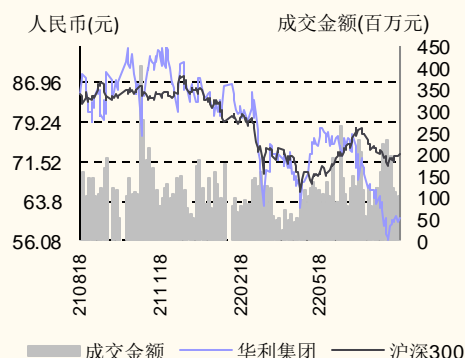


市场价格 (人民币): 60.44 元

## 靓丽成绩兑现, 订单充足全年可期

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.67
已上市流通 A 股(亿股)	1.46
总市值(亿元)	705.33
年内股价最高最低(元)	94.02/56.08
沪深 300 指数	4217
创业板指	2778



## 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931	17,470	21,062	25,698	31,000
营业收入增长率	-8.14%	25.40%	20.56%	22.01%	20.63%
归母净利润(百万元)	1,879	2,768	3,519	4,389	5,318
归母净利润增长率	3.16%	47.34%	27.15%	24.72%	21.16%
摊薄每股收益(元)	1.789	2.372	3.016	3.761	4.557
每股经营性现金流净额	2.45	2.08	3.19	3.98	4.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.72%	25.33%	26.99%	28.01%	28.19%
P/E	0.00	37.55	20.04	16.07	13.26
P/B	0.00	9.51	5.41	4.50	3.74

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 公司 8.17 发布 1H22 业绩, 实现收入 98.99 亿元, 同增 20.8% (剔除汇率变动同增 20.1%); 实现归母净利润 15.62 亿元, 同增 21.0% (剔除汇率变动同增 20.3%)。其中单 Q2 实现收入 57.75 亿元, 同增 28.6%, 实现归母净利润 9.14 亿元, 同增 28.0%, 与此前业绩快报披露一致。

## 经营分析

- 量价齐升共促增长, 与核心客户合作稳固。分量价, 1H22 公司合计销售运动鞋 1.15 亿双, 同增 13.27%, 其中 Q2 销量约 0.64 亿双, 同比增长约 19%、环比增长约 25%; 美元口径上半年 ASP 同增约 6.9%, 主要来自核心客户订单结构改善。分客户, Nike/Deckers/VF 预计分别贡献 5.6/3.2/2.9 亿美元收入, 分别同增约 30%/21%/19%; Puma、UA 表现相对平缓主要系公司产能优先向头部客户倾斜, 预计随着产能释放将加速增长。
- Q2 毛利率环比改善, 净利率保持稳定。1H22 公司毛利率为 26.3% (-1.8pct), 其中单 Q2 毛利率为 26.8%, 同比下滑 1.13pct 主要系新工厂尚在爬坡期, 效率拖累整体表现; 但得益于疫情好转、开工节奏顺畅, Q2 毛利率环比 Q1 已改善 1.16pct。公司积极加强自动化、人效提升部分冲淡毛利率下滑影响, 1H22 净利率为 15.78%, 保持稳定。
- 计算方式变更导致存货周转有所放缓。1H22 公司存货周转天数为 69.5 天, 同比增加 45.8 天主要系存货计算方式从按数量计算变为按金额计算, 其次由于 1Q22 运输受阻、部分订单延迟交付, 相同口径下存货周转略有放缓。

## 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; 供给端产能扩充驱动业绩增长。考虑到公司订单饱满、产能扩张预期乐观, 维持此前预测, 预计 22-24 年归母净利分别为 35.19/43.89/53.18 亿元, 分别同增 27.15%/24.72%/21.16%, 对应 PE 分别为 20/16/13 倍, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 越南人力成本上升、扩产节奏不及预期、海外终端需求下滑。

## 相关报告

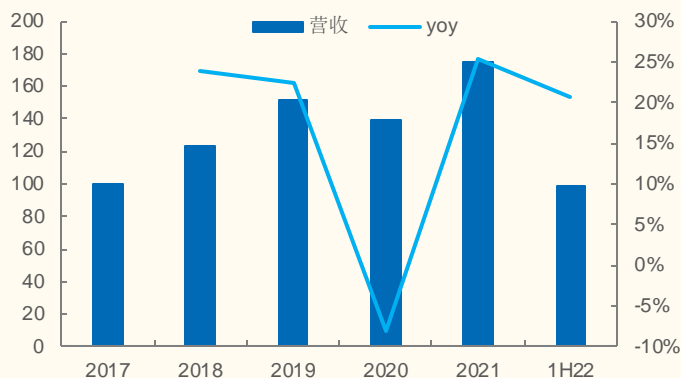
- 1.《Q2 业绩超预期, 产销两旺共促增长-华利集团 1H22 业绩快报点...》, 2022.7.28
- 2.《华利集团 1Q22 业绩点评-头部客户增长强劲, 疫情不改全年预期》, 2022.4.28
- 3.《短期影响无虞, 产能扩张可期-华利集团 2021 年报点评》, 2022.4.8
- 4.《华利集团 3Q21 业绩点评-淡季不淡, 加速增长》, 2021.11.1
- 5.《华利集团 1H21 业绩点评-订单结构持续优化, 量价齐升驱动增长》, 2021.8.20

