

华利集团 (300979)

证券研究报告

2021年06月10日

下游客户销售快速增长，供应链稳定性优势显著，核心供应商价值凸显

公司为世界知名运动品牌 Nike、VF、Puma、Columbia、Under Armour、Deckers 等重要供应商，2021Q1 销售运动鞋履达到 4775 万双 (+4.22%)；绑定头部优质运动品牌商持续深度合作，东南亚海外产能稳步拓展，未来客观来看有望持续获得客户订单增量。此外，公司 2020 新拓展客户 On Running、Asics 已于 21Q1 下达订单，潜在优质客户 (New Balance 等) 持续扩容，有利于稳固公司制鞋产业核心供应商地位及竞争优势。

需求端：头部运动客户需求快速回升，运动细分市场延续高景气度

运动赛道延续较高景气度，头部客户集中度稳步提升，Nike、VF 等公司头部客户最近财报数据显示：Nike FY2021Q4 旗下匡威品牌收入同比增长 13%，Deckers FY2021Q4 收入同比增长 50% (其中 UGG 同增 53%、HOKA ONE ONE 同增 74%)，PUMA 鞋类产品营收同增 47%、VF 旗下 VANS 营收跌幅明显收窄；整体来看，头部运动品牌鞋履业务增长绝对量较为明显。伴随着全球服装鞋履消费需求持续复苏，作为头部运动品牌重要鞋品生产供应商，公司未来有望持续享受客户订单增量及订单倾斜。

供给端：越南鞋厂新拓产能顺利推进，印尼新设工厂持续优化产能布局

公司 2020 年继续优化拓展东南亚海外制鞋产能，具体来看，21Q1 公司越南永山、越南威霖、越南弘欣三大工厂顺利投产，剩余产能也有望顺利推进落地。此外，2021 年东南亚疫情波动对公司越南产区影响较为有限：公司越南工厂远离疫情集中区域且防疫管控有效，整体产能建设进度并未受拖累影响。公司 21Q1 已于印尼设立制鞋工厂，未来有望稳步拓展推进。

A 股制鞋稀有龙头，多维度优势凸显，21Q1 超预期高增、成长空间广阔

公司 21Q1 归母净利润同比增加 42% 达到 5.77 亿元。2021 年后疫情时代以来，全球运动鞋履需求提升，叠加公司海外产拓产、客户结构优化、运动休闲鞋等高毛利产品占比增加等多因素催化影响，未来业绩增长空间广阔。

公司多年来扎根鞋履生产制造，**生产设计、产品品质、生产成本多方面优势凸显**：超过 2400 人开发设计团队针对鞋履生产流程持续优化；建立从原材料采购、产品生产、成品检验全流程质控管理体系，确保产出产品质量达标；战略布局东南亚海外产能，充分享受海外劳动力成本、土地成本及关税贸易带来的成本优势；3D 打印、VR 设计等新技术持续渗透改良公司鞋履生产流程，制鞋产出效率稳步提升。

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计公司 2021~2023 年营业收入分别为 187.51、235.04、293.56 亿元，对应 EPS 分别为 2.23、2.81、3.56 元，21~23 年 P/E 分别为 45.33X、35.99X、28.40X。

风险提示：原材料价格持续上涨对公司成本端、毛利率造成压力；陆运航运成本上升对公司运输成本造成较大压力；海外产能拓展不及预期等。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,165.66	13,931.14	18,750.99	23,504.44	29,356.36
增长率(%)	22.42	(8.14)	34.60	25.35	24.90
EBITDA(百万元)	3,214.20	3,190.77	3,396.46	4,242.59	5,316.33
净利润(百万元)	1,821.09	1,878.59	2,600.15	3,275.04	4,150.09
增长率(%)	18.86	3.16	38.41	25.96	26.72
EPS(元/股)	1.56	1.61	2.23	2.81	3.56
市盈率(P/E)	64.72	62.74	45.33	35.99	28.40
市净率(P/B)	28.28	20.53	12.87	9.48	7.11
市销率(P/S)	7.77	8.46	6.29	5.01	4.02
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.76	26.34	19.82

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	101 元
目标价格	119.77 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股股本(百万股)	76.98
A 股总市值(百万元)	117,867.00
流通 A 股市值(百万元)	7,775.35
每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	40.28
一年内最高/最低(元)	105.38/76.00

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《华利集团-首次覆盖报告:鞋履产业链巨擘，成长护城河坚固，加速新龙头成长》 2021-04-28

