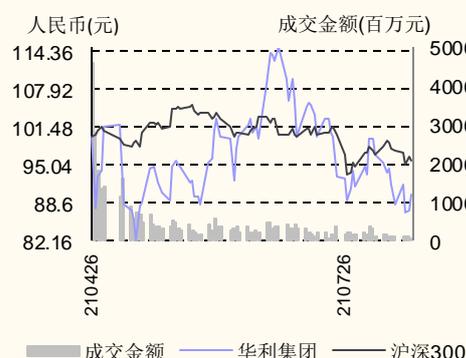


市场价格 (人民币): 90.04 元

## 市场数据 (人民币)

|               |              |
|---------------|--------------|
| 总股本(亿股)       | 11.67        |
| 已上市流通 A 股(亿股) | 0.79         |
| 总市值(亿元)       | 1,050.77     |
| 年内股价最高最低(元)   | 115.10/82.16 |
| 沪深 300 指数     | 4862         |
| 创业板指          | 3278         |



## 相关报告

- 1.《华利集团 1H21 业绩快报点评-二季度业绩超预期, 高景气龙...》, 2021.7.29
- 2.《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
- 3.《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

## 订单结构持续优化, 量价齐升驱动增长

## 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   | 1.80   | 3.04   | 3.69   |
| ROE(归属母公司)(摊薄) | 43.69% | 32.72% | 33.73% | 31.90% | 29.83% |
| P/E            | 51.92  | 50.33  | 39.62  | 31.20  | 25.40  |
| P/B            | 22.68  | 16.47  | 13.36  | 9.95   | 7.58   |

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- **事件:** 公司 8 月 19 日发布 2021 上半年业绩, 1H21 实现收入 82 亿元 (+18.3%), 剔除汇率影响后同增 28.7%; 实现归母净利润 12.9 亿元 (+66.6%); Q2 单季度公司实现收入 44.9 亿元 (+28.5%)、归母净利润 7.1 亿元 (+93.2%), 业绩增长靓丽, 符合此前预期。
- **量价拆分: 销量、ASP 齐升带动收入增长。**量: 公司 1H21 合计销售运动鞋 10,155 万双, 同比增长 24.42%, 其中 Q2 单季度同比增长约 50%。价: 以美元口径计算, 上半年 ASP 约同比提升 3.5%, 主要受益于客户结构改善。
- **按客户拆分: Nike、Deckers 表现突出。**剔除汇率变动影响, 1H21 公司来自 Nike 的收入 28.2 亿元 (+32.89%); Deckers 实现收入 16.4 亿元 (+63.30%), 由公司第三大客户升至第二位; VF 实现收入 15.6 亿元 (+16.59%); Puma 实现收入 9.6 亿元, (+16.08%); UA 实现收入 5.04 亿元 (+41.36%), 超越 Columbia 成为公司第五大客户。
- **盈利能力: 产品结构持续优化带动毛、净利率提升。**公司上半年产能较为紧张, 产能利用率提升 11.23pct 至 96.92%。公司主动调整产品结构, 对优质客户、高盈利产品分配更多产能, 带动整体毛利率提升 6.4pct 至 28.1%。叠加公司积极加强自动化、人效提升, 带动公司净利率同增 5.3pct 至 15.9%。
- **营运能力: 高基数影响经营性净现金流下降。**公司 1H21 应收账款同增 55%, 经营性净现金流有所下滑, 主要系去年疫情期间客户采用供应链金融方式支付货款, 公司提前收到现金, 基数较高所致。公司存货周转天数同比下降 3.36 天, 整体营运水平健康。

## 投资建议与风险提示

- **投资建议:** 继续看好公司在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。维持此前盈利预测, 预计公司 21-23 年 EPS 为 2.27/2.89/3.55 元, 对应 PE 为 40/31/25 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。

## 1、事件：1H21 业绩增长靓丽

公司 8 月 19 日发布 2021 上半年业绩，1H21 实现收入 82 亿元 (+18.3%)，剔除汇率影响后同增 28.7%；实现归母净利润 12.9 亿元 (+66.6%)；Q2 单季度公司实现收入 44.9 亿元 (+28.5%)、归母净利润 7.1 亿 (+93.2%)，业绩增长靓丽，符合此前预期。

图表 1：公司收入及增速



图表 2：公司归母净利润及增速



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

## 2、收入端：量价齐升带动收入增长，运动休闲品类持续高增

**量价拆分：销量、ASP 齐升带动收入增长。**量：公司 1H21 合计销售运动鞋 10,155 万双，同比增长 24.42%，其中 Q2 单季度同比增长约 50%。价：以美元口径计算，上半年 ASP 约同比提升 3.5%，主要受益于客户结构改善。

**按产品拆分：运动休闲、凉拖鞋品类高增，户外收缩。**1H21 运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉拖鞋分别实现营收为 66.55 亿元 (+15.5%) / 6.08 亿元 (-5.2%) / 9.14 亿元 (+80.4%)。凉拖鞋增速较高主要系疫情导致居家活动增加，户外鞋靴有所下降主要系公司主动调整产品结构，产能向盈利能力更高的运动休闲鞋倾斜所致。

**按客户拆分：Nike、Deckers 表现突出。**剔除汇率变动影响，1H21 公司来自 Nike 的收入 28.2 亿元 (+32.89%)；Deckers 实现收入 16.4 亿元 (+63.30%)，由公司第三大客户升至第二位；VF 实现收入 15.6 亿元 (+16.59%)；Puma 实现收入 9.6 亿元 (+16.08%)；UA 实现收入 5.04 亿元 (+41.36%)，超越 Columbia 成为公司第五大客户。

图表 3：收入按客户拆分



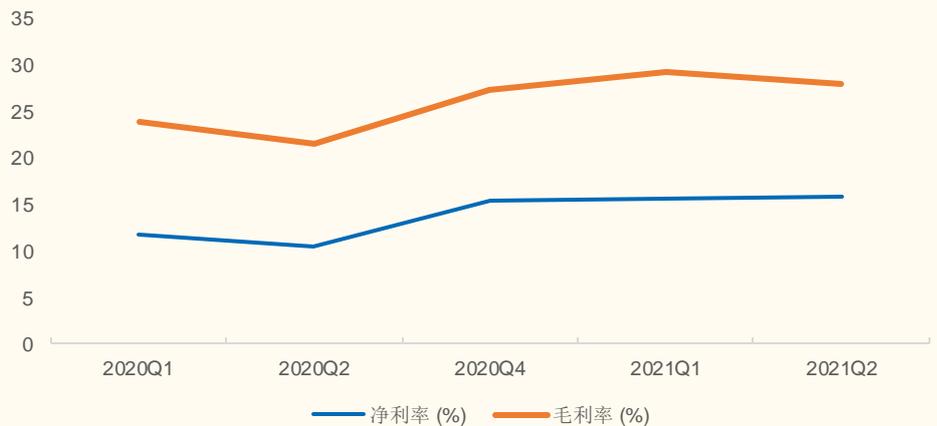
来源：公司公告，国金证券研究所

**产能端：**产能持续扩充、优化，有望推动业绩提升。公司 1H21 总产能 1.01 亿双 (+14.32%)，实际产量 9,750 万双 (+29.31%)，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，预计 22 年底投产，后续越南、印尼、缅甸三地产能预计持续扩充。

### 3、客户结构优化带动盈利能力提升，营运状况健康

**盈利能力：**产品结构持续优化带动毛、净利率提升。公司上半年产能较为紧张，产能利用率提升 11.23pct 至 96.92%。公司主动调整产品结构，对优质客户、高盈利产品分配更多产能，带动整体毛利率提升 6.4pct 至 28.1%。其中运动休闲鞋毛利率为 30.63% (+6.42pct)，户外靴鞋毛利率为 20.83% (+3.37pct)，运动凉鞋/拖鞋及其他产品毛利率为 22.41% (+11.35pct)。叠加公司积极加强自动化、人效提升，带动公司净利率同增 5.3pct 至 15.9%。

图表 4：公司盈利能力同比提升



来源：Wind，国金证券研究所

**营运能力：**公司 1H21 应收账款同增 55%，经营性净现金流有所下滑，主要系去年疫情期间客户采用供应链金融方式支付货款，公司提前收到现金，基数较高所致。公司存货周转天数同比下降 3.36 天，整体营运水平健康。

### 4、盈利预测与投资建议

继续看好公司在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。维持此前盈利预测，预计公司 21-23 年 EPS 为 2.27/2.89/3.55 元，对应 PE 为 40/31/25 倍，维持“买入”评级。

### 5、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。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

|              | 2018   | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|--------------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入       | 12,388 | 15,166  | 13,931  | 18,431  | 23,067  | 28,324  |
| 增长率          |        | 22.4%   | -8.1%   | 32.3%   | 25.2%   | 22.8%   |
| 主营业务成本       | -9,388 | -11,605 | -10,474 | -13,766 | -17,078 | -20,960 |
| %销售收入        | 75.8%  | 76.5%   | 75.2%   | 74.7%   | 74.0%   | 74.0%   |
| 毛利           | 3,000  | 3,561   | 3,457   | 4,665   | 5,989   | 7,364   |
| %销售收入        | 24.2%  | 23.5%   | 24.8%   | 25.3%   | 26.0%   | 26.0%   |
| 营业税金及附加      | -2     | -3      | -3      | -4      | -5      | -6      |
| %销售收入        | 0.0%   | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 销售费用         | -179   | -229    | -196    | -267    | -337    | -397    |
| %销售收入        | 1.4%   | 1.5%    | 1.4%    | 1.5%    | 1.5%    | 1.4%    |
| 管理费用         | -589   | -686    | -592    | -774    | -946    | -1,133  |
| %销售收入        | 4.8%   | 4.5%    | 4.3%    | 4.2%    | 4.1%    | 4.0%    |
| 研发费用         | -244   | -295    | -209    | -317    | -429    | -535    |
| %销售收入        | 2.0%   | 1.9%    | 1.5%    | 1.7%    | 1.9%    | 1.9%    |
| 息税前利润 (EBIT) | 1,987  | 2,348   | 2,457   | 3,303   | 4,273   | 5,294   |
| %销售收入        | 16.0%  | 15.5%   | 17.6%   | 17.9%   | 18.5%   | 18.7%   |
| 财务费用         | -32    | -117    | -61     | -154    | -292    | -273    |
| %销售收入        | 0.3%   | 0.8%    | 0.4%    | 0.8%    | 1.3%    | 1.0%    |
| 资产减值损失       | 80     | 109     | 100     | 77      | 89      | 89      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益         | 0      | 75      | 2       | 0       | 0       | 0       |
| %税前利润        | n.a    | 3.4%    | 0.1%    | 0.0%    | 0.0%    | 0.0%    |
| 营业利润         | 1,874  | 2,197   | 2,305   | 3,226   | 4,071   | 5,110   |
| 营业利润率        | 15.1%  | 14.5%   | 16.5%   | 17.5%   | 17.6%   | 18.0%   |
| 营业外收支        | -2     | -2      | -7      | 0       | 0       | 0       |
| 税前利润         | 1,872  | 2,195   | 2,299   | 3,226   | 4,071   | 5,110   |
| 利润率          | 15.1%  | 14.5%   | 16.5%   | 17.5%   | 17.6%   | 18.0%   |
| 所得税          | -340   | -374    | -420    | -573    | -703    | -974    |
| 所得税率         | 18.2%  | 17.0%   | 18.3%   | 17.8%   | 17.3%   | 19.1%   |
| 净利润          | 1,532  | 1,821   | 1,879   | 2,652   | 3,368   | 4,137   |
| 少数股东损益       | 0      | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 归属于母公司的净利润   | 1,532  | 1,821   | 1,879   | 2,652   | 3,368   | 4,137   |
| 净利率          | 12.4%  | 12.0%   | 13.5%   | 14.4%   | 14.6%   | 14.6%   |

资产负债表 (人民币百万元)

|          | 2018  | 2019  | 2020  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 货币资金     | 688   | 1,299 | 2,438 | 5,076  | 5,745  | 6,620  |
| 应收款项     | 1,777 | 2,263 | 1,814 | 2,727  | 3,413  | 4,190  |
| 存货       | 1,904 | 2,283 | 2,088 | 2,713  | 3,365  | 4,130  |
| 其他流动资产   | 350   | 422   | 169   | 214    | 244    | 279    |
| 流动资产     | 4,719 | 6,266 | 6,510 | 10,730 | 12,767 | 15,220 |
| %总资产     | 62.3% | 65.2% | 66.8% | 76.4%  | 77.6%  | 80.2%  |
| 长期投资     | 0     | 6     | 5     | 5      | 6      | 8      |
| 固定资产     | 2,506 | 2,955 | 2,818 | 2,910  | 3,226  | 3,237  |
| %总资产     | 33.1% | 30.7% | 28.9% | 20.7%  | 19.6%  | 17.1%  |
| 无形资产     | 248   | 270   | 293   | 408    | 460    | 503    |
| 非流动资产    | 2,861 | 3,347 | 3,229 | 3,323  | 3,692  | 3,747  |
| %总资产     | 37.7% | 34.8% | 33.2% | 23.6%  | 22.4%  | 19.8%  |
| 资产总计     | 7,580 | 9,613 | 9,738 | 14,052 | 16,458 | 18,967 |
| 短期借款     | 192   | 1,552 | 1,496 | 3,442  | 2,515  | 880    |
| 应付款项     | 5,247 | 2,732 | 1,344 | 1,553  | 1,907  | 2,341  |
| 其他流动负债   | 665   | 1,151 | 1,137 | 1,194  | 1,478  | 1,879  |
| 流动负债     | 6,105 | 5,435 | 3,977 | 6,189  | 5,901  | 5,100  |
| 长期贷款     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 其他长期负债   | 0     | 10    | 20    | 0      | 0      | 0      |
| 负债       | 6,105 | 5,445 | 3,997 | 6,189  | 5,901  | 5,100  |
| 普通股股东权益  | 1,475 | 4,168 | 5,741 | 7,863  | 10,558 | 13,867 |
| 其中：股本    | 106   | 1,050 | 1,050 | 1,050  | 1,050  | 1,050  |
| 未分配利润    | -434  | 1,353 | 3,201 | 5,323  | 8,017  | 11,326 |
| 少数股东权益   | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0      |
| 负债股东权益合计 | 7,580 | 9,613 | 9,738 | 14,052 | 16,458 | 18,967 |

比率分析

|            | 2018    | 2019   | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E   |
|------------|---------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |         |        |         |         |         |         |
| 每股收益       | 1.459   | 1.734  | 1.789   | 2.273   | 2.886   | 3.545   |
| 每股净资产      | 1.405   | 3.970  | 5.468   | 6.738   | 9.047   | 11.883  |
| 每股经营现金净流   | 1.498   | 1.978  | 2.642   | 1.797   | 3.039   | 3.691   |
| 每股股利       | 0.000   | 0.000  | 0.000   | 0.505   | 0.641   | 0.788   |
| 回报率        |         |        |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 103.88% | 43.69% | 32.72%  | 33.73%  | 31.90%  | 29.83%  |
| 总资产收益率     | 20.21%  | 18.94% | 19.29%  | 18.87%  | 20.46%  | 21.81%  |
| 投入资本收益率    | 97.55%  | 33.99% | 27.66%  | 24.02%  | 27.04%  | 29.06%  |
| 增长率        |         |        |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 23.77%  | 22.42% | -8.14%  | 32.30%  | 25.16%  | 22.79%  |
| EBIT增长率    | 38.84%  | 18.14% | 4.65%   | 34.44%  | 29.38%  | 23.88%  |
| 净利润增长率     | 38.49%  | 18.86% | 3.16%   | 41.19%  | 26.97%  | 22.84%  |
| 总资产增长率     | 9.97%   | 26.82% | 1.30%   | 44.30%  | 17.12%  | 15.24%  |
| 资产管理能力     |         |        |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 45.0    | 47.6   | 52.4    | 53.0    | 53.0    | 53.0    |
| 存货周转天数     | 63.7    | 65.9   | 76.2    | 72.0    | 72.0    | 72.0    |
| 应付账款周转天数   | 46.9    | 45.0   | 48.7    | 40.0    | 40.0    | 40.0    |
| 固定资产周转天数   | 68.0    | 62.6   | 65.7    | 51.3    | 46.0    | 37.6    |
| 偿债能力       |         |        |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | -33.62% | 3.66%  | -16.40% | -20.78% | -30.59% | -41.39% |
| EBIT利息保障倍数 | 61.5    | 20.1   | 40.3    | 21.4    | 14.6    | 19.4    |
| 资产负债率      | 80.54%  | 56.64% | 41.04%  | 44.04%  | 35.85%  | 26.89%  |

现金流量表 (人民币百万元)

|          | 2018   | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 净利润      | 1,532  | 1,821  | 1,879  | 2,652  | 3,368  | 4,137  |
| 少数股东损益   | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 非现金支出    | 269    | 360    | 405    | 341    | 358    | 371    |
| 非经营收益    | 44     | 61     | 77     | 211    | 196    | 112    |
| 营运资金变动   | -273   | -165   | 414    | -1,318 | -730   | -744   |
| 经营活动现金净流 | 1,573  | 2,077  | 2,774  | 1,887  | 3,191  | 3,875  |
| 资本开支     | -754   | -1,308 | -611   | -501   | -725   | -425   |
| 投资       | -7     | -49    | -227   | 0      | -1     | -1     |
| 其他       | -65    | -11    | 2      | 0      | 0      | 0      |
| 投资活动现金净流 | -826   | -1,368 | -836   | -501   | -726   | -426   |
| 股权募资     | 160    | 1,085  | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 债权募资     | 594    | 1,340  | 48     | 1,946  | -927   | -1,635 |
| 其他       | -2,233 | -2,738 | -1,361 | -693   | -869   | -939   |
| 筹资活动现金净流 | -1,479 | -312   | -1,313 | 1,253  | -1,797 | -2,574 |
| 现金净流量    | -732   | 397    | 625    | 2,638  | 669    | 875    |

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 | 0    | 18   | 27   | 30   | 45   |
| 增持 | 0    | 1    | 6    | 7    | 0    |
| 中性 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0    | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0.00 | 1.05 | 1.18 | 1.19 | 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。

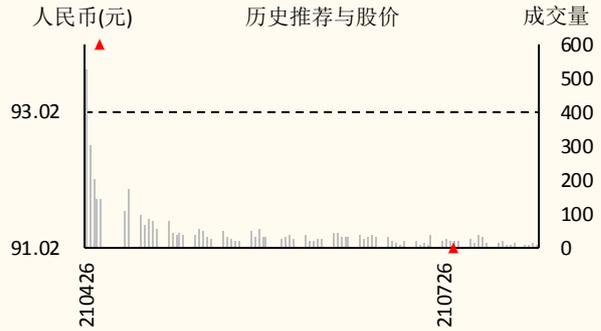
最终评分与平均投资建议对照：

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 | N/A           |
| 3  | 2021-07-29 | 买入 | 91.02 | N/A           |

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，不作为或被视作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