

华利集团 (300979.SZ)

买入 (首次评级)

运动鞋制造龙头，客户&产能优势尽显

当前价格: 69.11元

投资要点:

➤ 鞋履制造龙头，业绩稳健提升

公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、Hoka One One 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务。2017~2023 年公司总营收从 100.1 亿元增至 201.1 亿元，6 年实现翻倍增长，年复合增速达到 12.3%。分订单类型来看，休闲运动贡献主要营收，2023 年其收入达到 178.1 亿元，占总营收的 88.7%；其次户外鞋/拖鞋凉鞋分占营收的 6.7%/4.6%。2017~2023 年公司归母净利润从 11.1 亿元增至 32.0 亿元，年复合增速达到 19.4%、快于规模增长。

➤ 核心客户合作深化，新拓客户带动优质增长

公司通过良好的产品品质、突出的开发设计能力、快速响应及交付能力，积累宝贵的全球知名运动鞋履客户资源，核心客户包括 Nike、VF、Puma、Columbia、UA 等。近年来公司 Top5 客户订单占比在 82%-92% 之间，相对稳定，且对单一品牌客户的依赖度有限。除此之外，公司也注重拓展新客户资源，Reebok、Lululemon、Allbirds 等新合作客户从 23Q1 开始量产出货。

➤ 东南亚产能布局，人效高于同业

公司自 2017 年起产能整体保持稳健增长，产能从 2017 年的 1.4 亿双增至 2023 年的 2.2 亿双；且产能利用率基本维持在 90% 以上（除 2023 年因为海外品牌客户去库导致产量下降）。另外，公司的人均产量保持在行业较高水平，2023 年华利人均产量为 1276 双/年，高于裕元的 900 双/年。从产能的布局情况来看，截至 2023 年报披露，公司鞋类加工相关子公司共有 30 家，其中越南有 25 家，印尼 4 家。从公司工厂分布的位置来看，大部分位于越南北部，劳动力相对充沛且劳工成本较低、关税较低，成本优势较为显著。

➤ 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2024~26 年分别实现归母净利润 38.61 亿元、44.62 亿元、50.72 亿元，分别同比增长 21%、16%、14%。考虑到华利集团作为制鞋代工龙头企业，与 Nike、Puma 等优质国际品牌客户深度绑定，且全部产能布局东南亚，成本优势凸显，首次覆盖予以“买入”评级。

➤ 风险提示

原材料涨价、海外运动品牌需求恢复低于预期、汇率波动

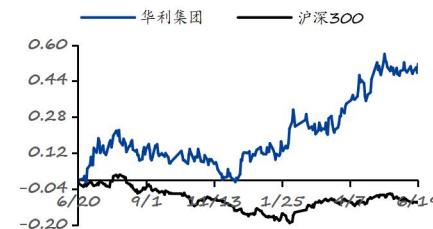
财务数据和估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,847	27,529	31,190
增长率	18%	-2%	19%	15%	13%
净利润(百万元)	3,228	3,200	3,861	4,462	5,072
增长率	17%	-1%	21%	16%	14%
EPS(元/股)	2.77	2.74	3.31	3.82	4.35
市盈率(P/E)	25.2	25.4	20.9	18.1	15.9
市净率(P/B)	6.2	5.4	4.5	3.9	3.4

数据来源：公司公告、华福证券研究所

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	1,167.00/1,166.99
流通 A 股市值(百万元)	80,650.84
每股净资产(元)	13.51
资产负债率(%)	20.39
一年内最高/最低价(元)	73.30/45.33

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn

相关报告



正文目录

1 鞋履制造龙头，业绩稳健提升	3
2 品牌客户合作深化，东南亚优质产能布局	4
2.1 核心客户合作深化，新拓客户带动优质增长	4
2.2 产能：东南亚布局，人效高于同业	5
3 盈利预测与投资建议	6
3.1 盈利预测	6
3.2 投资建议	7
4 风险提示	7

图表目录

图表 1: 公司总营收及增速（百万元，%）	3
图表 2: 公司分品类营收（百万元）	3
图表 3: 公司销售鞋数量及增速（万双，%）	3
图表 4: 公司销售鞋单价及增速（元/双，%）	3
图表 5: 2017~1Q24 公司毛利率（%）	4
图表 6: 2017~2023 公司分品类毛利率（%）	4
图表 7: 公司归母净利及增速（百万元，%）	4
图表 8: 公司归母净利率（%）	4
图表 9: 公司与国际品牌客户合作不断深化	5
图表 10: 公司 Top5 客户贡献收入占比（%）	5
图表 11: 公司 Top5 客户营收占比变动（%）	5
图表 12: 公司产能、产量及产能利用率（万双，%）	5
图表 13: 公司华利人均产量（双/年）	5
图表 14: 公司产能布局东南亚（个）	6
图表 15: 公司业绩拆分预测表	7
图表 16: 可比公司估值表	7
图表 17: 财务预测摘要	9

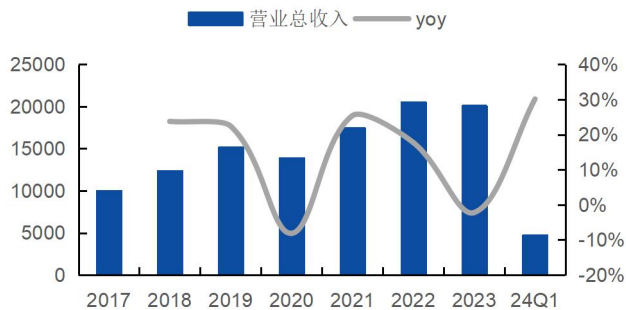


1 鞋履制造龙头，业绩稳健提升

公司从事运动鞋履的开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，主要为 Nike、Converse、Vans、Puma、UGG、Columbia、Under Armour、Hoka One One 等全球知名运动品牌提供开发设计与制造服务。

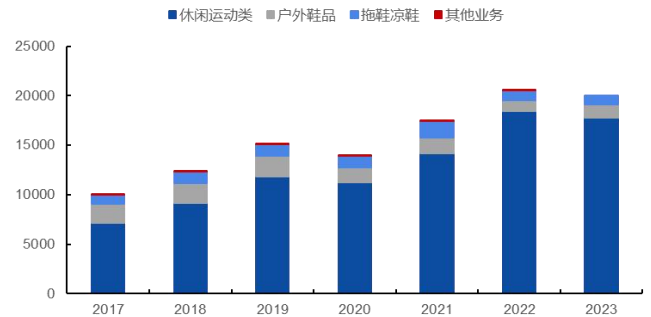
2017~2023 年公司总营收从 100.1 亿元增至 201.1 亿元，6 年实现翻倍增长，年复合增速达到 12.3%。24Q1 公司实现营收 47.7 亿元，同比+30.2%，主要系部分客户终端销售向好、叠加新客户贡献增量。分订单类型来看，休闲运动贡献主要营收，2023 年其收入达到 178.1 亿元，占总营收的 88.7%；其次户外鞋/拖鞋凉鞋分占营收的 6.7%/4.6%。

图表 1: 公司总营收及增速 (百万元, %)



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

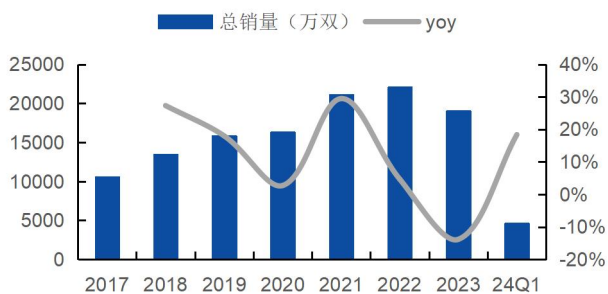
图表 2: 公司分品类营收 (百万元)



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

拆分量价来看，公司销售鞋数量稳步增长，均价相对平稳。2017~2023 年公司销售鞋数量从 1.1 亿双增至 1.9 亿双，与规模保持同步增长；销售均价相对平稳，2022~2023 年增长较为明显，预计主要系订单品类占比变动。24Q1 公司销售 4616 万双鞋 (+18.4%)，销售均价为 103.2 元/双 (+10%)，量增主要来自客户终端恢复及新客户贡献增量，均价增长主要系客户及产品结构变化。

图表 3: 公司销售鞋数量及增速 (万双, %)



数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

图表 4: 公司销售鞋单价及增速 (元/双, %)

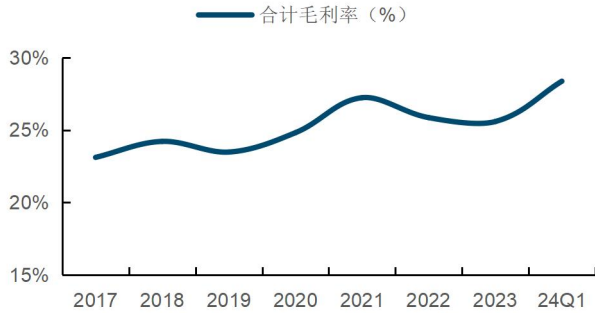


数据来源: 公司公告, iFind, 华福证券研究所

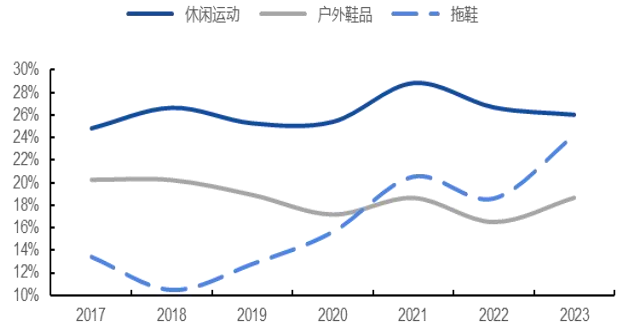
公司毛利率稳中有升且高于同业，休闲运动品类毛利率相对更高。2023 年公司毛利率为 25.5%，同比-0.4Pct，近年来保持稳健提升的趋势。2023 年共同业丰泰毛利



率为 20.7%，裕元集团制造业务毛利率 19.2%，华利毛利率高于同业。24Q1 公司毛利率同比提升 5Pct 至 28.4%，主要系公司加强客户拓展的同时持续加强运营改善，产能逐渐爬坡。分品类，休闲运动毛利率相对平稳，且基本维持在 25% 以上水平，高于户外鞋、凉鞋拖鞋品类；2023 年休闲运动/户外鞋/拖鞋凉鞋的毛利率分别为 26.1%/18.7%/24.2%。

图表 5: 2017~1Q24 公司毛利率 (%)


数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

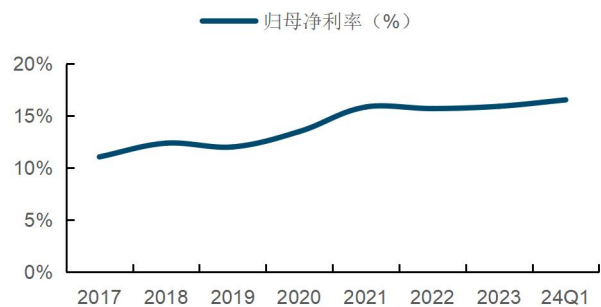
图表 6: 2017~2023 公司分品类毛利率 (%)


数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

归母净利 CAGR6 达到 19.4%，净利率高于同业。2017~2023 年公司归母净利从 11.1 亿元增至 32.0 亿元，年复合增速达到 19.4%、快于规模增长；24Q1 受益于订单改善叠加生产效率提升，公司实现归母净利 7.9 亿元，同比+63.7%。从净利率来看，公司的净利率基本呈现稳步增长的趋势，至 2023 年净利率达到 15.9%，好于同业（丰泰/裕元 2023 年净利率分别为 5.8%/3.5%）。24Q1 公司净利率达到 16.5%，同比提升 3.4 Pct。

图表 7: 公司归母净利及增速 (百万元, %)


数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

图表 8: 公司归母净利率 (%)


数据来源：公司公告，iFind，华福证券研究所

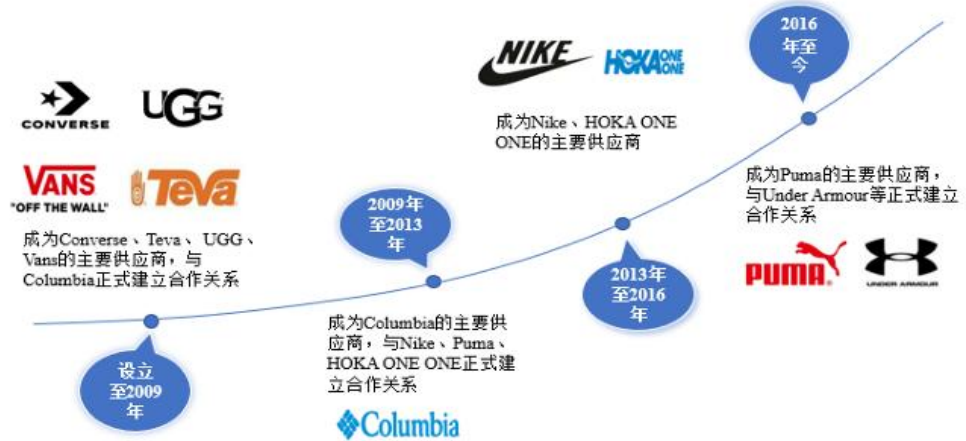
2 品牌客户合作深化，东南亚优质产能布局

2.1 核心客户合作深化，新拓客户带动优质增长

公司通过良好的产品品质、突出的开发设计能力、快速响应及交付能力，积累宝贵的全球知名运动鞋履客户资源，核心客户包括 Nike、VF、Puma、Columbia、UA 等。近年来公司 Top5 客户订单占比在 82%~92% 之间，相对稳定，且对单一品牌客户的依赖度有限。除此之外，公司也注重拓展新客户资源，Reebok、Lululemon、Allbirds

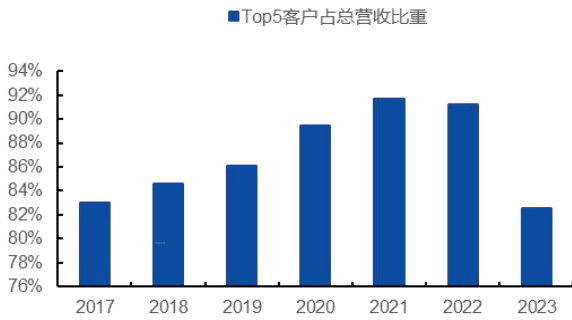
等新合作客户从 23Q1 开始量产出货。

图表 9: 公司与国际品牌客户合作不断深化



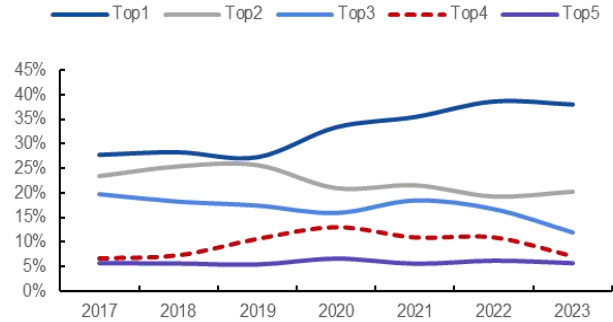
数据来源：公司招股说明书，华福证券研究所

图表 10: 公司 Top5 客户贡献收入占比 (%)



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所（其中 2020 年采取招股书中 2020H1 数据作为参考）

图表 11: 公司 Top5 客户营收占比变动 (%)



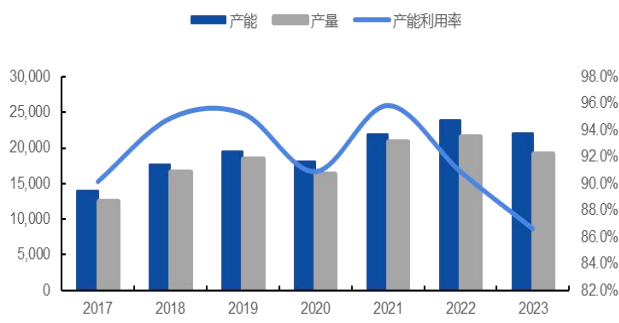
数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所（其中 2020 年采取招股书中 2020H1 数据作为参考）

2.2 产能：东南亚布局，人效高于同业

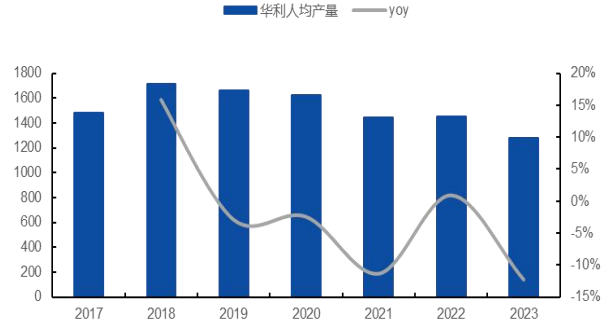
产能利用率、人效保持较高水平。公司自 2017 年起产能整体保持稳健增长，产能从 2017 年的 1.4 亿双增至 2023 年的 2.2 亿双；且产能利用率基本维持在 90% 以上（除 2023 年因为海外品牌客户去库导致产量下降）。另外，公司的人均产量保持在行业较高水平，2023 年华利人均产量为 1276 双/年，高于裕元的 900 双/年。

图表 12: 公司产能、产量及产能利用率 (万双, %)

图表 13: 公司华利人均产量 (双/年)



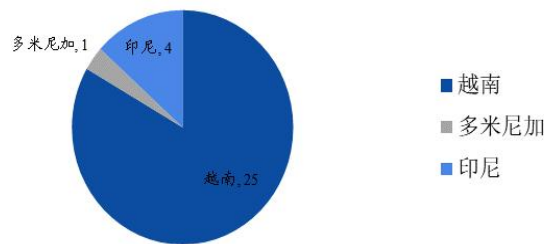
数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所



数据来源：公司招股说明书，公司公告，华福证券研究所（其中2020年采取招股书中2020H1数据作为参考）

布局东南亚，成本优势较为显著。从产能的布局情况来看，截至2023年报披露，公司鞋类加工相关子公司共有30家，其中越南有25家，印尼4家。从公司工厂分布的位置来看，大部分位于越南北部，劳动力相对充沛且劳工成本较低、关税较低，成本优势较为显著。

图表 14: 公司产能布局东南亚 (个)



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3 盈利预测与投资建议

3.1 盈利预测

我们对2024-2026年业绩做出以下假设：

(1) 公司与Top5客户保持优质合作的同时不断拓展新客户，优质产能促进在品牌客户中份额持续提升；考虑到公司未来3-5年在越南、印尼保持稳健的产能扩张以匹配订单需求增长，叠加前期新厂在1.5~2年内产能顺利爬坡带动放量，我们假设2024~26年销量涨幅分别为14%、11%、10%

(2) 公司早期以做板鞋、硫化鞋为主，随着与品牌客户合作深化，高价鞋型占比不断提高带动销售单价取得优质增长。考虑到公司的新客户中ON、Lululemon等单价较高，我们预计2024~26年ASP增幅分别为4%、4%、3%。

(3) 公司作为鞋履代工企业，营业成本由直接材料、直接人工、制造费用、报关等费用相关，整体表现平稳。随着公司运营改善，24Q1毛利率同比提升，预计全



年毛利率达到 27%；预计 25~26 年毛利率与历史年份表现接近，分别为 26.5%、26.8%。

综上，我们预计公司 2024~25 年收入增速分别为 19%、15%、13%，归母净利润增速分别为 21%、16%、14%，对应 EPS 分别为 3.31 元、3.82 元、4.35 元

图表 15: 公司业绩拆分预测表

截止12月31日财政年度	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	10009	12388	15166	13931	17470	20569	20114	23847	27529	31190
yoy		23.8%	22.4%	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	18.6%	15.4%	13.3%
							CAGR=	12.34%		
总销量 (万双)	10558	13440	15858	16289	21087	22068	19011	21673	24057	26462
yoy		27.30%	17.99%	2.72%	29.46%	4.65%	-13.85%	14%	11%	10%
							CAGR=	10.30%		
均价 (元/双)	94.80	92.17	95.63	85.52	82.85	93.21	105.80	110	114	118
yoy		-2.77%	3.76%	-10.57%	-3.13%	12.51%	13.51%	4%	4%	3%
营业成本	7696	9388	11605	10474	12712	15250	14967	17408	20234	22831
yoy		21.99%	23.61%	-9.75%	21.37%	19.97%	-1.86%	16.31%	16.23%	12.84%
营业成本/总营收	77%	76%	77%	75%	73%	74%	74%	73%	74%	73%
毛利	2313	3000	3561	3457	4758	5319	5146	6439	7295	8359
yoy		29.7%	18.7%	-2.9%	37.6%	11.8%	-3.2%	25.1%	13.3%	14.6%
合计毛利率 (%)	23.1%	24.2%	23.5%	24.8%	27.2%	25.9%	25.6%	27.0%	26.5%	26.8%

数据来源: iFind, 公司公告, 公司招股说明书, 华福证券研究所预测

3.2 投资建议

我们预计公司 2024~26 年分别实现归母净利润 38.61 亿元、44.62 亿元、50.72 亿元，分别同比增长 21%、16%、14%。

我们采用 PE 法对公司进行估值，选取纺织面料及成衣代工龙头申洲国际、棉袜 & 无缝代工企业健盛集团、辅料代工龙头伟星股份作为可比公司；考虑到华利集团作为制鞋代工龙头企业，与 Nike、Puma 等优质国际品牌客户深度绑定，且全部产能布局东南亚，成本优势凸显，首次覆盖予以“买入”评级。

图表 16: 可比公司估值表

证券代码	公司名称	股价 (元)		EPS (元)			PE (倍)			
		2024/6/20	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
2313.HK	申洲国际	81.05	3.03	3.88	4.48	5.11	24.2	18.8	16.3	14.3
603558.SH	健盛集团	10.26	0.74	0.88	1.02	1.16	13.7	11.7	10.1	8.8
002003.SZ	伟星股份	13.00	0.53	0.56	0.64	0.74	26.0	23.2	20.3	17.6
	平均值						21.3	17.9	15.6	13.6
300979.SZ	华利集团	69.74	2.74	3.31	3.82	4.35	19.0	20.9	18.1	15.9

数据来源: iFind, 华福证券研究所 (股价采用 2024 年 6 月 20 日收盘价, 可比公司中申洲国际股价单位为港元, 人民币/港币=0.9:1, 可比公司均采用 iFind 一致预测)

