

华利集团 (300979.SZ)

二季度业绩增长 28%，资本开支增加扩张产能

买入

核心观点

上半年收入业绩均增长 21%，毛利率受新厂投产及疫情影响。公司收入 99.0 亿，同比增长 20.8%，需求旺盛量价齐升，销售量/单价分别同比增长 13%/7%（汇率对收入和单价的影响约 1 个百分点），占比 37%的第一大客户收入增长近 30%；毛利率 26.3%，同比下降 1.8 个百分点，主要由于一季度疫情下出勤率降低以及新工厂投产的影响；费用率整体下降 0.9 个百分点。ROE 为 27.2%，盈利能力较强，主要资产周转维持健康水平。

二季度收入提升 29%业绩提升 28%，量价增长趋势强劲。公司单二季度收入 57.7 亿元，同比增加 28.5%，其中销售量/单价分别增长 18%/9%，汇率对收入和单价约 3 个百分点，大客户收入增长提速，前三大客户单二季度收入增速均在 30%以上。归母净利润 9.1 亿元，同比增加 28.1%，客户需求旺盛。毛利率为 26.8%，由于新厂产能爬坡效率较低同比下降 1.1 个百分点（剔除口径变化影响），但由于越南出勤率恢复较第一季度环比提升 1.2 个百分点。费用率整体为 5.2%，同比下降 0.2 个百分点，其中销售和管理费用率略增，主要由于员工绩效奖金的提升，财务费用率下降主要是由于利息收入和汇兑收益的增加。

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。公司有望在原有大客户方面提升份额，在新客户方面快速放量。为应对客户中长期的旺盛需求，公司积极扩产、提升生产效率，上半年资本开支 8.6 亿，与往年相比增加较大，反映出公司对未来订单增长的充分信心。下半年预计无新厂投产，毛利率的负面影响因素较小。中期看，公司产能增长较快、份额提升确定性强。

风险提示：产能扩张不及预期、疫情持续时间过长、国际政治经济风险。

投资建议：业绩出色中长期成长确定性强，维持“买入”评级。公司在上半年在疫情影响生产的情况下仍实现较为强劲的增长，二季度损失逐步追回、利润率回升。长期来看品牌需求较为景气，公司产能开拓如期进行、产品价格提升明显，份额提升确定性强。由于公司上半年的毛利率受到新厂投产的拖累以及下半年欧美需求景气度下降，出于谨慎起见我们下调盈利预测，预计公司 2022~2024 年净利润分别为 34.6/41.8/50.3 亿元（原为 35.3/45.5/55.8 亿元），同比增长 24.9%/20.9%/20.4%，由于盈利预测的下调，合理估值下调至 94.8-100.7 元（对应 22PE26-28X），看好公司核心竞争力驱动份额持续提升，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931	17,470	21,730	26,235	31,372
(+/-%)	-8.1%	25.4%	24.4%	20.7%	19.6%
净利润(百万元)	1879	2768	3457	4181	5033
(+/-%)	3.2%	47.3%	24.9%	20.9%	20.4%
每股收益(元)	1.79	2.37	2.96	3.58	4.31
EBIT Margin	17.6%	21.6%	20.4%	20.7%	20.8%
净资产收益率 (ROE)	32.7%	25.3%	26.1%	26.1%	25.9%
市盈率 (PE)	36.3	27.4	21.9	18.1	15.0
EV/EBITDA	25.1	19.3	16.5	13.5	11.4
市净率 (PB)	11.86	6.93	5.72	4.72	3.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	60.44 元
总市值/流通市值	70533/8824 百万元
52 周最高价/最低价	96.60/55.23 元
近 3 个月日均成交额	115.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《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》——2022-07-29
- 《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

