

Q2 净利率历史新高主要来自汇率贬值贡献

华利集团(300979)

评级:	买入	股票代码:	300979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	68.37/39.16
目标价格:		总市值(亿)	636.95
最新收盘价:	54.58	自由流通市值(亿)	79.73
		自由流通股数(百万)	146.08

事件概述

2023H 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流净额分别为 92.12/14.55/14.36/13.88 亿元、同比提升 -6.94%/-6.80%/-6.09%/25.82%，符合公司业绩预告。我们估计，剔除汇率贬值贡献，23H1 收入同比下降 13.6%左右。经营性现金流净额低于净利主要由于存货及应收账款增加。23Q2 收入/归母净利/扣非净利分别为 55.51/9.75/9.64 亿元、同比增长-3.87%/6.66%/8.06%。

分析判断:

汇率贬值贡献单价高增长，运动休闲鞋市场韧性高。收入拆分：（1）从量价来看，上半年销量/产品平均单价为 0.91 亿双/101.03 元，同比增长-20.9%/17.6%，剔除汇率变化后单价同比增长 9.23%；拆分来看 Q1/Q2 销量分别为 0.39/0.52 亿元，同比下滑 23%/19%，降幅环比收窄，我们估计产能利用率由 Q1 的 54%提升至 Q2 的 69%，来自份额提升；价格增长 15%/19%，Q2 价格增长较高主要由于汇率贡献。（2）分品类来看，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他收入分别为 82.52/4.82/4.60 亿元，同比增长-2.0%/-28.3%/-41.9%。（3）分地区看，美国/欧洲/其他营业收入为 75.92/14.02/1.99 亿元，同比增长-10%/13%/13%。

毛利率同比下降，净利率保持稳定主要受益于管理费用率下降。（1）23H1 公司毛利率为 24.60%、同比降低 1.72PCT；23Q2 毛利率为 25.43%、同比降低 1.38PCT。但受益于贬值，23Q2 毛利率环比 23Q1 环比提升 2.09PCT。分产品来看，23H1 运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他的毛利率分别为 25.12%/18.66%/19.10%、同比下降 1.93/2.35/3.02PCT。（2）2023H1 净利率为 15.80%、同比提高 0.02PCT，从费用率来看，2023H1 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.43%/3.03%/1.59%/-0.86%、同比增加 0.01/-1.16/0.06/-0.04PCT，管理费用率下降主要由于绩效薪酬费用减少。投资净收益/收入下降 0.16PCT 至 0.21%；资产减值损失/收入同比下降 0.16PCT 至 0.91%；所得税率同比下降 0.56PCT 至 3.94%，主要由于递延所得税负债增加，由于境外子公司预计向境内母公司分配利润增加。（2）23Q2 净利率为 17.56%、同比增长 1.74PCT，净利率增长高于毛利率主要受益于管理及财务费用率下降，财务费用率下降主要由于汇兑损益。2023Q2 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.39%/2.79%/1.34%/-1.97%、同比下降 0.0/1.72/0.23/0.75PCT。

库存周转天数维持健康水平。2023H 公司存货为 28 亿元，同比减少 5.31%，存货周转天数为 68 天、同比减少 1 天。公司应收账款为 35.1 亿元、同比增加 3.2%，平均应收账款周转天数为 65 天、同比增加 11 天；公司应付账款为 15.8 亿元、同比减少 10%，平均应付账款周转天数为 40 天、同比减少 4 天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，我们认为 Q3 在客户去库存背景下销量反转的概率不大，单季销量同比转正的拐点可能要到 24Q1；（2）根据公司募投项目建设进度，23-24 年公司各新建项目预计开始投产，我们分析 23-24 年均为公司资本开支大年，从而毛利率可能受爬坡影响、有一定压力，但 25、26 年将有望享受产能爬坡红利，即未来公司产能有望进一步增长。我们判断，23 年产能贡献主要来自今年有望投产的印尼工厂、越南厂及收购的永川工厂贡献，我们测算，预计 23 年新增约 1660 万双产能、约 82%产能利用率。（3）尽管 NIKE 短期

存在一定影响，但中长期公司仍存在份额提升空间；且 ONRUNNING、HOKA 等新品牌仍有望贡献较快增长，未来也不排除继续有新客户拓展。

考虑下游仍在去库存阶段，维持 23-25 年收入预测 202/230/278 亿元，预计 23-25 年归母净利润 31.60/36.76/43.66 亿元，对应 23-25 年 EPS 预测 2.71/3.15/3.74 元，2023 年 8 月 17 日收盘价 54.58 元对应 PE 分别为 20/17/15X，考虑公司大客户仍存在份额提升空间、公司明后年仍有望快速扩产，维持“买入”评级。

风险提示

越南疫情反复风险；下游去库存晚于预期风险；投产进度晚于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	20,212	22,973	27,806
YoY (%)	25.4%	17.7%	-1.7%	13.7%	21.0%
归母净利润(百万元)	2,768	3,228	3,160	3,676	4,366
YoY (%)	47.3%	16.6%	-2.1%	16.3%	18.8%
毛利率 (%)	27.2%	25.9%	25.1%	25.4%	25.5%
每股收益 (元)	2.37	2.77	2.71	3.15	3.74
ROE	25.3%	24.5%	19.3%	18.4%	17.9%
市盈率	23.01	19.73	20.16	17.33	14.59

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,569	20,212	22,973	27,806	净利润	3,228	3,160	3,676	4,366
YoY (%)	17.7%	-1.7%	13.7%	21.0%	折旧和摊销	742	317	345	378
营业成本	15,250	15,139	17,142	20,710	营运资金变动	-417	353	-453	-639
营业税金及附加	3	4	5	6	经营活动现金流	3,503	3,987	3,725	4,278
销售费用	77	67	20	182	资本开支	-1,669	-828	-896	-859
管理费用	772	808	912	1,084	投资	-476	-435	-1,222	-1,944
财务费用	-65	-35	-63	-82	投资活动现金流	-2,025	-1,263	-2,118	-2,803
研发费用	291	243	322	417	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-227	-143	-158	-173	债务募资	4,312	-683	0	0
投资收益	68	0	0	0	筹资活动现金流	-2,723	-697	0	0
营业利润	4,105	3,854	4,483	5,324	现金净流量	-1,057	2,027	1,608	1,474
营业外收支	-15	0	0	0					
利润总额	4,090	3,854	4,483	5,324	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	862	694	807	958	成长能力 (%)				
净利润	3,228	3,160	3,676	4,366	营业收入增长率	17.7%	-1.7%	13.7%	21.0%
归属于母公司净利润	3,228	3,160	3,676	4,366	净利润增长率	16.6%	-2.1%	16.3%	18.8%
YoY (%)	16.6%	-2.1%	16.3%	18.8%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.77	2.71	3.15	3.74	毛利率	25.9%	25.1%	25.4%	25.5%
					净利率	15.7%	15.6%	16.0%	15.7%
					总资产收益率 ROA	18.9%	15.8%	15.3%	14.9%
					净资产收益率 ROE	24.5%	19.3%	18.4%	17.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	偿债能力 (%)				
货币资金	3,620	5,647	7,255	8,730	流动比率	3.07	4.03	4.50	4.69
预付款项	59	151	171	207	速动比率	2.40	3.14	3.61	3.81
存货	2,464	2,903	3,288	3,972	现金比率	0.97	1.65	1.88	1.85
其他流动资产	5,362	5,140	6,687	9,227	资产负债率	22.9%	18.1%	16.8%	16.7%
流动资产合计	11,504	13,842	17,401	22,135	经营效率 (%)				
长期股权投资	0	0	0	0	总资产周转率	1.20	1.01	0.95	0.95
固定资产	3,655	3,969	4,266	4,519	每股指标 (元)				
无形资产	437	466	560	622	每股收益	2.77	2.71	3.15	3.74
非流动资产合计	5,606	6,118	6,668	7,150	每股净资产	11.31	14.01	17.16	20.91
资产合计	17,110	19,960	24,069	29,285	每股经营现金流	3.00	3.42	3.19	3.67
短期借款	683	0	0	0	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款及票据	1,502	1,866	2,113	2,610	估值分析				
其他流动负债	1,558	1,566	1,752	2,106	PE	19.73	20.16	17.33	14.59
流动负债合计	3,743	3,432	3,866	4,716	PB	5.05	3.89	3.18	2.61
长期借款	0	0	0	0					
其他长期负债	172	172	172	172					
非流动负债合计	172	172	172	172					
负债合计	3,915	3,604	4,038	4,888					
股本	1,167	1,167	1,167	1,167					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	13,195	16,355	20,031	24,397					
负债和股东权益合计	17,110	19,960	24,069	29,285					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。