

# 华利集团 (300979)

证券研究报告

2022年08月15日

## 不利预期逐步消化，订单稳中有增，产能持续扩张

近期公司持续调整，我们预计或系全球需求走弱，减单预期所致；目前公司对应 FY22-23 年 PE 分别为 21X、17X，我们认为考虑到不利预期逐步消化，估值或逐步进入性价比区间，具体来看

①主要客户财报显示全球业务保持增长势头，且未来指引乐观；得益较好客户结构，我们预期公司订单稳中向好。

耐克指引 FY23（截至明年 5/31，下同）收入增长低双；

VF 指引 FY23（4/2）收入增长高单，上调毛利率指引 0.5pct；

Deckers 指引 FY23（3/31）收入增长 10%左右；

Puma 上调 FY23（2/29）收入指引至增长中双（原为 10%）；

UA 指引 FY23（12/31）收入增长高单。

一方面，华利主要客户对未来季度基本都维持双位数左右增长指引，我们预计不会给供应链大幅减单，华利在作为核心客户主要合作伙伴将伴随品牌规模增长逐步成长，奠定增长基本盘；

另一方面，华利交付准时考核领先赢得客户信赖，有望持续提高份额。客户定期考核制造品质、交期、开发能力、成本控制、劳工及社会责任等方面，华利各工厂在例行考核中排名领先，尤其交付准时率评分高，赢得客户信赖，在业内积累良好口碑，有望持续提高份额。

②工厂效率持续边际改善，新增产能陆续释放，消化增量订单，估值处于较低水平。

22Q1 越北疫情影响员工出勤率及原材料供应，3 月中以来越南出勤率恢复正常，4 月以来陆运海关口岸恢复正常；目前公司订单排产和出货比较正常，生产计划完成率、新工厂的建设进度保持正常；华利 22Q2 业绩表现边际向上，体现较强运营韧性及增长潜质。

扩产方面，越南 2021 年投产的 3 个新工厂产能爬坡顺利，预计 2022 年贡献可观增量产能贡献，同时将在越南继续新建工厂；印尼一期明年开始产能贡献；缅甸工厂按计划建设。

**维持盈利预测，给予买入评级。**公司作为 A 股供应链白马，质地深度验证，扩产提份额+客户增长底层逻辑未改，我们预计公司 22-23 年 EPS 分别为 2.89、3.56 元/股，PE 分别为 21.05、17.10x。

**风险提示：**订单不及预期，成本费用增长，海外疫情反复，产能拓展不及预期等风险

### 投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	60.89 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)	146.09
A 股总市值(百万元)	71,058.63
流通 A 股市值(百万元)	8,895.12
每股净资产(元)	9.91
资产负债率(%)	29.47
一年内最高/最低(元)	96.60/55.23

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华利集团-公司点评:VF、Deckers 增长稳健指引乐观，订单预期整体饱满》2022-08-01
- 《华利集团-公司点评:Q2 环比显著改善，目前排单较满，关注优质供应链运营韧性》2022-07-28
- 《华利集团-季报点评:头部客户量价齐升，越南加速恢复持续扩产》2022-04-29

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931.14	17,469.58	21,302.41	26,218.11	31,973.96
增长率(%)	(8.14)	25.40	21.94	23.08	21.95
EBITDA(百万元)	3,190.77	4,595.58	4,964.05	6,000.37	7,178.59
净利润(百万元)	1,878.59	2,767.86	3,375.04	4,154.44	5,066.18
增长率(%)	3.16	47.34	21.94	23.09	21.95
EPS(元/股)	1.61	2.37	2.89	3.56	4.34
市盈率(P/E)	37.83	25.67	21.05	17.10	14.03
市净率(P/B)	12.38	6.50	6.20	5.99	5.71
市销率(P/S)	5.10	4.07	3.34	2.71	2.22
EV/EBITDA	0.00	21.52	12.38	11.21	8.50

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,437.74	4,408.07	9,229.48	3,225.80	9,195.57
应收票据及应收账款	1,769.89	2,487.50	2,100.16	3,546.13	3,339.73
预付账款	79.76	162.55	145.91	232.79	229.74
存货	2,088.19	2,670.55	3,322.56	3,925.74	4,927.11
其他	134.10	2,136.22	2,117.81	2,171.62	2,156.07
<b>流动资产合计</b>	<b>6,509.68</b>	<b>11,864.88</b>	<b>16,915.93</b>	<b>13,102.08</b>	<b>19,848.23</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,508.10	3,006.42	3,033.28	3,129.91	2,987.40
在建工程	310.00	376.20	750.81	900.49	570.29
无形资产	200.40	279.34	255.56	231.77	207.99
其他	210.11	652.49	135.75	117.00	117.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>3,228.60</b>	<b>4,314.45</b>	<b>4,175.39</b>	<b>4,379.17</b>	<b>3,882.68</b>
<b>资产总计</b>	<b>9,738.29</b>	<b>16,179.32</b>	<b>21,091.32</b>	<b>17,481.26</b>	<b>23,730.92</b>
短期借款	1,496.42	1,876.27	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,317.37	1,835.13	2,169.01	2,833.28	3,276.36
其他	1,150.92	1,341.40	5,795.14	1,367.15	6,873.35
<b>流动负债合计</b>	<b>3,964.72</b>	<b>5,052.80</b>	<b>9,610.21</b>	<b>5,599.58</b>	<b>11,269.03</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	20.03	169.83	13.41	14.52	14.52
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.03</b>	<b>169.83</b>	<b>13.41</b>	<b>14.52</b>	<b>14.52</b>
<b>负债合计</b>	<b>3,996.88</b>	<b>5,252.56</b>	<b>9,623.62</b>	<b>5,614.10</b>	<b>11,283.55</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.01	0.03	0.05
股本	1,050.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	2,157.67	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72
留存收益	3,232.66	4,833.52	5,220.26	5,696.30	6,276.82
其他	(698.92)	(777.49)	(623.29)	(699.90)	(700.22)
<b>股东权益合计</b>	<b>5,741.40</b>	<b>10,926.76</b>	<b>11,467.70</b>	<b>11,867.15</b>	<b>12,447.37</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>9,738.29</b>	<b>16,179.32</b>	<b>21,091.32</b>	<b>17,481.26</b>	<b>23,730.92</b>

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,878.59	2,767.86	3,375.04	4,154.44	5,066.18
折旧摊销	508.81	517.84	497.46	527.48	546.49
财务费用	65.88	27.31	(77.16)	(72.37)	(77.90)
投资损失	(2.46)	(25.12)	(13.79)	(10.00)	(20.00)
营运资金变动	511.86	(1,325.96)	4,930.93	(5,933.70)	5,172.90
其它	15.49	461.04	0.09	0.15	0.18
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,978.17</b>	<b>2,422.97</b>	<b>8,712.57</b>	<b>(1,334.00)</b>	<b>10,687.85</b>
资本支出	289.28	925.56	1,031.57	748.89	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,125.51)	(5,275.11)	(1,892.93)	(1,488.89)	(80.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(836.23)</b>	<b>(4,349.55)</b>	<b>(861.36)</b>	<b>(740.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	(116.15)	468.30	(195.61)	(174.54)	(201.93)
股权融资	(305.47)	1,133.79	(2,834.19)	(3,755.14)	(4,486.15)
其他	(790.99)	1,203.17	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,212.61)</b>	<b>2,805.27</b>	<b>(3,029.80)</b>	<b>(3,929.68)</b>	<b>(4,688.08)</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>929.32</b>	<b>878.69</b>	<b>4,821.42</b>	<b>(6,003.68)</b>	<b>5,969.77</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	<b>13,931.14</b>	<b>17,469.58</b>	<b>21,302.41</b>	<b>26,218.11</b>	<b>31,973.96</b>
营业成本	10,473.80	12,711.78	15,580.58	19,199.52	23,449.70
营业税金及附加	3.10	2.87	4.47	5.51	6.72
销售费用	195.92	64.73	100.12	117.98	134.29
管理费用	592.48	686.08	926.65	1,122.13	1,362.09
研发费用	209.11	234.28	351.49	427.36	530.77
财务费用	60.99	(45.89)	(77.16)	(72.37)	(77.90)
资产/信用减值损失	(99.74)	(141.45)	(116.61)	(119.26)	(125.77)
公允价值变动收益	0.05	0.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.46	25.12	13.79	10.00	20.00
其他	187.58	229.94	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>2,305.38</b>	<b>3,701.82</b>	<b>4,313.42</b>	<b>5,308.71</b>	<b>6,462.51</b>
营业外收入	6.97	8.22	3.00	4.96	4.96
营业外支出	13.53	25.56	30.00	38.00	34.00
<b>利润总额</b>	<b>2,298.82</b>	<b>3,684.48</b>	<b>4,286.42</b>	<b>5,275.67</b>	<b>6,433.47</b>
所得税	420.23	916.62	911.29	1,121.08	1,367.11
<b>净利润</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,767.86</b>	<b>3,375.13</b>	<b>4,154.59</b>	<b>5,066.36</b>
少数股东损益	0.00	0.00	0.09	0.15	0.18
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,878.59</b>	<b>2,767.86</b>	<b>3,375.04</b>	<b>4,154.44</b>	<b>5,066.18</b>
每股收益(元)	1.61	2.37	2.89	3.56	4.34

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-8.14%	25.40%	21.94%	23.08%	21.95%
营业利润	4.96%	60.57%	16.52%	23.07%	21.73%
归属于母公司净利润	3.16%	47.34%	21.94%	23.09%	21.95%
<b>获利能力</b>					
毛利率	24.82%	27.23%	26.86%	26.77%	26.66%
净利率	13.48%	15.84%	15.84%	15.85%	15.84%
ROE	32.72%	25.33%	29.43%	35.01%	40.70%
ROIC	47.03%	59.84%	56.40%	219.55%	62.43%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.04%	32.46%	45.63%	32.11%	47.55%
净负债率	-16.40%	-22.78%	-66.13%	-15.39%	-64.88%
流动比率	1.64	2.33	1.76	2.34	1.76
速动比率	1.11	1.81	1.41	1.64	1.32
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.96	8.21	9.29	9.29	9.29
存货周转率	6.37	7.34	7.11	7.23	7.22
总资产周转率	1.44	1.35	1.14	1.36	1.55
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	1.61	2.37	2.89	3.56	4.34
每股经营现金流	2.55	2.08	7.47	-1.14	9.16
每股净资产	4.92	9.36	9.83	10.17	10.67
<b>估值比率</b>					
市盈率	37.83	25.67	21.05	17.10	14.03
市净率	12.38	6.50	6.20	5.99	5.71
EV/EBITDA	0.00	21.52	12.38	11.21	8.50
EV/EBIT	0.00	23.76	13.76	12.29	9.20

## 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	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com