

# 华利集团 (300979)

证券研究报告

2021年08月20日

## 21H1 业绩高增，核心产业链价值显著

**事件：公司 2021H1 归母净利同增 67%，盈利能力稳步提升。**

公司 2021H1 实现营收 81.95 亿元，同增 18.23% (剔除汇率变动影响，同增 28.71%)；归母净利 12.91 亿元，同增 66.58% (剔除汇率变动影响，同增 81.34%)，整体盈利能力提升；2021H1 公司销售运动鞋 1.02 亿双，同增 24.42%。

**分客户看**，耐克为第一大客户，Deckers 增速较快，前五大客户占比提升。2021H1 华利来自 Nike 的收入 28.15 亿元 (占总 34.35%)，同增 32.89%；Deckers 销售收入 16.41 亿元 (占总 20.03%)，同增 63.30%。同时公司也积极推进与新品牌的合作，Asics 和 On running 的订单已在 21H1 出货，New Balance 也已下达订单。

**分产品看**，公司 2021H1 运动休闲鞋营收达 66.55 亿元 (占总 81.38%)，同增 15.45%；户外靴鞋营收达 6.08 亿元 (占总 7.44%)，同比减少 5.81%；运动凉鞋/拖鞋及其他营收达 9.14 亿元 (占总 11.18%)，同增 80.44%。

**从产能端看**，为应对订单增长，公司积极扩充、优化产能。21H1 总产能 1.01 亿双 (+14.32%)，实际产量 9,750 万双 (+29.31%)，产能利用率 96.92% (+11.23pct)。产能利用率增长系疫情后运动消费明显增长带动订单增长所致。

**各项费控能力明显改善，盈利能力显著增强**

本期公司销售费率 0.88% (-0.56pct)，销售费用减少系成本调整所致；管理费率 (包含研发费用) 5.38% (-0.73pct)；研发费率 1.46% (-0.14pct)；财务费率 -0.01% (-0.60pct)，财务费用减少系关联借款利息支出减少，利息收入增加及汇兑收益增加所致。终端盈利能力稳步增强，2021H1 归母净利率为 15.75%，同比 2020H1 增长 4.57pct。

**维持“买入”评级。**今年以来运动市场需求强劲复苏趋势已定，终端高速增长，供应链持续受益；华利在客户供应链体系里增速较快，未来增量订单可期，同时客户及产品结构优化带动毛利率稳定增长。我们预计公司 21-23 年利润分别为 26/33/42 亿，对应 EPS 分别为 2.2/2.8/3.6 元，PE 分别为 40/32/25x。

**风险提示：**海外疫情反复致订单不及预期；劳动力成本增长；生产基地及客户集中等风险。

### 投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	90.04 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股股本(百万股)	78.71
A 股总市值(百万元)	105,076.68
流通 A 股市值(百万元)	7,086.61
每股净资产(元)	9.11
资产负债率(%)	31.52
一年内最高/最低(元)	117.50/76.00

### 作者

孙海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004	
sunhaiyang@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《华利集团-公司点评:21H1 归母净利同增 81%超预期，产业龙头加速业绩兑现》 2021-07-29
- 《华利集团-公司点评:丰泰上半年利润高增，产业持续回暖，华利表现可期》 2021-07-28
- 《华利集团-公司深度研究:壁垒深增长稳格局佳，制鞋龙头尽享运动高景气》 2021-07-12

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,165.66	13,931.14	18,750.99	23,504.44	29,355.55
增长率(%)	22.42	(8.14)	34.60	25.35	24.89
EBITDA(百万元)	3,214.20	3,190.77	3,381.78	4,231.42	5,291.49
净利润(百万元)	1,821.09	1,878.59	2,614.86	3,302.68	4,172.87
增长率(%)	18.86	3.16	39.19	26.30	26.35
EPS(元/股)	1.56	1.61	2.24	2.83	3.58
市盈率(P/E)	57.70	55.93	40.18	31.82	25.18
市净率(P/B)	25.21	18.30	8.26	6.56	5.20
市销率(P/S)	6.93	7.54	5.60	4.47	3.58
EV/EBITDA	0.00	0.00	28.07	22.53	16.82

资料来源：wind，天风证券研究所

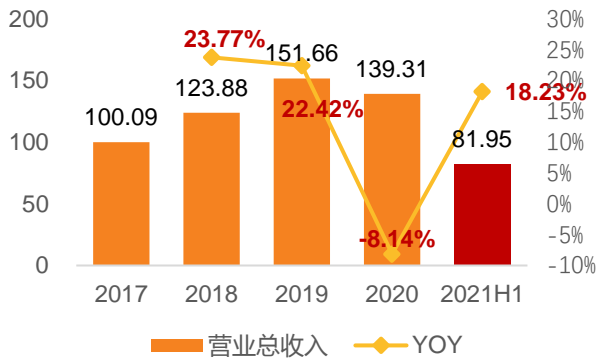
## 1. 21H1 营收 82 亿+18%，归母净利 12.9 亿+67%

华利 21H1 实现营收 81.95 亿元，同增 18.23%（剔除汇率变动影响，同增 28.71%）；归母净利 12.91 亿元，同增 66.58%（剔除汇率变动影响，同增 81.34%），整体盈利能力提升；扣非后归母净利润为 12.98 亿元（+66.99%），公司持续盈利能力稳步提升。

其中 2021Q1 和 Q2 分别营收 37.02 亿元（+7.77%）、44.92 亿元（+28.52%）；归母净利润 5.77 亿元（+42.29%）、7.14 亿元（+93.24%）。

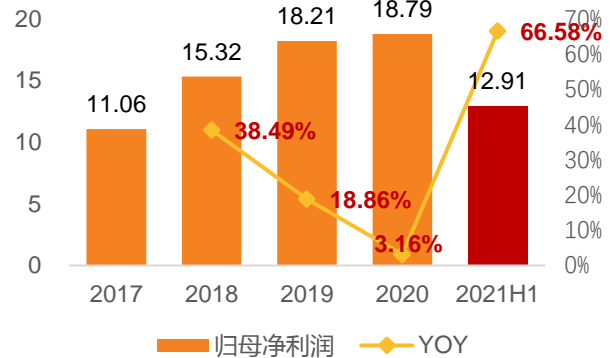
2021H1 公司销售运动鞋 1.02 亿双，同增 24.42%。

图 1：公司整体营收（亿元）及同比 YOY 变化（%）



资料来源：wind，公司半年报，天风证券研究所

图 2：公司整体归母净利润（亿元）及同比变化（%）



资料来源：wind，公司半年报，天风证券研究所

分客户来看，耐克为第一大客户，Deckers 增速较快，前五大客户占比提升。

2021H1 华利来自 Nike 的收入 28.15 亿元（占总 34.35%），同增 32.89%（剔除汇率变动影响，下同）；

Deckers 销售收入 16.41 亿元（占总 20.03%），同增 63.30%；

VF 销售收入 15.55 亿元（占总 18.89%），同增 16.59%；

Puma 销售收入 9.55 亿元（占总 11.65%），同增 16.08%；

Under Armour 销售收入 5.04 亿元（占总 6.15%），同增 41.36%。

由于公司具备较强的新产品开发能力，能够快速响应市场需求变化，积极扩张产能，有效控制产品成本，在疫情及疫后，更突出核心竞争优势，故而吸引各运动品牌增加对公司订单。同时公司也积极推进与新品牌的合作，Asics 和 On running 的订单已在 21H1 出货，New Balance 也已下达订单。

表 1: 21H1 前五大客户销售情况

客户名称	主要品牌	收入金额 (亿元)	收入金额 YOY	收入金额 YOY (剔 除汇率变动)	21H1 收入 占比	20H1 收入 占比	占比变化
Nike	Nike、Converse	28.15	22.08%	32.89%	34.35%	33.30%	+1.05pct
Deckers	UGG、HOKA ONE ONE、Teva	16.41	50.01%	63.30%	20.03%	20.96%	-0.93pct
VF	Vans	15.55	7.10%	16.59%	18.98%	15.81%	+3.17pct
Puma	Puma	9.55	6.63%	16.08%	11.65%	12.92%	-1.27pct
Under Armour	Under Armour	5.04	29.85%	41.36%	6.15%	6.48%	-0.33pct

