



Research and
Development Center

基于社会责任报告分析华利集团竞争优势

2022 年 5 月 4 日

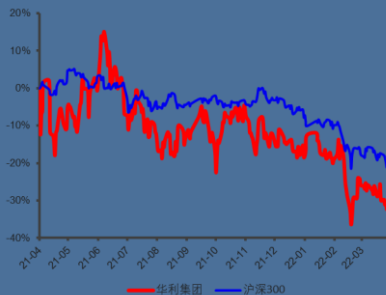
公司点评报告

社会责任梳理报告

华利集团 (300979.SZ)

投资评级 买入

上次评级 买入



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元): 68.72

52周内股价

波动区间(元): 62.34-117.5

最近一月涨跌幅(%): -11.02

总股本(亿股): 11.67

流通A股比例(%): 100

总市值(亿元): 802

资料来源：万得，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司

CINDASECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

基于社会责任报告分析华利集团竞争优势

2022年5月4日

本期内容提要:

- ◆ **全球领先的运动鞋专业制造商。**公司主要从事运动鞋履的开发、设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，下游绑定全球优质运动品牌商客户。近年来公司业务体量持续扩大、收入规模业内领先，截至2021年末公司员工人数达15.12万人，在越南、多米尼加等地共开设制鞋工厂20余家，年产鞋履2.1亿双。2021年公司实现收入174.70亿元、同增25.40%，归母净利润27.68亿元、同增47.34%，业绩保持快速增长。
- ◆ **品质管理、创新研发，以客户为导向打造优质供应链。**在产品与服务方面，公司以客户为核心，持续加强品质管理，提升创新研发能力，完善供应链管理，不断优化客户服务，从而提高客户粘性，推动订单、收入增长。公司建立品质管理策略，产品合格率处于行业高水平，满足客户需求；公司建立机制鼓励内部研发创新，累计发放奖金超过千万元，显著提高生产效率，控制生产成本；公司建立高效严密的客户服务流程标准创造优质服务，及时处理客诉事件，维护客户关系，客诉事件发生率、处理效率优于对手。
- ◆ **注重低碳高效、循环经济，强化公司领先优势。**公司注重环保、节能、循环经济，在承担社会责任、履行龙头担当的同时，也降低生产成本、提高生产效率、强化客户粘性，提升公司的行业竞争力，推动业绩稳定增长。在环境管理方面，公司积极建立完善的环境管理制度，节水、排污等方面效果领先竞争对手，实现高效、清洁的发展模式；在能源管控方面，公司在总部和工厂层面制定长期能源策略、明确节能减排措施，提升能源效率和使用可再生能源，控制生产成本；在实现循环经济方面，公司以领导层支持、开发可持续产品、废弃物减量和循环利用为四大要素，以达成集团“零废弃物，最少影响”的目标，打造低碳高效、安全健康的运营模式，满足品牌商对于环境友好供应链的需求，有助于拓展客户订单。
- ◆ **以人为本、安全为先，关注员工健康和职业发展。**公司重视员工安全，近年来持续增加在安全生产管理方面的投入，2021年共投入8838.08万元，同增291.97%。公司通过跨部门参与、充分利用外部资源、加强业务整合等措施，建立了可预测、敏捷的风险管理系统，实现了零事故的愿景。此外公司重视员工执业健康和权益保护，建立了职业性有害因素管理流程、有效的内部沟通机制，全面提升员工的执业满意度，满足各类人才属性职业生涯发展需求。
- ◆ **盈利预测与投资评级。**公司作为全球运动鞋制造龙头，协同供应商与合作伙伴，持续担当社会责任，在品质管理、节能减排、环境保护、循环经济等方面基本领先主要竞争对手。未来公司将继续强化在成本控制、研发创新、效率提升、客户服务等方面的领先优势，提升客户订单粘性、推动收入持续增长。我们维持2022-2024年公司收入预测为214.34/257.81/292.05亿元，同增22.69%/20.28%/13.28%，归母净利润为34.74/41.50/46.34亿元，同增25.50%/19.46%/11.67%。我们看好运动鞋服赛道长期成长性，公司行业优势地位明显、业绩成长确定性强，长期发展空间大，维持“买入”评级。
- ◆ **风险因素：**生产区域较为集中、劳动力成本上升、越南新冠肺炎疫情扩散等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205
增长率 YoY %	-8.1%	25.4%	22.7%	20.3%	13.3%
归属母公司净利润 (百万元)	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
增长率 YoY%	3.2%	47.3%	25.5%	19.5%	11.7%
毛利率%	23.9%	27.2%	27.3%	27.5%	27.6%
净资产收益率 ROE%	32.7%	25.3%	24.1%	22.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97
市盈率 P/E(倍)	—	37.55	23.09	19.33	17.31
市净率 P/B(倍)	—	9.51	5.57	4.32	3.46

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 4 月 29 日收盘价

目录

公司分析：全球领先的运动鞋制造商	5
品质管理、创新研发，以客户为导向打造优质供应链	6
加强品质管控策略，完善供应链管理制度	6
重视鼓励内部研发创新，不断提高生产效率	6
快速反应、精准执行，以需求为起点创建高效客户管理制度	7
注重环保低碳、循环经济，强化公司领先优势	8
环境管理制度完善，打造高效、清洁发展模式	8
提升能源效率、推广可再生能源，助力碳中和目标	10
发力循环经济，实现绿色发展，符合产业趋势	12
以人为本、安全为先，关注员工健康和职业发展	14
盈利预测与评级	15
风险因素	15

