

华利集团 (300979.SZ)

产能放量，订单优化，快速增长正当时

公司正当快速发展期，产能放量驱动增长。1) **产能放量+优质需求驱动业绩快速增长**，2021Q1-Q3 公司收入/业绩分别 126.3/20.0 亿元，同比分别 +23%/+52%，同期公司销售运动鞋 1.53 亿双，高速增长 30%。2) **盈利质量高优化**，2021Q1-Q3 公司毛利率同比+3.9PCTs 至 27.9%，我们判断系客户及产品结构优化所致、**未来高毛利率水平有望持续**。3) **产能运营稳健，受越南疫情影响小**：去年 6 月末起越南局部地区疫情反复，后续当地政策陆续放开，公司始终加强防疫管控，据公司公告其越南工厂生产运作经营正常。

需求饱满：客户优渥、订单倾斜。1) **长期协作全球运动鞋服头部品牌商**，公司 2021Q1-Q3 前 5 大客户分别为 Nike/Deckers/VF/Puma/UA，销售分别 44.2/27.5/24.5/14.0/7.3 亿元，同比分别增加 38%/46%/1%/15%/57%。2) **开拓新客户如 On、Asics、New Balance**，我们判断**未来有望巩固深化合作**。3) **规模订单助力高效生产**。据我们跟踪，公司以规模化、可持续生产为主，有效助力高效生产及成本优化。4) **优质需求倾斜，带动产品结构优化**。疫情冲击全球供应链，我们判断公司凭借高效稳定的供给能力得到客户高度认可及订单倾斜，进而优化产品结构，**①我们据公司订单及客户规模估算，公司当前占 Deckers/VF/UA 鞋类采购份额分别约 50%+/50%+/20%+；②我们据各品牌商公告披露的增长预期，估算公司未来与 Nike、Puma 及新客户合作的订单有望高速增长。**

产能成长：快速扩张、有效放量。**快速扩张**，越南、印尼等多地持续规划建设。据公司公告：①越南去年投产 3 个新工厂，未来几年将陆续达产。②印尼工厂规划规模较大，助力产能扩张，一期工厂预计 2022 年度投产、2023 年贡献放量。公司当前正处快速发展期，我们跟踪公司产能投放及放量进度，**综合估算 2021 全年产量有望超过 2 亿双（估算同比增长 25%~30%）/2022 年产量有望继续维持 20%+增速。**

投资建议。公司是运动产业链制造龙头公司，客户资源优渥，产能持续放量，长期看伴随客户订单资源倾斜，业绩有望快速增长。我们调整盈利预测，预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 27.0/34.1/41.1 亿元，增速分别为 43.7%/26.3%/20.7%，当前股价为 83.1 元，对应 22 年 PE 为 28 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新冠疫情超预期不利海外订单；产能扩张、产线改造不及预期；大客户订单波动风险；外汇波动风险。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	15,166	13,931	17,579	21,736	25,883
增长率 yoy (%)	22.4	-8.1	26.2	23.7	19.1
归母净利润(百万元)	1,821	1,879	2,700	3,410	4,114
增长率 yoy (%)	18.9	3.2	43.7	26.3	20.7
EPS 最新摊薄(元/股)	1.56	1.61	2.31	2.92	3.53
净资产收益率(%)	43.7	32.7	32.0	28.8	25.8
P/E(倍)	52.8	51.2	35.6	28.2	23.4
P/B(倍)	23.1	16.8	11.4	8.1	6.0

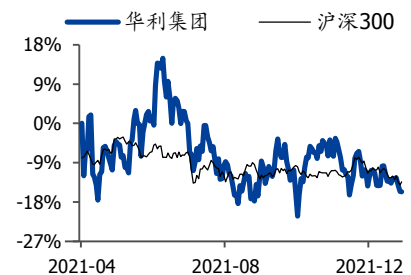
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 17 日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
1月17日收盘价(元)	83.14
总市值(百万元)	97,024.38
总股本(百万股)	1,167.00
其中自由流通股(%)	7.16
30日日均成交量(百万股)	1.08

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号: S0680520070003

邮箱: yangying1@gszq.com

研究助理 侯子夜

执业证书编号: S0680121070015

邮箱: houziye@gszq.com

相关研究

1、《华利集团(300979.SZ): Q3 高速增长, 客户优化, 产能放量》2021-10-27

2、《华利集团(300979.SZ): 竞争力提升, 业绩快速增长》2021-08-19

3、《华利集团(300979.SZ): 2021H1 业绩超预期, 盈利质量跃升》2021-07-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6266	6510	12003	13582	20718
现金	1299	2438	5101	6823	11173
应收票据及应收账款	2231	1770	3278	2964	4469
其他应收款	32	44	51	67	74
预付账款	114	80	165	138	223
存货	2283	2088	3268	3400	4540
其他流动资产	307	90	140	190	240
非流动资产	3347	3229	3553	3946	4243
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2600	2508	2889	3261	3540
无形资产	182	200	209	217	225
其他非流动资产	565	520	454	468	477
资产总计	9613	9738	15556	17528	24961
流动负债	5435	3977	6979	5537	8851
短期借款	1552	1496	1496	1496	1496
应付票据及应付账款	1486	1317	2117	2159	2933
其他流动负债	2397	1163	3365	1882	4421
非流动负债	10	20	18	23	27
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	20	18	23	27
负债合计	5445	3997	6998	5560	8878
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	1050	1050	1167	1167	1167
资本公积	2158	2158	2158	2158	2158
留存收益	1354	3233	5932	9342	13457
归属母公司股东权益	4168	5741	8558	11968	16082
负债和股东权益	9613	9738	15556	17528	24961

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2288	2978	3387	2612	5163
净利润	1821	1879	2700	3410	4114
折旧摊销	463	509	428	458	558
财务费用	117	61	39	-11	-91
投资损失	-75	-2	0	0	0
营运资金变动	-165	414	222	-1249	577
其他经营现金流	128	118	-2	4	5
投资活动现金流	-1368	-836	-802	-901	-904
资本支出	1329	622	326	389	292
长期投资	-88	-227	0	0	0
其他投资现金流	-127	-441	-476	-512	-613
筹资活动现金流	-340	-1213	78	11	91
短期借款	1359	-55	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	944	0	117	0	0
资本公积增加	-17	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2627	-1157	-39	11	91
现金净增加额	608	829	2663	1722	4350

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	15166	13931	17579	21736	25883
营业成本	11605	10474	12832	15976	19024
营业税金及附加	3	3	3	5	5
营业费用	229	196	257	311	374
管理费用	686	592	848	983	1171
研发费用	295	209	369	456	544
财务费用	117	61	39	-11	-91
资产减值损失	-103	-104	-46	-122	-135
其他收益	2	8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	75	2	0	0	0
资产处置收益	-3	-1	0	0	0
营业利润	2197	2305	3276	4137	4992
营业外收入	2	7	4	4	5
营业外支出	4	14	7	8	10
利润总额	2195	2299	3272	4133	4987
所得税	374	420	573	723	873
净利润	1821	1879	2700	3410	4114
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	1821	1879	2700	3410	4114
EBITDA	2713	2825	3678	4503	5366
EPS (元)	1.56	1.61	2.31	2.92	3.53

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	22.4	-8.1	26.2	23.7	19.1
营业利润(%)	17.2	5.0	42.1	26.3	20.7
归属于母公司净利润(%)	18.9	3.2	43.7	26.3	20.7
获利能力					
毛利率(%)	23.5	24.8	27.0	26.5	26.5
净利率(%)	12.0	13.5	15.4	15.7	15.9
ROE(%)	43.7	32.7	32.0	28.8	25.8
ROIC(%)	32.6	26.2	27.0	25.0	22.7
偿债能力					
资产负债率(%)	56.6	41.0	45.0	31.7	35.6
净负债比率(%)	6.1	-16.4	-42.7	-44.9	-60.6
流动比率	1.2	1.6	1.7	2.5	2.3
速动比率	0.7	1.1	1.2	1.8	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.8	1.4	1.4	1.3	1.2
应收账款周转率	7.7	7.0	7.0	7.0	7.0
应付账款周转率	8.1	7.5	7.5	7.5	7.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.56	1.61	2.31	2.92	3.53
每股经营现金流(最新摊薄)	1.96	2.55	2.90	2.24	4.42
每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.92	7.23	10.16	13.68
估值比率					
P/E	52.8	51.2	35.6	28.2	23.4
P/B	23.1	16.8	11.4	8.1	6.0
EV/EBITDA	35.5	33.7	25.2	20.2	16.1

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 1 月 17 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com