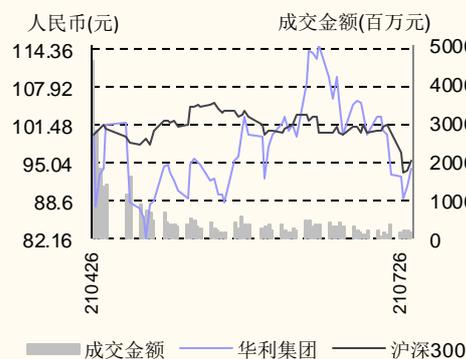


市场价格 (人民币): 94.17 元

## 二季度业绩超预期, 高景气龙头稳增长

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.67
已上市流通 A 股(亿股)	0.77
总市值(亿元)	1,098.96
年内股价最高最低(元)	115.10/82.16
沪深 300 指数	4850
创业板指	3460



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	18,431	23,067	28,324
营业收入增长率	22.42%	-8.14%	32.30%	25.16%	22.79%
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,652	3,368	4,137
归母净利润增长率	18.86%	3.16%	41.19%	26.97%	22.84%
摊薄每股收益(元)	1.734	1.789	2.273	2.886	3.545
每股经营性现金流净额	1.98	2.64	2.15	3.15	3.89
ROE(归属母公司)(摊薄)	43.69%	32.72%	33.73%	31.90%	29.83%
P/E	52.48	50.87	40.05	31.54	25.68
P/B	22.93	16.65	13.51	10.06	7.66

来源: 公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- **事件:** 公司 7 月 28 日发布业绩快报, 1H21 预计实现营业收入 81.97 亿元, 同比增长 18.27%, 其中 Q2 实现收入 45 亿元 (+29%); 1H21 实现归母净利润 12.91 亿元, 同比增长 66.59%, 其中 Q2 净利为 7.1 亿 (+93%)。若剔除人民币对美元汇率变动的影响, 公司 1H21 营业收入约同比增长 28.75%, 归母净利润约同比增长 81.35%, 业绩增长靓丽, 超出此前预期。
- **下游订单饱满, 核心客户增速超预期。** 公司前四大客户最新财季业绩亮眼, 反映公司订单增速乐观: 1) Nike 第四财季 (截止 5.31) 鞋履收入增速达 89%; 2) VF 第四财季整体收入 (截止 4.3) 增长 23%, 20 年受疫情影响有所下滑, 21 全年增速预计显著回升; 3) Deckers 第四财季 (截止 3.31) 收入增速为 49.7%, 其中 Hoka One One 收入同增 74.2%; 4) Puma 第二财季 (截止 6.30) 收入增速为 96%, 预计全年收入增速 20% 以上。
- **产品结构持续优化预计带动毛利率提升。** 公司上半年产能较为紧张, 限制规模小或下降的品牌订单, 优先对优质客户分配更多产能, Nike、Deckers 等收入占比预计进一步增加, 带动整体毛利率提升; 叠加公司积极加强自动化、人效提升, 盈利能力预计持续提升。
- **产能持续扩充、优化, 有望推动业绩提升。** 公司在越南的三个工厂越南永山、越南威霖、越南弘欣 2021 上半年均已投产, 并在印尼设立了制鞋工厂 Pt Adonia Footwear Indonesia、关闭了越南两个规模较小的工厂。随着产能的持续扩张、释放, 叠加公司产能利用率提升, 预计将推动业绩增长。

### 投资建议与风险提示

- **投资建议:** 需求端高景气赛道下客户订单持续增长、结构优化; 供给端产能扩充叠加产能利用率大幅回升驱动业绩增长。考虑到公司上半年业绩超预期、目前订单饱满, 下半年预计继续维持满产状态, 上调此前盈利预测, 预计公司 21-23 年 EPS 为 2.27/2.89/3.55 元 (分别上调 5%、6%、7%), 对应 PE 为 40/32/26 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 越南人力成本上升、汇率波动、海外疫情持续扩散等。

### 相关报告

1. 《华利集团 21 年一季报点评-盈利能力显著提升, 产能继续扩充》, 2021.4.30
2. 《华利集团新股深度-全球领先代工龙头, 强研发高效率业绩提升》, 2021.4.26

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,388</b>	<b>15,166</b>	<b>13,931</b>	<b>18,431</b>	<b>23,067</b>	<b>28,324</b>	货币资金	688	1,299	2,438	5,538	7,460	10,363
增长率		22.4%	-8.1%	32.3%	25.2%	22.8%	应收账款	1,777	2,263	1,814	2,727	3,413	4,190
<b>主营业务成本</b>	<b>-9,388</b>	<b>-11,605</b>	<b>-10,474</b>	<b>-13,766</b>	<b>-17,078</b>	<b>-20,960</b>	存货	1,904	2,283	2,088	2,713	3,365	4,130
%销售收入	75.8%	76.5%	75.2%	74.7%	74.0%	74.0%	其他流动资产	350	422	169	214	244	279
<b>毛利</b>	<b>3,000</b>	<b>3,561</b>	<b>3,457</b>	<b>4,665</b>	<b>5,989</b>	<b>7,364</b>	流动资产	4,719	6,266	6,510	11,192	14,481	18,962
%销售收入	24.2%	23.5%	24.8%	25.3%	26.0%	26.0%	%总资产	62.3%	65.2%	66.8%	77.1%	79.7%	83.5%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-5	-6	长期投资	0	6	5	5	6	8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,506	2,955	2,818	2,910	3,226	3,237
销售费用	-179	-229	-196	-271	-337	-397	%总资产	33.1%	30.7%	28.9%	20.0%	17.7%	14.3%
%销售收入	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	无形资产	248	270	293	408	460	503
管理费用	-589	-686	-592	-774	-946	-1,133	非流动资产	2,861	3,347	3,229	3,323	3,692	3,747
%销售收入	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	%总资产	37.7%	34.8%	33.2%	22.9%	20.3%	16.5%
研发费用	-244	-295	-209	-317	-429	-535	<b>资产总计</b>	<b>7,580</b>	<b>9,613</b>	<b>9,738</b>	<b>14,515</b>	<b>18,173</b>	<b>22,709</b>
%销售收入	2.0%	1.9%	1.5%	1.7%	1.9%	1.9%	短期借款	192	1,552	1,496	3,536	3,784	4,115
息税前利润 (EBIT)	1,987	2,348	2,457	3,299	4,273	5,294	应付款项	5,247	2,732	1,344	1,892	2,328	2,858
%销售收入	16.0%	15.5%	17.6%	17.9%	18.5%	18.7%	其他流动负债	665	1,151	1,137	1,223	1,503	1,870
财务费用	-32	-117	-61	-153	-314	-364	流动负债	6,105	5,435	3,977	6,651	7,616	8,843
%销售收入	0.3%	0.8%	0.4%	0.8%	1.4%	1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	80	109	100	77	89	89	其他长期负债	0	10	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>6,105</b>	<b>5,445</b>	<b>3,997</b>	<b>6,651</b>	<b>7,616</b>	<b>8,843</b>
投资收益	0	75	2	0	0	0	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,475</b>	<b>4,168</b>	<b>5,741</b>	<b>7,863</b>	<b>10,557</b>	<b>13,867</b>
%税前利润	n.a	3.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	106	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
营业利润	1,874	2,197	2,305	3,224	4,049	5,019	未分配利润	-434	1,353	3,201	5,323	8,017	11,326
营业利润率	15.1%	14.5%	16.5%	17.5%	17.6%	17.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-2	-7	0	0	0	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,580</b>	<b>9,613</b>	<b>9,738</b>	<b>14,515</b>	<b>18,173</b>	<b>22,709</b>
税前利润	1,872	2,195	2,299	3,224	4,049	5,019							
利润率	15.1%	14.5%	16.5%	17.5%	17.6%	17.7%	<b>比率分析</b>						
所得税	-340	-374	-420	-571	-681	-882		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税率	18.2%	17.0%	18.3%	17.7%	16.8%	17.6%	<b>每股指标</b>						
净利润	1,532	1,821	1,879	2,652	3,368	4,137	每股收益	1.459	1.734	1.789	2.273	2.886	3.545
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	1.405	3.970	5.468	6.738	9.047	11.882
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>1,532</b>	<b>1,821</b>	<b>1,879</b>	<b>2,652</b>	<b>3,368</b>	<b>4,137</b>	每股经营现金净流	1.498	1.978	2.642	2.151	3.155	3.891
净利率	12.4%	12.0%	13.5%	14.4%	14.6%	14.6%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.505	0.641	0.788
							<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	103.88%	43.69%	32.72%	33.73%	31.90%	29.83%
净利润	1,532	1,821	1,879	2,652	3,368	4,137	总资产收益率	20.21%	18.94%	19.29%	18.27%	18.53%	18.22%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	97.55%	33.99%	27.66%	23.81%	24.78%	24.26%
非现金支出	269	360	405	341	358	371	<b>增长率</b>						
非经营收益	44	61	77	214	240	259	主营业务收入增长率	23.77%	22.42%	-8.14%	32.30%	25.16%	22.79%
营运资金变动	-273	-165	414	-949	-653	-682	EBIT增长率	38.84%	18.14%	4.65%	34.29%	29.53%	23.88%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,573</b>	<b>2,077</b>	<b>2,774</b>	<b>2,258</b>	<b>3,313</b>	<b>4,086</b>	净利润增长率	38.49%	18.86%	3.16%	41.19%	26.97%	22.84%
资本开支	-754	-1,308	-611	-501	-725	-425	总资产增长率	9.97%	26.82%	1.30%	49.05%	25.21%	24.96%
投资	-7	-49	-227	0	-1	-1	<b>资产管理能力</b>						
其他	-65	-11	2	0	0	0	应收账款周转天数	45.0	47.6	52.4	53.0	53.0	53.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-826</b>	<b>-1,368</b>	<b>-836</b>	<b>-501</b>	<b>-726</b>	<b>-426</b>	存货周转天数	63.7	65.9	76.2	72.0	72.0	72.0
股权募资	160	1,085	0	0	0	0	应付账款周转天数	46.9	45.0	48.7	49.0	49.0	49.0
债权募资	594	1,340	48	2,039	249	330	固定资产周转天数	68.0	62.6	65.7	51.3	46.0	37.6
其他	-2,233	-2,738	-1,361	-696	-914	-1,087	<b>偿债能力</b>						
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-1,479</b>	<b>-312</b>	<b>-1,313</b>	<b>1,344</b>	<b>-665</b>	<b>-756</b>	净负债/股东权益	-33.62%	3.66%	-16.40%	-25.47%	-34.81%	-45.06%
<b>现金净流量</b>	<b>-732</b>	<b>397</b>	<b>625</b>	<b>3,100</b>	<b>1,921</b>	<b>2,903</b>	EBIT利息保障倍数	61.5	20.1	40.3	21.6	13.6	14.5
							资产负债率	80.54%	56.64%	41.04%	45.82%	41.91%	38.94%

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
买入	3	8	15	25	30
增持	0	3	5	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.27	1.25	1.29	1.00

来源：聚源数据

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。

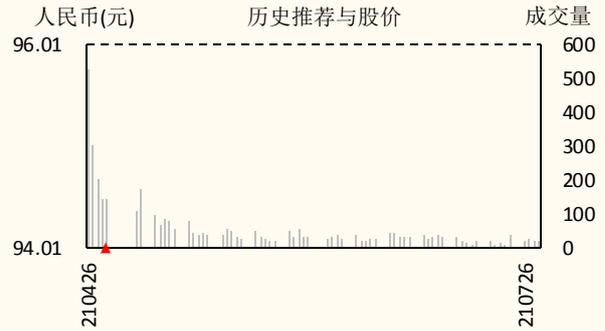
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-26	买入		87.20 ~ 87.20
2	2021-04-30	买入	94.01	87.00 ~ 87.00

来源：国金证券研究所



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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402