表目录

表 1：公司收入与盈利预测（百万元）	15
--------------------------	----

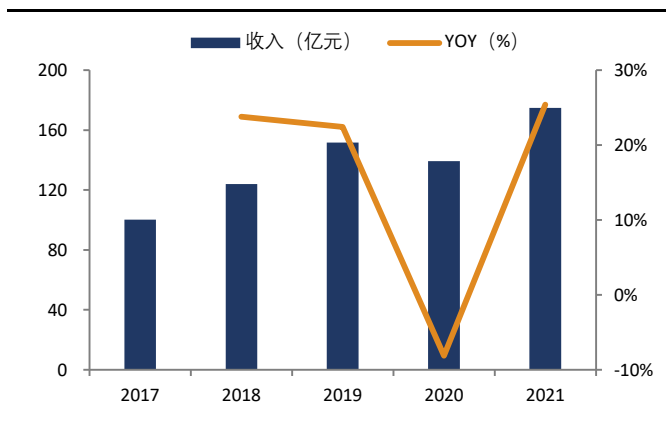
图目录

图 1：近年来公司收入增长情况	5
图 2：近年来公司利润增长情况	5
图 3：公司主要服务品牌概况	5
图 4：2019-2021 年公司生产数量及合格率	6
图 5：公司品质管理策略重点	6
图 6：2019-2021 年公司研发投入及占营收比重	7
图 7：2021 年公司创新提案部分案例	7
图 8：2019-2021 年公司环保投入	9
图 9：不同公司每双鞋平均耗水量（单位：升/双）	9
图 10：不同公司固体废弃物产生量（单位：万千克）	9
图 11：2021 年公司经核算和报告的温室气体排放量	9
图 12：公司提出 2035 年实现碳中和目标	10
图 13：公司推进能效提升项目	10
图 14：公司越南工厂单位能耗、单位成本大幅改善	11
图 15：近年来公司单位能耗逐年降低	11
图 16：近年来公司单位碳排放维持低位	11
图 17：公司与道达尔合作屋顶太阳能项目	12
图 18：直接购电项目机制图	12
图 19：2021 年公司能源使用情况	12
图 20：2021 年丰泰企业能源使用情况	12
图 21：不同公司单位产品能耗（单位：千瓦时/双）	12
图 22：2021 年公司运输方式占比	12
图 23：公司循环经济关注项目及要素	13
图 24：2019-2021 年公司废弃物回收处理比例	14
图 25：公司研发的可持续产品	14
图 26：2019-2021 年公司安全生产投入	14
图 27：2021 年公司损失工时工伤率	14

公司概况：全球领先的运动鞋制造商

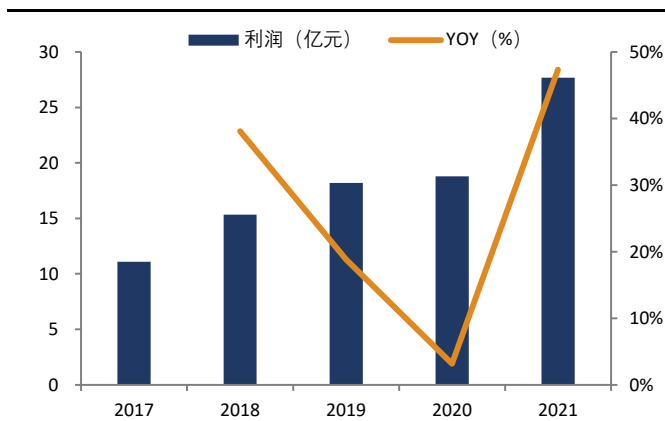
公司主要从事运动鞋履的开发、设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为全球知名运动品牌提供产品开发设计与制造服务，市场份额位居全球前三。公司管理总部及开发设计中心位于中山，生产制造工厂位于越南、多米尼加、缅甸及印度尼西亚等地，以越南地区为主，贸易结算中心设于香港及中山。截至 2021 年末公司共有员工人数 151198 人，在越南、多米尼加等地共开设 20 余家制鞋工厂。2021 年公司年产鞋履 2.1 亿双，实现营业收入 174.70 亿元，同增 25.40%，净利润约 27.68 亿元，同增 47.34%。

图 1：近年来公司收入增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2：近年来公司利润增长情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司主要产品为运动鞋，包括运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉鞋与拖鞋等，下游绑定优质客户品牌，客户的市场份额排名大部分处于全球前十，主要客户包括 Nike、Converse、UGG、HOKA 等优质运动品牌。

图 3：公司主要服务品牌概况

服务品牌	品牌标识	服务品牌	品牌标识
Nike		Puma	
Converse		Under Armour	
UGG		New Balance	
HOKA		On	
Teva		Asics	
Vans		Cole Haan	
Columbia			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

品质管理、创新研发，以客户为导向打造优质供应链

在产品与服务方面，公司以客户为核心，持续加强品质管理，提升创新研发能力，完善供应链管理，不断优化客户服务，从而提高客户粘性，推动订单、收入增长。公司建立品质管理策略，产品合格率处于高水平，满足客户需求；建立机制鼓励内部研发创新，提高生产效率，控制生产成本；高效严密的客户服务流程标准创造优质服务，公司及时处理客诉事件，维护客户关系。

加强品质管控策略，完善供应链管理制度

公司拥有科学的品质管理策略，以强化基础、卓越生产、产品流程创新、无缝衔接和人才培养为重点进行展开。在强化基础方面，公司定期检讨生产流程、深入消费者视角；在生产方面，公司严密管控生产流程、确保产品质量；在产品流程创新方面，公司注重生产技术的精进，不断提升产品竞争力；在无缝连接方面，公司提前参与和试做新鞋型；在人才培养方面，公司一方面注重培养员工的领导能力，另一方面不断提高员工的参与度。

此外，公司还对质量目标进行管理。品质部门每年会制定新的 A3 品质工作计划，设定责任人和跟进频率，定期汇报直线主管，对于未完成项目进行团队讨论检讨，制定改善方案并执行。其中，工厂端的品质策略会和客户的策略保持一致，由总品管统筹执行，每年度由总品管制定 A3 工作计划，设定品质绩效指标和具体的实施方案，每月会和各厂品管进行检讨和分析未达标的原因并持续改善，而季度性的品质目标，由总品管负责做季度检讨。

同时，公司通过制定可持续采购政策，与品牌客户展开合作，对品牌指定供应商进行共同审核与监督，并对供应商相关人员进行培训，以此来对供应商进行管理。通过公司的供应商管理策略，供应商的材料质量、交期、安全、环保及商业伦理表现都维持在较高的水准，保障公司的产品质量和生产连续性。

因此综合来看，公司严格按照上述守则进行生产，产品质量管控能力强。2019-2021 年公司运动鞋总产出数达 5.6 亿双，三年平均合格率为 99.993%，处于业内领先水平，确保客户订单交付的稳定性，获得更多品牌商认可。

图 4：2019-2021 年公司生产数量及合格率

年度	总产出（亿双）	合格率
2019	1.9	99.990%
2020	1.6	99.996%
2021	2.1	99.992%
合计	5.6	99.993%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：公司品质管理策略重点



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

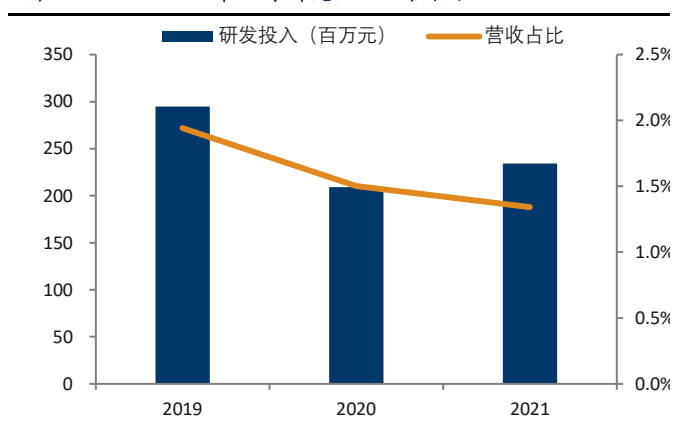
重视鼓励内部研发创新，不断提高生产效率

公司以不断创新为企业的核心价值之一，关注新技术、新方法和新事物，鼓励员工挑战传统的工作方式，针对不同的工作状况，尝试采用不同的方式来处理问题。公司内部设有鼓

励员工创新改善的管理办法，提升员工工作满意度和敬业度，并塑造持续改善文化，创造有吸引力的工作环境，实现可持续发展。自鼓励方案实施起，公司共发放奖励金近千万元，鼓励方案的实施对公司 2020-2021 年的产能效率提升有重大贡献。

因此公司每年都会投入大量资金用于鼓励新产品和新技术的研发，提高生产效率，降低生产成本。2019-2021 年公司新奖励方案共提案项目五百余件，在制鞋技术工艺上提出了许多创新且能够大幅提升效率的提案，比如制鞋工艺从使用单刀方式裁鞋身饰片内外和后跟，升级为采用连刀的方式，定位精准度从 52.8 提升到 109.1，效率提升了 107%。

图 6：2019-2021 年公司研发投入及营收占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 7：2021 年公司创新提案部分案例

	改善前	改善后	成果
技术工艺	贴鞋身饰片包边原设定用手工刷胶贴	经过试做，用自动上胶折边机贴鞋身饰片包边	效率提升 371%
	裁断鞋头和鞋舌分左右两刀，一次裁一层	刀模不用分左右刀，一次裁两层	效率提升 100%
	原技术设定冲孔一次冲单孔，量测时间（秒/双）：24.6。宽放率：10%。标准时间（秒/双）：27。PPH（定位精准度）：133.2	改善后用排冲，量测时间（秒/双）：20。宽放率：10%。标准时间（秒/双）：22。PPH（定位精准度）：163.6	效率提升 23%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

快速反应、精准执行，以需求为起点构建高效完善的客户服务制度

公司坚持以客户需求为中心，针对客户反馈、需求进行快速反应、精准执行，致力于为品牌商提供更加优质的代工服务。

产品售后方面，公司及时主动收集客户反馈，并通过提供培训、咨询、现场指导和维护等服务，实现对客户的技术支持。退货管理方面，公司拥有严格规范的退货管理事项，执行统一售后服务流程，通过明确退货责任和损失金额，确保每批产品得到及时、妥善处置。客诉管理方面，公司建立包含品质客诉、原因分析、制作流程、客诉分享等在内的管理制度流程，能够有效处理品质投诉、分析品质真因，并提出品质改善方案，减少类似品质问题发生。

