

华利集团(300979)

报告日期: 2023年04月21日

22Q4 如期承压, Nike 为全年量价提振主力

——华利集团点评报告

投资要点

- 公司公布 2022 年报:** 全年实现收入 205.7 亿元 (+17.7%), 归母净利润 32.3 亿元 (+16.6%), 净利率 15.69% (-0.15pct); 22Q4 单季度如期承压, 实现收入 52.0 亿元 (+7.4%), 归母净利润 7.8 亿元 (+1.5%), 净利率 15.06% (-0.88pct)。
- Nike 量价齐升成重要驱动, 价增贡献大于量增**
 2022 年前五大客户收入占比达 91.3% (同比基本持平), 分集团客户来看: 客户一 79.2 亿元 (+28.2%), 客户二 39.6 亿元 (+5.12%), 客户三 34.1 亿元 (+6.4%), 客户四 22.3 亿元 (+17.7%), 客户五 12.53 亿元 (+29.9%)。我们预计 Nike、HOKA、UA 等大客户在量价齐升之下均展现亮眼增长。
 量价拆分来看, 2022 年成品鞋销量 2.21 亿双 (+4.65%), ASP 93.2 元/双 (+12.5%, 剔除汇率影响+7.35%)。ASP 高增主要来自高单价客户占比提升, 以及部分客户订单款式复杂化。单 Q4 销量 5203 万双 (-9.6%), 海外品牌去库存带来的订单压力集中体现。
- 柔性产能及良好成本管控, 利润率保持平稳**
 面对订单波动, 公司通过柔性产能和持续改善成本控制, 保持各季度毛利率平稳, 全年毛利率小幅下降 1.38pct 至 25.86%。得益于期间费用率 (-0.2pct) 及所得税率 (-3.8pct) 的降低, 净利率 15.69% (-0.15pct) 基本持平。
- 越南三工厂爬坡顺利, 23 年陆续投产新工厂**
 2022 年公司产能达 2.38 亿双 (+9.1%), 其中越南三工厂产能爬坡顺利: 永山、威霖、弘欣月产能已分别达到约 94/88/48 万双, 我们预计满产后月产能均可达到 100-120 万双。2023-2024 年, 公司继续将在越南、印尼陆续投产新工厂, 产能储备充足。
- 盈利预测及估值:**
 面对疫情及下游库存压力, 公司凭借建立在品质、交期及成本优势基础上的大客户粘性, 以及积极拓展新客户, 依旧保持稳健增长。中长期来看, 头部品牌客户优异的成长性及华利在客户中持续提升的份额, 将支撑华利在下游库存去化后率先迎来订单复苏。
 预计 23-25 年公司收入 214/246/283 亿元, 同比增长 4%/15%/15%, 归母净利润 33.0/38.2/44.0 亿元, 同比增长 2%/16%/15%, 对应 PE 17/15/13 倍, 公司壁垒突出, 成长路径清晰, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 人力成本或原材料成本大幅上行, 下游去库存不及预期

财务摘要

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20569.3	21427.5	24647.9	28255.5
(+/-) (%)	17.7%	4.2%	15.0%	14.6%
归母净利润	3228.0	3303.0	3816.5	4404.5
(+/-) (%)	16.6%	2.3%	15.5%	15.4%
每股收益(元)	2.77	2.83	3.27	3.77
P/E	17.1	16.7	14.5	12.5

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
 执业证书号: S1230520070002
 mali@stocke.com.cn

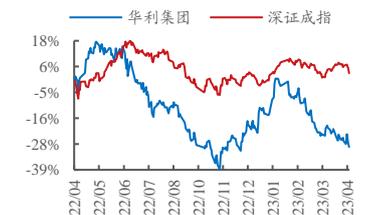
分析师: 詹陆雨
 执业证书号: S1230520070005
 zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 邹国强
 zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 47.28
总市值(百万元)	55,175.76
总股本(百万股)	1,167.00

股票走势图



相关报告

- 1 《业绩快报符合预期, 盈利能力稳定》 2023.03.02
- 2 《大客户增长持续领跑, 静待品牌客户需求拐点带动估值修复——华利集团点评报告》 2022.10.27
- 3 《Q3 业绩小超预期, 静待需求拐点带动估值修复——华利集团点评报告》 2022.10.21

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	11,504	16,306	17,880	21,224
现金	3,620	7,477	8,101	9,993
交易性金融资产	1,995	2,195	2,415	2,656
应收账款	3,115	2,028	3,840	2,838
其它应收款	50	176	83	214
预付账款	59	339	117	405
存货	2,464	3,892	3,124	4,918
其他	202	200	200	200
非流动资产	5,606	5,315	5,812	6,290
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	3,655	4,194	4,702	5,192
无形资产	437	426	414	403
在建工程	566	300	300	300
其他	949	395	395	395
资产总计	17,110	21,621	23,691	27,515
流动负债	3,743	5,928	5,708	6,889
短期借款	683	2,000	2,000	2,000
应付款项	1,490	2,249	1,897	2,855
预收账款	0	29	4	33
其他	1,570	1,651	1,807	2,000
非流动负债	172	63	63	63
长期借款	0	0	0	0
其他	172	63	63	63
负债合计	3,915	5,991	5,771	6,952
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,195	15,630	17,920	20,563
负债和股东权益	17,110	21,621	23,691	27,515

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3503	4048	2928	4926
净利润	3228	3303	3817	4405
折旧摊销	564	277	306	334
财务费用	(173)	(28)	(32)	(53)
投资损失	(68)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(417)	335	(1332)	80
其它	370	211	219	210
投资活动现金流	(2025)	1210	(983)	(1507)
资本支出	1685	540	806	806
长期投资	147	0	0	0
其他	193	(1750)	178	702
筹资活动现金流	(2723)	(1400)	(1321)	(1527)
短期借款	(1193)	1317	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1529)	(2717)	(1321)	(1527)
现金净增加额	(1057)	3857	623	1892

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20569	21428	24648	28255
营业成本	15250	15888	18239	20909
营业税金及附加	3	4	5	6
营业费用	77	81	93	106
管理费用	772	814	937	1074
研发费用	291	321	370	424
财务费用	(65)	(28)	(32)	(53)
资产减值损失	(227)	(150)	(180)	(180)
公允价值变动损益	24	0	0	0
投资净收益	68	50	50	50
其他经营收益	5	2	2	2
营业利润	4105	4250	4908	5662
营业外收支	(15)	(15)	(15)	(15)
利润总额	4090	4235	4893	5647
所得税	862	932	1076	1242
净利润	3228	3303	3817	4405
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3228	3303	3817	4405
EBITDA	4589	4483	5167	5928
EPS (最新摊薄)	2.77	2.83	3.27	3.77

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	17.74%	4.17%	15.03%	14.64%
营业利润	10.89%	3.53%	15.49%	15.36%
归属母公司净利润	16.63%	2.32%	15.55%	15.41%
获利能力				
毛利率	25.86%	25.85%	26.00%	26.00%
净利率	15.69%	15.41%	15.48%	15.59%
ROE	26.76%	22.92%	22.75%	22.89%
ROIC	22.89%	18.61%	19.04%	19.34%
偿债能力				
资产负债率	22.88%	27.71%	24.36%	25.27%
净负债比率	29.67%	38.33%	32.20%	33.81%
流动比率	3.07	2.75	3.13	3.08
速动比率	2.40	2.04	2.56	2.31
营运能力				
总资产周转率	1.24	1.11	1.09	1.10
应收账款周转率	7.27	8.20	8.20	8.20
应付账款周转率	9.23	8.50	8.80	8.80
每股指标(元)				
每股收益	2.77	2.83	3.27	3.77
每股经营现金	3.00	3.47	2.51	4.22
每股净资产	11.31	13.39	15.36	17.62
估值比率				
P/E	17.09	16.70	14.46	12.53
P/B	4.18	3.53	3.08	2.68
EV/EBITDA	11.38	11.09	9.50	7.96

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>