

2021年08月20日

客户结构持续优化，净利率高位维持

华利集团(300979)

评级:	买入	股票代码:	300979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	117.5/76.0
目标价格:	117.6	总市值(亿)	1,050.77
最新收盘价:	90.04	自由流通市值(亿)	69.32
		自由流通股数(百万)	76.98

事件概述

2021H1 公司实现收入/归母净利/扣非归母净利分别为 81.95/12.91/12.98 亿元、同比增长 18.23%/66.58%/66.99%，剔除汇率影响，收入/归母净利分别增长 28.71%/81.34%，业绩超预期。2021Q2 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 44.92/7.14/7.2 亿元、同比增长 29%/93%/NA，在 Q1 较高的净利率水平上、Q2 环比进一步提升 0.3PCT。公司每 10 股派发 10 元现金红利。

分析判断:

剔除汇率影响后量价齐升，CR5 提升至 91%。收入拆分：(1) 分量价来看，价格受汇率影响有所下降、剔除汇率影响后公司产品量价齐升，上半年量/价分别增长 24%/-5%达 1.02 亿双/80.7 元：a) 剔除汇率影响、价增 3.45%，我们分析主要来自客户结构调整、大客户增速更高；b) 量增主要来自老厂加产线、叠加新厂上半年投产及产能利用率提升：2021H 公司产能为 1.06 亿双、同比增长 14%；产能利用率从 2020H 的 85.69%提升至 96.92%。

(2) CR5 进一步提升至 91%。分客户来看，**Deckers 高增长成为第二大客户，Nike、UA 维持高增，UA 超过 Columbia 成为第 5 大客户，VF、Puma 增速有所放缓，公司客户结构持续优化。**公司向前 5 大客户 Nike/Deckers/VF/Puma/UA 的销售额分别为 28.15/16.41/15.55/9.55/5.04 亿元、占比为 34%/20%/19%/12%/6%、同比增速为 22%/50%/7%/6.6%/30%，剔除汇率影响后的收入增速分别为 33%/63%/17%/16%/41%。

(3) 分品类来看，户外靴鞋 (Columbia) 同比有所下降、运动凉鞋 (UGG) 高增长、运动休闲鞋跟随扩产进度稳定增长，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他收入分别为 66.55/6.08/9.14 亿元、同比增长 15.45%/-5.81%/80.44%。

(4) 分地区来看，美国维持较快增速、其他地区拓展加快、欧洲增速较缓，2021H 美国/欧洲/其他地区实现收入分别为 71.10/9.94/0.73 亿元、同比增长 19.09%/10.76%/49.93%。

客户结构持续优化，毛利率同比大幅提升，所得税率提升主要由于分红影响。2021H 净利率为 15.75%、同比提高 4.57PCT，我们分析主要来自毛利率提高，而在原材料价格上涨、汇率升值等不利背景下毛利率仍能提升，主要来自产能利用率提升及客户结构持续优化，2021H 公司毛利率为 28.63%、同比提高 5.9PCT，其中运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他的毛利率分别为 30.63%/20.83%/22.41%、同比提高 6.42/3.37/11.35PCT。2021Q2 公司毛利率为 28.05%、同比提高 6.45PCT、环比下降 1.29PCT，净利率为 15.89%、同比提高 5.32PCT、环比提高 0.31PCT。从费用率看，销售/管理/研发/财务费用率分别为 1%/4%/1%/0%、同比下降 0.6/0.6/0.1/0.6PCT，销售费用率下降主要由于会计政策调整 (运输成本从销售费用调整到营业成本)，财务费用率下降主要由于借款利息支出减少、利息收入增加及汇兑收益增加。所得税率提升 8PCT 至 26%，主要由于派息导致所得税费用增加。

经营性现金流下降主要由于应收账款增长。2021H 经营现金流/净利为 57%、同比下降 152PCT，主要由于应收项目增加、支付的税费金额增加而收到的税费返减少，我们分析主要由于：(1) 去年客户采用了供应链金融提前支付；(2) 越南疫情影响退税延迟。2021H 末存货增加 19%至 23.28 亿元、应收账款为 26.15 亿元、同比增长 55%。

投资建议

(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 年公司有望在印尼继续投产 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 21/22/23 年归母净利润为 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，维持目标市值 1374 亿元（相对估值对应 23 年 30XPE）、对应目标价 117.6 元，维持“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	57.70	55.93	36.72	28.69	22.95

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：

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					
所得税	420	954	1,254	1,526	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	1,879	2,862	3,663	4,579	成长能力				
归属于母公司净利润	1,879	2,862	3,663	4,579	营业收入增长率	-8.1%	31.0%	26.4%	21.7%
YoY (%)	3.2%	52.3%	28.0%	25.0%	净利润增长率	3.2%	52.3%	28.0%	25.0%
每股收益	1.61	2.45	3.14	3.92	盈利能力				
					毛利率	24.8%	29.0%	29.1%	29.6%
					净利率	13.5%	15.7%	15.9%	16.3%
					总资产收益率 ROA	19.3%	24.8%	22.9%	21.4%
					净资产收益率 ROE	32.7%	33.3%	29.9%	27.2%
					偿债能力				
					流动比率	1.64	2.71	3.22	3.74
					速动比率	1.09	1.81	2.33	2.87
					现金比率	0.61	1.01	1.55	2.09
					资产负债率	41.0%	25.4%	23.4%	21.4%
					经营效率				
					总资产周转率	1.43	1.58	1.44	1.31
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.61	2.45	3.14	3.92
					每股净资产	4.92	7.37	10.51	14.43
					每股经营现金流	2.55	2.35	3.04	3.84
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
					估值分析				
					PE	55.93	36.72	28.69	22.95
					PB	0.00	12.21	8.57	6.24

资产负债表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,438	2,927	5,768	9,558
预付款项	80	130	163	198
存货	2,088	2,487	3,135	3,793
其他流动资产	1,904	2,345	2,934	3,552
流动资产合计	6,510	7,888	12,001	17,101
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	2,508	2,822	3,119	3,373
无形资产	200	242	270	305
非流动资产合计	3,229	3,647	4,015	4,337
资产合计	9,738	11,535	16,015	21,438
短期借款	1,496	0	0	0
应付账款及票据	1,317	1,599	2,015	2,493
其他流动负债	1,163	1,313	1,714	2,080
流动负债合计	3,977	2,912	3,729	4,573
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	20	20	20	20
负债合计	3,997	2,932	3,749	4,593
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	8,603	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。

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。