

## 运动鞋履代工龙头，产能扩张与产品结构优化带来新增量

2024年01月16日

➤ **专注鞋履制造的国际领先的生产企业。**华利集团成立于2004年9月2日，专注于运动休闲鞋以及户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他相关产品的开发设计、生产与销售。作为深耕于鞋类制造的企业，集团的核心客户群体主要为全球知名企业，如Nike、VF、Deckers、Puma和Columbia等知名品牌。近年来，公司的营业收入与归母净利润均保持较快增速，2018-2022年，营收由123.88亿元增至205.69亿元，归母净利润由15.32亿元增至32.28亿元，4年CAGR分别为13.5%与20.5%。公司的订单因运动品牌库存调整受到部分影响，1-3Q23，实现营业收入143.09亿元，同比-6.9%，归母净利润为22.87亿元，同比-6.5%。

➤ **运动鞋服制造行业：需求稳健，专业化分工趋势。**1) **市场现状：运动鞋服的市场空间广阔，品牌集中度较高。**据欧睿数据，全球运动鞋服市场规模由2009年2138亿美元增至2023年3957亿美元，期间CAGR达4.5%，高于全球鞋服行业市场规模CAGR 1.7%。全球运动鞋服市场集中度在逐年提升，CR5由2014年的27.8%增长至2023年的31.2%，CR10也由32.9%增至39.0%。2) **经营模式：品牌运营与制造分离，专业化分工趋势明显。**在全球运动鞋履产业链的专业化分工下，Nike、Adidas、VF、Under Armour、Puma、Columbia、Deckers等主要鞋履品牌运营企业，以及全球主要运动鞋履制造企业裕元集团、丰泰企业等均为该种模式的代表企业，华利集团亦采取此类发展模式，近年来得到了快速发展。头部企业倾向实施精简供应商的策略，并与优质供应商形成长期稳定的合作，进一步说明头部品牌供应商具备较强的客户粘性。3) **发展趋势：由量增向量价齐增，向专业化分工方向发展。**从品牌发展趋势角度，长期看行业增长持续向上，短期去库存进展呈现分化。从鞋履制造企业角度，运动品牌的上游供应商市场份额更为聚焦，品牌商与供应商关系紧密。

➤ **核心竞争力：生产研发能力突出，产能扩张与单价提升提供增量。**1) **管理团队经验丰富，生产研发能力突出。**管理团队具备深厚的鞋履制造领域经验，拥有具备较强开发设计能力的团队。公司有完善的供应链体系、出色的开发设计能力、成熟的生产流程及技术娴熟的生产人员，准时交货率一直保持在行业领先水平，而产品的合格率高，客户满意度行业领先。2) **产能布局合理，规模化下成本优势明显。**公司的规模化降低成本费用体现在大规模采购、规模化生产与规模化经营对于成本与费用的降低上。一方面，在生产成本的控制上，公司毛利率水平较为平稳。另一方面，公司的期间费用控制能力突出，销售费率与管理费率的摊薄趋势明显。3) **客户结构同时具备稳定性与多元化。**公司采取优质大客户策略，主要客户的市场份额大部分处于行业的全球前十，与主要客户保持着长期稳定的合作关系；积极拓展新客户，在新品牌的快速增长下具备较强增长动能，进一步实现集团的客户结构与产品结构的优化。4) **未来看点：量价齐升，向功能型产品转型提升盈利能力。**量增视角，全球运动鞋履市场仍有增长空间，行业集中趋势下有望抢占更多市场份额；积极扩产提升老客订单份额占比，满足新客订单增量；产能利用率处于较高水平，随客户订单增长，积极扩张产能带来新增量。价增视角，公司实行客户多样化策略和产品专注慢跑和休闲运动的策略，随公司产品及客户结构的优化，高客单价高性能运动鞋占比提升，产品单价存在提升趋势；未来有望打开更多头部品牌功能型高端运动鞋市场，有望进一步推动单价上涨。量产带动毛利率提升，规模化生产下有望进一步降本增效。

➤ **投资建议：**预计公司2023-2025年分别实现营业收入203.69、236.73与271.19亿元，分别同比-1.0%、+16.2%、+14.6%；归母净利润为31.34、37.29与42.93亿元，分别同比-2.9%、+19.0%、+15.1%。1月15日收盘价对应PE为20/17/14倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际贸易风险、劳动力成本上升的风险、客户集中的风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,569	20,369	23,673	27,119
增长率(%)	17.7	-1.0	16.2	14.6
归属母公司股东净利润(百万元)	3,228	3,134	3,729	4,293
增长率(%)	16.6	-2.9	19.0	15.1
每股收益(元)	2.77	2.69	3.20	3.68
PE	19	20	17	14
PB	4.7	4.1	3.5	3.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为2024年1月15日收盘价)

## 推荐

维持评级

当前价格：

52.85元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

## 相关研究

1.华利集团(300979.SZ)2023年三季度点评：Q3经营情况稳健，盈利能力长期向好-2023/10/27

2.华利集团(300979.SZ)2022年三季度点评：营收利润稳健增长，静待运动鞋服需求新周期-2022/10/27

3.华利集团(300979.SZ)2022年半年报点评：内生增长抵消外因扰动，订单产能双向好-2022/08/18

4.华利集团(300979.SZ)动态点评报告：产能为基，客户为本，生产规模稳步扩张-2022/05/01

# 目录

<b>1 公司概况：全球领先的运动鞋专业制造商</b>	<b>3</b>
1.1 业务介绍：专注鞋履制造的国际领先生产企业	3
1.2 股权结构：公司股权结构集中，子公司分工明晰	5
1.3 公司复盘：营业收入稳健增长，费用率控制良好	8
<b>2 运动鞋服制造行业：需求稳健，专业化分工趋势</b>	<b>11</b>
2.1 市场现状：运动鞋服的市场空间广阔，品牌集中度较高	11
2.2 经营模式：品牌运营与制造分离，专业化分工趋势明显	12
2.3 发展趋势：由量增向量价齐增，向专业化分工方向发展	14
<b>3 核心竞争力：生产研发能力突出，产能扩张与单价提升提供增量</b>	<b>17</b>
3.1 管理团队经验丰富，生产研发能力突出	17
3.2 产能布局合理，规模化下成本优势明显	18
3.3 客户结构同时具备稳定性与多元化	20
<b>4 未来看点：量价齐升，向功能型产品转型提升盈利能力</b>	<b>24</b>
4.1 终端需求上行+终端及供应端市场份额提升，带动量增	24
4.2 产品结构调整，带动价增	25
4.3 规模化生产下有望进一步降本增效	26
<b>5 盈利预测与投资建议</b>	<b>27</b>
5.1 收入拆分与盈利预测	27
5.2 估值分析	28
5.3 投资建议	29
<b>6 风险提示</b>	<b>30</b>
<b>插图目录</b>	<b>32</b>
<b>表格目录</b>	<b>32</b>

# 1 公司概况：全球领先的运动鞋专业制造商

## 1.1 业务介绍：专注鞋履制造的国际领先生产企业

**专注鞋履制造的国际领先的生产企业。**华利集团成立于 2004 年 9 月 2 日，专注于运动休闲鞋以及户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他相关产品的开发设计、生产与销售。作为深耕于鞋类制造的企业，集团的核心客户群体主要为全球知名企业，如 Nike、VF、Deckers、Puma 和 Columbia 等知名品牌。近年来，公司的营业收入与归母净利润均保持较快增速，2018-2022 年，营收由 123.88 亿元增至 205.69 亿元，归母净利润由 15.32 亿元增至 32.28 亿元，4 年 CAGR 分别为 13.5%与 20.5%。公司的订单因运动品牌库存调整受到部分影响，1-3Q23，实现营业收入 143.09 亿元，同比-6.9%，归母净利润为 22.87 亿元，同比-6.5%。

**表1：2018-2023Q1-Q3 公司营业收入与归母净利润及同比增速**

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	1-3Q23
营业收入	123.88	151.66	139.31	174.7	205.69	143.09
yoy	23.8%	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	-6.9%
归母净利润	15.32	18.21	18.79	27.68	32.28	22.87
yoy	38.5%	18.9%	3.2%	47.3%	16.6%	-6.5%

资料来源：wind，民生证券研究院

**运动休闲鞋为主要产品，绑定核心大客户，主要销往美国市场。****①分产品看，运动休闲鞋在华利集团的收入中占据主导地位。**2018 年到 2023H1，运动休闲鞋的收入占比整体呈现上升趋势，由 74.15%提升至 89.58%，构成营收的主要来源。**②分地区看，公司业务的开展立足于全球化的国际贸易，主要客户的销售遍及多个国家和地区。**2018 年至 2023H1，美国市场的收入占比分别为 90.45%、87.60%、87.65%、86.99%、84.21%与 82.42%，欧洲地区及其他区域的收入占比不断提升，欧洲市场、其他市场收入占比分别由 2018 年的 8.49%与 0.87%提升至 23H1 的 15.22%与 2.16%。**③分客户类型看，华利集团核心客户包括 Nike、VF、Deckers、Puma 和 Columbia 等全球知名企业，客户相对集中。**Nike 收入占公司收入的比重由从 2018 年的 25.43%提升至 2022 年的 38.52%，2018-2019 年、2020H1、2021-2022 年，公司的前五大客户的收入占公司营收的比重分别为 84.57%、86.14%、89.47%、91.65%与 91.27%，呈现持续提升态势。

**表2：2018 年-2023H1 公司营业收入拆分**

单位：亿元	2018	2019	2020	2021	2022	2023H1
营业收入	123.88	151.66	139.31	174.70	205.69	92.12
yoy	23.8%	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	-6.94%
<b>按产品分类</b>						
运动休闲鞋	91.86	118.42	112.84	142.11	184.79	82.52
占比	74.15%	78.08%	81.00%	81.35%	89.84%	89.58%
户外靴鞋	19.87	20.48	14.92	15.83	10.38	4.82

占比	16.04%	13.50%	10.71%	9.06%	5.05%	5.23%
运动凉鞋/拖鞋及其他	11.92	12.45	11.17	16.37	10.08	4.60
占比	9.62%	8.21%	8.02%	9.37%	4.90%	4.99%
<b>按地区分类</b>						
美国	112.05	132.85	122.10	151.97	173.20	75.92
占比	90.45%	87.60%	87.65%	86.99%	84.21%	82.42%
欧洲	10.52	16.26	16.10	16.10	28.09	14.02
占比	8.49%	10.72%	11.56%	9.22%	13.66%	15.22%
其他	1.07	2.23	0.72	1.88	3.95	1.99
占比	0.87%	1.47%	0.52%	1.08%	1.92%	2.16%
<b>单位: 亿元</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020H1</b>	<b>2021H1</b>	<b>2022</b>	<b>2023H1</b>
<b>按核心客户分类</b>						
Nike	31.51	41.32	23.08	28.15	-	-
占比	25.43%	27.25%	33.30%	34.35%	-	-
VF	35.01	38.96	14.52	16.41	-	-
占比	28.26%	25.69%	20.96%	20.03%	-	-
Deckers	22.45	26.27	10.95	15.55	-	-
占比	18.12%	17.32%	15.81%	18.98%	-	-
Puma	8.91	15.94	8.95	9.55	-	-
占比	7.19%	10.51%	12.92%	11.65%	-	-
Columbia	6.88	8.15	4.49	-	-	-
占比	5.56%	5.37%	6.48%	-	-	-
Under Armour	-	-	23.08	5.04	-	-
占比	-	-	33.30%	6.15%	-	-
前五大客户收入占比	84.57%	86.14%	89.47%	91.16%	91.27%	-

资料来源: 公司公告, 招股说明书, 民生证券研究院

### 华利集团主要的生产基地分布在越南、中国、多米尼加、缅甸与印度尼西亚。

成品鞋工厂主要位于越南, 另在多米尼加、缅甸也有小型工厂。2018年-2020H1, 越南总产量占公司总产量的90%以上。2021年, 为进一步扩大产能, 公司拟将上市募集资金净额投入38.38亿元用于项目建设, 其中4.07亿元用于越南鞋履生产基地扩产建设项目, 5.32亿元用于缅甸世川鞋履生产基地建设项目(预计23年末达预计可使用状态), 8.65亿元用于印度尼西亚鞋履生产基地一期项目(预计24年末达预定可使用状态), 原项目为中山腾星年产3500万双编织鞋面扩产项目), 此外, 印度尼西亚鞋履生产基地二期建设项目预计于26年末达预定可使用状态。

