

# 华利集团 (300979)

证券研究报告

2021年10月15日

## 供应链稳定优势凸显，预计 Q3 延续增长势头，中长期市占率提升

公司凭借前瞻性区位布局及积极扩产节奏等，在多轮疫情下展现出稳定供应链能力，我们预计将持续提升头部客户订单份额，保证业绩增长。具体来看：

①上半年华利未受疫情影响，现有工厂产能充分释放。上半年柬埔寨、下半年越南南部均受到疫情干扰，导致多数品牌订单停产减产，而华利越南工厂正常生产，基本无受到疫情影响，现有工厂产能得到充分释放，主要系工厂选址及重视防护与管理所致，疫苗接种情况乐观。

②公司积极逆势扩产，通过新建、租赁、改扩建、购买等方式提升产能。今年越南 3 个工厂已投产，印尼及缅甸工厂在建，相较同行体现强劲扩张势头，为今后规模及市占率提升奠定基础；

公司交货及时，展现出出色稳定性，在供应链系统性波动时成为客户值得信赖伙伴。

专业能力领跑全球鞋履供应链，份额有望积极攀升。公司 2012 年进入耐克供应链，在成为匡威牌一供后近两年凭借优异表现与战略协同，耐克牌订单快速放量，深入品牌发展，订单前景广阔；借助自身打样、品质、交期等专业能力领跑全球鞋履供应链，份额有望积极攀升。在保障订单快速增长同时，验证自身深挖客户价值能力，奠定全球鞋履供应链地位。

此外，Deckers 客户潜力较大，已成为公司第二大客户，旗下 Hoka、UGG 品牌终端保持 40%以上增长；跑鞋新贵 On 昂跑已开始下单，百花齐放。

维持盈利预测，维持买入评级。我们认为 Q3 作为传统淡季，受益公司稳定生产供应链及客户结构优化，有望淡季不淡，同时未来产业优势红利将逐步释放马太效应凸显，近几年公司处于份额提升成长阶段，预计公司 21-22 年利润分别为 26/33 亿，PE 分别为 41x/33x。

风险提示：海外疫情反复导致订单增长不及预期；劳动力成本增长；生产基地及客户集中等风险。

| 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 | 29,355.55 |
| 增长率(%)      | 22.42     | (8.14)    | 34.60     | 25.35     | 24.89     |
| EBITDA(百万元) | 3,214.20  | 3,190.77  | 3,381.78  | 4,231.42  | 5,291.49  |
| 净利润(百万元)    | 1,821.09  | 1,878.59  | 2,592.23  | 3,253.87  | 4,116.38  |
| 增长率(%)      | 18.86     | 3.16      | 37.99     | 25.52     | 26.51     |
| EPS(元/股)    | 1.56      | 1.61      | 2.22      | 2.79      | 3.53      |
| 市盈率(P/E)    | 58.35     | 56.56     | 40.99     | 32.66     | 25.81     |
| 市净率(P/B)    | 25.49     | 18.51     | 8.37      | 6.66      | 5.30      |
| 市销率(P/S)    | 7.01      | 7.63      | 5.67      | 4.52      | 3.62      |
| EV/EBITDA   | 0.00      | 0.00      | 28.42     | 22.83     | 17.06     |

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   | 91.05 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) | 78.71        |
| A 股总市值(百万元)   | 106,255.35   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 7,166.10     |
| 每股净资产(元)      | 9.11         |
| 资产负债率(%)      | 31.52        |
| 一年内最高/最低(元)   | 117.50/76.00 |

### 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-半年报点评:21H1 业绩高增，核心产业链价值显著》2021-08-20
- 2 《华利集团-公司点评:21H1 归母净利润同增 81%超预期，产业龙头加速业绩兑现》2021-07-29
- 3 《华利集团-公司点评:丰泰上半年利润高增，产业持续回暖，华利表现可期》2021-07-28

## 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        | 11,780.93        | 11,570.27        | 18,184.60        |
| 应收票据及应收账款        | 2,230.93        | 1,769.89        | 3,196.41         | 1,865.48         | 4,456.49         |
| 预付账款             | 114.10          | 79.76           | 215.65           | 135.68           | 300.61           |
| 存货               | 2,283.16        | 2,088.19        | 3,231.21         | 3,594.78         | 4,755.85         |
| 其他               | 339.07          | 134.10          | 438.33           | 302.76           | 346.30           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>6,266.12</b> | <b>6,509.68</b> | <b>18,862.53</b> | <b>17,468.96</b> | <b>28,043.86</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>22,700.55</b> | <b>21,856.98</b> | <b>32,261.01</b> |
| 短期借款             | 1,551.58        | 1,496.42        | 1,788.01         | 2,079.60         | 2,371.19         |
| 应付票据及应付账款        | 1,486.13        | 1,317.37        | 2,320.46         | 2,240.14         | 3,522.90         |
| 其他               | 2,396.91        | 1,163.06        | 5,886.15         | 1,574.05         | 6,286.11         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>5,434.62</b> | <b>3,976.85</b> | <b>9,994.62</b>  | <b>5,893.79</b>  | <b>12,180.20</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>10,004.73</b> | <b>5,907.20</b>  | <b>12,194.72</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        | 5,703.73         | 5,703.73         | 5,703.73         |
| 留存收益             | 3,511.74        | 5,390.33        | 11,528.62        | 14,782.49        | 18,898.87        |
| 其他               | (2,551.12)      | (2,856.59)      | (5,703.73)       | (5,703.73)       | (5,703.73)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>4,168.28</b> | <b>5,741.40</b> | <b>12,695.82</b> | <b>15,949.78</b> | <b>20,066.30</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>9,612.99</b> | <b>9,738.29</b> | <b>22,700.55</b> | <b>21,856.98</b> | <b>32,261.01</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019              | 2020              | 2021E           | 2022E           | 2023E           |
|----------------|-------------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 净利润            | 1,821.09          | 1,878.59          | 2,592.23        | 3,253.87        | 4,116.38        |
| 折旧摊销           | 462.71            | 508.81            | 172.26          | 201.48          | 220.02          |
| 财务费用           | 119.11            | 65.88             | 33.81           | 29.55           | 29.53           |
| 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)      | 2,017.70        |
| 其它             | (395.85)          | 3.36              | 33.51           | 11.20           | (18.36)         |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>2,288.32</b>   | <b>2,978.17</b>   | <b>5,625.18</b> | <b>269.53</b>   | <b>6,345.25</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          | 1,788.01        | 2,079.60        | 2,371.19        |
| 股权融资           | 789.66            | (366.46)          | 4,328.18        | (29.55)         | (29.53)         |
| 其他             | (2,681.42)        | (2,342.57)        | (1,496.43)      | (1,788.01)      | (2,079.60)      |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(340.18)</b>   | <b>(1,212.61)</b> | <b>4,619.76</b> | <b>262.04</b>   | <b>262.06</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>9,343.19</b> | <b>(210.67)</b> | <b>6,614.33</b> |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 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>29,355.55</b> |
| 营业成本             | 11,604.75        | 10,473.80        | 14,156.99        | 17,745.85        | 22,119.40        |
| 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           | 324.39           | 291.46           | 305.30           |
| 管理费用             | 686.13           | 592.48           | 751.83           | 943.23           | 1,179.51         |
| 研发费用             | 294.66           | 209.11           | 377.83           | 530.14           | 675.18           |
| 财务费用             | 116.55           | 60.99            | 33.81            | 29.55            | 29.53            |
| 资产减值损失           | (102.99)         | (103.99)         | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 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>3,175.71</b>  | <b>4,000.39</b>  | <b>5,041.95</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>3,172.35</b>  | <b>3,996.51</b>  | <b>5,037.35</b>  |
| 所得税              | 373.71           | 420.23           | 579.91           | 742.55           | 920.83           |
| <b>净利润</b>       | <b>1,821.09</b>  | <b>1,878.59</b>  | <b>2,592.44</b>  | <b>3,253.95</b>  | <b>4,116.52</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>2,592.23</b>  | <b>3,253.87</b>  | <b>4,116.38</b>  |
| 每股收益(元)          | 1.56             | 1.61             | 2.22             | 2.79             | 3.53             |

| 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%  | 24.89%  |
| 营业利润           | 17.20%  | 4.96%   | 37.75%  | 25.97%  | 26.04%  |
| 归属于母公司净利润      | 18.86%  | 3.16%   | 37.99%  | 25.52%  | 26.51%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 毛利率            | 23.48%  | 24.82%  | 24.50%  | 24.50%  | 24.65%  |
| 净利率            | 12.01%  | 13.48%  | 13.82%  | 13.84%  | 14.02%  |
| ROE            | 43.69%  | 32.72%  | 20.42%  | 20.40%  | 20.51%  |
| ROIC           | 243.75% | 47.03%  | 57.14%  | 128.53% | 65.82%  |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |         |         |
| 资产负债率          | 56.64%  | 41.04%  | 44.07%  | 27.03%  | 37.80%  |
| 净负债率           | 6.06%   | -16.40% | -78.71% | -59.50% | -78.81% |
| 流动比率           | 1.15    | 1.64    | 1.89    | 2.96    | 2.30    |
| 速动比率           | 0.73    | 1.11    | 1.56    | 2.35    | 1.91    |
| <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    | 7.03    |
| 总资产周转率         | 1.76    | 1.44    | 1.16    | 1.06    | 1.08    |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |         |         |
| 每股收益           | 1.56    | 1.61    | 2.22    | 2.79    | 3.53    |
| 每股经营现金流        | 1.96    | 2.55    | 4.82    | 0.23    | 5.44    |
| 每股净资产          | 3.57    | 4.92    | 10.88   | 13.67   | 17.19   |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |         |         |
| 市盈率            | 58.35   | 56.56   | 40.99   | 32.66   | 25.81   |
| 市净率            | 25.49   | 18.51   | 8.37    | 6.66    | 5.30    |
| EV/EBITDA      | 0.00    | 0.00    | 28.42   | 22.83   | 17.06   |
| EV/EBIT        | 0.00    | 0.00    | 29.95   | 23.97   | 17.81   |

### 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<br>邮编：100031<br>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<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |