

华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

老客户稳健增长，看好新客户放量

业绩简评

公司4.22发布22年报，实现营收205.69亿元(+17.74%)，实现归母净利32.28亿元(+16.63%)，实现扣非净利31.65亿元(+14.62%)。单Q4实现营收51.95亿元(+7.45%)，实现归母净利7.82亿元(+1.52%)，与此前快报披露一致。

经营分析

品类调整致ASP增幅较大，核心客户占比提升。分量价，22年公司合计销售运动鞋2.21亿双(+4.65%)，单Q4销售约0.52亿双(同比/环比下滑约9.3%/3.7%)；全年ASP同增约12.5%(美元口径同增约7.4%)，主要系Nike等核心客户品类调整。**分客户**，22年第一大客户Nike占比提升约3.1Pct至38.5%，其次Deckers/VF/Puma/UA贡献约19.2%/16.6%/10.8%/6.1%营收，Hoka、UA等品牌增长亮眼。

Q4毛利率环比提升，净利率相对稳健。22年公司毛利率为25.9%(-1.4Pct)，其中Q4毛利率为25.8%，同比/环比分别-1.1/+0.6Pct，环比略提升主要系应对订单变化提前规划产能。22年公司期间费用率下滑0.2Pct至5.23%，主要来自人民币兑美元贬值、汇兑收益增加贡献。22年全年公司净利率为15.7%，单Q4净利率为15.1%(同比/环比分别下滑0.9/1.1Pct)。规模效应及稳健运营下，23年公司盈利水平有望保持平稳。

产能稳步爬坡，长期扩产规划明确。22年越南三大工厂顺利爬坡，永山/威霖/弘欣月产能分别达约94万/88万/48万双，最终产能有望爬坡至100~120万双；越南、印尼部分新工厂预计于2H23投产。22年公司资本开支达16.85亿元，主要系产能项目推进，预计23~24年资本开支仍将维持较高水平，中长期扩产规划明确，5年内总产能有望达3~4亿双。

盈利预测、估值与评级

公司与海外优质运动品牌深度绑定，需求承压下订单保持增长；供给端产能扩充驱动业绩提升。考虑到1H23海外需求疲软、品牌去库背景下公司订单仍将阶段性承压，2H随产能投放、新老客户放量回归优质增长，预计23~25年公司实现归母净利34.10/41.05/48.20亿元，对应PE分别为16/13/11倍，维持“买入”评级。

风险提示

越南人力成本上升、扩产节奏不及预期、海外终端需求下滑。

纺织服装组

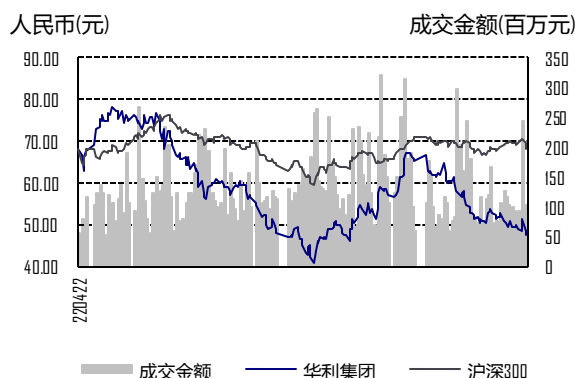
分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价(人民币)：47.28元

相关报告：

- 《华利集团公司点评：逆势下经营稳健，优质产能扩张》，2023.3.2
- 《拟收购优质制鞋标的，扩产同步订单增长-华利集团事件点评》，2022.12.11
- 《Q3业绩增长稳健，关注品牌去库存拐点-华利集团22年三季报点...》，2022.10.27



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	22,052	25,717	29,377
营业收入增长率	25.40%	17.74%	7.21%	16.62%	14.23%
归母净利润(百万元)	2,768	3,228	3,410	4,105	4,820
归母净利润增长率	47.34%	16.63%	5.65%	20.36%	17.43%
摊薄每股收益(元)	2.372	2.766	2.922	3.517	4.130
每股经营性现金流净额	2.08	3.00	3.42	3.96	4.65
ROE(归属母公司)(摊薄)	25.33%	24.46%	22.37%	23.18%	23.40%
P/E	37.55	20.65	16.18	13.44	11.45
P/B	9.51	5.05	3.62	3.12	2.68

