

公司研究

上半年业绩靓丽，客户和产品结构优化促毛利率提升明显

——华利集团（300979.SZ）2021年中报点评

增持（维持）

当前价：90.04元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.67
总市值(亿元):	1050.77
一年最低/最高(元):	76.00/117.50
近3月换手率:	15.64%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-0.71	0.37	-8.19
绝对	-5.63	-5.63	-5.63

资料来源：Wind

相关研报

上半年业绩超预期，关注越南疫情进展——华利集团（300979.SZ）2021年中期业绩快报点评（2021-07-29）

要点

21年上半年业绩靓丽，Q2增速环比Q1提升

公司发布2021年中报，实现营业收入81.95亿元人民币，同比增长18.23%，实现归母净利润12.91亿元，同比增长66.58%；扣非净利润12.98亿元、同比增66.99%；EPS1.19元，拟每股派息1元。由于公司业务主要是以美元报价和结算，合并报表以人民币计价，扣除人民币对美元汇率变动的影响后，21H1营业收入同比增长28.71%，归母净利润同比增长81.34%。

分季度来看，21Q1、21Q2收入分别同比增加7.77%、28.52%，归母净利润分别同比增加42.29%、93.24%，二季度订单转好、同比增速较一季度提升，同时公司净利率亦有逐季环比提升，Q1/Q2归母净利率分别为15.58%、15.89%，同比分别提升3.78/5.32PCT。

主要客户订单强劲增长，运动类产品增长突出

品牌客户方面，21年上半年公司大客户Nike公司（包含Nike品牌、Converse品牌）、Deckers、VF、Puma、Under Armour 占总收入比例分别为34.4%、20.0%、19.0%、11.7%、6.2%，收入分别同比增长（扣除汇率影响后）33%、63%、17%、16%、41%。前五大客户收入合计占比为91.2%，合计收入同比增33%。新品牌方面，ON和Asics订单在21H1已经出货、New Balance已经下达订单。

分品类来看，运动休闲鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他、户外靴鞋收入占比分别为81.4%、11.2%、7.4%，收入分别同比增15.45%、80.44%、-5.81%。

销量方面，上半年销售运动鞋产品1.02亿双、同比增长24.42%；推算单价亦有3%以上提升。

毛利率同比提升明显、费用率下降，所得税增加较多

21H1公司毛利率同比提升5.90PCT至28.63%，主要来自于公司持续推行优质大客户的经营策略，优化客户和产品结构，同时也积极推进精益生产和自动化，改善生产效率。分品类来看，运动休闲鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他、户外靴鞋毛利率分别为30.63%、22.41%、20.83%，分别同比+6.42、+11.35、+3.37PCT。

期间费用率同比下降1.88PCT至6.25%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.88%（同比-0.55PCT）、3.91%（-0.59PCT）、1.46%（-0.14PCT）、-0.01%（-0.59PCT）。

所得税费用同比大增164.96%至4.54亿元，主要系境外子公司向境内母公司分红致所得税增加。

经营净现金流同比减少54.61%至7.33亿元。

优质运动鞋履制造商经营稳健，期待业绩持续稳定增长

公司21年以来订单持续好转，收入端增长乐观，同时订单质量和经营效率提升，毛利率、净利率端均有同比上升；公司成品鞋制造工厂均位于境外、目前主要分布在越南北部和中部区域，公司将继续在越南、印尼、缅甸新建工厂，推进扩产。长期来看运动赛道景气度高，公司客户不断优化，且品牌对优质头部供应商更加重视和信赖，公司订单增长持续性较强。

短期方面，目前越南疫情对公司产能尚无直接影响，但需关注后续疫情防控进展、仍存在不确定性。拉长时间来看，疫情波动有望加速制造业优胜劣汰、集中度提升，公司作为头部制造商将受益。我们上调公司21~23年EPS为2.31、2.83、3.43元（较上次盈利预测上调8%、4%、4%），对应21年PE39倍，维持“增持”评级。

风险提示：国外疫情影响超预期同时影响公司需求和开工、人工成本上升、汇率大幅波动。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15,166	13,931	17,433	21,365	25,700
营业收入增长率	22.42%	-8.14%	25.13%	22.56%	20.29%
净利润 (百万元)	1,821	1,879	2,691	3,299	4,007
净利润增长率	18.86%	3.16%	43.24%	22.61%	21.44%
EPS (元)	1.56	1.61	2.31	2.83	3.43
ROE (归属母公司) (摊薄)	43.69%	32.72%	21.84%	24.50%	24.80%
P/E	58	56	39	32	26
P/B	22.7	16.5	8.5	7.8	6.5

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021-08-19

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,166	13,931	17,433	21,365	25,700
营业成本	11,605	10,474	12,576	15,589	18,727
折旧和摊销	393	418	483	587	700
税金及附加	3	3	3	4	5
销售费用	229	196	244	299	360
管理费用	686	592	741	908	1,092
研发费用	295	209	261	320	386
财务费用	117	61	11	57	58
投资收益	75	2	5	5	5
营业利润	2,197	2,305	3,499	4,077	4,950
利润总额	2,195	2,299	3,495	4,073	4,946
所得税	374	420	804	774	940
净利润	1,821	1,879	2,691	3,299	4,007
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,821	1,879	2,691	3,299	4,007
EPS(按最新股本计)	1.56	1.61	2.31	2.83	3.43

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,288	2,978	2,675	3,542	4,329
净利润	1,821	1,879	2,691	3,299	4,007
折旧摊销	393	418	483	587	700
净营运资金增加	3,421	360	1,205	1,183	1,298
其他	-3,348	321	-1,704	-1,527	-1,675
投资活动产生现金流	-1,368	-836	-1,416	-1,358	-1,358
净资本支出	-1,308	-611	-1,313	-1,313	-1,313
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-60	-225	-103	-45	-45
融资活动现金流	-340	-1,213	2,380	-2,210	-1,378
股本变化	944	0	117	0	0
债务净变化	1,359	-55	-1,496	0	0
无息负债变化	-2,020	-1,393	395	675	711
净现金流	608	829	3,639	-26	1,594

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	23.5%	24.8%	27.9%	27.0%	27.1%
EBITDA 率	19.2%	22.1%	24.1%	23.2%	23.2%
EBIT 率	16.2%	18.4%	21.3%	20.5%	20.5%
税前净利润率	14.5%	16.5%	20.0%	19.1%	19.2%
归母净利润率	12.0%	13.5%	15.4%	15.4%	15.6%
ROA	18.9%	19.3%	17.7%	19.4%	19.6%
ROE (摊薄)	43.7%	32.7%	21.8%	24.5%	24.8%
经营性 ROIC	27.7%	27.7%	29.5%	30.3%	31.3%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	57%	41%	19%	21%	21%
流动比率	1.15	1.64	3.84	3.41	3.48
速动比率	0.73	1.11	3.05	2.62	2.71
归母权益/有息债务	2.69	3.84	-	-	-
有形资产/有息债务	5.98	6.27	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	9,613	9,738	15,215	17,037	20,434
货币资金	1,299	2,438	6,077	6,051	7,645
交易性金融资产	100	0	0	0	0
应收帐款	2,231	1,770	2,416	2,961	3,562
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	32	44	52	64	77
存货	2,283	2,088	2,288	2,773	3,269
其他流动资产	207	90	90	90	90
流动资产合计	6,266	6,510	11,049	12,095	14,830
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,600	2,508	2,898	3,336	3,739
在建工程	355	310	607	756	831
无形资产	182	200	216	232	247
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	50	44	44	44	44
非流动资产合计	3,347	3,229	4,166	4,942	5,604
总负债	5,445	3,997	2,896	3,571	4,282
短期借款	1,552	1,496	0	0	0
应付账款	1,486	1,307	1,635	2,027	2,434
应付票据	0	10	0	0	0
预收账款	11	0	0	0	0
其他流动负债	18	0	0	0	0
流动负债合计	5,435	3,977	2,876	3,551	4,262
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	10	20	20	20	20
股东权益	4,168	5,741	12,319	13,466	16,152
股本	1,050	1,050	1,167	1,167	1,167
公积金	2,158	2,190	6,228	6,511	6,511
未分配利润	1,353	3,201	5,623	6,487	9,174
归属母公司权益	4,168	5,741	12,319	13,466	16,152
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	1.51%	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
管理费用率	4.52%	4.25%	4.25%	4.25%	4.25%
财务费用率	0.77%	0.44%	0.06%	0.27%	0.23%
研发费用率	1.94%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
所得税率	17%	18%	23%	19%	19%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	1.84	1.13	1.37
每股经营现金流	2.18	2.84	2.29	3.03	3.71
每股净资产	3.97	5.47	10.56	11.54	13.84
每股销售收入	14.44	13.27	14.94	18.31	22.02

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	58	56	39	32	26
PB	22.7	16.5	8.5	7.8	6.5
EV/EBITDA	34.3	32.3	24.4	20.8	17.2
股息率	0.0%	0.0%	2.0%	1.3%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE