

华利集团（300979.SZ）

新厂效率爬坡影响 Q4 盈利，Adidas 订单展望乐观

2025 年 03 月 13 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

张霜凝（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

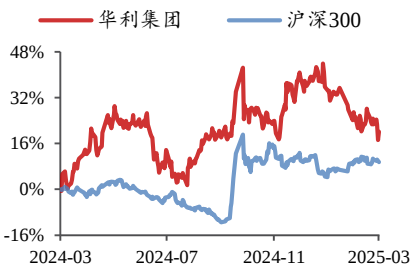
证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070006

日期	2025/3/13
当前股价(元)	66.22
一年最高最低(元)	85.00/55.31
总市值(亿元)	772.79
流通市值(亿元)	772.78
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	11.67
近 3 个月换手率(%)	11.1

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《Q3 销量提速略超预期，新客户及高潜力客户顺利推进——公司信息更新报告》-2024.10.29

《2024H1 量价利齐升，产能紧俏下全年展望乐观 ——公司信息更新报告》-2024.8.23

《Q2 盈利能力延续优异表现，精细化运营能力突出 ——公司信息更新报告》-2024.8.7

● 新工厂效率爬坡影响 Q4 盈利，Adidas 订单展望乐观，维持“买入”评级

公司发布 2024 年业绩快报及分红预案，拟派现金红利 23.3 亿元，派息比例约 60%（2023 年为 44%）。2024 年收入 240 亿元（同比+19.4%，下同），归母净利润+20.0%至 38.4 亿元，扣非净利润+18.9%至 37.8 亿元。2024Q4 收入+11.9%至 64.95 亿元，归母净利润+9.2%至 9.97 亿元，净利率-0.4pct 至 15.4%。Q4 收入受下游客户补库存带来的高基数影响，净利率受新工厂投产效率爬坡影响，我们下调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 38.4/43.4/50.7 亿元（原为 39.0/45.6/53.0 亿元），当前股价对应 PE 为 20.1/17.8/15.3 倍，公司不断拓展、优化客户结构，预计订单增速好于行业，同时公司配合客户订单以越南和印尼为双基地积极扩产，长期看随新工厂效率爬坡预计盈利能力有望稳步提升，维持“买入”评级。

● 量价拆分：销量增长驱动收入，Q4 高基数下出货增长双位数

人民币口径看，2024 年销售量/单价分别增长 17.53%/1.6%至 2.23 亿双/107.7 元，Q1-Q4 销量为 0.46/0.62/0.55/0.6 亿双，同比+18.4%/+18.8%/+23.9%/+10.5%，人民币平均出货价分别同比+10%/+1.7%/-4.3%/+1.3%。

● 新客户 Adidas 及成长型客户订单乐观，配合订单积极扩张双基地产能

订单展望：公司 2024 年与 Adidas 开始合作，于 9 月开始量产出货，预计 Adidas 将成为 2025 年订单增长驱动力，此外 New Balance、On、锐步订单体现成长性，老客户 Nike 等短期增速受影响但仍有份额提升空间。**产能扩张**：根据订单需求积极扩张产能，2024 年 4 家成品鞋厂投产，2025 年 2 月中国四川工厂及印尼 1 家新工厂开始投产，预计 2025-2026 年为资本开支大年，2025H2-2026Q3 印尼、越南仍有工厂待投产，印尼两期工厂产能预计合计 5000-6000 万双/年。

● 多个新工厂投产&分红提高所得税率，2024Q4 净利率环比承压

2024 年归母净利率 16%（+0.1pct），分红比例提升预计带动所得税率同比 2023 年有所提升，净利率仍能保持稳定体现公司精细化管理能力。2024Q1-Q4 归母净利率分别为 16.5%/16.3%/16%/15.4%，2024H1 越南 1 家成品鞋 1 家鞋材厂印尼 1 家成品鞋投产，2024Q4 新投产 2 个工厂，新投产工厂占比提升导致 2024Q4 毛利率阶段性承压。

● 风险提示：全球经济形势逆风、欧美需求疲软、产能扩张不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,006	27,705	31,630
YOY(%)	17.7	-2.2	19.4	15.4	14.2
归母净利润(百万元)	3,228	3,200	3,840	4,335	5,066
YOY(%)	16.6	-0.9	20.0	12.9	16.9
毛利率(%)	25.9	25.6	27.3	26.5	26.7
净利率(%)	15.7	15.9	16.0	15.6	16.0
ROE(%)	24.5	21.2	21.9	21.2	21.0
EPS(摊薄/元)	2.77	2.74	3.29	3.71	4.34
P/E(倍)	23.9	24.1	20.1	17.8	15.3
P/B(倍)	5.9	5.1	4.4	3.8	3.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11504	13118	15990	18573	22649
现金	3620	3879	7058	7255	11080
应收票据及应收账款	3115	3765	2967	5213	4394
其他应收款	50	18	108	23	113
预付账款	59	65	155	73	168
存货	2464	2741	3406	3628	4451
其他流动资产	2198	2650	2297	2382	2443
非流动资产	5606	6329	6500	6796	6952
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3655	3814	4201	4412	4530
无形资产	437	557	638	712	779
其他非流动资产	1515	1957	1660	1672	1642
资产总计	17110	19447	22490	25368	29601
流动负债	3743	4169	4767	4711	5279
短期借款	683	733	1098	838	890
应付票据及应付账款	1502	1793	2190	2337	2845
其他流动负债	1558	1643	1479	1536	1544
非流动负债	172	162	168	167	165
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	172	162	168	167	165
负债合计	3915	4331	4935	4878	5445
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	6778	8578	10744	13187	16043
归属母公司股东权益	13195	15109	17548	20483	24149
负债和股东权益	17110	19447	22490	25368	29601

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3503	3694	4812	2878	6193
净利润	3228	3200	3840	4335	5066
折旧摊销	690	819	781	760	895
财务费用	-65	-89	-77	-62	-58
投资损失	-68	-52	-60	-42	-32
营运资金变动	-417	-450	325	-2115	312
其他经营现金流	136	266	4	1	10
投资活动现金流	-2025	-1821	-614	-1082	-1079
资本支出	1685	1155	172	256	183
长期投资	-329	-651	0	0	0
其他投资现金流	-669	-1317	-442	-826	-896
筹资活动现金流	-2723	-1963	-1020	-1599	-1289
短期借款	-1193	50	364	-260	52
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1529	-2013	-1385	-1339	-1341
现金净增加额	-1057	-63	3178	197	3825

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20569	20114	24006	27705	31630
营业成本	15250	14967	17452	20363	23185
营业税金及附加	3	5	6	6	7
营业费用	77	70	77	82	89
管理费用	772	689	1164	1274	1392
研发费用	291	309	319	332	348
财务费用	-65	-89	-77	-62	-58
资产减值损失	-227	-150	-134	-116	-116
其他收益	5	1	10	10	10
公允价值变动收益	24	-6	-6	-6	-6
投资净收益	68	52	60	42	32
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	4105	4056	4995	5639	6588
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	17	23	11	11	11
利润总额	4090	4036	4987	5630	6580
所得税	862	836	1147	1295	1513
净利润	3228	3200	3840	4335	5066
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3228	3200	3840	4335	5066
EBITDA	4712	4783	5659	6234	7252
EPS(元)	2.77	2.74	3.29	3.71	4.34

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	17.7	-2.2	19.4	15.4	14.2
营业利润(%)	10.9	-1.2	23.1	12.9	16.8
归属于母公司净利润(%)	16.6	-0.9	20.0	12.9	16.9
获利能力					
毛利率(%)	25.9	25.6	27.3	26.5	26.7
净利率(%)	15.7	15.9	16.0	15.6	16.0
ROE(%)	24.5	21.2	21.9	21.2	21.0
ROIC(%)	22.6	19.6	20.0	19.7	19.5
偿债能力					
资产负债率(%)	22.9	22.3	21.9	19.2	18.4
净负债比率(%)	-21.1	-19.6	-33.3	-30.8	-41.7
流动比率	3.1	3.1	3.4	3.9	4.3
速动比率	2.3	2.4	2.6	3.1	3.4
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	7.3	5.8	7.1	6.8	6.6
应付账款周转率	9.1	9.1	8.8	9.0	8.9
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.77	2.74	3.29	3.71	4.34
每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	3.17	4.12	2.47	5.31
每股净资产(最新摊薄)	11.31	12.95	15.04	17.55	20.69
估值比率					
P/E	23.9	24.1	20.1	17.8	15.3
P/B	5.9	5.1	4.4	3.8	3.2
EV/EBITDA	15.4	15.0	12.3	11.0	9.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn