

纺织免税组

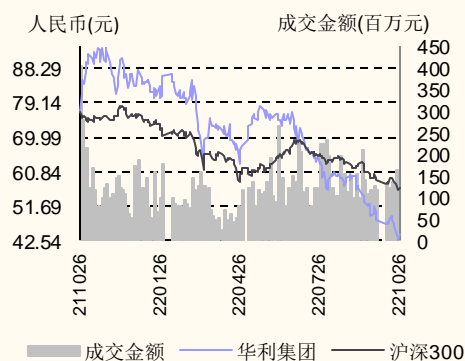
华利集团 (300979.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 44.49 元

### 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	11.67
已上市流通 A 股(亿股)	1.46
总市值(亿元)	519.20
年内股价最高最低(元)	94.02/42.54
沪深 300 指数	3657
创业板指	2373



## Q3 业绩增长稳健，关注品牌去库存拐点

### 公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931	17,470	20,325	23,160	27,686
营业收入增长率	-8.14%	25.40%	16.35%	13.95%	19.54%
归母净利润(百万元)	1,879	2,768	3,237	3,647	4,422
归母净利润增长率	3.16%	47.34%	16.94%	12.67%	21.25%
摊薄每股收益(元)	1.789	2.372	2.774	3.125	3.789
每股经营性现金流净额	2.45	2.08	2.99	3.55	4.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.72%	25.33%	25.15%	24.22%	24.97%
P/E	0.00	37.55	16.75	14.87	12.26
P/B	0.00	9.51	4.21	3.60	3.06

来源：公司年报、国金证券研究所

### 业绩简评

- 公司 10.26 发布 22 年三季报，实现营收 153.74 亿元，同增 21.7% (美元口径+18.5%)，实现归母净利 24.46 亿元，同增 22.5% (美元口径+19.3%)。其中单 Q3 实现营收 54.75 亿元 (+23.3%)，实现归母净利 8.84 亿元 (+25.1%)，实现扣非净利 8.73 亿元 (+25.0%)，落于此前预告中枢。

### 经营分析

- **新客户持续放量，订单结构优化促进 ASP 提升。**分客户，核心客户 Nike/Deckers/VF/Puma/UA 前三季度预计分别贡献 8.8/4.6/4.1/2.4/1.3 亿美元收入，其中 Nike 同增约 38%、较 1H22 明显提速，随着产能释放 Puma Q3 订单加速增长；头部客户合计订单占比有所下滑主要系 On&On、NB 等新品牌客户持续放量。分量价，22Q1-3 公司合计销售运动鞋约 1.69 亿双，同增约 10%，其中单 Q3 销售运动鞋预计 0.54 亿双，同增约 4.9%；美元口径下 Q3 ASP 预计+8%左右，较上半年增长提速主要系订单中复杂产品占比提升，全年 ASP 增速预计为 7%左右。
- **Q3 毛利承压，盈利能力保持行业领先。**22 年 Q1-3 公司毛利率为 25.89% (-1.5 Pct)，其中 Q3 毛利率为 25.12% (-1.4 Pct) 且环比 Q2 下滑 1.7 Pct，主要系新品牌导入叠加新工厂爬坡拖累生产效率，全年毛利率水平预计维稳。前三季度公司净利率为 15.91%，同比基本持平，盈利能力在行业中保持领先。
- **营运能力有所改善，订单恢复正常出货。**营运方面，22 年 Q1-3 公司存货水平同增 6.5%至 28.4 亿元，期间存货周转天数/应收账款周转天数分别为 65.3/46.4 天，较 1H22 有所改善，反映销售回款加快且当前出货较为顺畅。

### 投资建议

- 公司与海外优质运动品牌深度绑定，需求承压背景下订单持续增长；供给端产能扩充驱动业绩增长。考虑到当前欧美消费疲软、运动品牌短期库存有所积压，下调此前预测，预计 22-24 年归母净利分别为 32.37/36.47/44.22 亿元，分别同增 16.94%/12.67%/21.25%，对应 PE 分别为 17/15/12，维持“买入”评级。

