

华利集团(300979)

报告日期: 2023年04月28日

Q1 盈利受损超预期, 拐点预计留待 23H2

——华利集团点评报告

投资要点

- ❑ **公司公布 2023 年一季报:** 23Q1 实现收入 36.6 亿元 (-11.2%), 归母净利润 4.81 亿元 (-25.8%), 净利率 13.14% (-2.57pct), 预计为本轮下游去库存进程中、订单压力最大的季度。
- ❑ **Q1 为订单压力最大季度, 价增形成重要拉动**
受品牌客户去库存影响, 23Q1 公司成品鞋销量 0.39 亿双 (-24.65%), 人民币 ASP 95.01 元/双 (+17.8%), 结合汇率趋势, 我们预计美元口径 ASP 增幅在 10% 左右。我们认为, ASP 高增一方面来自新增品牌平均单价较高, 另一方面来自部分原有客户的订单款式复杂化。公司新客户 Reebok、Lululemon、Allbirds 等品牌的运动鞋均在 Q1 开始量产出货, 预计 Q2 开始将贡献重要增量。
- ❑ **未缩减人员导致毛利受损, 复苏后快速响应能力获保障**
23Q1 毛利率 23.3% (-2.3pct), 我们认为下滑原因预计系公司在订单疲软阶段并未大规模削减工人, 平均人工成本有所上升。由于 Q2 为公司传统生产旺季, 订单环比 Q1 预计有明显提升, 随着欧美消费信心恢复、品牌客户库存降低, 预计下半年订单环比持续增长, 因此维持工人数量稳定虽短期内有损毛利率, 但中长期有利于保障产能规模及品控的稳定性。
- ❑ **期间费用率总体稳定, 出货推迟导致存货增长**
23Q1 公司期间费用率为 6.7% (+1.3pct), 主要系汇兑损失导致财务费用率提升 1.1pct, 销售/管理/研发费用率基本与去年同期持平。
23Q1 末公司存货共 31.8 亿元 (同比+4.2%, 环比+29%), 环比增长较多我们预计主要是由于部分客户推迟出货节奏, 导致产成品增长较多。
- ❑ **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:**
预计上半年订单压力仍将持续, 但逐季度环比有望改善, Q2 后随着订单量回升, 毛利率将同步恢复。中长期来看, 头部品牌客户成长性优异, 华利凭借品质、交期及成本优势在客户中持续提升份额, 将共同支撑华利业绩持续增长。
预计 23-25 年公司收入 202/234/269 亿元, 同比增长-2%/16%/15%, 归母净利润 29.2/35.3/40.6 亿元, 同比增长-9%/21%/15%, 对应 PE 19/15/13 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	20174.6	23384.6	26906.5
(+/-) (%)	17.7%	-1.9%	15.9%	15.1%
归母净利润	3228.0	2923.5	3533.2	4062.6
(+/-) (%)	16.6%	-9.4%	20.9%	15.0%
每股收益(元)	2.77	2.51	3.03	3.48
P/E	16.8	18.5	15.3	13.3

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	¥ 46.42
总市值(百万元)	54,172.14
总股本(百万股)	1,167.00

股票走势图



相关报告

- 《22Q4 如期承压, Nike 为全年量价提振主力》 2023.04.22
- 《业绩快报符合预期, 盈利能力稳定》 2023.03.02
- 《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

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	15,696	17,580	20,218
现金	3,620	7,222	8,338	8,965
交易性金融资产	1,995	2,195	2,415	2,656
应收账款	3,115	2,560	3,138	3,817
其它应收款	50	163	83	200
预付账款	59	320	115	385
存货	2,464	3,037	3,290	3,994
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	21,011	23,391	26,508
流动负债	3,743	5,546	5,806	6,485
短期借款	683	2,000	2,000	2,000
应付款项	1,490	1,871	1,995	2,457
预收账款	0	27	4	32
其他	1,570	1,647	1,807	1,997
非流动负债	172	63	63	0
长期借款	0	0	0	0
其他	172	63	63	0
负债合计	3,915	5,609	5,869	6,548
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	13,195	15,403	17,523	19,960
负债和股东权益	17,110	21,011	23,391	26,508

现金流量表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	3503	3669	3347	3553
净利润	3228	2923	3533	4063
折旧摊销	564	277	306	334
财务费用	(173)	14	(1)	(16)
投资损失	(68)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(417)	288	(653)	(997)
其它	370	217	212	220
投资活动现金流	(2025)	1333	(1062)	(1513)
资本支出	1685	540	806	806
长期投资	147	0	0	0
其他	193	(1873)	256	707
筹资活动现金流	(2723)	(1400)	(1169)	(1413)
短期借款	(1193)	1317	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1529)	(2717)	(1169)	(1413)
现金净增加额	(1057)	3602	1116	(0)

利润表

(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	20569	20175	23385	26907
营业成本	15250	15125	17399	20032
营业税金及附加	3	4	5	5
营业费用	77	81	94	108
管理费用	772	787	889	1022
研发费用	291	303	327	404
财务费用	(65)	14	(1)	(16)
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	3763	4545	5223
营业外收支	(15)	(15)	(15)	(15)
利润总额	4090	3748	4530	5208
所得税	862	825	997	1146
净利润	3228	2923	3533	4063
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3228	2923	3533	4063
EBITDA	4589	4039	4834	5526
EPS (最新摊薄)	2.77	2.51	3.03	3.48

主要财务比率

	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	17.74%	-1.92%	15.91%	15.06%
营业利润	10.89%	-8.33%	20.77%	14.93%
归属母公司净利润	16.63%	-9.43%	20.86%	14.98%
获利能力				
毛利率	25.86%	25.03%	25.60%	25.55%
净利率	15.69%	14.49%	15.11%	15.10%
ROE	26.76%	20.45%	21.46%	21.68%
ROIC	22.89%	16.86%	18.09%	18.44%
偿债能力				
资产负债率	22.88%	26.69%	25.09%	24.70%
净负债比率	29.67%	36.41%	33.49%	32.81%
流动比率	3.07	2.83	3.03	3.12
速动比率	2.40	2.23	2.44	2.44
营运能力				
总资产周转率	1.24	1.06	1.05	1.08
应收账款周转率	7.27	7.00	8.00	7.50
应付账款周转率	9.23	9.00	9.00	9.00
每股指标(元)				
每股收益	2.77	2.51	3.03	3.48
每股经营现金	3.00	3.14	2.87	3.04
每股净资产	11.31	13.20	15.02	0.00
估值比率				
P/E	16.78	18.53	15.33	13.33
P/B	4.11	3.52	3.09	2.71
EV/EBITDA	11.16	12.12	9.90	8.54

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>