上半年收入业绩均增长 21%，毛利率受新厂投产及疫情影响

收入业绩增长较快，旺盛的需求推动量价齐升。2022 上半年公司收入为 99.0 亿元，同比增长 20.8%，主要由旺盛的客户需求推动；拆分量价来看，运动鞋销售量/销售价分别为 1.15 亿双/86.1 元每双，分别同比增长 12.8%/7.1%。分客户来看，第一大客户收入为 36.5 亿元，占比 36.9%，同比增长 29.8%；第二/第三/第四/第五大客户收入分别为 20.7/18.9/10.2/4.9 亿元，分别占比 20.9%/19.1%/10.3%/4.9%，前五大客户合计占比 92.2%。收入分产品看，运动休闲鞋增长强劲，凉鞋占比降低，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋收入分别为 84.2/6.7/7.9 亿元，分别同比增长 26.5%/增长 10.5%/下降 13.4%，占比分别为 85.2%/6.8%/8.0%。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%，预计美金单价提升约 6.5%；归属于上市公司股东的净利润同比增长 20.3%。

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

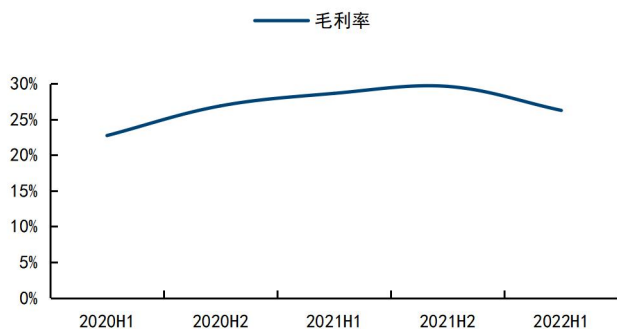


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

新厂投产及疫情影响毛利率下滑 1.8 个百分点、费用率整体下降 0.9 个百分点。

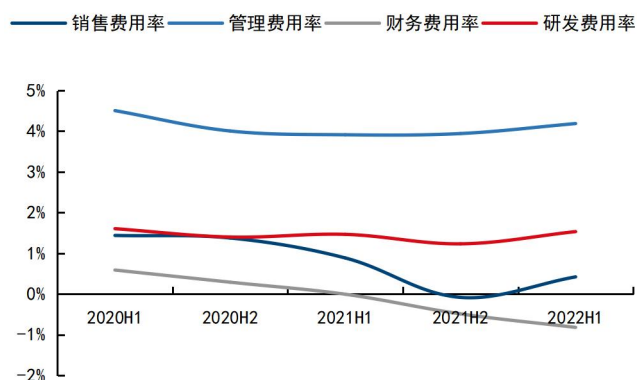
2022 上半年，公司产品毛利率为 26.3%，同剔除口径变化影响预计同比下降 1.8 个百分点，主要是由于一季度疫情影响出勤率以及新工厂产能利用率仍待提升（去年上半年主要由老工厂的产能爬坡贡献增量，毛利率较高）；销售/管理/研发费用率分别为 0.4%/4.2%/1.5%，分别同比-0.5 个百分点/+0.3 个百分点/-0.8 个百分点；财务费用率为-0.8%，同比增长 0.1 个百分点，主要由于利息收入增加及汇兑收益增加。

图3: 公司半年度毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

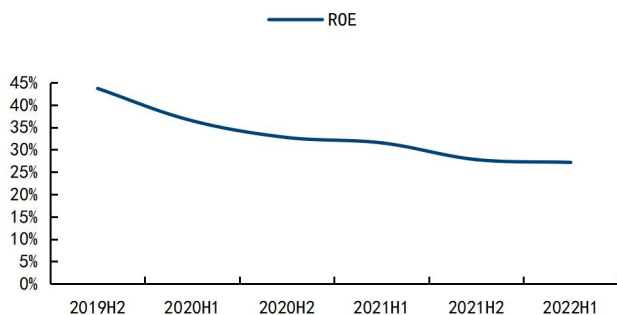
图4: 公司半年度三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

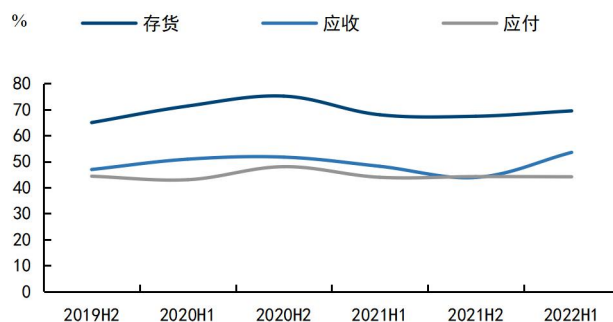
ROE 为 27.2%处于较高水平, 周转维持健康。2022 上半年公司 ROE 为 27.2%, 由于上市后股本增加 ROE 降低, 但在行业内处于较高的水平; 存货/应收账款周转天数分别为 69 天/54 天, 分别同比增加 1 天/6 天, 应付账款资产周转天数为 44 天, 同比基本持平。

图5: 公司半年度净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司半年度主要流动资产周转情况

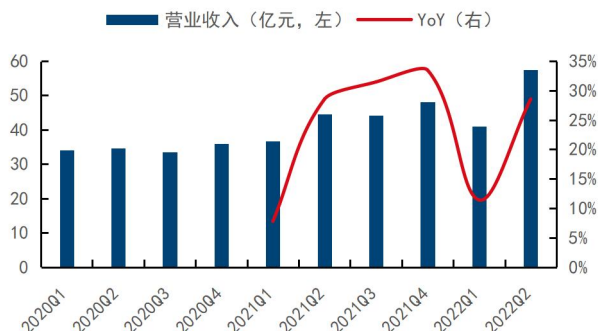


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

二季度收入提升 29%业绩提升 28%，量价增长趋势强劲

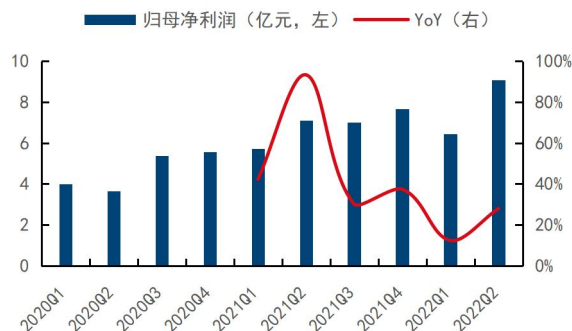
单看第二季度, 量价双轮驱动公司收入业绩增长环比加速。公司收入为 57.7 亿元, 同比增长 28.5%; 拆分量价来看, 销售量/单价分别为 63.9 亿双/90.4 元每双, 分别提升 17.7%/9.2%。分客户来看, 第一大客户收入为 20.6 亿元, 占比 35.8%, 同比增长 38.3%; 第二/第三/第四/第五大客户收入分别为 14.2/12.4/5.6/2.6 亿元, 分别占比 24.7%/18.0%/9.6%/4.6%。归母净利润为 9.1 亿元, 同比增长 28.1%。汇率在本季度起到积极作用, 如果剔除汇率影响, 公司收入预计增长 25.0%, 其中美金单价预计提升 6.1%。

公司单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

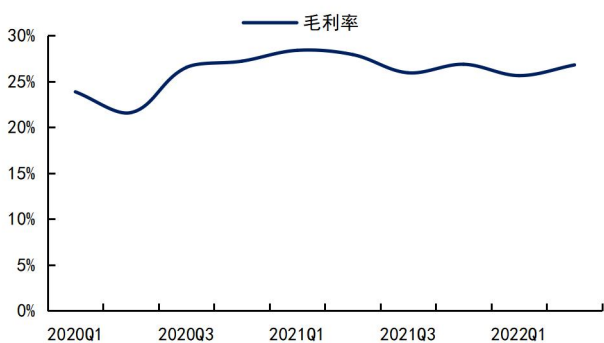
图7：公司单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

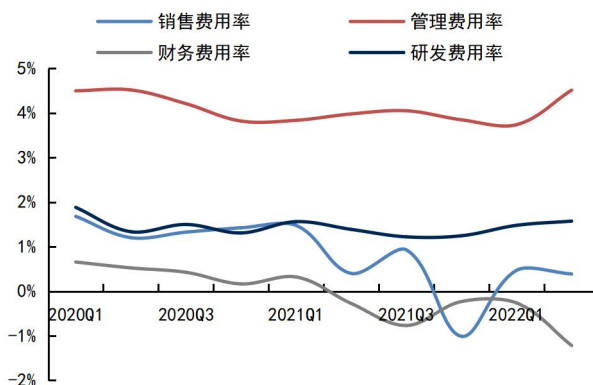
二季度毛利率同比下降1.1个百分点，费用率略降0.6个百分点。毛利率为26.8%，由于新厂产能爬坡效率较低同比下降1.1个百分点（剔除口径变化影响），但由于越南出勤率恢复较第一季度环比提升1.2个百分点。费用率整体为5.2%，略降0.2个百分点，其中销售/管理/财务/研发费用率分别为0.4%/4.2%/-1.2%/1.6%，分别同比+0.0个百分点/+0.3个百分点/-0.9个百分点/+0.2个百分点，销售和管理费用的上升主要是由于员工绩效奖金的提升。

图8：公司单季毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季三项费用率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、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，原有大客户持续较快增长，新客户有望快速放量。重要客户耐克面临大中华区疫情及海外疫情的影响，2022年收入略低于预期，但2023年仍预计有低双位数的增长，公司作为交期和品质均稳定的核心供应商仍有较大份额提升的机会。此外，新客户方面，Asics、On、New Balance等体量较小的品牌维持景气增长，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、确定性高。2019-2020年成立的越南威霖、越南永山、越南宏欣（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。

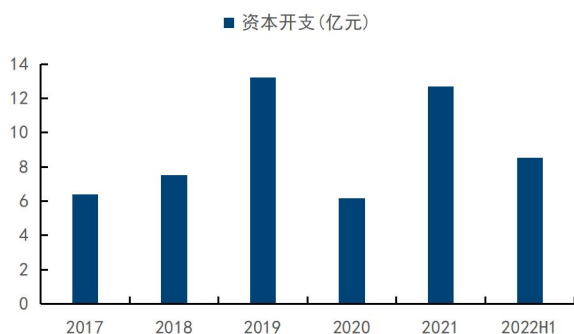
上半年公司积极扩产增效资本开支较大、显示对未来订单的充分信心,下半年无新工厂投产拖累毛利率。公司 2022 上半年资本开支为 8.6 亿元,与往年相比增长较大主要是为了满足下游客户的旺盛需求,下半年预计没有新工厂投产资本开支较低,此外毛利率也将不会受到新厂产能爬坡的负面影响。此外,公司员工人数上升至 15.5 万人,主要来源于老工厂的产线扩张,预计下半年无新厂投产的情况下将稳中有升。

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%

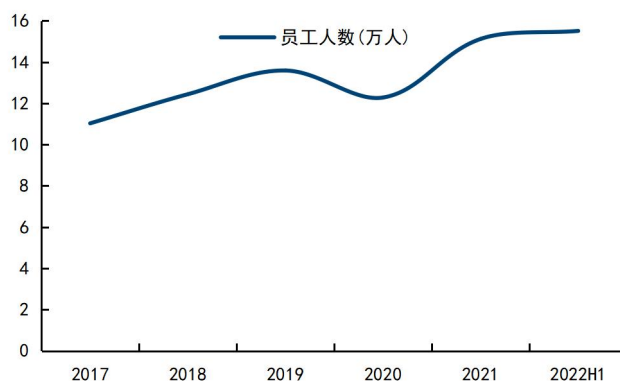
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 10: 2017-2022H1 公司资本开支



资料来源:公司资料、wind,国信证券经济研究所整理

图 11: 2017-2022H1 公司员工人数



资料来源:公司资料、wind,国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩出色中长期成长确定性强，维持“买入”评级

公司在上半年在疫情影响生产的情况下仍实现较为强劲的增长，二季度损失逐步追回、利润率回升。长期来看品牌需求较为景气，公司产能开拓如期进行、产品价格提升明显，份额提升确定性强。由于公司上半年的毛利率受到新厂投产的拖累以及下半年欧美需求景气度下降，出于谨慎起见我们下调盈利预测，预计公司2022~2024年净利润分别为34.6/41.8/50.3亿元(原为35.3/45.5/55.8亿元)，同比增长24.9%/20.9%/20.4%，由于盈利预测的下调，合理估值下调至94.8-100.7元(对应22PE26-28X)，看好公司核心竞争力驱动份额持续提升，维持“买入”评级。

