

华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

去库存影响延续，Q2 拐点可期

业绩简评

公司 4.27 披露 23 年一季度业绩，实现营收 36.61 亿元(-11.23%)、归母净利润 4.81 亿元(-25.77%)、扣非归母净利润 4.73 亿元(-25.88%)，表现基本符合预期。

经营分析

下游客户存货去化持续，影响订单。 Q1 下游客户存货去化继续、需求疲软，以及部分延迟发货影响导致公司收入有所下滑，拆分量价来看，公司 ASP 美元口径下同比增长 9.6%，高于 22 全年水平，主要系 NIKE 等老客户品类结构优化及新增品牌单价较高带动；销量同比下降 24.7%至约 3900 万双。考虑到 lululemon、reebok、all birds 等新客户量产出货，老客户存货去化已近尾声，预计 Q2 出货量将显著提升，带动收入恢复快速增长。

产能利用率下降导致利润率下滑。 公司订单增速放缓叠加员工数量无法短期收缩，导致毛利率同比下滑 2.31pct 至 23.34%；费用端基本稳定，期间费用率同比微增 1.25pct 至 6.67%，主要系汇兑损失、银行借款利率波动等导致财务费用率提升 1.07pct；公司净利率同比-2.58pct 至 13.14%，整体仍维持优于同业表现。

出货节奏导致存货增加，营运水平总体良好。 公司期末库存 31.83 亿元，较期初增加 29.18%，主要系客户调整出货节奏致产成品相应增加；期末应收账款 21.20 亿元，较 22 年同期+6.11%，较期初-31.94%，主要系应收账款计算区间不一致；经营性现金流净额同增 96.02%至 7.39 亿元，增长良好。

短期营收有望重回高增，中长期产能稳步爬坡增厚业绩。 公司预计将于 Q2 迎来生产旺季，同期下游欧美市场需求亦有望回暖，品牌客户调整订单或带来补单需求，充足员工数量将保障产能供应稳定性、提升产能利用率，带动营收和毛利率实现弹性高增长。中长期来看，22 年越南永山/威霖/弘欣月工厂产能分别达到 94 万/88 万/48 万双，预计满产后将达到 100~120 万双；越南、印尼部分新工厂预计于 2H23 投产，产能的逐步释放将直接推动公司业绩释放，巩固行业龙头地位。

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，2H 随着产能投放、新老客户放量有望回归优质增长，预计 23~25 年实现归母净利 34.1/41.0/48.2 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、扩产节奏不及预、海外终端需求下滑。

纺织服装组

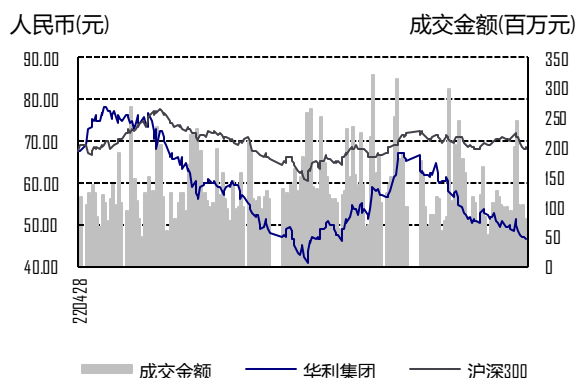
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：46.42 元

相关报告：

- 《华利集团公司点评：老客户稳健增长，看好新客户放量》，2023.4.23
- 《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



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 | 15.88 | 13.20 | 11.24 |
| P/B | 9.51 | 5.05 | 3.55 | 3.06 | 2.63 |

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 | | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 利润率 | 16.5% | 21.1% | 19.9% | 20.1% | 20.7% | 21.3% | 每股指标 | | | | | | | |
| 所得税 | -420 | -917 | -862 | -1,019 | -1,226 | -1,440 | 每股收益 | 1.789 | 2.372 | 2.766 | 2.922 | 3.517 | 4.130 | |
| 所得税率 | 18.3% | 24.9% | 21.1% | 23.0% | 23.0% | 23.0% | 每股净资产 | 5.468 | 9.363 | 11.307 | 13.061 | 15.171 | 17.649 | |
| 净利润 | 1,879 | 2,768 | 3,228 | 3,410 | 4,105 | 4,820 | 每股经营现金净流 | 2.836 | 2.076 | 3.002 | 3.418 | 3.958 | 4.652 | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股股利 | 0.000 | 1.000 | 1.100 | 1.169 | 1.407 | 1.652 | |
| 归属于母公司的净利润 | 1,879 | 2,768 | 3,228 | 3,410 | 4,105 | 4,820 | 回报率 | | | | | | | |
| 净利率 | 13.5% | 15.8% | 15.7% | 15.5% | 16.0% | 16.4% | 净资产收益率 | 32.72% | 25.33% | 24.46% | 22.37% | 23.18% | 23.40% | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 总资产收益率 | 19.29% | 17.11% | 18.87% | 16.19% | 17.10% | 17.29% | |
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 投入资本收益率 | 27.66% | 21.95% | 23.55% | 19.49% | 21.02% | 21.24% | |
| 净利润 | 1,879 | 2,768 | 3,228 | 3,410 | 4,105 | 4,820 | 增长率 | | | | | | | |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 主营业务收入增长率 | -8.14% | 25.40% | 17.74% | 7.21% | 16.62% | 14.23% | |
| 非现金支出 | 609 | 713 | 974 | 700 | 829 | 969 | EBIT增长率 | 4.65% | 53.45% | 10.75% | 4.14% | 20.31% | 16.52% | |
| 非经营收益 | 77 | 56 | -282 | 19 | 94 | 86 | 净利润增长率 | 3.16% | 47.34% | 16.63% | 5.65% | 20.36% | 17.43% | |
| 营运资金变动 | 414 | -1,114 | -417 | -140 | -409 | -447 | 总资产增长率 | 1.30% | 66.14% | 5.75% | 23.10% | 13.98% | 16.15% | |
| 经营活动现金净流 | 2,978 | 2,423 | 3,503 | 3,989 | 4,619 | 5,429 | 资产管理能力 | | | | | | | |
| 资本开支 | -611 | -1,269 | -1,669 | -1,067 | -1,021 | -1,253 | 应收账款周转天数 | 52.4 | 44.5 | 49.7 | 45.0 | 45.0 | 45.0 | |
| 投资 | -227 | -3,127 | -476 | -435 | -312 | -563 | 存货周转天数 | 76.2 | 68.3 | 61.4 | 78.0 | 78.0 | 78.0 | |
| 其他 | 2 | 47 | 120 | 37 | 20 | 20 | 应付账款周转天数 | 48.7 | 44.8 | 39.5 | 44.0 | 45.0 | 45.0 | |
| 投资活动现金净流 | -836 | -4,350 | -2,025 | -1,465 | -1,313 | -1,796 | 固定资产周转天数 | 65.7 | 62.8 | 64.9 | 63.7 | 55.6 | 50.4 | |
| 股权募资 | 0 | 3,701 | 0 | 0 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | | |
| 债权募资 | 48 | 418 | -1,326 | 1,422 | -181 | 362 | 净负债/股东权益 | -16.40% | -39.90% | -37.00% | -40.91% | -45.86% | -48.91% | |
| 其他 | -1,260 | -1,314 | -1,397 | -1,436 | -1,734 | -2,011 | EBIT利息保障倍数 | 40.3 | -82.1 | -64.6 | -71.5 | -52.2 | -36.5 | |
| 筹资活动现金净流 | -1,213 | 2,805 | -2,723 | -14 | -1,915 | -1,649 | 资产负债率 | 41.04% | 32.46% | 22.88% | 27.64% | 26.25% | 26.13% | |
| 现金净流量 | 829 | 834 | -1,057 | 2,510 | 1,391 | 1,984 | | | | | | | | |

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 | 2022-04-28 | 买入 | 67.32 | N/A |
| 2 | 2022-07-28 | 买入 | 63.45 | N/A |
| 3 | 2022-08-18 | 买入 | 60.44 | N/A |
| 4 | 2022-10-21 | 买入 | 46.46 | N/A |
| 5 | 2022-10-27 | 买入 | 44.49 | N/A |
| 6 | 2022-12-11 | 买入 | 53.49 | N/A |
| 7 | 2023-03-02 | 买入 | 58.05 | N/A |
| 8 | 2023-04-23 | 买入 | 47.28 | N/A |

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

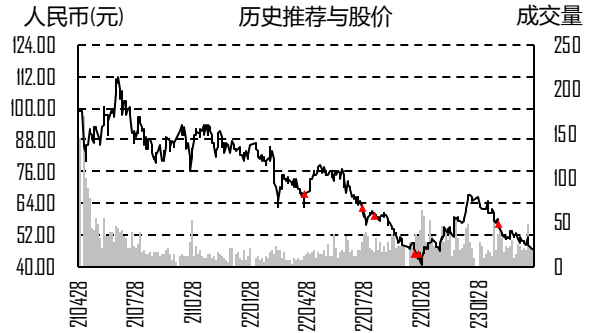
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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 |