

公司研究

上半年大客户保持理想增长，下半年关注外需走向

——华利集团（300979.SZ）2022年中报点评

买入（维持）

当前价：60.44元

作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsecn.com

联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	11.67
总市值(亿元)	705.33
一年最低/最高(元)	55.23/95.20
近3月换手率	9.52%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-6.73	-26.53	-16.85
绝对	-8.49	-20.89	-28.81

资料来源：Wind

相关研报

上半年业绩符合预期，外需短期扰动不改长期增长逻辑——华利集团（300979.SZ）2022年中期业绩快报点评（2022-07-27）

21年业绩增长靓丽，期待22年继续发力——华利集团（300979.SZ）2021年年报点评（2022-04-27）

三季度收入增速环比提速，订单旺盛、客户结构持续优化——华利集团（300979.SZ）2021年三季度报点评（2021-10-28）

要点

扣除汇率变动后，上半年收入、归母净利润均同比增长20%

公司发布2022年中报，上半年实现营业收入98.99亿元人民币、同比增长20.79%，归母净利润15.62亿元、同比增长21.02%，扣非归母净利润15.30亿元、同比增长17.82%，EPS为1.34元。

由于公司业务主要是以美元报价和结算，合并报表以人民币计价，扣除人民币对美元汇率变动的影响后，上半年营业收入同比增长20.10%，归母净利润同比增长20.32%。

分季度来看，22Q1、Q2单季度营业收入分别同比增长11.39%、28.55%，归母净利润分别同比增长12.40%、27.99%，一季度越南工厂受疫情影响收入和利润增速同比均有放缓，二季度越南疫情影响逐步缓解、产能利用率逐步恢复，且订单需求较为旺盛，因此收入增速相较一季度有明显提升。另外公司22Q1/Q2归母净利润率分别为15.72%、15.82%，同比基本保持平稳。

前五大客户收入占比为92%、合计收入同比增长22%

分量价来看，上半年公司销售运动鞋产品1.15亿双、同比增长13.27%；推算美元单价亦有近7%的提升。

品牌客户方面，前五大客户收入占比分别为37%、21%、19%、10%、5%，合计占比为92%、占比提升1.02PCT、收入同比增长22.15%。其中，扣除汇率影响后，估计大客户Nike公司（包含Nike品牌、Converse品牌）收入增速近30%，Deckers、VF收入增速均在20%左右，核心大客户增长较快。

分品类来看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他收入占比分别为85%、7%、8%，收入分别同比+26.48%、+10.55%、-13.40%。

分地区来看，美国、欧洲、其他地区收入占比分别为85%、13%、2%，收入分别同比+19.01%、+24.97%、+142.04%。

毛利率和费用率双降、Q2毛利率环比回升，经营净现金流增加

毛利率：上半年毛利率同比下降2.31PCT至26.32%，毛利率下降主要由于新工厂效率仍在爬坡中，以及一季度产能利用率受越南疫情拖累所致。分季度来看，22Q1/Q2单季度毛利率分别为25.65%、26.81%，按可比口径计算，同比分别-2.72%、-1.13PCT，22Q2毛利率同比虽有下降、但环比22Q1已现改善，且回升到21Q4的26.88%左右。分品类来看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他毛利率分别为27.05%（同比-2.65PCT）、21.01%（+1.24PCT）、22.12%（+0.75PCT）。

期间费用率：上半年期间费用率同比下降0.94PCT至5.32%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为0.42%（同比-0.46PCT）、4.19%（+0.28PCT）、1.53%（+0.07PCT）、-0.82%（-0.81PCT）。上半年财务费用率下降主要系定期存款增加、利息收入相应提升，以及人民币兑美元贬值产生的汇兑收益增加贡献；管理费用率略有提升主要系绩效薪酬费用增加所致。

所得税费用：上半年所得税费用同比减少1.80%至4.46亿元，主要由于分红比例同比减少。

其他财务指标: 1) 存货 22 年 6 月末较年初增加 10.74%至 29.57 亿元、同比增加 27.03%，存货周转天数为 69 天、同比增加 1 天。

2) 应收账款 22 年 6 月末较年初增加 36.59%至 33.98 亿元、同比增加 29.92%，应收账款周转天数为 54 天、同比增加 5 天。

3) 上半年实现经营净现金流 11.03 亿元、同比增加 50.48%，经营净现金流增加主要由于上半年销售规模增长、以及支付的税费减少贡献。

短期外需存不确定性，长期不改核心竞争力、持续增长可期

22 年初越南北部疫情对公司生产带来一定影响，但二季度公司生产和出货已恢复正常、上半年产能利用率达到 95.10%，进入三季度产能预计仍然饱满。产能方面，越南 21 年投产的 3 个新工厂产能正在爬坡中、预计生产效率将逐步提升，此外明年上半年越南、印尼地区将有新工厂投产、贡献产能增量。

短期来看海外需求存在不确定性，品牌客户销售或受到一定影响，进而对公司接单产生扰动。但公司作为高景气赛道运动领域的头部制造商，拥有全球化产能布局、产能扩张亦在稳步推进，且客户资源优质、产品设计开发能力较强，新老客户规划合理，老客户稳步提升份额同时新客户潜力待释放，短期在波动环境中抗风险能力与业绩稳健性相比同业更为突出、长期不改核心竞争力。考虑到外需存在一定压力，我们下调公司 22~24 年盈利预测（归母净利润较前次盈利预测分别下调 4%/2%/1%），对应 22~24 年 EPS 分别为 2.86、3.54、4.30 元，对应 22、23 年 PE 分别为 21 倍、17 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 国外疫情影响超预期同时影响公司需求和开工、人工成本上升、汇率大幅波动。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	13,931	17,470	21,124	25,851	31,084
营业收入增长率	-8.14%	25.40%	20.92%	22.38%	20.24%
净利润 (百万元)	1,879	2,768	3,335	4,130	5,022
净利润增长率	3.16%	47.34%	20.48%	23.85%	21.60%
EPS (元)	1.61	2.37	2.86	3.54	4.30
ROE (归属母公司) (摊薄)	32.72%	25.33%	25.69%	25.91%	25.73%
P/E	38	25	21	17	14
P/B	11.1	6.5	5.4	4.4	3.6

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-08-17

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,931	17,470	21,124	25,851	31,084
营业成本	10,474	12,712	15,567	18,965	22,671
折旧和摊销	418	432	570	697	836
税金及附加	3	3	4	5	6
销售费用	196	65	80	101	131
管理费用	592	686	877	1,086	1,321
研发费用	209	234	300	388	513
财务费用	61	-46	-105	-58	-46
投资收益	2	25	25	25	25
营业利润	2,305	3,702	4,229	5,238	6,383
利润总额	2,299	3,684	4,221	5,228	6,357
所得税	420	917	886	1,098	1,335
净利润	1,879	2,768	3,335	4,130	5,022
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1,879	2,768	3,335	4,130	5,022
EPS(元)	1.61	2.37	2.86	3.54	4.30

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,978	2,423	3,920	4,340	5,583
净利润	1,879	2,768	3,335	4,130	5,022
折旧摊销	418	432	570	697	836
净营运资金增加	299	1,716	767	1,714	2,627
其他	383	-2,492	-751	-2,200	-2,903
投资活动产生现金流	-836	-4,350	-1,560	-1,645	-1,645
净资本支出	-611	-1,269	-1,620	-1,620	-1,620
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-225	-3,081	60	-25	-25
融资活动现金流	-1,213	2,805	-1,488	-1,384	-1,515
股本变化	0	117	0	0	0
债务净变化	-55	422	-309	-275	-116
无息负债变化	-1,393	833	731	841	919
净现金流	829	834	873	1,311	2,422

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	24.8%	27.2%	26.3%	26.6%	27.1%
EBITDA 率	22.1%	25.3%	24.0%	23.8%	23.8%
EBIT 率	18.4%	22.4%	21.3%	21.1%	21.2%
税前净利润率	16.5%	21.1%	20.0%	20.2%	20.5%
归母净利润率	13.5%	15.8%	15.8%	16.0%	16.2%
ROA	19.3%	17.1%	17.9%	18.6%	18.9%
ROE (摊薄)	32.7%	25.3%	25.7%	25.9%	25.7%
经营性 ROIC	25.4%	27.2%	28.0%	28.0%	27.5%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41%	32%	30%	28%	27%
流动比率	1.64	2.33	2.42	2.62	2.83
速动比率	1.11	1.81	1.86	2.01	2.20
归母权益/有息债务	3.84	5.69	8.06	11.95	16.02
有形资产/有息债务	6.27	8.19	11.30	16.26	21.39

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	9,738	16,179	18,652	22,180	26,560
货币资金	2,438	4,408	5,281	6,592	9,014
交易性金融资产	0	1,870	1,870	1,870	1,870
应收账款	1,770	2,487	2,698	3,301	3,693
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	44	93	84	103	124
存货	2,088	2,671	3,061	3,648	4,322
其他流动资产	90	173	173	173	173
流动资产合计	6,510	11,865	13,322	15,878	19,424
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2,508	3,006	3,513	4,083	4,608
在建工程	310	376	748	934	1,027
无形资产	200	279	294	307	321
商誉	0	0	0	0	0
其他非流动资产	44	327	327	327	327
非流动资产合计	3,229	4,314	5,329	6,303	7,136
总负债	3,997	5,253	5,674	6,240	7,043
短期借款	1,496	1,876	1,567	1,292	1,176
应付账款	1,307	1,814	2,257	2,750	3,287
应付票据	10	21	25	30	36
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	3,977	5,083	5,504	6,070	6,873
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	116	116	116	116
非流动负债合计	20	170	170	170	170
股东权益	5,741	10,927	12,978	15,940	19,517
股本	1,050	1,167	1,167	1,167	1,167
公积金	2,190	5,980	6,287	6,287	6,287
未分配利润	3,201	4,557	6,301	9,264	12,840
归属母公司权益	5,741	10,927	12,978	15,940	19,517
少数股东权益	0	0	0	0	0

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	1.41%	0.37%	0.38%	0.39%	0.42%
管理费用率	4.25%	3.93%	4.15%	4.20%	4.25%
财务费用率	0.44%	-0.26%	-0.50%	-0.22%	-0.15%
研发费用率	1.50%	1.34%	1.42%	1.50%	1.65%
所得税率	18%	25%	21%	21%	21%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	0.00	1.10	1.00	1.24	1.51
每股经营现金流	2.84	2.08	3.36	3.72	4.78
每股净资产	5.47	9.36	11.12	13.66	16.72
每股销售收入	13.27	14.97	18.10	22.15	26.64

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	38	25	21	17	14
PB	11.1	6.5	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	22.1	16.3	13.9	11.4	9.4
股息率	0.0%	1.8%	1.7%	2.0%	2.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE