

华利集团 (300979)

证券研究报告
2024年07月18日

印尼工厂投产，Q2 行业订单整体恢复

印尼工厂投产，保持积极产能扩张，招工顺利

2024H1 投产的印尼新工厂已开始出货,目前印尼工厂运营管控指标尚未出台;待印尼运营一段时间后,将会对同一型体的鞋款在越南和印尼生产进行比较,看看差距是否过大,探讨改善方案。

考虑到市场需求,未来几年公司仍会保持积极的产能扩张。未来 3-5 年公司将在印尼及越南新建数个工厂。公司产能除通过新建工厂、设备更新提升产能外,还可通过员工人数和加班时间的控制保持弹性,每年具体产能配置将根据当年订单情况进行调整。

2023 年由于客户去库存,订单有一定减少,公司对员工招聘有控制。23Q4,根据新工厂(越南工厂、印尼工厂)投产安排和订单恢复情况,已经在开始新招员工,2024 年,随着新工厂的逐渐投产,集团员工招聘力度会加强。

6 月全球制鞋营收延续成长,24Q2 增速环比 23Q1 有所改善

丰泰 6 月收入同增 1%,(5 月同增 17%,4 月同增 4%,3 月同增 11%,2 月同增-8%,1 月同增 16%,23 全年累计-11%);裕元(制造)6 月同增 3%,(5 月同增 8%,4 月同增 3%,3 月同增 0.2%,2 月-12%,1 月+13%,23 全年累计-18%)

进入 24Q2 我们认为,品牌与织造表现分化,品牌内需敞口较大,成长及预期有所拖累;织造受益出海/份额变化/去库节奏等整体环比改善,表现或相对较优。

从华利已经发布的 24Q1 财务报表来看,公司订单已经从客户去库存的周期中恢复;24Q2 没有发生影响订单情况的负面因素。集团各工厂的产能排产比较紧张,员工加班时间也会高于去年,工厂产能利用率比去年要高。

维持盈利预测,维持买入评级

公司目前是行业内比较优质的制造商,行业口碑好,吸引客户主动找公司合作。由于公司工厂规模比较大,承接客户时会考虑订单规模、未来的持续增长、双方团队的理念契合度等多方面因素。公司的客户策略是优质多客户策略,不会特别限制合作的品牌数量。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 38.9/44.3/49.5 亿元,EPS 分别为 3.3/3.8/4.2 元/股,对应 P/E 分别为 18/16/14X。

风险提示: 下游需求不及预期;原材料与人工成本波动上升;产能拓展不及预期;汇率波动风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569.27	20,113.74	24,007.76	27,632.93	31,031.78
增长率(%)	17.74	(2.21)	19.36	15.10	12.30
EBITDA(百万元)	5,349.58	5,241.11	5,848.12	6,614.59	7,333.01
归属母公司净利润(百万元)	3,228.02	3,200.21	3,887.52	4,434.43	4,950.49
增长率(%)	16.63	(0.86)	21.48	14.07	11.64
EPS(元/股)	2.77	2.74	3.33	3.80	4.24
市盈率(P/E)	21.45	21.64	17.81	15.62	13.99
市净率(P/B)	5.25	4.58	4.05	3.52	3.08
市销率(P/S)	3.37	3.44	2.88	2.51	2.23
EV/EBITDA	11.37	10.52	10.23	9.20	7.60

资料来源:wind,天风证券研究所

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	59.34 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)	1,166.99
A 股总市值(百万元)	69,249.78
流通 A 股市值(百万元)	69,249.33
每股净资产(元)	13.51
资产负债率(%)	20.39
一年内最高/最低(元)	73.30/45.33

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:行业景气向上》2024-06-14
- 《华利集团-公司点评:Deckers 增长强劲、VF 逐步复苏推动订单增长》2024-05-27
- 《华利集团-季报点评:期待耐克份额继续提升》2024-05-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,620.18	3,879.43	8,201.51	6,868.96	11,669.02
应收票据及应收账款	3,114.68	3,764.85	2,147.88	5,481.40	3,337.57
预付账款	58.59	64.79	151.15	122.92	153.49
存货	2,463.51	2,741.32	2,755.97	4,193.26	3,434.36
其他	2,247.13	2,667.80	2,645.46	2,612.96	2,687.29
流动资产合计	11,504.08	13,118.19	15,901.97	19,279.49	21,281.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,654.82	3,813.97	3,876.12	3,903.91	3,877.09
在建工程	565.73	981.57	1,114.03	1,118.42	1,091.05
无形资产	436.82	557.28	520.90	484.51	448.13
其他	948.82	975.81	673.19	754.19	775.78
非流动资产合计	5,606.19	6,328.64	6,184.24	6,261.03	6,192.05
资产总计	17,110.27	19,446.82	22,086.21	25,540.52	27,473.78
短期借款	683.01	733.30	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,502.16	1,792.80	1,758.46	2,746.03	2,167.85
其他	1,539.94	1,616.30	1,432.32	1,539.51	1,544.50
流动负债合计	3,725.12	4,142.40	4,836.84	5,684.70	4,831.67
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	171.95	161.51	130.83	158.53	155.70
非流动负债合计	171.95	161.51	130.83	158.53	155.70
负债合计	3,914.84	4,330.73	4,967.67	5,843.23	4,987.37
少数股东权益	0.00	7.08	7.14	7.23	7.33
股本	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72
留存收益	6,777.85	8,577.66	10,764.01	13,257.95	16,042.13
其他	(453.14)	(339.37)	(523.33)	(438.61)	(433.77)
股东权益合计	13,195.43	15,116.09	17,118.55	19,697.29	22,486.41
负债和股东权益总计	17,110.27	19,446.82	22,086.21	25,540.52	27,473.78

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,228.02	3,200.21	3,887.52	4,434.43	4,950.49
折旧摊销	689.55	818.83	716.93	754.21	790.58
财务费用	(173.23)	(75.65)	(166.16)	(136.42)	(117.48)
投资损失	(68.21)	(52.03)	(40.12)	(51.00)	(50.00)
营运资金变动	(482.82)	(405.02)	1,585.43	(3,678.03)	2,199.05
其它	310.06	208.05	0.10	0.16	0.18
经营活动现金流	3,503.37	3,694.39	5,983.70	1,323.34	7,772.81
资本支出	1,557.01	1,495.93	905.83	722.30	702.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,582.36)	(3,316.88)	(1,740.86)	(1,421.30)	(1,352.83)
投资活动现金流	(2,025.35)	(1,820.95)	(835.03)	(699.00)	(650.00)
债权融资	(1,120.89)	146.60	1,058.57	(101.05)	(161.19)
股权融资	(1,076.05)	(1,286.64)	(1,885.17)	(1,855.84)	(2,161.55)
其他	(525.74)	(822.63)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,722.69)	(1,962.67)	(826.59)	(1,956.89)	(2,322.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,244.67)	(89.22)	4,322.07	(1,332.55)	4,800.06

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,569.27	20,113.74	24,007.76	27,632.93	31,031.78
营业成本	15,250.33	14,967.26	17,477.65	20,241.12	22,730.78
营业税金及附加	3.44	4.65	5.04	5.81	6.52
销售费用	77.39	70.02	91.23	105.01	117.92
管理费用	772.04	688.95	1,104.36	1,160.58	1,303.33
研发费用	290.86	309.03	372.12	428.31	496.51
财务费用	(64.60)	(88.55)	(166.16)	(136.42)	(117.48)
资产/信用减值损失	(232.05)	(153.79)	(136.61)	(119.26)	(119.77)
公允价值变动收益	24.11	(6.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	52.03	40.12	51.00	50.00
其他	274.73	214.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,104.81	4,055.96	5,027.03	5,760.26	6,424.42
营业外收入	2.53	2.81	3.00	4.96	4.96
营业外支出	17.31	22.65	30.00	38.00	34.00
利润总额	4,090.03	4,036.12	5,000.03	5,727.22	6,395.39
所得税	862.00	835.91	1,112.41	1,292.63	1,444.72
净利润	3,228.02	3,200.21	3,887.62	4,434.59	4,950.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.10	0.16	0.18
归属于母公司净利润	3,228.02	3,200.21	3,887.52	4,434.43	4,950.49
每股收益(元)	2.77	2.74	3.33	3.80	4.24

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	17.74%	-2.21%	19.36%	15.10%	12.30%
营业利润	10.89%	-1.19%	23.94%	14.59%	11.53%
归属于母公司净利润	16.63%	-0.86%	21.48%	14.07%	11.64%
获利能力					
毛利率	25.86%	25.59%	27.20%	26.75%	26.75%
净利率	15.69%	15.91%	16.19%	16.05%	15.95%
ROE	24.46%	21.18%	22.72%	22.52%	22.02%
ROIC	53.91%	42.72%	42.76%	56.46%	43.18%
偿债能力					
资产负债率	22.88%	22.27%	22.49%	22.88%	18.15%
净负债率	-21.88%	-20.43%	-38.07%	-27.53%	-46.70%
流动比率	3.07	3.15	3.29	3.39	4.40
速动比率	2.42	2.49	2.72	2.65	3.69
营运能力					
应收账款周转率	7.34	5.85	8.12	7.24	7.04
存货周转率	8.01	7.73	8.73	7.95	8.14
总资产周转率	1.24	1.10	1.16	1.16	1.17
每股指标(元)					
每股收益	2.77	2.74	3.33	3.80	4.24
每股经营现金流	3.00	3.17	5.13	1.13	6.66
每股净资产	11.31	12.95	14.66	16.87	19.26
估值比率					
市盈率	21.45	21.64	17.81	15.62	13.99
市净率	5.25	4.58	4.05	3.52	3.08
EV/EBITDA	11.37	10.52	10.23	9.20	7.60
EV/EBIT	12.71	12.05	11.66	10.39	8.52

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com