

# 华利集团 (300979)

## 2022 年中报点评：头部客户增速领跑，扩产持续推进

买入 (维持)

2022 年 08 月 18 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	17,470	21,071	25,012	29,591
同比	25%	21%	19%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	2,768	3,399	4,104	4,918
同比	47%	23%	21%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.37	2.91	3.52	4.21
P/E (现价&最新股本摊薄)	25.06	20.41	16.90	14.10

### 投资要点

- 公司公布 2022 年中报：**22H1 营收 98.99 亿元/yoy+20.79% (剔除汇率影响 yoy+20.10%)、归母净利润 15.62 亿元/yoy+21.02% (剔除汇率影响 yoy+20.36%)。分季度看，22Q1/Q2 营收分别为 41.24/57.74 亿元、分别同比+11.39%/+28.55%，归母净利润分别为 6.48/9.14 亿元、分别同比+12.40%/+27.99%，符合业绩快报。Q2 业绩增长环比 Q1 提速，主要得益于越南疫情对生产的影响有所缓解、部分 Q1 延误订单在 Q2 弥补、Q2 毛利率较 Q1 小幅回升。
- Q2 量价增长提速。**22H1 运动鞋销量 1.15 亿双/yoy+13.3%、ASP (美元口径) 同比+6.9% (人民币口径同比约+7.1%)，量价齐升趋势延续。其中 22Q1/Q2 销量分别为 5100/6400 万双、分别同比+7.1%/+18.7%，估算 ASP (人民币口径) 分别同比+4%/+8.3%。22Q2 量价均较 Q1 增长提速，其中量的增长主要来自越南三个新工厂产能爬坡、及 Q2 越南疫情影响减弱，价的提升主要来自核心客户 (如 Nike) 产品结构升级。
- 头部客户增速继续领跑，随产能释放，中小客户增长有望提速。**22H1 前五大客户 (我们估测分别为 Nike/Deckers/VF/PUMA/UA) 收入 (人民币口径) 分别同比+29.8%/+26.3%/+21.3%/+7.2%/-3%，收入分别占比 36.9%/20.9%/19.1%/10.3%/4.9%、合计占比 92.1%，前三大客户 Nike、Deckers、VF 表现持续亮眼，PUMA 及 UA 由于产能分配原因增速较慢。我们预计下半年 UA 增速有望改善，随 23 年新工厂投产、PUMA 增长有望提速，此外新产能的投放有助新客户 New Balance、Asics、On running 销售进一步增长。
- 盈利能力及运营水平维持较好表现。**1) **毛利率&净利率：**22H1 毛利率同比-2.31pct 至 26.32%，Q1/Q2 分别为 25.65%/26.81%、分别同比-2.72/-1.13pct，主因上半年越南新工厂生产效率低于同期老工厂、同时 Q1 疫情对产能利用率有拖累，结合 22H1 期间费用率同比下滑 0.94pct 至 5.32% (主因利息收入和汇兑收益贡献)，归母净利率略升 0.03pct 至 15.78%，近年来公司净利率保持稳定。2) **存货：**截至 22H1 末存货 29.57 亿元/yoy+27%，存货周转天数 69 天、较 21H1 略增 1.5 天，保持在合理水平。
- 盈利预测与投资评级：**公司为全球领先运动鞋专业制造商，22H1 业绩维持良好增长态势。下半年来看，由于 Nike 等国际品牌经销商在 20-21 年经历了供应链中断、海运问题后加大了备货，当前库存相对较高，结合欧美消费在通胀及加息环境下面临一定压力，国际品牌订单增长可能出现一定放缓。但考虑到不同品牌情况差异 (如小客户市场份额较低、受环境影响较小、仍能保持较强增长势头)、不同制造商竞争力差异 (华利的生产、开发及交付能力领先同行)，结合 23-24 年公司将有越南及印尼新工厂陆续投产，我们认为公司仍将保持相对稳健增长。考虑客户订单波动，我们将 22-24 年归母净利润从 34.8/42.9/51.0 亿元下调至 34.0/41.0/49.2 亿元，EPS 分别为 2.91/3.52/4.21 元/股，对应 PE20/17/14X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**海外需求疲软、产能扩张不及预期、大客户订单波动。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	59.43
一年最低/最高价	56.08/95.40
市净率(倍)	6.03
流通 A 股市值(百万元)	8,681.83
总市值(百万元)	69,354.81

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	9.86
资产负债率(% ,LF)	38.43
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	146.09

### 相关研究

- 《华利集团(300979)：22H1 业绩快报点评：越南疫情影响减弱，Q2 业绩增长环比提速》  
2022-07-28
- 《华利集团(300979)：2022 年一季报点评：Q1 越南疫情略有扰动，不改整体向好趋势》  
2022-05-01
- 《华利集团(300979)：2021 年年报点评：量价与效率齐升，共促业绩靓丽》  
2022-04-08

华利集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	<b>11,865</b>	<b>15,353</b>	<b>19,672</b>	<b>24,984</b>	<b>营业总收入</b>	<b>17,470</b>	<b>21,071</b>	<b>25,012</b>	<b>29,591</b>
货币资金及交易性金融资产	6,278	8,662	11,772	15,680	营业成本(含金融类)	12,712	15,282	18,090	21,360
经营性应收款项	2,650	3,196	3,793	4,487	税金及附加	3	3	4	6
存货	2,671	3,210	3,800	4,487	销售费用	65	84	100	118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	686	822	988	1,172
其他流动资产	266	285	306	330	研发费用	234	278	330	399
<b>非流动资产</b>	<b>4,314</b>	<b>4,967</b>	<b>5,553</b>	<b>6,075</b>	财务费用	-46	38	15	-15
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	4	5	6	7
固定资产及使用权资产	3,159	3,806	4,387	4,903	投资净收益	25	21	25	30
在建工程	376	361	347	333	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	279	299	319	339	减值损失	-141	-100	-100	-100
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	-2	0	0	0
长期待摊费用	112	112	112	112	<b>营业利润</b>	<b>3,702</b>	<b>4,489</b>	<b>5,415</b>	<b>6,486</b>
其他非流动资产	388	388	388	388	营业外净收支	-17	-17	-15	-15
<b>资产总计</b>	<b>16,179</b>	<b>20,320</b>	<b>25,225</b>	<b>31,059</b>	<b>利润总额</b>	<b>3,684</b>	<b>4,472</b>	<b>5,400</b>	<b>6,471</b>
<b>流动负债</b>	<b>5,083</b>	<b>5,724</b>	<b>6,426</b>	<b>7,242</b>	减:所得税	917	1,073	1,296	1,553
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,919	1,919	1,919	1,919	<b>净利润</b>	<b>2,768</b>	<b>3,399</b>	<b>4,104</b>	<b>4,918</b>
经营性应付款项	1,835	2,206	2,612	3,084	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	30	36	43	50	<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,768</b>	<b>3,399</b>	<b>4,104</b>	<b>4,918</b>
其他流动负债	1,299	1,563	1,853	2,189	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.37	2.91	3.52	4.21
非流动负债	170	170	170	170	EBIT	3,632	4,601	5,499	6,535
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,204	4,989	5,953	7,053
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	27.23	27.47	27.67	27.81
租赁负债	116	116	116	116	归母净利率(%)	15.84	16.13	16.41	16.62
其他非流动负债	54	54	54	54	收入增长率(%)	25.40	20.61	18.71	18.31
<b>负债合计</b>	<b>5,253</b>	<b>5,894</b>	<b>6,595</b>	<b>7,412</b>	归母净利润增长率(%)	47.34	22.80	20.75	19.84
归属母公司股东权益	10,927	14,426	18,630	23,648					
少数股东权益	0	0	0	0					
<b>所有者权益合计</b>	<b>10,927</b>	<b>14,426</b>	<b>18,630</b>	<b>23,648</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>16,179</b>	<b>20,320</b>	<b>25,225</b>	<b>31,059</b>					

  

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2,423	3,502	4,222	5,015	每股净资产(元)	9.36	12.36	15.96	20.26
投资活动现金流	-4,350	-1,136	-1,130	-1,125	最新发行在外股份(百万股)	1,167	1,167	1,167	1,167
筹资活动现金流	2,805	-82	-82	-82	ROIC(%)	27.02	23.77	22.52	21.43
现金净增加额	834	2,284	3,010	3,808	ROE-摊薄(%)	25.33	23.56	22.03	20.80
折旧和摊销	571	388	453	518	资产负债率(%)	32.46	29.01	26.15	23.86
资本开支	-1,269	-1,057	-1,055	-1,055	P/E(现价&最新股本摊薄)	25.06	20.41	16.90	14.10
营运资本变动	-1,114	-708	-775	-901	P/B(现价)	6.35	4.81	3.72	2.93

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

