

## 华利集团 (300979.SZ)

2021年07月29日

## 2021H1 业绩表现亮眼，终端需求复苏推动订单增长

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

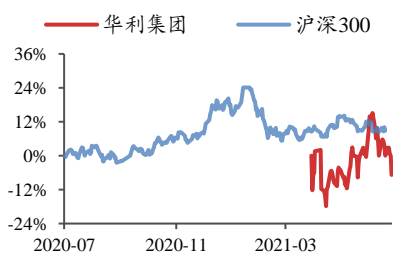
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/7/29
当前股价(元)	94.17
一年最高最低(元)	117.50/76.00
总市值(亿元)	1,050.42
流通市值(亿元)	1062.20
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	0.77
近3个月换手率(%)	367.74

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司首次覆盖报告-运动鞋代工龙头, A股“中洲国际”未来可期》  
-2021.5.5

### ● 2021H1 业绩表现亮眼, 公司长期竞争优势不变, 维持“买入”评级

2021H1 公司实现营收 81.97 亿元(+18.27%), 归母净利润 12.91 亿元(+66.59%), 剔除汇率影响后, 营收/利润端同比+28.75%/+81.35%, 除低基数影响外, 净利润增幅高于营收增幅主要系公司客户和产品结构持续优化、生产效率改善推动了毛利率大幅上升。中长期看, 公司凭借“强研发+高人效+快交付”的核心优势, 扩大现有客户份额的同时开拓新客户, 且产能扩张、精益生产的降本增效成果凸显。短期看, 受益于终端市场的持续景气, 核心客户的增长将带动全年订单增长。我们维持盈利预测, 预计 2021-2023 年净利润 25.9/33.0/40.0 亿元, 对应 EPS 为 2.22/2.83/3.40 元, 当前股价对应 PE 分别为 42.5/33.3/27.7 倍, 维持“买入”评级。

### ● 终端需求复苏推动公司核心客户订单增长, 客户结构优化提升 ASP

按季度拆分, 2021Q1/Q2 的收入、利润端同比增长 7.77%/28.59%、42.29%/93.36%, Q2 整体业务增长提速主要系消费需求复苏叠加全球供应链紧张: (1)需求端: 核心客户鞋类增长较快, Nike/Adidas/Deckers/Puma/UA 鞋类销售额同比分别增长 89%/31%/50%/27%/48%; (2)供给端: 疫情影响下海外产能供不应求, 而公司仍能根据未来订单需求积极扩张产能, 越南 3 个工厂 2021 年投产后在上半年已贡献小部分产能, 预计产能爬坡期约 1.5 年, 印尼工厂目前处于购置土地、新建厂房阶段, 预计 2022 年中期实现开工。公司预计 2021 年 Nike、Deckers 订单增速较大, 其他客户维持平均增速, 且由于 Deckers、On Running、Asics 的产品单价高于公司 ASP, 在产品结构、客户结构的持续优化下, 未来 ASP 有上涨趋势。

### ● 原材料涨价及海运影响较小, 自动化改善、精益生产的降本增效成果凸显

在原材料涨价、海运集装箱短缺、越南疫情的发展的挑战下, 公司生产持续提效推动成本降低。(1)采购端: 采用成本加成模式报价, 涨价成本由供应商及公司共同承担; (2)海运端: 海运费基本由客户承担; (3)生产端: 自动化改善和精益生产降本增效, 公司加强自动化推广, 要求各工厂按月提交自动化改善方案, 并坚持精益生产, 提高生产效率, 如硫化与冷粘鞋、各款型间的转换效率提升。

