

产能为基，客户为本，生产规模稳步扩张

2022 年 04 月 30 日

➤ **事件：公司发布 2021 年年报、2022 年一季报。**①2021 年，公司实现营业收入 174.70 亿/yoy+25.40% (剔除汇率变动影响, yoy+34.09%)，相较 2019 年同期增长 15.19%；实现归母净利润 27.68 亿/yoy+47.34% (剔除汇率变动影响, yoy+57.55%)，相较 2019 年同期增长 51.99%；实现扣非归母净利润 27.61 亿/yoy+47.21%，相较 2019 年同期增长 57.91%。②2021 年 Q4 公司实现营业收入 48.35 亿/yoy+33.46%；实现归母净利润 7.71 亿/yoy+37.39%；实现扣非归母净利润 7.64 亿/yoy+36.29%。③2022 年 Q1 公司实现营业收入 41.24 亿/yoy+11.39%；实现归母净利润 6.48 亿/yoy+12.40%；实现扣非归母净利润 6.38 亿。

➤ **运动休闲鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他两大类产品营收实现新高。**受益于越南工厂正常开工运营、全球运动鞋消费需求强、公司产品设计开发能力满足较多品牌需求、新建扩建工厂助力产能扩张、自动化推行、新品牌合作顺利推进等因素，2021 年，公司各类产品营收均有恢复，运动休闲鞋及运动凉鞋/拖鞋及其他营收增长超越 2019 年同期表现实现营收新高。公司运动休闲鞋营收 142.11 亿/yoy+25.94%，相较 2019 年同期增长 20.01%；户外靴鞋营收 15.83 亿/yoy+6.16%，相较 2019 年同期下降 22.68%；运动凉鞋/拖鞋及其他营收 16.37 亿/yoy+46.60%，相较 2019 年同期增长 31.52%。

➤ **公司产能主要分布于东南亚地带，人力成本较低且享受政策红利。**公司生产基地主要分布于越南，在多米尼加有小型工厂，预备 2022 年在缅甸及印度尼西亚新建工厂，越南、缅甸等东南亚国家劳动力充足、人力成本相对较低，且为鼓励国外企业投资，拥有行政审批手续简化、投资政策优惠等便利，适合进行产能布局。

➤ **公司采用 ODM 代工模式生产，与多个品牌客户建立长期合作关系。**公司采用 ODM 进行生产，通过其完整的产业链条，快速响应运动鞋下游品牌客户的需求，将品牌客户创意转化为舒适耐用、功能性强、可以量产且成本可接受的实际产品，目前与 NIKE、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour 等客户建立了长期且稳定的合作关系。

➤ **投资建议：**作为全球领先的运动鞋履制造商，(1)公司以国内为研发及贸易中心，越南中北部为生产中心，向缅甸、多米尼加、印度尼西亚扩张产能，享受规模效应带来的成本优势；(2)公司产业链条完整且不断尝试扩展、自动化设备在生产流程中应用的越来越多，成本结构将不断改进；(3)公司与全球多个知名运动鞋品牌达成长期合作，拥有稳定的客户资源，需求端难受抑制；(4)随特效药及疫苗研发不断推进，全球疫情防控逐步进入常态化，居民运动受疫情影响逐步减小，运动鞋行业发展有望得到进一步提振。我们预测 2022-2024 年公司营收为 214.88/260.47/308.96 亿元，同比+23%/+21%/19%；归母净利润为 34.5/41.4/49.6 亿元，同比+24%/20%/20%，对应 PE 为 23X/19X/16X，首次覆盖，给予“推荐”评级。

➤ **风险提示：**疫情反复风险、汇率变动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	17470	21488	26047	30896
增长率 (%)	25.4	23.0	21.2	18.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	2768	3445	4143	4959
增长率 (%)	47.3	24.5	20.2	19.7
每股收益 (元)	2.37	2.95	3.55	4.25
PE	29	23	19	16
PB	7.3	6.1	5.1	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格：

68.72 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

研究助理：邓奕辰

执业证号：S0100121120048

电话：13585520099

邮箱：dengyichen@mszq.com

目录

1 产能为基，客户为本，生产规模稳步扩张	3
1.1 公司概况：专业运动鞋厂商，完整产业链为 ODM 生产赋能	3
1.2 经营概况：营收利润创新高，各产品毛利率快速提升	6
2 盈利预测与投资建议	12
2.1 盈利预测假设与业务拆分	12
2.2 投资建议	13
3 风险提示	14
插图目录	16
表格目录	16

1 产能为基，客户为本，生产规模稳步扩张

1.1 公司概况：专业运动鞋厂商，完整产业链为 ODM 生产赋能

华利集团是全球领先的专业运动鞋制鞋厂商，为 Nike、Converse、Columbia 等多个国际著名运动鞋品牌提供产品开发、设计及制造服务，目前覆盖鞋履种类包括运动休闲鞋、户外凉鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他。公司在国内建立研发及贸易中心，在越南等国布置加工制造基地，已形成完整的运动鞋代工生产链条。

图 1：公司子公司主要聚集于东南亚及东亚



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 2：公司越南厂区基本情况



资料来源：公司官网，民生证券研究院

追溯公司历史，其发展历程可以分为四个阶段：

前身发展-业务初始期（1990-1998）：

张聪渊先生与合作伙伴成立良兴实业有限公司，于 1995 年在港上市，并于 1997 年更名为新沣集团，主营鞋履制造业务，期间成为 Teva 及 Converse 等知名运动品牌的稳定代工商，业务发展势头良好。

双线展开-架构铺设期（1999-2012）：

线路 1 新沣集团设立设计开发中心、鞋履模具制造厂逐步完善制鞋业务链条，并通过开设越南制鞋工厂将产能布局逐步向越南方向转移，期间 CONVERSE 业务成长迅速，逐渐成为硫化鞋制造商龙头企业，并与 VANS/Columbia/Hoka one one/Nike 等国际品牌展开深入合作。

线路 2：张聪渊先生子女开设多家制鞋工厂。

主要为 CONVERSE/VANS/TIMBERLAND/REEF/THENORTHFACE/TOMS 提供代工制造服务；

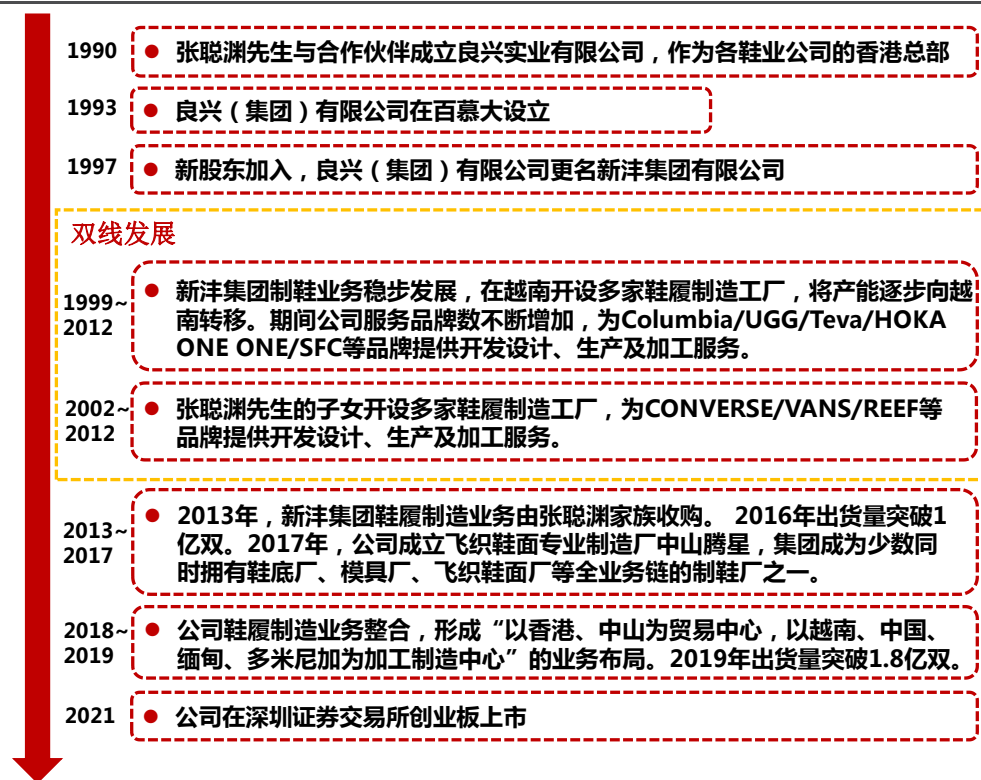
收购发展-产能扩张期（2013-2017）：

由于冷粘鞋逐渐取代硫化鞋成为市场主流、劳动力成本上涨、集团业务在新股东加入后逐渐向品牌运营及物业投资方向发展等原因，新沅集团鞋履制造业务由张聪渊先生收购，独立为华利集团，并继续扩张越南工厂数量强化生产产能，公司2016年产销量超过1亿双。

业务整合-产能突破期 (2018-至今):

公司于2017年成立自动化针织鞋面制造厂中山腾星完善业务链条，形成“以香港、中山为贸易中心，以越南、中国、缅甸、多米尼加为加工制造中心”的业务布局，2019年产销量成功突破1.8亿双。期间以华利为中心，将家族旗下业务进行股权整合，后于2021年4月成功上市。

图3：公司发展历史



资料来源：公司公告，民生证券研究院

张聪渊先生为公司实控人，公司前十大股东持股比例达92.73%。公司第一大股东为俊耀集团，持股比例达84.85%，第二大股东为中山泓霆，持股比例为2.63%；其余股东持股比例较低，包括投资合伙企业、战略配售计划及基金等。张聪渊家族持有俊耀集团及中山泓霆的全部权益。

表 1：公司前十大股东（万股）

股东名称	持股数	持股比例
俊耀集团有限公司	99026	84.85%
中山泓鑫鞋业有限公司	3066	2.63%
深圳永诚资管-深圳市永诚伍号投资合伙企业	1617	1.39%
深圳永诚资管-深圳市永诚陆号投资合伙企业	1292	1.11%
兴证资管鑫众华利股份 1 号员工战略配售集合资产管理计划	1127	0.97%
农银汇理策略收益一年持有期混合型证券投资基金	466	0.40%
富国天益价值混合型证券投资基金	441	0.38%
广发稳健增长证券投资基金	429	0.37%
国家第一养老金信托公司 - 自有资金	401	0.34%
中国保险投资基金（有限合伙）	334	0.29%
合计	108198	92.73%

资料来源：Wind，民生证券研究院

公司采用 ODM 代工模式生产，将客户创新转化为实际产品。运动鞋代工厂在代工模式可以分为两大类：普通代工厂使用 OEM（Original Equipment Manufacturer）生产，设计图完全依照厂商设计进行加工；而产业链整合完整的综合性代工厂采用 ODM（Original Design Manufacturer）生产，代工厂不仅仅是单独的图纸加工，还可为客户提供产品研发、设计制造到后期维护全部服务，客户只需告知产品构思、功能及性能要求即可。公司拥有位于中山的开发设计业务中心及越南、缅甸、多米尼加等地的多个加工制造中心，已形成完整的 ODM 生产链条，拥有模具、制程、鞋底及编织等多类技术，可根据客户的开发设计需求，对材料及工艺提出意见建议，将品牌客户创意转化为舒适耐用、功能性强、可以量产、成本在可接受范围内的实际产品，公司对不同定位及价位的品牌产品均可提供 ODM 代工业务，与 NIKE、VF、Deckers、Puma、Columbia、Under Armour 等客户建立了长期且稳定的合作关系。

表 2：公司服务客户数量多、合作时间长且覆盖多个价格区间

品牌名称	商标	开始合作时间	主流鞋履售价区间（人民币：元）	品牌定位
CONVERSE		1995	349-1099	复古、流行与环保
TEVA		1997	50-600	户外运动凉鞋
UGG		2001	899-1299	高端休闲时尚
VANS		2004	569-639	极限运动潮流
Columbia		2009	479-1399	休闲运动
HOKA ONE ONE		2011	1099-1399	高端专业跑鞋
Nike		2012	529-2449	体育运动
Puma		2013	499-1599	专业运动

Cole Haan		2014	300-1100	时尚潮流
Under Armour		2018	499-1299	高端专业运动

资料来源：各品牌官网，民生证券研究院

公司产能主要分布于东南亚地带，人力成本较低且享受政策红利。公司生产基地主要分布于越南，在多米尼加有小型工厂，预备 2022 年在缅甸及印度尼西亚新建工厂，越南、缅甸等东南亚国家劳动力充足、人力成本相对较低，且为鼓励国外企业投资，拥有行政审批手续简化、投资政策优惠等便利，适合进行产能布局。

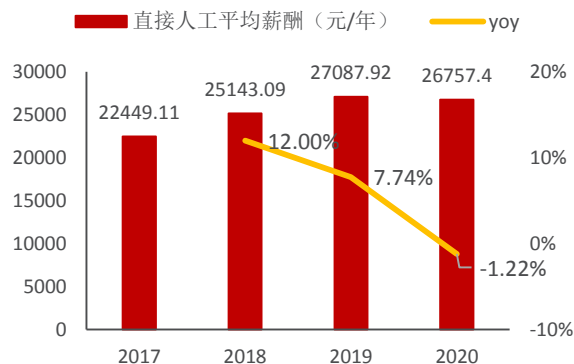
截至 2020 年 6 月末，公司直接生产人工平均数量达 100,962 人，直接人工平均薪酬为 13378.70/半年，直接人工平均人数 2017-2019 年增长较快，但 2020 年上半年受疫情影响裁员而有所下降；直接人工平均薪酬在 2017-2019 年处增长态势，2020 年略有下降，整体薪酬水平较低。公司拥有 15 家越南子公司，其中越南弘邦/越南弘欣分别在 2012/2020 年开始的 15 年内享受 10%企业所得税税收优惠，且两者在获利年度前四年免征所得税，九年减半征收企业所得税，两者在 2021 年缴纳所得税率分别为 5%/0%，而其他越南子公司企业所得税率为 20%。

图 4：公司直接人工平均人数及增速



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：公司直接人工平均薪酬及增速

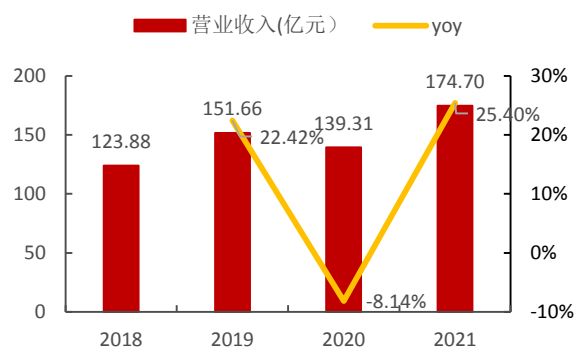


资料来源：公司公告，民生证券研究院
注：2020 年员工薪酬根据上半年薪酬推断得出

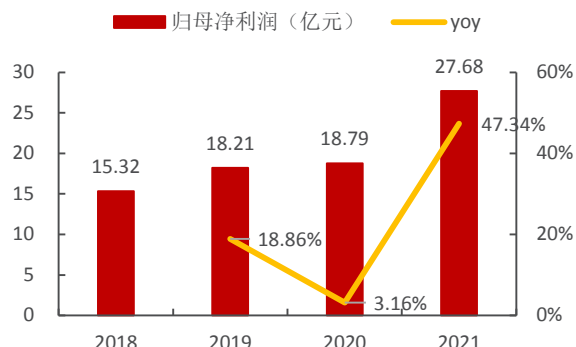
1.2 经营概况：营收利润创新高，各产品毛利率快速提升

营收显著回暖，利润表现优异。①2021 年，公司实现营收 174.70 亿/yoy+25.40%，相较 2019 年同期增长 15.19%；实现归母净利润 27.68 亿/yoy+47.34%，相较 2019 年同期增长 51.99%；实现扣非归母净利润 27.61 亿/yoy+47.21%，相较 2019 年同期增长 57.91%。②2021 年 Q4 公司实现营收 48.35 亿/yoy+33.46%；实现归母净利润 7.71 亿/yoy+37.39%；实现扣非归母净利润 7.64 亿/yoy+36.29%。③2022 年 Q1 公司实现营收 41.24 亿/yoy+11.39%；