资料来源: 公司半年报, 天风证券研究所

分产品来看, 公司 2021H1 运动休闲鞋营收达 66.55 亿元 ( 占总 81.38% ), 同增 15.45%; 户外靴鞋营收达 6.08 亿元 ( 占总 7.44% ), 同比减少 5.81%; 运动凉鞋/拖鞋及其他营收达 9.14 亿元 ( 占总 11.18% ), 同增 80.44%。

表 2: 公司营收及毛利率按产品拆分 ( 亿元 ) 及同比 YOY ( %, pct )

	2021H1 营收	毛利率	营收 YOY	毛利率 YOY
运动休闲鞋	66.55	30.63%	15.45%	6.42pct
户外靴鞋	6.08	20.83%	-5.81%	3.37pct
运动凉鞋/拖鞋及其他	9.14	22.41%	80.44%	11.35pct

资料来源: 公司半年报, 天风证券研究所

从产能端看, 为应对订单增长, 公司积极扩充、优化产能。21H1 总产能 1.01 亿双 ( +14.32% ), 实际产量 9,750 万双 ( +29.31% ), 产能利用率 96.92% ( +11.23pct )。产能利用率增长系疫情后运动消费明显增长带动订单增长所致。

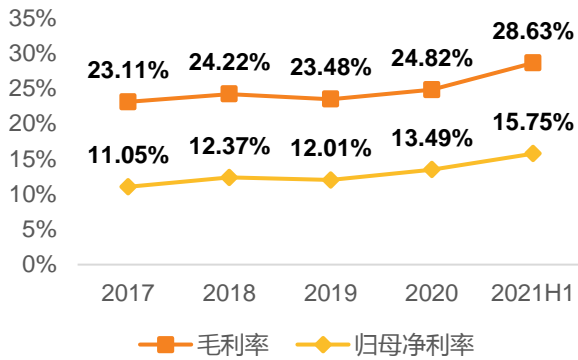
## 2. 盈利能力显著增长, 各项费率明显改善

公司整体毛利率为 28.63%, 同增 5.90pct。各产品毛利率方面, 公司 2021H1 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 )。

公司终端盈利能力提高, 2021H1 归母净利率为 15.75%, 同比 2020H1 增长 4.57pct。

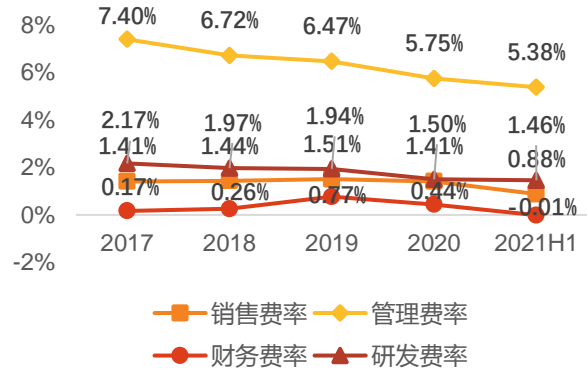
21H1 公司销售费率 0.88% ( -0.56pct ), 销售费用减少系成本调整所致; 管理费率 ( 包含研发费用 ) 5.38% ( -0.73pct ); 研发费率 1.46% ( -0.14pct ); 财务费率 -0.01% ( -0.60pct ), 财务费用减少系关联借款利息支出减少, 利息收入增加及汇兑收益增加所致。整体来看公司各项费控能力同比提升, 产品渠道销售费控能力明显改善, 带动公司终端盈利能力稳步上行。

图 3：公司整体毛利率及净利率表现



资料来源：wind，公司半年报，天风证券研究所

图 4：公司各项费用率情况



资料来源：wind，公司半年报，天风证券研究所

### 3. 前景展望：全球运动鞋需求持续增长，核心产业链价值显著

1) **运动鞋需求规模持续增长，上游供应链持续受益。**运动人群和体育产业规模的明显增长，消费者对运动鞋的需求持续增长，推动运动鞋市场规模快速增长。据欧睿数据，2019 年全球运动鞋市场零售额达 1405 亿美元，15-19 年 CAGR 达 7.25%，实现较快的增长；预计 2025 年市场规模将达 1899 亿美元，20-25 年 CAGR 达 9.9%。

2) **长期稳定经营积累全球知名运动鞋履客户资源。**国际知名客户对供应商要求高，需经过较长时间考察并在各项指标达到要求后才能纳入供应商体系，进入壁垒高，核心供应商的考察周期更长、进入壁垒更高，但国际知名品牌一般不轻易更换供应商，尤其是核心供应商，公司的优质客户资源，使得公司在市场竞争中具有明显优势。

3) **多年运动鞋履开发设计及制造经验沉淀口碑。**公司凭借多年开发设计及制造经验，能够参与客户产品开发过程，从而对品牌运营企业的设计开发形成重要补充，公司突出的开发设计能力、良好的产品品质、快速响应能力、及时交货能力以及综合成本优势，使公司与主要客户合作紧密度进一步提升，良好的口碑助力拓展新客户。

### 4. 盈利预测

**维持盈利预测，维持买入评级。**今年以来运动市场需求强劲复苏趋势已定，终端高速增长，供应链持续受益；华利在客户供应链体系里增速较快，未来增量订单可期，同时客户及产品结构优化带动毛利率稳定增长。我们预计公司 21-23 年利润分别为 26/33/42 亿，对应 EPS 分别为 2.2/2.8/3.6 元，PE 分别为 40/32/25x。

### 5. 风险提示

- 1) 海外疫情反复致订单不及预期；
- 2) 劳动力成本增长；
- 3) 生产基地及客户集中等风险。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,298.86	2,437.74	10,015.55	9,562.11	15,941.35
应收票据及应收账款	2,230.93	1,769.89	3,196.41	1,865.48	4,456.49
预付账款	114.10	79.76	215.65	135.68	300.61
存货	2,283.16	2,088.19	3,231.21	3,594.78	4,755.85
其他	339.07	134.10	438.33	302.76	346.30
<b>流动资产合计</b>	<b>6,266.12</b>	<b>6,509.68</b>	<b>17,097.14</b>	<b>15,460.80</b>	<b>25,800.61</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,599.94	2,508.10	2,828.46	3,229.97	3,399.18
在建工程	355.49	310.00	711.09	876.65	555.99
无形资产	182.29	200.40	181.84	163.28	144.72
其他	209.15	210.11	116.64	118.11	117.27
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,346.86</b>	<b>3,228.60</b>	<b>3,838.03</b>	<b>4,388.01</b>	<b>4,217.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,612.99</b>	<b>9,738.29</b>	<b>20,935.17</b>	<b>19,848.82</b>	<b>30,017.76</b>
短期借款	1,551.58	1,496.42	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	1,486.13	1,317.37	2,320.46	2,240.14	3,522.90
其他	2,396.91	1,163.06	5,886.15	1,574.05	6,286.11
<b>流动负债合计</b>	<b>5,434.62</b>	<b>3,976.85</b>	<b>8,206.61</b>	<b>3,814.19</b>	<b>9,809.01</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.09	20.03	10.11	13.41	14.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.09</b>	<b>20.03</b>	<b>10.11</b>	<b>13.41</b>	<b>14.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,444.70</b>	<b>3,996.88</b>	<b>8,216.72</b>	<b>3,827.60</b>	<b>9,823.53</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.20	0.29	0.44
股本	1,050.00	1,050.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	2,157.67	2,157.67	5,703.73	5,703.73	5,703.73
留存收益	3,511.74	5,390.33	11,551.25	14,853.93	19,026.80
其他	(2,551.12)	(2,856.59)	(5,703.73)	(5,703.73)	(5,703.73)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,168.28</b>	<b>5,741.40</b>	<b>12,718.45</b>	<b>16,021.22</b>	<b>20,194.24</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,612.99</b>	<b>9,738.29</b>	<b>20,935.17</b>	<b>19,848.82</b>	<b>30,017.76</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,821.09	1,878.59	2,614.86	3,302.68	4,172.87
折旧摊销	462.71	508.81	172.26	201.48	220.02
财务费用	119.11	65.88	6.12	(30.41)	(39.61)
投资损失	(75.46)	(2.46)	(40.00)	(30.00)	(20.00)
营运资金变动	356.73	523.99	2,833.37	(3,196.57)	2,017.70
其它	(395.85)	3.36	33.51	11.21	(18.36)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,288.32</b>	<b>2,978.17</b>	<b>5,620.12</b>	<b>258.39</b>	<b>6,332.61</b>
资本支出	852.00	289.28	885.07	746.70	48.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,219.96)	(1,125.51)	(1,786.82)	(1,488.94)	(41.87)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,367.97)</b>	<b>(836.23)</b>	<b>(901.75)</b>	<b>(742.23)</b>	<b>7.02</b>
债权融资	1,551.58	1,496.42	0.00	0.00	0.00
股权融资	789.66	(366.46)	4,355.86	30.41	39.61
其他	(2,681.42)	(2,342.57)	(1,496.43)	(0.00)	(0.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(340.18)</b>	<b>(1,212.61)</b>	<b>2,859.43</b>	<b>30.41</b>	<b>39.61</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>580.17</b>	<b>929.32</b>	<b>7,577.81</b>	<b>(453.44)</b>	<b>6,379.24</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,165.66</b>	<b>13,931.14</b>	<b>18,750.99</b>	<b>23,504.44</b>	<b>29,355.55</b>
营业成本	11,604.75	10,473.80	14,156.99	17,745.85	22,119.40
营业税金及附加	3.18	3.10	3.71	4.94	6.17
营业费用	229.33	195.92	324.39	291.46	305.30
管理费用	686.13	592.48	751.83	943.23	1,179.51
研发费用	294.66	209.11	377.83	530.14	675.18
财务费用	116.55	60.99	6.12	(30.41)	(39.61)
资产减值损失	(102.99)	(103.99)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.05	33.30	11.12	(18.51)
投资净收益	75.46	2.46	40.00	30.00	20.00
其他	62.05	191.83	(146.60)	(82.23)	(2.98)
<b>营业利润</b>	<b>2,196.53</b>	<b>2,305.38</b>	<b>3,203.40</b>	<b>4,060.35</b>	<b>5,111.09</b>
营业外收入	2.08	6.97	3.68	4.24	4.96
营业外支出	3.81	13.53	7.04	8.13	9.56
<b>利润总额</b>	<b>2,194.79</b>	<b>2,298.82</b>	<b>3,200.04</b>	<b>4,056.46</b>	<b>5,106.49</b>
所得税	373.71	420.23	584.97	753.69	933.47
<b>净利润</b>	<b>1,821.09</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,615.07</b>	<b>3,302.77</b>	<b>4,173.02</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.21	0.09	0.15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,821.09</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,614.86</b>	<b>3,302.68</b>	<b>4,172.87</b>
每股收益(元)	1.56	1.61	2.24	2.83	3.58