### ● 风险提示: 海外疫情恶化; 海外产能扩张不及预期; 新客户拓展不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	17,651	21,537	25,912
YOY(%)	22.4	-8.1	26.7	22.0	20.3
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,585	3,299	3,963
YOY(%)	18.9	3.2	37.6	27.6	20.1
毛利率(%)	23.5	24.8	25.8	26.3	27.5
净利率(%)	12.0	13.5	14.6	15.3	15.3
ROE(%)	43.7	32.7	31.0	28.4	25.4
EPS(摊薄/元)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
P/E(倍)	60.3	58.5	42.5	33.3	27.7
P/B(倍)	26.4	19.1	13.2	9.5	7.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6266	6510	12151	12584	19985
现金	1299	2438	5966	6019	11221
应收票据及应收账款	2231	1770	2887	2930	4153
其他应收款	32	44	91	41	122
预付账款	114	80	196	125	258
存货	2283	2088	2801	3267	4064
其他流动资产	307	90	210	202	167
<b>非流动资产</b>	3347	3229	3507	3811	4099
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2600	2508	2875	3173	3453
无形资产	182	200	199	196	192
其他非流动资产	565	520	432	441	454
<b>资产总计</b>	9613	9738	15657	16394	24084
<b>流动负债</b>	5435	3977	7203	4638	8363
短期借款	1552	1496	1080	1376	1317
应付票据及应付账款	1505	1317	2065	2036	2886
其他流动负债	2379	1163	4059	1226	4160
<b>非流动负债</b>	10	20	10	13	15
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	20	10	13	15
<b>负债合计</b>	5445	3997	7214	4652	8378
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1050	1050	1167	1167	1167
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158
留存收益	1354	3233	5818	9117	13080
<b>归属母公司股东权益</b>	4168	5741	8444	11743	15706
负债和股东权益	9613	9738	15657	16394	24084

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	2288	2978	4660	561	6072
净利润	1821	1879	2585	3299	3963
折旧摊销	463	509	496	508	619
财务费用	117	61	24	-19	-76
投资损失	-75	-2	-2	-2	-2
营运资金变动	-165	414	1564	-3230	1565
其他经营现金流	128	118	-7	6	2
<b>投资活动现金流</b>	-1368	-836	-807	-823	-887
资本支出	1329	622	290	298	288
长期投资	-88	-227	0	0	0
其他投资现金流	-127	-441	-518	-525	-599
<b>筹资活动现金流</b>	-340	-1213	-324	315	17
短期借款	1359	-55	-416	296	-59
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	944	0	117	0	0
资本公积增加	-17	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2627	-1157	-24	19	76
<b>现金净增加额</b>	608	829	3529	53	5202

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	15166	13931	17651	21537	25912
营业成本	11605	10474	13091	15866	18787
营业税金及附加	3	3	4	5	6
营业费用	229	196	353	409	466
管理费用	686	592	794	969	1166
研发费用	295	209	353	431	907
财务费用	117	61	24	-19	-76
资产减值损失	-103	-104	-132	-161	-193
其他收益	2	8	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	75	2	2	2	2
资产处置收益	-3	-1	-2	-2	-2
<b>营业利润</b>	2197	2305	3167	4041	4855
营业外收入	2	7	4	4	5
营业外支出	4	14	7	8	10
<b>利润总额</b>	2195	2299	3163	4037	4850
所得税	374	420	578	738	887
<b>净利润</b>	1821	1879	2585	3299	3963
少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归母净利润</b>	1821	1879	2585	3299	3963
EBITDA	2713	2825	3611	4440	5292
EPS(元)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	22.4	-8.1	26.7	22.0	20.3
营业利润(%)	17.2	5.0	37.4	27.6	20.1
归属于母公司净利润(%)	18.9	3.2	37.6	27.6	20.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.5	24.8	25.8	26.3	27.5
净利率(%)	12.0	13.5	14.6	15.3	15.3
ROE(%)	43.7	32.7	31.0	28.4	25.4
ROIC(%)	32.6	26.2	27.1	24.7	22.6
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	56.6	41.0	46.1	28.4	34.8
净负债比率(%)	6.1	-16.4	-58.7	-39.9	-63.5
流动比率	1.2	1.6	1.7	2.7	2.4
速动比率	0.7	1.1	1.2	1.9	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.3
应收账款周转率	7.7	7.0	7.6	7.4	7.3
应付账款周转率	8.0	7.4	7.7	7.7	7.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.61	2.22	2.83	3.40
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.55	3.99	0.48	5.20
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.92	7.13	9.96	13.36
<b>估值比率</b>					
P/E	60.3	58.5	42.5	33.3	27.7
P/B	26.4	19.1	13.2	9.5	7.0
EV/EBITDA	43.1	41.0	31.0	25.2	20.2

数据来源：贝格数据、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，属于机密材料，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16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