

# 华利集团 (300979)

证券研究报告

2021年06月26日

## Nike、匡威财报鞋履增速新高，有效带动供应链增长，华利显著受益

### 下游大客户耐克/匡威最新财季环比高增，全年增速创阶段新高

近期，美国耐克公司发布最新财报，FY21（2020.6.1-2021.5.31）公司总收入同增19.08%，净利同增125.56%。其中鞋履收入约280.21亿美元，同增20.2%（不考虑汇率），收入占比62.91%；匡威收入约22亿美元，同增19.45%，耐克旗下鞋履及匡威牌收入增速均创近几年新高。

耐克FY21Q4营收123.44亿美元（+95.53%），较FY19Q4增长21.21%；FY21Q4净利扭亏为盈达15.1亿美元，较FY19Q4增长52.58%；FY21Q4鞋履营收79.47亿美元（+89.17%），占比64.38%，较FY19Q4增长22.28%。

### 耐克及匡威业务快速恢复，为华利订单增长奠定坚实基础

目前Nike是公司第一大客户，公司2012年进入Nike供应链，双方合作关系持续加深，伴随耐克及匡威鞋履收入快速增长，华利有望分享更多成长红利。一方面耐克对供应商要求严格，对各个层面各个环节都有系统考核，华利在例行考核中排名非常靠前，连续多个季度获得金牌，供应链质量及稳定性获得耐克深度认可；另一方面华利所擅长的产品和Nike需求是相吻合，休闲鞋和慢跑鞋占Nike比重很大，而这些产品是华利重点发展的领域。

此外，预计公司第二大客户VF今年业绩有所回升；第三大客户Deckers旗下4-5个品牌中Hoka及UGG在订单量价上表现较优；第四大客户Puma，产品更偏向时尚休闲。

新客户方面，Asics和on-running今年开始量产，未来随着规模提升有望快速增长。

### 公司客户资源丰富，相对分散，供应链龙头持续受益产业链高景气

公司客户相对分散，对单一客户不产生重大依赖，与主要客户均具有较长的合作历史，公司具有较多的长期稳定的优质客户。运动鞋履市场需求提升、知名运动品牌客户业绩增长以及公司对主要客户销售份额扩张，是推动公司业绩增长主要因素。为了应对订单的增长，公司积极扩充、优化产能，目前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，并在印尼设立了制鞋工厂Pt Adonia Footwear Indonesia。

### 维持盈利预测，给予买入评级

公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、HOKA ONE ONE等全球知名运动品牌提供开发与制造服务。我们预计公司21-23年EPS分别为2.23元、2.81元、3.56元，PE分别为45、35、28X。

**风险提示：**订单不及预期，用工成本提升，毛利率降低等。

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)	63.83	61.87	44.70	35.49	28.01
市净率(P/B)	27.89	20.24	12.69	9.35	7.01
市销率(P/S)	7.66	8.34	6.20	4.95	3.96
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.28	25.95	19.52

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	99.6元
目标价格	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)	116,233.20
流通A股市值(百万元)	7,667.57
每股净资产(元)	6.04
资产负债率(%)	40.28
一年内最高/最低(元)	106.66/76.00

### 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

- 《华利集团-公司点评: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》2021-06-10
- 《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
<b>流动资产合计</b>	<b>6,266.12</b>	<b>6,509.68</b>	<b>14,736.38</b>	<b>12,872.39</b>	<b>23,012.48</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,346.86</b>	<b>3,228.60</b>	<b>3,838.03</b>	<b>4,388.01</b>	<b>4,217.16</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,612.99</b>	<b>9,738.29</b>	<b>18,574.40</b>	<b>17,260.41</b>	<b>27,229.63</b>
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
<b>流动负债合计</b>	<b>5,434.62</b>	<b>3,976.85</b>	<b>9,406.61</b>	<b>4,814.19</b>	<b>10,632.07</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.09</b>	<b>20.03</b>	<b>10.11</b>	<b>13.41</b>	<b>14.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>5,444.70</b>	<b>3,996.88</b>	<b>9,416.72</b>	<b>4,827.60</b>	<b>10,646.59</b>
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)
<b>股东权益合计</b>	<b>4,168.28</b>	<b>5,741.40</b>	<b>9,157.68</b>	<b>12,432.81</b>	<b>16,583.04</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,612.99</b>	<b>9,738.29</b>	<b>18,574.40</b>	<b>17,260.41</b>	<b>27,229.63</b>

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)
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,288.32</b>	<b>2,978.17</b>	<b>5,629.51</b>	<b>275.87</b>	<b>6,353.98</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,367.97)</b>	<b>(836.23)</b>	<b>(901.75)</b>	<b>(742.23)</b>	<b>7.02</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(340.18)</b>	<b>(1,212.61)</b>	<b>489.28</b>	<b>(214.72)</b>	<b>(199.40)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>580.17</b>	<b>929.32</b>	<b>5,217.04</b>	<b>(681.08)</b>	<b>6,161.60</b>

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>15,165.66</b>	<b>13,931.14</b>	<b>18,750.99</b>	<b>23,504.44</b>	<b>29,356.36</b>
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)
<b>营业利润</b>	<b>2,196.53</b>	<b>2,305.38</b>	<b>3,193.99</b>	<b>4,026.39</b>	<b>5,096.92</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>2,194.79</b>	<b>2,298.82</b>	<b>3,190.63</b>	<b>4,022.51</b>	<b>5,092.32</b>
所得税	373.71	420.23	590.27	747.38	942.08
<b>净利润</b>	<b>1,821.09</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,600.36</b>	<b>3,275.13</b>	<b>4,150.24</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.21	0.09	0.15
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,821.09</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,600.15</b>	<b>3,275.04</b>	<b>4,150.09</b>
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
<b>成长能力</b>					
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%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	63.83	61.87	44.70	35.49	28.01
市净率	27.89	20.24	12.69	9.35	7.01
EV/EBITDA	0.00	0.00	32.28	25.95	19.52
EV/EBIT	0.00	0.00	34.00	27.24	20.36

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