

核心客户增速喜人，受益集中度提升看好公司加速成长

——华利集团跟踪点评

✍️ : 分析师: 马莉 执业证书编号: S1230520070002
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨
✉️ : mali@stocke.com.cn

报告导读

21H1 核心客户加速成长，疫情催化行业加速集中，看好公司持续高成长。

投资要点

□ 前五大客户占比继续提升，带动公司单价和毛利率继续提升

华利集团公告 21H1 半年报，21H1 公司收入 82 亿（同增 18.3%，剔除汇率影响，同增 28.7%），归母净利润 12.9 亿（同增 66.6%）；单独 Q2 公司收入 44.9 亿（+28.5%），归母净利润 7.1 亿（+93.2%），利润率 15.9%（相较 Q1 继续提升 0.3pct）。

前五大客户收入同增 22%（剔除汇率后同增 33%）占比提升 2.6pct 至 91.2%。从细分品牌来看，第一大客户 NIKE 同增 22%（剔除汇率增长 33%）占收入比达到 33%，其中 NIKE 品牌增速继续大幅高于匡威，成为公司最重要的增长推动力；DECKERS 晋升为公司第二大客户，收入同增 50%（剔除汇率增长 63%），占公司收入比达到 20%，UGG 和 HOKA 均表现出色。公司的第三到五大客户，VF、PUMA、UA 也均表现稳定。新品牌中，ON 和亚瑟士也均开始贡献收入，New Balance 也已经下达订单。

大客户集中度提升下，美金角度公司 21H1 单价同增 3.5%带动毛利率提升 6.4pct 至 28.1%。这也带动公司净利率同增 5.3pct 至 15.9%。

□ 应收账款由于基数影响上升较大，疫情催化下看好公司加速扩张

资产负债表方面，公司应收账款增长 55% 导致经营性现金流有所下滑，主要由于去年疫情下客户采用供应链金融方式支付货款导致公司收到现金时间有所提前带来的一次性影响。除此之外，公司整体运营情况健康。

在越南运动鞋供应链遭到疫情冲击的大背景下，公司地处越南北部疫情防控较好的优势充分显露。我们预计在海外品牌订单的持续增长以及公司目前产能供不应求的情况下，华利有望加速产能扩张节奏。

□ 盈利预测及估值：

我们认为运动鞋行业供不应求的格局，有望让仍处于扩张周期的华利同时受益订单和单价的双重增长。我们预计 21~23 年公司利润 27/33/39 亿，对应估值 39/32/27X，公司在运动鞋赛道的制造壁垒突出，继续推荐。

风险提示：疫情再次反复，人力成本大幅上行

财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	13931.1	17220.2	21174.3	25472.8
(+/-)	-8.1%	23.6%	23.0%	20.3%
净利润	1878.6	2705.1	3322.5	3944.9
(+/-)	3.2%	44.0%	22.8%	18.7%
每股收益(元)	1.79	2.32	2.85	3.38
P/E	55.9	38.9	31.6	26.6

评级

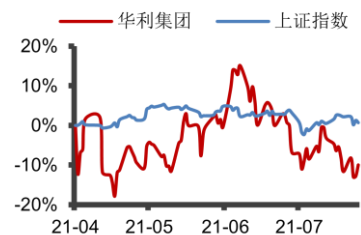
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥90.04

单季度业绩

元/股

2Q/2021	0.61
1Q/2021	0.55
4Q/2020	
3Q/2020	



公司简介

公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商。公司与全球运动鞋服市场份额前十名公司中的五家建立了长期稳定的合作关系。

相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,510	12,990	13,408	18,875	营业收入	13931	17220	21174	25473
现金	2,438	6,619	5,691	9,659	营业成本	10474	12343	15311	18562
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	3	3	4	5
应收账款	1,770	3,406	4,109	4,941	营业费用	196	241	296	357
其它应收款	44	137	86	182	管理费用	592	723	889	1070
预付账款	80	229	154	310	研发费用	209	310	381	459
存货	2,088	2,400	3,168	3,582	财务费用	61	40	32	27
其他	90	200	200	200	资产减值损失	(104)	(80)	(80)	(80)
非流动资产	3,229	4,376	4,927	5,450	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	2	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	其他经营收益	8	2	2	2
固定资产	2,508	3,798	4,354	4,881	营业利润	2305	3561	4262	4996
无形资产	200	173	168	163	营业外收支	(7)	(2)	(2)	(2)
在建工程	310	200	200	200	利润总额	2299	3559	4260	4994
其他	210	205	205	205	所得税	420	854	937	1049
资产总计	9,738	17,366	18,335	24,324	净利润	1879	2705	3322	3945
流动负债	3,977	4,913	3,225	6,058	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	1,496	1,500	1,500	1,500	归属母公司净利润	1879	2705	3322	3945
应付款项	1,307	1,435	1,627	1,909	EBITDA	2557	3825	4546	5303
预收账款	0	23	5	29	EPS (最新摊薄)	1.79	2.32	2.85	3.38
其他	1,173	1,955	93	2,620	主要财务比率				
非流动负债	20	10	10	10		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	20	10	10	10	营业收入	-8.1%	23.6%	23.0%	20.3%
负债合计	3,997	4,923	3,235	6,068	营业利润	5.0%	54.5%	19.7%	17.2%
少数股东权益	0	0	0	0	归属母公司净利润	3.2%	44.0%	22.8%	18.7%
归属母公司股东权益	5,741	12,442	15,100	18,256	获利能力				
负债和股东权益	9,738	17,366	18,335	24,324	毛利率	24.8%	28.3%	27.7%	27.1%
					净利率	13.5%	15.7%	15.7%	15.5%
					ROE	37.9%	29.8%	24.1%	23.7%
					ROIC	26.6%	19.6%	20.2%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率	41.0%	28.3%	17.6%	24.9%
					净负债比率	69.6%	39.6%	21.4%	33.2%
					流动比率	1.6	2.6	4.2	3.1
					速动比率	1.1	2.1	3.1	2.5
					营运能力				
					总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.2
					应收帐款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
					应付帐款周转率	7.5	9.0	10.0	10.5
					每股指标(元)				
					每股收益	1.79	2.32	2.85	3.38
					每股经营现金	1.42	2.87	0.39	4.88
					每股净资产	5.47	10.66	12.94	15.64
					估值比率				
					P/E	55.9	38.9	31.6	26.6
					P/B	18.3	8.4	7.0	5.8
					EV/EBITDA	40.7	26.1	22.2	18.3

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1493	3347	457	5690
净利润	1879	2705	3322	3945
折旧摊销	197	226	254	283
财务费用	61	40	32	27
投资损失	(2)	0	0	0
营运资金变动	(748)	302	(3233)	1355
其它	107	73	80	80
投资活动现金流	(293)	(2628)	(843)	(1057)
资本支出	760	696	806	806
长期投资	0	0	0	0
其他	(467)	1932	37	252
筹资活动现金流	(61)	3462	(541)	(664)
短期借款	1496	1500	1500	1500
长期借款	0	0	0	0
其他	(1557)	1962	(2041)	(2164)
现金净增加额	1139	4181	(927)	3968

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>