

华利集团 (300979.SZ)

2023年08月18日

2023Q2 业绩环比改善，期待 H2 边际复苏

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2023/8/17
当前股价(元)	54.58
一年最高最低(元)	70.19/39.35
总市值(亿元)	636.95
流通市值(亿元)	79.73
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	1.46
近3个月换手率(%)	112.9

● **2023Q2 业绩环比改善，期待 H2 边际复，维持“买入”评级**

2023H1 公司收入 92.12 亿元 (-6.9%) 主要由于部分客户去库存影响订单，归母净利润 14.6 亿元 (-6.8%)。分季度看，2023Q2 业绩环比改善，旺季及追单导致出货增长带动毛利率降幅收窄，叠加期间费用率下降，2023Q1/Q2 收入 36.6/55.5 亿元，-11.2%/-3.9%，归母净利润 4.8 亿元/-25.8%、9.8 亿元/-6.7%。我们维持盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 31.8/38.2/45.4 亿元，对应 EPS 为 2.7/3.3/3.9 元，当前股价对应 PE 为 17.3/14.4/12.2 倍，继续维持“买入”评级。

● **2023H1 量减价增，预计 CR5 中耐克订单增长，前五大客户占比约 80%**

拆分量价：2023H1 销量/人民币单价分别为 0.91 亿双/101 元，-20.9%/+17.6%，Q1 及 Q2 销量/人民币单价分别-24.7%/+16.7%、-18.6%/+13%，单价在 2022Q1/Q2 已经提升 8.3%/19.3%的基础上进一步提升，主要系客户结构和产品结构持续优化，以及均价较高的新品牌占比进一步提升。**分客户：**预计前五大客户中耐克品牌增长，耐克集团订单增长好于集团总体，预计 CR5 收入占比有所下降，体现新品牌订单增长。**分品类：**运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋（拖鞋）及其他收入分别为 82.5 亿元/-2.0%、4.8 亿元/-28.3%、4.6 亿元/-41.9%。**分地区：**美国/欧洲/其他收入分别为 75.9 亿元/-10.3%、14.0 亿元/+12.9%、2.0 亿元/+13.2%。

● **Q2 毛利率跌幅收窄、控费及汇兑收益致净利率超预期，新工厂如期推进**

(1) 盈利能力：2023H1 毛利率-1.72pct 至 24.6%，期间费用率-1.13pct 至 4.2%，其中管理费用率-1.16pct，下降主要系营业额下降导致薪酬绩效-49%，所得税率-2.2pct 至 20%，净利率为 15.8%/同比持平。2023Q2 净利率+1.7pct 至 17.6%，明显改善主要系：Q1/Q2 毛利率-2.3pct/-1.4pct，较 Q1 跌幅收窄，同时 Q1/Q2 期间费用率+1.3pct/-2.3pct，费用率下降较多，其中 2023Q2 人民币贬值带来汇兑收益 1-1.1 亿元（预计增长+57%）致财务费用率-0.75pct、管理费用率-1.7pct。**(2) 营运能力良好：**截至 2023H1，存货+11%至 28 亿元，存货周转天数 72 天(+2.6 天)，应收周转天数 64.7 天 (+11.2 天)，经营性现金流净额+25.8%至 13.9 亿元，现金及现金等价物-27.6%至 28.1 亿元。**(3) 产能及规划：**截至 2023H1，公司总产能为 1.04 亿双，产能利用率 86% (-9.1pct)，员工人数 15.36 万人，较 2023Q1 及 2022 年底均减少约 2 千人，系人员自动流失。新工厂建设如期推进中，在建工程余额较 2022 年末增长 48%，预计 8 月及 10 月印尼/越南工厂投产。

● **风险提示：**下游客户去库存不及预期、欧美需求疲软。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	20,569	23,788	27,449
YOY(%)	25.4	17.7	-0.0	15.6	15.4
归母净利润(百万元)	2,768	3,228	3,182	3,822	4,538
YOY(%)	47.3	16.6	-1.4	20.1	18.7
毛利率(%)	27.2	25.9	25.2	26.0	26.5
净利率(%)	15.8	15.7	15.5	16.1	16.5
ROE(%)	25.3	24.5	19.4	19.5	19.1
EPS(摊薄/元)	2.37	2.77	2.73	3.28	3.89
P/E(倍)	19.9	17.1	17.3	14.4	12.2
P/B(倍)	5.0	4.2	3.4	2.8	2.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q2 控费及汇率致净利率超预期，毛利率环比改善—公司信息更新报告》-2023.8.3

《2023Q1 利润承压，静待去库后业绩恢复—公司信息更新报告》-2023.4.29

《2022Q4 销量受去库影响，2023 年产能储备静待需求恢复—公司信息更新报告》-2023.4.24

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11865	11504	16644	19141	23723
现金	4408	3620	9263	10185	13931
应收票据及应收账款	2487	3115	2367	3824	3485
其他应收款	93	50	86	82	106
预付账款	163	59	202	91	234
存货	2671	2464	3283	3064	4121
其他流动资产	2044	2198	1444	1895	1845
非流动资产	4314	5606	4871	5278	5577
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3006	3655	3310	3484	3646
无形资产	279	437	560	674	780
其他非流动资产	1029	1515	1000	1120	1152
资产总计	16179	17110	21515	24419	29300
流动负债	5083	3743	5017	4706	5376
短期借款	1876	683	1352	1304	1113
应付票据及应付账款	1835	1502	2249	1908	2781
其他流动负债	1371	1558	1416	1495	1482
非流动负债	170	172	121	154	149
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	170	172	121	154	149
负债合计	5253	3915	5137	4861	5525
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	4834	6778	9222	12601	16350
归属母公司股东权益	10927	13195	16378	19558	23775
负债和股东权益	16179	17110	21515	24419	29300

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2423	3503	4193	2904	4975
净利润	2768	3228	3182	3822	4538
折旧摊销	518	690	664	597	694
财务费用	-46	-65	-70	-76	-184
投资损失	-25	-68	-31	-24	-27
营运资金变动	-1114	-417	451	-1407	-27
其他经营现金流	322	136	-4	-8	-18
投资活动现金流	-4350	-2025	796	-1393	-897
资本支出	1277	1685	-423	279	281
长期投资	-3127	-329	0	0	0
其他投资现金流	-6200	-669	372	-1114	-616
筹资活动现金流	2805	-2723	655	-589	-333
短期借款	380	-1193	669	-48	-191
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	117	0	0	0	0
资本公积增加	3546	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1238	-1529	-14	-541	-142
现金净增加额	834	-1057	5643	922	3746

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17470	20569	20569	23788	27449
营业成本	12712	15250	15395	17603	20175
营业税金及附加	3	3	3	4	5
营业费用	65	77	78	83	93
管理费用	686	772	658	844	1043
研发费用	234	291	329	333	384
财务费用	-46	-65	-70	-76	-184
资产减值损失	-134	-227	-231	-226	-226
其他收益	4	5	5	5	5
公允价值变动收益	0	24	10	10	10
投资净收益	25	68	31	24	27
资产处置收益	-2	-0	2	2	2
营业利润	3702	4105	3993	4811	5752
营业外收入	8	3	3	3	3
营业外支出	26	17	17	17	17
利润总额	3684	4090	3978	4796	5737
所得税	917	862	796	974	1199
净利润	2768	3228	3182	3822	4538
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2768	3228	3182	3822	4538
EBITDA	4184	4712	4511	5181	6143
EPS(元)	2.37	2.77	2.73	3.28	3.89

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	25.4	17.7	-0.0	15.6	15.4
营业利润(%)	60.6	10.9	-2.7	20.5	19.6
归属于母公司净利润(%)	47.3	16.6	-1.4	20.1	18.7
获利能力					
毛利率(%)	27.2	25.9	25.2	26.0	26.5
净利率(%)	15.8	15.7	15.5	16.1	16.5
ROE(%)	25.3	24.5	19.4	19.5	19.1
ROIC(%)	21.2	22.6	17.3	17.4	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	22.9	23.9	19.9	18.9
净负债比率(%)	-21.7	-21.1	-47.8	-44.9	-53.5
流动比率	2.3	3.1	3.3	4.1	4.4
速动比率	1.7	2.3	2.6	3.4	3.6
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	8.2	7.3	7.5	7.7	7.5
应付账款周转率	8.1	9.1	8.2	8.5	8.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.77	2.73	3.28	3.89
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	3.00	3.59	2.49	4.26
每股净资产(最新摊薄)	9.36	11.31	14.03	16.76	20.37
估值比率					
P/E	19.9	17.1	17.3	14.4	12.2
P/B	5.0	4.2	3.4	2.8	2.3
EV/EBITDA	12.2	10.7	10.2	8.6	6.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn