

## 证券研究报告

## 公司研究

## 点评报告

华利集团 (300979.SZ)

投资评级 买入

汲肖飞 纺服&轻工行业分析师

执业编号: S1500520080003

邮箱: jixiaofei@cindasc.com

李媛媛 研究助理

邮箱: liyuanyuan@cindasc.com

### 相关研究

《铸就运动鞋制造龙头, 拥抱持续性  
华丽成长》2021.4

《运动赛道景气度高, 制造龙头业绩  
亮眼》2021.7

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

# 头部客户订单饱满, 供应链龙头增长加速

2021年8月20日

**事件:** 公司发布 2021 年中报, 2021H1 实现收入 81.95 亿元、同增 18.23%, 实现归母净利 12.91 亿元、同增 66.58%, 实现扣非净利 12.98 亿元、同增 66.99%, EPS 为 1.19 元。公司下游运动消费景气度高, 业绩持续快速增长。分拆来看, 2021Q2 公司收入 44.92 亿元、同增 28.52%, 归母净利 7.14 亿元、同增 93.24%, 21Q2 在低基数、下游订单旺盛等影响下增速环比提升。

### 点评:

- **供需格局变化利好头部供应商, 公司主要产品收入实现较快增长。**分产品来看, 2021H1 运动休闲鞋、户外鞋靴、运动凉鞋/拖鞋及其他收入为 66.55 亿元、6.08 亿元、9.14 亿元, 同增 15.45%、-5.81%、80.44%。2021 年后全球疫情防控效果有所显现, 下游运动鞋服消费持续修复, 公司主要客户业绩均实现较快增长。而疫情影响下全球运动鞋产能收缩, 且原材料涨价、海运集装箱持续紧张, 公司作为行业龙头运动休闲鞋、运动凉鞋/拖鞋订单实现快速增长。
- **主要客户订单保持增长, 公司积极新品牌客户。**分客户来看, 2021H1 公司前五大客户 Nike、Deckers、VF、Puma、Under Armour 实现收入 28.15 亿元、16.41 亿元、15.55 亿元、9.55 亿元、5.04 亿元, 同增 22.08%、50.01%、7.10%、6.63%、29.85%, 剔除汇率变动后收入增速为 32.89%、63.30%、16.59%、16.08%、41.36%。公司采用优质大客户战略, 整体产品开发能力、快速反应能力、产品控制能力较强, 主要客户订单持续快速增长, 其中 Nike、Deckers、UA 等高价格客户收入增速相对较高。此外公司积极拓展新客户, Asics、On Running 等新客户已经开始出货, New Balance 已经开始下单, 奠定长期发展基础。
- **运动鞋销量快速增长, 人民币升值导致平均价格同比下降。**2021H1 公司收入同增 18.23%, 剔除汇率影响同增 28.71%, 人民币升值导致报表收入增速相对较低。分量价来看, 2021H1 运动鞋销量 1.02 亿双、同比增长 24.42%, 下游客户订单快速增加, 产品销量增长, 产能利用率由 2020H1 的 85.69% 提升至 96.92%, 产能逐步饱和, 疫情对订单的影响基本消除; 2021H1 平均价格为 80.70 元/双, 同降 4.98%, 剔除汇率影响平均价格同增约 3.45%, 公司产品、客户结构优化, 剔除汇率影响后平均价格提升。
- **毛利率同比显著提升, 费用率、经营现金流净额同比下降。**1) 2021H1 公司毛利率同增 5.90PCT 至 28.63%, 公司产能利用率恢复、客户及产品结构优化, 毛利率同比提升, 其中 2021Q2 毛利率同增 6.45PCT 至 28.05%, 2020Q2 收入受疫情影响较大、毛利率相对较低。2) 2021H1 公司销售、管理、研发、财务费用率为 0.88%、3.91%、1.46%、-0.01%, 同增-0.56PCT、-0.59PCT、-0.14PCT、-0.60PCT, 公司收入规模扩大、费用率同比减小。3) 2021H1 公司经营现金流净额同降 54.61% 至 7.33 亿元, 主要由于经营性应收项目增加、支付的税费金额增加及收到的税

费返还减少。

- **运动鞋服景气度较高，公司作为头部供应链持续受益。**运动鞋服行业景气度持续较高，全球运动人群、体育产业规模快速增长，Euromonitor 数据显示，2020 年受疫情影响全球运动鞋服市场规模同降 15.7%至 1184 亿美元，预计 2025 年市场规模将增至 1899 亿美元，2020-25 年均增速为 9.9%。公司作为行业龙头订单持续饱满，与头部品牌紧密合作，并不断拓展新品牌，享受运动产业发展红利。公司持续扩张产能，上市后资金实力进一步强化，在印尼、越南、缅甸等地区建设工厂。
- **盈利预测与投资建议：**2021H1 公司业绩增长亮眼，印度疫情影响下制鞋订单预计向东南亚、中国大陆转移，公司越南工厂加强员工管理、防范疫情风险，目前未受到越南疫情扩散影响。我们维持公司 2021-2023 年 EPS 预测为 2.19/2.80/3.30 元，目前股价对应 21 年 41.08 倍 PE，考虑到公司所处运动鞋服赛道景气度高、成长持续性较强，公司作为行业龙头竞争优势明显，未来成长空间较大，给予“买入”评级。
- **风险因素：**生产区域较为集中、劳动力成本上升、越南新冠肺炎疫情扩散等。

