

华利集团 (300979.SZ)

上半年业绩增长 21%，二季度经营恢复增长提速

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

◆ 投资评级: 买入(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

事项:

公司公告: 2022年7月27日, 公司公布业绩快报, 上半年收入 99.0 亿元, 同比增长 20.8%; 归母净利润 15.6 亿元, 同比增长 21.1%。

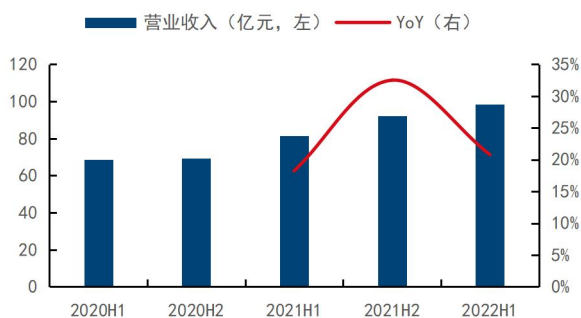
国信纺服观点: 1) 疫情影响逐步缓解, 二季度收入同比增长 28.5%、业绩同比增长 28.1%; 2) 下游旺盛需求、新工厂产能爬坡、生产效率提升是公司长期持续成长的驱动力; 3) 阿迪达斯下调 2022 年指引, 内外需均承压, 头部制造商业绩韧性较强估值底部已现; 4) 风险提示: 产能扩张不及预期、疫情持续时间过长影响下游需求、国际政治经济风险; 5) **投资建议: 业绩出色成长确定性强, 维持“买入”评级。** 公司在一季度疫情影响生产的情况下上半年仍实现较为强劲的增长, 现损失逐步追回、利润率回升。品牌需求仍然高度景气, 公司产能开拓顺利, 产品价格提升明显, 看好公司未来强劲的成长动力。由于鞋服全球需求承压, 我们根据公司产能扩张节奏出于保守起见下调盈利预测, 预计公司 2022~2024 年净利润分别为 35.3/43.2/52.6 亿元 (原为 35.3/45.5/55.8 亿元), 同比增长 27.7%/22.2%/21.8% (原为 27.6%/28.8%/22.8%), 由于盈利预测的下调, 合理估值下调至 94.4-99.9 元 (对应 23PE 25.5X-27X, 原为 96.9-103.0 元), 看好公司核心竞争力驱动份额持续提升, 维持“买入”评级。

评论:

◆ 疫情影响逐步缓解, 二季度收入同比增长 28.5%、业绩同比增长 28.1%

客户需求旺盛, 2022 上半年公司收入同比增长 20.8%、业绩同比增长 20.4%。 公司上半年收入为 99.0 亿元, 同比增长 20.8%, 客户需求旺盛且二季度开始疫情影响逐步缓解, 公司收入稳健提升; 拆分量价来看, 上半年公司销售量/价预计分别同比增长 13.3%/6.6%。归母净利润为 15.6 亿元, 同比增长 21.1%。汇率在上半年对公司收入有一定的积极作用, 如果剔除汇率变动的影响, 上半年公司营业收入同比增长 20.1%, 其中美金单价预计同比增长约 6%; 归属于上市公司股东的净利润同比增长 20.4%。

图1: 公司半年度收入与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

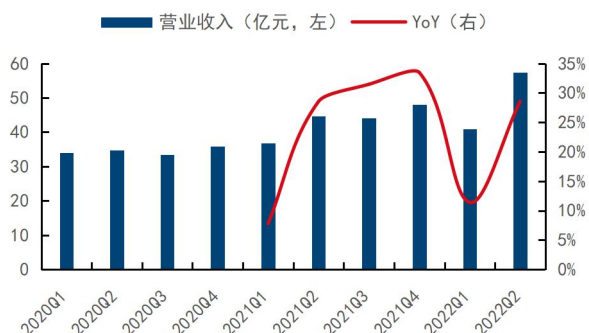
图2: 公司半年度归母净利润与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

