

华利集团(300979)

报告日期: 2023年08月17日

# 毛利率环比改善, 控费及汇兑收益带动净利率创新高

## ——华利集团点评报告

### 投资要点

#### □ 公司发布 23 年中报:

23H1 实现营业收入 92.12 亿元 (-6.9%), 归母净利润 14.56 亿元 (-6.8%), 净利率 15.80% (+0.02pct);

23Q2 实现营业收入 55.51 亿元 (-3.9%), 归母净利润 9.75 亿元 (+6.7%), 净利率 17.56% (+1.73 pct), 创单季度净利率新高。

#### □ 销量降幅环比收窄, ASP 维持高增长

23H1 运动鞋销量 0.91 亿双 (-20.9%), 主要系部分品牌客户仍处于去库存周期, 其中 23Q2 销量 0.52 亿双 (-17.8%), 较 Q1 的-25%有所收窄。

23H1 人民币 ASP 101 元 (+17.6%), 其中 23Q2 人民币 ASP 107 元 (+16.9%), 延续 Q1 的高增趋势。我们预计 ASP 高增主要来自: 1) 新客户 (ON、Reebok、Allbirds 等) 均价较高且占比提升; 2) 原有客户订单款式复杂化; 3) Q2 人民币贬值幅度较大。

#### □ 毛利率环比改善, 汇兑损益及控费贡献较大

23H1 毛利率 24.6% (-1.7pct), 下滑主要系产能利用率由去年同期的 95%降至 86%; 其中 Q2 毛利率 25.4% (-1.4pct), 环比改善 2.1pct。

23Q2 净利率 17.56% (+1.73 pct), 超预期主要来自: 1) 绩效薪酬减少带动管理费用率同比下降 1.7pct; 2) 财务费用率同比下降 0.7pp, 环比下降 2.8pp, 预计主要系 23Q2 汇兑收益较大带动。

#### □ 新工厂年内将陆续投产, 储备产能充足

截止 22 年底, 公司年产能达 2.38 亿双 (+9.1%), 其中越南三工厂产能爬坡顺利: 永山、威霖、弘欣月产能分别达到约 94/88/48 万双, 我们预计满产后单个工厂的月产能可达到 100 万双。此外, 公司的印尼新工厂将在 23 年开始投产, 未来将继续在越南、印尼、缅甸新建/扩建工厂, 产能储备充足。

#### □ 盈利预测及投资建议:

随着海外品牌去库存推进, 我们认为出口订单逐季改善趋势基本确认, 公司的毛利率将伴随产能利用率提升而进一步修复; 中长期来看, 华利产能储备充足、大客户成长性优异、新客户逐步放量, 有望实现稳健增长。

预计 23-25 年公司收入 206/237/272 亿元, 同比增长 0.1%/15.1%/14.7%, 归母净利润 32.1/36.9/42.3 亿元, 同比增长-1%/15%/15%, 对应 PE 20/17/15 倍, 公司壁垒突出, 成长路径清晰, 维持“买入”评级。

#### □ 风险提示: 汇率大幅波动, 下游去库存不及预期

### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉

执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨

执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强

执业证书号: S1230523080010  
zouguoqiang@stocke.com.cn

### 基本数据

收盘价	¥ 54.58
总市值(百万元)	63,694.86
总股本(百万股)	1,167.00

### 股票走势图



### 相关报告

- 《ASP 维持高增长, 单季净利率提升超预期》2023.08.03
- 《Q1 盈利受损超预期, 拐点预计留待 23H2》2023.04.28
- 《22Q4 如期承压, Nike 为全年量价提振主力》2023.04.22

### 财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20569.3	20583.9	23697.5	27190.3
(+/-) (%)	17.7%	0.1%	15.1%	14.7%
归母净利润	3228.0	3205.5	3686.3	4227.8
(+/-) (%)	16.6%	-0.7%	15.0%	14.7%
每股收益(元)	2.77	2.75	3.16	3.62
P/E	19.7	19.9	17.3	15.1

