

22H1 业绩符合预期，核心客户订单充沛

投资要点

- **业绩摘要：**公司发布 2022 年半年报，2022H1 实现营收 99 亿元，同比增长 20.8%（剔除汇率影响同比增长 20.1%）；实现归母净利润 15.6 亿元，同比增长 21.1%（剔除汇率影响同比增长 20.4%）。其中单 Q2 公司实现收入 57.8 亿元，同比增加 28.6%；实现归母净利润 9.1 亿元，同比增加 28.1%，业绩亮眼。
- **疫情叠加产能爬坡共致盈利能力略承压，费控有所优化。**2022H1 公司毛利率为 26.3%，同比下降 2.3pp，主要由于 1) 21 年投产的 3 个新工厂在 22H1 仍处于产能爬坡阶段；2) 22Q1 公司位于北越的工厂受疫情影响产能利用率有所下滑。分品类来看，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋及拖鞋的毛利率分别为 27.1%/21%/22.1%，同比-2.7pp/+1.2pp/+0.8pp。费用率方面，公司总费用率为 5.3%，同比下降 0.9pp，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 0.4%/4.2%/1.5%/-0.8%，分别同比-0.5pp/+0.3pp/+0.1pp/-0.8pp，费控有所优化，加上所得税率下降，公司净利率为 15.8%，同比上升 0.1pp，保持稳健。
- **产品量价齐升，运动休闲鞋业绩亮眼。**量价分析来看，22H1 公司实现销售量 1.2 亿双，同比增长 13.3%，销售均价为 86.1 元/双，同比增长 6.6%；其中 22Q2 公司实现销售量 6389 万双，同比提升 18.8%，销售均价 90.4 元/双，同比提升 8.2%，销售量和销售单价增速较 Q1 分别环比增加 11.6pp/4.3pp。量价齐升主要受益于：1) Q2 海外疫情缓和下需求及供给均实现修复；2) 主要客户 Nike 的订单中单价更高的休闲运动鞋占比提升。按品类分析来看，22H1 公司运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋及拖鞋/其他业务分别贡献营收 84.2 亿元（+26.5%）/7.9 亿元（-13.4%）/6.7 亿元（+10.6%）/0.2 亿元（+2.3%），运动休闲鞋业绩亮眼。
- **核心客户订单充沛，旺盛需求有望延续。**2022H1 前五大客户共贡献营收 91.2 亿元，占总营收比重达 92.2%，前五大客户分别贡献营收 36.5 亿元（+36.9%）/20.7 亿元（+20.9%）/18.9 亿元（+19.1%）/10.2 亿元（+10.3%）/4.9 亿元（+4.9%），订单增长稳健。展望来看，公司前五大客户对 23 财年均维持双位数左右增长指引，同时公司与新客户 ON、NEW Balance、Asics 的合作也顺利推进，预计下游旺盛需求有望延续。
- **产能持续放量，业绩可期。**报告期内公司产能持续爬坡，截止 2022 年 6 月公司产能达 1.2 亿双，同比增长 15.2%，产能利用率已恢复至 95.1%，较去年同期仅少 1.8pp。展望来看，公司位于越南、印尼等地的新工厂建设进展顺利，其中印尼工厂一期预计明年投产，将进一步提升业绩增长潜力。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 2.99 元、3.66 元和 4.39 元，对应 PE 分别为 20 倍、17 倍和 14 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示：**产能利用率受疫情影响而下降的风险；劳动力成本上升的风险；汇率波动的风险。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	17469.58	21677.70	26156.67	31257.80
增长率	25.40%	24.09%	20.66%	19.50%
归属母公司净利润（百万元）	2767.86	3494.03	4266.47	5124.79
增长率	47.34%	26.24%	22.11%	20.12%
每股收益 EPS（元）	2.37	2.99	3.66	4.39
净资产收益率 ROE	25.33%	23.42%	22.72%	21.93%
PE	25	20	17	14
PB	6.46	4.73	3.76	3.02

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣
执业证号：S1250517080002
电话：023-67511807
邮箱：cxin@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.67
流通 A 股(亿股)	1.46
52 周内股价区间(元)	56.08-95.4
总市值(亿元)	693.55
总资产(亿元)	161.79
每股净资产(元)	9.36

相关研究

1. 华利集团（300979）：壁垒稳固，增长确定性强（2022-04-11）

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	17469.58	21677.70	26156.67	31257.80	净利润	2767.86	3494.11	4266.51	5124.84
营业成本	12711.78	15745.54	18960.27	22619.36	折旧与摊销	517.84	437.61	441.15	445.16
营业税金及附加	2.87	3.99	4.64	5.61	财务费用	-45.89	-3.83	-20.95	-15.28
销售费用	64.73	346.84	413.28	490.75	资产减值损失	-134.16	10.00	10.00	10.00
管理费用	686.08	932.14	1116.89	1331.58	经营营运资本变动	-967.07	-477.60	-753.30	-641.58
财务费用	-45.89	-3.83	-20.95	-15.28	其他	284.39	-92.60	-3.50	-46.34
资产减值损失	-134.16	10.00	10.00	10.00	经营活动现金流净额	2422.97	3367.69	3939.91	4876.80
投资收益	25.12	23.86	22.67	21.54	资本支出	-597.90	-40.00	-40.00	-45.00
公允价值变动损益	0.29	0.15	0.12	0.15	其他	-3751.65	23.48	23.02	21.72
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4349.55	-16.52	-16.98	-23.28
营业利润	3701.82	4667.03	5695.34	6837.47	短期借款	379.85	-1876.27	0.00	0.00
其他非经营损益	-17.34	-15.79	-15.90	-15.45	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3684.48	4651.24	5679.43	6822.02	股权融资	3663.06	-0.32	0.00	0.00
所得税	916.62	1157.13	1412.92	1697.17	支付股利	-1167.00	-276.79	-407.64	-533.31
净利润	2767.86	3494.11	4266.51	5124.84	其他	-70.63	772.81	19.25	13.66
少数股东损益	0.00	0.08	0.04	0.06	筹资活动现金流净额	2805.27	-1380.57	-388.39	-519.65
归属母公司股东净利润	2767.86	3494.03	4266.47	5124.79	现金流量净额	833.95	1970.61	3534.54	4333.87
资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	4408.07	6378.68	9913.22	14247.09	成长能力				
应收和预付款项	2742.55	3236.01	3979.47	4720.28	销售收入增长率	25.40%	24.09%	20.66%	19.50%
存货	2670.55	3394.45	4070.15	4887.25	营业利润增长率	60.57%	26.07%	22.03%	20.05%
其他流动资产	2043.71	2047.62	2107.09	2139.61	净利润增长率	47.34%	26.24%	22.11%	20.12%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	45.17%	22.21%	19.89%	18.83%
投资性房地产	4.83	5.36	5.13	5.11	获利能力				
固定资产和在建工程	3382.62	3010.21	2636.15	2260.47	毛利率	27.23%	27.37%	27.51%	27.64%
无形资产和开发支出	279.34	265.32	249.40	236.10	三费率	4.04%	5.88%	5.77%	5.78%
其他非流动资产	647.65	636.48	625.31	614.13	净利率	15.84%	16.12%	16.31%	16.40%
资产总计	16179.32	18974.13	23585.91	29110.04	ROE	25.33%	23.42%	22.72%	21.93%
短期借款	1876.27	0.00	0.00	0.00	ROA	17.11%	18.42%	18.09%	17.61%
应付和预收款项	3105.62	3813.88	4561.33	5487.37	ROIC	39.66%	43.47%	48.80%	53.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.89%	23.53%	23.38%	23.25%
其他负债	270.68	238.99	244.46	251.00	营运能力				
负债合计	5252.56	4052.87	4805.79	5738.38	总资产周转率	1.35	1.23	1.23	1.19
股本	1167.00	1167.00	1167.00	1167.00	固定资产周转率	6.34	7.69	10.69	15.09
资本公积	5703.72	5703.40	5703.40	5703.40	应收账款周转率	8.21	7.94	7.91	7.85
留存收益	4833.52	8050.76	11909.59	16501.07	存货周转率	5.21	5.05	4.98	4.96
归属母公司股东权益	10926.76	14921.17	18780.00	23371.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	96.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.08	0.13	0.18	资本结构				
股东权益合计	10926.76	14921.25	18780.13	23371.66	资产负债率	32.46%	21.36%	20.38%	19.71%
负债和股东权益合计	16179.32	18974.13	23585.91	29110.04	带息债务/总负债	35.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.33	3.88	4.33	4.67
					速动比率	1.81	3.00	3.45	3.79
					股利支付率	42.16%	7.92%	9.55%	10.41%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	4173.77	5100.81	6115.53	7267.35	每股收益	2.37	2.99	3.66	4.39
PE	25.48	20.19	16.53	13.76	每股净资产	9.36	12.79	16.09	20.03
PB	6.46	4.73	3.76	3.02	每股经营现金	2.08	2.89	3.38	4.18
PS	4.04	3.25	2.70	2.26	每股股利	1.00	0.24	0.35	0.46
EV/EBITDA	15.72	12.11	9.52	7.42					
股息率	1.65%	0.39%	0.58%	0.76%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn