

2024年04月25日
华利集团 (300979.SZ)

SDIC

 **公司快报**

证券研究报告

其他纺织

Q1 表现亮眼，原材料成本增速放缓利好业绩表现

事件：

华利集团公布 2024Q1 业绩报告。公司 2024Q1 实现收入 47.6 亿元，YoY+30%，归母净利润 7.9 亿元，YoY+63.7%。正如我们此前年报点评中提出（《2023 平稳收官，2024Q1 业绩可期》），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、人民币汇率持续走低，均带动华利集团收入和业绩出现较明显增长。

量价齐升带动收入增长：

华利集团 2024Q1 收入 YoY+30.2%，其中均价 103.6 元 YoY+10.3%，销量 4600 万双，YoY+17.9%，量价齐升带动收入出现较明显增长。均价方面，我们在此前的报告中率先提出，华利均价的增长率可分拆为汇率增长率及产品结构变化带来的增长率。2024Q1，美元兑人民币汇率 YoY+5.0%，由此推算，产品结构变化的增长率为 5.3%，仍保持较高增长水平。若人民币汇率保持稳定，我们认为华利均价保持同比增长的态势仍将持续。

原材料成本下降推高毛利率表现：

华利集团 2024Q1 毛利率 28.4%，为历史高值，YoY+5.0pct。我们认为，华利毛利率的提升，除了与均价提升有关外，还与单双生产成本增速放缓有关系。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。根据国家统计局的最新数据，皮革 PPI 2024Q1 均值为 102.3，而华利 2024Q1 单双生产成本增长率为 3.1%，两者同呈增速放缓趋势。随着皮革 PPI 均值下降趋势依旧，华利单双生产成本增率仍有望放缓，利好毛利率表现。

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。

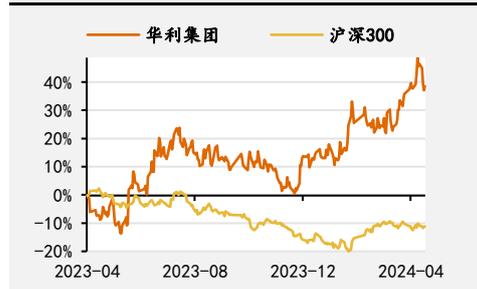
风险提示：国际贸易风险、劳动力成本上升风险、宏观经济波动导致的假设不及预期风险。

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	81.25 元
股价 (2024-04-25)	63.39 元

交易数据

总市值(百万元)	73,976.13
流通市值(百万元)	9,259.84
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	39.54/68.0 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.7	13.2	46.1
绝对收益	10.8	18.8	35.2

陆德聪

分析师

SAC 执业证书编号：S1450522100001

lusc@essence.com.cn

相关报告

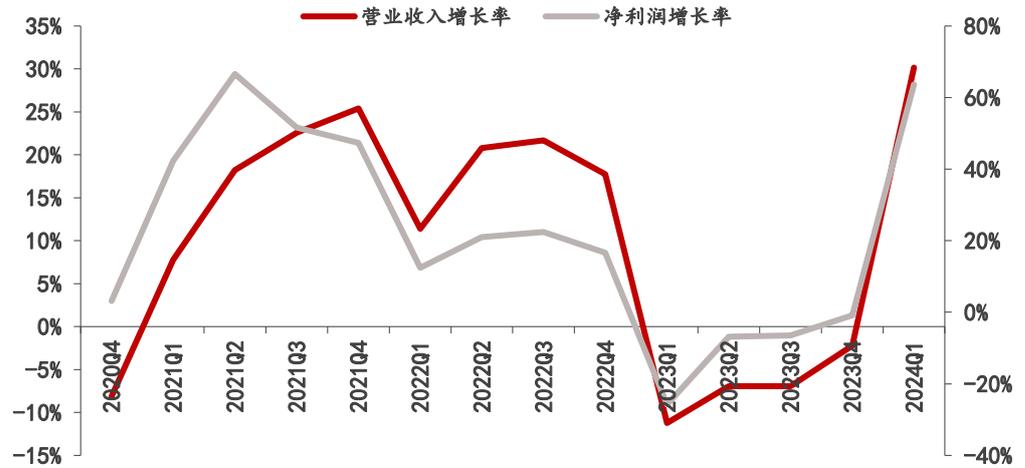
2023 平稳收官，2024Q1 业绩可期	2024-04-12
运动鞋制造劲旅，扩张步伐可期	2024-02-28

(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
主营收入	20,569.3	20,113.7	22,351.7	24,384.7	27,276.3
净利润	3,228.0	3,200.2	3,804.2	4,325.6	4,406.8
每股收益(元)	2.77	2.74	3.26	3.71	3.78
每股净资产(元)	11.31	12.95	14.87	16.72	18.61

盈利和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
市盈率(倍)	23.0	23.2	19.6	17.2	16.9
市净率(倍)	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4
净利润率	15.7%	15.9%	17.0%	17.7%	16.2%
净资产收益率	24.5%	21.2%	21.9%	22.2%	20.3%
股息收益率	1.9%	0.0%	2.6%	2.9%	3.0%
ROIC	53.9%	42.7%	44.5%	42.5%	38.4%

数据来源: Wind 资讯, 国投证券研究中心预测

图1. 收入与净利润增长率 (%)



资料来源：国投证券研究中心

表1: 单季度财务指标分析

	2022Q1	2022Q2	2022Q3	2022Q4	2023Q1	2023Q2	2023Q3	2023Q4	2024Q1
营业收入增长率	11.4%	20.8%	21.7%	17.7%	-11.2%	-6.9%	-6.9%	-2.2%	30.2%
营业成本增长率	17.2%	24.7%	25.0%	20.0%	-8.5%	-4.8%	-6.1%	-1.9%	21.6%
毛利率	25.6%	26.3%	25.9%	25.9%	23.3%	24.6%	25.3%	25.6%	28.4%
毛利率(当季)	25.6%	26.8%	25.1%	25.8%	23.3%	25.4%	26.5%	26.4%	28.4%
销售费用率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.4%	0.4%	0.3%	0.5%
管理费用率	3.7%	4.2%	4.2%	3.8%	3.4%	3.0%	3.5%	3.4%	5.2%
研发费用率	1.5%	1.5%	1.4%	1.4%	2.0%	1.6%	1.6%	1.5%	1.7%
财务费用率	-0.3%	-0.8%	-1.0%	-0.3%	0.8%	-0.9%	-0.6%	-0.4%	0.1%
四费/营业收入	5.4%	5.3%	5.1%	5.2%	6.7%	4.2%	4.9%	4.9%	7.4%
净利润增长率	12.4%	21.0%	22.5%	16.6%	-25.8%	-6.8%	-6.5%	-0.9%	63.7%
净利润率	15.7%	15.8%	15.9%	15.7%	13.1%	15.8%	16.0%	15.9%	16.5%

资料来源：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	22,351.7	24,384.7	27,276.3	成长性					
减:营业成本	15,250.3	14,967.3	16,120.6	17,496.8	20,149.5	营业收入增长率	17.7%	-2.2%	11.1%	9.1%	11.9%
营业税费	3.4	4.7	5.2	5.6	6.3	营业利润增长率	10.9%	-1.2%	17.2%	13.7%	1.9%
销售费用	77.4	70.0	89.4	85.3	90.0	净利润增长率	16.6%	-0.9%	18.9%	13.7%	1.9%
管理费用	772.0	688.9	894.1	926.6	1,009.2	EBITDA 增长率	16.0%	-2.5%	11.0%	14.3%	4.5%
研发费用	290.9	309.0	330.8	341.4	376.4	EBIT 增长率	14.4%	-5.0%	15.0%	12.6%	2.1%
财务费用	-64.6	-88.6	156.5	121.9	136.4	NOPLAT 增长率	16.1%	-1.3%	24.9%	12.6%	2.1%
资产减值损失	-227.5	-149.8	-	-	-	投资资本增长率	24.5%	20.0%	17.9%	13.0%	15.3%
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%	12.5%	11.3%
投资和汇兑收益	68.2	52.0	-	-	-						
营业利润	4,104.8	4,056.0	4,755.2	5,407.0	5,508.5	利润率					
加:营业外净收支	-14.8	-19.8	-	-	-	毛利率	25.9%	25.6%	27.9%	28.2%	26.1%
利润总额	4,090.0	4,036.1	4,755.2	5,407.0	5,508.5	营业利润率	20.0%	20.2%	21.3%	22.2%	20.2%
减:所得税	862.0	835.9	951.0	1,081.4	1,101.7	净利润率	15.7%	15.9%	17.0%	17.7%	16.2%
净利润	3,228.0	3,200.2	3,804.2	4,325.6	4,406.8	EBITDA/营业收入	24.6%	24.5%	24.5%	25.6%	24.0%
						EBIT/营业收入	21.9%	21.2%	22.0%	22.7%	20.7%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	58	67	69	77	80
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	流动营业资本周转天数	46	57	61	62	65
货币资金	3,620.2	3,879.4	4,023.3	4,616.7	5,020.7	流动资产周转天数	204	220	216	212	210
交易性金融资产	1,995.5	2,342.1	2,342.1	2,342.1	2,342.1	应收账款周转天数	50	62	65	65	67
应收账款	3,164.2	3,782.5	4,289.0	4,516.6	5,636.2	存货周转天数	45	47	43	43	43
应收票据	-	-	-	-	-	总资产周转天数	291	327	326	329	325
预付账款	58.6	64.8	78.5	96.5	127.4	投资资本周转天数	116	145	155	164	167
存货	2,463.5	2,741.3	2,632.2	3,200.1	3,292.5						
其他流动资产	202.1	308.0	308.0	308.0	308.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.5%	21.2%	21.9%	22.2%	20.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.9%	16.5%	18.0%	18.5%	17.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	53.9%	42.7%	44.5%	42.5%	38.4%
投资性房地产	4.6	4.3	4.3	4.3	4.3	费用率					
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%	4.0%	3.8%	3.7%
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%	0.7%	0.5%	0.5%
资产总额	17,110.3	19,446.8	21,091.0	23,422.9	25,827.7	四费/营业收入	5.2%	4.9%	6.6%	6.1%	5.9%
短期债务	683.0	733.3	217.5	-	-	偿债能力					
应付账款	1,517.5	1,827.5	1,732.7	2,131.4	2,318.5	资产负债率	22.9%	22.3%	17.7%	16.7%	15.9%
应付票据	12.4	0.1	13.4	1.3	15.6	负债权益比	29.7%	28.6%	21.5%	20.0%	18.9%
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	3.83	4.03	4.24
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.42	2.49	3.09	3.18	3.41
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	31.39	45.35	41.39
负债总额	3,914.8	4,330.7	3,733.5	3,902.5	4,104.0	分红指标					
少数股东权益	-	7.1	7.1	7.1	7.1	DPS(元)	1.20	-	1.63	1.85	1.89
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	16,183.5	18,346.3	20,549.7	股息收益率	1.9%	0.0%	2.6%	2.9%	3.0%
股东权益	13,195.4	15,116.1	17,357.6	19,520.3	21,723.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	2.77	2.74	3.26	3.71	3.78
(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	BVPS(元)	11.31	12.95	14.87	16.72	18.61
净利润	3,228.0	3,200.2	3,804.2	4,325.6	4,406.8	PE(X)	23.0	23.2	19.6	17.2	16.9
加:折旧和摊销	689.5	818.8	560.7	725.1	892.1	PB(X)	5.6	4.9	4.3	3.8	3.4
资产减值准备	227.5	149.8	-	-	-	P/FCF	125.5	41.7	43.6	27.0	28.5
公允价值变动损失	-24.1	6.0	-	-	-	P/S	3.6	3.7	3.3	3.1	2.7
财务费用	-173.2	-75.6	156.5	121.9	136.4	EV/EBITDA	12.0	11.2	12.3	10.7	10.1
投资收益	-68.2	-52.0	-	-	-	CAGR(%)	10.2%	11.3%	11.2%	10.2%	11.3%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	2.2	2.1	1.7	1.7	1.5
营运资金的变动	-495.0	-396.0	-492.6	-426.9	-1,041.6	ROIC/WACC	10.7	8.5	8.8	8.4	7.6
经营活动产生现金流量	3,503.4	3,694.4	4,028.8	4,745.7	4,393.7	REP	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6
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	-2,234.9	-2,502.3	-2,339.8						

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