

华利集团 (300979.SZ)

头部品牌在手订单充足，业绩表现符合预期

东南亚疫情导致现有头部鞋类制造商产能稀缺性提升，公司位于越南北部受疫情影响较小，并积极在越南、印尼筹建新工厂。目前公司在手订单量充足，剔除汇率变动影响，22Q1收入同比增长14%，归母净利润同比增长15%。当前市值对应22PE22X，维持“强烈推荐-A”评级。

- **2022Q1 公司业绩稳健增长。**公司收入端同比增长11.4%至41.24亿元（不考虑汇率因素则收入同比增长14%，其中销售运动鞋数量为5114万双，同比增长7%，以美元计价的单价提升幅度为6.8%），归母净利润同比增长12.4%至6.48亿元。若剔除汇率影响，则归母净利润同比增幅为15%。
- **前五大客户集中度较高。**分客户看，公司前五大客户分别为 Nike、VF、Deckers、Puma、UA，合计占比提升达91.65%，22Q1 订单收入规模分别为15.88亿元、8.49亿元、6.49亿元、4.70亿元、2.25亿元，收入占比分别为39%、21%、16%、11%、5%；HOKA、ON、New Balance 等新客户订单快速增长。
- **毛利率下降，期间费用率下降，所得税率下降，净利率微幅提升。**受新工厂折旧增加以及疫情影响员工出勤等因素，22Q1 公司毛利率同比降2.7pct（同口径）。期间费用率同比降1.77pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率同比降幅分别为1%、0.18%、0.58%、0.08%。所得税率同比降5.2%至20.24%。净利润率微幅提升0.14pct至15.72%。
- **营运能力及现金流保持合理范围。**22Q1 公司经营活动净现金流净额为3.77亿元，同比-11.51%。存货及应收账款周转天数分别为84天、49天，保持合理范围。
- **盈利预测及投资建议：**作为全球运动鞋代工领军企业，不断构筑研发/生产效率/客户服务壁垒，深度绑定 Nike/Deckers 等国际优质运动品牌客户，积极拓展新客户并实现量产，产品结构持续优化，新建产能快速爬坡，并积极在越南、缅甸和印尼等地扩张产能。维持盈利预测不变，预计2022年-2024年公司收入规模分别为216亿元、265亿元、326亿元，同比增速分别为24%、23%、23%。净利润分别为35.51亿元、44.80亿元、55.78亿元，同比增幅分别为28%、26%、24%。当前市值786亿元，对应22PE22X，维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示：**疫情导致欧美运动鞋需求下滑、东南亚疫情导致公司产能扩张速度放缓。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	13931	17470	21631	26509	32561
同比增长	-8%	25%	24%	23%	23%
营业利润(百万元)	2305	3702	4561	5681	7070
同比增长	5%	61%	23%	25%	24%
归母净利润(百万元)	1879	2768	3551	4480	5578
同比增长	3%	47%	28%	26%	24%
每股收益(元)	1.61	2.37	3.04	3.84	4.78
PE	41.8	28.4	22.1	17.5	14.1
PB	13.7	7.2	6.0	4.9	4.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐-A (维持)

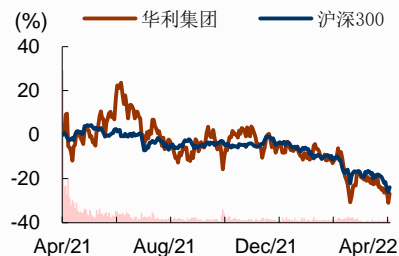
消费品/轻工时尚
目标估值：NA
当前股价：67.32元

基础数据

总股本(万股)	116700
已上市流通股(万股)	14609
总市值(亿元)	786
流通市值(亿元)	98
每股净资产(MRQ)	9.4
ROE(TTM)	25.3
资产负债率	32.5%
主要股东	俊耀集团有限公司
主要股东持股比例	84.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-16	-24	93
相对表现	-7	0	119



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《华利集团(300979)——在手订单饱满，业绩确定性高增长》2022-04-08
- 《华利集团(300979)——在手订单饱满 Q3 业绩持续高增长》2021-10-28
- 《华利集团(300979)——扩产如期实施中报业绩靓丽》2021-08-19

