

2023年4月22日

22年单价涨幅新高，期待明后年产能弹性

华利集团(300979)

评级:	买入	股票代码:	300979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	78.70/40.20
目标价格:		总市值(亿)	551.76
最新收盘价:	47.28	自由流通市值(亿)	69.07
		自由流通股数(百万)	146.09

事件概述

2022年公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为205.69/32.28/31.65/35.03亿元，同比增长17.74%/16.63%/14.62%/44.59%，经营性现金流好于净利主要由于折旧增加及存货减少，剔除汇率影响后收入/净利增长12%/11%；22Q4收入/归母净利/扣非净利分别为51.95/7.82/7.62亿元，同比增长7.45%/1.43%/0%。22年每10股派发现金红利12元，股息率为2.5%。

分析判断:

量/价分别增长5%/13%，剔除汇率影响单价提升7.4%、为历史最高增幅。（1）分量价来看，根据公告，2022年公司销售运动鞋2.21亿双、同比增长4.65%，较21年量增29%的增速放缓，我们分析主要受海外运动品牌去库存影响。对应价增13%，我们估计剔除汇率贬值影响外、产品结构提升贡献美元单价口径增长7.4%，我们分析主要由于：（1）公司承接更为复杂的产品带来订单结构改善；（2）部分高单价的品牌增速更高。公司22年产能为2.38亿双、新增1986万双，我们分析主要来自越南3个工厂爬坡（分别为94/88/48万双/月），产能利用率为90.95%、同比-4.93PCT。（2）单季来看，22Q4公司销售运动鞋0.52亿双，同比下降8.77%，推算价格增长18%。（3）分客户来看，2022年前五大客户占比91.27%、同比下降0.4PCT，1-5客户分别收入增长28%/5%/6%/18%/30%，第一大客户占比进一步提升至38.52%。（4）运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉拖/其他收入分别为184.79/10.38/10.08/0.45亿元，同比增长30%/-34%/-38%/18%、占比分别为89.8%/5.1%/4.9%/0.2%。

净利率降幅低于毛利率来自所得税率下降，资产减值损失增加1亿元。（1）2022年毛利率分别为25.86%，同比下降1.37PCT。22Q4毛利率分别为25.76%、同比提高0.2PCT、环比提高0.6PCT。分产品来看，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉拖及其他的毛利率分别为26.72%/16.48%/18.59%，同比下降2.16/2.18/1.93PCT。（2）2022年净利率为15.69%、同比下降0.15PCT，22Q4净利率为15.06%、同比下降0.88PCT。从费用率看，2022年公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为0.37%/3.75%/-0.32%/1.41%、同比提高0.00/-0.17/-0.05/0.08PCT。所得税率为21.1%、同比下降3.8PCT，我们分析主要由于公司分红进入正常水平。资产减值损失计提2.3亿元，同比增加1亿元。

存货下降主要来自订单压力，应收账款增速较高有汇率影响。2022年公司存货/应收账款/应付账款分别为24.64/31.15/14.90亿元，同比增长-7.75%/25.25%/-17.86%，存货/应收账款/应付账款周转天数分别为61/49/39天，同比增加-7/5/-5天。

投资建议

我们分析，（1）短期来看，23Q1下游去库存仍在持续从而可能影响产能利用率，但公司成本控制能力优异，利润端有望好于同业；根据中国台湾制造商数据，裕元集团一季度营收21.07亿美元，同比减少12%。

（2）23-24年均为公司资本开支大年，从而毛利率可能受爬坡影响、有一定压力，但25、26年将有望享受产能爬坡红利，即未来公司产能有望达到3.5亿双以上。我们判断，23年产能贡献主要来自今年有望投产的印尼工厂、越南厂及收购的永川工厂贡献。（3）尽管NIKE短期存在一定影响，但中长期公司仍存在份额提升空间；且ONRUNNING、HOKA等新品牌仍有望贡献较快增长，未来也不排除继续有新客户拓展。

维持 23/24 年收入预测 220/263 亿元、新增 25 年收入预测为 313.08 亿元，归母净利预测 33.42/41.36 亿元、新增 25 年归母净利预测 49.91 亿元，EPS 预测 2.86/3.54 元、新增 25 年 EPS 预测为 4.28 元，2023 年 4 月 21 日收盘价 47.28 元对应 PE 分别为 17/13/11X，维持“买入”评级。