| 重要财务指标        | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业总收入(百万元)    | 15,166 | 13,931 | 16,838 | 20,548 | 24,180 |
| 增长率 YoY %     | 22.4%  | -8.1%  | 20.9%  | 22.0%  | 17.7%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 1,821  | 1,879  | 2,558  | 3,268  | 3,854  |
| 增长率 YoY%      | 18.9%  | 3.2%   | 36.2%  | 27.8%  | 17.9%  |
| 毛利率%          | 23.5%  | 24.8%  | 26.8%  | 27.2%  | 27.6%  |
| 净资产收益率ROE%    | 43.7%  | 32.7%  | 21.1%  | 21.2%  | 20.0%  |
| EPS(摊薄)(元)    | 1.56   | 1.61   | 2.19   | 2.80   | 3.30   |
| 市盈率 P/E(倍)    | -      | -      | 41.08  | 32.15  | 27.26  |
| 市净率 P/B(倍)    | -      | -      | 8.66   | 6.82   | 5.46   |

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2021 年 8 月 19 日收盘价

| 资产负债表       |       | 单位:百万元 |        |        |        |  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--|
| 会计年度        | 2019A | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |  |
| 流动资产        | 6,266 | 6,510  | 12,294 | 15,274 | 19,294 |  |
| 货币资金        | 1,299 | 2,438  | 7,455  | 9,407  | 12,424 |  |
| 应收票据        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 应收账款        | 2,231 | 1,770  | 2,076  | 2,533  | 2,981  |  |
| 预付账款        | 114   | 80     | 94     | 114    | 133    |  |
| 存货          | 2,283 | 2,088  | 2,533  | 3,074  | 3,599  |  |
| 其他          | 339   | 134    | 136    | 146    | 156    |  |
| 非流动资产       | 3,347 | 3,229  | 4,465  | 5,344  | 5,789  |  |
| 长期股权投       | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 固定资产        | 2,600 | 2,508  | 2,908  | 3,208  | 3,308  |  |
| 无形资产        | 182   | 200    | 237    | 317    | 361    |  |
| 其他          | 565   | 520    | 1,320  | 1,820  | 2,119  |  |
| 资产总计        | 9,613 | 9,738  | 16,759 | 20,618 | 25,083 |  |
| 流动负债        | 5,435 | 3,977  | 4,602  | 5,193  | 5,804  |  |
| 短期借款        | 1,552 | 1,496  | 1,496  | 1,496  | 1,496  |  |
| 应付票据        | 0     | 10     | 12     | 14     | 17     |  |
| 应付账款        | 1,486 | 1,307  | 1,640  | 1,924  | 2,257  |  |
| 其他          | 2,397 | 1,163  | 1,454  | 1,758  | 2,034  |  |
| 非流动负债       | 10    | 20     | 20     | 20     | 20     |  |
| 长期借款        | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 其他          | 10    | 20     | 20     | 20     | 20     |  |
| 负债合计        | 5,445 | 3,997  | 4,622  | 5,213  | 5,824  |  |
| 少数股东权<br>益  | 0     | 0      | 0      | 0      | 0      |  |
| 归属母公司       | 4,168 | 5,741  | 12,137 | 15,405 | 19,259 |  |
| 负债和股东<br>权益 | 9,613 | 9,738  | 16,759 | 20,618 | 25,083 |  |

| 重要财务指标      |        |        |        |        | 单位:百万元 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度        | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 营业总收入       | 15,166 | 13,931 | 16,838 | 20,548 | 24,180 |
| 同比          | 22.4%  | -8.1%  | 20.9%  | 22.0%  | 17.7%  |
| 归属母公司净利润    | 1,821  | 1,879  | 2,558  | 3,268  | 3,854  |
| 同比          | 18.9%  | 3.2%   | 36.2%  | 27.8%  | 17.9%  |
| 毛利率(%)      | 23.5%  | 24.8%  | 26.8%  | 27.2%  | 27.6%  |
| ROE%        | 43.7%  | 32.7%  | 21.1%  | 21.2%  | 20.0%  |
| EPS (摊薄)(元) | 1.56   | 1.61   | 2.19   | 2.80   | 3.30   |
| P/E         | -      | -      | 41.08  | 32.15  | 27.26  |
| P/B         | -      | -      | 8.66   | 6.82   | 5.46   |
| EV/EBITDA   | -      | -      | 27.36  | 22.50  | 18.59  |

| 利润表    | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度   | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 营业总收入  | 15166  | 13,931 | 16,838 | 20,548 | 24,180 |
| 营业成本   | 11,605 | 10,474 | 12,328 | 14,960 | 17,517 |
| 营业税金及  | 3      | 3      | 3      | 4      | 5      |
| 销售费用   | 229    | 196    | 236    | 288    | 339    |
| 管理费用   | 686    | 592    | 758    | 925    | 1,088  |
| 研发费用   | 295    | 209    | 303    | 370    | 484    |
| 财务费用   | 117    | 61     | 53     | 5      | 16     |
| 减值损失合  | -103   | -104   | -70    | -70    | -70    |
| 投资净收益  | 75     | 2      | 29     | 47     | 34     |
| 其他     | -7     | 11     | 2      | 4      | 5      |
| 营业利润   | 2,197  | 2,305  | 3,117  | 3,977  | 4,701  |
| 营业外收支  | -2     | -7     | -5     | -5     | -5     |
| 利润总额   | 2,195  | 2,299  | 3,112  | 3,972  | 4,696  |
| 所得税    | 374    | 420    | 555    | 703    | 842    |
| 净利润    | 1,821  | 1,879  | 2,558  | 3,268  | 3,854  |
| 少数股东损  | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 归属母公司  | 1,821  | 1,879  | 2,558  | 3,268  | 3,854  |
| EBITDA | 2,810  | 2,966  | 3,623  | 4,319  | 5,064  |
| EPS (当 | 1.56   | 1.61   | 2.19   | 2.80   | 3.30   |

| 现金流量表   | 单位:百万元 |        |        |        |       |
|---------|--------|--------|--------|--------|-------|
| 会计年度    | 2019A  | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E |
| 经营活动现金流 | 2,288  | 2,978  | 2,882  | 3,183  | 3,826 |
| 净利润     | 1,821  | 1,879  | 2,558  | 3,268  | 3,854 |
| 折旧摊销    | 463    | 509    | 413    | 318    | 315   |
| 财务费用    | 119    | 66     | 75     | 75     | 75    |
| 投资损失    | -75    | -2     | -29    | -47    | -34   |
| 营运资金变   | -165   | 414    | -211   | -508   | -462  |
| 其它      | 126    | 113    | 77     | 77     | 77    |
| 投资活动现   | -1,368 | -836   | -1,628 | -1,156 | -734  |
| 资本支出    | -1,308 | -611   | -1,657 | -1,203 | -767  |
| 长期投资    | -49    | -227   | 0      | 0      | 0     |
| 其他      | -11    | 2      | 29     | 47     | 34    |
| 筹资活动现   | -340   | -1,213 | 3,763  | -75    | -75   |
| 吸收投资    | 1,085  | 0      | 117    | 0      | 0     |
| 借款      | 1,340  | 48     | 0      | 0      | 0     |
| 支付利息或   | -43    | -135   | -75    | -75    | -75   |
| 现金流净增   |        |        |        |        |       |
| 加额      | 608    | 829    | 5,017  | 1,952  | 3,018 |

## 研究团队简介

汲肖飞，北京大学金融学硕士，五年证券研究经验，2016 年 9 月入职光大证券研究所纺织服装团队，作为团队核心成员获得 2016/17/19 年新财富纺织服装行业最佳分析师第 3 名/第 2 名/第 5 名，并多次获得水晶球、金牛奖等最佳分析师奖项，2020 年 8 月加入信达证券，2020 年获得《财经》研究今榜行业盈利预测最准确分析师、行业最佳选股分析师等称号。

李媛媛，复旦大学金融硕士，三年消费品行业研究经验，2020 年加入信达证券，从事纺织轻工行业研究。

## 机构销售联系人

| 区域      | 姓名  | 手机          | 邮箱                       |
|---------|-----|-------------|--------------------------|
| 全国销售总监  | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com    |
| 华北销售副总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北      | 卞双  | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com   |
| 华北      | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com  |
| 华北      | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com    |
| 华北      | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com     |
| 华北      | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com     |
| 华东      | 吴国  | 15800476582 | wuguo@cindasc.com        |
| 华东      | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东      | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com     |
| 华东      | 张琮玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东      | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com  |
| 华南总监    | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com  |
| 华南      | 陈晨  | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com    |
| 华南      | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com    |
| 华南      | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com  |
| 华南      | 闫娜  | 13229465369 | yanna@cindasc.com        |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准                                               | 股票投资评级                      | 行业投资评级                  |
|---------------------------------------------------------|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；<br><br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | <b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上； | <b>看好</b> ：行业指数超越基准；    |
|                                                         | <b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%； | <b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平； |
|                                                         | <b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间； | <b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。    |
|                                                         | <b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。  |                         |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。