表2：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	21,730	26,235	31,372
(+/-%)	-8.1%	25.4%	24.4%	20.7%	19.6%
净利润(百万元)	1879	2768	3457	4181	5033
(+/-%)	3.2%	47.3%	24.9%	20.9%	20.4%
每股收益(元)	1.79	2.37	2.96	3.58	4.31
EBIT Margin	17.6%	21.6%	20.4%	20.7%	20.8%
净资产收益率(ROE)	32.7%	25.3%	26.1%	26.1%	25.9%
市盈率(PE)	36.3	27.4	21.9	18.1	15.0
EV/EBITDA	25.1	19.3	16.5	13.5	11.4
市净率(PB)	11.86	6.93	5.72	4.72	3.90

资料来源：wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

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。

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	5523	7460	10054	营业收入	13931	17470	21730	26235	31372
应收款项	1814	2580	553	668	798	营业成本	10474	12712	16003	19236	22977
存货净额	2088	2671	3729	4480	5353	营业税金及附加	3	3	4	4	5
其他流动资产	169	336	129	155	186	销售费用	196	65	81	97	116
流动资产合计	6510	11865	11804	14633	18261	管理费用	592	686	886	1068	1275
固定资产	2818	3383	4061	4633	5079	研发费用	209	234	326	394	471
无形资产及其他	200	279	269	259	249	财务费用	61	(46)	(144)	(95)	(129)
投资性房地产	210	652	652	652	652	投资收益	2	25	75	90	108
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	104	134	(199)	(241)	(288)
资产总计	9738	16179	16781	20166	24225	其他收入	(406)	(508)	(321)	(388)	(464)
短期借款及交易性金融负债	1496	1919	500	500	500	营业利润	2305	3702	4454	5386	6484
应付款项	1317	1835	1154	1386	1657	营业外净收支	(7)	(17)	(22)	(26)	(31)
其他流动负债	1163	1329	1995	2397	2865	利润总额	2299	3684	4432	5360	6453
流动负债合计	3977	5083	3649	4284	5021	所得税费用	420	917	975	1179	1420
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	3457	4181	5033
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	3538	4122	4809	净利润	1879	2768	3457	4181	5033
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	1	30	37	18	18
股东权益	5741	10927	13243	16044	19416	折旧摊销	418	432	373	457	536
负债和股东权益总计	9738	16179	16781	20166	24225	公允价值变动损失	(104)	(134)	199	241	288
关键财务与估值指标						财务费用	61	(46)	(144)	(95)	(129)
每股收益	1.79	2.37	2.96	3.58	4.31	营运资本变动	(597)	(1094)	1147	(290)	(330)
每股红利	0.13	1.03	0.98	1.18	1.42	其它	(1)	(30)	(37)	(18)	(18)
每股净资产	5.47	9.36	11.35	13.75	16.64	经营活动现金流	1596	1972	5177	4589	5527
ROIC	34%	33%	35%	42%	46%	资本开支	0	(1141)	(1278)	(1278)	(1278)
ROE	33%	25%	26%	26%	26%	其它投资现金流	100	(1870)	0	0	0
毛利率	25%	27%	26%	27%	27%	投资活动现金流	100	(3011)	(1272)	(1272)	(1272)
EBIT Margin	18%	22%	20%	21%	21%	权益性融资	(100)	3701	0	0	0
EBITDA Margin	21%	24%	22%	22%	23%	负债净变化	0	0	(230)	0	0
收入增长	-8%	25%	24%	21%	20%	支付股利、利息	(135)	(1197)	(1141)	(1380)	(1661)
净利润增长率	3%	47%	25%	21%	20%	其它融资现金流	(185)	1702	(1419)	0	0
资产负债率	41%	32%	21%	20%	20%	融资活动现金流	(557)	3009	(2790)	(1380)	(1661)
息率	0.2%	1.6%	1.5%	1.8%	2.2%	现金净变动	1139	1970	1115	1937	2594
P/E	36.3	27.4	21.9	18.1	15.0	货币资金的期初余额	1299	2438	4408	5523	7460
P/B	11.9	6.9	5.7	4.7	3.9	货币资金的期末余额	2438	4408	5523	7460	10054
EV/EBITDA	25.1	19.3	16.5	13.5	11.4	企业自由现金流	0	1030	3698	3130	4020
						权益自由现金流	0	2732	2161	3204	4121

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