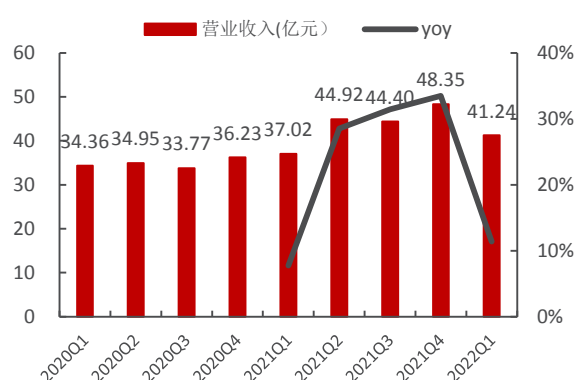
实现归母净利润 6.48 亿/yoy+12.40%；实现扣非归母净利润 6.38 亿/yoy+10.24%。

图 6：公司营业收入及增速


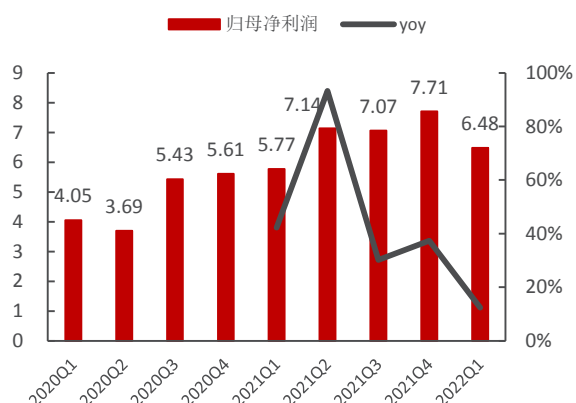
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：公司归母净利润及增速


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 8：公司营业收入及增速（单季度）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

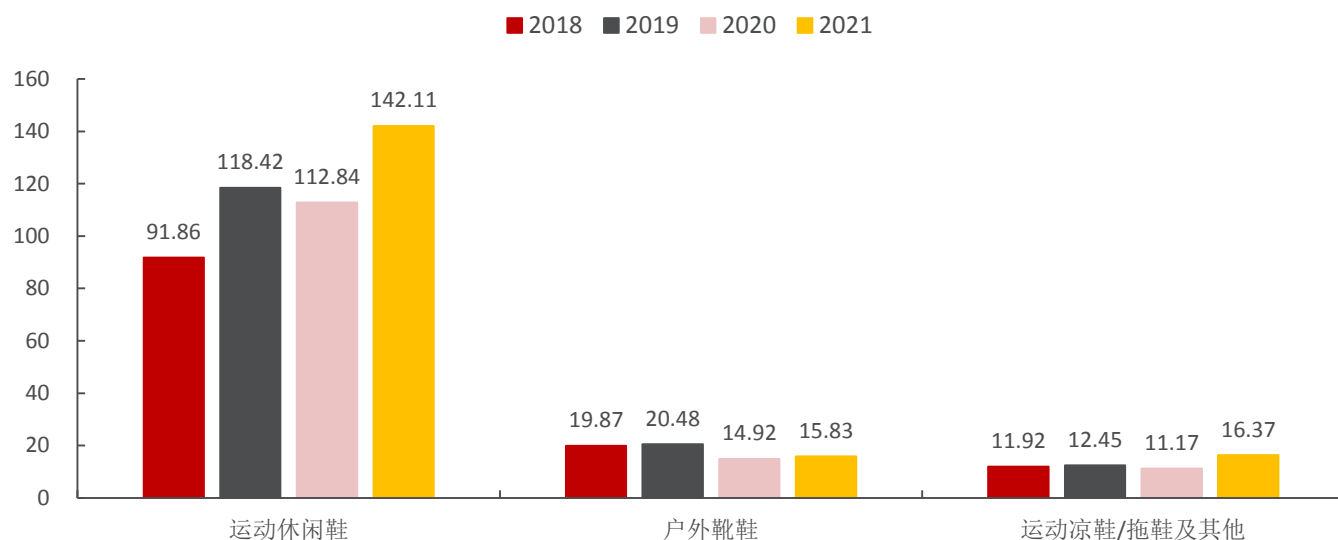
图 9：公司归母净利润及增速（单季度/亿元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

分产品来看，运动休闲鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他两大类产品营收实现新高。

受益于越南工厂正常开工运营、全球运动鞋消费需求强、公司产品设计开发能力满足较多品牌需求、新建扩建工厂助力产能扩张、自动化推行、新品牌合作顺利推进等因素，2021 年，公司各类产品营收均有恢复，运动休闲鞋及运动凉鞋/拖鞋及其他营收增长超越 2019 年同期表现实现营收新高。公司运动休闲鞋营收 142.11 亿/yoy+25.94%，相较 2019 年同期增长 20.01%；户外靴鞋营收 15.83 亿/yoy+6.16%，相较 2019 年同期下降 22.68%；运动凉鞋/拖鞋及其他营收 16.37 亿/yoy+46.60%，相较 2019 年同期增长 31.52%。

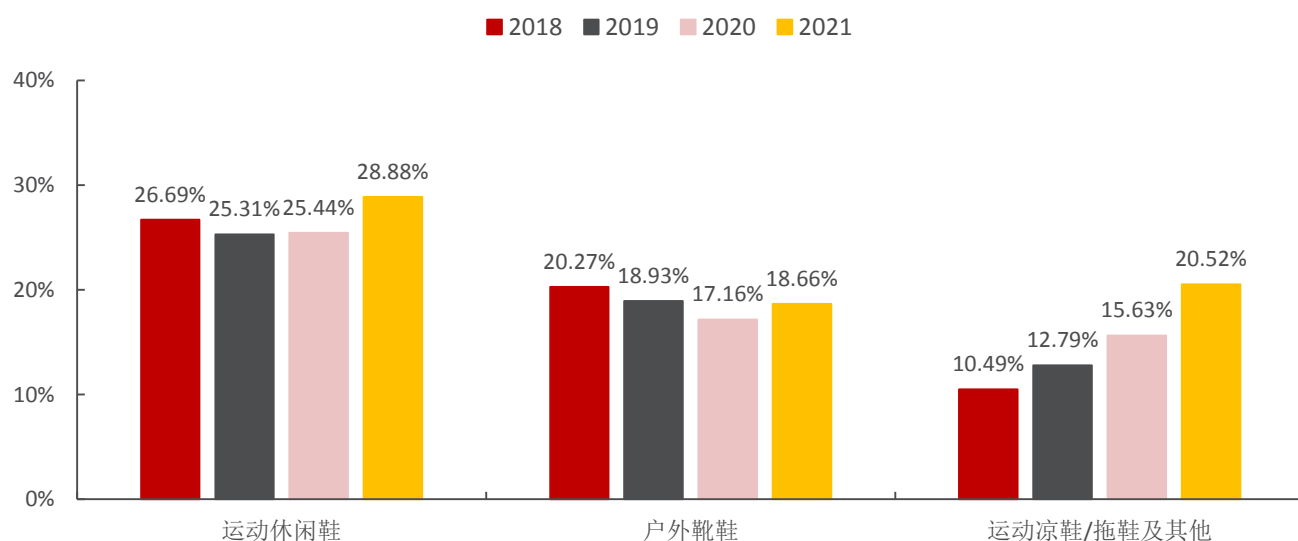
图 10：公司各类产品营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

各类产品毛利率均有所增长，运动凉鞋/拖鞋及其他表现最为显著。2021 年，公司运动休闲鞋产品毛利率为 28.88%，同比+3.44pcts；户外靴鞋毛利率为 18.66%，同比+1.50pcts；运动凉鞋/拖鞋及其他毛利率为 20.52%，同比+4.89pcts。运动休闲鞋产品 2021 年毛利率达到自 2018 年以来的最高位；户外靴鞋产品毛利率恢复态势较好，与 2019 年同期水平相接近；运动凉鞋/拖鞋及其他产品毛利率近年一直处于上升态势，2021 年增势最为显著。

图 11：公司各类产品毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2020 年及 2021 年的毛利率数据受销售费用中运输费及出口报关费用移动到营业成本影响，与 2018-2019 年毛利率数据可比程度下降，但仍可做客观参考。

分销售地区来看,2021 年各地区销售额快速增长,其他地区销售额恢复明显。

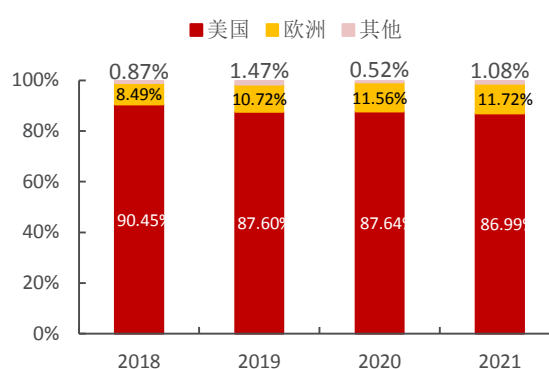
2021 年,美国地区销售额 151.97 亿元,同比增长 24.46%,较 2019 年同期增长 14.39%;欧洲地区销售额 20.47 亿元,同比增长 27.14%,较 2019 年同期增长 25.89%;其他地区销售额 1.88 亿元,同比增长 160.34%,已恢复至 2019 年同期的 84.47%。从销售额占比来看,美国地区占据销售额主导,但销售额占比由 2018 年的 90.45%下降到 2021 年的 86.99%,主要是欧洲地区销售额占比提升所致。

图 12：公司前五大客户销售额占比（2021 年）



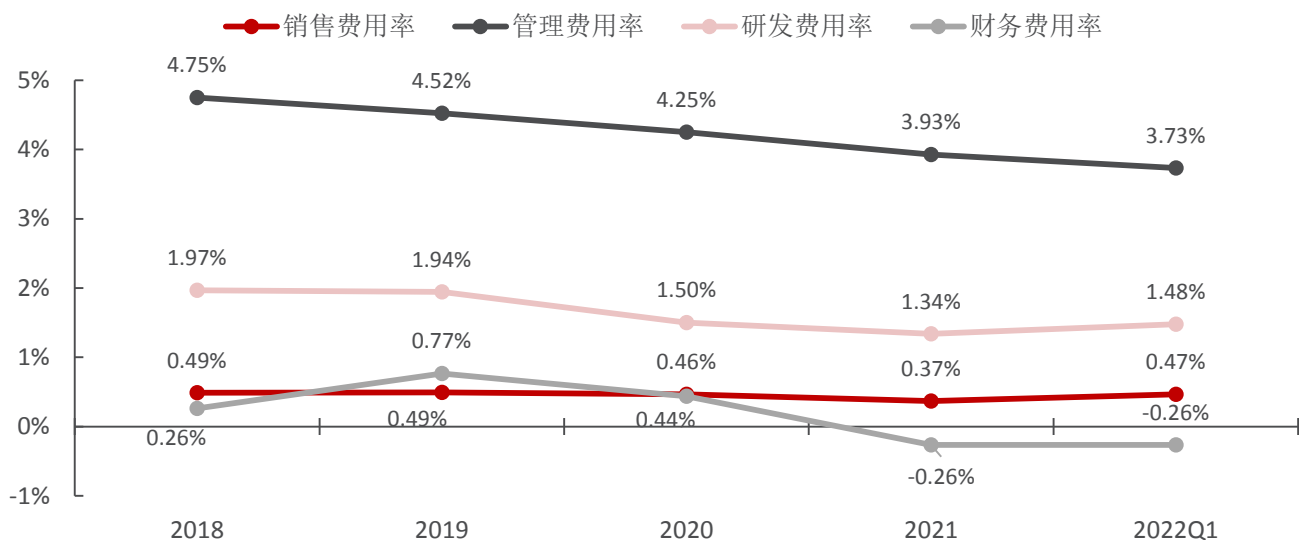
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 13：公司前五大客户销售额占比（2022 年 Q1）



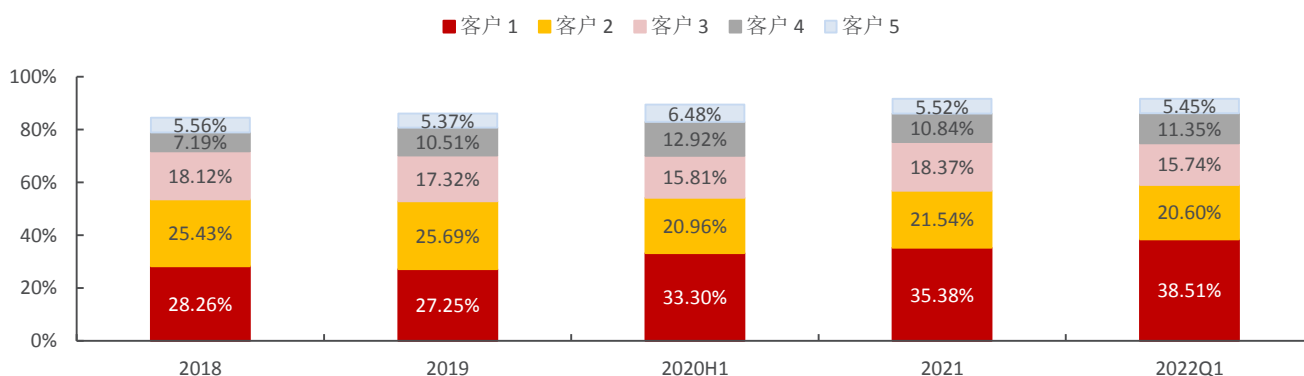
资料来源：公司公告，民生证券研究院

从各项费用率变动来看，2021 年，公司销售费用率为 0.37%，同比-0.09pcts，较 2019 年同期-0.12pcts；管理费用率为 3.93%，同比-0.33pct，较 2019 年同期-0.60pcts；研发费用率为 1.34%，同比-0.16pcts，较 2019 年同期-0.60pcts；财务费用率为-0.26%，同比-0.7pcts，较 2019 年同期-1.03pcts。销售、管理及研发费用率下降主要是 2021 年营收增长幅度大所致；财务费用率变化主要是因为前序重组存在较大规模借款，导致利息费用较高，2021 年关联借款利息支出减少，募集资金到账导致利息收入及汇兑收益增加所致。2022 年 Q1，公司销售费用率为 0.47%，同比-0.04pcts；管理费用率为 3.73%，同比-0.1pcts；研发费用率 1.48%，同比-0.08pcts；财务费用率-0.26%，同比-0.58pcts，销售费用、管理费用、研发费用相较去年同期均有所上升，但因营收增长幅度相对较大而使各项费用率减少；财务费用率为负，主要是一季度利息收入同比大幅增长所致。

图 14：公司各项费用率变动


资料来源：公司公告，民生证券研究院

从公司向客户额占营收的比例来看，前五大客户仍是公司销售额贡献主力。公司采取优质大客户策略，前五大客户销售占比极高，且近年稳定提供营收。2022 年 Q1，公司前五大客户销售额占比为 91.65%，与 2021 年全年持平，相较 2019 年全年+5.51pcts。具体来看，2022 年 Q1 前五大客户销售额占比分别为 38.51%/20.60%/15.74%/11.35%/5.45%，与 2020 年全年相比，客户 1 及客户 4 销售占比增加，客户 3 及客户 4 销售占比下降，但各个客户销售额占比整体维持稳定。

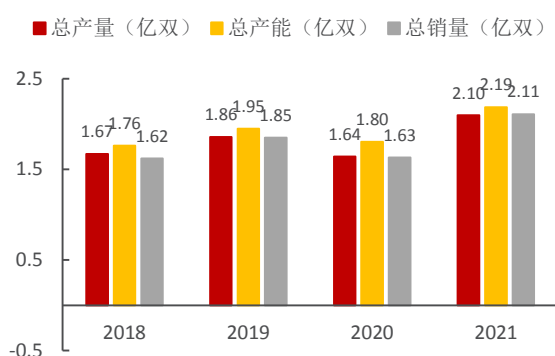
图 15：公司前五大客户销售额占营收比例


资料来源：公司公告，民生证券研究院

注：2020 年仅有半年数据

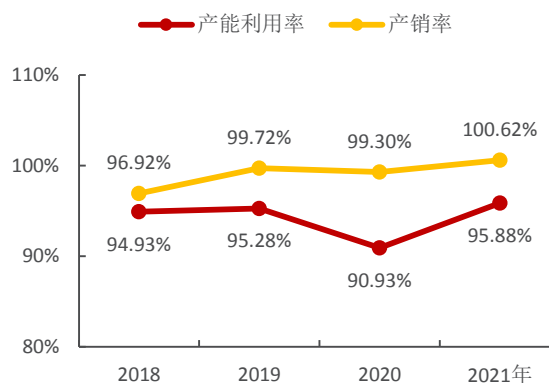
从公司运动鞋产能、产量及销量情况来看，2020 年疫情对公司工厂经营造成一定冲击，产能利用率受到较大影响，2020 年产能利用率为 90.93%，同比-4.35pcts。2021 年，得益于公司订单数增长、3 个新工厂投产、原有工厂新增及购置厂房及自动化设备推广，公司生产效率提升、生产规模扩大，产能、产量及销量恢复并超越 2019 年同期水平，产能利用率及产销率也大幅提升。2021 年公司总产能 2.19 亿双，同比+21.16%，较 2019 年同期+12.20%；总产量 2.10 亿双，同比+27.76%，较 2019 年同期+12.91%；总销量 2.11 亿双，同比+29.46%，较 2019 年同期+13.93%；2021 年产能利用率为 95.88%，同比+4.95pcts；较 2019 年同期+0.6pcts；产销率为 100.62%，同比+1.32pcts，较 2019 年同期+0.9pcts。

图 16：公司产能及销量基本情况（2021 年）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 17：公司产能利用率及产销率基本情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测假设与业务拆分

我们将公司营业收入分为运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他三部分，并通过销量及单价来预测各项业务未来发展。

从营收端来看，我们认为，2022-2024 年，(1) 疫情将逐步得到控制，下游品牌端需求增强将带动公司营收增长；(2) 新工厂投产、原有工厂新增及购置厂房使公司生产规模扩大；(3) 在生产中逐渐加大自动化设备应用，使公司生产效率得到提升；(4) 公司客户资源稳定，且不断尝试新客户拓展；因此，在需求端旺盛且发展前景好、产能稳定扩增的背景下，公司各业务营收将不断增长。

分产品观察，营收端分产品来看，

(1) 运动休闲鞋：运动休闲鞋产品是公司营收的主支撑点，且与多个合作品牌的主营业务方向相契合，在运动休闲鞋产品不断推动材料及结构创新的背景下，运动休闲鞋市场有望受益于科技进步红利，公司运动休闲鞋产品也有望保持高增速。

(2) 户外靴鞋：随疫情对全球影响逐步缩小，户外靴鞋产品表现将受益于全球旅游回暖。此外，国内露营、自驾游等旅游方式兴起的当下，我们认为公司客户或将加强户外靴鞋在国内市场的布局，因此户外靴鞋在短期有望迎来较高增长。

(3) 运动凉鞋/拖鞋及其他：该类产品应用场景较运动鞋及户外运动鞋相比较小，但凉鞋拖鞋更容易成为潮流化、个性化的单品，因此我们认为这类产品的市场需求仍将稳定增长，推动公司营收稳定提升。

从成本端来看，我们认为，(1) 越南人力资源成本近年不断增加，会导致变动成本不断提升；(2) 2022 年公司将在印度尼西亚、缅甸等地新建工厂，越南也将继续进行工厂扩建新建，新工厂若急于开工，生产人员对生产流程的不熟悉及生产设备未及时到位等可能因素将使新工厂成本与营收难以匹配。因此，总成本将有所提升，但是，考虑到公司逐步增加应用的自动化设备对成本结构有一定优化作用、新工厂度过爬坡期的时间较快等因素，成本增速相对营收增速将放缓，毛利率会不断回升。

表 3：公司各业务营收及成本、毛利率预测（单位：亿元）

	2021	2022E	2023E	2024E
总营收	174.70	214.88	260.47	308.96
Yoy	25.40%	23.00%	21.21%	18.62%
总成本	127.12	158.78	191.29	225.40
Yoy	19.86%	24.91%	20.47%	17.83%
毛利率	27.24%	26.11%	26.56%	27.05%

分业务拆分：

运动休闲鞋收入	142.11	178.21	220.51	266.60
Yoy	25.94%	25.40%	23.74%	20.90%
户外靴鞋收入	15.83	18.10	20.13	21.33
Yoy	6.16%	14.30%	11.24%	5.93%
凉鞋/拖鞋及其他收入	16.37	18.19	19.43	20.64
yoy	46.60%	11.10%	6.84%	6.25%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

2.2 投资建议

作为全球领先的运动鞋履制造商，(1)公司以国内为研发及贸易中心，越南中北部为生产中心，向缅甸、多米尼加、印度尼西亚扩张产能，享受规模效应带来的成本优势；(2)公司产业链条完整且不断尝试扩展、自动化设备在生产流程中应用的越来越多，成本结构将不断改进；(3)公司与全球多个知名运动鞋品牌达成长期合作，拥有稳定的客户资源，需求端难受抑制；(4)随特效药及疫苗研发不断推进，全球疫情防控逐步进入常态化，居民运动受疫情影响逐步减小，运动鞋行业发展有望得到进一步提振。

我们预测 2022-2024 年公司营收为 214.88/260.47/308.96 亿元，同比 +23%/+21%/19%；归母净利润为 34.5/41.4/49.6 亿元，同比 +24%/20%/20%，对应 2021-2024 年 PE 为 29X/23X/19X/16X，我们选取行业内其他针织及制造公司进行估值对比，可以发现华利集团在盈利规模，客户稳定性以及拓产能力上均有一定优势，当前估值处于合理水平。随着疫情防控得当，公司业务有望稳定发展，未来业绩存在超预期可能。首次覆盖，给予“推荐”评级。

表 4：可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
2313.HK	申洲国际	91.8	1.89	2.80	3.60	49	33	26
603558.SH	健盛集团	10.8	0.43	0.74	0.96	25	15	11
平均值						37	24	18
300979.SZ	华利集团	68.72	2.37	2.95	3.55	29	23	19

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；

注：申洲国际收盘价以港币计价，表中数据以人民币列示，港币兑人民币汇率为 0.8429。未覆盖可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价时间为 2022 年 04 月 29 日

3 风险提示

1) 疫情反复风险：全球疫情出现反复，影响运动鞋行业整体需求；越南疫情出现反复，对公司工厂运营造成影响。

2) 汇率变动风险：公司收入主要来自于海外，若人民币汇率变动幅度较大，容易对公司利润造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	17470	21488	26047	30896
营业成本	12712	15808	19041	22435
营业税金及附加	3	4	4	5
销售费用	65	80	99	120
管理费用	686	759	998	1214
研发费用	234	260	349	414
EBIT	3632	4579	5555	6707
财务费用	-46	-52	-62	-76
资产减值损失	-134	-156	-176	-193
投资收益	25	19	16	12
营业利润	3702	4495	5456	6600
营业外收支	-17	-18	-19	-20
利润总额	3684	4477	5437	6581
所得税	917	1032	1295	1622
净利润	2768	3445	4143	4959
归属于母公司净利润	2768	3445	4143	4959
EBITDA	4204	5174	6227	7457

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2024E
货币资金	4408	6562	8967	12073
应收账款及票据	2487	2841	3292	3752
预付款项	163	166	156	146
存货	2671	2966	3488	4018
其他流动资产	2136	2134	2131	2124
流动资产合计	11865	14668	18034	22112
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3006	3195	3326	3402
无形资产	279	358	435	505
非流动资产合计	4314	4533	4694	4792
资产合计	16179	19201	22728	26905
短期借款	1876	1876	1876	1876
应付账款及票据	1835	2206	2580	2974
其他流动负债	1371	1861	2441	3150
流动负债合计	5083	5943	6898	8001
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	170	170	170	170
非流动负债合计	170	170	170	170
负债合计	5253	6113	7067	8171
股本	1167	1167	1167	1167
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	10927	13088	15661	18734
负债和股东权益合计	16179	19201	22728	26905

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	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	25.40	23.00	21.21	18.62
EBIT 增长率	53.59	26.06	21.33	20.73
净利润增长率	47.34	24.47	20.24	19.70
盈利能力 (%)				
毛利率	27.23	26.44	26.90	27.39
净利润率	15.84	16.03	15.90	16.05
总资产收益率 ROA	17.11	17.94	18.23	18.43
净资产收益率 ROE	25.33	26.32	26.45	26.47
偿债能力				
流动比率	2.33	2.47	2.61	2.76
速动比率	1.78	1.94	2.09	2.24
现金比率	0.87	1.10	1.30	1.51
资产负债率 (%)	32.46	31.84	31.10	30.37
经营效率				
应收账款周转天数	51.97	48.25	46.13	44.32
存货周转天数	76.68	72.07	70.25	68.51
总资产周转率	1.08	1.12	1.15	1.15
每股指标 (元)				
每股收益	2.37	2.95	3.55	4.25
每股净资产	9.36	11.22	13.42	16.05
每股经营现金流	2.08	3.67	4.16	5.04
每股股利	1.00	1.10	1.35	1.62
估值分析				
PE	29	23	19	16
PB	7.3	6.1	5.1	4.3
EV/EBITDA	18.51	14.62	11.77	9.41
股息收益率 (%)	1.46	1.60	1.96	2.35

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	2768	3445	4143	4959
折旧和摊销	571	595	672	749
营运资金变动	-1114	55	-183	-62
经营活动现金流	2423	4289	4851	5886
资本开支	-1269	-834	-854	-870
投资	-3127	0	0	0
投资活动现金流	-4350	-815	-839	-858
股权募资	3701	0	0	0
债务募资	418	0	0	0
筹资活动现金流	2805	-1320	-1607	-1922
现金净流量	834	2154	2405	3106

插图目录

图 1：公司子公司主要聚集于东南亚及东亚	3
图 2：公司越南厂区基本情况	3
图 3：公司发展历史	4
图 4：公司直接人工平均人数及增速	6
图 5：公司直接人工平均薪酬及增速	6
图 6：公司营业收入及增速	7
图 7：公司归母净利润及增速	7
图 8：公司营收收入及增速（单季度）	7
图 9：公司归母净利润及增速（单季度/亿元）	7
图 10：公司各类产品营业收入（单位：亿元）	8
图 11：公司各类产品毛利率	8
图 12：公司前五大客户销售额占比（2021 年）	9
图 13：公司前五大客户销售额占比（2022 年 Q1）	9
图 14：公司各项费用率变动	10
图 15：公司前五大客户销售额占营收比例	10
图 16：公司产能及销量基本情况（2021 年）	11
图 17：公司产能利用率及产销率基本情况	11

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1：公司前十大股东（万股）	5
表 2：公司服务客户数量多、合作时间长且覆盖多个价格区间	5
表 3：公司各业务营收及成本、毛利率预测（单位：亿元）	12
表 4：可比公司 PE 数据对比	13
公司财务报表数据预测汇总	15

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。本报告清晰准确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
	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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001