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	22.42%	-8.14%	34.60%	25.35%	24.89%
营业利润	17.20%	4.96%	38.95%	26.75%	25.88%
归属于母公司净利润	18.86%	3.16%	39.19%	26.30%	26.35%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.48%	24.82%	24.50%	24.50%	24.65%
净利率	12.01%	13.48%	13.95%	14.05%	14.21%
ROE	43.69%	32.72%	20.56%	20.61%	20.66%
ROIC	243.75%	47.03%	57.14%	128.53%	65.82%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	56.64%	41.04%	39.25%	19.28%	32.73%
净负债率	6.06%	-16.40%	-78.75%	-59.68%	-78.94%
流动比率	1.15	1.64	2.08	4.05	2.63
速动比率	0.73	1.11	1.69	3.11	2.15
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.67	6.96	7.55	9.29	9.29
存货周转率	7.24	6.37	7.05	6.89	7.03
总资产周转率	1.76	1.44	1.22	1.15	1.18
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.56	1.61	2.24	2.83	3.58
每股经营现金流	1.96	2.55	4.82	0.22	5.43
每股净资产	3.57	4.92	10.90	13.73	17.30
<b>估值比率</b>					
市盈率	57.70	55.93	40.18	31.82	25.18
市净率	25.21	18.30	8.26	6.56	5.20
EV/EBITDA	0.00	0.00	28.07	22.53	16.82
EV/EBIT	0.00	0.00	29.57	23.66	17.55



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com