

华利集团 (300979.SZ)

2023 年销量逐季改善，单价持续上行，净利率逆势提升

2024 年 04 月 14 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（联系人）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790122070037

日期	2024/4/12
当前股价(元)	63.00
一年最高最低(元)	64.96/39.35
总市值(亿元)	735.21
流通市值(亿元)	92.03
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	1.46
近 3 个月换手率(%)	90.46

● 2023 年净利率逆势提升，精细化管理优势突出，维持“买入”评级

2023 年公司收入 201.14 亿元（同比-2.2%，下同）主要由于部分客户去库存影响订单，归母净利润 32 亿元（-0.9%）。分季度看，2023Q1-Q4 分别营收 36.61/55.51/50.97/58.05 亿元，同比-11.2%/-3.9%/-6.9%/+11.7%，Q4 重新恢复双位数增长。我们上调 2024 年，维持 2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润为 37.3/43.6/50.2 亿元（原为 37.1/43.6 亿元），对应 EPS 为 3.2/3.7/4.3 元，当前股价对应 PE 为 19.7/16.9/14.6 倍，继续维持“买入”评级。

● 2023 年呈量减价增趋势，2023Q4 订单重回双位数增长，新客户出货表现亮眼
拆分量价：2023 年销量 1.9 亿双（-13.9%），人民币单价 105.9 元（+13.6%），预计美元单价提升 8.7% 至 14.99 美金，单价提升主要系产品结构升级。分季度看：2023Q4 销量增速转正，Q1-Q4 销量分别为 0.39/0.52/0.45/0.54 亿双，同比 -24.7%/-17.8%/-17%/+5.2%；各季度价增持续，人民币单价分别同比 +17.8%/+16.9%/+12.2%/+6.2%。分客户：前五大客户收入合计 165.68 亿元（-8.9%），分别为 76.09/40.6/23.67/14.03/11.3 亿元，同比-3.95%/+2.6%/-30.67%/-37.1%/-9.8%，占比 37.83%/20.2%/11.8%/6.97%/5.6%，占比 82.37%（-9pct），体现新品牌订单增长较好，预计锐步品牌表现好于预期。分地区：美国、欧洲、其他地区营收分别为 172.74/24.63/3.4 亿元，同比-0.27%/-12.30%/-13.92%，占比 85.88%/12.25%/1.69%。

● 2023 年精细化管理下盈利能力稳健，预计 2024 年海外工厂投产扩充产能

（1）盈利能力：2023 年毛利率 25.6%（-0.3pct）、净利率 15.9%（+0.2pct），费用率略有下降，销售/管理/研发/财务费用率为 0.35%/3.43%/1.5%/-0.4%，同比 -0.03/-0.33/+0.12/-0.13pct，2023Q1-Q4 毛利率为 23.34%/25.43%/26.5%/26.4%，2023H2 毛利率随客户去库存收尾改善。（2）营运能力：截至 2023 年底，随在手订单、库存商品及发出商品增加，存货+11.3%至 27.4 亿元，存货周转天数 66 天（+5），应付账款周转天数 39.5 天（+0.5），应收账款周转天数 61.6 天（+12.6）；经营性现金流量净额 36.94 亿元（+5.5%），处于健康水平。（3）产能及规划：截至 2023 年底，总产能为 2.2 亿双，产能利用率 87%（-4.3ct），员工人数 15.75 万人（+1.3%）。预计 2024H1 越南 2 家新工厂（成品鞋及半成品厂）、印尼 1 家成品鞋厂逐步投产，2024H2 仍有新工厂预计投产，产能储备充足。2023 年资本开支 11.55 亿元，预计未来资本开支水平保持在每年 10-15 亿元。

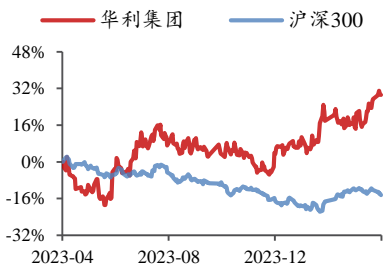
● 风险提示：下游客户去库存不及预期、欧美需求疲软。

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	23,321	26,986	31,059
YOY(%)	17.7	-2.2	15.9	15.7	15.1
归母净利润(百万元)	3,228	3,200	3,725	4,355	5,024
YOY(%)	16.6	-0.9	16.4	16.9	15.4
毛利率(%)	25.9	25.6	25.7	25.9	26.0
净利率(%)	15.7	15.9	16.0	16.1	16.2
ROE(%)	24.5	21.2	19.8	19.4	18.5
EPS(摊薄/元)	2.77	2.74	3.19	3.73	4.31
P/E(倍)	22.8	23.0	19.7	16.9	14.6
P/B(倍)	5.6	4.9	3.9	3.3	2.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2023Q4 如期迎来拐点，精细化管理优势显著—公司信息更新报告》
-2024.3.17

《2023Q3 销量降幅收窄，期待低基数下边际改善—公司信息更新报告》
-2023.11.1

《2023Q2 业绩环比改善，期待 H2 边际复苏—公司信息更新报告》
-2023.8.18

目 录

1、 2023 年净利率逆势提升，精细化管理优势突出.....	3
1.1、 收入端：2023 年营收略有下降，新品牌订单增长强劲.....	3
1.2、 盈利能力：毛利率略有下降，精细化管理下净利率提升.....	4
1.3、 营运能力：2023Q4 订单改善带动存货提升，现金情况良好.....	4
2、 盈利预测与投资建议.....	5
3、 风险提示.....	5
附： 财务预测摘要.....	6

图表目录

图 1： 2023 年公司实现收益 201.14 亿元（-2.2%）.....	3
图 2： 2023 年归母净利润 32 亿元（-0.9%）.....	3
图 3： 前五大客户在 2023 年合计贡献 165.68 亿元.....	3
图 4： 2023 年第一大客户销售额降低（亿元）.....	3
图 5： 2023 年公司毛利额 51.46 亿元，毛利率 25.6%.....	4
图 6： 2023 年各费用率呈现整体下降的趋势.....	4
图 7： 截至 2023 年，存货 27.41 亿，存货周转天数 66 天.....	5
图 8： 2023 年应付账款周转天数 39.5 天.....	5
图 9： 2023 年应收账款周转天数 61.6 天.....	5
图 10： 2023 年经营性现金流净额 36.94 亿元（+5.5%）.....	5

1、2023 年净利率逆势提升，精细化管理优势突出

1.1、收入端：2023 年营收略有下降，新品牌订单增长强劲

2023 年公司实现收入 201.14 亿元 (-2.2%)，归母净利润 32 亿元 (-0.9%)。2023Q1-Q4 分别营收 36.61/55.51/50.97/58.05 亿元，同比-11.2%/-3.9%/-6.9%/+11.7%。Q1-Q3 营收同比减少主要系部分运动鞋品牌客户仍处于去库存周期以及国际经济形势的不确定性，在短期内对公司的订单产生一定的影响，随着运动品牌的产品库存水平趋于正常，公司订单 2023Q4 恢复增长。

拆分量价：2023 年销售量 1.9 亿双 (-13.9%)，人民币单价 105.86 元 (+13.6%)，美金单价提升 8.7% 至 14.99 美金。**分季度看：**(1) 量：2023Q4 销量增速转正，2023Q1-Q4 销量分别为 0.39/0.52/0.45/0.54 亿双，同比-24.7%/-17.8%/-17%/+5.2%；(2) 价：各季度价增持续，人民币平均出货价分别为 94/107/113/108 元，同比+17.8%/+16.9%/+12.2%/+6.2%。

图1：2023 年公司实现收益 201.14 亿元 (-2.2%)

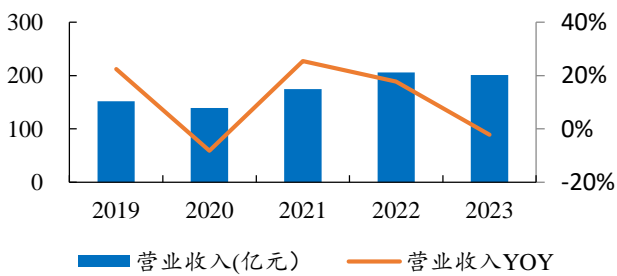
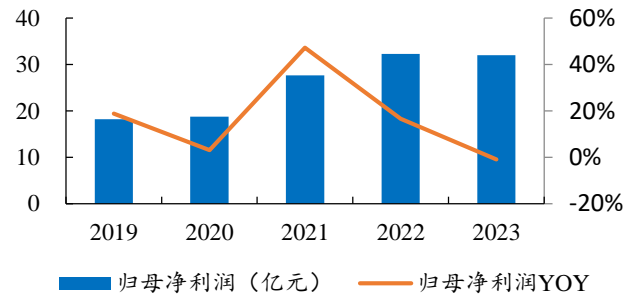


图2：2023 年归母净利润 32 亿元 (-0.9%)



数据来源：Wind，开源证券研究所

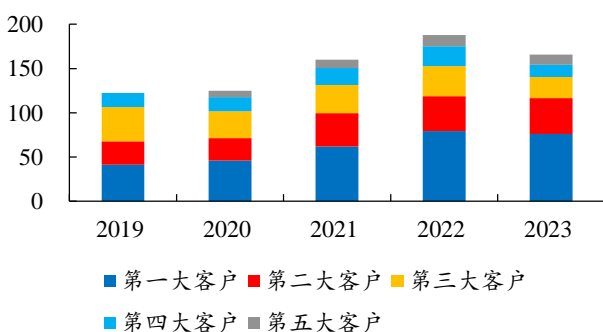
数据来源：Wind，开源证券研究所

分客户看：CR5 客户收入占比下降，体现新品牌订单强劲。

2023 年公司前 5 大客户收入合计 165.68 亿元，占比 82.37% (-9pct)。前五大客户 2023 年销售额分别为 76.09/40.6/23.67/14.03/11.3 亿元，同比 -3.95%/+2.64%/-30.67%/-37.05%/-9.8%，占比 37.83%/20.18%/11.77%/6.97%/5.62%。

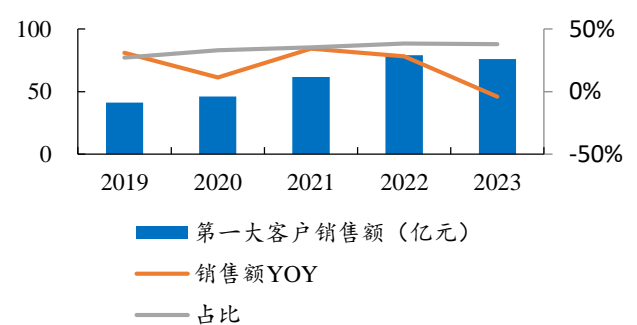
除前五大客户之外的其他客户合计销售额为 35.45 亿元，同比+97.3%，占比 17.63% (+9pct)，占比提升明显，其中锐步品牌表现良好。

图3：前五大客户在 2023 年合计贡献 165.68 亿元



数据来源：Wind，开源证券研究所

图4：2023 年第一大客户销售额降低（亿元）



数据来源：Wind，开源证券研究所

(2) 分品类看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他营收 178.07/13.54/9.17 亿元，同比-3.64%/+30.45%/-9.01%，占比 88.53%/6.73%/4.56%。

(3) 分地区看，美国、欧洲、其他地区营收均下跌，营收分别为 172.74/24.63/3.4 亿元，同比-0.27%/-12.30%/-13.92%，占比 85.88%/12.25%/1.69%

1.2、盈利能力：毛利率略有下降，精细化管理下净利率提升

(1) 盈利能力：毛利率略有下降

2023 年，公司毛利额为 51.46 亿元 (-3.2%)，毛利率 25.6% (-0.3pct)。

分产品看，运动凉鞋/拖鞋及其他品类毛利率增长明显。运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他的毛利率 26.07%/18.68%/24.19%，同比-0.65/+2.2/+5.6pct。

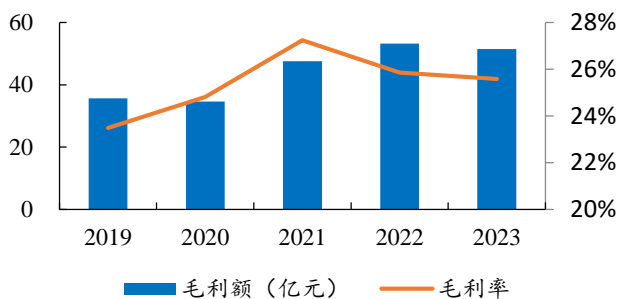
分地区看，其他地区毛利率略有上升。美国、欧洲、其他地区毛利率 25.78%/24.01%/20.99%，同比-0.45/-0.37/+3.81pct。

(2) 费用端：研发费用提升，费用率保持稳定

2023 年期间费用为 9.79 亿元，同比-0.4%，占营收 4.9%，其中销售费用/管理费用/研发费用/财务费用分别为 0.7/6.89/3.09/-0.89 亿元，同比-9.52%/-10.76%/+6.25%/+37.08%，研发费用增加主要系公司根据新客户的拓展计划和进度增加了研发人员，财务费用减少主要由于定期存款增加利息收入。

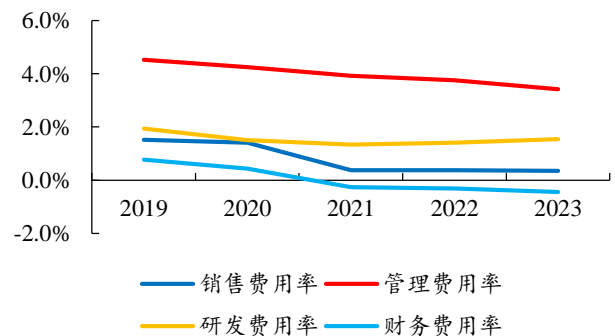
2023 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率为 0.35%/3.43%/1.5%/-0.4%，同比-0.03/-0.33/+0.12/-0.13pct，管理费用率下降明显。

图5：2023 年公司毛利额 51.46 亿元，毛利率 25.6%



数据来源：Wind，开源证券研究所

图6：2023 年各费用率呈现整体下降的趋势

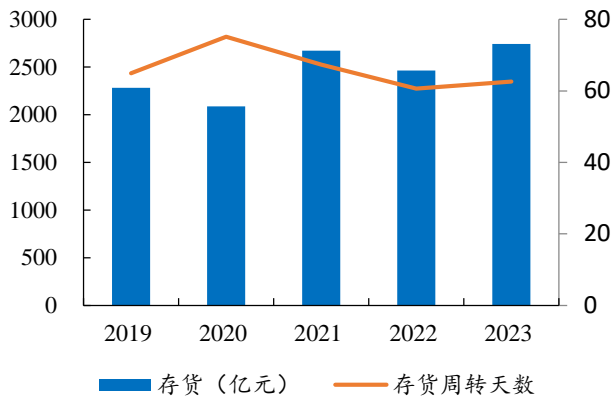


数据来源：Wind，开源证券研究所

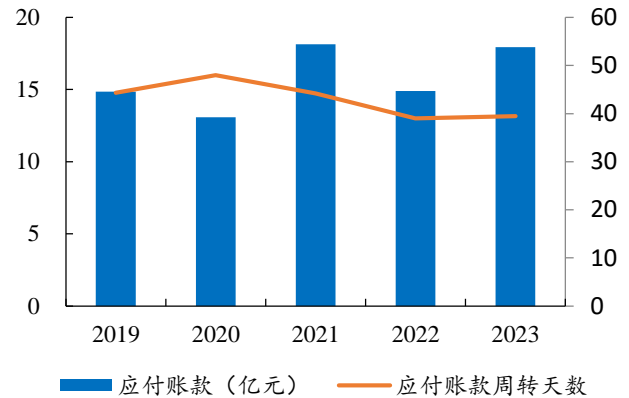
1.3、营运能力：2023Q4 订单改善带动存货提升，现金情况良好

截至 2023 年底，公司存货 27.41 亿 (+11.3%)，存货周转天数 66 天 (+5 天)，存货增加主要系期末在手订单增加，库存商品及发出商品增加。

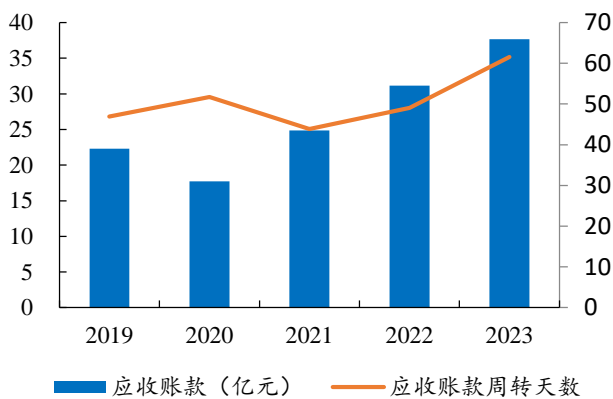
截至 2023 年底，公司应付账款 17.93 亿元 (+20.3%)，应付账款周转天数 39.5 天 (+0.5 天)，应收账款 37.65 亿元 (+20.9%)，应收账款周转天数 61.6 天 (+12.6 天)，经营性现金流量净额 36.94 亿元 (+5.5%)。

图7：截至 2023 年，存货 27.41 亿，存货周转天数 66 天


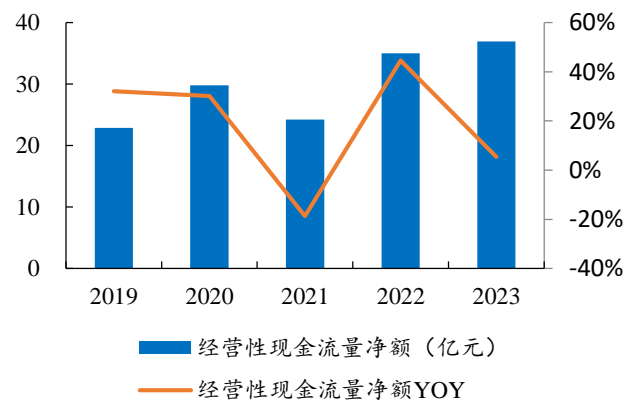
数据来源：Wind，开源证券研究所，左轴为存货，右轴为存货周转天数

图8：2023 年应付账款周转天数 39.5 天


数据来源：Wind，开源证券研究所，左轴为应付账款，右轴为应付账款周转天数

图9：2023 年应收账款周转天数 61.6 天


数据来源：Wind，开源证券研究所，左轴为应收账款，右轴为应收账款周转天数

图10：2023 年经营性现金流净额 36.94 亿元 (+5.5%)


数据来源：Wind，开源证券研究所

2、盈利预测与投资建议

2023 年公司收入 201.14 亿元 (-2.2%) 主要由于部分客户去库存影响订单，归母净利润 32 亿元 (-0.9%)。分季度看，2023Q1-Q4 分别营收 36.61/55.51/50.97/58.05 亿元，同比-11.2%/-3.9%/-6.9%/+11.7%，Q4 重新恢复双位数增长。我们上调 2024 年，维持 2025 年并新增 2026 年盈利预测，预计 2024-2025 年归母净利润为 37.3/43.6/50.2 亿元（原为 37.1/43.6 亿元），对应 EPS 为 3.2/3.7/4.3 元，当前股价对应 PE 为 19.7/16.9/14.6 倍，继续维持“买入”评级。

3、风险提示

下游客户去库存不及预期、欧美需求疲软。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11504	13118	17401	20664	25761	营业收入	20569	20114	23321	26986	31059
现金	3620	3879	8714	9452	14337	营业成本	15250	14967	17328	19986	22983
应收票据及应收账款	3115	3765	2775	5193	4241	营业税金及附加	3	5	5	6	7
其他应收款	50	18	105	23	110	营业费用	77	70	82	89	99
预付账款	59	65	148	73	163	管理费用	772	689	800	920	1056
存货	2464	2741	3362	3542	4467	研发费用	291	309	326	378	435
其他流动资产	2198	2650	2297	2382	2443	财务费用	-65	-89	-45	-34	-19
非流动资产	5606	6329	6346	6653	6863	资产减值损失	-227	-150	-144	-144	-144
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	5	1	1	1	1
固定资产	3655	3814	4074	4292	4454	公允价值变动收益	24	-6	-6	-6	-6
无形资产	437	557	638	712	779	投资净收益	68	52	58	40	31
其他非流动资产	1515	1957	1634	1649	1630	资产处置收益	-0	0	0	0	0
资产总计	17110	19447	23747	27317	32624	营业利润	4105	4056	4735	5532	6379
流动负债	3743	4169	4738	4654	5290	营业外收入	3	3	3	3	3
短期借款	683	733	1098	838	890	营业外支出	17	23	23	23	23
应付票据及应付账款	1502	1793	2162	2282	2856	利润总额	4090	4036	4715	5512	6359
其他流动负债	1558	1643	1479	1535	1544	所得税	862	836	990	1158	1335
非流动负债	172	162	168	167	165	净利润	3228	3200	3725	4355	5024
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	172	162	168	167	165	归属母公司净利润	3228	3200	3725	4355	5024
负债合计	3915	4331	4906	4821	5455	EBITDA	4712	4783	5353	6039	6931
少数股东权益	0	7	7	7	7	EPS(元)	2.77	2.74	3.19	3.73	4.31
股本	1167	1167	1167	1167	1167						
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704	主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
留存收益	6778	8578	11494	15377	19583	成长能力					
归属母公司股东权益	13195	15109	18834	22488	27162	营业收入(%)	17.7	-2.2	15.9	15.7	15.1
负债和股东权益	17110	19447	23747	27317	32624	营业利润(%)	10.9	-1.2	16.7	16.8	15.3
						归属于母公司净利润(%)	16.6	-0.9	16.4	16.9	15.4
						获利能力					
						毛利率(%)	25.9	25.6	25.7	25.9	26.0
						净利率(%)	15.7	15.9	16.0	16.1	16.2
						ROE(%)	24.5	21.2	19.8	19.4	18.5
						ROIC(%)	22.6	19.6	18.1	17.9	17.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	22.9	22.3	20.7	17.7	16.7
						净负债比率(%)	-21.1	-19.6	-39.8	-37.8	-49.1
						流动比率	3.1	3.1	3.7	4.4	4.9
						速动比率	2.3	2.4	2.9	3.6	3.9
						营运能力					
						总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.0
						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	3.19	3.73	4.31
						每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	3.17	4.23	2.35	5.38
						每股净资产(最新摊薄)	11.31	12.95	16.14	19.27	23.27
						估值比率					
						P/E	22.8	23.0	19.7	16.9	14.6
						P/B	5.6	4.9	3.9	3.3	2.7
						EV/EBITDA	14.6	14.3	11.9	10.4	8.4

现金流量表(百万元)					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3503	3694	4939	2740	6278
净利润	3228	3200	3725	4355	5024
折旧摊销	690	819	772	741	876
财务费用	-65	-89	-45	-34	-19
投资损失	-68	-52	-58	-40	-31
营运资金变动	-417	-450	542	-2283	418
其他经营现金流	136	266	4	1	10
投资活动现金流	-2025	-1821	-452	-1075	-1115
资本支出	1685	1155	18	267	237
长期投资	-329	-651	0	0	0
其他投资现金流	-669	-1317	-435	-808	-878
筹资活动现金流	-2723	-1963	347	-927	-278
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	-17	-667	-330
现金净增加额	-1057	-63	4835	738	4885

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

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10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