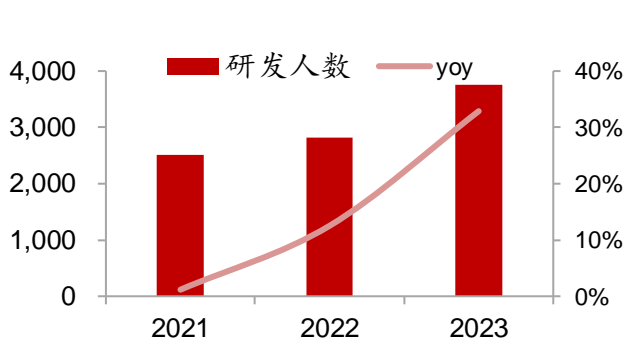
- 研发：重视研发与创新，为品牌客户提供专享服务。**公司为每个品牌设立了独立的开发设计中心，公司拥有大量工作经验超过 10 年的开发工程师和技术人员队伍，熟悉运动品牌客户的品牌内涵和设计理念，能够高效将设计师的平面图稿转化为运动鞋样品，格外注重对设计师新创意尝试的配合度，带来客户粘性。截至 2023 年年底，公司共拥有 3751 名研发人员，已获授权专利 139 项，其中发明专利 20 项；拥有软件著作权 3 项。公司研发费用从 2018 年 2.17 亿元增加至 2023 年 3.09 亿元，研发费用率常年维持在 1.5% 左右，2023 研发费用率为 1.54%。

图表 44：2017-2023 年公司研发费用及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 45：2021-2023 年公司研发人数及增速



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 产品：积累多种材料配方和加工技术，不断进行产品创新。**运动鞋制造商积累的制鞋技术和经验，对于新鞋型的开发、新材料和新工艺的运用有着重要的作用，为运动鞋品牌运营商的新产品及时上市、提高市场占有率提供有力保障。凭借多种材料配方和加工技术，成为业内制鞋龙头，进入 converse 和 vans 的供应链，打开国际品牌市场。如今还掌握模具、鞋底制造、鞋面编织、制程等关键工艺，在满足产品多样性的同时也实现降本增效。

图表 46：公司研发项目及进展

类型	主要研发项目名称	项目目的	项目进展	对公司发展的影响
模具技术	软底透气型鞋底模具	通过改进鞋底模具工艺，实现成型后的鞋底快速取出，提高量产效率	已投入量产	提高量产效率

模具技术	EVA 发泡二次成型制鞋模具	通过改进发泡成型模具制作工艺，提升成品质量，提高量产效率	已投入量产	提高量产效率
模具技术	鞋面定型模具	减少鞋面工序，提高生产效率，降低人工成本	已投入量产	提高量产效率
鞋底技术	双色双硬度中底制作工艺	改进双色双硬度中底制作工艺，提高双色双硬度鞋底量产效率，同时提升产品品质及环保性能	已投入量产	提高量产效率，同时提升产品品质及环保性能
鞋底技术	轻质耐磨鞋底制备方法	提供一种安全、具有优异耐磨性能的轻质耐磨鞋底制备技术，提高鞋底性能	已投入量产	提高产品品质
鞋底技术	高弹性环保轻质舒适发泡鞋底	制备高弹性、环保、轻质、舒适发泡鞋底	已投入量产	提高产品品质及环保特性
鞋底技术	胶鞋鞋底防滑纹压合技术	提高鞋底防滑纹压合工艺，提升鞋底防滑性能	已投入量产	提高产品品质

来源：公司年报，中泰证券研究所

3.3、交付能力和生产能力业内领先

■ **关注运动鞋业界潮流，交货可靠快速。**受时尚潮流以及终端销售预测难度影响，运动鞋存在快反需求。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，公司准时交付能力一直处于行业领先水平。一款新鞋从初始设计到上市周期一般为 12-18 个月左右，从收到客户订单到销售发货确认收入通常周期为 2-4 个月，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，快反能力行业领先。

- (1) **设计方面：**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，在客户要求的时间范围内提供成熟的样品
- (2) **采购方面：**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。
- (3) **生产方面：**公司产能规模位居全球前列，2022 年鞋产量达到 2.17 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。