**表3: 公司生产加工子公司分布 (截至23H1)**

国家	子公司情况
中国	中山腾星 (利用自动化机械从事针织鞋面的生产)
越南	越南威霖、越南弘邦、越南宏美、越南正川、越南上杰、越南永正、越南邦威、越南立川、越南永弘、越南宏福、越南跃升、越南亚欣、越南百捷、越南卓岳、越南弘欣、越南永山、越南华利、越南峻宏、越南永欣、越南宏懋、越南PMT、越南永川、越南冠宏
多米尼加	多米尼加上杰
缅甸	缅甸世川 (公司公告预计23年末达预定可使用状态)
印度尼西亚	印尼世川、印尼宇欣、印尼宇川; 印尼一期工厂 (公司公告预计24年末投产)、印尼二期工厂 (公司公告预计26年末投产)

资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

### 生产鞋型主要围绕硫化鞋和冷粘鞋类，不同生产厂在对接品牌上各有侧重。

2005年，越南正川的成立标志着公司业务链的转移策略，随后集团加强对越南地区的制鞋工厂的投资，2017年，中山腾星的成立进一步强化了华利集团在飞织鞋面领域的专业制造能力，使集团成为拥有鞋底厂、模具厂、飞织鞋面厂等全业务链的少数制鞋厂之一。此外，各生产子公司分别对接不同品牌，目前，越南弘邦为Nike专制工厂并设立Nike开发中心，越南宏福主要为Puma提供生产，越南弘欣、越南永弘、越南立川、越南上杰，分别对接品牌为UGG、HOKA ONE ONE、Converse、Vans。

**表4：加工工厂与对接品牌情况**

加工工厂	对接品牌
越南弘邦	Nike
越南宏福	Puma
越南弘欣	UGG
越南永弘	HOKA ONE ONE
越南立川	Converse
越南上杰	Vans

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

随客户需求上行，2018-2022年华利集团的产能和产量呈现增长趋势。下游客户需求的订单增长，叠加公司的产能不断扩张，带动公司产销量均实现上行。2018年，公司的产能为1.76亿双，2022年增至2.38亿双；运动鞋销量则由1.63亿双增至2.21亿双，4年CAGR为7.9%。2020年受疫情影响，公司产量、销量为近五年来最低点，随疫情影响解除，公司的营运能力逐步恢复，产销量稳步增长。

**表5：公司产能、产量、销量情况**

单位：亿双	2018	2019	2020	2021	2022
总产能	1.76	1.95	1.80	2.19	2.38
yoy	-	10.7%	-7.4%	21.2%	9.1%
总产量	1.67	1.86	1.64	2.10	2.17
yoy	-	11.1%	-11.6%	27.8%	3.5%
运动鞋销量	1.63	1.85	1.63	2.11	2.21
yoy	-	13.2%	-12.0%	29.5%	4.7%
产能利用率	94.9%	95.3%	90.9%	95.9%	90.9%
产销率	97.8%	99.7%	99.3%	100.6%	101.8%

资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

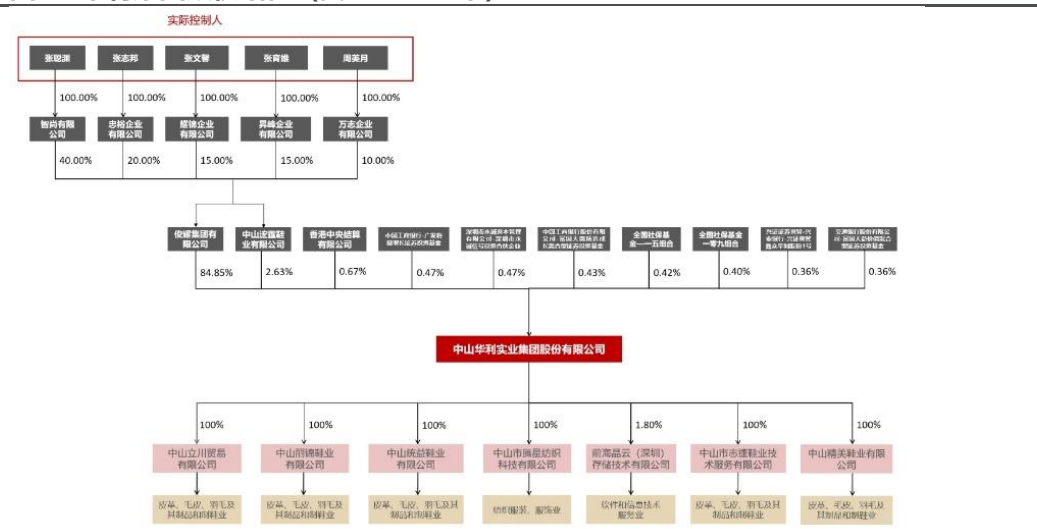
## 1.2 股权结构：公司股权结构集中，子公司分工明晰

**家族性企业，股权高度集中。**公司实际控制人为张聪渊家族。董事长张聪渊与周美月为夫妻关系，副董事长张志邦、董事兼副总经理张文馨、董事兼副总经理张育维系张聪渊与周美月之子女，张聪渊家族五人为公司的实际控制人。截至23Q3，公司一致行动人通过香港俊耀、中山宏霆分别持有公司84.85%和2.63%的股份，



实际控制人张聪渊家族五人合计持有华利集团 87.48%的股权。

图1：华利集团股权结构（截至 23Q3 末）



资料来源：iFind，招股说明书，民生证券研究院

**核心管理层经验丰富，在鞋履制造行业深耕多年。**公司的核心管理团队稳定，具备丰富的行业经验，建立了完善的企业内部管理体系，运营管理系统规范、高效。核心管理层在鞋履制造行业具备丰富的从业经历，生产管理经验丰富。董事长张聪渊先生在品牌贸易、货代、制鞋工厂等相关领域拥有超过 50 年的鞋履制造经验，副董事长张志邦、董事张育维先生曾担任华利集团多家子公司的董事、副总经理等职位，管理经验丰富；副董事长兼任副总经理徐敬宗，董事兼任总经理刘明畅、林以皓等在公司任职多年，具备丰富的生产研发经验。

表6：公司管理层履历

姓名	职务	个人履历	出生年份
张聪渊	董事长	华利集团创始人，拥有超过 50 年的鞋履制造经验，曾在新洋集团工作超过 20 年，历任多个高级职位。2013 年起，在华利集团及其多家子公司担任要职，2019 年 12 月起担任华利集团董事长。兼任中国香港俊耀、中山宏霆等多家公司董事	1948
张志邦	董事、副董事长	华利集团联合创始人，曾任华利集团多家子公司的董事、副总经理、执行长等职位。2019 年 12 月华利集团完成股份制改制起至今，担任华利集团副董事长、执行长。目前兼任中国香港俊耀、中山宏霆董事，中山通友、中山通佳、中山通用等多家公司董事	1974
徐敬宗	副董事长、副总经理	2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理。自 2019 年 12 月起至今任华利集团副总经理，同时自 2020 年 3 月起至今任华利集团副董事长	1976
刘淑娟	董事、总经理	曾任清禄鞋业有限公司开发业务经理，2009-2015 年任匡威运动用品有限公司全球开发业务资深总监，2015 年加入中山志捷，任中山志捷总经理，现任公司董事、总经理	1972
张文馨	董事、副总经理	曾担任福清宏太鞋业有限公司副总经理等职务，2009 年加入中山志捷，任中山志捷副总经理，目前任公司董事、副总经理	1977
张育维	董事、副总经理	曾任福清宏太鞋业有限公司管理处副总经理、福建威霖副总经理等职务，2009 年加入中山志捷，目前任公司董事、副总经理	1979
刘明畅	董事、总经理	曾任广州荣山鞋业有限公司副总经理、深圳台威鞋业有限公司总经理、广州番禺兴泰有限公司厂务协理、副总经理等职务，2009 年加入中山精美，目前任公司董事兼任中山精美总经理	1956
林以皓	董事、总经理	2009 年加入中山志捷，任中山志捷品牌总经理，目前任公司董事，兼任中山志捷品牌总经理	1978

资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

母公司和子公司分工明晰，管理模式高效。截至 23H1，公司共有 57 家控股子公司，包括 5 家境内子公司、21 家中国香港子公司、24 家越南子公司、2 家中国台湾子公司、1 家多米尼加子公司、1 家缅甸子公司及 3 家印度尼西亚子公司。公司搭建以“**中山为管理及开发设计中心，以中国香港、中山为贸易中心，以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心**”业务布局。其中，母公司负责全盘把握+鞋履模具；中国境内的中山志捷和中山精美主要定位于开发设计中心和样品生产；贸易子公司主要在中国香港，仅中山丽锦和中山统益两家在境内；生产子公司主要在越南、中国和多米尼加和印度尼西亚。

表7：母公司与子公司定位

公司名称	定位和职能
华利股份	母公司、管理总部、部分模具生产
中山志捷、中山精美	开发设计中心、样品生产
中山腾星	利用自动化机械从事针织鞋面的生产
中山丽锦、中山统益	境内贸易公司，部分品牌客户的贸易业务从中国香港移至境内
香港宏太	控股公司，持股各境外公司
香港益腾	持股越南弘邦、越南宏美、越南正川，并开展贸易业务
香港统益	持股越南上杰、越南永正、多米尼加工厂(50%)，并开展贸易业务
香港万志	持股越南邦威，并开展贸易业务
香港达万	持股越南跃升、越南亚欣，并开展贸易业务
香港丽锦	持股越南立川、越南永弘、越南宏福，并开展贸易业务
香港利志	持股越南百捷(下有越南卓岳、越南威霖，开展贸易业务；持股香港耀丰(下有台湾耀丰)、香港伟得(下有台湾伟得)
香港裕福	持股缅甸世川
香港时欣	持股多米尼加工厂(50%)
香港毅汇	贸易公司，对应中山精美/华利/腾星
香港冠启	贸易公司，对应中山志捷
香港伟天	为中国香港地区公司提供行政管理服务
香港浩然	投资控股公司，在越南设立越南总部
香港耀丰	控股公司，持股台湾耀丰
台湾耀丰、台湾伟得	中国台湾地区部分采购
香港 Prime、香港扬盟、香港新耀	贸易
香港伟得	控股公司，持股台湾伟得
香港英雄心、香港佳达、香港耀望	鞋类贸易
越南(弘邦、宏美、正川、上杰、永正、邦威、跃升、亚欣、立川、永弘、宏福、百捷、卓岳、威霖、弘欣、永山、华利、峻宏、永欣、浞懋、PMT、永川、冠宏)、多米尼加上杰、缅甸世川、印度尼西亚(世川、宇欣、宇川)	制鞋工厂

资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

### 1.3 公司复盘：营业收入稳健增长，费用率控制良好

华利集团成立至今，完成了从初创企业到成为全球领先运动鞋制造商的转变，从中国台湾到大陆开设工厂，到北越投资建厂，产能布局日臻完善，其业务遍及多个国家和地区，具备较强的经营韧性与发展的稳定性。

**1995-2003 年：公司初创与业务扩展期。**1995 年，公司与 Converse 合作，标志其进入国际品牌的合作领域；2001 年，开始与 UGG 合作，扩大其国际品牌的合作范围；2003 年，随 Converse 的快速成长，公司的硫化鞋出货量快速增加，成为硫化鞋的制造商龙头。这一阶段华利集团通过与国际知名品牌的合作，逐步建立起其在全球鞋类制造行业中的声誉。

**2004-2016 年：业务链完善与产能扩张期。**2004 年，与 Vans 合作，成立模具工厂，逐步完善制鞋的业务链；2005 年，越南正川成立，确立业务链转移策略，将制鞋工厂逐步向越南转移；2006 年，越南邦威成立；2008 年，越南上杰成立，并成为 Vans 专制工厂，越南跃升成立；2009 年，中山志捷成立，作为集团的开发中心与管理总部；2010 年，越南宏美、越南弘邦等多个工厂在越南成立，集团在越南的制造基地快速扩张；2011 年，与 Hoka One One 开始合作；2012 年，与 Nike 开始合作，越南弘邦成为 Nike 专制工厂，设立 Nike 开发中心；2013 年，与 Puma 合作；2014 年，在多米尼加投资工厂；2016 年，出货量突破 1 亿双。该阶段，华利集团加速全球扩张步伐，明确其业务链转移策略，重点在越南扩展其制鞋工厂，建立海外工厂提升生产能力，与更多国际品牌的合作以实现业务多样化。