### 风险提示

- 越南人力成本上升、扩产节奏不及预期、海外终端需求下滑。

### 相关报告

- 1.《产销推进顺利，新客户增量可期-华利集团 22 年三季报预告点评》，2022.10.24
- 2.《靓丽成绩兑现，订单充足全年可期-华利集团 1H22 业绩点评》，2022.8.18
- 3.《Q2 业绩超预期，产销两旺共促增长-华利集团 1H22 业绩快报点...》，2022.7.28
- 4.《华利集团 1Q22 业绩点评-头部客户增长强劲，疫情不改全年预期》，2022.4.28
- 5.《短期影响无虞，产能扩张可期-华利集团 2021 年报点评》，2022.4.8

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003  
xieliyuan@gjzq.com.cn

杨欣 分析师 SAC 执业编号: S1130522080010  
yangxin1@gjzq.com.cn

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	15,166	13,931	17,470	20,325	23,160	27,686	货币资金	1,299	2,438	4,408	5,635	6,800	9,011
增长率		-8.1%	25.4%	16.3%	13.9%	19.5%	应收款项	2,263	1,814	2,580	2,589	2,951	3,527
主营业务成本	-11,605	-10,474	-12,712	-14,954	-17,016	-20,279	存货	2,283	2,088	2,671	3,196	3,636	4,334
%销售收入	76.5%	75.2%	72.8%	73.6%	73.5%	73.2%	其他流动资产	422	169	2,206	2,525	2,758	3,203
毛利	3,561	3,457	4,758	5,371	6,144	7,407	流动资产	6,266	6,510	11,865	13,945	16,144	20,075
%销售收入	23.5%	24.8%	27.2%	26.4%	26.5%	26.8%	%总资产	65.2%	66.8%	73.3%	74.2%	75.4%	77.6%
营业税金及附加	-3	-3	-3	-4	-5	-6	长期投资	6	5	148	168	268	418
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	2,955	2,818	3,383	3,752	3,981	4,295
销售费用	-229	-196	-65	-91	-127	-152	%总资产	30.7%	28.9%	20.9%	20.0%	18.6%	16.6%
%销售收入	1.5%	1.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	无形资产	270	293	391	504	572	642
管理费用	-686	-592	-686	-833	-973	-1,163	非流动资产	3,347	3,229	4,314	4,838	5,256	5,809
%销售收入	4.5%	4.3%	3.9%	4.1%	4.2%	4.2%	%总资产	34.8%	33.2%	26.7%	25.8%	24.6%	22.4%
研发费用	-295	-209	-234	-346	-428	-512	<b>资产总计</b>	<b>9,613</b>	<b>9,738</b>	<b>16,179</b>	<b>18,782</b>	<b>21,400</b>	<b>25,884</b>
%销售收入	1.9%	1.5%	1.3%	1.7%	1.9%	1.9%	短期借款	1,552	1,496	1,919	2,278	1,883	2,641
息税前利润 (EBIT)	2,348	2,457	3,770	4,097	4,611	5,574	应付款项	2,732	1,344	1,863	1,850	2,152	2,565
%销售收入	15.5%	17.6%	21.6%	20.2%	19.9%	20.1%	其他流动负债	1,151	1,137	1,300	1,509	2,002	2,632
财务费用	-117	-61	46	39	73	113	流动负债	5,435	3,977	5,083	5,637	6,037	7,838
%销售收入	0.8%	0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.3%	-0.4%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	-109	-100	-141	0	0	0	其他长期负债	10	20	170	276	306	336
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	<b>负债</b>	<b>5,445</b>	<b>3,997</b>	<b>5,253</b>	<b>5,913</b>	<b>6,343</b>	<b>8,174</b>
投资收益	75	2	25	31	25	20	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,168</b>	<b>5,741</b>	<b>10,927</b>	<b>12,869</b>	<b>15,057</b>	<b>17,710</b>
%税前利润	3.4%	0.1%	0.7%	0.7%	0.5%	0.4%	其中：股本	1,050	1,050	1,167	1,167	1,167	1,167
营业利润	2,197	2,305	3,702	4,165	4,706	5,704	未分配利润	1,353	3,201	4,557	6,499	8,688	11,341
营业利润率	14.5%	16.5%	21.2%	20.5%	20.3%	20.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	-2	-7	-17	-15	-18	-20	<b>负债股东权益合计</b>	<b>9,613</b>	<b>9,738</b>	<b>16,179</b>	<b>18,782</b>	<b>21,400</b>	<b>25,884</b>
税前利润	2,195	2,299	3,684	4,150	4,688	5,684	<b>比率分析</b>						
