

# 华利集团 (300979): 客户结构持续优化, 产能释放未来可期

2021年08月20日

推荐/维持

华利集团 公司报告

**事件:** 公司上半年实现营业收入 81.95 亿元, 同比增长 18.23% (剔除汇率+28.71%); 归属净利润 12.91 亿元, 同比增长 66.58% (剔除汇率+81.34%)。二季度收入 44.92 亿元, 同比增 28.52%, 净利润 7.14 亿元, 同比增 93%。

**公司充分享受运动鞋行业发展, 客户结构持续优化, 规模优势凸显。** 公司上半年美元口径收入增 28%.71%, 鞋销量达 1.02 亿元, 较去年同期增 24.42%。运动品牌商在今年强力复苏, 主要运动品牌收入和业绩都已经超过疫情前的水平。公司在越南具备优质产能, 在东南亚疫情中, 公司因为地理位置优势和有效的疫情防控管理, 保证了正常生产运营, 有效的承接了全球的强劲运动需求。客户结构方面, 公司前五大客户的占比进一步提升至 92%, 其中 Nike 品牌和 Decker's 公司旗下的两个品牌增长较快, 预计增速在 60% 以上。客户集中度的提升带来了产品结构的优化和规模优势的加强, 是毛利率提升的主要因素。我们认为规模效应在鞋制造产业至关重要, 因此公司保证较好产能利用率的同时在选择体量大有潜力拿到畅销产品订单的客户。未来, 公司在 Nike 品牌的份额有较大的提升空间, 几个新开拓客户 ASICS、NB 潜力较大, 有望成为公司重点客户。

**盈利水平领跑行业, 财务指标平稳。** 公司上半年净利率为 15.75%, ROE 为 17.03%, 是鞋制造行业里最优的盈利水平, 主要得益于公司大厂管理水平优秀以及规模效应的释放。分季度看: Q2 毛利率 28.05% 维持在高位 (由于运输费确认口径变化, 毛利率和费用率较一季度降 1.5pct/ 1.7pct), 最终 Q2 净利率水平在 15.89%, 比 Q1 的 15.58% 继续略有提升。应收账款的增加和经营现金流减少, 主要是今年部分应收账款提前到去年回收, 以及出口退税进度放缓。综合考虑下, 公司的现金流在去年和今年基本维持平稳。

**疫情凸显公司优质产能的稀缺性, 未来产能规划清晰助力持续发展。** 上半年南亚和东南亚的疫情使得运动鞋产业持续处在产能紧张状态, 华利上半年通过在现有工厂增加产线满足客户的订单, 公司大工厂模式在效率、品控方面的优势在上半年更加凸显。华利现有产能在行业内属于优质产能, 客户认可度高, 同时公司积累了丰富的异地建厂经验, 未来新产能储备充足。新工厂方面: 印尼新工厂工厂开建, 预计明年年底有投产; 缅甸工厂现用自有资金开始投建; 越南地区劳动力优势明显, 公司有新工厂规划, 疫情加速了越北地区一些产能出清, 有利于公司利用现有工厂和招收新工人。

**公司的软硬实力优秀, 在运动行业乘风破浪。** 在鞋制造行业, 优秀的产能配置是制胜之硬实力, 研发与 ESG 是软实力。公司在产能配置、生产管理以及 ESG 方面的推进都加深了与优质客户的合作, 保证公司立于行业潮头之上。

**投资建议:** 基于对运动行业需求的乐观判断, 和公司产能释放进度, 预计公司 2021-2023 年净利润分别为 26.49、33.5、40.99 亿元人民币, 增速分别为 41%、26.48%、22.36%, 目前股价对应 PE 分别为 40.13、31.73、25.93 倍, 维持“推荐”评级。

**风险提示:** 国内疫情反复, 消费持续疲软, 行业竞争加剧。

## 公司简介:

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 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务。公司在越南、中国、多米尼加、缅甸等地共开设了 20 家制鞋工厂, 是全球为数不多的产量超过 1 亿双的运动鞋专业制造商之一。  
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 未来 3-6 个月重大事项提示:

2021-09-07 股东大会召开

2021-10-26 首发解禁

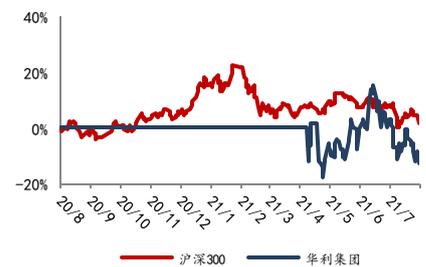
## 发债及交叉持股介绍:

无

## 交易数据

52 周股价区间 (港币)	82.16-115.1
总市值 (亿元人民币)	1063.14
流通市值 (亿元人民币)	70.13
总股本/流通 A 股 (万股)	116700/7698
流通 B 股/H 股 (万股)	0/0
52 周日均换手率	6.34

## 52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

## 首席分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 常子杰

010-66554040

changzj@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521080005

## 研究助理: 沈逸伦

010-66554045

shenyl@sxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480121050014

## 财务指标预测

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万)	15,165.	13,931.	17,202.	21,077.	25,609.
增长率(%)	22.42%	-8.14%	23.48%	22.53%	21.50%
净利润(百万元)	1,821.0	1,878.5	2,649.0	3,350.3	4,099.3
增长率(%)	18.86%	3.16%	41.01%	26.48%	22.36%
净资产收益率	43.69%	32.72%	37.09%	35.74%	34.59%
每股收益(元)	3.42	1.79	2.27	2.87	3.51
PE	26.64	50.89	40.13	31.73	25.93
PB	22.95	16.66	14.89	11.34	8.97

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**表格 1: 盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
流动资产合计	6266	6510	7385	9597	12288	营业收入	15166	13931	17202	21077	25610
货币资金	1299	2438	2242	3217	4565	营业成本	11605	10474	12328	15146	18436
应收账款	2231	1770	2358	2783	3446	营业税金及附加	3	3	4	5	6
其他应收款	32	44	55	67	82	营业费用	229	196	268	313	390
预付款项	114	80	57	19	37	管理费用	686	592	669	858	1019
存货	2283	2088	2442	3010	3658	财务费用	117	61	86	42	51
其他流动资产	207	90	232	501	501	研发费用	295	209	258	295	359
非流动资产合计	3347	3229	3189	3118	3053	资产减值损失	-102.99	-103.99	-103.49	57.60	53.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	公允价值变动收益	0.00	0.05	0.03	0.00	0.00
固定资产	2600	2508	2307	2107	1906	投资净收益	75.46	2.46	38.96	20.71	29.83
无形资产	182	200	193	187	181	加:其他收益	1.56	7.94	4.75	0.00	0.00
其他非流动资产	50	44	47	45	46	营业利润	2197	2305	3486	4380	5324
资产总计	9613	9738	10575	12716	15341	营业外收入	2.08	6.97	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	5435	3977	3417	3324	3474	营业外支出	3.81	13.53	0.00	0.00	0.00
短期借款	1552	1496	717	291	0	利润总额	2195	2299	3486	4380	5324
应付账款	1486	1307	1538	1877	2292	所得税	374	420	837	1029	1224
预收款项	11	0	-5	-17	9	净利润	1821	1879	2649	3350	4099
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
非流动负债合计	10	20	15	18	16	归属母公司净利润	1821	1879	2649	3350	4099
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	5445	3997	3432	3342	3490	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
实收资本(或股本)	1050	1050	1167	1167	1167	营业收入增长	22.42%	-8.14%	23.48%	22.53%	21.50%
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158	营业利润增长	17.20%	4.96%	51.19%	25.65%	21.56%
未分配利润	1353	3201	4769	7265	10005	归属于母公司净利	18.86%	3.16%	41.01%	26.48%	22.36%
归属母公司股东权	4168	5741	7142	9374	11851	获利能力					
负债和所有者权益	9613	9738	10575	12716	15341	毛利率(%)	23.48%	24.82%	28.33%	28.14%	28.01%
现金流量表						单位:百万元					
						2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产净利润(%)
经营活动现金流	2288	2978	1964	2753	3491	ROE(%)	43.69%	32.72%	37.09%	35.74%	34.59%
净利润	1821	1879	2649	3350	4099	偿债能力					
折旧摊销	462.71	508.81	226.61	224.10	221.93	资产负债率(%)	57%	41%	32%	26%	23%
财务费用	117	61	86	42	51	流动比率	1.15	1.64	2.16	2.89	3.54
应收账款减少	-508	461	-588	-425	-663	速动比率	0.73	1.11	1.45	1.98	2.48
预收帐款增加	2	-11	-5	-12	26	营运能力					
投资活动现金流	-1368	-836	-351	-496	-484	总资产周转率	1.76	1.44	1.69	1.81	1.83
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应收账款周转率	8	7	8	8	8
长期投资减少	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.61	9.97	12.09	12.35	12.29
投资收益	75	2	39	21	30	每股指标(元)					
筹资活动现金流	-340	-1213	-1809	-1281	-1660	每股收益(最新摊	3.42	1.79	2.27	2.87	3.51
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	0.55	0.89	-0.17	0.84	1.15
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	3.97	5.47	6.12	8.03	10.15
普通股增加	944	0	117	0	0	估值比率					
资本公积增加	-17	0	0	0	0	P/E	26.64	50.89	40.13	31.73	25.93
现金净增加额	580	929	-196	976	1347	P/B	22.95	16.66	14.89	11.34	8.97
						EV/EBITDA	35.44	34.01	27.69	22.31	18.21

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

### 常子杰

中央财经大学金融学硕士，2019年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究

## 研究助理简介

---

### 沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士，2021年加入东兴证券研究所，从事轻工制造行业研究

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

---

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526