**2017 年至今：业务转型与产能突破期。**2017 年，成立飞织鞋面专业制造厂中山腾星，集团成为少数同时拥有鞋底厂、模具厂与飞织鞋面厂等全业务链的制鞋厂之一；2018 年，与 Under Armour 开始合作；2019 年，出货量突破 1.8 亿双；2021 年，华利集团在深圳证券交易所创业板上市，并实现出货量 2 亿双的突破。该阶段，华利集团继续扩大全球生产基地和品牌合作网络，在技术创新方面取得重大进展，如投资 VR 设计系统和 3D 打印设备，强化全球领先运动鞋制造商地位。

图2：公司发展历程

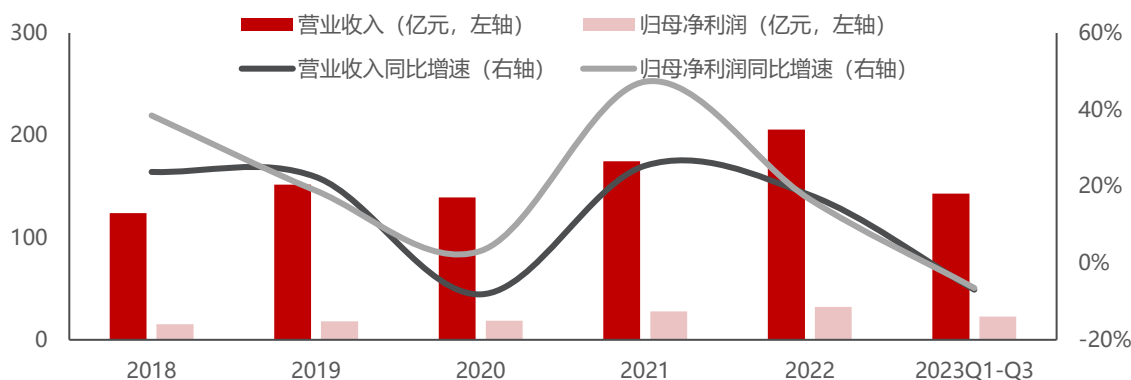


资料来源：公司官网，民生证券研究院



**公司营业收入稳健增长，归母净利润增速较快。**2018-2022年，公司的营业收入整体呈增长趋势，4年CAGR为13.5%，归母净利润由2018年15.32亿元增至2022年的32.28亿元，4年CAGR为20.5%。近些来营业收入增长主要系中山腾星建立，拓展了飞织鞋面业务，并与多个国际大牌持续开展合作，产量与出货量稳定且不断增加。2021年，公司营收同比+25.40%，归母净利润同比+47.34%，主要系全球运动鞋消费需求强劲及公司积极推进与新品牌的合作，实现量产出货；2022年，终端需求延续稳健增长，因部分运动品牌产品库存走高，22H2通过调整制造商库存等方式降低库存，对公司订单产生部分影响，2022年公司营收同比+17.74%，归母净利润同比+16.63%。1-3Q23，运动品牌库存调整仍需时间，公司实现营收143.08亿元，同比-6.93%，实现归母净利润22.87亿元，同比-6.48%。

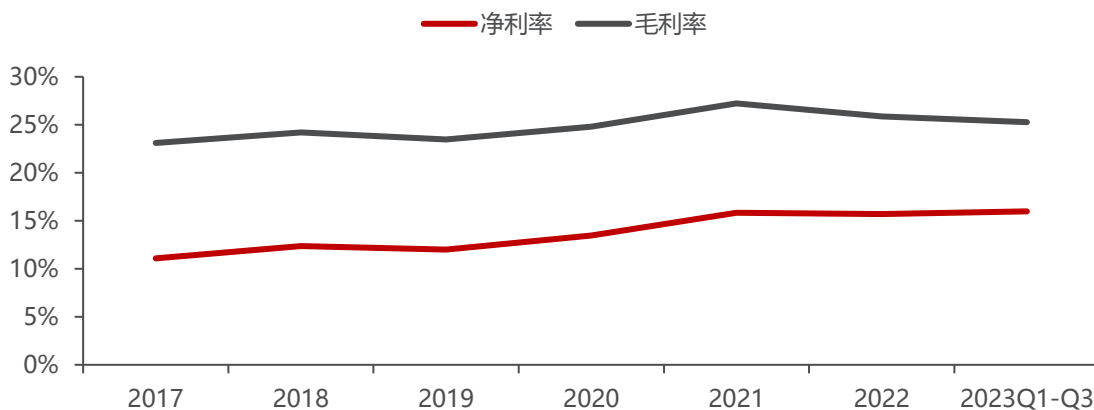
**图3：2018年-2023Q1-Q3 营业收入与归母净利润及同比增速**



资料来源：iFinD，民生证券研究院

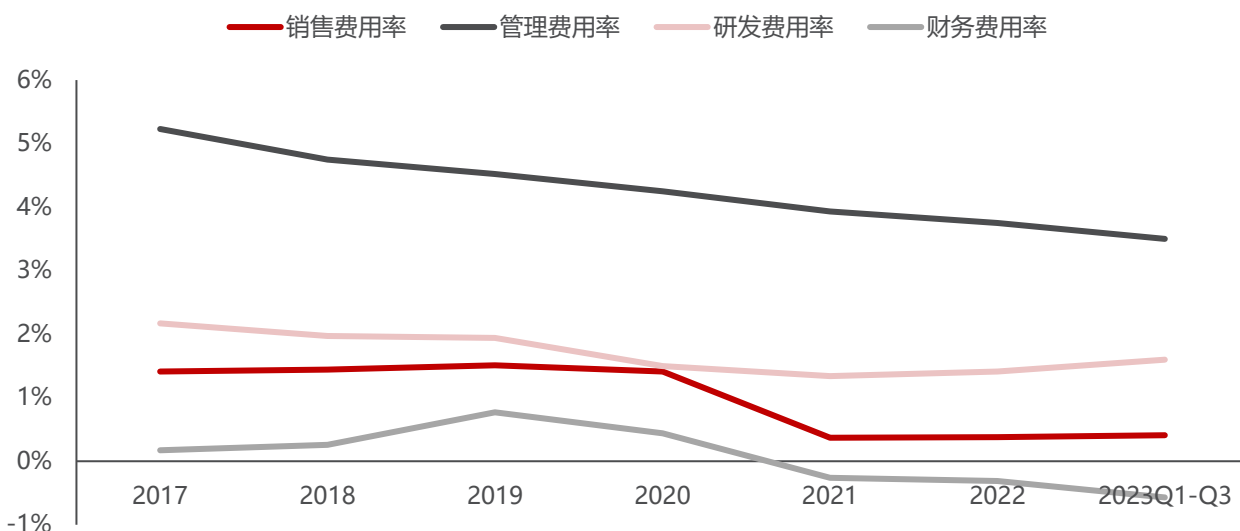
**毛利率、净利率端均呈现持续上行。**随着公司继续扩大其全球生产基地和品牌合作网络，带动毛利率增长，毛利率由2017年的23.11%增至1-3Q23的25.27%；主要系公司与多品牌保持深度与稳定的合作关系，同时受规模效应影响，管理费用、销售费用等进一步摊薄，净利率由2017年的11.09%增至1-3Q23的15.98%。

**图4：2017年-2023Q1-Q3 公司毛利率和净利率情况**



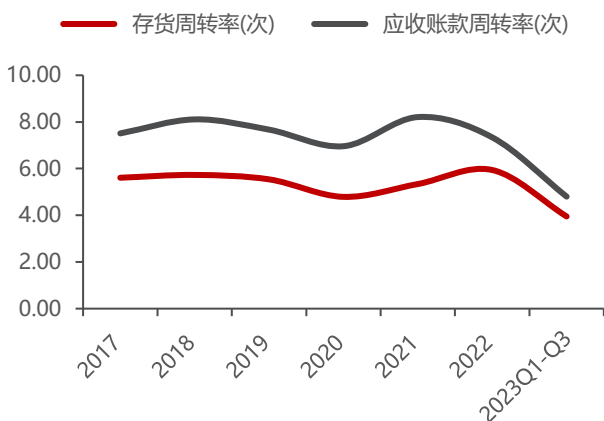
资料来源：iFinD，民生证券研究院

近年来,公司费用控制情况良好。公司与多个国际知名运动品牌保持深入稳定的合作关系,销售费用率处于较低水平,近年来均在 1.5%以下;随公司技术创新方面取得进展,如投资 VR 设计系统和 3D 打印设备,研发费用率维持稳定增长;管理费用率自 2018 年来逐年下降,公司整体运营能力向好;2021 年以来,公司的财务费用均为负值,表明公司现金管理良好。

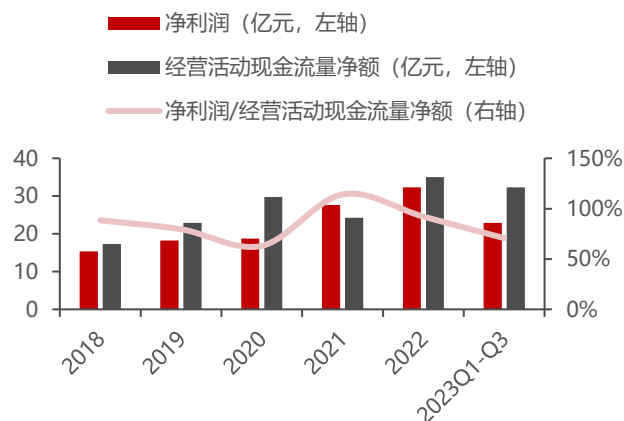
**图5: 2017 年-2023 年前三季度各费率情况**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

公司整体运营维持良性。2017 年-2023Q1-Q3, 公司存货周转率与应收账款周转率维持在稳定区间, 公司存货周转率基本维持在 5 次以上, 应收账款周转率维持在 7 次以上。2018 年-2023Q1-Q3, 经营活动产生的现金流量净额从 12.35 亿元增至 32.32 亿元, 净利润整体呈现持续上升, 净现比维持整体向上趋势。

**图6: 2017-2023Q1-Q3 存货与应收账款周转率 (次)**


资料来源: iFinD, 民生证券研究院

**图7: 2018 年-2023Q1-Q3 公司净利润、经营活动现金流净额及占比情况**


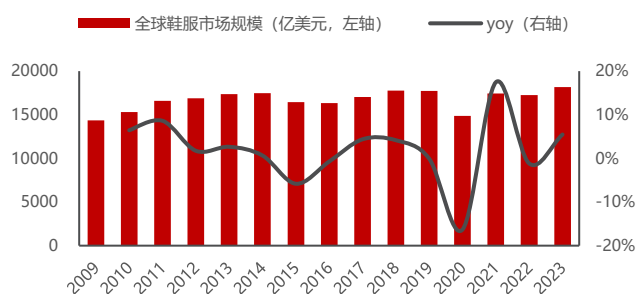
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

## 2 运动鞋服制造业：需求稳健，专业化分工趋势

### 2.1 市场现状：运动鞋服的市场空间广阔，品牌集中度较高

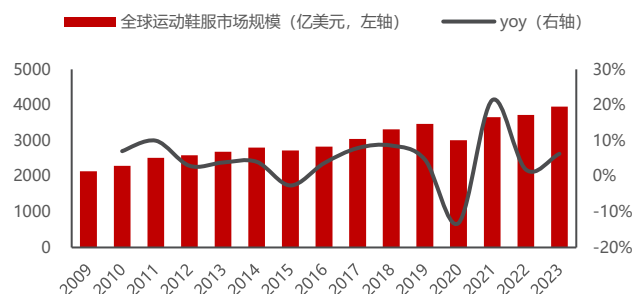
2009-2023 年，全球运动鞋服市场规模稳步提升。随消费者健康意识增强，体育运动参与人数增加，运动鞋服消费频次不断提升；户外运动、冰雪运动等新兴体育运动市场的发展带动对运动鞋服细分品类的需求提升。据欧睿数据，全球运动鞋服市场规模由 2009 年 2138 亿美元增至 2023 年 3957 亿美元，期间 CAGR 达 4.5%，高于全球鞋服行业市场规模 CAGR 为 1.7%。