风险提示

越南疫情反复风险；下游去库存晚于预期风险；投产进度晚于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	21,989	26,342	31,308
YoY (%)	25.4%	17.7%	6.9%	19.8%	18.9%
归母净利润(百万元)	2,768	3,228	3,342	4,136	4,991
YoY (%)	47.3%	16.6%	3.5%	23.8%	20.7%
毛利率 (%)	27.2%	25.9%	25.1%	25.4%	25.5%
每股收益 (元)	2.37	2.77	2.86	3.54	4.28
ROE	25.3%	24.5%	20.2%	20.0%	19.4%
市盈率	19.93	17.09	16.51	13.34	11.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	20,569	21,989	26,342	31,308	净利润	3,228	3,342	4,136	4,991
YoY (%)	17.7%	6.9%	19.8%	18.9%	折旧和摊销	742	317	345	378
营业成本	15,250	16,470	19,656	23,318	营运资金变动	-417	162	-625	-646
营业税金及附加	3	4	5	6	经营活动现金流	3,503	3,977	4,014	4,895
销售费用	77	111	133	127	资本开支	-1,669	-828	-896	-859
管理费用	772	968	1,046	1,221	投资	-476	-435	-1,222	-1,944
财务费用	-65	-35	-63	-83	投资活动现金流	-2,025	-1,263	-2,118	-2,803
资产减值损失	-227	-143	-158	-173	股权募资	0	0	0	0
投资收益	68	0	0	0	债务募资	4,312	-683	0	0
营业利润	4,105	4,075	5,044	6,086	筹资活动现金流	-2,723	-697	0	0
营业外收支	-15	0	0	0	现金净流量	-1,057	2,017	1,896	2,092
利润总额	4,090	4,075	5,044	6,086	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	862	734	908	1,095	成长能力 (%)				
净利润	3,228	3,342	4,136	4,991	营业收入增长率	17.7%	6.9%	19.8%	18.9%
归属于母公司净利润	3,228	3,342	4,136	4,991	净利润增长率	16.6%	3.5%	23.8%	20.7%
YoY (%)	16.6%	3.5%	23.8%	20.7%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.77	2.86	3.54	4.28	毛利率	25.9%	25.1%	25.4%	25.5%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	净利率	15.7%	15.2%	15.7%	15.9%
货币资金	3,620	5,638	7,534	9,626	总资产收益率 ROA	18.9%	16.4%	16.4%	16.0%
预付款项	59	165	197	233	净资产收益率 ROE	24.5%	20.2%	20.0%	19.4%
存货	2,464	3,159	3,770	4,472	偿债能力 (%)				
其他流动资产	5,362	5,360	7,102	9,659	流动比率	3.07	3.84	4.20	4.52
流动资产合计	11,504	14,321	18,602	23,990	速动比率	2.40	2.95	3.31	3.64
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.97	1.51	1.70	1.81
固定资产	3,655	3,969	4,266	4,519	资产负债率	22.9%	19.1%	18.2%	17.6%
无形资产	437	466	560	622	经营效率 (%)				
非流动资产合计	5,606	6,118	6,668	7,150	总资产周转率	1.20	1.08	1.04	1.01
资产合计	17,110	20,439	25,270	31,139	每股指标 (元)				
短期借款	683	0	0	0	每股收益	2.77	2.86	3.54	4.28
应付账款及票据	1,502	2,031	2,423	2,939	每股净资产	11.31	14.17	17.71	21.99
其他流动负债	1,558	1,699	2,002	2,365	每股经营现金流	3.00	3.41	3.44	4.19
流动负债合计	3,743	3,730	4,425	5,304	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	172	172	172	172	PE	17.09	16.51	13.34	11.06
非流动负债合计	172	172	172	172	PB	5.05	3.34	2.67	2.15
负债合计	3,915	3,901	4,597	5,476					
股本	1,167	1,167	1,167	1,167					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	13,195	16,537	20,673	25,664					
负债和股东权益合计	17,110	20,439	25,270	31,139					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。