刘丽 S1090517080006

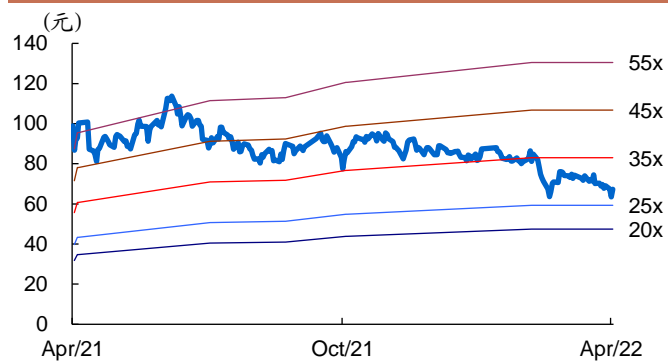
liuli14@cmschina.com.cn

赵中平 S1090521080001

zhaozhongping@cmschina.com.cn

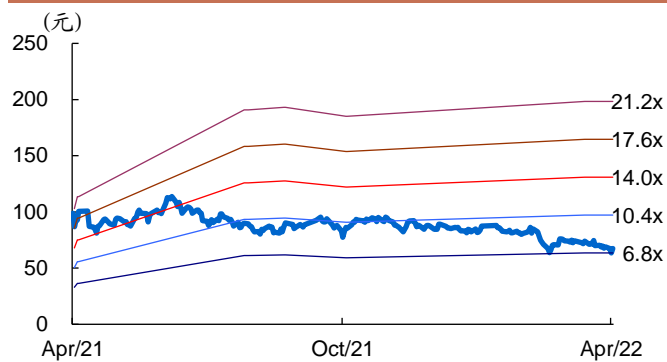
n

图 1: 华利集团历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 华利集团历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	6510	11865	14485	17731	21728
现金	2438	4408	5738	7443	9531
交易性投资	0	1870	1870	1870	1870
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1770	2487	3056	3745	4600
其它应收款	44	93	115	140	172
存货	2088	2671	3291	4023	4931
其他	169	336	416	509	624
非流动资产	3229	4314	4283	4255	4231
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	2508	3006	3025	3040	3053
无形资产商誉	200	279	251	226	204
其他	520	1029	1006	988	974
资产总计	9738	16179	18767	21985	25959
流动负债	3977	5083	5404	5917	6553
短期借款	1496	1876	1800	1800	1800
应付账款	1317	1835	2268	2773	3399
预收账款	12	30	37	45	55
其他	1151	1341	1299	1299	1299
长期负债	20	170	170	170	170
长期借款	0	0	0	0	0
其他	20	170	170	170	170
负债合计	3997	5253	5574	6087	6723
股本	1050	1167	1167	1167	1167
资本公积金	2158	5704	5704	5704	5704
留存收益	2534	4056	6323	9028	12366
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	5741	10927	13194	15899	19236
负债及权益合计	9738	16179	18767	21985	25959

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2978	2423	3295	4027	4859
净利润	1879	2768	3551	4480	5578
折旧摊销	509	571	557	553	549
财务费用	66	27	71	55	40
投资收益	(2)	(25)	(34)	(34)	(34)
营运资金变动	524	(954)	(856)	(1035)	(1284)
其它	3	36	7	8	10
投资活动现金流	(836)	(4350)	(491)	(491)	(491)
资本支出	(622)	(1277)	(525)	(525)	(525)
其他投资	(214)	(3073)	34	34	34
筹资活动现金流	(1213)	2805	(1474)	(1831)	(2280)
借款变动	(1152)	(1020)	(119)	0	0
普通股增加	0	117	0	0	0
资本公积增加	0	3546	0	0	0
股利分配	0	0	(1284)	(1775)	(2240)
其他	(61)	162	(71)	(55)	(40)
现金净增加额	929	879	1330	1705	2087

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	13931	17470	21631	26509	32561
营业成本	10474	12712	15710	19208	23543
营业税金及附加	3	3	4	4	5
营业费用	196	65	80	98	121
管理费用	592	686	850	1041	1279
研发费用	209	234	290	355	437
财务费用	61	(46)	71	55	40
资产减值损失	(101)	(143)	(100)	(100)	(100)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	8	4	4	4	4
投资收益	2	25	30	30	30
营业利润	2305	3702	4561	5681	7070
营业外收入	7	8	8	8	8
营业外支出	14	26	26	26	26
利润总额	2299	3684	4544	5663	7052
所得税	420	917	993	1183	1475
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	1879	2768	3551	4480	5578

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	-8%	25%	24%	23%	23%
营业利润	5%	61%	23%	25%	24%
归母净利润	3%	47%	28%	26%	24%
获利能力					
毛利率	24.8%	27.2%	27.4%	27.5%	27.7%
净利率	13.5%	15.8%	16.4%	16.9%	17.1%
ROE	37.9%	33.2%	29.4%	30.8%	31.8%
ROIC	29.8%	27.3%	26.0%	27.7%	29.0%
偿债能力					
资产负债率	41.0%	32.5%	29.7%	27.7%	25.9%
净负债比率	15.4%	11.9%	9.6%	8.2%	6.9%
流动比率	1.6	2.3	2.7	3.0	3.3
速动比率	1.1	1.8	2.1	2.3	2.6
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.3	1.2	1.3	1.4
存货周转率	4.8	5.3	5.3	5.3	5.3
应收账款周转率	7.0	8.2	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	7.4	8.1	7.7	7.6	7.6
每股资料(元)					
EPS	1.61	2.37	3.04	3.84	4.78
每股经营净现金	2.55	2.08	2.82	3.45	4.16
每股净资产	4.92	9.36	11.31	13.62	16.48
每股股利	0.00	1.10	1.52	1.92	2.39
估值比率					
PE	41.8	28.4	22.1	17.5	14.1
PB	13.7	7.2	6.0	4.9	4.1
EV/EBITDA	30.2	20.3	16.1	13.3	10.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

赵中平：香港中文大学硕士，对外经济贸易大学学士，2014-2016年分别就职于安信证券，银河证券，2016-2021年就职于广发证券轻工行业首席分析师，2020年新财富，水晶球，新浪金麒麟均获得第三名，2021年加入招商证券，任轻工时尚首席分析师。

刘丽：对外经济贸易大学会计学硕士，2011-2015年就职于国美控股集团投资部，2015-2017.7太平洋证券服饰纺织行业分析师，2017年8月加入招商证券，2021年起任美妆时尚联席首席。

宋盈盈：CFA，清华大学环境工程本硕，北京大学国发院经济学双学士。2018-2020年，任招商证券环保公用事业行业分析师。2020年起任美妆时尚分析师。

毕先磊：山东大学金融硕士，吉林大学工学学士，曾就职于德邦证券研究所轻工组，2021年加入招商证券，研究方向为轻工制造。

王鹏：华威商学院金融学硕士，中山大学金融学学士，2020-2021年就职于万联证券，2021年加入招商证券，任研究助理 研究方向为轻工新消费

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。