图8：全球鞋服市场规模及增速



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院（注：数据截至 23 年 12 月末）

图9：全球运动鞋服市场规模及增速



资料来源：欧睿数据，民生证券研究院（注：数据截至 23 年 12 月末）

运动鞋服行业的品牌集中度较高，且呈现稳步提升。2014-2022 年，全球运动鞋服市场的主要份额由 Nike、adidas、Puma、Skechers 等知名企业占据，Nike 的市场占有率稳中有升，由 2014 年的 13.8% 增至 2023 年的 15.8%。此外，据欧睿数据统计，全球运动鞋服市场的集中度在逐年提升，CR5 的市场占有率由 2014 年的 27.8% 增长至 2023 年的 31.2%，CR10 也由 32.9% 增至 39.0%。

表8：2014-2023 年全球运动鞋服品牌市占率 (%)

品牌名称	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Nike	13.8	14.8	15.0	14.5	14.4	14.6	15.2	14.9	15.1	15.8
adidas	8.8	8.9	9.8	10.2	10.3	10.1	10.0	9.6	8.9	8.2
Puma	-	-	-	-	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.6
Skechers	1.4	1.7	1.9	2.0	2.1	2.2	2.4	2.5	2.5	2.4
lululemon	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9	1.1	1.3	1.6	2.0	2.2
Under Armour	1.8	2.3	2.6	2.4	2.4	2.3	2.2	2.3	2.3	2.1
New Balance	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5
The North Face	1.6	1.6	1.4	1.3	1.4	1.3	1.3	1.2	1.3	1.4
Anta	0.6	0.8	0.8	0.9	1.1	1.2	1.3	1.5	1.5	1.4
Li-Ning	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0	1.4	1.4	1.4
Jordan	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
Asics	1.8	1.8	1.8	1.7	1.5	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
Vans	1.1	1.2	1.3	1.4	1.6	1.7	1.5	1.5	1.3	1.2
CR5	27.8	29.5	31.1	30.8	31.2	31.3	32.0	31.7	31.3	31.2
CR10	32.9	35.4	37.0	36.7	38.2	38.2	38.8	39.0	38.9	39.0

资料来源：欧睿数据，民生证券研究院（注：数据截至 23 年 12 月末）

## 2.2 经营模式：品牌运营与制造分离，专业化分工趋势明显

运动鞋履行业经营模式特点突出，其经营模式主要分为三大类。

**1) 品牌运营与制造分离模式：**品牌方主要负责品牌建设、产品设计和营销，而将制造工作外包给专业鞋履制造商。制造商则专注于产品的开发、设计和制造，提供材料选择、性能和款式建议，保证产品质量和稳定交付。

**2) 品牌运营与制造一体模式：**这种模式下的企业既负责品牌运营和产品设计，也自行制造产品。品牌对产品质量有更高控制力，能更直接地管理生产流程和成本，采用这种模式的企业例如贵人鸟和万里马。

**3) 混合模式：**一些企业同时采用上述两种模式，一些产品线自行生产，而其他产品线则采取外包的形式。例如安踏体育、特步等，以及主要采用品牌运营与制造一体模式的贵人鸟和万里马，也会部分将部分鞋履制造业务外包。

**全球知名的运动鞋履品牌大多采用品牌运营与制造分离的模式。**采用品牌运营与制造分离的模式可以使品牌商集中精力在品牌建设和市场推广，品牌控制力较强，而在生产制造环节选择多个供应商进行生产。在全球运动鞋履产业链的专业化分工下，Nike、Adidas、VF、Under Armour、Puma、Columbia、Deckers等主要鞋履品牌运营企业，以及全球主要运动鞋履制造企业裕元集团、丰泰企业等均为该种模式的代表企业，华利集团亦采取此类发展模式，近年来得到了快速发展。

**表9：运动鞋履行业运营模式**

经营模式	主要特点	代表企业
品牌运营与制造分离	品牌方主要负责品牌建设、产品设计与营销，而将制造工作外包给专业鞋履制造商。	Nike、Adidas、VF、Under Armour、Puma、Columbia、Deckers
品牌运营与制造一体	企业既负责品牌运营和产品设计，也自行制造产品。	贵人鸟、千里马
混合模式	企业的一些产品线自行生产，而其他产品线采取外包的形式。	安踏体育、特步

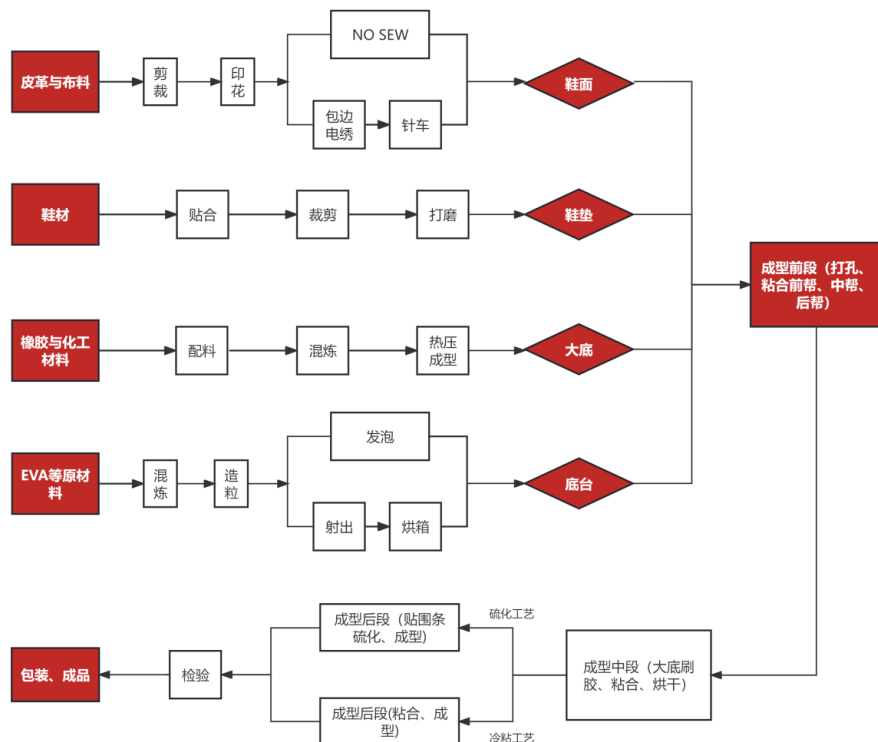
资料来源：招股说明书，民生证券研究院

**运动鞋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主流模式。**

运动鞋履生产工序包含超 180 个详细的生产工序，涵盖从原材料处理到最终产品完成的多阶段。这些工序包括原材料的加工、裁切、印花、针车等制作鞋面的步骤，以及制作鞋垫和底部的贴合、裁剪、打磨工序。此外还有使用橡胶和化工原料制作底台和大底的步骤。所有这些部分准备好之后，需要通过粘合、烘干、冷粘或硫化等后序成型生产过程才能成为最终的产品。这一系列的步骤要求严格的质量控制和时间管理，以确保最终产品符合品牌的标准和市场需求。制造分离模式使品牌能够通过选择最优质的制造伙伴，实现效益的最大化。



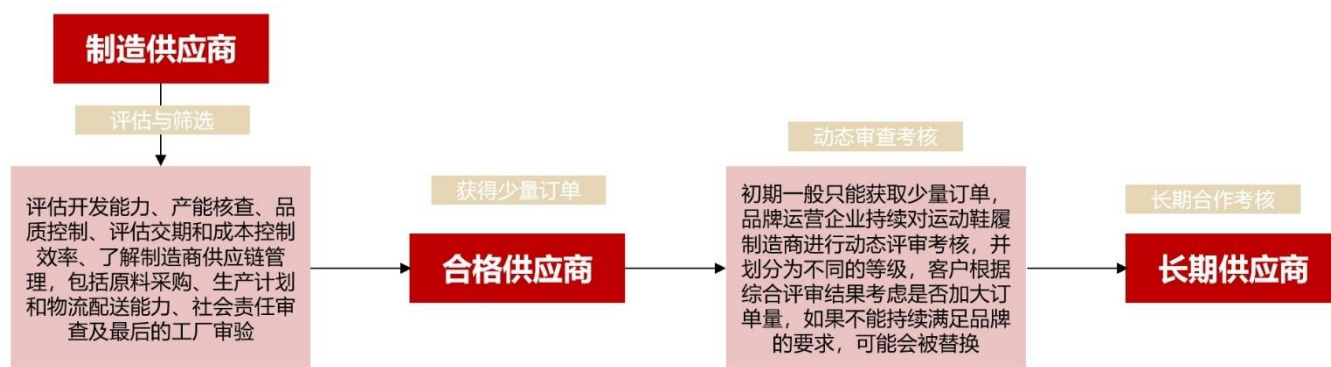
图10：运动鞋生产加工流程图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

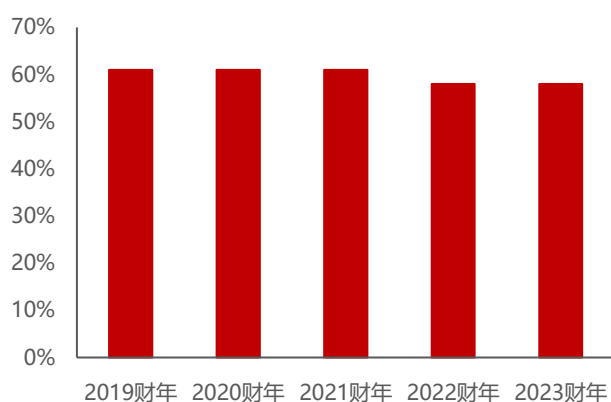
**头部品牌对制造供应商的筛选流程严苛。**评估与筛选标准具体包括：评估开发能力、产能核查、品质控制、评估交期和成本控制效率、了解制造商供应链管理，包括原料采购、生产计划和物流配送能力、社会责任审查及最后的工厂审验。运动鞋履制造商在成为合格供应商后，初期一般只能获取少量订单，品牌运营企业持续对运动鞋履制造商进行动态评审考核，并划分为不同的等级，客户根据综合评审结果考虑是否加大订单量，如果不能持续满足品牌的要求，可能会被替换。经过长时间的合作考察后，才可能成为客户的核心供应商。

图11：品牌考核流程

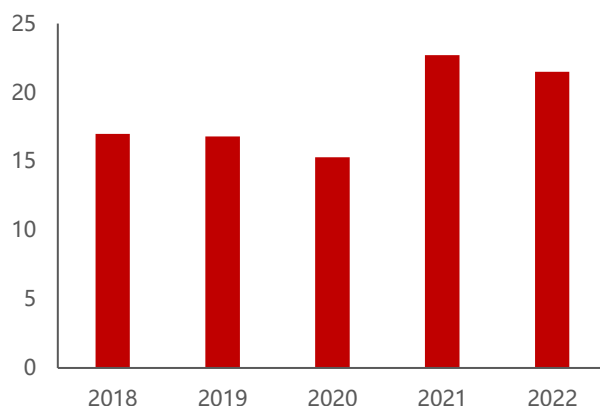


资料来源：公司公告，民生证券研究院绘制

**头部品牌的供应商相对聚焦且稳定性强。**据 Nike 2023 财年财报，公司合作 123 家鞋履制造厂商，前四家供应商均产出大于 10% 的鞋履生产量，合计占比 58%。根据 Adidas 公告，2022 年，公司合作了 117 名独立生产制造商，其拥有 259 个制造工厂，Adidas 与各独立生产制造商伙伴建立了长期的合作关系，72% 的合作伙伴超过 10 年，而 37% 的合作伙伴已超过 20 年，鞋履独立供应商的平均合作年限为 21.5 年。头部企业倾向实施精简供应商的策略，并与优质供应商形成长期稳定的合作，进一步说明头部品牌供应商具备较强的客户粘性。

**图12: Nike 品牌前四大鞋类供应商产量占比**


资料来源: Nike 公告, 民生证券研究院

**图13: Adidas 核心鞋类供应商平均合作年限 (年)**


资料来源: Adidas 公告, 民生证券研究院

## 2.3 发展趋势: 由量增向量价齐增, 向专业化分工方向发展

### 1) 品牌发展趋势看: 长期看行业增长持续向上, 短期去库存进展呈现分化

**长期角度, 全球运动鞋服的市场规模将延续增长趋势, 向高质量和高价值方向发展。**据欧睿数据, 2023-2028 年, 全球运动鞋服市场规模的 CAGR 预计为 6.6%, 2025 年, 全球运动鞋服市场规模将达 4511.82 亿美元。一方面, 受益于运动鞋服渗透率不断提升拉动量增, 另一方面, 在于终端消费者对运动鞋履功能、舒适度、审美和时尚的追求不断提升, 推动产品结构变化, 拉动运动鞋履单价提升, 驱动鞋履企业收入增长。

**表10: 全球鞋服与运动鞋服市场规模及预测值**

单位: 亿美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全球鞋服市场规模	17446.6	17242.3	18187.4	19165.0	20179.8	21293.4	22407.1	23541.2
yoy	17.5%	-1.2%	5.5%	5.4%	5.3%	5.5%	5.2%	5.1%
全球运动鞋服市场规模	3653.42	3722.14	3956.58	4220.27	4511.82	4808.50	5121.23	5441.10
yoy	21.3%	1.9%	6.3%	6.7%	6.9%	6.6%	6.5%	6.2%

资料来源: 欧睿数据, 民生证券研究院

据欧睿数据,2023年,全球运动鞋服的品牌市占率CR5与CR10增至31.2%与39.0%,头部品牌集中度仍将保持提升趋势。2023年,全球运动鞋服市场前五大品牌为Nike、Adidas、Puma、Skechers与lululemon,市占率分别为15.8%、8.2%、2.6%、2.4%与2.2%。因头部运动品牌具备较强的知名度与消费者认可度,且其产品创新能力较强、开发设计投入较多,可以快速满足终端消费者对于功能、设计、舒适度等多方位的需求,有望抢占更多市场份额。

短期角度,2018-2022年,主要运动品牌的库存水平呈现不同程度上升趋势,2023年开始,部分品牌呈现去库存进展良好。全球运动品牌头部企业Nike库存金额明显增长,从18Q4的56.22亿美元增至22Q1的96.62亿美元;2022年末,Adidas、Puma、VF库存金额同比增长率均在40%以上。而23Q1和23Q2,受终端消费需求推动,部分品牌去库存调整,库存金额同比降速同时存货周转率提升,其中Nike库存金额分别同比-10.0%/-14.4%、存货周转率提至3.4次/3.6次。

品牌方去库存节奏存在转好趋势,制造企业的订单有望逐步修复。

表11: 各品牌单季度营收同比增速

品牌	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
Nike	7%	10%	5%	-38%	-1%	9%	3%	96%	16%	1%	5%	-1%	4%	17%	14%	5%	2%	1%
Adidas	-3%	2%	2%	9%	-27%	-40%	-7%	-4%	28%	60%	2%	-7%	-5%	-3%	-6%	-5%	-3%	0%
VF	-4%	-1%	-2%	25%	-48%	-18%	-6%	23%	104%	23%	22%	9%	3%	-4%	-3%	-3%	-8%	-2%
Puma	6%	14%	12%	18%	-4%	-33%	15%	12%	27%	101%	18%	8%	17%	11%	5%	17%	12%	11%

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

表12: 各品牌单季度存货情况及变动

品牌	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
期末存货 (百万美元)																		
Nike	5835	6199	5807	7367	6705	6090	6693	6854	6699	6506	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979
Adidas	3687	4073	4009	4584	4763	5867	5491	5379	4622	4807	4247	4559	5046	5732	6192	6384	6166	6048
VF	1665	1891	1565	1294	1403	1435	1076	1062	1217	1465	1287	1419	2341	2750	2592	2293	2787	2481
Puma	1019	1210	1244	1246	1242	1451	1435	1392	1437	1647	1581	1697	1798	2074	2305	2399	2333	2343
存货同比增速																		
Nike	12%	15%	7%	31%	15%	-2%	15%	-7%	0%	7%	15%	23%	44%	43%	16%	0%	-10%	-14%
Adidas	-7%	2%	7%	16%	29%	44%	37%	17%	-3%	-18%	-23%	-15%	9%	19%	46%	40%	22%	6%
VF	-16%	-16%	-16%	10%	-16%	-24%	-31%	-18%	-13%	2%	20%	34%	92%	88%	101%	62%	19%	-10%
Puma	9%	16%	21%	19%	22%	20%	15%	12%	16%	14%	10%	22%	25%	26%	46%	41%	30%	13%
存货周转率																		
Nike	4.00	3.80	3.80	2.40	3.30	4.00	3.50	3.90	3.90	3.70	3.30	3.30	3.10	3.20	3.10	3.30	3.40	3.60
Adidas	3.20	3.00	3.40	3.10	2.10	1.40	2.20	2.30	2.40	2.40	3.00	2.70	2.50	2.20	2.20	2.00	2.00	1.90
VF	2.50	3.30	3.10	2.70	1.50	3.60	4.30	4.50	3.40	4.40	4.60	4.00	2.20	2.40	2.40	2.30	1.60	2.20
Puma	3.00	2.50	2.70	2.80	2.40	1.50	2.70	2.70	2.70	2.60	2.90	2.60	2.60	2.40	2.30	2.10	2.10	2.20
存货周转天数																		
Nike	91	96	96	152	111	91	104	94	94	99	111	111	118	114	118	111	107	101
Adidas	114	122	107	118	174	261	166	159	152	152	122	135	146	166	166	183	183	192
VF	146	111	118	135	243	101	85	81	107	83	79	91	166	152	152	159	228	166
Puma	122	146	135	130	152	243	135	135	135	140	126	140	140	152	159	174	174	166

资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

2) 从鞋履制造企业的发展趋势看: 运动品牌的上游供应商市场份额更为聚焦, 品牌商与供应商关系紧密。

为保证产品质量可靠及降低经营成本, 头部品牌与供应商形成稳定的合作关系, 核心供应商市场份额更加集中。2018-2023 财年, Nike 的鞋类供应商工厂数量先增后降, 2023 财年为 123 家; Adidas 合作供应商的制造工厂数量由 2018 年的 289 家降至 2022 年的 259 家, 核心供应商的市场份额更加聚焦。未来来看, 功能性鞋型的产品发展趋势也让拥有较强设计与生产能力的鞋履制造企业有望获得更多市场份额。

**表13: 品牌制造工厂数量 (家)**

品牌	2018 财年	2019 财年	2020 财年	2021 财年	2022 财年	2023 财年
鞋类制造工厂数量 (家)						
Nike	112	122	191	120	120	123
制造工厂数量 (家)						
Adidas	289	336	277	234	259	

资料来源: Nike、Adidas 财报, 民生证券研究院

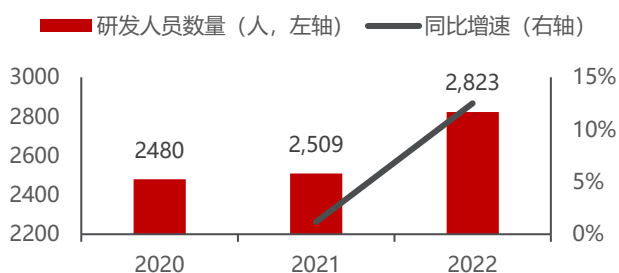


### 3 核心竞争力: 生产研发能力突出, 产能扩张与单价提升提供增量

#### 3.1 管理团队经验丰富, 生产研发能力突出

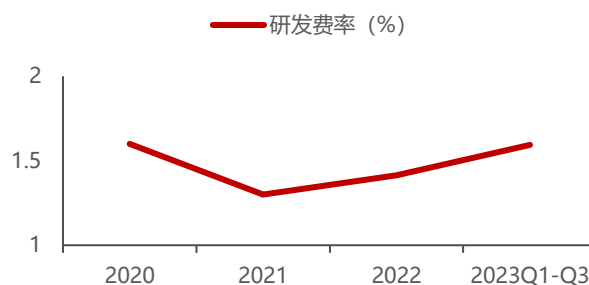
管理团队具备深厚的鞋履制造领域经验, 拥有具备较强开发设计能力的团队。公司创始人张聪渊和其他管理层在品牌贸易、货代、制鞋工厂等多个相关领域拥有超过 50 年的经验, 二代子女在公司董事会中担任重要职务, 为顺利的接班过渡提供了坚实的基础, 家族管理架构的稳定性有助于保持企业的连续性和稳定性。此外, 公司核心管理团队稳定, 大多数核心管理层成员拥有几十年的从业经验, 据招股说明书, 超过 800 名生产管理人员在公司工作已超过 10 年。同时, 公司拥有具备较强开发设计能力的团队, 截至 2022 年, 公司研发人员达 2823 人, 占比 1.82%, 研发费率保持稳步提升, 2023Q1-Q3 研发费率为 1.6%。

图14: 2020-2022 年研发人员数量及变动



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

图15: 2020-2023Q1-Q3 公司研发费率



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

得益于其对研发的高度重视, 公司生产工艺先进, 自动化程度高。公司是行业内少数能从产品开发设计、模具、鞋面、鞋底到成品实现全流程完整制造的厂商。通过提升研发及自动化水平, 形成“强开发+高人效+快交付”ODM 代工服务模式, 在产品开发设计、生产制造过程中不断融合自动化技术、新材料技术等创新技术。对工艺、工序做分解, 在适合标准化的工序上提升自动化率, 比如在鞋底的生产、鞋面的裁切、缝纫等环节, 通过定制化设备、夹制具的改进等, 提升自动化水平, 从而提升生产效率。在开发设计及生产过程中不断加大自动化投入, 外购通用自动化设备、自主开发或定制自动化设备, 有效提升制鞋质量及减少用工量。公司拥有完善的供应链体系、出色的开发设计能力、成熟的生产流程及技术娴熟的生产人员, 准时交货率保持行业领先水平, 产品合格率高达 99.995%、客户满意度均值为 99%。

表14: 2020-2022 年集团的年度产出总数及合格率

年份	总生产数 (亿双)	合格率
2020	1.6	99.996%
2021	2.1	99.992%
2022	2.2	99.996%
合计	5.9	99.995%

资料来源: 华利集团环境、社会和治理报告, 民生证券研究院

**表15：公司技术工艺及所处阶段**

类型	技术工艺	说明	技术所处阶段
模具技术	一种具有自动合模装置的鞋模	充分利用设置的开闭器、顶杆，开合模直上直下的原理，使左右脚模仁自动打开，增强各型体的模具通用性，大幅降低不良率并提高 10%以上产能	大规模批量生产
	一种具有模内加温冷却的鞋底模具	活动块更换便捷，可共享多个鞋底型体；与传统模具的机台上下加温冷却相比，此模具模内植入加热冷却系统，可减少成型时间，提高 30%的产能	大规模批量生产
	一种全自动片材料送料断料机	通过固定装置自动传送物料，机器自动切割材料，比传统裁断机器手动送料提高 5 倍以上的效率	大规模批量生产
制程技术	一种数码冲孔制程工艺	利用自动化数码冲孔机器，配合 CAD 电脑绘图指令，最高每分钟可冲裁 600 次，可一次完成多种图案，大幅提高生产效率，且保证了产品品质的一致性	大规模批量生产
	一种数码电脑打印工艺	可自动印刷，同时本身机台也自带印刷后红外线烘干功能，其自动化的创新大幅降低了传统网印的高人力需求，提高了效率并减少 50%的人力成本	大规模批量生产
	自制夹具，鞋面电脑针车	通过 CAD 绘图自制夹具用电脑车操作鞋面，省去印刷定位流程，鞋面针车准确精细，针距/边距优于人工针车，提高平均 100%以上效率，节省 80%以上人工	大规模批量生产
鞋底技术	一种橡胶射出底台之工艺	利用研发特殊钢材及 CNC 加工精密切刀口之模具，配合射出机器结构可一次多双成型，打破传统一膜一双及人工修边之制程，可节省人工并提升 50%以上效率	大规模批量生产

资料来源：公司公告，招股说明书，民生证券研究院

### 3.2 产能布局合理，规模化下成本优势明显

**公司充分利用地理位置优势，产能布局最大化控制成本。**公司的生产经营主体分布于广东中山、越南、中国香港、中国台湾、多米尼加、缅甸、印度尼西亚等地，子公司按照各自区位优势 and 职能，共同构成了公司“以中山为管理及开发设计中心，以中国香港、中山为贸易中心，以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心”的业务布局。鞋履制造行业属于劳动密集型产业，人力成本作为主要生产成成本之一，2019 年，直接人工成本在公司的营业成本中占比 25%左右，公司制鞋工厂主要设于越南等人力成本较低的国家 and 地区，充分利用当地较低的工资水平及税收优惠，如越南政府特别鼓励投资项目所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年；对于投资额达到 3 亿美元或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3000 个以上的企业，越南政府给予所得税“四免九减半”的特殊优惠。