受益于一系列优质、全面的客户流程管理制度，公司在客户服务方面取得亮眼表现，客诉事件发生率和处理效率均优于主要竞争对手。2021 年公司处理客诉共 8 起，解决率达 100%。2019-21 年公司接单、生产、出货和质量等项目均符合标准，实现平均准时出货率达 99%、质量达成率 99.993%、客户满意度均值达 99%。

注重环保低碳、循环经济，强化公司领先优势

公司注重环保、节能、循环经济，在承担社会责任、履行龙头担当的同时，也降低生产成本、提高生产效率、强化客户粘性，提升公司的行业竞争力，推动业绩稳定增长。在环境管理方面，公司积极建立完善的环境管理制度，实现高效、清洁的发展模式；在能源管控方面，公司在总部和工厂层面制定长期能源策略、明确节能减排措施，坚持提升能源效率和使用可再生能源，控制生产成本；在实现循环经济方面，公司以领导层支持、开发可持续产品、废弃物减量和循环利用为四大要素，以达成集团“零废弃物，最少影响”的目标，打造低碳高效、安全健康的运营模式，满足品牌商对于环境友好供应链的需求，有助于拓展客户订单。

环境管理制度完善，打造高效、清洁发展模式

公司建立完善的环境管理制度，严格进行节约用水、污水处理、废弃物处理、废气处理等环境管理和保护措施，进一步控制生产成本。公司环境战略强调从源头开始减少废弃物的产生量、废水和废气的排放量，通过与供应商合作、提升员工参与环保等多样化的方法，增加环保方面的投入，共同打造高效、清洁、可持续的发展模式。2019-21 年公司环保投入金额持续增长。

一方面，公司旗下工厂遵照 1S014001 管理体系建立符合当地法律法规及品牌环保要求的环境管理制度，每年投入资金用于废弃物处理、污水排放等处理措施。另一方面，在法律法规有变化和工厂作业范围、活动、服务、产品有变化等情形下，工厂环境团队组建工作小组及时识别、评价公司活动、产品和服务中的环境因素，在管理评审中评审出有环境因素识别和评价的需要时，也会进行针对性地识别和评价，确定重大环境因素清单，并制定相适应的改善目标、管理方案和控制措施。对某些重大环境因素可能导致事故的情况，工厂也建立完善的应急预案，并定期进行演练。

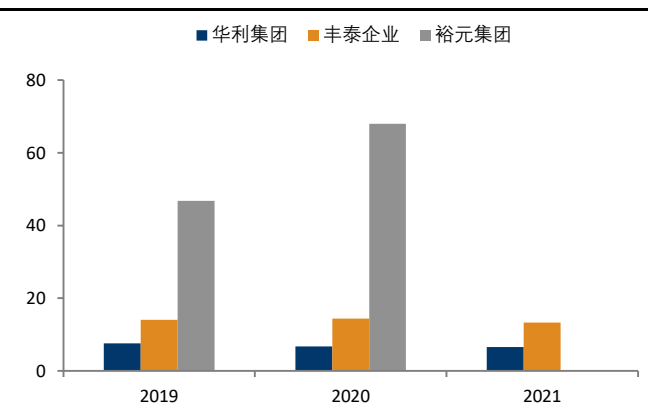
节约用水方面，公司工厂的用水特点是工业用水比例较小，工业用水主要用于印刷网版清洗、底水洗工艺等，其余主要为生活用水。为节约用水、提升水利用效率，公司对各工厂进行水平衡基础分析，并在厂区内采取了多样化的节水措施。例如越南正川工厂更换锅炉类型，热媒介由蒸汽改为导热油，使得工厂锅炉区域的新鲜水使用量平均每月减少 1500 立方米；输水管道由暗管改为明管，以减少管道泄漏引起的水损失；印刷区域使用多级清洗池，对印刷网版分区逐级进行清洗或使用节水型龙头来清洗。

通过多种措施，公司产品耗水量不断减少、且优于主要竞争对手，2020 年公司每双鞋平均耗水量仅为 6.79L，同年裕元集团每双鞋平均耗水量为 67.95L，约为公司的 10 倍；2021 年公司每双鞋平均耗水量较 2019 年减少 13%，仅为 6.56L，丰泰企业 2021 年每双鞋平均耗水量为 13.3L，约为公司的 2 倍。

图 8：2019-2021 年公司环保投入

	2019	2020	2021
越南厂区 (万元)	2163.98	2122.20	3012.56
中国厂区 (万元)	183.64	328.26	210.95
集团总额 (万元)	3471.16	2254.79	8838.08

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

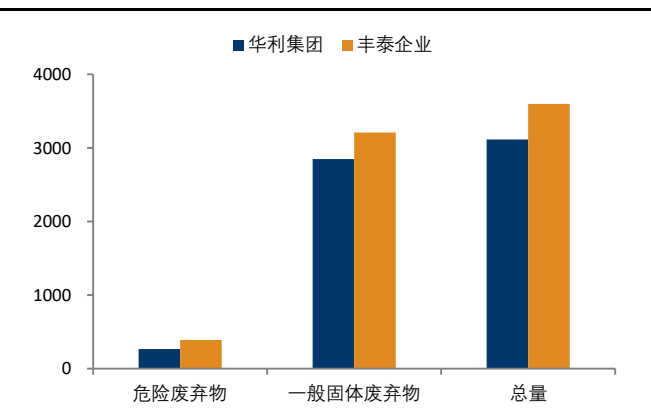
图 9：不同公司每双鞋平均耗水量（单位：升/双）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

污水处理和排放方面，公司大部分工厂都自建独立的综合污水处理设施（WWTP），对于高浓度工业污水还另设专门的污水预处理系统。工厂定期按规定进行对污水指标内外部的测试和监控，确保完全符合法律法规和客户要求，保证污水 100% 合规排放。

固体废弃物处理方面，公司通过开发阶段产品设计的介入、新设备、新工艺、产线布局调整等措施，从源头开始进行废弃物的管控，并对废弃物设置科学有序的管理和处理程序。公司自 2016 年开始推行由 IT 团队自主研发的智能电子秤系统，对废弃物数据进行精准收集，提升废弃物管理的效率。2021 年公司旗下工厂共产生一般固体废弃物 2.85 万吨，其中回收再利用比例为 46%，危险废弃物为 0.27 万吨。丰泰企业 2021 年共产生一般固体废弃物、危险废弃物 3.21 万吨、0.39 万吨，分别是公司的 3.21、1.47 倍。此外为降低工厂废弃物处置过程对当地社区环境的影响，公司旗下工厂逐步减少废弃物填埋/焚烧处理的比例，2018 年公司三家工厂达成废弃物管理“零填埋，零焚烧”目标。

废气处理方面，公司根据当地法规设置空气污染处理设备，定期进行空气污染物排放检测，确保实现达标排放。同时公司旗下各工厂在推行锅炉改造项目时改进废气的排放表现。近年来公司逐步加强了对消耗臭氧层物质的统计和管理，并结合品牌合作伙伴的倡议制定了内部有关消耗臭氧层物质的管理政策，确保旗下各工厂的废气排放符合法律法规以及合作伙伴的要求。

图 10：不同公司固体废弃物产生量(单位：万千克)


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2021 年公司经核算和报告的温室气体排放量

	排放总量（吨 二氧化碳当量）	比例
范围一	6588	1.7%
范围二	337473	87.1%
范围三（主要 供应商）	43606	11.2%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

提升能源效率、推广可再生能源，助力碳中和目标

公司致力于在内部进行资源整合，加强节能减排，减少温室气体排放，降低生产成本，可再生能源使用、能耗成本等方面优于同业。公司承诺到 2035 年将实现碳中和的目标，比联合国政府间气候变化专门委员会建议时间（2050 年实现全球碳中和）提早 15 年，公司将通过提升能源效率、使用可再生能源两大举措助力目标实现。

图 12：公司提出 2035 年实现碳中和目标



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

提升能源效率方面，公司在总部、工厂两大层面开展节能减排项目，降低能耗成本。

在总部层面，公司建立和实施有效的能源管理系统，持续对员工进行能源管理和技术培训，提升全员节能意识和业务能力，同时利用自身的影响力，积极带动供应链和其他利益相关方共同应对气候变化、资源紧缺、臭氧层破坏等问题。

在工厂层面，公司致力于在生产运营的各个环节开展节能减排行动，以将企业运营对气候变化的影响最小化。2017 年公司选定越南正川工厂作为智能数据收集系统的试点工厂，安装 32 块智能电表、8 块智能空气流量计、3 块智能蒸汽流量计，精准记录能耗数据并辅助决策。在具体流程方面，工厂锅炉主要用于鞋业制底流程，能耗占比为 34% 位居第二，公司将集中式锅炉替换为分散式锅炉，缩短热能运输距离，减少运输能耗损失，提升锅炉效率约 30%-50%。空压机系统能耗占比约为 8-10%，公司通过全面的环形分布改造，各家工厂压力设定分别下降 1-1.5bar。此外公司设立太阳能、直接购电、电动机等一系列项目，推动能效提升。

图 13：公司推进能效提升项目



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14: 公司越南工厂单位能耗、单位成本大幅改善

项目	单位能耗 (千瓦时 / 双)			单位成本 (美金 / 双)		
	改善前	改善后	改善率	改善前	改善后	改善率
越南立川	1.05	0.69	34.40%	0.021	0.017	18.40%
越南宏福	0.97	0.45	53.90%	0.015	0.01	29.30%
越南正川	4.03	2.39	40.70%	0.179	0.176	1.50%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

因此公司通过多方位布局, 节能减排效果显著, 产品单位能耗、碳排放量持续下降, 且能耗水平领先于主要竞争对手。2021 年公司每双鞋单位能耗为 3.13 千瓦时, 而丰泰企业为 3.69 千瓦时。公司节能减排在保护环境的同时, 也进一步强化产品成本控制优势, 有助于拓展客户订单、得到更多品牌商认可。

图 15: 近年来公司单位能耗逐年降低



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 16: 近年来公司单位碳排放维持低位

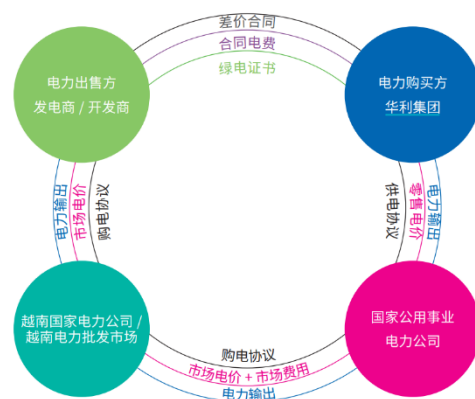


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

使用可再生能源方面, 公司率先大力推进生物质燃料的使用, 优化能源结构, 可再生能源比例处于较高水平。2015 年初公司制定锅炉燃料“去煤炭化”政策, 2017 年实现锅炉生物质燃料对煤炭的全面替代和使用。可再生电力方面, 公司积极推进光伏项目, 2021 年 3 月与道达尔合作第一期屋顶太阳能项目, 该项目容量为 1.71MWp, 预计年发电量达 200 万千瓦时, 折合温室气体减排量约 1700 吨, 2021 年底正式投入运行。公司计划 2024 年底完成 13-15MWp 容量的屋顶太阳能项目, 降低能耗成本。此外公司于 2021 年与越南两家可再生能源项目开发商达成直接购电协议项目合作意向, 在当地政府批准后可在 2035 年前实现 100%使用可再生能源目标, 每年减少温室气体排放约 35 万吨。

图 17：公司与道达尔合作屋顶太阳能项目


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

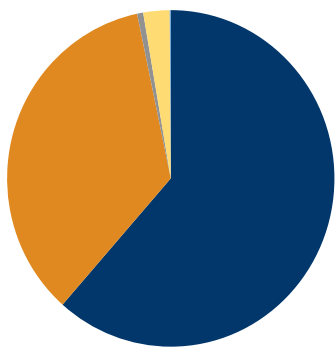
图 18：直接购电项目机制图


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

因此从能源使用结构来看，公司可再生能源比例处于领先水平，未来随着光伏、直接购电等项目推进，公司将进一步优化生产端能源结构，控制生产成本。2021 年公司生物质燃料占总能源使用比例已经达到 35.2%，而丰泰企业 2021 年 90.76% 的电力来源于外购非可再生能源。在交通运输方面，公司逐渐增加能耗最低的水路运输比例，2021 年公司原材料运输水路运输比例已经达到 54%，成品运输中水路运输比例更是高达 98%。

图 19：2021 年公司能源使用情况

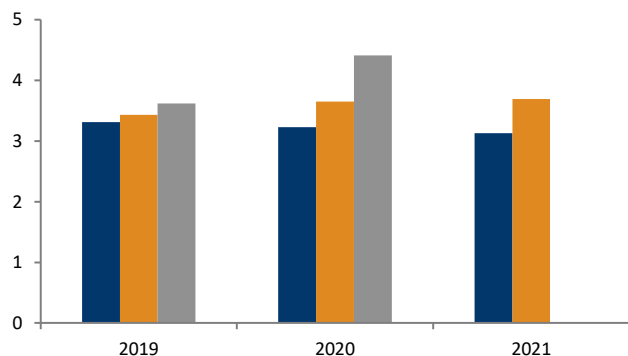
■ 电力 ■ 生物质燃料 ■ 汽油 ■ 柴油 ■ 液化石油气



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 21：不同公司单位产品能耗（单位：千瓦时/双）

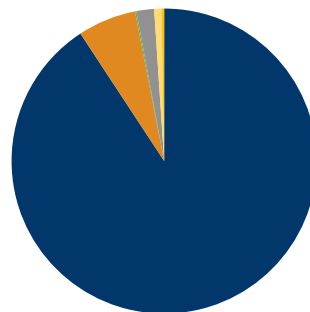
■ 华利集团 ■ 丰泰企业 ■ 裕元集团



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 20：2021 年丰泰企业能源使用情况

■ 外购非可再生能源电力 ■ 外购风力发电
■ 场内自设太阳能发电 ■ 液化石油气/天然气/丙烷
■ 柴油 ■ 汽油



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 22：2021 年公司运输方式占比

2021	原材料运输	成品运输
空运占比	4%	1.4%
陆运占比	42%	0.3%
海运占比	54%	98.3%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

发力循环经济，实现绿色发展，符合产业趋势

公司致力于发展循环经济，2020 年制定 2020-2025 可持续发展战略，对公司工厂废弃物和水管理工作进行指导和支持，希望通过参与可持续产品研发、落实可持续材料采购与使用以及执行废弃物最优处置方案等，达成公司“零废弃物，最少影响”的环境愿景。

图 23：公司循环经济关注项目及要素



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

可持续产品研发方面，公司致力于绿色产品的设计与研发，各开发中心人员实时参与品牌开发团队的讨论并提供意见。2021 年公司所开发的产品中 20%左右的型体使用到环境友好型材料，部分品牌开发型体环境友好材料的使用比例达到 70%，涉及 200 多家材料供应商。例如 NIKE 产品 W BLAZER MID '77 SE 使用到 11 种环保型材料、占比达到 21%。

绿色采购方面，公司采购部门执行可持续材料及材料本地化采购的策略，2021 年共与 1778 家供应商合作，其中越南当地供应商 851 家，占比为 47.9%，交易额占比为 35.6%。

绿色包装方面，公司减少一次性塑料袋的使用，并建议供应商提供可重复利用的包装材料、定期回收循环利用包装材料。2021 年公司工厂使用包装材料共计 6.14 万吨，其中持 FSC 认证的包装材料供应厂家占比达 97%，此外，材料运输周转过程所使用到的包装材料中，纸箱类废弃物占整体固废比例仅为 5.34%，同比减少 1.43PCT。

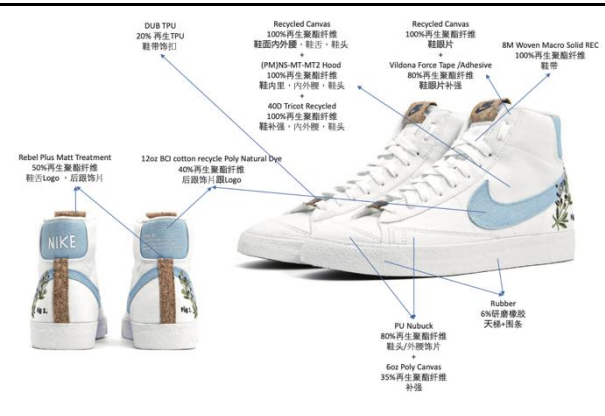
回收利用方面，公司工厂产生的一般固体废弃物，经过源头减量控制，按照厂内回收、闭环循环、下游循环、能源回收、填埋或焚烧等优先顺序，逐级进行处置。公司的终极目标是实现一般固废 100%产品转换，近年来公司及各工厂积极寻求相关技术及市场资源，并参与到品牌的相关可回收生产项目中，例如 2019 年公司生产 Converse 鞋的工厂参与到品牌“再生帆布”项目试点，进行纯色、纯天然棉质帆布边料的收集。

因此综合来看，公司通过全产业链、多环节的优化升级，废弃物回收率逐步提升，2021 年公司旗下各工厂的废弃物回收再利用达 46.0%，较 2019 年的 33.1%显著提升，其中一家工厂一般固废的回收利用率已达 90%。未来公司将投入更多资源，目标在 2035 年实现一般固体废弃物 100%产品转化，也符合品牌商、消费者更加注重产品回收、可持续发展理念，有助于拓展更多客户。

图 24：2019-2021 年公司废弃物回收处理比例

年份	再利用	回收处理	合计
2021	12.8%	33.2%	46.0%
2020	10.7%	32.5%	43.2%
2019	7.8%	25.3%	33.1%

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 25：公司研发的可持续产品


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

以人为本、安全为先，关注员工健康和职业发展

安全生产方面，公司总部制定 2020-2025 年的策略，通过充分利用外部资源、跨部门参与、专业团队和人才、业务整合等推进强化基础、预防事故和建设安全文化的活动，通过建立一个可预测、敏捷和具风险弹性的管理系统，实现健康安全目标，最终实现零事故的愿景。近年来公司持续增加在安全生产管理方面的投入，2021 年公司共投入 8838.08 万元，同增 291.97%。

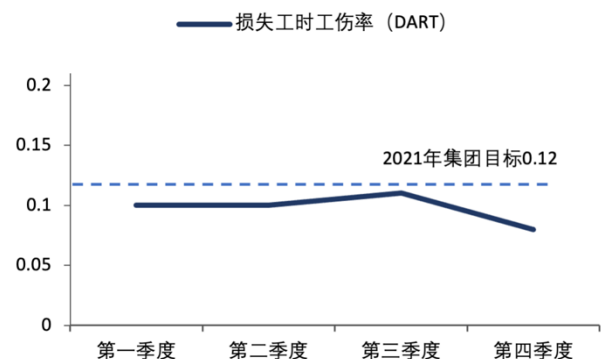
首先，公司旗下各工厂配备专责的安全管理团队，定期开展安全绩效检核和安全分享工作，同时采用灵活及多样化的方法提升员工的安全意识，定期组织员工进行应急演练。其次，公司总部定期组织 ESH 最佳实践分享会议，并邀请其它单位相关的人员参加，促进工厂 ESH 管理。公司将易造成人员伤亡和财产损失的项目定义为重点关注对象，并制定相应的管理指南。同时，公司总部每年对各工厂进行 ESH 评估，2021 年共发现问题 221 项，截至 2021 年年底，工厂已对发现的问题制定改善计划，并完成整改达 195 项。此外公司还设立相关制度进行危险源管理、变更管理、事故管理和设备管理。

在 2020 年新冠疫情发展之初，公司及时成立 COVID-19 防疫指导委员会和安全小组，制定并实施了有效的防疫措施，有效控制新冠疫情的影响，保护员工的安全健康，维持生产的稳定有序。

图 26：2019-2021 年公司安全生产投入

	2019	2020	2021
越南厂区 (万元)	3420.40	2199.44	8779.56
中国厂区 (万元)	50.76	55.35	58.52
集团总额 (万元)	3471.16	2254.79	8838.08

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 27：2021 年公司损失工时工伤率


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

针对员工职业健康，公司建立《职业健康管理程序》、《化学品管理程序》等管理制度，对不同的职业性有害因素进行管理，从源头控制和消除职业性有害因素，保护员工健康。

除此之外，公司十分注重员工权益保护。首先，公司在招聘过程中遵循公平公正、择优录取的理念，重视人才的多元化，注重男女平等，积极为残疾人创造工作机会。其次，公司严格遵守所在国法律法规，规范用工行为，严格执行国家有关休假的规定，并且采取多项措施维护女性员工的权益。再次，公司为了促进员工和管理者的沟通，建立一套有效的内部沟通交流机制，还采取了 CIQ（员工心声）等项目加强员工和工厂之间的交流沟通。最后，公司重视各类人才属性职业生涯发展需求，建构管理职、幕僚职等多轨发展制，针对不同目标族群设计合适的学习旅程和资源。

盈利预测与评级

我们预计 2022-2024 年公司收入为 214.34/257.81/292.05 亿元，同增 22.7%/20.3%/13.3%，归母净利润为 34.74/41.50/46.34 亿元，同增 25.5%/19.5%/11.7%。我们看好运动鞋服赛道长期成长性，公司作为运动鞋代工龙头，优势地位明显、业绩成长确定性强，长期发展空间大，维持“买入”评级。

表 1: 公司业绩与盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
总收入	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205
增速	-8.1%	25.4%	22.7%	20.3%	13.3%
归母净利	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
增速	3.2%	47.3%	25.5%	19.5%	11.7%
毛利率	23.9%	27.2%	27.3%	27.5%	27.6%
EPS	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

风险提示

生产区域较为集中风险：目前公司工厂主要位于越南，如果当地政治、经济、投资环境等发生重大变化，将对公司正常生产经营产生影响，从而影响业绩增长。

劳动力成本上升风险：公司竞争优势依赖于低人力成本，如果劳动力成本显著提升，公司未能合理规划和布局产能将影响竞争力及未来收入增长。

越南新冠疫情扩散风险：公司工厂主要位于越南，如果新冠疫情爆发，将影响公司正常生产经营和产能释放，对公司生产经营产生不利影响。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6,510	11,865	15,218	19,253	23,809
货币资金	2,438	4,408	6,829	9,620	13,020
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,770	2,487	2,976	3,509	4,063
预付账款	80	163	157	189	232
存货	2,088	2,671	3,138	3,788	4,325
其他	134	2,136	2,119	2,147	2,169
非流动资产	3,229	4,314	5,534	6,115	6,929
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,508	3,006	4,009	4,478	5,135
无形资产	200	279	372	436	514
其他	520	1,029	1,153	1,201	1,280
资产总计	9,738	16,179	20,752	25,368	30,738
流动负债	3,977	5,083	6,182	6,648	7,384
短期借款	1,496	1,876	1,876	1,876	1,876
应付票据	10	21	13	21	26
应付账款	1,307	1,814	2,048	2,475	2,863
其他	1,163	1,371	2,244	2,275	2,619
非流动负债	20	170	170	170	170
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	170	170	170	170
负债合计	3,997	5,253	6,352	6,817	7,554
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司	5,741	10,927	14,400	18,550	23,184
负债和股东权益	9,738	16,179	20,752	25,368	30,738

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205
同比	-8.1%	25.4%	22.7%	20.3%	13.3%
归属母公司净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
同比	3.2%	47.3%	25.5%	19.5%	11.7%
毛利率(%)	23.9%	27.2%	27.3%	27.5%	27.6%
ROE%	32.7%	25.3%	24.1%	22.4%	20.0%
EPS(摊薄)(元)	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97
P/E	—	37.55	23.09	19.33	17.31
P/B	—	9.51	5.57	4.32	3.46
EV/EBITDA	-0.32	23.39	14.90	12.73	10.78

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13,931	17,470	21,434	25,781	29,205
营业成本	10,605	12,712	15,592	18,684	21,131
营业税金	3	3	4	5	5
销售费用	65	65	107	129	146
管理费用	592	686	857	1,096	1,314
研发费用	209	234	429	516	584
财务费用	61	-46	-10	-4	-2
减值损失	-104	-134	-130	-110	-110
投资净收益	2	25	39	29	43
其他	11	-5	-3	-3	-2
营业利润	2,305	3,702	4,361	5,273	5,957
营业外收	-7	-17	-15	-15	-15
利润总额	2,299	3,684	4,346	5,258	5,942
所得税	420	917	872	1,108	1,307
净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
EBITDA	2,966	4,341	5,059	5,702	6,421
EPS(当年)(元)	1.61	2.37	2.98	3.56	3.97

现金流量					
单位:百万元					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,978	2,423	4,326	3,805	4,681
净利润	1,879	2,768	3,474	4,150	4,634
折旧摊销	509	571	614	350	397
财务费用	66	27	94	94	94
投资损失	-2	-25	-39	-29	-43
营运资金	414	-1,114	36	-887	-529
其它	113	196	147	128	128
投资活动	-836	-4,350	-1,812	-920	-1,187
资本支出	-611	-1,269	-1,851	-949	-1,230
长期投资	-227	-3,127	0	0	0
其他	2	47	39	29	43
筹资活动现金流	-1,213	2,805	-94	-94	-94
吸收投资	0	3,701	0	0	0
借款	48	418	0	0	0
支付利息或股息	-135	-1,197	-94	-94	-94
现金流净额	829	834	2,420	2,791	3,400

研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，七年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，四年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

评级说明

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。