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	13,931	17,470	20,569	22,052	25,717	29,377	货币资金	2,438	4,408	3,620	6,130	7,521	9,505
增长率		25.4%	17.7%	7.2%	16.6%	14.2%	应收款项	1,814	2,580	3,164	2,809	3,276	3,742
主营业务成本	-10,474	-12,712	-15,250	-16,167	-18,732	-21,292	存货	2,088	2,671	2,464	3,455	4,003	4,550
%销售收入	75.2%	72.8%	74.1%	73.3%	72.8%	72.5%	其他流动资产	169	2,206	2,256	2,662	2,900	3,338
毛利	3,457	4,758	5,319	5,885	6,985	8,084	流动资产	6,510	11,865	11,504	15,057	17,700	21,136
%销售收入	24.8%	27.2%	25.9%	26.7%	27.2%	27.5%	%总资产	66.8%	73.3%	67.2%	71.5%	73.7%	75.8%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-5	-6	长期投资	5	148	194	214	314	464
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,818	3,383	4,221	4,492	4,624	4,841
销售费用	-196	-65	-77	-110	-154	-162	%总资产	28.9%	20.9%	24.7%	21.3%	19.3%	17.4%
%销售收入	1.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	无形资产	293	391	615	701	749	804
管理费用	-592	-686	-772	-1,014	-1,106	-1,263	非流动资产	3,229	4,314	5,606	6,006	6,307	6,748
%销售收入	4.3%	3.9%	3.8%	4.6%	4.3%	4.3%	%总资产	33.2%	26.7%	32.8%	28.5%	26.3%	24.2%
研发费用	-209	-234	-291	-408	-489	-558	资产总计	9,738	16,179	17,110	21,063	24,007	27,883
%销售收入	1.5%	1.3%	1.4%	1.9%	1.9%	1.9%	短期借款	1,496	1,919	733	1,905	1,425	1,467
息税前利润 (EBIT)	2,457	3,770	4,175	4,348	5,231	6,096	应付款项	1,344	1,863	1,530	2,000	2,369	2,693
%销售收入	17.6%	21.6%	20.3%	19.7%	20.3%	20.8%	其他流动负债	1,137	1,300	1,480	1,646	2,210	2,798
财务费用	-61	46	65	61	100	167	流动负债	3,977	5,083	3,743	5,552	6,004	6,958
%销售收入	0.4%	-0.3%	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-100	-141	-232	0	0	0	其他长期负债	20	170	172	269	299	329
公允价值变动收益	0	0	24	0	0	0	负债	3,997	5,253	3,915	5,821	6,303	7,287
投资收益	2	25	68	37	20	20	普通股股东权益	5,741	10,927	13,195	15,242	17,704	20,596
%税前利润	0.1%	0.7%	1.7%	0.8%	0.4%	0.3%	其中：股本	1,050	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
营业利润	2,305	3,702	4,105	4,444	5,349	6,280	未分配利润	3,201	4,557	6,341	8,387	10,850	13,741
营业利润率	16.5%	21.2%	20.0%	20.2%	20.8%	21.4%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-7	-17	-15	-15	-18	-20	负债股东权益合计	9,738	16,179	17,110	21,063	24,007	27,883
税前利润	2,299	3,684	4,090	4,429	5,331	6,260	比率分析						
利润率	16.5%	21.1%	19.9%	20.1%	20.7%	21.3%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	-420	-917	-862	-1,019	-1,226	-1,440	每股指标						
所得税率	18.3%	24.9%	21.1%	23.0%	23.0%	23.0%	每股收益	1.789	2.372	2.766	2.922	3.517	4.130
净利润	1,879	2,768	3,228	3,410	4,105	4,820	每股净资产	5.468	9.363	11.307	13.061	15.171	17.649
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	2.836	2.076	3.002	3.418	3.958	4.652
归属于母公司的净利润	1,879	2,768	3,228	3,410	4,105	4,820	每股股利	0.000	1.000	1.100	1.169	1.407	1.652
净利率	13.5%	15.8%	15.7%	15.5%	16.0%	16.4%	回报率						
							净资产收益率	32.72%	25.33%	24.46%	22.37%	23.18%	23.40%
							总资产收益率	19.29%	17.11%	18.87%	16.19%	17.10%	17.29%
							投入资本收益率	27.66%	21.95%	23.55%	19.49%	21.02%	21.24%
							增长率						
							主营业务收入增长率	-8.14%	25.40%	17.74%	7.21%	16.62%	14.23%
							EBIT增长率	4.65%	53.45%	10.75%	4.14%	20.31%	16.52%
							净利润增长率	3.16%	47.34%	16.63%	5.65%	20.36%	17.43%
							总资产增长率	1.30%	66.14%	5.75%	23.10%	13.98%	16.15%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	52.4	44.5	49.7	45.0	45.0	45.0
							存货周转天数	76.2	68.3	61.4	78.0	78.0	78.0
							应付账款周转天数	48.7	44.8	39.5	44.0	45.0	45.0
							固定资产周转天数	65.7	62.8	64.9	63.7	55.6	50.4
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-16.40%	-39.90%	-37.00%	-40.91%	-45.86%	-48.91%
							EBIT利息保障倍数	40.3	-82.1	-64.6	-71.5	-52.2	-36.5
							资产负债率	41.04%	32.46%	22.88%	27.64%	26.25%	26.13%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-04-08	买入	71.78	N/A
2	2022-04-28	买入	67.32	N/A
3	2022-07-28	买入	63.45	N/A
4	2022-08-18	买入	60.44	N/A
5	2022-10-21	买入	46.46	N/A
6	2022-10-27	买入	44.49	N/A
7	2022-12-11	买入	53.49	N/A
8	2023-03-02	买入	58.05	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402