

华利集团 (300979.SZ)

新增产能待释放，业绩高增长

2021年Q1公司收入/业绩分别增长8%/42%。2021年Q1公司实现营业收入37.0亿元，同比+7.8%，归母净利润5.8亿元，同比+42.3%，收入/业绩均处于此前Q1业绩预告的中枢位置。

收入端：核心客户增长较高，Q1新增产能尚未释放，后续产能有望提速。拆分量价看，Q1公司销售运动鞋履4775万双，同比增长4.2%；实现营业收入人民币37.0亿元，同比增长7.8%。我们认为在去年Q1高基数的情况下，公司今年Q1新增产能尚未完全释放，同时海运原因导致公司销量部分受到影响。目前公司在越南新建的三个工厂越南永山、越南威霖、越南弘欣已经投产，关闭两个规模较小的工厂，并且在印尼设立了制鞋工厂，随着后续产能的释放，全年产能依然能够相较于去年同期有20%左右增长。分品牌来看，NIKE/Deckers增速较高，同时公司在2021年开拓新客户，亚瑟士等新品牌订单持续增长。

产品结构优化提升毛利率提升，盈利能力提升。公司2021年Q1毛利率为29.3%，同比提升5.5PCTs。毛利率的提升主要来源于产品单价提升和产品结构变化所致（根据汇率我们估算，美元口径下公司产品单价提升幅度为中高单位数）。公司研发/销售/管理费用率相对稳定，分别同比-0.32/-0.21/-0.98PCT至1.56%/1.47%/5.39%，综合净利率+3.8PCTs至15.6%。**运营表现稳健：**公司存货周转天数维持在75天左右，应收账款周转天数在45天，均为正常水平。经营性现金流金额下降40%主要由于去年同期疫情影响下部分客户通过供应链金融的方式提前支付了货款导致去年的收到的现金大幅增加。

展望未来增长，产能释放，客户拓展。2021年Q2-Q4公司新建工厂产能释放，全年收入端我们认为依然能够保持快速增长。同时毛利率层面，随着产品结构优化，全年毛利率/净利率依然能够保持同比2020年明显的增长。长远来看，公司是Converse、UGG、Vans、Puma、Under Armour、Columbia、HOKA ONE ONE、Cole Haan等全球知名品牌的鞋履产品的最大供应商，且新进客户陆续下单，公司与优质知名品牌的长期紧密合作意味着平稳增长的高质量订单、稳定的盈利水平、较低的回款风险和较高的行业知名度。

盈利预测与投资建议：我们维持原预测，预计公司收入2021-2023年维持高速增长，业绩端，我们预计2021-2023年归母净利润分别同增36.8%/23.8%/22.4%至25.7/31.8/39.0亿元，公司当前股价为93.11元，对应2021/22/23年PE为42/34/28倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情超预期不利海外订单情况；产能扩张、产线改造不及预期；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	17,106	20,658	24,778
增长率 yoy (%)	22.4	-8.1	22.8	20.8	19.9
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,571	3,182	3,896
增长率 yoy (%)	18.9	3.2	36.8	23.8	22.4
EPS最新摊薄(元/股)	1.56	1.61	2.20	2.73	3.34
净资产收益率(%)	43.7	32.7	30.9	27.7	25.3
P/E(倍)	59.7	57.8	42.3	34.1	27.9
P/B(倍)	26.1	18.9	13.1	9.5	7.1

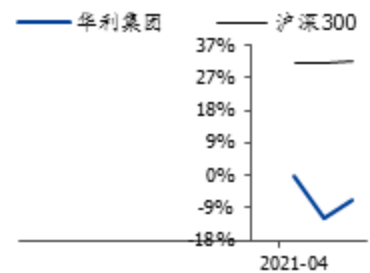
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所 注：股价为2021年04月28日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04月28日收盘价	93.11
总市值(百万元)	108,659.37
总股本(百万股)	1,167.00
其中自由流通股(%)	6.60
30日日均成交量(百万股)	3.42

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

1、《华利集团(300979.SZ)：运动鞋制造龙头，腾飞在即》2021-04-26



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6266	6510	11930	13166	20267
现金	1299	2438	5224	6830	10946
应收票据及应收账款	2231	1770	3143	2790	4326
其他应收款	32	44	49	64	71
预付账款	114	80	158	129	216
存货	2283	2088	3217	3164	4468
其他流动资产	307	90	140	190	240
非流动资产	3347	3229	3464	3754	4069
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2600	2508	2808	3085	3381
无形资产	182	200	209	217	225
其他非流动资产	565	520	447	451	463
资产总计	9613	9738	15394	16920	24336
流动负债	5435	3977	6946	5286	8802
短期借款	1552	1496	1496	1496	1496
应付票据及应付账款	1505	1317	2107	2012	2915
其他流动负债	2379	1163	3343	1778	4390
非流动负债	10	20	18	23	27
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	20	18	23	27
负债合计	5445	3997	6965	5309	8829
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1050	1050	1167	1167	1167
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158
留存收益	1354	3233	5804	8986	12882
归属母公司股东权益	4168	5741	8429	11611	15507
负债和股东权益	9613	9738	15394	16920	24336

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2288	2978	3378	2360	4913
净利润	1821	1879	2571	3182	3896
折旧摊销	463	509	423	440	533
财务费用	117	61	36	-17	-92
投资损失	-75	-2	-35	-10	-10
营运资金变动	-165	414	385	-1240	581
其他经营现金流	128	118	-2	4	5
投资活动现金流	-1368	-836	-673	-770	-889
资本支出	1329	622	237	286	311
长期投资	-88	-227	0	0	0
其他投资现金流	-127	-441	-436	-484	-578
筹资活动现金流	-340	-1213	81	17	92
短期借款	1359	-55	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	944	0	117	0	0
资本公积增加	-17	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2627	-1157	-36	17	92
现金净增加额	608	829	2786	1606	4116

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15166	13931	17106	20658	24778
营业成本	11605	10474	12710	15287	18286
营业税金及附加	3	3	3	4	5
营业费用	229	196	239	289	347
管理费用	686	592	727	878	1053
研发费用	295	209	325	388	466
财务费用	117	61	36	-17	-92
资产减值损失	-103	-104	0	0	0
其他收益	2	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	75	2	35	10	10
资产处置收益	-3	-1	0	0	0
营业利润	2197	2305	3101	3838	4723
营业外收入	2	7	4	4	5
营业外支出	4	14	7	8	10
利润总额	2195	2299	3097	3834	4718
所得税	374	420	527	652	822
净利润	1821	1879	2571	3182	3896
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1821	1879	2571	3182	3896
EBITDA	2713	2825	3496	4184	5076
EPS (元)	1.56	1.61	2.20	2.73	3.34

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	-8.1	22.8	20.8	19.9
营业利润(%)	17.2	5.0	34.5	23.8	23.1
归属于母公司净利润(%)	18.9	3.2	36.8	23.8	22.4
获利能力					
毛利率(%)	23.5	24.8	25.7	26.0	26.2
净利率(%)	12.0	13.5	15.0	15.4	15.7
ROE(%)	43.7	32.7	30.9	27.7	25.3
ROIC(%)	32.6	26.2	26.0	23.9	22.2
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	41.0	45.2	31.4	36.3
净负债比率(%)	6.1	-16.4	-44.8	-46.4	-61.4
流动比率	1.2	1.6	1.7	2.5	2.3
速动比率	0.7	1.1	1.2	1.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
应收账款周转率	7.7	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	8.0	7.4	7.4	7.4	7.4
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.61	2.20	2.73	3.34
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.55	2.89	2.02	4.21
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.92	7.12	9.85	13.19
估值比率					
P/E	59.7	57.8	42.3	34.1	27.9
P/B	26.1	18.9	13.1	9.5	7.1
EV/EBITDA	40.1	38.1	30.0	24.7	19.5

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所 注: 股价为2021年04月28日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com