

投产爬坡超预期贡献业绩加速增长

华利集团 (300979)

事件概述

2021H1 公司实现收入/归母净利分别为 81.97/12.91 亿元、同比增长 18.27%/66.59%，剔除汇率影响，收入/归母净利分别增长 28.75%/81.35%，业绩超预期。2021Q2 公司收入/归母净利分别为 44.94/7.14 亿元、同比增长 29%/93%，在 Q1 较高的净利率水平上、Q2 环比进一步提升 0.3PCT。

分析判断：

我们分析，业绩超预期主要来自今年 3、4 月 3 个新工厂投产爬坡超预期，拆分来看，我们估计，量/价分别贡献 25%/-5%，我们分析，单价主要受到人民币升值的不利影响，剔除汇率影响，我们测算单价提升 3%。

2021H 公司净利率为 15.7%、同比提高 4.6PCT，我们判断主要来自客户结构优化，高毛利的大客户占比持续提升带动毛利率提升。

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、并有 3 家工厂投产后爬坡，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。维持收入端不变，考虑中报净利率超预期，将 21/22/23 年归母净利上调 13%/13%/13%至 28.62/ 36.63/45.79 亿元、对应增速为 52%/28%/25%，目前公司股价对应 PE 估值分别为 37/29/23X，将目标市值上调 13%至 1374 亿元（相对估值对应 23 年 30XPE）、对应目标价 117.6 元，上调至“买入”评级。

风险提示

越南疫情发展的不确定性；客户集中风险；系统性风险。

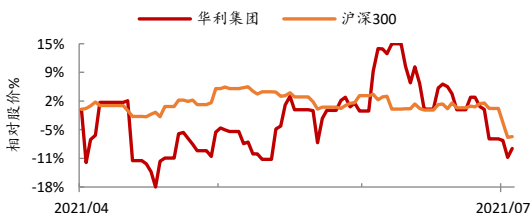
盈利预测与估值

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	2,862	3,663	4,579
YoY (%)	18.9%	3.2%	52.3%	28.0%	25.0%
毛利率 (%)	23.5%	24.8%	29.0%	29.1%	29.6%
每股收益 (元)	1.56	1.61	2.45	3.14	3.92
ROE	43.7%	32.7%	33.3%	29.9%	27.2%
市盈率	58.33	56.54	37.12	29.00	23.20

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	增持
目标价格：	117.6
最新收盘价：	91.02
股票代码：	300979
52 周最高价/最低价：	117.5/76.0
总市值(亿)	1,062.20
自由流通市值(亿)	70.07
自由流通股数(百万)	76.98



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

正文目录

1. 事件概述	3
2. 分析判断	3
3. 投资建议	4
4. 风险提示	6

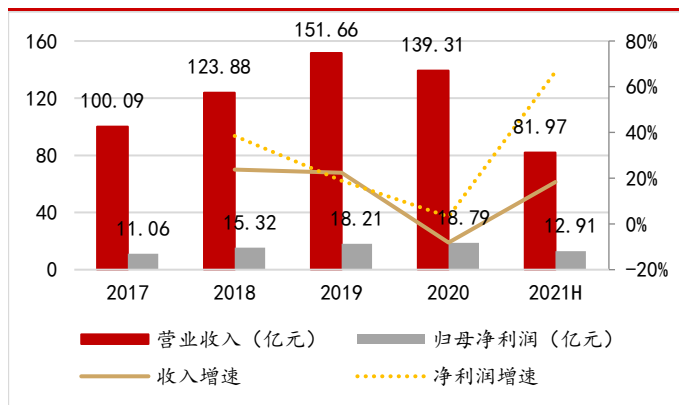
图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利润	3
图 2 历年公司毛利率、净利率	3
图 3 人民币兑美元汇率波动图	3
图 4 历年费用率	4
表 1 按客户收入拆分（亿元）	4
表 2 按产能收入拆分	5
表 3 可比公司估值	6

1. 事件概述

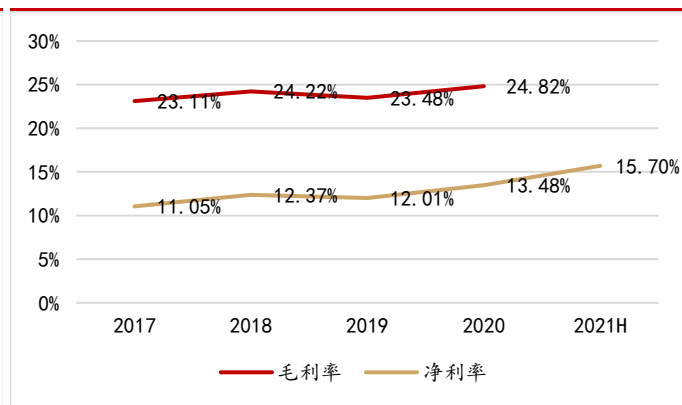
2021H1 公司实现收入/归母净利分别为 81.97/12.91 亿元、同比增长 18.27%/66.59%，剔除汇率影响，收入/归母净利分别增长 28.75%/81.35%，业绩超预期。2021Q2 公司收入/归母净利分别为 44.94/7.14 亿元、同比增长 29%/93%，在 Q1 较高的净利率水平上、Q2 环比进一步提升 0.3PCT。

