

2021年04月30日

汇率和基数影响收入增速，毛利率大幅提升

C 华利 (300979)

评级:	增持	股票代码:	300979
上次评级:	无	52 周最高价/最低价:	100.0/76.0
目标价格:	104.34	总市值(亿)	1,086.59
最新收盘价:	93.11	自由流通市值(亿)	71.68
		自由流通股数(百万)	76.98

事件概述

2021Q1 华利实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 37.02/5.77/5.79 亿元、同比增长 8%/42%/43%，符合预期。经营现金流净额/净利为 73.83%、同比下降 100PCT，主要由于 2020 年受疫情影响、部分客户通过供应链金融方式提前支付贷款导致基数较高。

分析判断:

收入增速略低主要由于基数和汇率影响。我们分析，一方面，20Q1 并未受到疫情影响、21Q1 新产能尚未投产、基数较高，(2) Q1 人民币升值 8%，剔除这一影响，估计收入增速在 16%。收入拆分：(1) 分量价看，21Q1 运动鞋履销量为 4,774.98 万双、同比增长 4.22%，推算单价为 77.53 元、同比增长 3.34%。公司越南的三个工厂越南永山、越南威霖、越南弘欣已经投产，并在印尼设立了制鞋工厂 Pt Adonia Footwear Indonesia，我们估计，未来 3 年每年 CAPEX 在 7 亿元左右（每年新开 2 家工厂）、产能 3 年复合增长率为 15%。(2) 分客户看，公司前五大客户分别为 NIKE、VF、Deckers、Puma 和 UA，合计占比超过 95%，除 NIKE 外公司均为客户的第一大供应商，我们测算，目前公司在 NIKE 中的采购份额占比为 4%、未来有望提升至 14%，21Q1 Nike、Deckers 收入增幅较大，我们估算全年 NIKE 订单增长有望超 50%；此外 2020 年新拓展客户 On Running、Asics 于 21Q1 已下达订单。

受益客户集中度上升、毛利率大幅增长。21Q1 毛利率为 29.34%、同比提高 5.47PCT，我们判断主要由于平均单价提升；净利率为 15.58%、同比提高 3.78PCT，主要得益于毛利率提升以及费用率下降，21Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别下降 0.2/0.7/0.3 /0.3PCT 至 1.5%/3.8%/1.6%/0.3%。所得税/收入为 5.3%、同比增长 3PCT，主要由于境外子公司分红使得所得税费用增加。

投资建议

我们分析，对于代工行业来说，效率、良率帮助品牌带来的规模化量产甚至比研发更为关键，而效率背后依托的是人工管理、良率背后依托的是工艺改进，在这些方面，华利优势显著。(1) 短期来看，2021 年疫情后品牌自身恢复增长可期，叠加华利客户和产品结构调整后带来毛利率提升、并将有 3 家工厂继续投产，22 年公司在印尼将继续投产 3 个工厂，产能保持 15% 以上复合增速；(2) 中期来看，公司在 NIKE 份额有望从 4% 提升至 14%，并有望持续新签品牌及品牌优化；(3) 长期来看，运动鞋代工集中度有望高于服装，公司扩产进度快于同行，有望超越裕元成为全球第一大供应商。维持 2021/2022/2023 年归母净利预计分别为 25.29/32.38/40.59 亿元、对应增速为 35%/28%/25%，目前公司股价对应 PE 估值分别为 43/34/27X，给予公司目标市值 1218 亿元（相对估值对应 23 年 30XPE），给予“增持”评级。

表 1 可比公司估值

公司名称	收盘价	2021E EPS	2022E EPS	2023E EPS	2021E PE	2022E PE	2023E PE	2021E 净利增速	2021E PEG
申洲国际	146.32	4.29	5.01	5.80	34.10	29.20	25.22	26.32%	1.30

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2021 年 4 月 27 日。

风险提示

新疆棉事件引发抵制海外品牌；海外疫情发展的不确定性；产能扩张不及预期；产能高度集中于越南的风险；主要客户销售下滑；客户集中风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	18,250	23,072	28,085
YoY (%)	22.4%	-8.1%	31.0%	26.4%	21.7%
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,529	3,238	4,059
YoY (%)	18.9%	3.2%	34.6%	28.0%	25.4%
毛利率 (%)	23.5%	24.8%	27.1%	27.3%	27.7%
每股收益 (元)	1.56	1.61	2.17	2.77	3.48
ROE	43.7%	32.7%	30.6%	28.1%	26.1%
市盈率	60.24	58.40	43.38	33.89	27.03

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

研究助理：朱宇昊

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	15,205	17,074	19,330	21,679	净利润	1,879	2,529	3,238	4,059
YoY (%)	-21.4%	12.3%	13.2%	12.1%	折旧和摊销	509	305	335	366
营业成本	9,071	9,712	10,951	12,216	营运资金变动	414	-608	-614	-641
营业税金及附加	136	102	116	130	经营活动现金流	2,978	2,399	3,116	3,957
销售费用	3,349	3,975	4,554	5,073	资本开支	-611	-723	-703	-688
管理费用	824	854	1,005	1,110	投资	-227	0	0	0
财务费用	-77	-76	-77	-78	投资活动现金流	-836	-723	-703	-688
资产减值损失	-525	-378	-282	-226	股权募资	0	0	0	0
投资收益	68	120	135	152	债务募资	4,375	-1,496	0	0
营业利润	1,105	2,078	2,460	2,958	筹资活动现金流	-1,213	-1,526	0	0
营业外收支	-17	0	-1	-1	现金净流量	829	150	2,413	3,269
利润总额	1,088	2,079	2,459	2,958	主要财务指标				
所得税	294	538	639	769	2020A	2021E	2022E	2023E	
净利润	794	1,541	1,820	2,189	成长能力				
归属于母公司净利润	806	1,553	1,834	2,206	营业收入增长率	-8.1%	31.0%	26.4%	21.7%
YoY (%)	-48.0%	92.8%	18.1%	20.3%	净利润增长率	3.2%	34.6%	28.0%	25.4%
每股收益	0.30	0.58	0.68	0.82	盈利能力				
资产负债表 (百万元)					毛利率	24.8%	27.1%	27.3%	27.7%
2020A	2021E	2022E	2023E	净利率率	13.5%	13.9%	14.0%	14.5%	
货币资金	2,438	2,587	5,001	8,269	总资产收益率 ROA	19.3%	22.5%	21.1%	20.0%
预付款项	80	133	168	203	净资产收益率 ROE	32.7%	30.6%	28.1%	26.1%
存货	2,088	2,551	3,217	3,893	偿债能力				
其他流动资产	1,904	2,345	2,934	3,552	流动比率	1.64	2.56	2.97	3.41
流动资产合计	6,510	7,616	11,319	15,917	速动比率	1.09	1.66	2.08	2.53
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.61	0.87	1.31	1.77
固定资产	2,508	2,822	3,119	3,373	资产负债率	41.0%	26.6%	25.0%	23.1%
无形资产	200	242	270	305	经营效率				
非流动资产合计	3,229	3,647	4,015	4,337	总资产周转率	1.43	1.62	1.50	1.39
资产合计	9,738	11,262	15,334	20,255	每股指标 (元)				
短期借款	1,496	0	0	0	每股收益	1.61	2.17	2.77	3.48
应付账款及票据	1,317	1,640	2,068	2,558	每股净资产	4.92	7.09	9.86	13.34
其他流动负债	1,163	1,332	1,738	2,110	每股经营现金流	2.55	2.06	2.67	3.39
流动负债合计	3,977	2,972	3,806	4,668	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	20	20	20	20	PE	58.40	43.38	33.89	27.03
非流动负债合计	20	20	20	20	PB	0.00	13.27	9.53	7.05
负债合计	3,997	2,992	3,826	4,688					
股本	1,050	1,050	1,050	1,050					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,741	8,270	11,508	15,567					
负债和股东权益合计	9,738	11,262	15,334	20,255					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。