

其他纺织

华利集团 (300979.SZ)

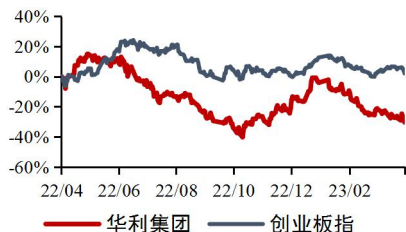
买入-A(维持)

22年公司营收净利稳健增长，关注品牌客户库存去化

2023年4月22日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2023年4月21日

收盘价(元):	47.28
年内最高/最低(元):	78.70/40.20
流通A股/总股本(亿):	1.46/11.67
流通A股市值(亿):	69.07
总市值(亿):	551.76

来源：最闻，山西证券研究所

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

研究助理:

孙萌

邮箱: sunmeng@sxzq.com

事件描述

4月21日，公司披露2022年年报，2022年，公司实现营业收入205.69亿元，同比增长17.74%，实现归母净利润32.28亿元，同比增长16.63%，实现扣非净利润31.65亿元，同比增长14.62%。公司拟向全体股东每10股派发现金红利12元（含税），派息率为43.3%。

事件点评

2022年公司实现量价齐升，22Q4海外去库存致使营收业绩增速放缓。2022年，公司实现营收205.69亿元，同比增长17.74%，销售数量方面，2022年，公司鞋履销售量2.21亿双，同比增长4.7%。销售均价方面，2022年鞋履人民币均价93.2元/双，同比增长12.5%，人民币均价提升较快一方面受益于公司客户结构优化，美元均价13.8美元/双，同比增长7.3%，另外一方面受益于美元兑人民币升值。伴随报价更优的新客户合作体量占比提升，预计公司今年美元均价将继续得到提升。分季度看，22Q1-Q4营收分别为41.24、57.74、54.75、51.95亿元，同比增长11.39%、28.55%、23.33%、7.45%。2022年，公司实现归母净利润32.28亿元，同比增长16.63%，其中22Q1-Q4归母净利润分别为6.48、9.14、8.84、7.82亿元，同比增长12.40%、27.99%、25.07%、1.52%。22Q4公司受到国际运动品牌去库存影响，营收与归母净利润增速环比明显放缓，预计22Q4鞋履销量同比下降10%以上，人民币均价提升超过20%（预计美元均价提升与汇率正面影响贡献各占一半左右）。

运动休闲鞋表现亮眼，前五大客户集中度同比基本稳定。分产品看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋分别实现营收184.8、10.4、10.1亿元，同比增长30.0%、-34.5%、-38.5%，占公司收入比重89.8%、5.1%、4.9%，同比提升8.5、下降4.0、下降4.5pct。从盈利能力看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋毛利率分别为26.7%、16.5%、18.6%，同比下滑2.2、2.2、1.9pct。分区域看，美国、欧洲区域分别实现营收173.2、28.1亿元，同比增长14.0、37.2%，美国依旧是公司最大销售区域，收入占比为84.2%，欧洲收入占比13.7%。分客户看，公司前五大客户集中度为91.27%，客户集中度同比基本保持平稳，公司合作的运动休闲品牌包括Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour、On、New Balance、Asics、Cole Haan等，是主要客户的核心供应商。

产能持续稳步扩张，预计2023年新工厂陆续投产。2022年，公司共有16家成品鞋工厂，总产能为2.38亿双，同比增长9.1%，全年产量2.17亿双，同比增长3.5%，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1





产能利用率 90.95%，同比下滑 4.93pct，预计 22H1、22H2 产能利用率分别为 95.1%、87.0%，同比下滑 1.8、8.0pct。公司考虑到客户订单需求，2022 年产能持续扩张，新工厂越南永山、越南威霖和越南弘欣产能爬坡顺利，其中越南永山月产能达到约 94 万双，越南威霖月产能达到约 88 万双，越南弘欣月产能达到约 48 万双。预计公司今年下半年在印尼、越南将继续有新工厂投产。

➤ **22Q4 毛利率同环比均实现提升，费用水平保持稳定。**盈利能力方面，2022 年，公司毛利率同比下滑 1.4pct 至 25.9%，预计主要由于公司新工厂处于效率爬坡过程以及下半年产能利用率下滑，其中 22Q4 毛利率同比提升 0.2pct 至 25.8%，主要受益于公司面临订单不及预期，提前进行成本控制。费用率方面，2022 年，公司期间费用率合计下滑 0.15pct 至 5.23%，其中销售/管理/研发/财务费用率为 0.4%/3.8%/1.4%/-0.3%，同比 +0.01/-0.17/+0.07/-0.05pct。叠加非经常性损益占收入比重同比提升 0.27pct，综合影响下，2022 年，公司销售净利率为 15.7%，同比下滑 0.2pct。存货方面，截至 22 年末，公司存货 24.64 亿元，同比下降 7.8%，存货周转天数 61 天，同比减少 6 天。现金流方面，2022 年，公司经营活动现金流净额为 35.04 亿元，同比增长 44.6%。

投资建议

➤ 2022 年，公司产能持续扩张，收入与净利润均实现稳健增长，在订单面临压力下，通过柔性产能与成本控制保障自身毛利率、净利率水平稳定。由于国际品牌普遍仍处于去库存阶段，预计公司 23H1 订单或承压，建议关注品牌库存拐点，中长期我们继续看好公司凭借产能持续扩张、合作产品研发投入，从而强化与老客户品牌的合作，并进行新客户品牌矩阵的拓展。预计公司 2023-2025 年每股收益分别为 2.94、3.50 和 4.15 元，4 月 21 日收盘价 47.28 元，对应公司 23、24 年 PE 为 16.1、13.5 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 国际品牌库存去化不及预期；产能扩张不及预期；原材料价格大幅上涨；汇率大幅波动。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	22,036	25,969	30,537
YoY(%)	25.4	17.7	7.1	17.8	17.6
净利润(百万元)	2,768	3,228	3,435	4,085	4,839
YoY(%)	47.3	16.6	6.4	18.9	18.5
毛利率(%)	27.2	25.9	25.7	25.8	25.8
EPS(摊薄/元)	2.37	2.77	2.94	3.50	4.15
ROE(%)	25.3	24.5	20.7	19.7	18.9

P/E(倍)	19.9	17.1	16.1	13.5	11.4
P/B(倍)	5.0	4.2	3.3	2.7	2.2
净利率(%)	15.8	15.7	15.6	15.7	15.8

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11865	11504	16919	20160	25693
现金	4408	3620	8754	10778	14563
应收票据及应收账款	2487	3115	2758	4001	4131
预付账款	163	59	220	99	263
存货	2671	2464	3647	3300	4770
其他流动资产	2136	2247	1539	1983	1966
非流动资产	4314	5606	5052	5465	5809
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3006	3655	3571	3840	4120
无形资产	279	437	470	509	553
其他非流动资产	1029	1515	1012	1116	1136
资产总计	16179	17110	21972	25624	31502
流动负债	5083	3743	5220	4754	5799
短期借款	1876	683	1352	1304	1113
应付票据及应付账款	1835	1502	2487	2063	3203
其他流动负债	1371	1558	1381	1388	1483
非流动负债	170	172	121	154	149
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	170	172	121	154	149
负债合计	5253	3915	5341	4909	5948
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	4834	6778	10213	14298	19137
归属母公司股东权益	10927	13195	16631	20716	25555
负债和股东权益	16179	17110	21972	25624	31502

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	2423	3503	3785	3203	4595
净利润	2768	3228	3435	4085	4839
折旧摊销	518	690	631	580	690
财务费用	-46	-65	-122	-210	-304
投资损失	-25	-68	-32	-42	-47
营运资金变动	-1114	-417	-129	-1205	-564
其他经营现金流	322	136	1	-5	-19
投资活动现金流	-4350	-2025	643	-1366	-917
筹资活动现金流	2805	-2723	706	187	108
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.77	2.94	3.50	4.15
每股经营现金流(最新摊薄)	2.08	3.00	3.24	2.74	3.94
每股净资产(最新摊薄)	9.36	11.31	14.25	17.75	21.90

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	17470	20569	22036	25969	30537
营业成本	12712	15250	16373	19269	22659
营业税金及附加	3	3	4	4	5
营业费用	65	77	88	109	134
管理费用	686	772	837	992	1173
研发费用	234	291	320	390	473
财务费用	-46	-65	-122	-210	-304
资产减值损失	-141	-232	-214	-272	-308
公允价值变动收益	0	24	8	11	14
投资净收益	25	68	32	42	47
营业利润	3702	4105	4367	5199	6155
营业外收入	8	3	6	6	5
营业外支出	26	17	19	21	19
利润总额	3684	4090	4354	5184	6141
所得税	917	862	919	1099	1302
税后利润	2768	3228	3435	4085	4839
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	2768	3228	3435	4085	4839
EBITDA	4184	4712	4861	5551	6524

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	25.4	17.7	7.1	17.8	17.6
营业利润(%)	60.6	10.9	6.4	19.0	18.4
归属于母公司净利润(%)	47.3	16.6	6.4	18.9	18.5
获利能力					
毛利率(%)	27.2	25.9	25.7	25.8	25.8
净利率(%)	15.8	15.7	15.6	15.7	15.8
ROE(%)	25.3	24.5	20.7	19.7	18.9
ROIC(%)	21.2	22.6	18.5	17.7	17.2
偿债能力					
资产负债率(%)	32.5	22.9	24.3	19.2	18.9
流动比率	2.3	3.1	3.2	4.2	4.4
速动比率	1.7	2.3	2.5	3.5	3.5
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.2	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	8.2	7.3	7.5	7.7	7.5
应付账款周转率	8.1	9.1	8.2	8.5	8.6
估值比率					
P/E	19.9	17.1	16.1	13.5	11.4
P/B	5.0	4.2	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	12.2	10.7	9.6	7.9	6.2

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