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,298.86	2,437.74	7,654.78	6,973.70	13,135.30
应收票据及应收账款	2,230.93	1,769.89	3,196.41	1,865.48	4,456.67
预付账款	114.10	79.76	215.65	135.68	301.49
存货	2,283.16	2,088.19	3,231.21	3,594.78	4,772.70
其他	339.07	134.10	438.33	302.76	346.31
流动资产合计	6,266.12	6,509.68	14,736.38	12,872.39	23,012.48
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,599.94	2,508.10	2,828.46	3,229.97	3,399.18
在建工程	355.49	310.00	711.09	876.65	555.99
无形资产	182.29	200.40	181.84	163.28	144.72
其他	209.15	210.11	116.64	118.11	117.27
非流动资产合计	3,346.86	3,228.60	3,838.03	4,388.01	4,217.16
资产总计	9,612.99	9,738.29	18,574.40	17,260.41	27,229.63
短期借款	1,551.58	1,496.42	1,200.00	1,000.00	800.00
应付票据及应付账款	1,486.13	1,317.37	2,320.46	2,240.14	3,534.53
其他	2,396.91	1,163.06	5,886.15	1,574.05	6,297.54
流动负债合计	5,434.62	3,976.85	9,406.61	4,814.19	10,632.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	10.09	20.03	10.11	13.41	14.52
非流动负债合计	10.09	20.03	10.11	13.41	14.52
负债合计	5,444.70	3,996.88	9,416.72	4,827.60	10,646.59
少数股东权益	0.00	0.00	0.20	0.29	0.43
股本	1,050.00	1,050.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	2,157.67	2,157.67	2,157.67	2,157.67	2,157.67
留存收益	3,511.74	5,390.33	7,990.48	11,265.52	15,415.61
其他	(2,551.12)	(2,856.59)	(2,157.67)	(2,157.67)	(2,157.67)
股东权益合计	4,168.28	5,741.40	9,157.68	12,432.81	16,583.04
负债和股东权益总计	9,612.99	9,738.29	18,574.40	17,260.41	27,229.63

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	1,821.09	1,878.59	2,600.15	3,275.04	4,150.09
折旧摊销	462.71	508.81	172.26	201.48	220.02
财务费用	119.11	65.88	30.21	14.72	(0.60)
投资损失	(75.46)	(2.46)	(40.00)	(30.00)	(20.00)
营运资金变动	356.73	523.99	2,833.37	(3,196.57)	2,022.84
其它	(395.85)	3.36	33.51	11.21	(18.36)
经营活动现金流	2,288.32	2,978.17	5,629.51	275.87	6,353.98
资本支出	852.00	289.28	885.07	746.70	48.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,219.96)	(1,125.51)	(1,786.82)	(1,488.94)	(41.87)
投资活动现金流	(1,367.97)	(836.23)	(901.75)	(742.23)	7.02
债权融资	1,551.58	1,496.42	1,200.00	1,000.00	800.00
股权融资	789.66	(366.46)	785.71	(14.72)	0.60
其他	(2,681.42)	(2,342.57)	(1,496.43)	(1,200.00)	(1,000.00)
筹资活动现金流	(340.18)	(1,212.61)	489.28	(214.72)	(199.40)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	580.17	929.32	5,217.04	(681.08)	6,161.60

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	15,165.66	13,931.14	18,750.99	23,504.44	29,356.36
营业成本	11,604.75	10,473.80	14,156.99	17,745.85	22,164.05
营业税金及附加	3.18	3.10	3.71	4.94	6.17
营业费用	229.33	195.92	318.77	291.46	305.31
管理费用	686.13	592.48	751.83	931.30	1,196.24
研发费用	294.66	209.11	468.77	583.22	675.20
财务费用	116.55	60.99	30.21	14.72	(0.60)
资产减值损失	(102.99)	(103.99)	(100.00)	(52.33)	(85.44)
公允价值变动收益	0.00	0.05	33.30	11.12	(18.51)
投资净收益	75.46	2.46	40.00	30.00	20.00
其他	62.05	191.83	(146.60)	(82.23)	(2.98)
营业利润	2,196.53	2,305.38	3,193.99	4,026.39	5,096.92
营业外收入	2.08	6.97	3.68	4.24	4.96
营业外支出	3.81	13.53	7.04	8.13	9.56
利润总额	2,194.79	2,298.82	3,190.63	4,022.51	5,092.32
所得税	373.71	420.23	590.27	747.38	942.08
净利润	1,821.09	1,878.59	2,600.36	3,275.13	4,150.24
少数股东损益	0.00	0.00	0.21	0.09	0.15
归属于母公司净利润	1,821.09	1,878.59	2,600.15	3,275.04	4,150.09
每股收益(元)	1.56	1.61	2.23	2.81	3.56

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	22.42%	-8.14%	34.60%	25.35%	24.90%
营业利润	17.20%	4.96%	38.55%	26.06%	26.59%
归属于母公司净利润	18.86%	3.16%	38.41%	25.96%	26.72%
获利能力					
毛利率	23.48%	24.82%	24.50%	24.50%	24.50%
净利率	12.01%	13.48%	13.87%	13.93%	14.14%
ROE	43.69%	32.72%	28.39%	26.34%	25.03%
ROIC	243.75%	47.03%	57.25%	128.88%	65.96%
偿债能力					
资产负债率	56.64%	41.04%	50.70%	27.97%	39.10%
净负债率	6.06%	-16.40%	-70.48%	-48.05%	-74.39%
流动比率	1.15	1.64	1.57	2.67	2.16
速动比率	0.73	1.11	1.22	1.93	1.72
营运能力					
应收账款周转率	7.67	6.96	7.55	9.29	9.29
存货周转率	7.24	6.37	7.05	6.89	7.02
总资产周转率	1.76	1.44	1.32	1.31	1.32
每股指标(元)					
每股收益	1.56	1.61	2.23	2.81	3.56
每股经营现金流	1.96	2.55	4.82	0.24	5.44
每股净资产	3.57	4.92	7.85	10.65	14.21
估值比率					
市盈率	64.72	62.74	45.33	35.99	28.40
市净率	28.28	20.53	12.87	9.48	7.11
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.76	26.34	19.82
EV/EBIT	0.00	0.00	34.51	27.65	20.68

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com