

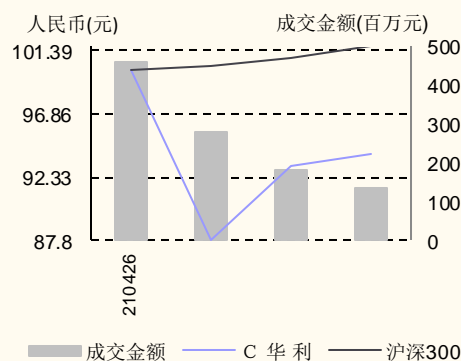
华利集团 (300979.SZ) 买入 (维持评级)

公司研究

市场价格 (人民币): 94.01 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.67
已上市流通 A 股(亿股)	0.77
总市值(亿元)	1,097.10
年内股价最高最低(元)	100.00/87.80
沪深 300 指数	5164
创业板指	3051



相关报告

1. 《华利集团新股深度-全球领先代工龙头，强研发高效率业绩提升》，2021.4.26

李婕 分析师 SAC 执业编号: S1130520110003
lijie6@gjzq.com.cn

盈利能力显著提升，产能继续扩充

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	17,651	21,421	25,657
营业收入增长率	22.42%	-8.14%	26.70%	21.36%	19.78%
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904
归母净利润增长率	18.86%	3.16%	35.17%	26.41%	21.64%
摊薄每股收益(元)	1.734	1.789	2.176	2.750	3.346
每股经营性现金流净额	1.98	2.64	1.87	2.76	3.33
ROE(归属母公司)(摊薄)	43.69%	32.72%	32.66%	31.04%	28.99%
P/E	54.20	52.55	43.21	34.18	28.10
P/B	23.68	17.19	14.11	10.61	8.15

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- **事件:** 公司 4 月 28 日发布 1Q21 业绩, 实现收入 37.02 亿元 (+7.77%)、归母净利 5.77 亿元 (+42.29%)、扣非归母净利 5.79 亿元 (+42.99), 符合预期。按量价拆分, Q1 销售运动鞋履 4775 万双、同增 4.2%, 平均价格估计亦小幅提升。我们认为, 公司业绩增长主要来源于运动鞋履市场需求提升、下游客户业绩复苏及公司股份扩张, 其中来自客户 Nike、Deckers 的营业收入增幅较大, 20 年新客户 On Running、Asics 亦在 Q1 下达了订单, 预计 21 年全年公司整体销量约 2 亿双。
- **产品结构优化、单价提升带动盈利能力显著提升。** 1Q21 毛利率 29.34% (+5.47pct), 主要受益于产品价格提升与结构优化, 高毛利客户订单占比提升; 费用端, 研发、销售、管理费用率分别同比变动-0.32/-0.21/-0.98pct 至 1.56%/1.47%/5.39%, 反映公司控费有效; 净利率 15.58% (+3.78pct), 受益于毛利率提升、费用率下降, 如剔除境外子公司分红导致的所得税上升因素, 估计净利率同比提升约 5.7pct。
- **营运状况健康, 存货周转持平。** 1Q21 存货周转天数为 75 天, 应收账款周转天数为 45 天, 均维持 2020 年水平。经营性现金流净额同比下降 39.5% 至 4.26 亿元, 主要系 20 年疫情期间部分客户通过供应链金融提前支付了货款、导致基数偏高所致。
- **产能持续扩充、优化, 有望推动业绩提升。** 截止 1Q21, 公司在越南的三个工厂越南永山、越南威霖、越南弘欣已经投产, 在印尼设立了制鞋工厂 Pt Adonia Footwear Indonesia, 并关闭了越南两个规模较小的工厂。随着产能的持续扩张、释放, 叠加公司产能利用率提升, 预计将推动业绩增长。

投资建议与风险提示

- **投资建议:** 需求端高景气赛道下客户订单持续增长、结构优化; 供给端产能扩充叠加产能利用率回升驱动业绩增长。维持原盈利预测, 预计公司 21-23 年 EPS 为 2.18/2.75/3.29 元, 对应 PE43/34/28 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 越南人力成本上升、汇率波动、海外疫情持续扩散等。

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)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	12,388	15,166	13,931	17,651	21,421	25,657	货币资金	688	1,299	2,438	5,299	6,886	9,305
增长率		22.4%	-8.1%	26.7%	21.4%	19.8%	应收账款	1,777	2,263	1,814	2,611	3,169	3,796
主营业务成本	-9,388	-11,605	-10,474	-13,184	-15,859	-18,987	存货	1,904	2,283	2,088	2,598	3,125	3,742
%销售收入	75.8%	76.5%	75.2%	74.7%	74.0%	74.0%	其他流动资产	350	422	169	209	233	261
毛利	3,000	3,561	3,457	4,468	5,562	6,671	流动资产	4,719	6,266	6,510	10,717	13,413	17,103
%销售收入	24.2%	23.5%	24.8%	25.3%	26.0%	26.0%	%总资产	62.3%	65.2%	66.8%	76.3%	78.4%	82.0%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-4	-4	-5	长期投资	0	6	5	5	6	8
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,506	2,955	2,818	2,910	3,226	3,237
销售费用	-179	-229	-196	-275	-321	-385	%总资产	33.1%	30.7%	28.9%	20.7%	18.8%	15.5%
%销售收入	1.4%	1.5%	1.4%	1.6%	1.5%	1.5%	无形资产	248	270	293	353	404	445
管理费用	-589	-686	-592	-741	-878	-1,026	非流动资产	2,861	3,347	3,229	3,337	3,705	3,758
%销售收入	4.8%	4.5%	4.3%	4.2%	4.1%	4.0%	%总资产	37.7%	34.8%	33.2%	23.7%	21.6%	18.0%
研发费用	-244	-295	-209	-300	-364	-436	资产总计	7,580	9,613	9,738	14,054	17,118	20,862
%销售收入	2.0%	1.9%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%	短期借款	192	1,552	1,496	3,291	3,239	3,184
息税前利润 (EBIT)	1,987	2,348	2,457	3,147	3,994	4,818	应付款项	5,247	2,732	1,344	1,809	2,166	2,587
%销售收入	16.0%	15.5%	17.6%	17.8%	18.6%	18.8%	其他流动负债	665	1,151	1,137	1,164	1,361	1,615
财务费用	-32	-117	-61	-147	-296	-332	流动负债	6,105	5,435	3,977	6,264	6,765	7,386
%销售收入	0.3%	0.8%	0.4%	0.8%	1.4%	1.3%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	80	109	100	72	88	87	其他长期负债	0	10	20	15	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	6,105	5,445	3,997	6,279	6,775	7,396
投资收益	0	75	2	0	0	0	普通股股东权益	1,475	4,168	5,741	7,775	10,342	13,466
%税前利润	n.a	3.4%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	其中：股本	106	1,050	1,050	1,167	1,167	1,167
营业利润	1,874	2,197	2,305	3,073	3,786	4,574	未分配利润	-434	1,353	3,201	5,232	7,800	10,923
营业利润率	15.1%	14.5%	16.5%	17.4%	17.7%	17.8%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-2	-7	0	0	0	负债股东权益合计	7,580	9,613	9,738	14,054	17,118	20,862
税前利润	1,872	2,195	2,299	3,073	3,786	4,574	比率分析						
利润率	15.1%	14.5%	16.5%	17.4%	17.7%	17.8%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-340	-374	-420	-533	-577	-670	每股指标						
所得税率	18.2%	17.0%	18.3%	17.4%	15.2%	14.6%	每股收益	1.459	1.734	1.789	2.176	2.750	3.346
净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904	每股净资产	1.405	3.970	5.468	6.662	8.862	11.539
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.498	1.978	2.642	1.869	2.760	3.335
归属于母公司的净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.435	0.550	0.669
净利率	12.4%	12.0%	13.5%	14.4%	15.0%	15.2%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	103.88%	43.69%	32.72%	32.66%	31.04%	28.99%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	20.21%	18.94%	19.29%	18.07%	18.75%	18.72%
净利润	1,532	1,821	1,879	2,539	3,210	3,904	投入资本收益率	97.55%	33.99%	27.66%	23.47%	24.91%	24.69%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	269	360	405	346	359	373	主营业务收入增长率	23.77%	22.42%	-8.14%	26.70%	21.36%	19.78%
非经营收益	44	61	77	151	209	211	EBIT增长率	38.84%	18.14%	4.65%	28.11%	26.90%	20.64%
营运资金变动	-273	-165	414	-856	-557	-597	净利润增长率	38.49%	18.86%	3.16%	35.17%	26.41%	21.64%
经营活动现金净流	1,573	2,077	2,774	2,181	3,221	3,892	总资产增长率	9.97%	26.82%	1.30%	44.32%	21.80%	21.87%
资本开支	-754	-1,308	-611	-451	-725	-425	资产管理能力						
投资	-7	-49	-227	0	-1	-1	应收账款周转天数	45.0	47.6	52.4	53.0	53.0	53.0
其他	-65	-11	2	0	0	0	存货周转天数	63.7	65.9	76.2	72.0	72.0	72.0
投资活动现金净流	-826	-1,368	-836	-451	-726	-426	应付账款周转天数	46.9	45.0	48.7	49.0	49.0	49.0
股权募资	160	1,085	0	2	0	0	固定资产周转天数	68.0	62.6	65.7	53.6	49.5	41.5
债权募资	594	1,340	48	1,795	-52	-55	偿债能力						
其他	-2,233	-2,738	-1,361	-665	-856	-991	净负债/股东权益	-33.62%	3.66%	-16.40%	-25.83%	-35.26%	-45.45%
筹资活动现金净流	-1,479	-312	-1,313	1,131	-908	-1,046	EBIT利息保障倍数	61.5	20.1	40.3	21.4	13.5	14.5
现金净流量	-732	397	625	2,861	1,587	2,419	资产负债率	80.54%	56.64%	41.04%	44.68%	39.58%	35.45%

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
买入	4	4	4	4	4
增持	1	1	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.20	1.20	1.20	1.20	1.00

来源：聚源数据

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。

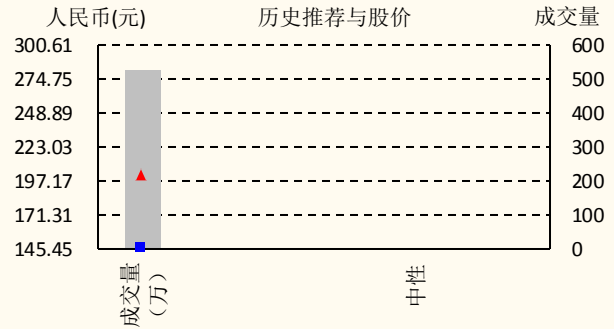
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-26	买入		87.20~87.20

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。

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402