



# 华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## Q2 盈利大幅改善，期待全年业绩表现

### 业绩简评

公司 8.17 披露 1H23 业绩，实现营收 92.12 亿元，同降 6.94%，实现归母净利润 14.56 亿元，同降 6.80%，美元口径均下滑约 13%；Q2 单季度实现收入 55.5 亿元，同降 3.9%，美元口径下滑约 10%；归母净利 9.7 亿元，同增+6.6%，美元口径约持平微降，符合预期。

### 经营分析

**ASP 提升带动收入增长，新品牌收入贡献亮眼。**分量价，公司 1H23 合计销售运动鞋 0.91 亿双，同比减少 20.87%，其中 Q2 单季度同比减少约 19%；人民币/美元口径单价分别同增 17.6%/9.8%，，主要受益于产品及客户结构改善。分客户，预计前五大客户 (Nike、Deckers、VF、PUMA、UA) 营收占比下降至 80%+，ON 等高单价新品牌放量，带动量稳、价升。

**控费能力显著，净利率保持稳健。**受品牌客户去库影响，公司 23H1 产能利用率下滑 9.1pct 至 86.0%，但由于公司灵活调整员工人数及工时，毛利率同比微降 1.7pct 至 24.6%，维持正常水平；同时期间费用率同降 1.13pct 至 4.19%，主要系绩效薪酬随销售减少带来费用优化、财务费用率受汇兑损益影响有所下降、税率下降等共同促进净利率维持 15.8% 较高水平。

**存货周转略微加快，营运指标表现良好。**公司 1H23 存货周转天数同比-1.24 天，应收账款周转天数同比+11.18 天，经营性净现金流同比+26%，整体营运水平健康。

**产能如期扩张，H2 有望恢复产销两旺。**公司越南、印尼新工厂建设有序推进，产能预计将于 H2 释放；同时叠加海外需求回暖、品牌去库完成，公司订单预计恢复快速增长，推动业绩提升。

### 盈利预测、估值与评级

公司与海外优质运动品牌深度绑定，需求承压下订单保持增长；供给端产能扩充驱动业绩提升。考虑到 1H23 海外需求疲软、品牌去库背景下公司订单仍将阶段性承压，2H 随产能投放、新老客户放量回归优质增长，预计 2023~2025 年公司实现归母净利润 32.1/41.6/50.9 亿元，对应 PE 分别为 20/15/13 倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

越南人力成本上、扩产节奏不及预、海外终端需求下滑。

### 纺织服装组

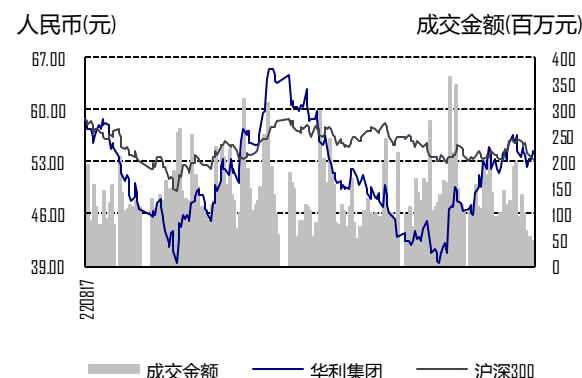
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：54.58 元

### 相关报告：

- 《华利集团公司点评：去库存影响延续，Q2 拐点可期》，2023.4.28
- 《华利集团公司点评：老客户稳健增长，看好新客户放量》，2023.4.23
- 《华利集团公司点评：逆势下经营稳健，优质产能扩张》，2023.3.2



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	20,620	25,961	31,375
营业收入增长率	25.40%	17.74%	0.25%	25.90%	20.86%
归母净利润(百万元)	2,768	3,228	3,210	4,157	5,091
归母净利润增长率	47.34%	16.63%	-0.55%	29.49%	22.45%
摊薄每股收益(元)	2.372	2.766	2.751	3.562	4.362
每股经营性现金流净额	2.08	3.00	1.19	2.82	3.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.33%	24.46%	21.23%	23.60%	24.63%
P/E	37.55	20.65	19.84	15.32	12.51
P/B	9.51	5.05	4.21	3.62	3.08

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,931	17,470	20,569	20,620	25,961	31,375
增长率		25.4%	17.7%	0.2%	25.9%	20.9%
主营业务成本	-10,474	-12,712	-15,250	-15,519	-18,944	-22,837
%销售收入	75.2%	72.8%	74.1%	75.3%	73.0%	72.8%
毛利	3,457	4,758	5,319	5,101	7,017	8,538
%销售收入	24.8%	27.2%	25.9%	24.7%	27.0%	27.2%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-6	-8	-9
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	-196	-65	-77	-82	-104	-126
%销售收入	1.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-592	-686	-772	-639	-987	-1,224
%销售收入	4.3%	3.9%	3.8%	3.1%	3.8%	3.9%
研发费用	-209	-234	-291	-309	-441	-533
%销售收入	1.5%	1.3%	1.4%	1.5%	1.7%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	2,457	3,770	4,175	4,064	5,477	6,646
%销售收入	17.6%	21.6%	20.3%	19.7%	21.1%	21.2%
财务费用	-61	46	65	-65	-214	-251
%销售收入	0.4%	-0.3%	-0.3%	0.3%	0.8%	0.8%
资产减值损失	-100	-141	-232	-94	-21	-23
公允价值变动收益	0	0	24	0	0	0
投资收益	2	25	68	0	0	0
%税前利润	0.1%	0.7%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	2,305	3,702	4,105	3,906	5,242	6,371
营业利润率	16.5%	21.2%	20.0%	18.9%	20.2%	20.3%
营业外收支	-7	-17	-15	0	0	0
税前利润	2,299	3,684	4,090	3,906	5,242	6,371
利润率	16.5%	21.1%	19.9%	18.9%	20.2%	20.3%
所得税	-420	-917	-862	-695	-1,085	-1,281
所得税率	18.3%	24.9%	21.1%	17.8%	20.7%	20.1%
净利润	1,879	2,768	3,228	3,210	4,157	5,091
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,879	2,768	3,228	3,210	4,157	5,091
净利率	13.5%	15.8%	15.7%	15.6%	16.0%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	1,879	2,768	3,228	3,210	4,157	5,091
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	609	713	974	607	580	627
非经营收益	77	56	-282	109	84	58
营运资金变动	414	-1,114	-417	-2,534	-1,529	-1,139
经营活动现金净流	2,978	2,423	3,503	1,393	3,292	4,637
资本开支	-611	-1,269	-1,669	-508	-780	-780
投资	-227	-3,127	-476	-200	0	0
其他	2	47	120	0	0	0
投资活动现金净流	-836	-4,350	-2,025	-708	-780	-780
股权募资	0	3,701	0	0	0	0
债权募资	48	418	-1,326	425	111	-867
其他	-1,260	-1,314	-1,397	-1,351	-1,747	-2,095
筹资活动现金净流	-1,213	2,805	-2,723	-926	-1,637	-2,962
现金净流量	829	834	-1,057	-241	876	895

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,438	4,408	3,620	3,349	4,203	5,083
应收款项	1,814	2,580	3,164	3,720	4,683	5,660
存货	2,088	2,671	2,464	4,583	5,595	6,745
其他流动资产	169	2,206	2,256	3,712	4,334	4,466
流动资产	6,510	11,865	11,504	15,364	18,815	21,953
%总资产	66.8%	73.3%	67.2%	73.7%	76.7%	78.8%
长期投资	5	148	194	194	194	194
固定资产	2,818	3,383	4,221	4,364	4,471	4,543
%总资产	28.9%	20.9%	24.7%	20.9%	18.2%	16.3%
无形资产	293	391	615	795	916	1,028
非流动资产	3,229	4,314	5,606	5,495	5,716	5,893
%总资产	33.2%	26.7%	32.8%	26.3%	23.3%	21.2%
资产总计	9,738	16,179	17,110	20,859	24,531	27,846
短期借款	1,496	1,919	733	1,158	1,269	402
应付款项	1,344	1,863	1,530	3,804	4,657	5,616
其他流动负债	1,137	1,300	1,480	696	932	1,116
流动负债	3,977	5,083	3,743	5,658	6,858	7,134
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	170	172	79	58	42
负债	3,997	5,253	3,915	5,738	6,915	7,176
普通股股东权益	5,741	10,927	13,195	15,122	17,616	20,670
其中：股本	1,050	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
未分配利润	3,201	4,557	6,341	8,267	10,761	13,816
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,738	16,179	17,110	20,859	24,531	27,846

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	1.789	2.372	2.766	2.751	3.562	4.362
每股净资产	5.468	9.363	11.307	12.958	15.095	17.712
每股经营现金净流	2.836	2.076	3.002	1.193	2.821	3.973
每股股利	0.000	0.000	0.000	1.100	1.425	1.745
回报率						
净资产收益率	32.72%	25.33%	24.46%	21.23%	23.60%	24.63%
总资产收益率	19.29%	17.11%	18.87%	15.39%	16.95%	18.28%
投入资本收益率	27.66%	21.95%	23.55%	20.52%	23.00%	25.20%
增长率						
主营业务收入增长率	-8.14%	25.40%	17.74%	0.25%	25.90%	20.86%
EBIT 增长率	4.65%	53.45%	10.75%	-2.66%	34.78%	21.34%
净利润增长率	3.16%	47.34%	16.63%	-0.55%	29.49%	22.45%
总资产增长率	1.30%	66.14%	5.75%	21.91%	17.60%	13.51%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.4	44.5	49.7	50.0	50.0	50.0
存货周转天数	76.2	68.3	61.4	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	48.7	44.8	39.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	65.7	62.8	64.9	61.9	46.5	35.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-16.40%	-39.90%	-37.00%	-27.68%	-27.98%	-32.30%
EBIT 利息保障倍数	40.3	-82.1	-64.6	62.6	25.6	26.5
资产负债率	41.04%	32.46%	22.88%	27.51%	28.19%	25.77%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-07-28	买入	63.45	N/A
2	2022-08-18	买入	60.44	N/A
3	2022-10-21	买入	46.46	N/A
4	2022-10-27	买入	44.49	N/A
5	2022-12-11	买入	53.49	N/A
6	2023-03-02	买入	58.05	N/A
7	2023-04-23	买入	47.28	N/A
8	2023-04-28	买入	46.42	N/A

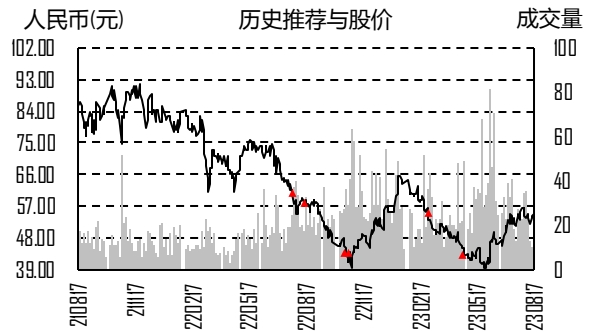
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



**【小程序】**  
国金证券研究服务



**【公众号】**  
国金证券研究