

华利集团 (300979.SZ)

一季度净利润下滑 26%，关注下游品牌去库拐点

买入

核心观点

一季度净利润下滑 26%，订单疲软叠加员工人数环比略增致盈利承压。一季度公司实现收入 36.6 亿元，同比下滑 11.2%，主要因品牌客户调整库存、订单疲软；量价拆分来看，收入美金口径下滑 17%+，其中美金单价提升 9.6%。归母净利润 4.8 亿元，同比下滑 25.8%。毛利率 23.3%，同比下滑 2.3 个百分点，主要因一季度在订单疲软的情况下，公司员工人数未做较大调整，环比 2022 年末略有增加，产能利用率有所下滑。期间费用率基本稳定，财务费用率提升 1.1 个百分点，主要因人民币升值、产生汇兑损失所致。净利率 13.1%，同比下滑 2.6 个百分点。库存金额环比 2022 年末增加 29%，主要因客户根据库存节奏延迟出货所致，产成品有所增加。

展望 2023 年，预计二季度订单环比向好，下半年订单预期回暖。二季度随部分品牌去库动作接近中后段环比向好，作为传统订单高峰季毛利率随订单规模提升预期好转；下半年市场消费信心加强、品牌去库取得进展后订单预计逐步回暖。新客户锐步、露露乐檬、Allbirds 亦在今年贡献订单新增量。

公司积极扩充产能，未来 2 年产能增长确定性强。2022 年公司新工厂越南永山、越南威霖和越南弘欣产能爬坡顺利，其中越南永山月产能达到约 94 万双，越南威霖月产能达到约 88 万双，越南弘欣月产能达到约 48 万双。2023 年印尼、越南有部分新工厂投产，未来 2 年也将积极新建工厂。2022 年公司资本开支 16.85 亿元，同比增加 32%，预期未来 2 年内仍保持较高资本开支水平。

风险提示：产能扩张不及预期、品牌去库进度不及预期、国际政治经济风险。

投资建议：品牌去库后订单拐点在即，看好左侧布局的估值弹性。随品牌去库取得进展，今年二季度起公司订单有望逐步回暖，叠加新拓客户订单增量将支撑未来公司业绩成长。今年公司预计新增 2 个以上工厂，中期将继续保持快速产能扩张。成本端，去年四季度在订单波动的情况下，毛利率仍实现环比改善，体现公司柔性产能和成本控制的竞争优势，一季度毛利率环比下滑主要因公司考虑未来订单需求暂未做出人员成本管控动作，未来将继续借助生产优势维持利润率稳定、减少订单波动对利润的影响。考虑品牌清理库存和行业订单调整情况，小幅下调盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 29.1/37.4/44.4 亿元（前值：32.0/39.0/46.5 亿元），同比 -10%/27.2%/20.3%，小幅下调合理估值至 69.7-76.0 元（前值：73.6-80.3），对应 2024 年 PE 22-24x。公司产能扩张为未来需求恢复储备较好弹性，品牌库存改善在即，订单能见度改善将催化估值修复，公司中长期扩张市场份额前景明确，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	20,099	23,940	28,165
(+/-%)	25.4%	17.7%	-2.3%	19.1%	17.6%
净利润(百万元)	2768	3228	2905	3695	4444
(+/-%)	47.3%	16.6%	-10.0%	27.2%	20.3%
每股收益(元)	2.37	2.77	2.49	3.17	3.81
EBIT Margin	21.7%	20.4%	19.2%	20.1%	20.3%
净资产收益率 (ROE)	25.3%	24.5%	19.8%	22.4%	23.7%
市盈率 (PE)	19.6	16.8	18.6	14.7	12.2
EV/EBITDA	14.1	12.2	13.5	10.9	9.2
市净率 (PB)	4.96	4.11	3.70	3.28	2.89

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁

联系人：刘璇

0755-81981391

0755-81982887

dingshijie@guosen.com.cn liucan5@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	69.70 - 76.00 元
收盘价	46.42 元
总市值/流通市值	54172/6781 百万元
52 周最高价/最低价	78.70/40.20 元
近 3 个月日均成交额	109.88 百万元

市场走势

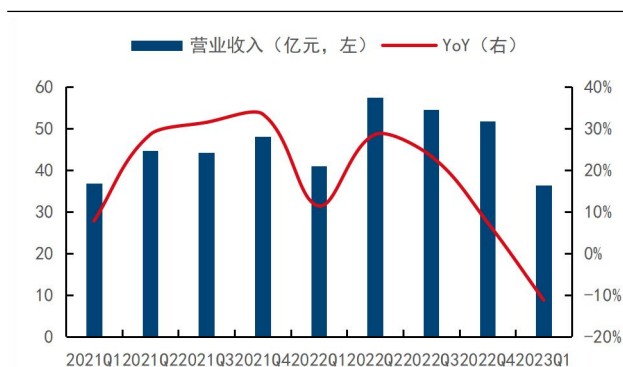


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华利集团 (300979.SZ) - 2022 年净利润增长 17%，关注下游品牌去库拐点》——2023-04-22
- 《华利集团 (300979.SZ) - 全年业绩预计增长 16%，关注品牌去库存拐点》——2023-03-01
- 《华利集团 (300979.SZ) - 收购获取越南运动鞋产能，交易对价估值较低》——2022-12-11
- 《华利集团 (300979.SZ) - 三季度收入增长 23%，关注下游库存拐点》——2022-10-27
- 《华利集团 (300979.SZ) - 前三季度净利润预增 20%~25%，建议关注品牌库存拐点》——2022-10-21

图1：公司分季度营业收入及增速



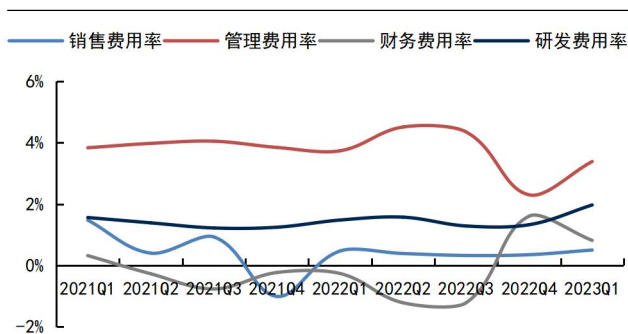
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司分季度归母净利润及增速



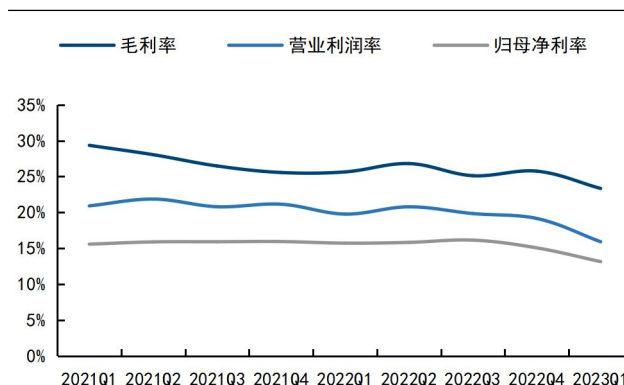
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度销售/管理/研发费用率



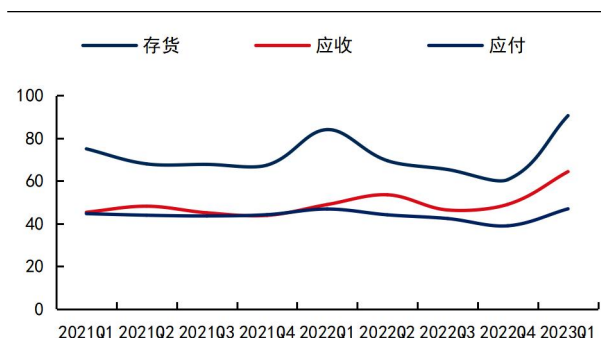
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度利润率



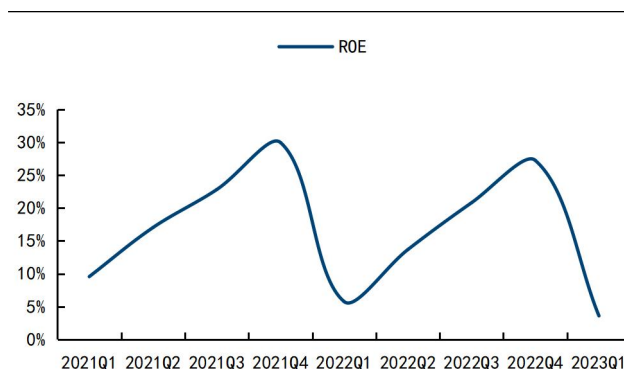
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季度周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司分季度 ROE



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：品牌去库后订单拐点在即，看好左侧布局的估值弹性

随品牌去库取得进展，今年二季度起公司订单有望逐步回暖，叠加新拓客户订单增量将支撑未来公司业绩成长。今年公司预计新增 2 个以上工厂，中期将继续保持快速产能扩张。成本端，去年四季度在订单波动的情况下，毛利率仍实现环比改善，体现公司柔性产能和成本控制的竞争优势，一季度毛利率环比下滑主要因公司考虑未来订单需求暂未做出人员成本管控动作，未来将继续借助生产优势维持利润率稳定、减少订单波动对利润的影响。考虑品牌清理库存和行业订单调整情况，小幅下调盈利预测，预计公司 2023~2025 年净利润分别为 29.1/37/44.4 亿元（前值：32.0/39.0/46.5 亿元），同比-10%/27.2%/20.3%，小幅下调合理估值至 69.7-76.0 元（原：73.6-80.3），对应 2024 年 PE 22-24x。公司产能扩张为未来需求恢复储备较好弹性，品牌库存改善在即，订单能见度改善将催化估值修复，公司中长期扩张市场份额前景明确，维持“买入”评级。

表1：盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	21,176	25,223	29,675
(+/-%)	25.4%	17.7%	3.0%	19.1%	17.7%
净利润(百万元)	2768	3228	3205	3902	4648
(+/-%)	47.3%	16.6%	-0.7%	21.8%	19.1%
每股收益(元)	2.37	2.77	2.75	3.34	3.98
经营利润率	21.7%	20.4%	20.0%	20.2%	20.3%
净资产收益率(ROE)	25.3%	24.5%	21.7%	23.3%	24.4%
市盈率(PE)	19.9	17.1	17.2	14.1	11.9
EV/EBITDA	14.3	12.4	12.6	10.5	9.0
市净率(PB)	5.05	4.18	3.73	3.29	2.89

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4408	3620	6057	6833	8104	营业收入	17470	20569	20099	23940	28165
应收款项	2580	3164	511	609	717	营业成本	12712	15250	15151	17820	20900
存货净额	2671	2464	3504	4114	4823	营业税金及附加	3	3	4	5	6
其他流动资产	336	261	119	142	167	销售费用	65	77	76	91	107
流动资产合计	11865	11504	12187	13693	15806	管理费用	686	772	734	871	1021
固定资产	3383	4221	5165	5991	6669	研发费用	234	291	300	357	420
无形资产及其他	279	437	420	404	387	财务费用	(46)	(65)	38	(24)	(28)
投资性房地产	652	949	949	949	949	投资收益	25	68	65	77	91
长期股权投资	0	0	(6)	(11)	(17)	资产减值及公允价值变动	134	252	(213)	(254)	(299)
资产总计	16179	17110	18716	21026	23795	其他收入	(508)	(746)	(277)	(333)	(395)
短期借款及交易性金融负债	1919	733	1000	1000	1000	营业利润	3702	4105	3670	4667	5556
应付款项	1835	1502	1085	1273	1493	营业外净收支	(17)	(15)	(12)	(15)	39
其他流动负债	1329	1507	1862	2187	2565	利润总额	3684	4090	3658	4653	5595
流动负债合计	5083	3743	3947	4461	5058	所得税费用	917	862	753	958	1152
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	170	172	121	70	19	归属于母公司净利润	2768	3228	2905	3695	4444
长期负债合计	170	172	121	70	19	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	5253	3915	4068	4531	5077	净利润	2768	3228	2905	3695	4444
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	30	93	75	38	39
股东权益	10927	13195	14648	16496	18717	折旧摊销	432	564	470	584	688
负债和股东权益总计	16179	17110	18716	21026	23795	公允价值变动损失	(134)	(252)	213	254	299
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	财务费用	(46)	(65)	38	(24)	(28)
每股收益	2.37	2.77	2.49	3.17	3.81	营运资本变动	(1094)	(657)	1714	(228)	(257)
每股红利	1.03	1.15	1.24	1.58	1.90	其它	(30)	(93)	(75)	(38)	(39)
每股净资产	9.36	11.31	12.55	14.13	16.04	经营活动现金流	1972	2883	5303	4305	5173
ROIC	33%	31%	28%	35%	38%	资本开支	0	(1721)	(1686)	(1686)	(1686)
ROE	25%	24%	20%	22%	24%	其它投资现金流	(1870)	(125)	0	0	0
毛利率	27%	26%	25%	26%	26%	投资活动现金流	(1870)	(1847)	(1681)	(1681)	(1681)
EBIT Margin	22%	20%	19%	20%	20%	权益性融资	(45)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	22%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	25%	18%	-2%	19%	18%	支付股利、利息	(1197)	(1345)	(1453)	(1848)	(2222)
净利润增长率	47%	17%	-10%	27%	20%	其它融资现金流	4307	865	267	0	0
资产负债率	32%	23%	22%	22%	21%	融资活动现金流	1869	(1824)	(1186)	(1848)	(2222)
息率	2.2%	2.5%	2.7%	3.4%	4.1%	现金净变动	1970	(788)	2436	776	1271
P/E	19.6	16.8	18.6	14.7	12.2	货币资金的期初余额	2438	4408	3620	6057	6833
P/B	5.0	4.1	3.7	3.3	2.9	货币资金的期末余额	4408	3620	6057	6833	8104
EV/EBITDA	14.1	12.2	13.5	10.9	9.2	企业自由现金流	0	1500	3557	2492	3294
						权益自由现金流	0	2365	3910	2530	3337

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032