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>11,504</b>	<b>15,916</b>	<b>17,833</b>	<b>20,621</b>
现金	3,620	7,026	8,615	9,821
交易性金融资产	1,995	2,195	2,415	2,656
应收账款	3,115	2,676	3,099	3,930
其它应收款	50	167	82	204
预付账款	59	325	115	390
存货	2,464	3,327	3,308	3,421
其他	202	200	200	200
<b>非流动资产</b>	<b>5,606</b>	<b>5,315</b>	<b>5,812</b>	<b>6,290</b>
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,655	4,194	4,702	5,192
无形资产	437	426	414	403
在建工程	566	300	300	300
其他	949	395	395	395
<b>资产总计</b>	<b>17,110</b>	<b>21,231</b>	<b>23,644</b>	<b>26,912</b>
<b>流动负债</b>	<b>3,743</b>	<b>5,596</b>	<b>5,798</b>	<b>6,529</b>
短期借款	683	2,000	2,000	2,000
应付款项	1,490	1,920	1,987	2,499
预收账款	0	27	4	32
其他	1,570	1,648	1,807	1,998
<b>非流动负债</b>	<b>172</b>	<b>63</b>	<b>63</b>	<b>0</b>
长期借款	0	0	0	0
其他	172	63	63	0
<b>负债合计</b>	<b>3,915</b>	<b>5,659</b>	<b>5,861</b>	<b>6,592</b>
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,195	15,572	17,784	20,320
<b>负债和股东权益</b>	<b>17,110</b>	<b>21,231</b>	<b>23,644</b>	<b>26,912</b>

### 现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>3503</b>	<b>3524</b>	<b>3854</b>	<b>4185</b>
净利润	3228	3205	3686	4228
折旧摊销	564	277	306	334
财务费用	(173)	(54)	(22)	(36)
投资损失	(68)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(417)	(72)	(278)	(511)
其它	370	218	212	221
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2025)</b>	<b>1282</b>	<b>(983)</b>	<b>(1505)</b>
资本支出	1685	540	806	806
长期投资	147	0	0	0
其他	193	(1822)	177	699
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(2723)</b>	<b>(1400)</b>	<b>(1282)</b>	<b>(1475)</b>
短期借款	(1193)	1317	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1529)	(2717)	(1282)	(1475)
<b>现金净增加额</b>	<b>(1057)</b>	<b>3406</b>	<b>1589</b>	<b>(0)</b>

### 利润表

单位: 百万元	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>20569</b>	<b>20584</b>	<b>23698</b>	<b>27190</b>
营业成本	15250	15345	17583	20187
营业税金及附加	3	4	5	5
营业费用	77	78	90	103
管理费用	772	792	901	1033
研发费用	291	298	332	402
财务费用	(65)	(54)	(22)	(36)
资产减值损失	(227)	(150)	(180)	(180)
公允价值变动损益	24	0	0	0
投资净收益	68	50	50	50
其他经营收益	5	2	2	2
<b>营业利润</b>	<b>4105</b>	<b>4022</b>	<b>4681</b>	<b>5367</b>
营业外收支	(15)	(15)	(15)	(15)
<b>利润总额</b>	<b>4090</b>	<b>4007</b>	<b>4666</b>	<b>5352</b>
所得税	862	801	980	1124
<b>净利润</b>	<b>3228</b>	<b>3205</b>	<b>3686</b>	<b>4228</b>
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>3228</b>	<b>3205</b>	<b>3686</b>	<b>4228</b>
EBITDA	4589	4229	4950	5650
EPS (最新摊薄)	2.77	2.75	3.16	3.62

### 主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.74%	0.07%	15.13%	14.74%
营业利润	10.89%	-2.02%	16.39%	14.64%
归属母公司净利润	16.63%	-0.70%	15.00%	14.69%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.86%	25.45%	25.80%	25.76%
净利率	15.69%	15.57%	15.56%	15.55%
ROE	26.76%	22.29%	22.10%	22.19%
ROIC	22.89%	17.99%	18.54%	18.81%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	22.88%	26.66%	24.79%	24.49%
净负债比率	29.67%	36.34%	32.96%	32.44%
流动比率	3.07	2.84	3.08	3.16
速动比率	2.40	2.19	2.49	2.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.24	1.07	1.06	1.08
应收帐款周转率	7.27	7.00	8.00	7.50
应付帐款周转率	9.23	9.00	9.00	9.00
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	2.77	2.75	3.16	3.62
每股经营现金	3.00	3.02	3.30	3.59
每股净资产	11.31	13.34	15.24	17.41
<b>估值比率</b>				
P/E	19.73	19.87	17.28	15.07
P/B	4.83	4.09	3.58	3.13
EV/EBITDA	13.24	13.87	11.53	9.89

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>