图 1 历年公司收入、归母净利



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 2 历年公司毛利率、净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 分析判断

我们分析，业绩超预期主要来自今年 3、4 月 3 个新工厂投产爬坡超预期，拆分来看，我们估计，量/价分别贡献 25%/-5%，我们分析，单价主要受到人民币升值的不利影响，剔除汇率影响，我们测算单价提升 3%。

图 3 人民币兑美元汇率波动图 (元/美元)

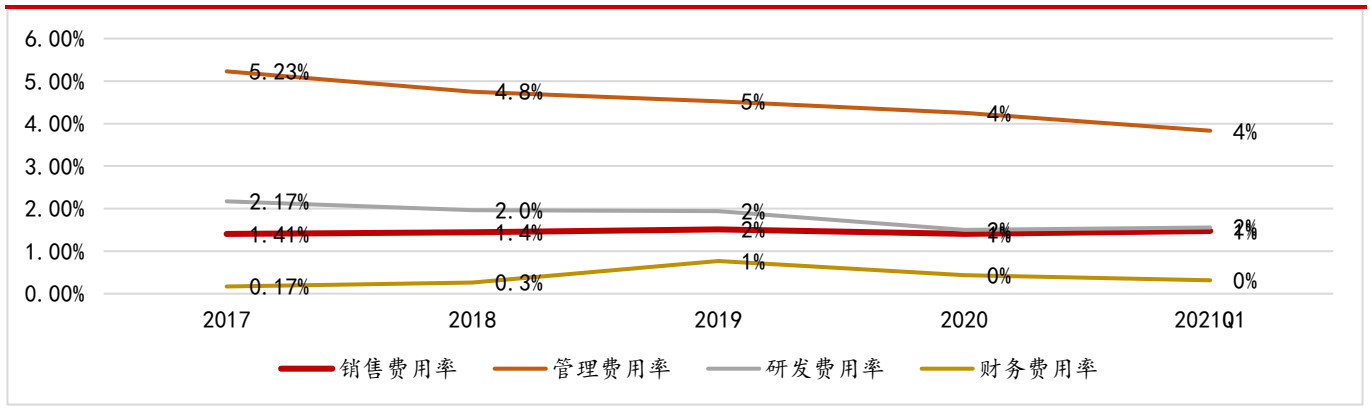


资料来源：wind，华西证券研究所

2021H 公司净利率为 15.7%、同比提高 4.6PCT，我们判断主要来自客户结构优化，高毛利的大客户占比持续提升带动毛利率提升。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图4 历年费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 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、并有 3 家工厂投产后爬坡，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。

维持收入端不变，考虑中报净利率超预期，将 21/22/23 年归母净利上调 13%/13%/13%至 28.62/ 36.63/45.79 亿元、对应增速为 52%/28%/25%，目前公司股价对应 PE 估值分别为 37/29/23X，将目标市值上调 13%至 1374 亿元（相对估值对应 23 年 30XPE）、对应目标价 117.6 元，上调至“买入”评级。

表1 按客户收入拆分（亿元）

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
总收入	152	139	183	231	281	331	381
增速	22%	-8%	31%	26%	21%	18%	15%
1、Nike	41	47	72	101	130	161	190
增速	31%	13%	56%	40%	29%	23%	18%
NIKE 鞋类采购额	897	861	964	1042	1125	1215	1312
增速		-4%	12%	8%	8%	8%	8%
采购份额占比	4%	5%	8%	10%	12%	13%	14%
2、VF (VANS)	39	29	33	37	42	47	53
增速	11%	-25%	13%	13%	13%	12%	11%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

VANS 鞋类采购额	64	48	53	58	64	71	78
增速		-25%	10%	10%	10%	10%	10%
采购份额占比	60%	60%	62%	64%	65%	67%	68%
3、Deckers	26	31	37	44	50	56	62
增速	17%	19%	19%	17%	14%	12%	11%
Deckers 鞋类采购额	45	52	60	69	77	85	93
增速		15%	16%	14%	12%	10%	10%
采购份额占比	58%	60%	62%	63%	65%	66%	66%
4、Puma	16	19	25	32	39	46	53
增速	79%	19%	33%	26%	22%	18%	17%
PUMA 鞋类采购额	100	95	110	125	140	154	169
增速		-5%	16%	14%	12%	10%	10%
采购份额占比	16%	20%	23%	26%	28%	30%	32%
5、Columbia	8	5	5	5	5	5	5
增速	18%	-37%	0%	0%	0%	0%	0%
Columbia 鞋类采购额	12	10	12	14	15	17	18
增速		-16%	16%	14%	12%	10%	10%
采购份额占比	67%	50%	43%	38%	34%	31%	28%
其他	21	8	10	12	15	17	18
增速	10%	-60%	20%	20%	20%	15%	10%

资料来源：华利股份招股书，华西证券研究所

表 2 按产能收入拆分

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
主营业务收入 (亿元)	151	139.03	182.19	230.37	280.47	330.96	380.33
增速 (%)	22.40%	-8%	31%	26%	22%	18%	15%
总产能 (万双)	19481	19481	22743	26343	30140	33177	35761
增速 (%)	10.68%	0%	17%	16%	14%	10%	8%
总产量 (万双)	18731	17398	21020	24447	28200	31605	34403
产销率	99%	99%	99%	100%	100%	100%	100%
销量 (万双)	18509	17143	20714	24447	28200	31605	34403
增速 (%)	13.25%	-7%	21%	18%	15%	12%	9%
单价	81.77	81.10	87.96	94.24	99.46	104.72	110.55
增速 (%)	8.08%	-1%	8%	7%	6%	5%	6%

资料来源：华利股份招股书，华西证券研究所

表 3 可比公司估值（收盘价单位为港元，EPS 单位为人民币元）

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	169.6	4.2	4.96	5.75	33.7	28.6	24.6	23.53%	1.43

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 7 月 29 日。注：1 港元=0.83 元人民币。

4. 风险提示

越南疫情发展的不确定性；客户集中风险；系统性风险。

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	13,931	18,250	23,072	28,085	净利润	1,879	2,862	3,663	4,579
YoY(%)	-8.1%	31.0%	26.4%	21.7%	折旧和摊销	509	305	335	366
营业成本	10,474	12,966	16,347	19,779	营运资金变动	414	-601	-612	-641
营业税金及附加	3	4	5	6	经营活动现金流	2,978	2,739	3,543	4,478
销售费用	196	274	346	449	资本开支	-611	-723	-703	-688
管理费用	592	715	930	1,123	投资	-227	0	0	0
财务费用	61	-24	-87	-153	投资活动现金流	-836	-723	-703	-688
资产减值损失	-104	-143	-158	-173	股权募资	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	债务募资	4,375	-1,496	0	0
营业利润	2,305	3,816	4,917	6,105	筹资活动现金流	-1,213	-1,526	0	0
营业外收支	-7	0	0	0	现金净流量	829	490	2,841	3,789
利润总额	2,299	3,816	4,917	6,105	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	420	954	1,254	1,526	成长能力 (%)				
净利润	1,879	2,862	3,663	4,579	营业收入增长率	-8.1%	31.0%	26.4%	21.7%
归属于母公司净利润	1,879	2,862	3,663	4,579	净利润增长率	3.2%	52.3%	28.0%	25.0%
YoY(%)	3.2%	52.3%	28.0%	25.0%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.61	2.45	3.14	3.92	毛利率	24.8%	29.0%	29.1%	29.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	13.5%	15.7%	15.9%	16.3%
货币资金	2,438	2,927	5,768	9,558	总资产收益率 ROA	19.3%	24.8%	22.9%	21.4%
预付款项	80	130	163	198	净资产收益率 ROE	32.7%	33.3%	29.9%	27.2%
存货	2,088	2,487	3,135	3,793	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,904	2,345	2,934	3,552	流动比率	1.64	2.71	3.22	3.74
流动资产合计	6,510	7,888	12,001	17,101	速动比率	1.09	1.81	2.33	2.87
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	0.61	1.01	1.55	2.09
固定资产	2,508	2,822	3,119	3,373	资产负债率	41.0%	25.4%	23.4%	21.4%
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	1.58	1.44	1.31
资产合计	9,738	11,535	16,015	21,438	每股指标 (元)				
短期借款	1,496	0	0	0	每股收益	1.61	2.45	3.14	3.92
应付账款及票据	1,317	1,599	2,015	2,493	每股净资产	4.92	7.37	10.51	14.43
其他流动负债	1,163	1,313	1,714	2,080	每股经营现金流	2.55	2.35	3.04	3.84
流动负债合计	3,977	2,912	3,729	4,573	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	56.54	37.12	29.00	23.20
非流动负债合计	20	20	20	20	PB	0.00	12.35	8.66	6.31
负债合计	3,997	2,932	3,749	4,593					
股本	1,050	1,167	1,167	1,167					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	5,741	8,603	12,266	16,845					
负债和股东权益合计	9,738	11,535	16,015	21,438					

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，11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。

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。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

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。