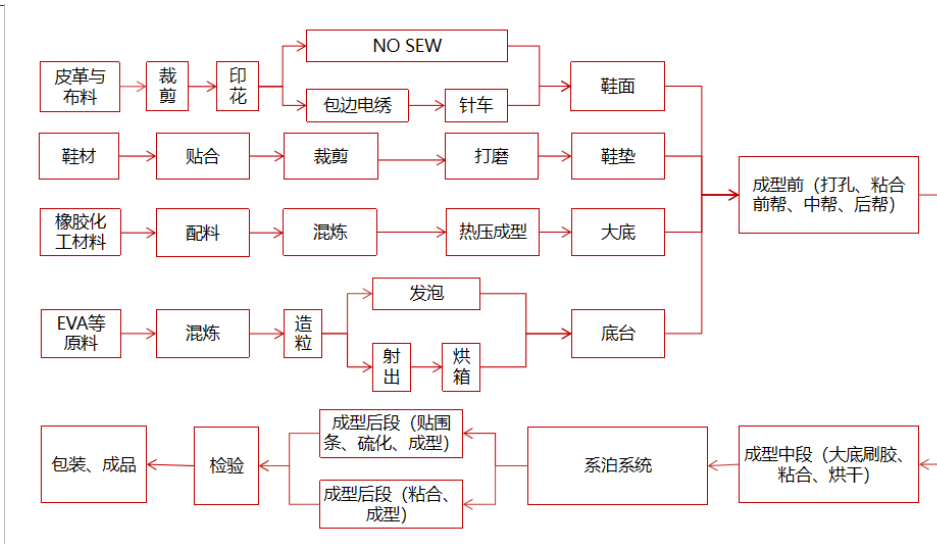
图表 47：快速反应交货流程



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **拥有完整产业链，保证质量、降低成本。**公司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，如模具、电脑编织一体成型鞋面、中底及大底等大部分由公司自行加工完成，完整的产业链有利于公司产品质量的稳定，保证产品按期交付，降低鞋履生产的总成本。

图表 48：公司主要工艺流程图



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **投建自动化生产设备提升效率。**对于一些重复性高、生产工艺准确度要求严格的工序，公司持续进行生产线自动化改造，除采购通用的自动化生产设备外，还向设备供应商定制自动化生产设备。通过对部分生产环节进行生产设备自动化改造，提高了公司产品品质稳定性，同时提高了生产效率，降低制造成本。

图表 49：公司部分自动化技术

类型	技术名称	技术说明
模具技术	多色自动橡胶鞋底成型模具	通过自动化一体成型，减少鞋底工序和工时
模具技术	双色发泡鞋底模具	通过改进制鞋工艺，提高鞋底量产效率
模具技术	橡胶外底与 EVA 发泡中底一体成型模具	发泡后的中底自动粘接在鞋面与大底之间，降低能源损耗，同时减少工序
鞋面技术	鞋面饰线缝制技术	通过注面自动化缝制，提高良品率及鞋面量产效率
鞋面技术	具有高精度的连续式鞋面缝纫工艺技术	通过鞋面的连续式缝纫、鞋面与鞋面模定位、鞋面的输送与鞋面的缝制的自动化，提高量产效率，同时提高良品率
成型技术	增强鞋底和鞋面一体成型工艺技术	通过增强鞋底和鞋面连接的一体成型工艺技术，减少制鞋工序和工时，同时提高产品质量

来源：公司公告，中泰证券研究所

4、从行业对比视角剖析华利优势

- 我们选取裕元集团、丰泰企业、钰齐国际三家头部运动鞋履制造商作为华利集团的可比公司。同处运动鞋履代工赛道，是什么原因导致四家公司成长性和盈利能力的差异？我们尝试剖析财务数据背后的经营差异，以更好地理解华利集团优势。

图表 50：国内主要运动鞋履制造商

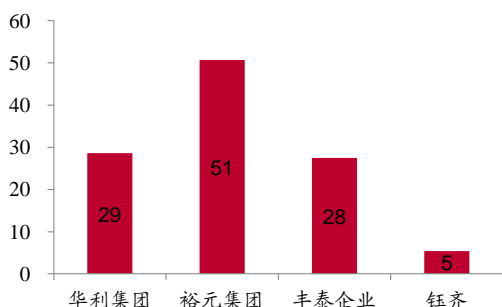
公司	成立时间	主要产品	主要客户	产能分布	2023年制造收入	2023年份额
华利集团	2004 (1995年与converse合作)	运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋、拖鞋	Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE等	越南、多米尼加、缅甸等。截至2022年底产能已达到2.38亿双，产量2.17亿双	营收201.1亿元（约合28.5亿美元）	7%
裕元集团	1988	运动鞋、便服鞋、户外鞋、运动凉鞋	Adidas、Asics、Converse、New Balance、Nike、Puma、Reebok、Salomon及Timberland等	越南、印度尼西亚、中国、柬埔寨、孟加拉国、缅甸等。截至2022年底产量已达到2.73亿双	制造收入50.6亿美元	12%
丰泰企业	1971	NIKE 运动鞋、名牌休闲鞋、直排轮鞋、冰刀鞋	Nike等	越南、印度、印度尼西亚、中国等。截至2022年底产能已达到1.49亿双，产量1.34亿双	营收857.67亿新台币（约合27.5亿美元）	7%
钰齐国际	1995	户外功能鞋、运动鞋	The North Face、迪卡侬、Meindl、Salewa、La Sportiva、Vans、Under Armour、Merrell等	中国、越南、柬埔寨。截至2022年底产能已达到0.38亿双，产量0.35亿双。	营收168.93亿新台币（约合5.42亿美元）	1%

来源：公司官网，中泰证券研究所，注：市占率计算方式为收入/运动鞋行业出厂规模

4.1、成长性：华利量价齐升稳健增长，优质客户结构奠定持续成长能力

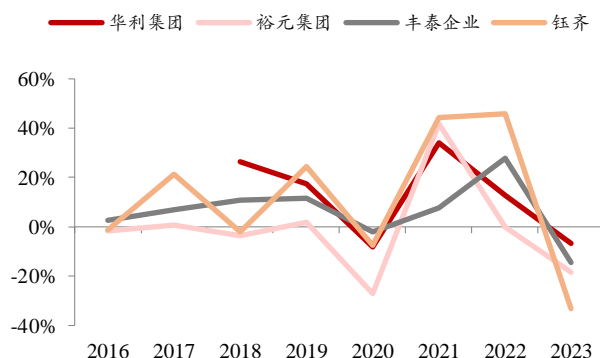
- 从规模上看，华利成长性强于裕元及体量相当的丰泰。截至2023年，华利集团营收规模29亿美元，体量略超丰泰，约为裕元集团一半，钰齐国际规模较小，仅为5亿美元。从成长性上看，2018-2023年，华利/裕元/丰泰/钰齐美元口径收入复合增速分别为+9%/-3%/+5%/+10%。
- 从成长性的拆分上看，华利销量及ASP均呈稳健增长态势，ASP提升空间充足。1) 销量：截至2022年华利/裕元/丰泰/钰齐销量分别为220.68/272.2/134/33.61万双；2017-2022年华利/裕元/丰泰/钰齐销量复合增速分别为12%/-3%/+6%/+21%。2) ASP（美元）：截至2022年华利/裕元/丰泰/钰齐ASP分别为13.86/22.79/24.02/24.15美元，2017-2022复合增速分别为3%/4%/5%/-2%。
- 四家公司中，华利ASP处于较低水平，主要与客户和产品结构相关，随着结构优化后续提升空间充足。而从成长性角度看，2017-2022年华利和丰泰销量/ASP增长在四家中较为稳健，裕元年度之间波动较大，钰齐ASP有所下降。

图表 51: 2023 年营收规模 (亿美元) 对比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 52: 营收增速 (美元口径) 对比



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 53: 国内主要运动鞋履制造商收入量价拆分 (美元口径)

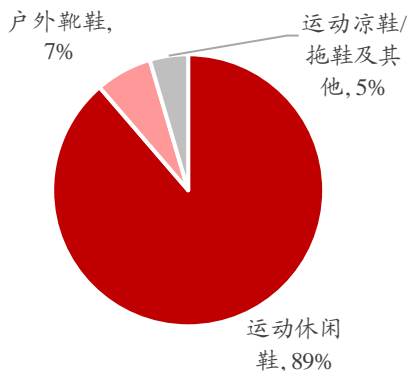
营业收入 (百万美元)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
华利集团	-	-	1,482.34	1,871.80	2,197.95	2,019.25	2,707.38	3,057.63	2,853.67	
裕元集团	6,136.74	6,039.33	6,092.37	5,881.49	6,000.57	4,375.70	6,203.14	6,203.14	5,059.44	
丰泰企业	1,757.91	1,803.56	1,928.63	2,140.70	2,392.18	2,341.05	2,518.20	3,218.61	2,753.14	
钰齐	284.96	281.75	341.70	334.23	415.55	385.16	556.41	811.55	542.27	
ASP (美元/双)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
华利集团	-	-	11.70	11.56	11.88	12.40	12.84	13.86	15.01	
裕元集团	19.33	18.76	18.77	18.04	18.61	17.90	26.03	22.79	23.18	
丰泰企业	20.73	19.96	18.91	18.61	19.61	21.28	22.09	24.02	-	
钰齐	24.90	27.58	26.39	26.22	21.89	19.64	21.65	24.15	-	
销量 (百万双)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	
华利集团	-	-	126.73	161.92	185.09	162.89	210.87	220.68	190.11	
裕元集团	317.50	322.00	324.60	326.00	322.40	244.40	238.30	272.20	218.30	
丰泰企业	84.82	90.34	102.00	115.00	122.00	110.00	114.00	134.00	-	
钰齐	11.45	10.22	12.95	12.75	18.99	19.61	25.70	33.61	-	
营收 YOY	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	17-22cagr
华利集团	-	-	26%	-3%	17%	-8%	34%	13%	-7%	16%
裕元集团	-	-2%	1%	-3%	2%	-27%	42%	0%	-18%	0%
丰泰企业	-	3%	7%	11%	12%	-2%	8%	28%	-	11%
钰齐	-	-1%	21%	-2%	24%	-7%	44%	46%	-	19%
ASP YOY	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	17-22cagr
华利集团	-	-	-1%	3%	4%	4%	8%	8%	8%	3%
裕元集团	-	-3%	0%	-4%	3%	-4%	45%	-12%	2%	4%
丰泰企业	-	-4%	-5%	-2%	5%	9%	4%	9%	-	5%
钰齐	-	11%	-4%	-1%	-17%	-10%	10%	12%	-	-2%
销量 YOY	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	17-22cagr
华利集团	-	-	28%	14%	-12%	29%	5%	-14%	12%	
裕元集团	-	1%	1%	0%	-1%	-24%	-2%	14%	-20%	-3%
丰泰企业	-	7%	13%	13%	6%	-10%	4%	18%	-	6%
钰齐	-	-11%	27%	-2%	49%	3%	31%	31%	-	21%

来源: 公司官网, 中泰证券研究所

- 影响 ASP 及销量的持续成长能力的重要因素是客户与产品结构。1) 华利: 集中度高但对单一客户依赖度低。从客户集中度上看, 2023 年前五大客户集中度 82.37%, 其中第一大客户收入占比为 38%, 以 2021 年为例, 公司前五大客户除了 NIKE 外还包括 Deckers (HOKA、UGG 品牌)、VF 集团 (Vans 品牌)、PUMA、UA。近两年公司积极进行客户拓展, 与 On、Lululemon、Reebok 等品牌建立合作。从产品类型上以运动休闲鞋为

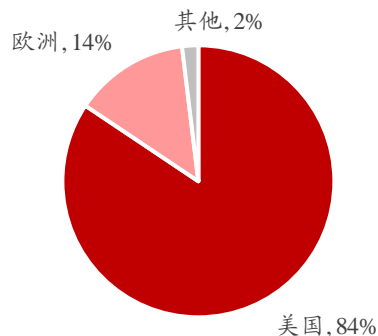
主，2023年运动休闲鞋/户外鞋靴/运动凉鞋、拖鞋及其他分别为89%/7%/5%。从客户所在地区看，2023年美国/欧洲/其他地区客户贡献收入的比例分别为84%/14%/2%。

图表 54：华利 23 年产品类型



来源：公司公告，中泰证券研究所

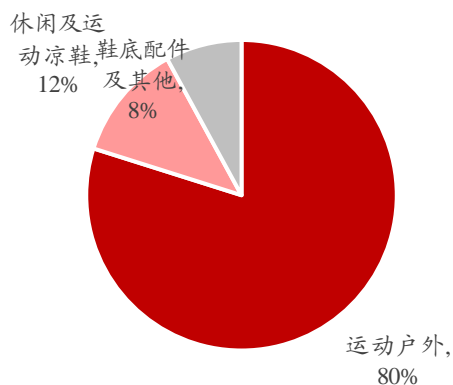
图表 55：华利 23 年客户地区分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

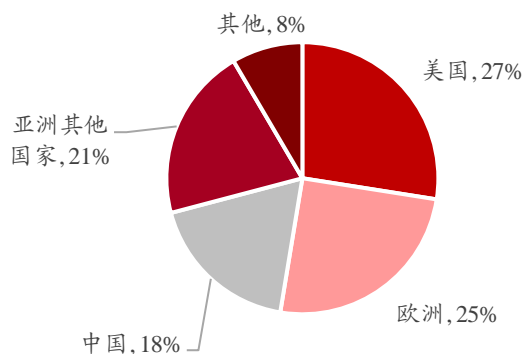
- 2) 裕元：与 NIKE、Adidas 均建立紧密合作**从客户集中度上看，2022年裕元前五大客户集中度为52%，其中第一大客户占比为25%。裕元主要客户包括NIKE、Adidas、Asics、New Balance、Timberland、Salomon等，是几大供应商中唯一一家与NIKE和Adidas均建立紧密合作的制造商。从产品类型上看，2023年运动和户外鞋/休闲鞋及运动凉鞋/鞋底及配件占比分别为80%/12%/8%。从客户地区上来看（制造业务），2023年美国/欧洲/中国/亚洲其他国家/其他地区收入占比分别为27%/25%/18%/21%/8%，客户全球化程度最高。

图表 56：裕元 23 年产品类型



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 57：裕元 23 年客户地区分布



来源：公司公告，中泰证券研究所

- 3) 丰泰：深度绑定 NIKE。**丰泰是四家制造商中单一客户占比最高的公司，2022年公司第一大客户NIKE收入占比达到85%。丰泰是NIKE最资深的制鞋合作伙伴，1977年便开始与NIKE合作，2022年丰泰出货量约占NIKE鞋履的六分之一，且承担了较多中高端鞋款的生产，因此整体ASP水

平较高。

- **3) 钰齐：差异化竞争路线。**钰齐客户较为分散，2022 年第一至三大客户占比分别为 17%、11%、10%，前三大合计为 39%。合作品牌上，钰齐主要客户包括 The North Face、DKL、Meindl、Salewa、La Sportiva、Vans、Altra、MERRELL、Timberland、Converse。从地区分布上看，2022 年钰齐欧洲/美洲/亚洲/中国大陆收入占比分别为 48.24%/41%/5.44%/3.76%，是欧洲占比高于美洲的制造商。从产品结构上看，钰齐户外鞋的占比更高，产品线较广，而户外鞋的特点是多样量少、功能性强，因此 ASP 较高。
- **小结：优质的客户结构是华利具有持续成长能力的基础，成长空间充足。**通过上述对比可以看出，华利 ASP 较低与产品及品牌结构有关。但华利的客户结构较为优质，主要体现在：**1) 前五大客户集中度高但单一客户依赖不强。**高集中度令华利可以充分发挥规模优势，且能更好地服务核心客户形成较强绑定；而对单一客户依赖度不高避免了受客户经营情况波动对销量造成较大扰动。**2) 持续拓展有潜力的优质客户。**On、Reebok、Lululemon 等优质客户的引入为后续的销量增长及 ASP 提升奠定了基础。**3) NIKE 份额提升空间充足。**华利与 NIKE 的合作从 Converse 品牌开始并拓展至主品牌，在 NIKE 品牌中的份额仍有较大的提升空间。

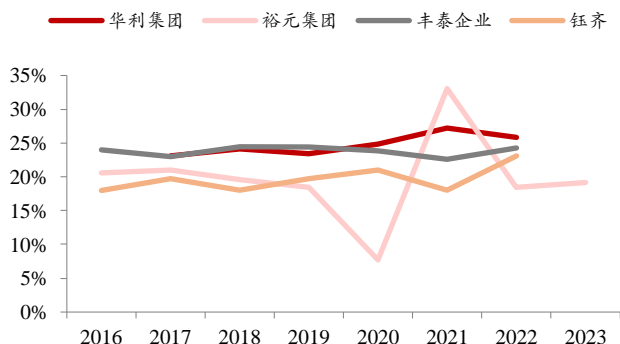
图表 58：四大制造商客户及产品对比汇总

	第一大客户	客户集中度	客户特点	区域特点	产品特点
华利集团	NIKE 39%	前五 91%	集中度高但单一客户依赖不高	美国为主 (80%+)	低单值的产品占比较高
裕元集团	25%	前五 52%	较为分散，与 NIKE、Adidas 都建立紧密合作	全球化程度最高，区域分散	
丰泰企业	85%		深度绑定 NIKE		高端鞋款较多
钰齐国际	17%	前三 39%	户外品牌较多，与其他三家重合度较低	欧美为主，欧洲高于美国	户外鞋较多

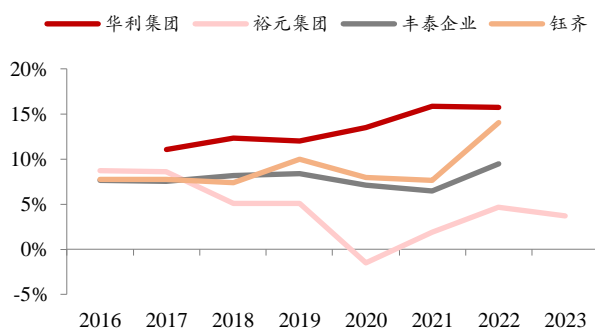
来源：公司公告，中泰证券研究所

4.2、盈利能力：内功扎实，制造及管理效率的优质铸就强盈利能力

- **华利盈利能力突出，净利率领先行业。**1) 从毛利率的角度看，2020 年华利集团毛利率与丰泰接近，2021-2022 年华利毛利率高于丰泰，处于行业较高水平。2) 净利率角度看，华利净利率显著高于其他鞋履制造商，且呈现持续提升趋势。3) 单位毛利角度看，丰泰>钰齐>裕元>华利，与 ASP 正相关。4) 单位净利角度看，华利实现反超，且呈现明显的提升趋势。

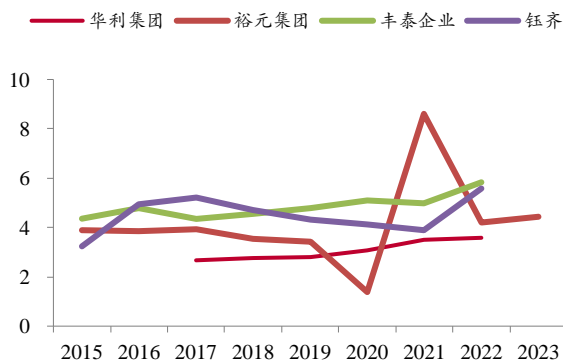
图表 59：运动鞋履制造商毛利率对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

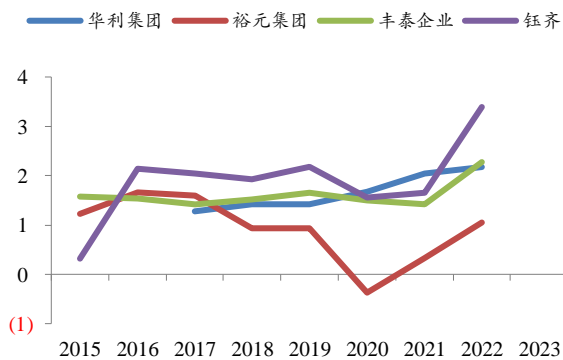
图表 60：运动鞋履制造商净利率对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

注：裕元 22、23 年为制造业务净利润率

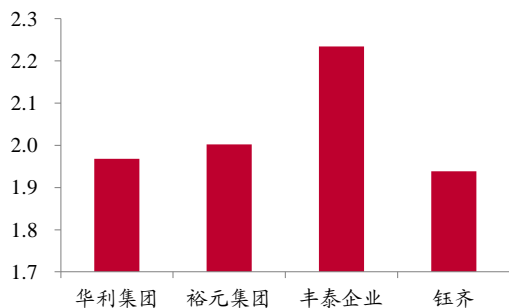
图表 61：单位毛利对比 (美元/双)


来源：公司公告，中泰证券研究所

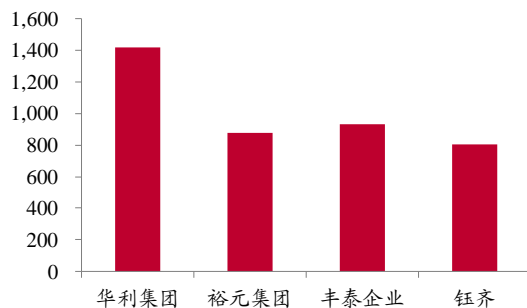
图表 62：单位净利 (美元/双) 对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

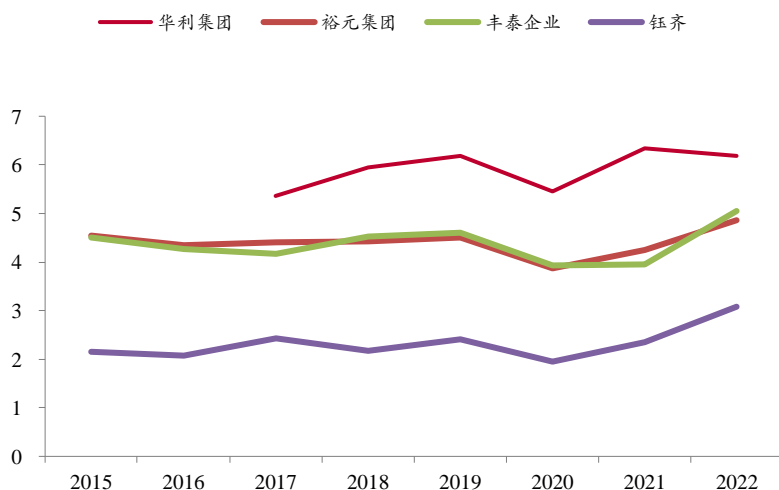
- 我们认为华利的盈利能力优势主要来源于几个方面：1) 较高的生产效率，2) 低成本的产地布局，3) 较强的内部管理能力。
- 华利人均产量及固定资产周转率大幅领先，表明其生产效率优势突出。人均产值及产量上看，2022 年华利/裕元/丰泰/钰齐人均产值（员工总数计算，万美元）分别为 1.97/2.00/2.23/1.94 万美元；人均产量（双）分别为 1419/878/930/802 双。华利人均产值与同行相差不大，但产量远高于其他同行。固定资产周转率上看，2022 年华利/裕元/丰泰/钰齐固定资产周转率分别为 6.18/4.86/5.05/3.08，华利固定资产使用效率是钰齐的两倍。

图表 63：2022 年人均产值（万美元）对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 64：2022 年人均产量（双）对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

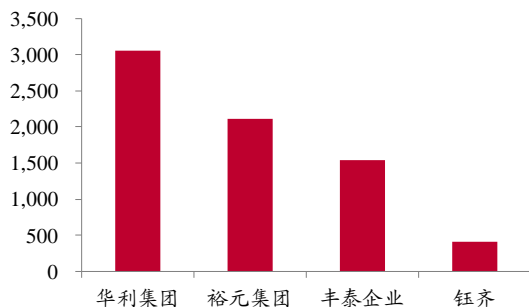
图表 65：固定资产周转率对比


来源：公司公告，中泰证券研究所

- 华利产能布局集中，充分压缩生产成本。**从产能分布上看，截至 22 年华利产能 100%集中于越南。裕元则以印尼为主要产地，23 年印尼、越南、中国大陆分别占出货量的 49%、34%、12%。丰泰工厂位于越南、印度、印尼和中国大陆，22 年各地区产量占比分别为 48%、28%、14%、10%。钰齐工厂位于越南、中国大陆和柬埔寨，22 年产值占比分别为 50.69%、28.02%、21.29%。华利是唯一一家大部分产能都集中于越南的制造商，且集中于越南北部，具有较强的集群效应。
- 此外，在越南工厂的选址上，华利和钰齐主要位于越南北部，而丰泰和裕元则布局越南南部。**越南北部和南部均是纺织业的重点布局区域，但优势存在差异：越南南部成熟商业港口多，海运发达，工人素质较高；越南北部距离中国大陆较近，租金及人工成本更加低廉。

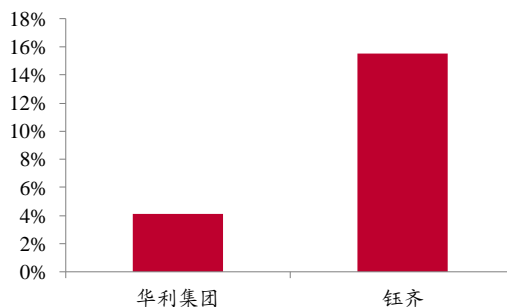
- **销售及中后台人效高，管理能力优秀。**我们选用非生产员工数量/员工总数作为参考，2022年华利/钰齐非生产员工数量/员工总数分别为4.1%/15%，说明华利内部管理效率显著高于钰齐，管理半径较宽。

图表 66：2022 年越南工厂产值规模（百万美元）



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 67：华利 vs 钰齐 22 年非生产员工占比



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **小结：生产效率、生产基地布局、管理能力共同造就高盈利水平。**尽管华利 ASP 与其他三家制造商有较大距离，但其盈利能力领先行业，原因在于：1) 生产效率高，人均产量及固定资产周转率在行业中非常突出；2) 生产基地布局充分利压缩成本，华利在越南的产能最高，有较强的产业集群效应，且位于成本更低的北越地区。3) 管理能力优秀，非生产员工数量仅占员工总数的 4.1%，体现了较强的管理能力和较高的管理半径。

5、盈利预测与投资建议

■ 核心假设：

- 1) **营业收入：销量方面**，公司销量增长来源于下游客户规模增长及自身份额提升，考虑公司客户均为行业头部品牌、公司自身份额持续提升，判断各公司销量增长快于行业整体水平，假设 2024-2026 年每年销量保持 10% 增速；**ASP 方面**，公司产品单价保持持续上涨，产品结构不断优化，假设 2024-2026 年美元口径客单价增速分别为 5%、5%、3%；**汇率方面**，假设 2024 年平均人民币兑美元汇率较 2023 年平均值贬值 2%，25-26 年汇率持平；基于以上假设，我们预计公司 24-26 年营业收入同比分别+17.8%、15.5%、13.3%。
- 2) **毛利率**：公司产品定价采用成本加成模式，受成本波动影响不大，与产能利用率及人效有一定关系，整体呈现较为稳定的状态，因此我们预计随着公司规模持续扩大，毛利率稳中有升，预计 2024-2026 年毛利率分别为 25.7%、25.8%、25.9%。

图表 68：业务拆分预测表

单位：百万元	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	10,009.18	12,388.48	15,165.66	13,931.14	17,469.58	20,569.27	20,113.74	23,696.00	26,871.26	29,891.59
YoY		23.8%	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	17.8%	13.4%	11.2%
营业成本	7,695.78	9,388.43	11,604.75	10,473.80	12,711.78	15,250.33	14,967.26	17,609.23	19,942.00	22,153.59
毛利率	23.1%	24.2%	23.5%	24.8%	27.2%	25.9%	25.6%	25.7%	25.8%	25.9%
分产品	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
量价拆分										
销售量 (万双)	12,837.75	16,343.82	18,508.68	16,289.00	21,087.00	22,068.00	19,011.00	20,912.10	22,585.07	24,391.87
YoY		27.3%	13.2%	-12.0%	29.5%	4.7%	-13.9%	10%	8%	8%
单价 (元/双)	77.97	75.80	81.94	85.52	82.85	93.21	105.80	113.31	118.98	122.55
YoY		-2.8%	8.1%	4.4%	-3.1%	12.5%	13.5%	7.1%	5.0%	3.0%
平均汇率	6.75	6.62	6.90	6.90	6.45	6.73	7.05	7.19	7.19	7.19
YoY		-2.0%	4.2%	0.0%	-6.5%	4.3%	4.8%	2%	0%	0%
美元单价 (美元/双)	11.55	11.45	11.88	12.40	12.84	13.86	15.01	15.76	16.55	17.05
YoY		-0.8%	3.7%	4.4%	3.6%	7.9%	8.3%	5%	5%	3%

来源：公司公告，中泰证券研究所

■ 可比公司估值分析：

我们选取同为运动鞋制造商的裕元集团、运动服饰制造商申洲国际、袜类制造商健盛集团为公司可比公司，截至 6 月 14 日，裕元集团、申洲国际、健盛集团 2024PE 分别为 8.7、20.7、12X，三家可比公司平均 2024PE 为 14X。公司中长期成长空间高于裕元集团，规模及市场地位高于健盛集团，行业地位与申洲国际接近（但申洲国际为港股标的估值通常存在一定折价），给予龙头一定估值溢价，我们认为当前估值水平仍有上行空间。

图表 69：可比公司估值分析（股价取 2024 年 6 月 14 日）

	归母净利润 (百万元)			YoY			PE		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
华利集团	3,817	4,361	4,910	20%	16%	14%	20.68	18.10	16.07
裕元集团	2,464	2,821	3,167	26%	14%	12%	8.70	7.60	6.77
申洲国际	5,555	6,441	7,321	22%	16%	14%	20.69	17.85	15.70
健盛集团	322	374	429	19%	16%	15%	12.00	10.32	9.00
可比公司平均							13.80	11.92	10.49

来源：公司公告，中泰证券研究所

注：三家可比公司盈利预测来自于 wind 一致性预期

- **华利的价值来自于较强的、超越同行的成长性及盈利能力：**从成长性角度看，运动鞋制造赛道渗透率的提升、自身较强客户拓展能力、更高的 ASP 成长空间共同带来可持续的增长。从盈利能力的角度看，华利盈利水平处于行业领先地位，优势来自于更高的制造效率、更强的内部管理能力以及低成本的产能布局。我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 38.2、43.6、49.1 亿元，对应 PE 为 21、18、16 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

6、风险提示

- **国际贸易风险：**公司业务的开展立足于全球化的国际贸易。公司主要客户为全球知名的运动休闲品牌，销售遍及全球多个国家和地区。公司制鞋工厂主要设于越南等人力成本相对较低的国家和地区，产品按客户要求发运至世界各地，主要原材料的采购、产品的交付均通过国际贸易进行。地缘政治风

险、主要进口国的经济环境发生重大变化或消费需求转弱、进出口国的贸易政策发生重大变化，将可能对公司业务的发展产生重要影响。

- **跨国经营风险：**公司采用跨国经营的经营模式，跨国经营充分利用了全球资源优势，但跨国经营受不同国家和地区政策的影响较大，政治局势、贸易壁垒、经济危机，甚至突发性事件等都会影响到公司的发展，进而影响公司的产能扩张计划和盈利水平。
- **劳动力成本上升的风险：**鞋履制造属于劳动密集型产业，人力成本是生产成本的重要组成部分。公司主要生产基地位于越南，越南劳动力充足，人力成本相对较低，但随着越南经济的不断发展，以及更多企业将生产制造环节转移至越南，越南的劳动力成本不断上升。如果公司不能有效应对劳动力成本上升带来的挑战，合理规划和布局，将对公司经营获利产生不利影响。
- **客户集中的风险：**公司主要客户为 Nike、VF、Deckers、Puma、Under Armour 等全球知名企业，客户相对集中。如果未来公司主要客户生产经营出现重大不利变化，或者公司产品无法有效满足上述客户的需求，则将对公司业务发展产生重大不利影响。
- **生产基地集中的风险：**当前公司主要生产工厂位于越南，生产基地相对集中，公司加大了其他国家和地区的生产制造布局，但越南工厂对公司生产制造仍具有重要作用，若越南政治、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要影响。
- **研究报告中使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**

图表 70：公司三大财务报表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,879	7,264	10,577	14,955	营业收入	20,114	23,696	26,871	29,892
应收票据	0	0	0	0	营业成本	14,967	17,609	19,942	22,154
应收账款	3,765	4,257	4,827	5,482	税金及附加	5	5	6	7
预付账款	65	76	598	665	销售费用	70	71	81	90
存货	2,741	3,413	3,865	4,294	管理费用	689	806	887	957
合同资产	0	0	0	0	研发费用	309	355	403	448
其他流动资产	2,668	2,363	2,366	2,368	财务费用	-89	-25	-39	-50
流动资产合计	13,118	17,373	22,233	27,764	信用减值损失	-4	-5	-5	-11
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	-150	-105	-126	-168
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-6	15	3	-20
固定资产	3,814	3,171	2,636	2,191	投资收益	52	52	52	12
在建工程	982	986	990	994	其他收益	1	1	1	122
无形资产	557	647	742	821	营业利润	4,056	4,831	5,517	6,211
其他非流动资产	972	1,073	1,165	1,249	营业外收入	3	5	4	4
非流动资产合计	6,329	5,880	5,536	5,258	营业外支出	23	22	21	22
资产合计	19,447	23,253	27,770	33,022	利润总额	4,036	4,814	5,500	6,193
短期借款	733	97	226	335	所得税	836	997	1,139	1,283
应付票据	0	15	17	14	净利润	3,200	3,817	4,361	4,910
应付账款	1,793	2,114	2,244	2,602	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,200	3,817	4,361	4,910
合同负债	27	32	36	40	NOPLAT	3,130	3,797	4,330	4,871
其他应付款	35	35	35	35	EPS (按最新股本摊薄)	2.74	3.27	3.74	4.21
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	1,523	1,703	1,827	1,934	主要财务比率				
流动负债合计	4,169	4,053	4,442	5,017	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-2.2%	17.8%	13.4%	11.2%
其他非流动负债	162	162	162	162	EBIT增长率	-1.9%	21.3%	14.0%	12.5%
非流动负债合计	162	162	162	162	归母公司净利润增长率	-0.9%	19.3%	14.2%	12.6%
负债合计	4,331	4,214	4,603	5,179	获利能力				
归属母公司所有者权益	15,109	19,032	23,159	27,836	毛利率	25.6%	25.7%	25.8%	25.9%
少数股东权益	7	7	7	7	净利率	15.9%	16.1%	16.2%	16.4%
所有者权益合计	15,116	19,039	23,166	27,843	ROE	21.2%	20.0%	18.8%	17.6%
负债和股东权益	19,447	23,253	27,770	33,022	ROIC	30.7%	29.6%	26.8%	24.4%
					偿债能力				
					资产负债率	22.3%	18.1%	16.6%	15.7%
					债务权益比	6.3%	1.7%	1.9%	2.0%
					流动比率	3.1	4.3	5.0	5.5
					速动比率	2.5	3.4	4.1	4.7
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9
					应收账款周转天数	62	61	61	62
					应付账款周转天数	39	40	39	39
					存货周转天数	63	63	66	66
					每股指标 (元)				
					每股收益	2.74	3.27	3.74	4.21
					每股经营现金流	3.17	3.81	3.11	4.09
					每股净资产	12.95	16.31	19.84	23.85
					估值比率				
					P/E	25	21	18	16
					P/B	5	4	3	3
					EV/EBITDA	27	23	21	19

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。