4 风险提示

原材料涨价: 公司作为制鞋企业，直接材料占营业成本比重达到 60%以上，若原材料价格上涨会导致公司盈利承压。



海外运动品牌需求恢复低于预期：公司合作客户主要为国际运动品牌，若海外需求恢复低于预期会导致公司的订单以及营收规模受到影响。

汇率波动：公司与品牌客户主要以美元进行订单结算，人工成本主要以越南盾结算，若汇率波动会导致公司的营收规模、营业成本以及汇兑受到较大的波动。

图表 17: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,879	4,705	6,388	8,827	营业收入	20,114	23,847	27,529	31,190
应收票据及账款	3,765	4,275	4,717	5,252	营业成本	14,967	17,408	20,234	22,831
预付账款	65	139	202	251	税金及附加	5	3	3	3
存货	2,741	3,308	4,079	4,603	销售费用	70	95	110	125
合同资产	0	0	0	0	管理费用	689	978	1,101	1,310
其他流动资产	2,668	2,676	2,783	2,872	研发费用	309	358	413	468
流动资产合计	13,118	15,103	18,169	21,805	财务费用	-89	-144	-163	-173
长期股权投资	0	0	0	0	信用减值损失	-4	-2	-3	-3
固定资产	3,814	3,971	4,151	4,351	资产减值损失	-150	-286	-248	-281
在建工程	982	1,082	1,082	982	公允价值变动收益	-6	14	17	19
无形资产	557	647	742	821	投资收益	52	24	83	94
商誉	128	128	128	128	其他收益	1	5	8	9
其他非流动资产	848	950	1,041	1,125	营业利润	4,056	4,903	5,688	6,464
非流动资产合计	6,329	6,776	7,143	7,405	营业外收入	3	5	6	7
资产合计	19,447	21,879	25,313	29,211	营业外支出	23	21	24	26
短期借款	733	0	0	0	利润总额	4,036	4,887	5,670	6,445
应付票据及账款	1,793	1,930	2,303	2,663	所得税	836	1,026	1,208	1,373
预收款项	0	0	0	0	净利润	3,200	3,861	4,462	5,072
合同负债	27	24	28	31	少数股东损益	0	0	0	0
其他应付款	35	35	35	35	归属母公司净利润	3,200	3,861	4,462	5,072
其他流动负债	1,582	1,813	2,042	2,372	EPS (按最新股本摊薄)	2.74	3.31	3.82	4.35
流动负债合计	4,169	3,802	4,407	5,100					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	162	162	162	162					
非流动负债合计	162	162	162	162					
负债合计	4,331	3,963	4,569	5,262					
归属母公司所有者权益	15,109	17,909	20,737	23,942					
少数股东权益	7	7	7	7					
所有者权益合计	15,116	17,916	20,744	23,949					
负债和股东权益	19,447	21,879	25,313	29,211					

现金流量表				
单位:百万元	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3,694	3,959	4,212	5,132
现金收益	3,930	4,451	5,089	5,748
存货影响	-278	-567	-771	-524
经营性应收影响	-507	-298	-257	-303
经营性应付影响	298	137	373	360
其他影响	251	236	-222	-149
投资活动现金流	-1,821	-1,144	-1,058	-998
资本支出	-1,514	-1,080	-1,066	-1,027
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-307	-63	8	28
融资活动现金流	-1,963	-1,990	-1,470	-1,694
借款增加	58	-733	0	0
股利及利息支付	-1,463	-1,648	-1,867	-2,101
股东融资	7	0	0	0
其他影响	-564	392	397	406

主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	-2.2%	18.6%	15.4%	13.3%
EBIT 增长率	-1.9%	20.1%	16.1%	13.9%
归母公司净利润增长率	-0.9%	20.6%	15.6%	13.7%
获利能力				
毛利率	25.6%	27.0%	26.5%	26.8%
净利率	15.9%	16.2%	16.2%	16.3%
ROE	21.2%	21.5%	21.5%	21.2%
ROIC	30.7%	31.7%	31.0%	29.9%
偿债能力				
资产负债率	22.3%	18.1%	18.0%	18.0%
流动比率	3.1	4.0	4.1	4.3
速动比率	2.5	3.1	3.2	3.4
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	62	61	59	58
存货周转天数	63	63	66	68
每股指标 (元)				
每股收益	2.74	3.31	3.82	4.35
每股经营现金流	3.17	3.39	3.61	4.40
每股净资产	12.95	15.35	17.77	20.52
估值比率				
P/E	25	21	18	16
P/B	5	5	4	3
EV/EBITDA	75	65	56	50

数据来源: 公司报告、华福证券研究所



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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn