



华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

Q4 符合预期，期待 25 阿迪订单放量

业绩简评

公司于 2025 年 3 月 12 日公布 2024 年业绩快报，2024 年实现营收 240.06 亿元，同增 19.35%。归母净利润 38.41 亿元，同增 20.01%，扣非净利润 37.82 亿元，同增 18.87%。24Q4 实现营收 64.95 亿元，同增 11.87%，归母净利润 9.97 亿元，同增 9.20%。公司计划 2024 年向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 20 元，合计派发现金红利人民币 23.34 亿元，分红率约为 61%，维持买入评级。

经营分析

量增驱动成长，拓展新客户带来增量。2024 年全年，公司销售运动鞋 2.23 亿双，同比增长 17.53%，ASP 同比增长低单位数，公司增长主要依靠量增驱动。耐克供应商丰泰 Q4 营收为 50.01 亿元，同比下降 0.50%，相较同业公司收入持续领跑。Q4 公司与 Adidas 开始合作，并于 2024 年 9 月开始量产出货。

产能稳健扩张。2024 年公司在越南的 3 家新工厂开始投产，同时为了应对地缘政治风险等国际贸易风险，公司积极拓展越南之外的产能，公司在印度尼西亚的新建工厂已在 2024 年上半年开始投产，公司在中国新设的工厂以及印度尼西亚生产基地的另一厂区也于 2025 年 2 月开始投产。有序扩产匹配客户需求，同时为客户订单提供多元化选择。

净利率维持稳定。24Q4 净利率为 15.36%，同比下降 0.38pct。我们预计主要受到新工厂投产毛利率爬坡、管理费用率上升等因素影响，随着未来新投工厂逐步提效，盈利水平有望稳健增长。

下游客户趋势良好，看好公司成长性。公司新客户阿迪达斯和昂跑 On 近日发布 4Q25（截至 24/12/30）业绩，阿迪 24Q4 实现营收 59.65 亿欧元，同增 23.99%，保持良好的增长趋势。阿迪达斯 2025 年货币中性营收增长指引目标为高单位数。昂跑 24Q4 增长 36%至 6.07 亿瑞士法郎。On 昂跑 2024 年营收增长表现亮眼，作为 24-26 年三年营收复合增长 26%计划的第一年较好的完成了目标，销售额及毛利率等均创历史新高。公司订单有望受益。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司客户结构优秀，且公司控费能力突出，业绩预计持续保持稳健增长，我们预计 2024-2026 年公司实现净利润归母净利润 38.41/44.23/50.74 亿元，对应 PE 分别为 24/21/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示

人民币汇率波动；海外需求走弱；所得税率提升。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业 S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平（执业 S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦（执业 S1130524110005）

yangyuqin@gjzq.com.cn

市价（人民币）：64.61 元

相关报告：

- 1.《华利集团公司点评：景气度维持，期待新客户放量》，2024.10.29
- 2.《华利集团公司点评：业绩位于预告上限，收入持续领跑行业》，2024.8.6



公司基本情况（人民币）

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,006	27,672	31,615
营业收入增长率	17.74%	-2.21%	19.35%	15.27%	14.25%
归母净利润(百万元)	3,228	3,200	3,841	4,423	5,074
归母净利润增长率	16.63%	-0.86%	20.02%	15.15%	14.73%
摊薄每股收益(元)	2.766	2.742	3.291	3.790	4.348
每股经营性现金流净额	3.00	3.17	3.98	4.28	4.41
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.46%	21.18%	22.06%	22.04%	21.96%
P/E	20.65	19.20	23.90	20.75	18.09
P/B	5.05	4.07	5.27	4.57	3.97

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	17,470	20,569	20,114	24,006	27,672	31,615
增长率	17.7%	-2.2%	19.4%	15.3%	14.3%	
主营业务成本	-12,712	-15,250	-14,967	-17,346	-20,007	-22,850
%销售收入	72.8%	74.1%	74.4%	72.3%	72.3%	72.3%
毛利	4,758	5,319	5,146	6,660	7,665	8,765
%销售收入	27.2%	25.9%	25.6%	27.7%	27.7%	27.7%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-4	-4	-5
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	-65	-77	-70	-84	-111	-126
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-686	-772	-689	-1,171	-1,411	-1,644
%销售收入	3.9%	3.8%	3.4%	4.9%	5.1%	5.2%
研发费用	-234	-291	-309	-312	-368	-420
%销售收入	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	3,770	4,175	4,074	5,089	5,771	6,569
%销售收入	21.6%	20.3%	20.3%	21.2%	20.9%	20.8%
财务费用	46	65	89	83	135	185
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.3%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-141	-232	-154	-230	-205	-205
公允价值变动收益	0	24	-6	0	0	0
投资收益	25	68	52	60	60	60
%税前利润	0.7%	1.7%	1.3%	1.2%	1.0%	0.9%
营业利润	3,702	4,105	4,056	5,009	5,767	6,616
营业利润率	21.2%	20.0%	20.2%	20.9%	20.8%	20.9%
营业外收支	-17	-15	-20	-6	-6	-6
税前利润	3,684	4,090	4,036	5,004	5,762	6,610
利润率	21.1%	19.9%	20.1%	20.8%	20.8%	20.9%
所得税	-917	-862	-836	-1,163	-1,339	-1,536
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	23.2%	23.2%	23.2%
净利润	2,768	3,228	3,200	3,841	4,423	5,074
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,768	3,228	3,200	3,841	4,423	5,074
净利率	15.8%	15.7%	15.9%	16.0%	16.0%	16.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,768	3,228	3,200	3,841	4,423	5,074
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	713	974	1,031	1,030	1,142	1,277
非经营收益	56	-282	-87	-20	-53	-54
营运资金变动	-1,114	-417	-450	-212	-515	-1,148
经营活动现金净流	2,423	3,503	3,694	4,639	4,997	5,149
资本开支	-1,269	-1,669	-1,152	-582	-735	-735
投资	-3,127	-476	-783	0	0	0
其他	47	120	114	60	60	60
投资活动现金净流	-4,350	-2,025	-1,821	-522	-675	-675
股权募资	3,701	0	7	0	0	0
债权募资	418	-1,326	39	-802	0	0
其他	-1,314	-1,397	-2,009	-1,548	-1,772	-2,032
筹资活动现金净流	2,805	-2,723	-1,963	-2,350	-1,772	-2,032
现金净流量	834	-1,057	-63	1,767	2,550	2,442

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,408	3,620	3,879	5,615	8,143	10,569
应收款项	2,580	3,164	3,782	4,146	4,779	5,459
存货	2,671	2,464	2,741	2,986	3,444	3,933
其他流动资产	2,206	2,256	2,715	2,744	2,755	2,767
流动资产	11,865	11,504	13,118	15,490	19,120	22,728
%总资产	73.3%	67.2%	67.5%	72.6%	77.9%	82.3%
长期投资	148	194	207	207	207	207
固定资产	3,383	4,221	4,796	4,520	4,112	3,571
%总资产	20.9%	24.7%	24.7%	21.2%	16.7%	12.9%
无形资产	391	615	862	967	976	983
非流动资产	4,314	5,606	6,329	5,839	5,433	4,892
%总资产	26.7%	32.8%	32.5%	27.4%	22.1%	17.7%
资产总计	16,179	17,110	19,447	21,329	24,553	27,621
短期借款	1,919	733	791	0	0	0
应付款项	1,863	1,530	1,828	1,946	2,245	2,564
其他流动负债	1,300	1,480	1,550	1,886	2,180	1,900
流动负债	5,083	3,743	4,169	3,833	4,425	4,464
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	170	172	162	76	54	38
负债	5,253	3,915	4,331	3,908	4,478	4,502
普通股股东权益	10,927	13,195	15,109	17,414	20,067	23,112
其中：股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
未分配利润	4,557	6,341	7,994	10,299	12,952	15,997
少数股东权益	0	0	7	7	7	7
负债股东权益合计	16,179	17,110	19,447	21,329	24,553	27,621

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.372	2.766	2.742	3.291	3.790	4.348
每股净资产	9.363	11.307	12.947	14.922	17.196	19.805
每股经营现金净流	2.076	3.002	3.166	3.975	4.282	4.413
每股股利	4.100	1.200	1.200	1.317	1.516	1.739
回报率						
净资产收益率	25.33%	24.46%	21.18%	22.06%	22.04%	21.96%
总资产收益率	17.11%	18.87%	16.46%	18.01%	18.01%	18.37%
投入资本收益率	21.95%	23.55%	20.25%	22.43%	22.07%	21.81%
增长率						
主营业务收入增长率	25.40%	17.74%	-2.21%	19.35%	15.27%	14.25%
EBIT 增长率	53.45%	10.75%	-2.43%	24.93%	13.39%	13.84%
净利润增长率	47.34%	16.63%	-0.86%	20.02%	15.15%	14.73%
总资产增长率	66.14%	5.75%	13.66%	9.68%	15.11%	12.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.5	49.7	62.4	62.4	62.4	62.4
存货周转天数	68.3	61.4	63.5	63.5	63.5	63.5
应付账款周转天数	44.8	39.5	40.0	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	62.8	64.9	69.2	59.5	51.2	43.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.90%	-37.00%	-35.92%	-45.68%	-52.23%	-55.85%
EBIT 利息保障倍数	-82.1	-64.6	-46.0	-61.1	-42.9	-35.5
资产负债率	32.46%	22.88%	22.27%	18.32%	18.24%	16.30%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	6	16	33	115
增持	0	0	0	2	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.06	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究