

华利集团 (300979.SZ)

2024 年收入增长 19%，近期新工厂加速投产

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师: 刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 2025年3月12日, 公司公布2024年业绩快报及分红预案, 2024年营收同比增长19.4%至240.1亿元; 归母净利润同比增长20.0%至38.4亿元; 扣非归母净利润同比增长18.9%至37.8亿元。公司拟每10股派发20元, 分红率达60.8%。

国信纺服观点: 1) 公司客户结构优质订单饱满, 2024年再次实现好于同行的业绩; 分量价看, 2024年销售运动鞋2.23亿双, 同比增长17.5%; 人民币口径单价大约+1.8%至107.5元; 单四季度收入同比增长11.9%至64.9亿元, 归母净利润同比增长9.2%至10.0亿元; 2) 2025年产能限制接单情况下, 实现中双位数增长具有确定性; 3) 高度重视公司长期现金回报价值: 此次公司发布分红预案将分红比例提升至60.8%, 在近几年公司将规划内的越南和印尼新厂投产后, 分红回报有望进一步提升。4) 风险提示: 产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险; 5) **投资建议: 业绩期将近, 优先布局基本面出色、低估值、有拐点公司。**我们认为近期公司股价回调主要由于: 首先, 公司2025Q1业绩同比表现预计呈现年内低点, 因公司期内同时有2家新工厂投产并且去年同期利润率基数偏高, 新工厂早期对盈利水平有负面影响; 其次, 近期同行与下游品牌公司受悲观预期影响股价下跌。考虑到新工厂投产预计短期对利润率产生小幅负面影响, 我们小幅下调盈利预测, 预计2024~2026年净利润分别为38.4/43.0/50.0亿元(前值为39.0/44.3/50.3亿元), 同比增长20.0%/12.1%/16.2%。在目前具有较大不确定性的宏观环境下, 公司凭借竞争优势产能供不应求, 能较好的抵御需求不确定性, 以产能扩张爬坡的速度实现增长。预计自下个季度起, 新厂爬坡贡献增大有望推动公司业绩增长逐季加速, 当前公司估值也回落到近一年来相对低位, 我们看好布局时机, 维持73.1~79.5元的合理估值区间, 对应2025年20-22xPE, 维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 公司客户结构优质订单饱满, 2024年再次实现好于同行的业绩

公司主要客户包括国际知名的运动休闲品牌Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、On、New Balance、Puma、Asics、Under Armour、Lululemon等。公司优质的客户资源和良好的客户结构, 是公司业务稳健成长的基础。公司不断拓展、优化客户结构, 同时根据客户订单需求及公司发展规划扩张产能。2024年公司与Adidas开始合作, 并于2024年9月开始量产出货。产能扩张方面, 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。

2021-2024年公司收入增速分别为25.4%/17.7%/-2.2%/19.4%, 净利率分别为15.8%/15.7%/15.9%/16.0%, 相比头部同行企业近几年基本持平的收入和个位数的净利率表现, 公司在疫情后时代实现了显著的份额增长和出色的盈利水平, 持续印证了竞争优势。公司具有成本、交期管理和未来高端鞋材自产等优势, 成为品牌在波动的环境中优化供应链后的下单首选。

分量价看, 2024年销售运动鞋2.23亿双, 同比增长17.5%; 人民币口径单价大约+1.8%至107.5元。

单四季度收入同比增长11.9%至64.9亿元, 归母净利润同比增长9.2%至10.0亿元, 收入增长相较前三季

度降速主要受 2023 年四季度高基数影响，2023Q4 产能利用率已提升至相对饱满的水平，而 2024Q4 新工厂产能尚未充分释放；净利率 15.4% 环比下滑，主要受四季度两个新工厂投产、前期产能爬坡、产效较低影响。

图1：公司年度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：公司年度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2025 年产能限制接单情况下，实现中双位数增长具有确定性

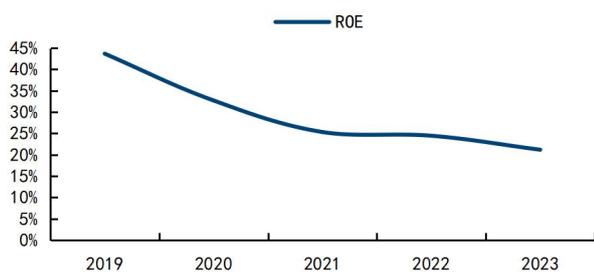
我们预计 2025 年公司订单增量主要来自于近期新纳入的大客户和高增长客户，如 Adidas、On、New Balance，但由于公司产能紧张需调配工厂产线，实际公司的订单需求增速更高。此外，相比 2024 年微增的单价，公司 2025 年单价增长有望提速，因 2024 年公司的增长部分来自于下游普遍补库带来的订单恢复，而 2025 年公司产能紧张情况下重点驱动增长的客户价格均较高，结构性订单变化有利于均价的提升，因此收入增长预计将快于产能增速。

在目前全球宏观都有较大不确定性的环境下，公司处于订单溢出的情况，如未来个别品牌客户订单不及预期，公司仍有充分的调节空间，因此有较强的兑现业绩的能力，在目前环境下具有稀缺性。根据公司每年 3 个左右新工厂投产爬坡的速度预计，公司今年实现中双位数左右的收入增长确定性较强。

◆ 高度重视公司长期现金回报价值

此次公司发布分红预案将分红比例提升至 60.8%，但这仍为公司在开厂高峰期的分红水平，未来仍有继续提升的能力。公司目前账面约有 50 亿现金和 30 亿理财资金，随业绩增长未来每年公司经营性现金流净额有望在 40 亿元以上，而投产高峰期的资本开支每年也在 20 亿以下，且公司具有显著高于同行的净利率和 ROE（20-25%）。预计在近几年公司陆续将规划内的越南印尼新厂投产后，收入业绩体量明显提升，随后可用于分红的资金规模也将明显增长。

图5: 公司 ROE 变化情况



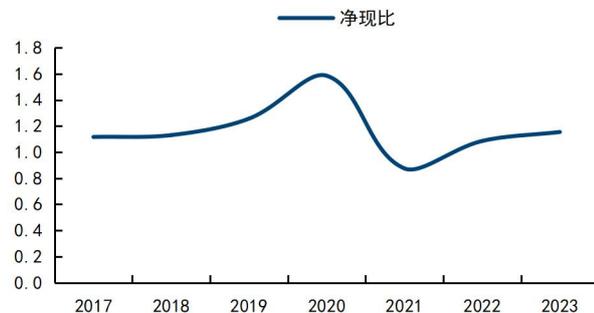
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司分红率变化情况



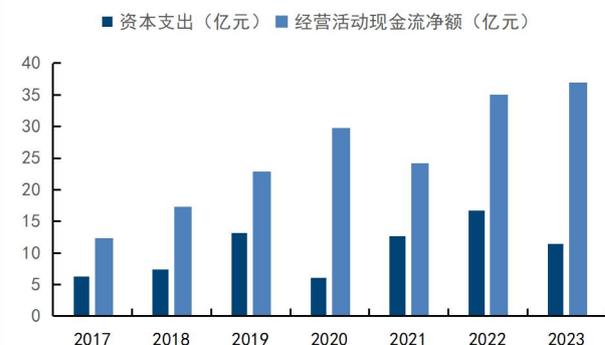
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司净现比变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司经营性现金流净额和资本开支情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 业绩期将近, 优先布局基本面出色、低估值、有拐点公司

我们认为近期公司股价回调主要由于: 首先, 公司 2025Q1 业绩同比表现预计呈现年内低点, 因公司期内同时有 2 家新工厂投产并且去年同期利润率基数偏高, 新工厂早期对盈利水平有负面影响; 其次, 近期同行与下游品牌公司受悲观预期影响股价下跌。考虑到新工厂投产预计短期对利润率产生小幅负面影响, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2024~2026 年净利润分别为 38.4/43.0/50.0 亿元 (前值为 39.0/44.3/50.3 亿元), 同比增长 20.0%/12.1%/16.2%。在目前具有较大不确定性的宏观环境下, 公司凭借竞争优势产能供不应求, 能较好的抵御需求不确定性, 以产能扩张爬坡的速度实现增长。预计自下个季度起, 新厂爬坡贡献增大有望推动公司业绩增长逐季加速, 当前公司估值也回落到近一年来相对低位, 我们看好布局时机, 维持 73.1~79.5 元的合理估值区间, 对应 2025 年 20-22xPE, 维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,006	27,694	31,947
(+/-%)	17.7%	-2.2%	19.35%	15.4%	15.4%
净利润(百万元)	3228	3200	3841	4304	5001
(+/-%)	16.6%	-0.9%	20.0%	12.1%	16.2%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.29	3.69	4.29
EBITMargin	20.4%	20.4%	20.3%	20.1%	20.1%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.6%	22.4%	23.1%
市盈率(PE)	23.4	23.6	19.6	17.5	15.1
EV/EBITDA	16.6	16.7	15.0	13.2	11.6
市净率(PB)	5.71	4.99	4.43	3.93	3.48

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司	公司	投资	收盘价	EPS	PE			g		PEG	总市值	
代码	名称	评级	人民币	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025	2024 (人民币亿元)	
300979.SZ	华利集团	优于大市	64.6	2.74	3.29	3.69	23.6	19.6	17.5	16.0%	1.23	789.1
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	56.0	3.03	3.93	4.57	18.5	14.2	12.3	22.8%	0.62	833.6
1477.TW	聚阳实业	无评级	87.13	3.82	4.01	4.55	22.8	21.7	19.2	9.1%	2.38	196.6
9910.TW	丰泰企业	无评级	32.25	1.17	1.43	1.63	27.7	22.6	19.8	18.3%	1.23	288.5
1476.TW	儒鸿	无评级	123.48	4.37	5.82	6.51	28.3	21.2	19.0	22.1%	0.96	307.9
NKE.N	耐克	无评级	532.51	23.16	20.44	23.71	23.0	26.1	22.5	1.2%	21.87	7870.5

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg、Wind 一致预期

◆ 风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

相关研究报告:

- 《华利集团(300979.SZ)-客户订单储备充足, 产能扩张与升级增强竞争力》——2024-12-04
- 《华利集团(300979.SZ)-第三季度销量驱动收入增长 18%, 投资扩产积极》——2024-10-29
- 《华利集团(300979.SZ)-上半年销量驱动收入增长 25%, 毛利率提升至 28%》——2024-08-23
- 《华利集团(300979.SZ)-上半年收入及净利润预增 20~30%, 客户份额稳健提升》——2024-07-19
- 《华利集团(300979.SZ)-一季度收入增长 30%, 毛利率净利率显著提升》——2024-04-26

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3620	3879	5457	6571	7983	营业收入	20569	20114	24006	27694	31947
应收款项	3164	3782	3918	4662	5533	营业成本	15250	14967	17513	20248	23344
存货净额	2464	2741	3273	3614	4290	营业税金及附加	3	5	6	6	7
其他流动资产	261	373	404	443	547	销售费用	77	70	96	110	127
流动资产合计	11504	13118	15394	17633	20696	管理费用	772	689	1223	1435	1652
固定资产	4221	4796	5303	5709	6015	研发费用	291	309	312	360	415
无形资产及其他	437	557	536	515	493	财务费用	(65)	(89)	(82)	(122)	(173)
投资性房地产	949	976	976	976	976	投资收益	68	52	62	72	83
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(143)	(180)	(208)
资产总计	17110	19447	22209	24833	28181	其他收入	(60)	50	113	24	24
短期借款及交易性金融负债	733	791	1000	1000	1000	营业利润	4105	4056	4972	5572	6474
应付款项	1502	1793	2140	2315	2786	营业外净收支	(15)	(20)	(24)	(27)	(32)
其他流动负债	1507	1585	1861	2147	2511	利润总额	4090	4036	4948	5545	6443
流动负债合计	3743	4169	5001	5462	6298	所得税费用	862	836	1108	1241	1442
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	172	162	172	183	195	归属于母公司净利润	3228	3200	3841	4304	5001
长期负债合计	172	162	172	183	195	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3915	4331	5172	5644	6492	净利润	3228	3200	3841	4304	5001
少数股东权益	0	7	7	7	7	资产减值准备	93	(78)	47	13	11
股东权益	13195	15109	17029	19181	21681	折旧摊销	564	662	480	578	652
负债和股东权益总计	17110	19447	22209	24833	28181	公允价值变动损失	143	208	143	180	208
关键财务与估值指标						财务费用	(65)	(89)	(82)	(122)	(173)
每股收益	2.77	2.74	3.29	3.69	4.29	营运资本变动	(657)	(755)	(18)	(640)	(792)
每股红利	1.15	1.25	1.65	1.84	2.14	其它	(93)	78	(47)	(13)	(11)
每股净资产	11.31	12.95	14.59	16.44	18.58	经营活动现金流	3277	3316	4445	4422	5069
ROIC	31%	27%	29%	31%	34%	资本开支	0	(919)	(1156)	(1156)	(1156)
ROE	24%	21%	23%	22%	23%	其它投资现金流	(125)	(347)	0	0	0
毛利率	26%	26%	27%	27%	27%	投资活动现金流	(125)	(1266)	(1156)	(1156)	(1156)
EBIT Margin	20%	20%	20%	20%	20%	权益性融资	188	7	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	22%	22%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-2%	19%	15%	15%	支付股利、利息	(1345)	(1463)	(1920)	(2152)	(2500)
净利润增长率	17%	-1%	20%	12%	16%	其它融资现金流	(1439)	1129	209	0	0
资产负债率	23%	22%	23%	23%	23%	融资活动现金流	(3940)	(1791)	(1712)	(2152)	(2500)
息率	1.8%	1.9%	2.5%	2.9%	3.3%	现金净变动	(788)	259	1577	1114	1412
P/E	23.4	23.6	19.6	17.5	15.1	货币资金的期初余额	4408	3620	3879	5457	6571
P/B	5.7	5.0	4.4	3.9	3.5	货币资金的期末余额	3620	3879	5457	6571	7983
EV/EBITDA	16.6	16.7	15.0	13.2	11.6	企业自由现金流	0	2244	3093	3095	3691
						权益自由现金流	0	3373	3382	3128	3732

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 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