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

## 1、事件：Q2 业绩同增 28%，亮眼成绩兑现

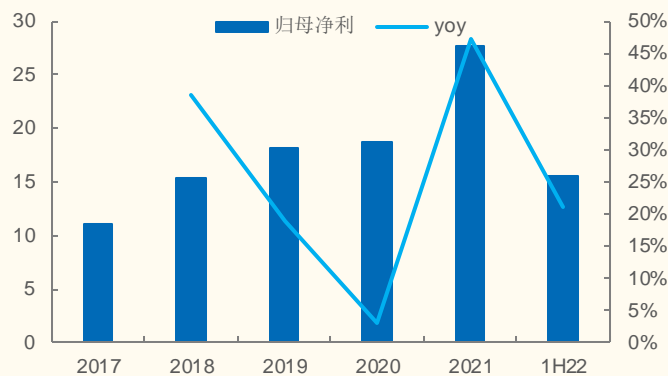
公司 8.17 发布 1H22 业绩，实现收入 98.99 亿元，同增 20.8%（剔除汇率变动同增 20.1%）；实现归母净利 15.62 亿元，同增 21.0%（剔除汇率变动同增 20.3%）。其中单 Q2 实现收入 57.75 亿元，同增 28.6%，实现归母净利 9.14 亿元，同增 28.0%，与此前业绩快报披露一致。

图表 1：公司营收及增速（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 2：公司归母净利及增速（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

## 2、收入端：量价齐升共促增长，与核心客户合作稳固

**量价拆分：量价齐升共促增长，订单结构改善。**量：公司 1H22 合计销售运动鞋 1.15 亿双，同比增长 13.27%，其中单 Q2 销量约 0.64 亿双，同比增长约 19%，环比增长约 25%。价：美元口径下，上半年 ASP 月同比提升约 6.89%，主要来自核心客户订单结构改善。

**按产品拆分：运动休闲、户外品类需求恢复，凉拖鞋收缩。**1H22 运动休闲鞋/户外鞋靴/运动凉拖鞋分别实现营收 84.16 亿元（+26.48%）/6.73 亿元（+10.55%）/7.92 亿元（-13.40%）。随着疫情好转，消费者参与运动、户外活动市场增加，对休闲运动鞋、户外鞋靴需求稳步提升。

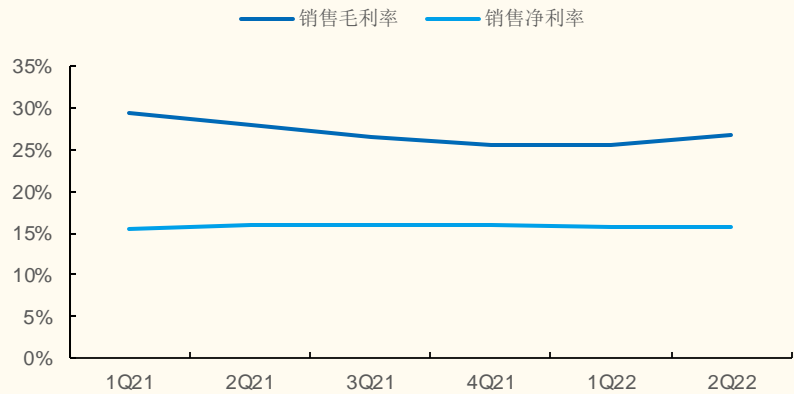
**按客户拆分：与核心客户合作稳固。**若剔除汇率变动影响，头部 5 大客户中 Nike/Deckers/VF 预计分别贡献 5.6/3.2/2.9 亿美元收入，分别同增约 30%/21%/19%；Puma、UA 增长相对平缓，主要系公司产能资源优先向头部客户倾斜，预计伴随着产能逐渐释放，这两个品牌订单将加速增长。

**产能端：产能稳步扩充，明年新工厂陆续投产有望促进订单增长。**1H22 公司总产能达 1.16 亿双（+15.25%），实际产量 1.10 亿双（+13.09%），产能利用率为 95.10%，略低于去年同期主要系今年 Q1 疫情叠加春节导致开工延误，以及 Q2 新工厂投入运营，效率尚未达到最优水平。明年上半年越南三个工厂以及印尼一期工厂预计陆续开始投产，有望解决此前产能瓶颈问题。

## 3、毛利率略有承压，营运状况健康

**盈利能力：Q2 毛利率环比改善，净利率保持稳定。**1H22 公司毛利率为 26.25%，同比下滑 1.78 pct。其中 2Q22 公司毛利率为 26.81%，同比下滑 1.13 pct 主要系新工厂尚处在爬坡期，效率拖累整体毛利率水平；2Q22 毛利率环比提升 1.16 pct，主要得益于越南疫情好转、开工节奏逐渐顺畅。分产品，运动休闲鞋/户外鞋靴/运动凉拖鞋毛利率分别为 27.05%（-2.65 pct）/21.01%（+1.24 pct）/22.12%（+0.75 pct）。公司积极加强自动化、人效提升部分冲淡毛利率下滑影响，1H22 公司净利率实现 15.78%，保持稳定。

图表 3: 公司盈利能力 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

**营运能力:** 1H22 公司存货周转天数为 69.5 天, 同比增加 45.8 天主要系存货计算方式从按数量计算变为按金额计算, 其次由于 1Q22 运输受阻、部分订单延迟交付, 相同口径下存货周转略有放缓。

#### 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; 供给端产能扩充驱动业绩增长。考虑到公司订单饱满、产能扩张预期乐观, 维持此前预测, 预计 22-24 年归母净利分别为 35.19/43.89/53.18 亿元, 分别同增 27.15%/24.72%/21.16%, 对应 PE 分别为 20/16/13 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)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	15,166	13,931	17,470	21,062	25,698	31,000
增长率		-8.1%	25.4%	20.6%	22.0%	20.6%
主营业务成本	-11,605	-10,474	-12,712	-15,283	-18,596	-22,370
%销售收入	76.5%	75.2%	72.8%	72.6%	72.4%	72.2%
毛利	3,561	3,457	4,758	5,779	7,102	8,630
%销售收入	23.5%	24.8%	27.2%	27.4%	27.6%	27.8%
营业税金及附加	-3	-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	-229	-196	-65	-95	-116	-143
%销售收入	1.5%	1.4%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用	-686	-592	-686	-864	-1,041	-1,271
%销售收入	4.5%	4.3%	3.9%	4.1%	4.1%	4.1%
研发费用	-295	-209	-234	-358	-424	-558
%销售收入	1.9%	1.5%	1.3%	1.7%	1.7%	1.8%
息税前利润 (EBIT)	2,348	2,457	3,770	4,458	5,517	6,652
%销售收入	15.5%	17.6%	21.6%	21.2%	21.5%	21.5%
财务费用	-117	-61	46	40	76	124
%销售收入	0.8%	0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
资产减值损失	-109	-100	-141	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	75	2	25	31	56	65
%税前利润	3.4%	0.1%	0.7%	0.7%	1.0%	1.0%
营业利润	2,197	2,305	3,702	4,527	5,645	6,838
营业利润率	14.5%	16.5%	21.2%	21.5%	22.0%	22.1%
营业外收支	-2	-7	-17	-15	-18	-20
税前利润	2,195	2,299	3,684	4,512	5,627	6,818
利润率	14.5%	16.5%	21.1%	21.4%	21.9%	22.0%
所得税	-374	-420	-917	-993	-1,238	-1,500
所得税率	17.0%	18.3%	24.9%	22.0%	22.0%	22.0%
净利润	1,821	1,879	2,768	3,519	4,389	5,318
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1,821	1,879	2,768	3,519	4,389	5,318
净利率	12.0%	13.5%	15.8%	16.7%	17.1%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,821	1,879	2,768	3,519	4,389	5,318
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	187	208	713	577	712	857
非经营收益	61	77	56	76	88	96
营运资金变动	-165	414	-1,114	-453	-545	-677
经营活动现金净流	1,904	2,577	2,423	3,719	4,644	5,594
资本开支	-1,308	-611	-1,269	-1,067	-1,021	-1,253
投资	-49	-227	-3,127	-435	-312	-563
其他	-11	2	47	31	56	65
投资活动现金净流	-1,368	-836	-4,350	-1,471	-1,277	-1,751
股权募资	1,085	0	3,701	0	0	0
债权募资	1,340	48	418	655	180	964
其他	-2,766	-1,260	-1,314	-1,521	-1,879	-2,265
筹资活动现金净流	-340	-1,213	2,805	-866	-1,698	-1,301
现金净流量	224	428	834	1,381	1,669	2,542

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1,299	2,438	4,408	5,790	7,458	10,000
应收款项	2,263	1,814	2,580	2,683	3,274	3,949
存货	2,283	2,088	2,671	3,266	3,974	4,780
其他流动资产	422	169	2,206	2,528	2,773	3,224
流动资产	6,266	6,510	11,865	14,267	17,479	21,954
%总资产	65.2%	66.8%	73.3%	74.7%	76.9%	79.1%
长期投资	6	5	148	168	268	418
固定资产	2,955	2,818	3,383	3,752	3,981	4,295
%总资产	30.7%	28.9%	20.9%	19.6%	17.5%	15.5%
无形资产	270	293	391	504	572	642
非流动资产	3,347	3,229	4,314	4,838	5,256	5,809
%总资产	34.8%	33.2%	26.7%	25.3%	23.1%	20.9%
资产总计	9,613	9,738	16,179	19,105	22,735	27,763
短期借款	1,552	1,496	1,919	2,324	2,204	2,848
应付款项	2,732	1,344	1,863	1,891	2,352	2,829
其他流动负债	1,151	1,137	1,300	1,576	2,202	2,887
流动负债	5,435	3,977	5,083	5,790	6,757	8,564
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	10	20	170	276	306	336
负债	5,445	3,997	5,253	6,066	7,063	8,901
普通股股东权益	4,168	5,741	10,927	13,038	15,672	18,863
其中：股本	1,050	1,050	1,167	1,167	1,167	1,167
未分配利润	1,353	3,201	4,557	6,669	9,303	12,494
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	9,613	9,738	16,179	19,105	22,735	27,763

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.734	1.789	2.372	3.016	3.761	4.557
每股净资产	3.970	5.468	9.363	11.173	13.429	16.164
每股经营现金净流	1.813	2.455	2.076	3.186	3.979	4.793
每股股利	0.000	1.000	1.100	1.206	1.504	1.823
回报率						
净资产收益率	43.69%	32.72%	25.33%	26.99%	28.01%	28.19%
总资产收益率	18.94%	19.29%	17.11%	18.42%	19.31%	19.16%
投入资本收益率	33.99%	27.66%	21.95%	22.59%	24.03%	23.87%
增长率						
主营业务收入增长率	22.42%	-8.14%	25.40%	20.56%	22.01%	20.63%
EBIT增长率	18.14%	4.65%	53.45%	18.26%	23.74%	20.59%
净利润增长率	18.86%	3.16%	47.34%	27.15%	24.72%	21.16%
总资产增长率	26.82%	1.30%	66.14%	18.08%	19.00%	22.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.6	52.4	44.5	45.0	45.0	45.0
存货周转天数	65.9	76.2	68.3	78.0	78.0	78.0
应付账款周转天数	45.0	48.7	44.8	44.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	62.6	65.7	62.8	57.1	49.2	43.5
偿债能力						
净负债/股东权益	3.66%	-16.40%	-39.90%	-41.04%	-45.63%	-48.04%
EBIT利息保障倍数	20.1	40.3	-82.1	-111.2	-72.7	-53.6
资产负债率	56.64%	41.04%	32.46%	31.75%	31.07%	32.06%

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	4	36	57	75	186
增持	0	1	1	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.03	1.02	1.03	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。

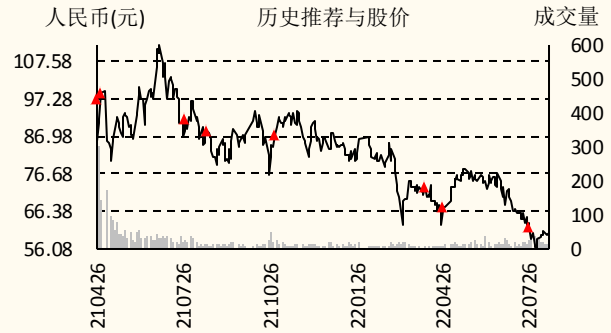
最终评分与平均投资建议对照：

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	87.00 ~ 87.00
3	2021-07-29	买入	91.02	N/A
4	2021-08-20	买入	90.04	N/A
5	2021-11-01	买入	85.40	N/A
6	2022-04-08	买入	71.78	N/A
7	2022-04-28	买入	67.32	N/A
8	2022-07-28	买入	63.45	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。本报告反映撰写研究人员的不同设想、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，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

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，而不应对本报告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。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。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；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。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。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**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