

华利集团 (300979)

2022 年报点评: 订单承压影响短期业绩, 长期稳健增长可期

买入 (维持)

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	20,569	21,501	25,580	29,493
同比	18%	5%	19%	15%
归属母公司净利润 (百万元)	3,228	3,301	4,009	4,706
同比	17%	2%	21%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.77	2.83	3.44	4.03
P/E (现价&最新股本摊薄)	17.09	16.71	13.76	11.72

关键词: #业绩符合预期

投资要点

- 公司公告 2022 年报:** 2022 年营收 205.69 亿元/yoy+17.74% (剔除汇率影响 yoy+12.3%)、归母净利润 32.28 亿元/yoy+16.63% (剔除汇率影响 yoy+11.3%)，符合此前业绩快报。分季度看，22Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比 +11.39%/+28.55%/+23.33%/+7.45%、归母净利润分别同比 +12.4%/+27.99%/+25.07%/+1.52%，22Q4 为海外品牌客户去库集中调整订单阶段，因此出货量环比有所下行 (22Q1/Q2/Q3/Q4 销量分别为 5100/6400/5400/5200 万双、分别同比+7.1%/+18.7%/+3.6%/-9.3%)。
- 价增贡献大于量增，第一大客户收入占比进一步提高。** 1) **价增贡献大于量增:** 2022 年共销售 2.21 亿双运动鞋/yoy+4.65%，据此推算 ASP (人民币口径) 约 93 元/双、yoy+12.5% (剔除汇率影响约为同比+7.4%)，单价提升来自人民币贬值、客户及产品结构升级的共同贡献，销量增长较 21 年放缓、主因海外经济降温、客户处去库周期。2) **第一大客户占比提升:** 前五大客户收入分别同比 +28.2%/+5.1%/+6.4%/+17.7%/+29.9%，收入占比分别为 38.5%/19.2%/16.6%/10.8%/6.1%、分别同比 +3.1/-2.3/-1.8/0/+0.6pct，第一大客户占比进一步提升、体现公司在其供应商体系中竞争力得到提升。
- 22 年越南新工厂产能爬坡，23 年印尼/越南新工厂投产、英雄心产能并表。** 22 年公司产能 2.38 亿双/同比+1986 万双/yoy+9.1%，产能提升来自越南三个新工厂产能顺利爬坡，22 年末永山/威霖/弘欣月产能分别达到 94/88/48 万双 (满产产能为 100-120 万双/月)。受下半年品牌客户订单转弱影响，22 年产能利用率同比-4.9pct 至 90.9%。23 年预计在越南及印尼各有 1-2 个新工厂投产 (印尼/越南分别至少投产 1 个新工厂，分别预计于 23 年 8 月/10 月开始投产)，叠加新收购的英雄心 (1000 万双产能) 于 23 年 1 月起并表，公司 23 年产能有望进一步扩张。
- 产能利用率下滑拖累毛利率，但在税率下降弥补下，净利率持平略降。** 22 年毛利率 25.86%/yoy-1.38pct，主因下半年客户订单调整、产能利用率有所下降。归母净利率 15.69%/yoy-0.15pct 持平略降、较毛利率下滑幅度收窄，受益于所得税率同比下降 4.8pct 至 21.1%，预计未来保持该税率水平。
- 盈利预测与投资评级:** 公司为全球领先运动鞋专业制造商，22 年业绩总体维持稳健增长、价格提升贡献较大。22Q4 在海外经济降温、客户去库影响下，公司销量承压同比下滑、我们预计这一趋势在 23Q1 将有所延续、至下半年有望改善。产能扩张持续推进中，23 年预计在越南/印尼均有新工厂启动投产。考虑下游客户去库影响，我们将 23-24 年归母净利润从 37.2/42.9 亿元下调至 33.0/40.1 亿元、新增 25 年预测值 47.1 亿元，对应 23-25 年 PE 为 17/14/12X，公司客户资源、生产能力优秀，长期稳健增长可期，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 外需疲软、客户库存去化进度不及预期、订单波动等。

2023 年 04 月 22 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

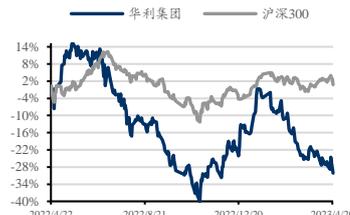
lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	47.28
一年最低/最高价	40.20/78.70
市净率(倍)	4.18
流通 A 股市值(百万元)	6,906.54
总市值(百万元)	55,175.76

基础数据

每股净资产(元,LF)	11.31
资产负债率(% ,LF)	22.88
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	146.08

相关研究

《华利集团(300979): 2022 年业绩快报点评: Q4 销量如期下行, 期待 23Q2 拐点》

2023-03-01

《华利集团(300979): 收购英雄心 100% 股权, 获越南工厂 1000 万双产能》

2022-12-11

表1: 公司 2022 年收入/毛利率按产品/地区/客户拆分情况

	22 年收入 (百万元)	YOY	占比	毛利率	YOY (+/-)
整体	20569.27	17.7%	100.0%	25.86%	-1.38pct
分产品					
运动休闲鞋	18479.07	30.0%	89.8%	26.72%	-2.16pct
户外靴鞋	1037.93	-34.5%	5.0%	16.48%	-2.18pct
运动凉鞋/拖鞋及其他	1007.56	-38.5%	4.9%	18.59%	-1.93pct
分地区					
美国	17320.16	14.0%	84.2%	26.23%	-1.27pct
欧洲	2808.95	37.2%	13.7%	24.38%	-1.13pct
其他	395.45	110.2%	1.9%	17.18%	-0.90pct
分客户					
客户一	7921.94	28.2%	38.5%	/	/
客户二	3955.28	5.1%	19.2%	/	/
客户三	3414.99	6.4%	16.6%	/	/
客户四	2228.47	17.7%	10.8%	/	/
客户五	1253.11	29.9%	6.1%	/	/
分量价					
销售量 (亿双)	2.21	4.7%	/	/	/
单价 (元/双)	93.07	12.5%	/	/	/

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

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)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,504	14,426	18,603	23,540	营业总收入	20,569	21,501	25,580	29,493
货币资金及交易性金融资产	5,616	8,276	11,340	15,209	营业成本(含金融类)	15,250	15,964	18,901	21,719
经营性应收款项	3,173	3,317	3,946	4,549	税金及附加	3	4	4	6
存货	2,464	2,579	3,053	3,508	销售费用	77	86	102	118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	772	925	1,100	1,268
其他流动资产	252	254	264	273	研发费用	291	312	371	428
非流动资产	5,606	6,206	6,739	7,207	财务费用	-65	-32	-70	-115
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	5	6	7
固定资产及使用权资产	3,804	4,406	4,941	5,410	投资净收益	68	22	26	29
在建工程	566	543	521	501	公允价值变动	24	0	0	0
无形资产	437	457	477	497	减值损失	-232	-80	-120	-140
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	178	178	178	178	营业利润	4,105	4,189	5,084	5,966
其他非流动资产	622	622	622	622	营业外净收支	-15	-16	-16	-16
资产总计	17,110	20,632	25,343	30,748	利润总额	4,090	4,173	5,068	5,950
流动负债	3,743	3,883	4,465	5,024	减:所得税	862	872	1,059	1,244
短期借款及一年内到期的非流动负债	733	733	733	733	净利润	3,228	3,301	4,009	4,706
经营性应付款项	1,502	1,572	1,862	2,139	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	18	19	22	25	归属母公司净利润	3,228	3,301	4,009	4,706
其他流动负债	1,490	1,559	1,848	2,126	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.77	2.83	3.44	4.03
非流动负债	172	172	172	172	EBIT	3,948	4,211	5,102	5,954
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	4,691	4,651	5,609	6,526
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	25.86	25.75	26.11	26.36
租赁负债	109	109	109	109	归母净利率(%)	15.69	15.35	15.67	15.96
其他非流动负债	63	63	63	63	收入增长率(%)	17.74	4.53	18.97	15.30
负债合计	3,915	4,055	4,637	5,196	归母净利润增长率(%)	16.63	2.26	21.45	17.39
归属母公司股东权益	13,195	16,577	20,706	25,552					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	13,195	16,577	20,706	25,552					
负债和股东权益	17,110	20,632	25,343	30,748					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3,503	3,718	4,117	4,918	每股净资产(元)	11.31	14.20	17.74	21.90
投资活动现金流	-2,025	-1,134	-1,130	-1,127	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	-2,723	-23	-23	-23	ROIC(%)	23.08	21.18	20.71	19.65
现金净增加额	-1,057	2,560	2,964	3,769	ROE-摊薄(%)	24.46	19.91	19.36	18.42
折旧和摊销	742	441	506	572	资产负债率(%)	22.88	19.65	18.30	16.90
资本开支	-1,669	-1,056	-1,056	-1,056	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.09	16.71	13.76	11.72
营运资本变动	-417	-188	-811	-778	P/B(现价)	4.18	3.33	2.66	2.16

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>

