

华利集团 (300979)

证券研究报告

2022 年 12 月 12 日

4.4 亿拟收购越南永川鞋业，将新增年产 1000 万双，实现强者恒强

上市后首次产业整合，收购英雄心 100% 股权

公司拟以 6300 万美金(约合 4.4 亿人民币)收购英雄心国际有限公司 100% 股权，交易完成后，英雄心及其全资子公司越南永川鞋业、佳达国际控股将成为公司全资子公司。

该笔交易系华利上市后首次产业整合，作价约合标的 2021 年净利润的 3.3xPE。

22 年 1-8 月越南永川运动鞋产量 730 万双，收入 0.34 亿美金

越南永川主业鞋履生产，佳达国际主业鞋业贸易；其中越南永川成立于 2014 年，原系华利子公司，18 年运动鞋量产约 310 万双，19 年华利子公司丽锦国际将越南永川 100% 股权出售给英雄心；越南永川 22 年 1-8 月运动鞋产量约 729 万双；佳达国际则负责越南永川原材料采购和产成品销售。

财务方面，英雄心 2022 年 1-8 月收入 1.1 亿美金(其中越南永川 0.34 亿美金，佳达国际约 1 亿美金)，净利 0.16 亿美金(其中越南永川 56 万美金，佳达国际约 0.17 亿美金)；截至 2022 年 8 月 31 日英雄心总资产 1.4 亿美金，净资产 0.4 亿美金。

英雄心 2021 年收入 1.2 亿美金，净利 0.19 亿美金；截至 2021 年 12 月 31 日英雄心总资产 1.2 亿美金，净资产 0.24 亿美金。

订单需求稳健，新增年产 1000 万，未来将持续产能布局

2022 年以来公司在 Nike、HOKA、ON、UA 品牌营收均取得较大增长，同时已经获得 2022 年新拓展 Reebok 品牌量产订单。

尽管 2022 年下半年以来，部分运动品牌面临高库存压力，导致部分运动鞋制造商订单相对疲软，但华利凭借优质客户结构、在主要客户供应链中较强竞争能力，仍保持订单稳健，同时根据与客户中长期合作规划，继续新建、扩建工厂。

根据公司未来产能布局，除在印尼兴建大型生产基地外，公司仍将充分利用在越南北部扎根多年优势，继续在越南北部、中部建设产能。由于新建工厂从寻址到建设、投产的周期比较长，为应对新客户订单快速爬坡需要，公司将通过收购英雄心 100% 股权，尽快获得越南永川年产约 1000 万双运动鞋产能。

维持盈利预测，维持买入评级。针对消费者需求和运动品牌格局变化，公司一方面继续夯实与老牌运动品牌合作基础，巩固并提升与客户合作紧密度，另一方面积极与新兴运动品牌合作，快速提升在新兴品牌的供应链中份额。我们预计公司 22-23 年归母净利润分别为 33、39、46 亿元，对应 PE 分别为 19、16、14X。

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	53.49 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)	62,422.83
流通 A 股市值(百万元)	7,814.09
每股净资产(元)	10.91
资产负债率(%)	32.72
一年内最高/最低(元)	93.88/40.20

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

- 1 《华利集团-公司点评:HOKA 高速扩张, PUMA 鞋产品增速亮眼; VANS 短期销售承压; 品牌库存承压 23 年谨慎乐观》 2022-11-09
- 2 《华利集团-季报点评:Q3 业绩稳健增长, 品牌库存承压, 23 年谨慎乐观》 2022-10-29
- 3 《华利集团-公司点评:Q3 业绩预增约 25%, 东南亚供应链持续恢复》 2022-10-22

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	20,943.01	23,732.46	28,832.36
增长率(%)	(8.14)	25.40	19.88	13.32	21.49
EBITDA(百万元)	3,190.77	4,595.58	4,901.31	5,640.71	6,630.26
归属母公司净利润(百万元)	1,878.59	2,767.86	3,322.45	3,891.47	4,624.49
增长率(%)	3.16	47.34	20.04	17.13	18.84
EPS(元/股)	1.61	2.37	2.85	3.33	3.96
市盈率(P/E)	33.23	22.55	18.79	16.04	13.50
市净率(P/B)	10.87	5.71	5.45	5.28	5.05
市销率(P/S)	4.48	3.57	2.98	2.63	2.17
EV/EBITDA	0.00	21.52	10.77	9.92	8.25

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	9,257.54	5,851.02	6,850.97
应收票据及应收账款	1,769.89	2,487.50	2,022.76	3,088.23	3,121.07
预付账款	79.76	162.55	140.08	200.70	213.26
存货	2,088.19	2,670.55	3,209.37	3,313.22	4,609.93
其他	134.10	2,136.22	2,114.74	2,151.01	2,146.75
流动资产合计	6,509.68	11,864.88	16,744.49	14,604.18	16,941.98
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
非流动资产合计	3,228.60	4,314.45	4,175.39	4,379.17	3,882.68
资产总计	9,738.29	16,179.32	20,919.88	18,983.36	20,824.66
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	2,093.38	2,408.07	3,059.95
其他	1,150.92	1,341.40	5,705.36	3,330.62	4,270.28
流动负债合计	3,964.72	5,052.80	9,444.80	7,137.85	8,449.55
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
非流动负债合计	20.03	169.83	13.41	14.52	14.52
负债合计	3,996.88	5,252.56	9,458.21	7,152.36	8,464.07
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	5,214.23	5,660.15	6,190.05
其他	(698.92)	(777.49)	(623.29)	(699.90)	(700.22)
股东权益合计	5,741.40	10,926.76	11,461.68	11,830.99	12,360.59
负债和股东权益总计	9,738.29	16,179.32	20,919.88	18,983.36	20,824.66

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,878.59	2,767.86	3,322.45	3,891.47	4,624.49
折旧摊销	508.81	517.84	497.46	527.48	546.49
财务费用	65.88	27.31	(77.40)	(94.95)	(80.29)
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)	4,965.01	(3,306.40)	253.69
其它	15.49	461.04	0.09	0.14	0.17
经营活动现金流	2,978.17	2,422.97	8,693.83	1,007.74	5,324.55
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)
投资活动现金流	(836.23)	(4,349.55)	(861.36)	(740.00)	(30.00)
债权融资	(116.15)	468.30	(195.37)	(151.96)	(199.54)
股权融资	(305.47)	1,133.79	(2,787.62)	(3,522.30)	(4,095.06)
其他	(790.99)	1,203.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,212.61)	2,805.27	(2,982.99)	(3,674.25)	(4,294.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	929.32	878.69	4,849.47	(3,406.51)	999.95

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
营业收入	13,931.14	17,469.58	20,943.01	23,732.46	28,832.36
营业成本	10,473.80	12,711.78	15,286.30	17,277.23	20,987.07
营业税金及附加	3.10	2.87	4.40	4.99	6.06
销售费用	195.92	64.73	119.38	90.18	149.93
管理费用	592.48	686.08	911.02	975.40	1,268.62
研发费用	209.11	234.28	345.56	398.71	478.62
财务费用	60.99	(45.89)	(77.40)	(94.95)	(80.29)
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
营业利润	2,305.38	3,701.82	4,250.93	4,971.63	5,916.57
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
利润总额	2,298.82	3,684.48	4,223.93	4,938.60	5,887.53
所得税	420.23	916.62	901.39	1,046.98	1,262.88
净利润	1,878.59	2,767.86	3,322.54	3,891.61	4,624.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.09	0.14	0.17
归属于母公司净利润	1,878.59	2,767.86	3,322.45	3,891.47	4,624.49
每股收益（元）	1.61	2.37	2.85	3.33	3.96

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-8.14%	25.40%	19.88%	13.32%	21.49%
营业利润	4.96%	60.57%	14.83%	16.95%	19.01%
归属于母公司净利润	3.16%	47.34%	20.04%	17.13%	18.84%
获利能力					
毛利率	24.82%	27.23%	27.01%	27.20%	27.21%
净利率	13.48%	15.84%	15.86%	16.40%	16.04%
ROE	32.72%	25.33%	28.99%	32.89%	37.41%
ROIC	47.03%	59.84%	55.50%	208.38%	85.03%
偿债能力					
资产负债率	41.04%	32.46%	45.21%	37.68%	40.64%
净负债率	-16.40%	-22.78%	-66.41%	-37.63%	-46.37%
流动比率	1.64	2.33	1.77	2.05	2.01
速动比率	1.11	1.81	1.43	1.58	1.46
营运能力					
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	7.12	7.28	7.28
总资产周转率	1.44	1.35	1.13	1.19	1.45
每股指标（元）					
每股收益	1.61	2.37	2.85	3.33	3.96
每股经营现金流	2.55	2.08	7.45	0.86	4.56
每股净资产	4.92	9.36	9.82	10.14	10.59
估值比率					
市盈率	33.23	22.55	18.79	16.04	13.50
市净率	10.87	5.71	5.45	5.28	5.05
EV/EBITDA	0.00	21.52	10.77	9.92	8.25
EV/EBIT	0.00	23.76	11.99	10.95	8.99

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