

2024年04月12日  
华利集团 (300979.SZ)

SDIC

公司快报

证券研究报告

其他纺织

投资评级

**买入-A**  
**维持评级**

6个月目标价

81.25元

股价 (2024-04-11)

63.08元

交易数据

总市值(百万元) 73,614.36

流通市值(百万元) 9,214.56

总股本(百万股) 1,167.00

流通股本(百万股) 146.08

12个月价格区间 39.54/63.89元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	13.3	14.4	42.4
绝对收益	11.0	20.8	27.8

陆偲聪

分析师

SAC 执业证书编号: S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

运动鞋制造劲旅, 扩张步伐  
可期 2024-02-28

## 2023 平稳收官, 2024Q1 业绩可期

### 事件:

华利集团公布 2023 年业绩报告。公司 2023 年实现收入 201.1 亿元, YoY-2.2%, 归母净利润 32.0 亿元, YoY-0.9%。经折算, 2023Q4 单季度实现收入 58.1 亿元, YoY+11.7%; 归母净利润 9.1 亿元, YoY+16.7%。公司 2023Q4 业绩符合我们的预期, 海外品牌订单修复逐步显现, 带动 2023Q4 订单修复。展望 2024Q1, 大客户耐克营收超指引, 上游皮革原材料价格增速持续放缓, 均有望带动华利集团收入和业绩实现明显增长。

### 耐克营收超指引, 利好华利 2024Q1 营收预期:

根据耐克集团 FY24Q3 财年 (截至 2024/2/28) 的财报披露, 收入同比持平, 毛利率 YoY+1.5pct。收入表现优于此前指引的“略有下滑”, 而毛利率则略低于指引的“同比提升 1.6%-1.8%”。结合起来, 我们认为营业成本的表现要优于预期, 利好上游制造端 2024Q1 的订单表现, 结合华利集团 2023Q1 的低基数表现, 我们预计华利集团 2024Q1 收入有望实现较明显增长。

### 人民币汇率保持低位, 利好 2024Q1 均价增长:

华利集团的贸易以美元结算, 因此人民币均价的表现受汇率和产品结构变化共同影响。2023 年华利产品人民币均价 105.9 元, YoY+13.9%, 同期美元兑人民币汇率 YoY+5.2%, 剔除后汇率影响后以美元计价的产品均价 YoY+8.7%, 过去 3 年均实现个位数增长。2024Q1, 美元兑人民币汇率 YoY+5.0%, 同时美国 CPI 增长率仍处于较高水平, 我们认为华利集团 2024Q1 的均价预计仍将出现较明显增长。

### 原材料价格增速放缓, 利好 2024Q1 毛利率增长:

根据我们前期发布的深度报告《运动鞋制造劲旅, 扩张步伐可期》中介绍, 由国家统计局披露的月度皮革 PPI 数据经季度均值调整后, 与华利单双鞋子生产成本的增长率之间, 存在较明显的相关关系。由此, 可通过观察皮革 PPI 数据来推测华利生产成本的变化情况。根据国家统计局的最新数据, 皮革 PPI 2024Q1 均值为 102.3, 结合 2023 年趋势来看呈增速放缓趋势, 由此可预计华利 2024Q1 单双生产成本同比或有小幅上涨。结合均价增长预期看, 2024Q1 均价增速或将快于成本增速, 因此毛利率或将同比提升。

### 投资建议:

华利集团是运动鞋制造领先企业, 产业链完整, 与多家全球知名运动品牌建立多年合作关系。运动鞋产业景气度高, 制造端龙头效应强, 华利作为头部企业有望获得份额提升。维持买入-A 的投资评级, 给予公司 2024 年 25x PE, 6 个月目标价为 81.25 元/股。

目 风险提示：国际贸易风险、劳动力成本上升风险、宏观经济波动导致的假设不及预期风险。

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	20,569.3	20,113.7	21,845.7	24,231.3	27,104.7
净利润	3,228.0	3,200.2	3,793.4	4,277.7	4,630.0
每股收益(元)	2.77	2.74	3.25	3.67	3.97
每股净资产(元)	11.31	12.95	14.86	16.70	18.68

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	22.9	23.1	19.5	17.3	16.0
市净率(倍)	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4
净利润率	15.7%	15.9%	17.4%	17.7%	17.1%
净资产收益率	24.5%	21.2%	21.9%	22.0%	21.2%
股息收益率	1.9%	0.0%	2.6%	2.9%	3.1%
ROIC	53.9%	42.7%	42.7%	42.3%	39.2%

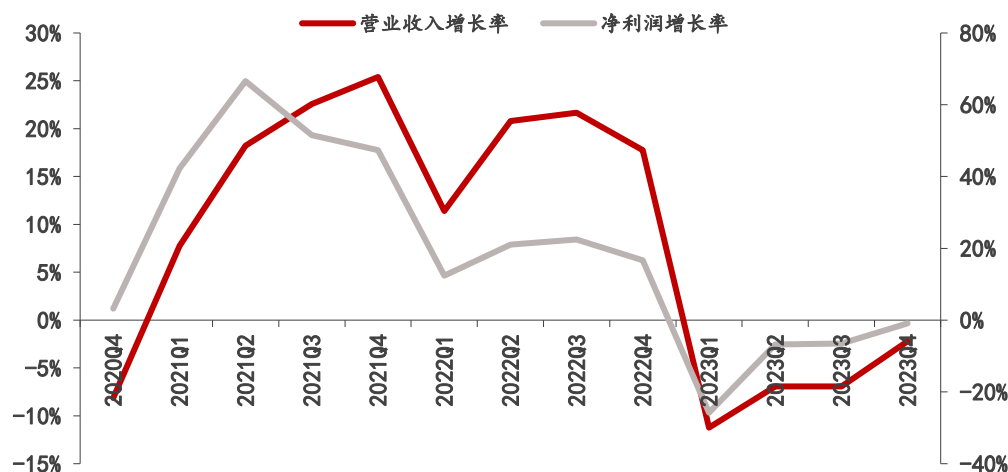
数据来源：Wind 资讯，国投证券研究中心预测

表1：单季度财务指标分析

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4
营业收入增长率	11.4%	20.8%	21.7%	17.7%	-11.2%	-6.9%	-6.9%	-2.2%
营业成本增长率	17.2%	24.7%	25.0%	20.0%	-8.5%	-4.8%	-6.1%	-1.9%
毛利率	25.6%	26.3%	25.9%	25.9%	23.3%	24.6%	25.3%	25.6%
毛利率(当季)	25.6%	26.8%	25.1%	25.8%	23.3%	25.4%	26.5%	26.4%
销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%
管理费用率	3.7%	4.2%	4.2%	3.8%	3.4%	3.0%	3.5%	3.4%
研发费用率	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.5%
财务费用率	-0.3%	-0.8%	-1.0%	-0.3%	0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.4%
四费/营业收入	5.4%	5.3%	5.1%	5.2%	6.7%	4.2%	4.9%	4.9%
净利润增长率	12.4%	21.0%	22.5%	16.6%	-25.8%	-6.8%	-6.5%	-0.9%
净利润率	15.7%	15.8%	15.9%	15.7%	13.1%	15.8%	16.0%	15.9%

资料来源：Wind，国投证券研究中心

图1. 收入与净利润增长率 (%)



资料来源：Wind，国投证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,569.3	20,113.7	21,845.7	24,231.3	27,104.7	<b>成长性</b>					
减:营业成本	15,250.3	14,967.3	15,932.3	17,582.2	19,953.0	营业收入增长率	17.7%	-2.2%	8.6%	10.9%	11.9%
营业税费	3.4	4.7	5.1	5.6	6.3	营业利润增长率	10.9%	-1.2%	16.9%	12.8%	8.2%
销售费用	77.4	70.0	87.4	84.8	89.4	净利润增长率	16.6%	-0.9%	18.5%	12.8%	8.2%
管理费用	772.0	688.9	764.6	823.9	840.2	EBITDA 增长率	16.0%	-2.5%	7.1%	15.9%	10.0%
研发费用	290.9	309.0	336.4	339.2	374.0	EBIT 增长率	14.4%	-5.0%	10.5%	14.3%	8.3%
财务费用	-64.6	-88.6	-21.8	48.5	54.2	NOPLAT 增长率	16.1%	-1.3%	20.0%	14.3%	8.3%
资产减值损失	-227.5	-149.8	-	-	-	投资资本增长率	24.5%	20.0%	15.6%	16.8%	11.7%
加:公允价值变动收益	24.1	-6.0	-	-	-	净资产增长率	20.8%	14.6%	14.8%	12.3%	11.9%
投资和汇兑收益	68.2	52.0	-	-	-						
营业利润	4,104.8	4,056.0	4,741.7	5,347.2	5,787.5	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-14.8	-19.8	-	-	-	毛利率	25.9%	25.6%	27.1%	27.4%	26.4%
利润总额	4,090.0	4,036.1	4,741.7	5,347.2	5,787.5	营业利润率	20.0%	20.2%	21.7%	22.1%	21.4%
减:所得税	862.0	835.9	948.3	1,069.4	1,157.5	净利润率	15.7%	15.9%	17.4%	17.7%	17.1%
净利润	3,228.0	3,200.2	3,793.4	4,277.7	4,630.0	EBITDA/营业收入	24.6%	24.5%	24.2%	25.3%	24.8%
						EBIT/营业收入	21.9%	21.2%	21.6%	22.3%	21.6%
						<b>运营效率</b>					
<b>资产负债表</b>						固定资产周转天数	58	67	71	78	80
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	46	57	60	62	65
货币资金	3,620.2	3,879.4	4,005.8	4,427.0	5,349.2	流动资产周转天数	204	220	219	212	211
交易性金融资产	1,995.5	2,342.1	2,342.1	2,342.1	2,342.1	应收帐款周转天数	50	62	65	65	67
应收帐款	3,164.2	3,782.5	4,106.2	4,644.0	5,445.0	存货周转天数	45	47	44	44	43
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	291	327	332	329	327
预付帐款	58.6	64.8	76.8	99.0	122.7	投资资本周转天数	116	145	157	165	168
存货	2,463.5	2,741.3	2,569.5	3,291.3	3,138.0						
其他流动资产	202.1	308.0	308.0	308.0	308.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.5%	21.2%	21.9%	22.0%	21.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.9%	16.5%	18.2%	18.2%	17.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	53.9%	42.7%	42.7%	42.3%	39.2%
投资性房地产	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3	<b>费用率</b>					
固定资产	3,654.8	3,814.0	4,790.2	5,666.5	6,412.8	销售费用率	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.3%
在建工程	565.7	981.6	990.8	945.4	872.7	管理费用率	3.8%	3.4%	3.5%	3.4%	3.1%
无形资产	436.8	557.3	661.1	755.1	839.4	研发费用率	1.4%	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	944.2	971.5	971.5	971.5	971.5	财务费用率	-0.3%	-0.4%	-0.1%	0.2%	0.2%
资产总额	17,110.3	19,446.8	20,826.4	23,454.2	25,805.8	四费/营业收入	5.2%	4.9%	5.3%	5.4%	5.0%
短期债务	683.0	733.3	-	-	-	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	1,517.5	1,827.5	1,691.1	2,191.8	2,214.7	资产负债率	22.9%	22.3%	16.7%	16.9%	15.5%
应付票据	12.4	0.1	13.2	1.5	15.2	负债权益比	29.7%	28.6%	20.0%	20.3%	18.3%
其他流动负债	1,529.9	1,608.4	1,608.4	1,608.4	1,608.4	流动比率	3.07	3.15	4.05	3.97	4.35
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.42	2.49	3.27	3.11	3.53
其他非流动负债	171.9	161.5	161.5	161.5	161.5	利息保障倍数	-69.58	-48.22	-216.06	111.34	107.76
负债总额	3,914.8	4,330.7	3,474.2	3,963.2	3,999.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	7.1	7.1	7.1	7.1	DPS(元)	1.20	-	1.63	1.83	1.98
股本	1,167.0	1,167.0	1,167.0	1,167.0	1,167.0	分红比率	43.4%	0.0%	50.0%	50.0%	50.0%
留存收益	12,481.6	14,281.4	16,178.1	18,316.9	20,631.9	股息收益率	1.9%	0.0%	2.6%	2.9%	3.1%
股东权益	13,195.4	15,116.1	17,352.2	19,491.0	21,806.0						
						<b>现金流量表</b>					
						(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
						净利润	3,228.0	3,200.2	3,793.4	4,277.7	4,630.0
						加:折旧和摊销	689.5	818.8	560.7	725.1	892.1
						资产减值准备	227.5	149.8	-	-	-
						公允价值变动损失	-24.1	6.0	-	-	-
						财务费用	-173.2	-75.6	-21.8	48.5	54.2
						投资收益	-68.2	-52.0	-	-	-
						少数股东损益	-	-	-	-	-
						营运资金的变动	-495.0	-396.0	-287.1	-792.8	-634.9
						经营活动产生现金流量	3,503.4	3,694.4	4,045.1	4,258.5	4,941.4
						投资活动产生现金流量	-2,025.4	-1,820.9	-1,650.0	-1,650.0	-1,650.0
						融资活动产生现金流量	-2,722.7	-1,962.7	-2,268.8	-2,187.3	-2,369.2
						<b>业绩和估值指标</b>					
						EPS(元)	2.77	2.74	3.25	3.67	3.97
						BVPS(元)	11.31	12.95	14.86	16.70	18.68
						PE(X)	22.9	23.1	19.5	17.3	16.0
						PB(X)	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4
						P/FCF	124.7	41.4	43.9	28.9	22.8
						P/S	3.6	3.7	3.4	3.1	2.7
						EV/EBITDA	12.0	11.2	12.6	10.8	9.7
						CAGR(%)	9.8%	13.1%	11.1%	9.8%	13.1%
						PEG	2.3	1.8	1.8	1.8	1.2
						ROIC/WACC	10.7	8.5	8.5	8.4	7.8
						REP	0.8	0.7	0.8	0.7	0.6

资料来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

## 目 公司评级体系

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 目 免责声明

本报告仅供国投证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国投证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

国投证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 国投证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 119 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518046

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034