

# 华利集团 (300979.SZ)

## 量价共同驱动下，四季度收入预计同比增长 12%

### ◆ 公司研究 · 公司快评

证券分析师：**丁诗洁**  
 证券分析师：**关竣尹**  
 证券分析师：**刘佳琪**

0755-81981391  
 0755-81982834  
 010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn  
 guanjunyin@guosen.com.cn  
 liujiaqi@guosen.com.cn

### ◆ 投资评级：买入(维持评级)

执证编码：S0980520040004  
 执证编码：S0980523110002  
 执证编码：S0980523070003

### 事项：

公司公告：2024年3月14日，公司公布2023年度业绩快报，预计公司实现收入201.1亿元，同比-2.2%；归母净利润为32.0亿元，同比-0.9%；扣非后归母净利润为31.8亿元，同比+0.4%。

**国信纺服观点：**1) **2023年业绩：**2023年运动鞋品牌客户处于去库存周期致公司收入下滑，营业利润率与归母净利率小幅提升；拆分量价来看，公司销售运动鞋1.90亿双，同比-13.8%；Asp为15.0美元，同比+8.8%。2) **四季度业绩：**四季度收入同比正向增长11.7%至58.1亿元，归母净利润同比+16.7%至9.1亿元；拆分量价来看，四季度销售运动鞋0.54亿双，同比+5.3%；Asp为15.1美元，同比+5.9%。3) **风险提示：**产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险；4) **投资建议：业绩好于同行、下游品牌去库好转，看好后续订单回暖与产能扩张支撑业绩成长。**2023年下游品牌去库存对供应商普遍大幅砍单，公司在订单降幅好于同行及Asp逆势提升双重因素推动下，2023全年收入降幅明显好于同行，并于四季度率先实现订单量和收入的正向增长。短期随下游品牌客户去库完成，预计公司基本面与未来订单逐季回暖，2024年订单和业绩增长确定性强。中长期成长性与确定性兼备，估值有望回升到疫情前头部运动代工企业25x估值中枢。根据公司业绩预告出色的销售和盈利表现，我们小幅上调2023年盈利预测，预计公司2023~2025年净利润分别为32.0/37.1/43.6亿元（2023年前值为31.4亿元），同比-0.9%/16.0%/17.5%，维持73.1~79.5元的合理估值区间，对应2024年23-25x PE，维持“买入”评级。

### 评论：

#### ◆ 2023年运动鞋品牌客户处于去库存周期致公司收入下滑，四季度收入同比正向增长11.7%

2023年公司收入201.1亿元，同比-2.2%，消费者对于运动鞋的消费需求仍旺盛，但是由于部分运动鞋品牌客户处于去库存周期以及国际经济形势的不确定性，对公司的订单产生不利影响；营业利润40.7亿元，同比-0.9%，营业利润率20.2%，同比提升0.27个百分点；归母净利润32.0亿元，同比-0.9%，净利率15.9%，同比提升0.21个百分点。

拆分量价来看，公司销售运动鞋1.90亿双，同比-13.8%；Asp约为105.8元人民币，同比+13.7%，单价提升一方面来自于品牌结构变化及高单价产品占比提升，另一方面来自于汇率贡献，以季度平均汇率推算，美元角度Asp为15.0美元，同比+8.8%。

图1: 公司年度收入与变化情况



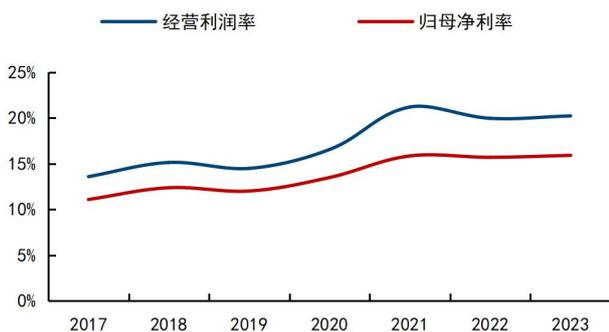
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司年度归母净利润与变化情况



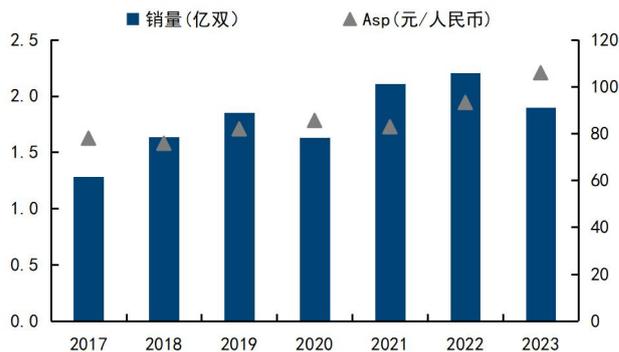
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司营业利润率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

四季度伴随大部分下游品牌去库基本完成, 公司收入恢复正向增长, 同比+11.7%至 58.1 亿元, 增速好于同行; 营业利润同比+21.4%至 12.2 亿元, 营业利润率 21.0%, 同比+1.7 百分点; 归母净利润 9.1 亿元, 同比+16.7%, 净利率 15.7%, 同比+0.7 百分点。净利率提升预计主要受公司持续改善成本费用、产能利用率恢复带动。

拆分量价来看, 四季度公司销售运动鞋 0.54 亿双, 同比+5.3%, 从 2023 一季度以来, 销售量下滑幅度逐季收窄, 四季度转正; Asp 约为 107.5 元, 同比+6.2%; 以季度平均汇率推算, 美元角度 Asp 为 15.1 美元, 同比+5.9%。

图5: 公司季度收入与变化情况



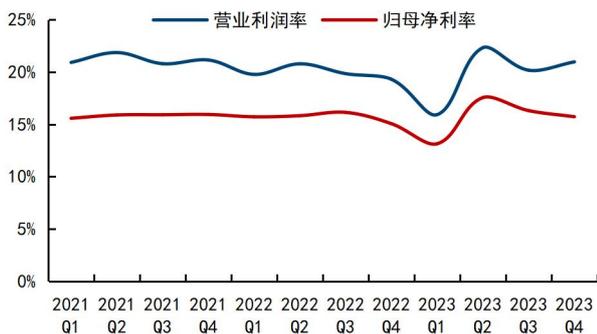
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度业绩预变化情况



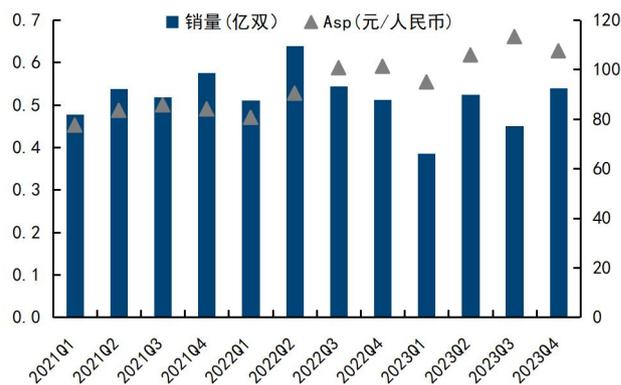
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司季度营业利润率与净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司季度鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 业绩好于同行、下游品牌去库好转, 看好后续订单回暖与产能扩张支撑业绩成长

2023年下游品牌去库存对供应商普遍大幅砍单,公司在订单降幅好于同行及Asp逆势提升双重因素推动下,2023全年收入降幅明显好于同行,并于四季度率先实现订单量和收入的正向增长。近几年不论行业需求景气度起落,公司持续印证份额成长逻辑。短期随下游品牌客户去库完成,预计公司基本面与未来订单逐季回暖,2024年订单和业绩增长确定性强。中长期成长性与确定性兼备,公司产能扩张为未来需求恢复储备较好弹性,预计年增2-3个工厂,公司中长期扩张市场份额前景明确。估值有望回升到疫情前头部运动代工企业25x估值中枢。

根据公司业绩预告出色的销售和盈利表现,我们小幅上调2023年盈利预测,预计公司2023~2025年净利润分别为32.0/37.1/43.6亿元(2023年前值为31.4亿元),同比-0.9%/16.0%/17.5%,维持73.1~79.5元的合理估值区间,对应2024年23-25x PE,维持“买入”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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,470	20,569	20,114	23,164	26,866
(+/-%)	25.4%	17.7%	-2.21%	15.2%	16.0%
净利润(百万元)	2768	3228	3199	3710	4360
(+/-%)	47.3%	16.6%	-0.88%	16.0%	17.5%
每股收益(元)	2.37	2.77	2.74	3.18	3.74
EBIT Margin	21.7%	20.4%	20.1%	20.8%	21.0%
净资产收益率(ROE)	25.3%	24.5%	21.6%	22.3%	23.2%
市盈率(PE)	23.5	20.2	20.3	17.5	14.9
EV/EBITDA	16.7	14.5	15.4	13.0	11.1
市净率(PB)	5.96	4.93	4.40	3.91	3.46

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值(人民币亿元)
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E			
300979.SZ	华利集团	买入	55.78	2.77	2.74	3.18	3.74	20.2	20.3	17.5	14.9	16.73%	1.05	650.95
可比公司														
2313.HK	申洲国际	买入	63.25	3.04	3.08	3.68	4.38	20.8	20.5	17.2	14.4	19.25%	0.89	950.71
9910.TW	丰泰企业	无评级	38.09	2.21	1.3	1.95	2.19	17.2	29.3	19.5	17.4	29.79%	0.66	376.16
1476.TW	儒鸿	无评级	132.07	5.63	4.34	5.42	6.26	23.5	30.4	24.4	21.1	20.10%	1.21	362.36
1477.TW	聚阳实业	无评级	90.67	3.5	3.69	4.14	4.7	25.9	24.6	21.9	19.3	12.86%	1.70	219.29
0Q26.L	耐克	无评级	728.73	23.63	27.52	32.23	37.34	30.8	26.5	22.6	19.5	16.48%	1.37	11,041.13

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

#### ◆ 风险提示

产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

#### 相关研究报告:

- 《华利集团(300979.SZ)-第三季度净利润下滑6%,毛利率回升》——2023-10-28
- 《华利集团(300979.SZ)-运动品牌核心供应商,份额扩张驱动增长》——2023-10-23
- 《华利集团(300979.SZ)-二季度收入降幅收窄,产品单价显著提升》——2023-08-18
- 《华利集团(300979.SZ)-二季度收入降幅环比收窄,净利率同比提升》——2023-08-03
- 《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》——2023-04-28

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	4408	3620	4711	5135	6043	营业收入	17470	20569	20114	23164	26866
应收款项	2580	3164	2895	3439	3996	营业成本	12712	15250	15041	17125	19764
存货净额	2671	2464	2878	3212	3556	营业税金及附加	3	3	4	5	6
其他流动资产	336	261	295	360	384	销售费用	65	77	79	91	106
<b>流动资产合计</b>	<b>11865</b>	<b>11504</b>	<b>12775</b>	<b>14141</b>	<b>15975</b>	管理费用	686	772	658	802	954
固定资产	3383	4221	5253	6190	6998	研发费用	234	291	305	352	408
无形资产及其他	279	437	420	404	387	财务费用	(46)	(65)	(82)	23	27
投资性房地产	652	949	949	949	949	投资收益	25	68	58	66	77
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(119)	(137)	(159)
<b>资产总计</b>	<b>16179</b>	<b>17110</b>	<b>19398</b>	<b>21683</b>	<b>24309</b>	其他收入	4	5	21	21	22
短期借款及交易性金融负债	1919	733	1000	1000	1000	营业利润	3702	4105	4067	4716	5541
应付款项	1835	1502	1858	2090	2264	营业外净收支	(17)	(15)	(20)	(23)	(26)
其他流动负债	1329	1507	1563	1750	2010	<b>利润总额</b>	<b>3684</b>	<b>4090</b>	<b>4047</b>	<b>4693</b>	<b>5515</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>5083</b>	<b>3743</b>	<b>4421</b>	<b>4840</b>	<b>5274</b>	所得税费用	917	862	848	983	1155
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	182	193	205	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2768</b>	<b>3228</b>	<b>3199</b>	<b>3710</b>	<b>4360</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>170</b>	<b>172</b>	<b>182</b>	<b>193</b>	<b>205</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>5253</b>	<b>3915</b>	<b>4603</b>	<b>5033</b>	<b>5479</b>	净利润	2768	3228	3199	3710	4360
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	30	93	80	45	47
股东权益	10927	13195	14795	16650	18830	折旧摊销	432	564	470	584	688
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16179</b>	<b>17110</b>	<b>19398</b>	<b>21683</b>	<b>24309</b>	公允价值变动损失	143	208	119	137	159
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(46)	(65)	(82)	23	27
每股收益	2.37	2.77	2.74	3.18	3.74	营运资本变动	(1094)	(657)	322	(467)	(432)
每股红利	1.03	1.15	1.37	1.59	1.87	其它	(30)	(93)	(80)	(45)	(47)
每股净资产	9.36	11.31	12.68	14.27	16.14	<b>经营活动现金流</b>	<b>2249</b>	<b>3343</b>	<b>4111</b>	<b>3965</b>	<b>4774</b>
ROIC	33%	31%	28%	30%	32%	资本开支	0	(1261)	(1686)	(1686)	(1686)
ROE	25%	24%	22%	22%	23%	其它投资现金流	(1870)	(125)	0	0	0
毛利率	27%	26%	25%	26%	26%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(1870)</b>	<b>(1387)</b>	<b>(1686)</b>	<b>(1686)</b>	<b>(1686)</b>
EBIT Margin	22%	20%	20%	21%	21%	权益性融资	(45)	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	22%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	25%	18%	-2%	15%	16%	支付股利、利息	(1197)	(1345)	(1600)	(1855)	(2180)
净利润增长率	47%	17%	-1%	16%	18%	其它融资现金流	4030	(55)	267	0	0
资产负债率	32%	23%	24%	23%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>1591</b>	<b>(2744)</b>	<b>(1333)</b>	<b>(1855)</b>	<b>(2180)</b>
息率	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	3.3%	<b>现金净变动</b>	<b>1970</b>	<b>(788)</b>	<b>1091</b>	<b>423</b>	<b>908</b>
P/E	23.5	20.2	20.3	17.5	14.9	货币资金的期初余额	2438	4408	3620	4711	5135
P/B	6.0	4.9	4.4	3.9	3.5	货币资金的期末余额	4408	3620	4711	5135	6043
EV/EBITDA	16.7	14.5	15.4	13.0	11.1	企业自由现金流	0	1960	2302	2230	3033
						权益自由现金流	0	1905	2641	2253	3058

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	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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