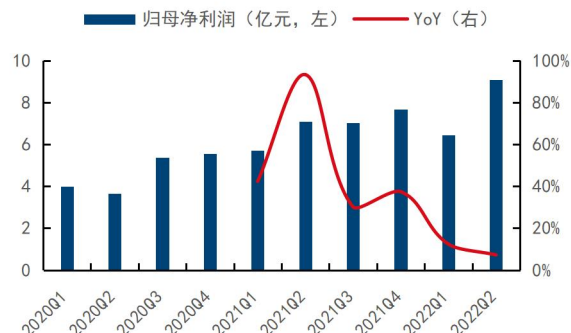
单看第二季度，公司收入为 57.7 亿元，同比增长 28.5%；拆分量价来看，二季度销售量/价预计分别同比增长 18.8%/7.2%，而一季度销售量/价分别同比增长 7.1%/4.0%，由于二季度越南疫情缓解、员工出勤恢复、一季度订单追回较多，二季度运动鞋量价改善明显，毛利率也环比提升；归母净利润为 9.1 亿元，同比增长 28.1%。如果剔除汇率影响，预计第二季度收入同比增长 25.1%，其中预计美金单价增长 6%。

图3：公司季度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度业绩与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 下游旺盛需求、新工厂产能爬坡、生产效率提升是公司长期持续成长的驱动力

下游需求旺盛，原有大客户供应链紧张，新客户有望快速放量。2022 年上半年，公司销售运动鞋 1.15 亿双，同比增长 13.27%。全球供应链紧张持续，以耐克为例，目前其欧美等市场需求十分旺盛，公司在 2022 年将仍面临缺货。此外，新客户方面，Asics、On、New Balance 的订单已经量产出货，有望持续放量。

为应对客户的旺盛需求，公司积极扩产、提升生产效率，中期看产能增长较快、确定性强。2019-2020 年成立的越南威霖、越南永山、越南弘欣（设计产能为 100 万双/月）目前均已投产，预计 2022 年仍有一定产能释放的空间。除此之外，公司还将购买越南的现成厂房、在公司原有厂房扩建生产线，协助原有工厂的产能提升。基于客户预期订单的强劲需求，公司将持续在越南北部投资新建工厂，考虑到制造产能分散配置的要求，公司也开始在印尼投资兴建大型制造基地。在生产效率方面，公司推行管理标准化和信息化、数字化提升效率，提升量产工厂交付能力和运营水平。具体看，公司通过电脑针车、冷粘鞋水压机、自动折鞋盒机、自动网版印刷等自动化设备的广泛普及，以及“电脑车接鞋舌工艺”“自动翻折创新型夹板”“电脑针车不停顿循环缝纫”“刷胶支架”“穿鞋带辅助夹具”等自研自创辅助夹制具推广和广泛使用，提升产品品质稳定性，同时提升生产效率，提高员工工作舒适度。

表1：公司近期投产项目基本信息表

序号	项目名称	成立时间	投产时间	产能规模(预计)	对应增量
已投产项目					
1	越南威霖	2019 年 8 月	2021 年已投产	1200 万双/年	6.2%
2	越南弘欣	2020 年 5 月	2021 年已投产	1200 万双/年	6.2%
3	越南永山	2020 年 8 月	2021 年已投产	1200 万双/年	6.2%
合计				3600 万双/年	18.5%
未投产项目					
4	印尼 PT Adonia footwear	2021 年 2 月	预计 2022 年以后投产	1200 万双/年	6.2%
总计				4800 万双/年	24.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 阿迪达斯下调 2022 年指引，内外需均承压，头部制造商业绩韧性较强估值底部已现

7 月 27 日，阿迪达斯发布公告，公布第二季度初步数据并下调全年业绩指引。第二季度初步数据具体看：

- 1) 货币中性收入：受北美、拉丁美洲、欧洲、中东和非洲、亚太地区增长的推动，货币中性收入增长 4%；
- 2) 毛利率：下降 1.5 个百分点至 50.3%；
- 3) 营业利润率：达到 7% (2021 年：10.7%)；
- 4) 持续经营净利润降至 3.6 亿欧元 (2021 年：3.87 亿欧元)。

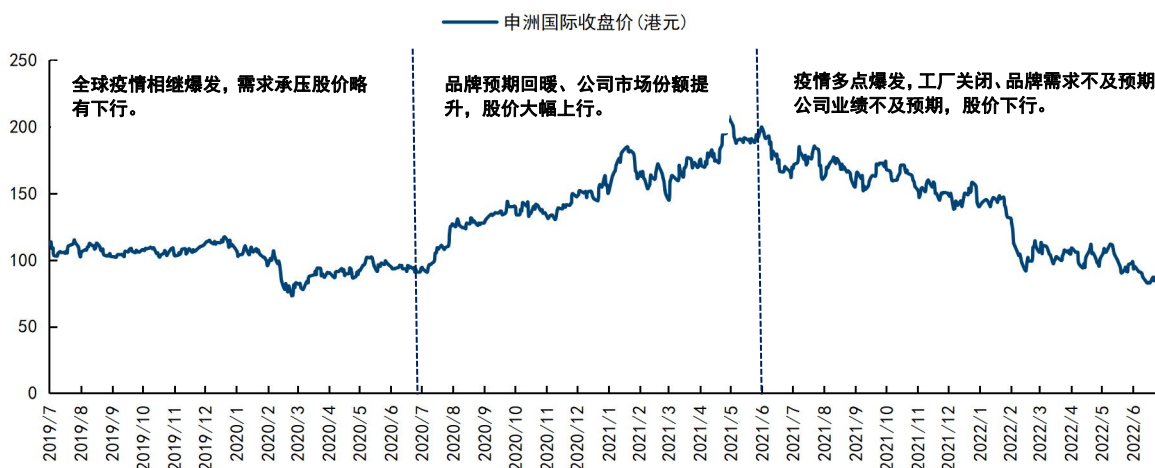
由于大中华区第三季度恢复慢于预期以及其他地区有潜在的不及预期的风险，公司下调全年指引。具体看：

- 1) 货币中性收入：预计 2022 年增长中高单位数（此前指引为：货币中性收入增长为 11%-13%）
- 2) 毛利率：预计 2022 年毛利率为 49.0%（此前指引为 50.7%）
- 3) 营业利润率：预计 2022 年营业利润率约为 7.0%（此前指引为 9.4%）
- 4) 持续经营净利润：预计 2022 年持续经营净利润约为 13 亿欧元（此前指引为 18-19 亿欧元之间，更接近 18 亿欧元）

阿迪达斯指出，虽然该公司在所有地区的市场都没有经历过明显的销售放缓和大幅取消批发订单，但其调整后的业绩预测反映了全球消费者支出的潜在放缓。

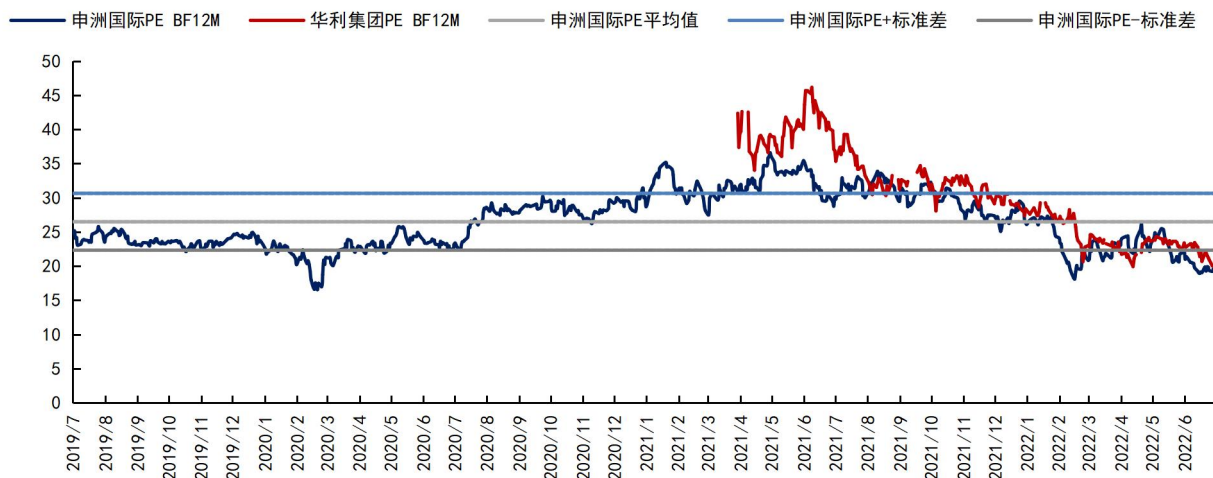
随着美国通胀以 40 年来最快的速度增长，较多零售商发出业绩警报，外需承压。同时，阿迪达斯大中华区恢复不及预期，内需承压。但在 2020 年零售环境挑战的情况下，华利集团收入/业绩分别同比下滑 8.1%/增长 3.2%，在疫情下业绩韧性较强；2021 年上半年收入/业绩分别同比增长 18.2%/66.6%，实现了强劲的疫后恢复。参考申洲国际在 2020 年的悲观估值及 2021 年上半年在品牌预期回暖和公司市场份额提升之下的股价演绎，目前华利集团的股价已在底部，我们看好今年下半年品牌增速回升恢复市场信心，华利集团当下估值吸引力强。

图5：近 3 年申洲国际收盘价



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图6: 近3年申洲国际、华利集团 PE BF12M



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测的主要假设条件及结果

鞋服行业全球需求受到宏观环境的压力，我们对公司未来业绩预测作出相应调整：其中 2022-2024 年收入预期分别为 220.2/263.2/312.6 亿元（原为 220.2/269.9/323.4 亿元），同比增长 26%/19.6%/18.8%（原为 26%/22.1%/19.8%）；2022-2024 年归母净利润下调至 35.3/43.2/52.6 亿元（原为 35.3/45.5/55.9 亿元），同比增长 27.6%/22.1%/21.4%（原为 27.6%/28.8%/22.7%）。

1、收入：2022 年由于鞋服行业全球需求下行，公司二季度环比改善显著有望追回一季度的产能损失，预计销售量/销售价分别同比增长 19.5%/5.5%，推动 2022 年收入增长 26.0%至 220.2 亿元。展望 2023-2024 年，由于鞋服行业全球需求承压，我们按公司产能扩张节奏假设销售量增长 14%~15%，销售单价增长 3.8%~4.5%，整体来看收入增长 18%~20%（原为 20%~22%）。

2、毛利率：2022 年二季度开始由于越南出勤率恢复毛利率环比改善，预计毛利率维持 26.8%，其中运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋毛利率分别为 28.3%/18.7%/20.5%。展望 2023-2024 年，预计各产品毛利率基本维持 2022 年的水平，但由于大客户旺盛需求推动毛利率较高的运动休闲鞋占比增加，预计整体毛利率提升至 26.9%~27.1%。

3、归母净利润：2022 年二季度毛利率改善、所得税率同比下降，预计归母净利润基本维持 35.3 亿元，同比增长 27.6%，净利率预计为 16%。展望 2023-2024 年，由于收入预测的下调，净利润增幅下调至 21%~22%（原为 22%~28%）。

表2：盈利预测主要假设条件

		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收	合计	151.7	139.3	174.7	220.2	263.2	312.6
	YoY	22.4%	-8.1%	25.4%	26.0%	19.6%	18.8%
拆分量价	销售量	185.1	164.0	209.6	250.4	286.5	327.8
	YoY	13.2%	-11.4%	27.8%	19.5%	14.4%	14.4%
	销售价(元)	81.8	84.7	83.2	87.8	91.7	95.2
	YoY	8.1%	3.6%	-1.8%	5.5%	4.5%	3.8%
分产品	运动休闲鞋	118.4	112.8	142.1	181.9	221.9	268.5
	YoY	28.9%	-4.7%	25.9%	28.0%	22.0%	21.0%
	户外靴鞋	20.5	14.9	15.8	17.4	19.0	20.5
	YoY	3.0%	-27.2%	6.2%	10.0%	9.0%	8.0%
	运动凉鞋	12.4	11.2	16.4	20.4	21.9	23.1
	YoY	4.4%	-10.3%	46.6%	24.9%	7.0%	5.4%
毛利率	合计	23.4%	24.7%	27.2%	26.8%	26.9%	27.1%
	运动休闲鞋	25.3%	26.6%	28.9%	28.3%	28.3%	28.3%
	户外靴鞋	18.9%	8.1%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
	运动凉鞋	12.8%	27.9%	20.5%	20.5%	20.5%	20.5%
经营利润	金额	22.0	23.1	37.0	45.4	53.7	64.6
	占比	14.5%	16.5%	21.2%	20.6%	20.4%	20.7%
	YoY	17.2%	5.0%	60.6%	22.6%	18.4%	20.3%
利润总额	金额	21.9	23.0	36.8	45.3	55.3	67.1
	占比	14.5%	16.5%	21.1%	20.6%	21.0%	21.5%
	YoY	17.2%	4.7%	60.3%	22.9%	22.1%	21.4%
所得税	金额	3.7	4.2	9.2	10.0	12.2	14.8
	所得税率	17.0%	18.3%	24.9%	22.0%	22.0%	22.0%
	YoY	10.0%	12.4%	118.1%	8.7%	22.1%	21.4%
净利润	金额	18.2	18.8	27.7	35.3	43.1	52.4
	占比	12.0%	13.5%	15.8%	16.0%	16.4%	16.8%
	YoY	18.9%	3.2%	47.3%	27.6%	22.1%	21.4%

资料来源：wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：业绩出色成长确定性强，维持“买入”评级

公司在一季度疫情影响生产的情况下上半年仍实现较为强劲的增长，现损失逐步追回、利润率回升。品牌需求仍然高度景气，公司产能开拓顺利，产品价格提升明显，看好公司未来强劲的成长动力。由于鞋服全球需求承压，我们根据公司产能扩张节奏出于保守起见下调盈利预测，预计公司2022~2024年净利润分别为35.3/43.2/52.6亿元（原为35.3/45.5/55.8亿元），同比增长27.7%/22.2%/21.8%（原为27.6%/28.8%/22.8%），由于盈利预测的下调，合理估值下调至94.4-99.9元（对应23PE 25.5X-27X，原为96.9-103.0元），看好公司核心竞争力驱动份额持续提升，维持“买入”评级。

表3：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931	17,470	22,018	26,323	31,259
(+/-%)	-8.1%	25.4%	26.0%	19.6%	18.8%
净利润(百万元)	1879	2768	3533	4319	5259
(+/-%)	3.2%	47.3%	27.7%	22.2%	21.8%
每股收益(元)	1.79	2.37	3.03	3.70	4.51
EBIT Margin	17.6%	21.6%	20.9%	21.0%	21.2%
净资产收益率(ROE)	32.7%	25.3%	26.6%	26.7%	26.7%
市盈率(PE)	35.4	26.7	20.9	17.1	14.1
EV/EBITDA	24.5	18.9	15.6	13.0	11.0
市净率(PB)	11.59	6.77	5.56	4.57	3.75

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

产能扩张不及预期、疫情持续时间过长影响下游需求、国际政治经济风险。

相关研究报告：

- 《华利集团（300979.SZ）——一季度收入增长 11.4%，3 月以来员工出勤恢复正常》——2022-04-28
- 《华利集团（300979.SZ）-2021 年业绩增长 47%，鞋履制造龙头成长确定性强》——2022-04-10
- 《客户、产品、效率优化，2021 全年业绩增长 47%》——2022-03-04
- 《华利集团-300979-重大事件快评-订单旺盛，2021 年业绩同比增长 40%-55%》——2022-01-27
- 《华利集团-300979-重大事件快评：高质量快速增长持续，看好公司成长确定性》——2021-10-29

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	2438	4408	5529	7578	10305	营业收入	13931	17470	22018	26323	31259
应收款项	1814	2580	560	670	795	营业成本	10474	12712	16105	19218	22780
存货净额	2088	2671	3753	4475	5306	营业税金及附加	3	3	4	4	5
其他流动资产	169	336	130	156	185	销售费用	196	65	82	98	116
流动资产合计	6510	11865	11843	14749	18462	管理费用	592	686	898	1071	1270
固定资产	2818	3383	4094	4657	5134	研发费用	209	234	330	395	469
无形资产及其他	200	279	269	259	249	财务费用	61	(46)	(70)	(85)	(121)
投资性房地产	210	652	652	652	652	投资收益	2	25	32	0	0
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	104	134	(165)	(250)	(256)
资产总计	9738	16179	16853	20306	24481	其他收入	(406)	(508)	(325)	(389)	(462)
短期借款及交易性金融负债	1496	1919	500	500	500	营业利润	2305	3702	4541	5379	6492
应付款项	1317	1835	1162	1385	1642	营业外净收支	(7)	(17)	(11)	158	250
其他流动负债	1163	1329	2009	2395	2840	利润总额	2299	3684	4530	5537	6742
流动负债合计	3977	5083	3670	4281	4983	所得税费用	420	917	997	1218	1483
长期借款及应付债券	0	0	(230)	(230)	(230)	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	170	119	68	17	归属于母公司净利润	1879	2768	3533	4319	5259
长期负债合计	20	170	(111)	(162)	(213)	现金流量表（百万元）					
负债合计	3997	5253	3559	4119	4770	净利润	1879	2768	3533	4319	5259
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	30	39	18	19
股东权益	5741	10927	13294	16188	19711	折旧摊销	418	432	373	458	536
负债和股东权益总计	9738	16179	16853	20306	24481	公允价值变动损失	(104)	(134)	165	250	256
关键财务与估值指标						2020	2021	2022E	2023E	2024E	
每股收益	1.79	2.37	3.03	3.70	4.51	财务费用	61	(46)	(70)	(85)	(121)
每股红利	0.13	1.03	1.00	1.22	1.49	营运资本变动	(597)	(1094)	1136	(280)	(315)
每股净资产	5.47	9.36	11.39	13.87	16.89	其它	(1)	(30)	(39)	(18)	(19)
ROIC	34%	33%	36%	42%	47%	经营活动现金流	1596	1972	5208	4746	5735
ROE	33%	25%	27%	27%	27%	资本开支	0	(1141)	(1278)	(1278)	(1278)
毛利率	25%	27%	27%	27%	27%	其它投资现金流	100	(1870)	0	0	0
EBIT Margin	18%	22%	21%	21%	21%	投资活动现金流	100	(3011)	(1272)	(1272)	(1272)
EBITDA Margin	21%	24%	23%	23%	23%	权益性融资	(100)	3701	0	0	0
收入增长	-8%	25%	26%	20%	19%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
净利润增长率	3%	47%	28%	22%	22%	支付股利、利息	(135)	(1197)	(1166)	(1425)	(1735)
资产负债率	41%	32%	21%	20%	19%	其它融资现金流	(185)	1702	(1419)	0	0
息率	0.2%	1.6%	1.6%	1.9%	2.3%	融资活动现金流	(557)	3009	(2815)	(1425)	(1735)
P/E	35.4	26.7	20.9	17.1	14.1	现金净变动	1139	1970	1121	2049	2727
P/B	11.6	6.8	5.6	4.6	3.8	货币资金的期初余额	1299	2438	4408	5529	7578
EV/EBITDA	24.5	18.9	15.6	13.0	11.0	货币资金的期末余额	2438	4408	5529	7578	10305
						企业自由现金流	0	1030	3819	3219	4106
						权益自由现金流	0	2732	2225	3286	4201

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032