利润率	14.5%	16.5%	21.1%	20.4%	20.2%	20.5%		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
所得税	-374	-420	-917	-913	-1,041	-1,262	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.0%	18.3%	24.9%	22.0%	22.2%	22.2%	每股收益	1.734	1.789	2.372	2.774	3.125	3.789
净利润	1,821	1,879	2,768	3,237	3,647	4,422	每股净资产	3.970	5.468	9.363	11.027	12.902	15.176
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	1.813	2.455	2.076	2.995	3.548	4.133
归属于母公司的净利润	1,821	1,879	2,768	3,237	3,647	4,422	每股股利	0.000	1.000	1.100	1.109	1.250	1.516
净利率	12.0%	13.5%	15.8%	15.9%	15.7%	16.0%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	43.69%	32.72%	25.33%	25.15%	24.22%	24.97%
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	总资产收益率	18.94%	19.29%	17.11%	17.23%	17.04%	17.08%
净利润	1,821	1,879	2,768	3,237	3,647	4,422	投入资本收益率	33.99%	27.66%	21.95%	21.06%	21.14%	21.28%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	<b>增长率</b>						
非现金支出	187	208	713	577	712	857	主营业务收入增长率	22.42%	-8.14%	25.40%	16.35%	13.95%	19.54%
非经营收益	61	77	56	74	110	128	EBIT增长率	18.14%	4.65%	53.45%	8.68%	12.54%	20.89%
营运资金变动	-165	414	-1,114	-393	-328	-583	净利润增长率	18.86%	3.16%	47.34%	16.94%	12.67%	21.25%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>1,904</b>	<b>2,577</b>	<b>2,423</b>	<b>3,495</b>	<b>4,140</b>	<b>4,823</b>	总资产增长率	26.82%	1.30%	66.14%	16.09%	13.94%	20.95%
资本开支	-1,308	-611	-1,269	-1,067	-1,021	-1,253	<b>资产管理能力</b>						
投资	-49	-227	-3,127	-435	-312	-563	应收账款周转天数	47.6	52.4	44.5	45.0	45.0	45.0
其他	-11	2	47	31	25	20	存货周转天数	65.9	76.2	68.3	78.0	78.0	78.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-1,368</b>	<b>-836</b>	<b>-4,350</b>	<b>-1,471</b>	<b>-1,308</b>	<b>-1,796</b>	应付账款周转天数	45.0	48.7	44.8	44.0	45.0	45.0
股权募资	1,085	0	3,701	0	0	0	固定资产周转天数	62.6	65.7	62.8	59.2	54.6	48.8
债权募资	1,340	48	418	609	-95	1,077	<b>偿债能力</b>						
其他	-2,766	-1,260	-1,314	-1,406	-1,572	-1,893	净负债/股东权益	3.66%	-16.40%	-39.90%	-40.73%	-45.25%	-46.76%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-340</b>	<b>-1,213</b>	<b>2,805</b>	<b>-797</b>	<b>-1,667</b>	<b>-816</b>	EBIT利息保障倍数	20.1	40.3	-82.1	-105.3	-63.3	-49.5
<b>现金净流量</b>	<b>224</b>	<b>428</b>	<b>834</b>	<b>1,227</b>	<b>1,165</b>	<b>2,211</b>	资产负债率	56.64%	41.04%	32.46%	31.48%	29.64%	31.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	13	22	46	105	200
增持	0	0	1	4	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.02	1.04	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-07-29	买入	91.02	N/A
2	2021-08-20	买入	90.04	N/A
3	2021-11-01	买入	85.40	N/A
4	2022-04-08	买入	71.78	N/A
5	2022-04-28	买入	67.32	N/A
6	2022-07-28	买入	63.45	N/A
7	2022-08-18	买入	60.44	N/A
8	2022-10-21	买入	46.46	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；  
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；  
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应对本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402