**表16：公司生产经营主体分布**

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

资料来源：招股说明书，民生证券研究院

大规模采购、规模化生产与规模化经营实现降本增效。

**1) 公司的期间费用控制能力突出，销售费率与管理费率的摊薄趋势明显：**

2017-2020 年，公司的销售费用，主要的组成部分为工资及福利与运输费，分别占营收比例在 0.35%-0.36%与 0.45%-0.50%的范围内。2021 年，销售费率明显下行主要因工资及福利同比缩减以及运输费作为营业成本不再计入销售费用。2017-2023H1，管理费用中主要构成为工资及福利，其占营收比例不断缩减，主要与公司所处的地域具备人力成本优势，成本控制能力更为高效有关。

**表17：销售费用明细（万元）及占营收比例（%）**

销售费用 (万元)	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023H1	
	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)
工资及福利	3471.27	0.35	4266.04	0.34	5355.98	0.35	4949.35	0.36	4812.12	0.28	6269.36	0.30	3414.81	0.37
运输费	4625.01	0.46	5628.16	0.45	7614.50	0.50	6439.25	0.46	-	-	-	-	-	-
业务招待费	769.84	0.08	1,083.40	0.09	932.70	0.06	676.79	0.05	975.82	0.06	902.36	0.04	281.01	0.03
其他	5198.72	0.52	6886.81	0.56	9029.55	0.6	7526.49	0.54	684.88	0.04	567.38	0.03	304.35	0.03
合计	14064.84	1.41	17864.41	1.44	22932.73	1.51	19591.88	1.41	6472.82	0.37	7739.10	0.38	4000.17	0.43

资料来源：iFinD，民生证券研究院

**表18：管理费用明细（万元）及占营收比例（%）**

管理费用 (万元)	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023H1	
	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)	金额	占营收 (%)
工资及福利	35252.28	3.52	40513.17	3.27	45591.03	3.01	40969.75	2.94	49731.28	2.85	52903.59	2.57	15198.63	1.65
办公费	3080.49	0.31	3090.24	0.25	3361.61	0.22	2775.29	0.20	3123.28	0.18	3448.33	0.17	1761.21	0.19
差旅费	2487.12	0.25	2487.15	0.20	3372.38	0.22	1714.42	0.12	1493.56	0.09	2267.12	0.11	1327.52	0.14
车船费	834.78	0.08	955.33	0.08	1192.24	0.08	694.95	0.05	752.21	0.04	1371.36	0.07	656.01	0.07
折旧与摊销	2260.47	0.23	2982.22	0.24	3628.06	0.24	4089.18	0.29	4736.39	0.27	6905.56	0.34	4279.98	0.46
业务招待费	2452.41	0.25	2375.13	0.19	2176.68	0.14	1052.41	0.08	989.87	0.06	1543.22	0.08	553.78	0.06
中介服务费	444.92	0.04	798.69	0.06	1399.69	0.09	1347.85	0.10	1370.72	0.08	1321.96	0.06	878.32	0.10
水电费	1079.44	0.11	1209.77	0.10	1235.84	0.08	900.89	0.06	721.49	0.04	1005.19	0.05	511.48	0.06
其他	2854.77	0.29	2799.42	0.23	3610.38	0.24	3068.69	0.22	3211.86	0.18	3418.12	0.17	1526.14	0.17
特殊科目	1591.67	0.16	1653.17	0.13	3045.46	0.20	2634.48	0.19	2477.38	0.14	3019.76	0.15	1176.75	0.13
合计	52338.33	5.23	58864.28	4.75	68613.39	4.52	59247.91	4.25	68608.05	3.93	77204.20	3.75	27869.82	3.03

资料来源：iFinD，民生证券研究院

**与同行业对比销售费率、管理费率：1) 对比裕元集团：**裕元集团的收入结构与公司存在差异，据裕元集团 2023 年三季报，其鞋履制造业务收入占比 58.4%，而零售销售业务占营收比重达 58.4%，此外，截至 2022 年末，在大中华区设有 4093 家直营零售店铺及 3200 家加盟店铺，线下门店的经营成本及员工薪酬高于公司所在的越南北部地区，公司主要为鞋履制造业务，销售人员配置以及运营成本开支低于多门店、线上线下同时经营的运营用品零售业务，故销售费率与管理费率

低于裕元集团。**2) 对比钰齐国际:**钰齐国际以户外鞋为主,鞋型更为多元,客户集中度相对低,需要配置更多管理经营和销售拓展人员,故薪酬支出也相对更大,此外,2023Q1-Q3,钰齐国际实现营业收入 29.90 亿元,公司营收 143.09 亿元,更具规模效应优势,故销售费率与管理费率水平更低;**3) 对比丰泰企业:**主要系公司的主要工厂分布在越南北部地区,而丰泰企业的主要工厂布局在工资水平更高的越南南部地区,且丰泰企业涵盖各类运动鞋、休闲鞋、直排轮滑鞋、冰刀鞋、滑雪板靴等鞋款,更多经营品类需配置更多人员,经营管理方面的支出也相应较多。

**表19: 可比公司销售费用率与管理费用率**

企业	财务指标	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1-Q3
丰泰企业	销售费用率+ 管理费用率	9.56%	9.64%	9.58%	9.96%	10.01%	9.39%	9.96%
钰齐国际	销售费用率	1.90%	1.81%	1.68%				
	管理费用率	5.86%	6.67%	5.54%				
	销售费用率+ 管理费用率	7.76%	8.48%	7.22%	8.30%	7.30%	6.23%	6.94%
裕元集团	销售费用率	10.72%	11.82%	11.94%	12.78%	13.94%	11.02%	11.37%
	管理费用率	6.91%	6.71%	6.67%	6.47%	7.17%	6.79%	7.04%
	销售费用率+ 管理费用率	17.63%	18.53%	18.61%	19.25%	21.11%	17.81%	18.41%
华利集团	销售费用率	1.41%	1.44%	1.51%	1.41%	0.37%	0.38%	0.41%
	管理费用率	5.23%	4.75%	4.52%	4.25%	3.93%	3.75%	3.50%
	销售费用率+ 管理费用率	6.63%	6.19%	6.04%	5.66%	4.30%	4.13%	3.91%

资料来源: iFinD, 公司公告, 招股说明书, 民生证券研究院

## 2) 公司生产鞋履的人均产量处于较高水平, 并呈现提升趋势。

**人均产量逐年提升, 人效呈上升趋势。**采用总产量与生产人员数量计算逐年生产人员的平均鞋履生产产量。华利集团单位生产人员的平均鞋履产量逐年提升, 体现在公司的人效利用效率呈逐年上升趋势。

**表20: 华利集团人均产量**

	2018	2019	2020	2021	2022
生产人员数量 (人)	-	128551	-	145451	149091
产量 (万双)	16707	18562	-	20957	21685
人均产量 (双/人)	-	1443.90	-	1440.83	1454.48

资料来源: 招股说明书, 公司公告, 民生证券研究院

## 3.3 客户结构同时具备稳定性与多元化

**公司采取优质大客户策略, 主要客户的市场份额大部分处于行业的全球前十, 与主要客户保持着长期稳定的合作关系。**公司是 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour 公司的鞋履产品的主要供应商, 是 Converse、UGG、



Vans、Puma、Columbia、HOKA ONE ONE、Cole Haan 等全球知名品牌的鞋履产品的最大供应商。公司合作的客户为全球知名品牌，客户资源优势突出，与主要的客户有长期的合作时间，获得客户的高度认可，**因此公司的客户合作关系稳定、订单稳定、回款稳定、利润水平稳定，并带动公司综合竞争力提升。**

**表21：公司合作品牌情况**

客户名称	品牌	标识	介绍	公司开始合作时间/合作年限
Nike	Nike		主要包括运动鞋类、运动服装、运动器材等	2012年
	Converse		帆布鞋品牌，定位复古、流行与环保	1995年
VF	Vans		定位极限运动潮牌，鞋类主要包括滑板鞋、帆布鞋	2004年
Deckers	UGG		专注高端时尚休闲生活方式的品牌，产品涉及鞋履、服饰、配饰等	2001年
	HOKA ONE ONE		专注高端专业跑鞋	2011年
	Teva		品牌定位世界户外运动专业人士	超10年
Puma	Puma		提供专业运动装备，涉及跑步、足球、高尔夫及赛车领域	2013年
Columbia	Columbia		包括休闲户外服装、户外鞋等	超10年
Under Armour	Under Armour		定位高端和专业的运动装备	2018年

资料来源：招股说明书，公司官网，民生证券研究院

**与同行业对比，公司的竞争优势体现在：**

**1) 客户结构多元，不会对单一客户产生重大依赖，具备较强稳定性。**

与丰泰企业对比，华利集团客户结构更为多元，更具发展韧性。以丰泰为例，2018-2022年，据其公司公告，Nike 占其销售金额的比例在 84%-89%，稳居第一大客户，因此公司的订单量、销售收入高度依赖于 Nike。**而华利集团的客户结构多元，不会对单一客户产生重大依赖，发展韧性更强。**

**表22：丰泰企业向 Nike 销货金额及占比**

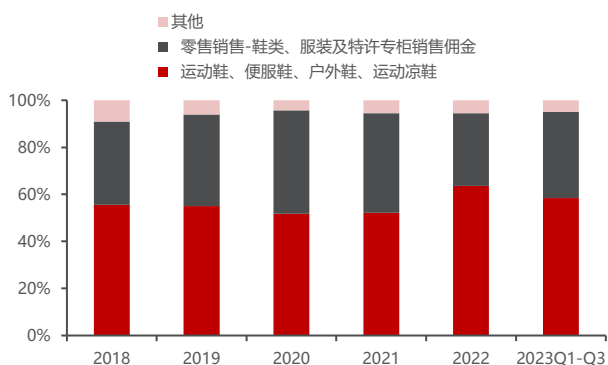
年份	向 Nike 销货金额 (百万新台币)	占全年销货净额
2018	53998.87	84%
2019	65449.29	89%
2020	60369.73	88%
2021	61199.40	87%
2022	81603.43	85%

资料来源：丰泰公司公告，民生证券研究院

与裕元集团对比，华利集团客户更为聚焦头部品牌，订单稳定性高。

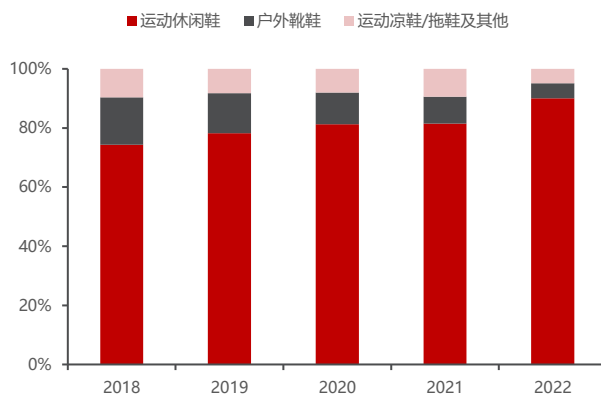
1) 从收入结构对比，2022年，裕元集团的运动鞋、便服鞋、户外鞋及运动凉鞋收入占比 58.4%，鞋类、服装及特许专柜等零售销售收入占比 36.7%，说明裕元集团的零售业务板块仍贡献一定比例的收入来源。而华利集团以鞋履制造业作为主营业务，在业务板块更为聚焦。2) 从客户结构对比，裕元集团合作品牌客户包括 Nike、adidas、Asics、New Balance、Timberland 及 Salomon 等。2018-2022年，裕元集团的前五大客户的销售额占比在 45%-52%之间，贡献营收的前两大客户为 Nike 与 Adidas，但前两大客户的收入合计占比 35%-40%左右，说明仍有较大比例的收入来自于公司为其他品牌的代工以及公司的零售销售业务的贡献。而华利集团前五大客户销售额占比由 2018 年的 84.6%提升至 2022 年的 91.3%，核心大客户包括 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia、UA 等全球知名企业，因此华利集团抗风险能力更强，订单稳定性较高，客户结构更为优质。

图16：裕元集团收入结构（%）



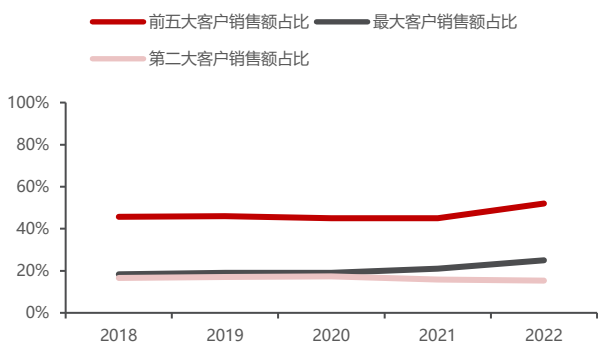
资料来源：裕元集团公司公告，民生证券研究院

图17：华利集团收入结构（%）



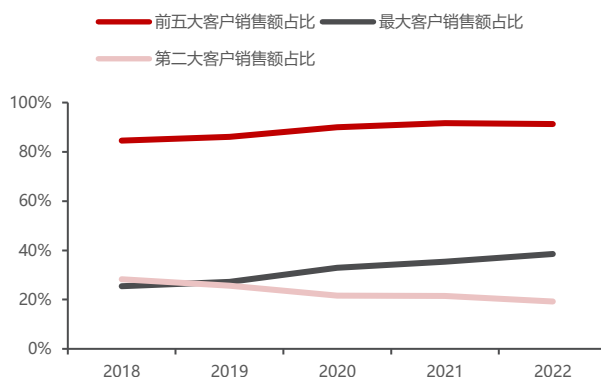
资料来源：华利集团公司公告，民生证券研究院

图18：裕元集团客户销售额占比



资料来源：裕元集团公司公告，民生证券研究院

图19：华利集团客户销售额占比

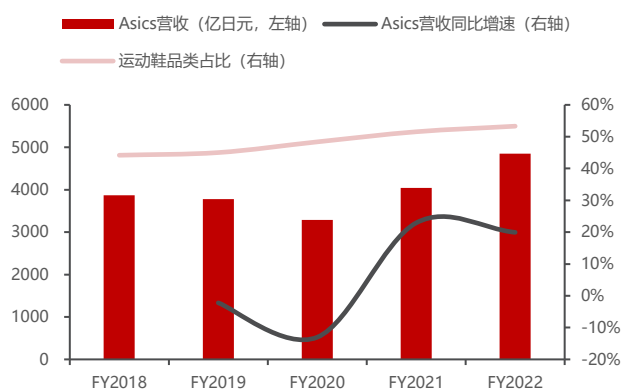


资料来源：华利集团公司公告，民生证券研究院（注：2020年为20H1数据）。

## 2) 眼光独到挖掘新客户, 在新品牌的快速增长下具备较强增长动能。

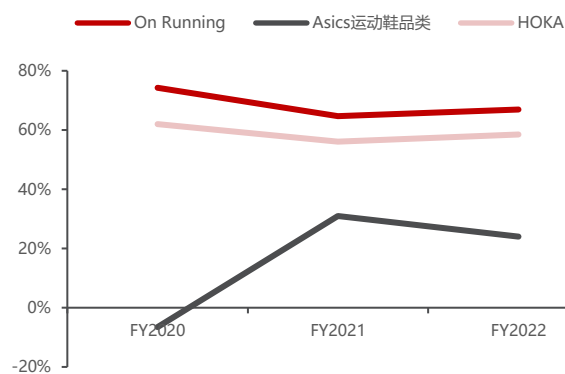
公司在行业内积累了良好的口碑与核心老客户的高认可度, 并凭借其较快的反应速度与交付准时率等表现触达更多新品牌客户, 新品牌精准把握消费者需求, 呈现快速增长, 也进一步助力公司订单上行推动收入端呈持续向上。公司实行优质客户多样化策略和产品专注慢跑和休闲运动的策略, 在客户定期对制造商的考核中排名靠前, 尤其是交付准时率等有突出表现, 对接新品牌有较快的反应速度, 可以在 4-5 个月实现从开发到量产, 华利集团的量产效率高, 综合实力强, 在加深优质客户合作的同时, 有序开拓新客户, 2020 年, 公司与功能性跑步鞋品牌 Asics、On Running 等新客户建立合作关系; 2022 年, 公司进一步扩大业务范围, 成功与国际著名运动品牌 New Balance、Reebok 品牌展开合作。FY2022, Asics 营收同比+20%, 运动鞋品类在其总营收占比提升至 53.3%, **华利集团与 Asics 运动鞋的订单增长是其营收增长的一大驱动力。FY2020-FY2022, On Running 及 Hoka 营收同比维持高增速, 均在 50%以上, 依托新品牌客户自身收入快速增长, 2022 年, 公司实现营收 205.69 亿元, 同比+17.74%。**

图20: Asics 营收及增速、运动鞋品类占营收比例



资料来源: Asics 公司公告, 民生证券研究院

图21: 各品牌营收增速



资料来源: Asics、ON、Deckers 公司公告, 民生证券研究院 (On Running 为 2020-2022 年截至 12 月 31 日数据, 其余为财年数据)

## 4 未来看点: 量价齐升, 向功能型产品转型提升盈利能力

### 4.1 终端需求上行+终端及供应端市场份额提升, 带动量增

运动鞋履市场仍有增长空间, 行业集中趋势下有望抢占更多市场份额。从全球市场看, 受消费升级推动以及消费者健康意识增强, 全球运动鞋服市场发展迅速, 增速快于整个鞋服行业平均水平。同时, 市场份额越来越集中在少数头部品牌手中, 随着头部品牌的市场占有率逐年攀升, 市场头部集中的趋势延续。

**老客户订单份额提升与新客户订单扩展, 拉动公司份额提升。**运动品牌头部供应商进入壁垒高, 知名运动鞋履品牌企业在选择合作的制造商时很谨慎, 考量因素众多, 制造商需同时满足客户对开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等全方位要求。对首次合作的运动鞋履制造商进行全方面的严格甄选, 包括品质、交期、开发能力、成本控制、劳工及社会责任等方面, 公司各工厂在例行考核中排名靠前, 成为客户信赖的合作伙伴, 未来有望抢占更多市场份额。老客户份额提升角度, Nike 集团收入提升以及公司订单不断提升拉动公司市场份额提升, 华利集团重点发展休闲鞋与慢跑鞋的策略高度匹配 Nike 的产品需求, 且公司在 Nike 集团的非常严格的例行考核中排名靠前, 并凭借工艺技术的多元化的优势, 积极响应 Nike 需求, 收入占比持续提升。合作新品牌方面, 华利集团反应速度快, 可以实现快速从开发到量产, 且量产效率高, 生产规模大、综合实力强, 具备获得更多新客户订单的能力。

图22: 品牌商对供应商考查因素

综合考察	开发能力考查	生产能力考察
<ul style="list-style-type: none"> <li>产能规模</li> <li>劳动力、人权</li> <li>环保、社会责任</li> <li>与其他品牌合作情况</li> <li>企业的业务水平与行业经验</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>开发人员与素质</li> <li>开发设备</li> <li>开发周期</li> <li>历史开发成就等</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>质量控制流程</li> <li>供应链管理能力和</li> <li>应急交付能力</li> <li>生产设备、工艺与技术</li> <li>精益生产能力等</li> </ul>

资料来源: 招股说明书, 民生证券研究院

**积极应对产能挑战并实施扩产计划, 产能及时跟上, 满足订单需求上行。**近年来, 公司产能利用率维持在较高水平, 2018-2022年, 产能利用率均在90%以上, 随着客户订单的快速增长, 现有的生产能力正逐渐趋于饱和, 现有产能无法满足客户订单快速增长的需要。因此公司积极开展越南、缅甸等地的生产扩建项目, 突破公司产能瓶颈, 为公司收入持续增长提供产能保障, 有效解决 Puma、Vans、Converse、UGG 等品牌客户订单需求旺盛与公司产能不足的矛盾。



**表23：公司投资扩产项目（截至 23H1 公告披露）**

投资项目	鞋履品牌	鞋履种类	募资金额 (亿元)	工程进展	预计投产 年份	达产后年产量 (万双)
越南宏福鞋履生产基地	Puma	运动休闲鞋	1.10	88.19%	2024 年	360
缅甸世川鞋履生产基地	Puma	运动休闲鞋	0.43	75.57%	2024 年	1200
越南弘欣鞋履生产基地	UGG	户外靴鞋	0.99	47.62%	2024 年	98
越南永弘鞋履生产基地	HOKA ONE ONE	运动休闲鞋	0.57	89.23%	2024 年	160
越南立川鞋履生产基地	Converse	运动休闲鞋	0.91	37.42%	2024 年	320
越南上杰鞋履生产基地	Vans	运动休闲鞋	0.50	29.24%	2024 年	180

资料来源：招股说明书，公司公告，民生证券研究院（注：预计投产年份为根据招股说明书的项目规划，在 3 年建设期基础上推算）。

## 4.2 产品结构调整，带动价增

**高客单价高性能的运动鞋型占比提升，有望拉动公司产品单价。**在加深优质客户合作的同时，有序开拓新客户，2020 年起相继与国际著名运动品牌 New Balance、功能跑步鞋品牌 Asics、On Running 等新客户建立合作关系。2022 年，公司进一步扩大其业务范围，成功与 Reebok 品牌展开了合作。一方面，可以在新拓展客户的收入增速快速上行下拥有更多订单，另一方面客户结构与产品结构逐步优化也带动单价与毛利率提升。从工艺的对比上看，以加硫方式衔接鞋底和鞋面生产出来的产品为硫化鞋，以粘合剂衔接鞋底和鞋面的冷粘工艺生产出来的为冷粘鞋，新拓展的 On、Reebok 等属于高客单价高性能运动冷粘鞋占比较高的订单，拉高公司产品的平均单价。如公司研发最新鞋底一体成型技术，广泛应用于 Hoka 的 CLIFTON 及 BONDI 系列，使鞋底可以使用大面积橡胶镂空设计同时保证拉力稳定。**随着公司不断提升高附加值产品占比，未来有望打开更多头部品牌功能型高端运动鞋市场，进一步推动单价上涨。**

**图23：Hoka 运动鞋型 CLIFTON**


资料来源：华利集团可持续发展报告，民生证券研究院

**图24：Hoka 运动鞋型 BONDI**


资料来源：华利集团可持续发展报告，民生证券研究院

### 4.3 规模化生产下有望进一步降本增效

随着新品牌与新鞋型合作日趋熟练，产能利用率提升驱使下，毛利率有望继续提升，规模化效应助力费率下行。公司的主要产品集中在运动休闲鞋型，制作工艺相对简单，这类产品结构使公司产品的平均销售价格低于技术含量更高的专业运动鞋。随着公司承接更多的专业运动鞋型的订单，单价具备上行趋势，在成本的管控角度，随着规模化优势的逐步形成，开发中心与量产工厂对于新品牌的熟悉与熟练，经过磨合后，公司可以在原料采购及产品生产上充分发挥规模化效应，有效降低原材料采购成本和单位制造费用，加强专业化分工，提升生产效率，促进毛利率水平提升，进一步降低单位产品的人工成本及单位产品的管理费用和销售费用，帮助公司降本提效。

## 5 盈利预测与投资建议

### 5.1 收入拆分与盈利预测

我们将公司收入按照产品结构进行拆分，具体分为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他产品。

**核心假设:**2022-2023 年,受到公司核心客户 Nike(包括 Nike 与 Converse)、VF、Deckers (包括 Hoka One One、UGG、Teva)、Puma 与 Under Armour 等品牌去库存周期的影响,公司订单增速略有放缓,但随着公司功能型鞋型的占比提升,以及客户结构与产品结构优化,进一步驱动公司的整体毛利率上行。**我们预计公司 23-25 年分别实现营业收入 203.69、236.73、271.19 亿元,分别同比-0.97%、+16.22%、+14.55%; 毛利率分别为 24.94%、25.44%与 25.56%。**

表24: 收入拆分与盈利预测

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	17,469.58	20,569.27	20,368.82	23,673.03	27,118.56
yoy	25.40%	17.74%	-0.97%	16.22%	14.55%
毛利率	27.23%	25.86%	24.94%	25.44%	25.56%
按产品拆分					
运动休闲鞋	14,211.38	18,479.07	18,393.72	21,495.65	24,759.57
yoy	25.94%	30.03%	-0.46%	16.86%	15.18%
毛利率	28.88%	26.72%	25.60%	26.10%	26.20%
户外靴鞋	1,583.47	1,037.93	1,056.88	1,228.32	1,407.10
yoy	6.16%	-34.45%	1.83%	16.22%	14.55%
毛利率	18.66%	16.48%	18.66%	18.80%	18.80%
运动凉鞋/拖鞋及其他	1,636.91	1,007.56	918.22	949.06	951.89
yoy	46.60%	-38.45%	-8.87%	3.36%	0.30%
毛利率	20.52%	18.59%	19.00%	19.00%	19.00%

资料来源: iFinD, 民生证券研究院预测

**具体来看: 1) 运动休闲鞋:** 2022 年与 2023H1 收入占比分别为 90.0%与 89.6%, 构成公司收入的主要来源, 运动休闲鞋的终端需求仍较为旺盛, 但公司处于产业链制造环节, 订单销量与品牌方需求关联度较大; 2023 年部分运动鞋品牌方客户仍处于去库存周期后期, 在短期内对公司的收入产生部分影响, 但公司在合作的核心老客户的份额稳固的基础上, 积极扩展新客户, 拉动公司收入上行, 预计 23-25 年, 运动休闲鞋分别实现营业收入 183.94、214.96、247.60 亿元, 分别同比-0.46%、+16.86%、+15.18%, 随公司成本持续改善, 与新客户合作推进顺利, 费用控制合理, 毛利率有望进一步提升, 预计 23-25 年毛利率为 25.60%、26.10%与 26.20%。

**2) 户外靴鞋:** 2022 年公司户外靴鞋受品牌去库存周期影响较大, 该项业务收入端同比-34.45%; 而公司合作的 Hoka、On Running 等品牌的户外靴鞋占比较高, 随品牌端订单修复与公司订单份额提升, 有望助力公司销量提升, 进一步驱

动户外靴鞋收入呈现稳步恢复趋势，预计 23-25 年公司户外靴鞋实现营业收入 10.57、12.28、14.07 亿元，分别同比+1.83%、+16.62%、+14.55%，毛利率分别为 18.66%、18.80%与 18.80%。

**3) 运动凉鞋/拖鞋及其他：**2023 年，运动凉鞋/拖鞋及其他订单销量受部分品牌去库存影响出现下滑，24-25 年随品牌订单恢复有望呈现增长趋势，我们预计 23-25 年该项业务实现收入 9.18、9.49 与 9.52 亿元，分别同比-8.87%、+3.36%、+0.30%，毛利率维持在 19.0%。

**期间费用率假设：**  
 ①**销售费用率：**2021 年与 2022 年，公司销售费用率分别为 0.37%与 0.38%，随公司规模化优势进一步显现，控费能力提升，预计 2023-2025 年销售费用率分别为 0.41%、0.40%与 0.39%。  
 ②**管理费用率：**公司管理费用率水平逐年降低，从 2020 年的 4.25%降低至 2022 年的 3.75%，预计 2023-2025 年管理费用率分别为 3.55%、3.54%与 3.53%。  
 ③**研发费用率：**公司研发投入始终稳健，预计 2023-2025 年研发费用率稳定在 1.41%。  
 ④**财务费用率：**预计 2023-2025 年财务费用率为-0.32%、-0.27%、-0.24%。

**表25：各项费用率预测**

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
销售费用率	0.37%	0.38%	0.41%	0.40%	0.39%
管理费用率	3.93%	3.75%	3.55%	3.54%	3.53%
研发费用率	1.34%	1.41%	1.41%	1.41%	1.41%
财务费用率	-0.26%	-0.31%	-0.32%	-0.27%	-0.24%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 5.2 估值分析

我们选取同属于纺服制造行业与公司业务布局较相似的申洲国际、健盛集团、丰泰企业、聚阳实业与儒鸿作为可比公司，24 年可比公司 PE 均值为 20 倍，华利集团 24 年 PE 为 17 倍，低于可比公司均值。华利集团生产研发与制造能力突出，规模化下的成本优势显著，具备核心老客户的资源优势的同时，拓展新客户订单拉动收入成长，此外，公司的运动休闲产品的策略有望拉动单价提升，随新工厂投产进入量产期，有望助力公司毛利率进入平稳提升轨道，公司估值仍有提升空间。

**表26：可比公司 PE**

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
603558.SH	健盛集团	10.14	0.47	0.49	0.57	0.67	22	21	18	15
2313.HK	申洲国际	76.35	3.42	3.35	4.03	4.76	22	23	19	16
9910.TW	丰泰企业	167.50	10.30	5.27	7.56	8.90	16	32	22	19
1477.TW	聚阳实业	377.50	14.53	16.65	19.01	21.10	26	23	20	18
1476.TW	儒鸿	550.00	24.75	19.28	23.53	27.06	22	29	23	20
可比公司均值							<b>22</b>	<b>25</b>	<b>20</b>	<b>18</b>
300979.SZ	华利集团	52.85	2.77	2.69	3.20	3.68	19	20	17	14

资料来源：Wind，Bloomberg，民生证券研究院预测；(其中，可比公司采用 Wind 及 Bloomberg 的一致预期，收盘价为 2024 年 1 月 15 日，申洲国际为港元，丰泰企业、聚阳实业、儒鸿为台币)

### 5.3 投资建议

我们预计公司 2023-2025 年分别实现 EPS 2.69、3.20、3.68 元，1 月 15 日收盘价对应 PE 分别为 20、17 与 14 倍，考虑到公司同时具备量增、价增与规模化降本增效助力盈利能力提升的逻辑，有望实现收入与利润端的快速成长。**维持“推荐”评级。**



## 6 风险提示

**1) 国际贸易风险。**公司的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，如果国际政治、经济环境或者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。

**2) 劳动力成本上升的风险。**鞋履制造属于劳动密集型产业，公司的主要生产基地位于劳动力充足的越南，人力成本相对较低，但随着越南经济的发展，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，将对公司经营产生不利影响。

**3) 客户集中的风险。**公司的主要客户为 Nike、VF、Deckers、Puma、Columbia 等全球知名企业，客户相对集中，前五大客户占公司收入的比重较高，如果未来公司主要客户的生产经营出现重大不利变化或者公司产品无法有效满足客户的需求，将对公司业务发展造成重大不利影响。

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,569	20,369	23,673	27,119
营业成本	15,250	15,288	17,651	20,186
营业税金及附加	3	4	4	5
销售费用	77	84	95	106
管理费用	772	724	839	958
研发费用	291	287	334	382
EBIT	3,948	3,986	4,754	5,486
财务费用	-65	-65	-65	-65
资产减值损失	-227	-215	-244	-274
投资收益	68	68	68	68
营业利润	4,105	3,903	4,642	5,344
营业外收支	-15	-9	-9	-10
利润总额	4,090	3,894	4,633	5,333
所得税	862	759	903	1,040
净利润	3,228	3,134	3,729	4,293
归属于母公司净利润	3,228	3,134	3,729	4,293
EBITDA	4,691	4,874	5,692	6,578

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3,620	5,711	7,668	10,040
应收账款及票据	3,115	3,233	3,693	4,156
预付款项	59	92	88	101
存货	2,464	2,173	2,464	2,768
其他流动资产	2,247	2,327	2,342	2,341
流动资产合计	11,504	13,536	16,256	19,407
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,655	3,828	4,023	4,228
无形资产	437	445	463	490
非流动资产合计	5,606	5,586	5,743	5,831
资产合计	17,110	19,122	21,999	25,238
短期借款	683	683	683	683
应付账款及票据	1,502	1,466	1,693	1,936
其他流动负债	1,558	1,604	1,887	2,211
流动负债合计	3,743	3,753	4,263	4,830
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	172	237	236	232
非流动负债合计	172	237	236	232
负债合计	3,915	3,990	4,499	5,062
股本	1,167	1,167	1,167	1,167
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	13,195	15,131	17,501	20,176
负债和股东权益合计	17,110	19,122	21,999	25,238

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	17.74	-0.97	16.22	14.55
EBIT 增长率	8.70	0.95	19.28	15.39
净利润增长率	16.63	-2.90	18.98	15.13
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.86	24.94	25.44	25.56
净利润率	15.69	15.39	15.75	15.83
总资产收益率 ROA	18.87	16.39	16.95	17.01
净资产收益率 ROE	24.46	20.71	21.31	21.28
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.07	3.61	3.81	4.02
速动比率	2.35	2.93	3.15	3.37
现金比率	0.97	1.52	1.80	2.08
资产负债率 (%)	22.88	20.87	20.45	20.06
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	55.27	58.00	57.00	56.00
存货周转天数	58.96	57.00	56.00	55.00
总资产周转率	1.24	1.12	1.15	1.15
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.77	2.69	3.20	3.68
每股净资产	11.31	12.97	15.00	17.29
每股经营现金流	3.00	3.53	3.76	4.41
每股股利	1.20	1.17	1.39	1.60
<b>估值分析</b>				
PE	19	20	17	14
PB	4.7	4.1	3.5	3.1
EV/EBITDA	12.46	11.99	10.27	8.88
股息收益率 (%)	2.27	2.20	2.62	3.02

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	3,228	3,134	3,729	4,293
折旧和摊销	742	888	938	1,092
营运资金变动	-417	-156	-501	-490
经营活动现金流	3,503	4,122	4,386	5,148
资本开支	-1,669	-930	-1,019	-1,074
投资	-476	0	0	0
投资活动现金流	-2,025	-747	-951	-1,005
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,326	7	0	0
筹资活动现金流	-2,723	-1,283	-1,478	-1,771
现金净流量	-1,057	2,091	1,957	2,372

## 插图目录

图 1: 华利集团股权结构 (截至 23Q3 末)	6
图 2: 公司发展历程	8
图 3: 2018 年-2023Q1-Q3 营业收入与归母净利润及同比增速	9
图 4: 2017 年-2023Q1-Q3 公司毛利率和净利率情况	9
图 5: 2017 年-2023 年前三季度各费率情况	10
图 6: 2017-2023Q1-Q3 存货与应收账款周转率 (次)	10
图 7: 2018 年-2023Q1-Q3 公司净利润、经营活动现金流净额及占比情况	10
图 8: 全球鞋服市场规模及增速	11
图 9: 全球运动鞋服市场规模及增速	11
图 10: 运动鞋生产加工流程图	13
图 11: 品牌考核流程	13
图 12: Nike 品牌前四大鞋类供应商产量占比	14
图 13: Adidas 核心鞋类供应商平均合作年限 (年)	14
图 14: 2020-2022 年研发人员数量及变动	17
图 15: 2020-2023Q1-Q3 公司研发费率	17
图 16: 裕元集团收入结构 (%)	22
图 17: 华利集团收入结构 (%)	22
图 18: 裕元集团客户销售额占比	22
图 19: 华利集团客户销售额占比	22
图 20: Asics 营收及增速、运动鞋品类占营收比例	23
图 21: 各品牌营收增速	23
图 22: 品牌商对供应商考查因素	24
图 23: Hoka 运动鞋型 CLIFTON	25
图 24: Hoka 运动鞋型 BONDI	25

## 表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 2018-2023Q1-Q3 公司营业收入与归母净利润及同比增速	3
表 2: 2018 年-2023H1 公司营业收入拆分	3
表 3: 公司生产加工子公司分布 (截至 23H1)	4
表 4: 加工厂与对接品牌情况	5
表 5: 公司产能、产量、销量情况	5
表 6: 公司管理层履历	6
表 7: 母公司与子公司定位	7
表 8: 2014-2023 年全球运动鞋服品牌市占率 (%)	11
表 9: 运动鞋履行业运营模式	12
表 10: 全球鞋服与运动鞋服市场规模及预测值	14
表 11: 各品牌单季度营收同比增速	15
表 12: 各品牌单季度存货情况及变动	15
表 13: 品牌制造工厂数量 (家)	16
表 14: 2020-2022 年集团的年度产出总数及合格率	17
表 15: 公司技术工艺及所处阶段	18
表 16: 公司生产经营主体分布	18
表 17: 销售费用明细 (万元) 及占营收比例 (%)	19
表 18: 管理费用明细 (万元) 及占营收比例 (%)	19
表 19: 可比公司销售费用率与管理费用率	20
表 20: 华利集团人均产量	20
表 21: 公司合作品牌情况	21
表 22: 丰泰企业向 Nike 销货金额及占比	21

表 23: 公司投资扩产项目 (截至 23H1 公告披露)	25
表 24: 收入拆分与盈利预测	27
表 25: 各项费用率预测	28
表 26: 可比公司 PE	28
公司财务报表数据预测汇总	31

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026