

2021 年业绩预告点评：产销双旺+高盈利水准，2021 年业绩靓丽

买入（维持）

2022 年 01 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证号：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	13,931	18,226	22,823	27,882
同比（%）	-8.14	30.83	25.22	22.17
归母净利润（百万元）	1,879	2,749	3,525	4,441
同比（%）	3.16	46.43	28.20	25.97
每股收益（元/股）	1.61	2.36	3.02	3.81
P/E（倍）	54.32	37.13	28.95	22.98

投资要点

- **公司公布 2021 年业绩预告。**公司预计 2021 年归母净利润 26.3-29.1 亿元、同比增长 40%-55%，超出我们此前预期。2021Q4 归母净利润 6.33~9.15 亿元，同比增长 13%~63%。
- **头部客户粘性高、收入贡献增速快。**2021 前三季度公司前五大客户分别为 Nike、Deckers、VF、PUMA、UA，贡献收入占比分别为 35%/22%/19%/11%/6%，合计 93%，较 2021H1 的 91%进一步提升。从增速来看，2021 年前三季度前述五大客户贡献收入（以美元计算）分别同比增长 49.2%/57.7%/9.4%/23.7%/69.5%，Nike、Deckers 增速领先。除现有头部客户外，公司凭借丰富的代工经验、产品质量和交付能力，积极推进新品牌合作，截至 2021H1，On running 和 Asics 订单已出货、New Balance 已下达订单，未来公司订单有望保持持续稳定增长。
- **产能瓶颈有序突破，保障销量稳健提升。**1) **产能方面**，截至 2020 年末公司在越南、中国、多米尼加、缅甸等地共有 21 家制鞋工厂，90%以上产能分布于越南。2019/2020H1/2021H1 公司总产能分别为 1.95/0.88/1.01 亿双鞋。2021Q1 新增越南永山、越南威霖、越南弘欣三个工厂投产，我们预计 2021 年公司产能有望超过 2 亿双。2) **产能利用率方面**，2019/2020H1/2021H1 公司产能利用率分别为 95.3%/85.7%/96.9%，由于越南工厂主要位于越北，2021 年工人出勤率受影响较小，我们预计产能利用率、订单交付受影响较小。3) **销量方面**，综合产能扩张+产能利用率回升，2021Q1/Q2/Q3 销量分别为 4774.98/5379.83/5179.19 万双，同比 +4.22%/+50.26%/+44.09%，我们预计全年销量有望同比增长约 20%。
- **客户资源优质+规模效应增强，盈利能力领先同行。**2021 前三季度毛利率 27.87%/yoy+3.90pct，销售净利率 15.81%/yoy+3.03pct，盈利能力显著高于同行（2021 前三季度裕元集团/丰泰企业毛利率分别为 24.22%/21.75%、销售净利率分别为 2.11%/6.51%）。公司客户资源优质、产能扩张带来规模优势，未来高盈利水准有望维持。
- **盈利预测与投资评级：**公司为全球领先的运动鞋专业制造商，订单稳定集中、客户资源壁垒深厚，未来有望持续受益于代工行业集中度的提升。2021 年公司在扩建产能、提升产能利用率、拓展新客户方面均取得较好成效，我们将 2021-2023 年 EPS 从 2.20/2.84/3.31 元上调至 2.36/3.02/3.81 元，对应 PE 分别 37.1/29.0/23.0X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**越南人力成本上升、汇率波动、海外疫情反复等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	87.45
一年最低/最高价	76.00/117.50
市净率(倍)	10.00
流通 A 股市值(百万元)	7,310.04

基础数据

每股净资产(元)	8.74
资产负债率(%)	33.24
总股本(百万股)	1167.00
流通 A 股(百万股)	83.59

相关研究

- 1、《华利集团 (300979)：2021Q3 点评：Q3 收入同比 +31%，Nike 和 Deckers 订单高增》2021-10-28
- 2、《华利集团 (300979)：2021H1 点评：以美元计收入同比 +29%，耐克和 Deckers 订单高增，盈利能力持续提升》2021-08-20
- 3、《华利集团 (300979)：中国制造，世界制造，运动鞋制造龙头持续成长》2021-05-05

华利集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	6,510	11,609	15,323	20,026	营业收入	13,931	18,226	22,823	27,882
现金	2,438	4,855	8,237	10,096	减:营业成本	10,474	13,583	16,893	20,525
应收账款	1,770	3,090	3,163	4,582	营业税金及附加	3	3	4	5
存货	2,088	3,345	3,621	4,931	营业费用	196	264	342	418
其他流动资产	214	319	303	417	管理费用	802	1,112	1,467	1,793
非流动资产	3,229	5,313	5,845	6,372	财务费用	61	49	-13	-65
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	104	126	161	199
固定资产	2,508	4,638	5,149	5,681	加:投资净收益	2	10	22	28
在建工程	310	248	250	261	其他收益	8	3	3	4
无形资产	200	232	269	285	资产处置收益	-1	-2	-2	-2
其他非流动资产	210	195	177	145	营业利润	2,305	3,369	4,318	5,439
资产总计	9,738	16,922	21,168	26,399	加:营业外净收支	-7	-3	-3	-4
流动负债	3,977	4,523	5,243	6,031	利润总额	2,299	3,366	4,315	5,436
短期借款	1,496	1,646	1,811	1,992	减:所得税费用	420	615	789	994
应付账款	1,317	1,711	2,264	2,868	少数股东损益	0	2	1	1
其他流动负债	1,163	1,166	1,169	1,172	归属母公司净利润	1,879	2,749	3,525	4,441
非流动负债	20	20	20	20	EBIT	2,316	3,352	4,224	5,276
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	2,825	3,903	5,044	6,285
其他非流动负债	20	20	20	20					
负债合计	3,997	4,543	5,263	6,051	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0	2	3	4	每股收益(元)	1.61	2.36	3.02	3.81
归属母公司股东权益	5,741	12,377	15,902	20,343	每股净资产(元)	4.92	10.61	13.63	17.43
负债和股东权益	9,738	16,922	21,168	26,399	发行在外股份(百万股)	1050	1167	1167	1167
					ROIC(%)	39.8%	30.0%	36.6%	35.4%
					ROE(%)	32.7%	22.2%	22.2%	21.8%
					毛利率(%)	24.8%	25.5%	26.0%	26.4%
					销售净利率(%)	13.5%	15.1%	15.4%	15.9%
					资产负债率(%)	41.0%	26.8%	24.9%	22.9%
					收入增长率(%)	-8.1%	30.8%	25.2%	22.2%
					净利润增长率(%)	3.2%	46.4%	28.2%	26.0%
					P/E	54.32	37.13	28.95	22.98
					P/B	17.78	8.25	6.42	5.02
					EV/EBITDA	35.79	25.32	18.96	14.95
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E					
经营活动现金流	2,978	1,039	4,532	3,118					
投资活动现金流	-836	-2,610	-1,327	-1,505					
筹资活动现金流	-1,213	3,987	178	246					
现金净增加额	829	2,417	3,382	1,859					
折旧和摊销	509	551	820	1,009					
资本开支	622	2,084	532	527					
营运资本变动	414	-2,286	223	-2,237					

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>