

➤ **事件概述。** 24H1，实现营收 114.72 亿元，同比+24.54%，归母净利润为 18.78 亿元，同比+29.04%，扣非归母净利润为 18.45 亿元，同比+28.43%。其中，24Q2，实现营收 67.07 亿元，同比+20.83%，归母净利润为 10.91 亿元，同比+11.94%，扣非归母净利润为 10.68 亿元，同比+10.81%。

➤ **运动鞋销量与收入稳健增长，产能扩张稳步推进。** 24H1，随着公司新客户合作进度的持续推进及在主要客户的份额稳健提升，公司运动鞋销量和营业收入均稳定增长。24H1，公司销售运动鞋 1.08 亿双，同比+18.64%。**1) 分产品看：**运动休闲鞋收入 102.33 亿元，同比+24.00%，户外靴鞋收入 6.13 亿元，同比+27.16%，运动凉鞋/拖鞋及其他收入 6.03 亿元，同比+31.21%。**2) 分地区看：**美国/欧洲/其他地区分别实现收入 99.30/12.69/2.50 亿元，同比+30.79%/-9.50%/+25.29%。24H1，总产能为 10876 万双，总产量为 10585 万双，产能利用率达 97.32% (23H1 为 86.00%)。公司成品鞋制造工厂均位于境外，目前主要分布在越南北部及中部区域。24H1，公司在越南的两家新建工厂 (成品鞋工厂及鞋材工厂)、印度尼西亚一家新建成品鞋工厂已开始投产。

➤ **产能利用率提升带动毛利率稳健上行，管理费用率与财务费用率同比增长。**

**1) 毛利率端：**24H1，毛利率为 28.23%，同比+3.63 pct；分产品看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋及其他产品毛利率分别为 28.85%、19.48%、26.23%，分别同比+3.73、+0.82、+7.13 pct。24Q2，毛利率为 28.13%，同比+2.69 pct，毛利率提升或系产能利用率提升&工厂效率优化等。**2) 费用率端：**24H1，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 0.40%、5.08%、1.33%、-0.08%，分别同比-0.03、+2.05、-0.26、+0.78 pct；24Q2，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率为 0.34%、5.00%、1.10%、-0.20%，分别同比-0.05、+2.21、-0.24、+1.77 pct。其中，管理费用率提升主要系随收入与净利润提升，计提的薪酬绩效增加；财务费用率增加主要系 23H1 因汇率波动存在较大金额的汇兑收益，而 24H1 产生较小金额的汇兑损失。**3) 净利率端：**24H1，净利率为 16.37%，同比+0.57 pct；24Q2，净利率为 16.26%，同比-1.29 pct。**现金流方面，**24H1，经营活动产生的现金流净额为 17.22 亿元，同比+24.12%，体现公司现金流状况良好。此外，24H1，主要产品运动鞋的存货周转天数为 65 天，相比于 23H1 的 72 天有进一步优化。

➤ **公司成长能力值得期待。****1) 客户资源丰富：**通过长期稳健经营，公司凭借多年沉淀的开发设计能力、良好的产品品质、大批量供货能力和快速响应能力，积累了宝贵的全球知名运动鞋客户资源，拥有优质的客户资源和良好客户结构；**2) 研发设计和研发创新能力突出：**公司为每个品牌设立独立的开发设计中心，公司拥有大量工作经验超过 10 年的开发工程师和技术人员队伍，熟悉运动品牌客户的品牌内涵和设计理念；**3) 管理优势：**公司建立完善的企业内部管理体系，运营管理系统规范、高效，工厂效率逐步提升；**4) 产能持续扩张：**根据订单规划，公司持续推进产能建设。24H2，公司将继续在印尼新建工厂，继续在越南扩建或新建工厂。

➤ **投资建议：**公司生产及研发能力突出，产能扩张提供增量，预计 2024-2026 年公司实现营收 238.85、275.33、314.35 亿元，分别同比+18.8%、+15.3%、+14.2%；归母净利润分别为 38.77、44.66 与 50.27 亿元，同比+21.1%、+15.2%与+12.6%，对应 PE 为 19/17/15 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**原料价格波动；海外需求疲软；产能扩张不及预期；客户集中的风险等。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20,114	23,885	27,533	31,435
增长率 (%)	-2.2	18.8	15.3	14.2
归属母公司股东净利润 (百万元)	3,200	3,877	4,466	5,027
增长率 (%)	-0.9	21.1	15.2	12.6
每股收益 (元)	2.74	3.32	3.83	4.31
PE	24	19	17	15
PB	5.0	4.3	3.7	3.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 8 月 22 日收盘价)

**推荐**
**维持评级**
**当前价格：**
**64.52 元**

**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 郑紫舟**

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

**研究助理 褚菁菁**

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

### 相关研究

- 华利集团 (300979.SZ) 2024 年一季报点评：24Q1 归母净利同比+64%，看好全年增长韧性-2024/04/26
- 华利集团 (300979.SZ) 2023 年年报点评：23Q4 收入与归母净利同比转正，未来增长可期-2024/04/12
- 华利集团 (300979.SZ) 深度报告：运动鞋履代工龙头，产能扩张与产品结构优化带来新增量-2024/01/16
- 华利集团 (300979.SZ) 2023 年三季报点评：Q3 经营情况稳健，盈利能力长期向好-2023/10/27
- 华利集团 (300979.SZ) 2022 年三季报点评：营收利润稳健增长，静待运动鞋服需求新周期-2022/10/27

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,114	23,885	27,533	31,435
营业成本	14,967	17,616	20,405	23,439
营业税金及附加	5	6	6	7
销售费用	70	82	89	99
管理费用	689	886	931	1,059
研发费用	309	354	402	450
EBIT	3,921	4,940	5,697	6,377
财务费用	-89	-55	-60	-100
资产减值损失	-150	-138	-157	-170
投资收益	52	52	52	52
营业利润	4,056	4,909	5,653	6,360
营业外收支	-20	-20	-20	-20
利润总额	4,036	4,889	5,633	6,340
所得税	836	1,013	1,167	1,313
净利润	3,200	3,877	4,466	5,027
归属于母公司净利润	3,200	3,877	4,466	5,027
EBITDA	4,798	5,974	6,810	7,663

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,879	6,338	8,710	11,455
应收账款及票据	3,765	3,792	4,295	4,818
预付款项	65	106	102	117
存货	2,741	2,613	2,974	3,362
其他流动资产	2,668	2,741	2,729	2,733
流动资产合计	13,118	15,589	18,810	22,485
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	3,814	4,039	4,298	4,565
无形资产	557	566	583	609
非流动资产合计	6,329	6,355	6,484	6,553
资产合计	19,447	21,944	25,294	29,038
短期借款	733	733	733	733
应付账款及票据	1,793	1,689	1,957	2,248
其他流动负债	1,643	1,845	2,160	2,547
流动负债合计	4,169	4,268	4,850	5,527
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	162	297	294	289
非流动负债合计	162	297	294	289
负债合计	4,331	4,565	5,144	5,816
股本	1,167	1,167	1,167	1,167
少数股东权益	7	7	7	7
股东权益合计	15,116	17,380	20,150	23,222
负债和股东权益合计	19,447	21,944	25,294	29,038

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-2.21	18.75	15.27	14.17
EBIT 增长率	-0.68	25.97	15.34	11.94
净利润增长率	-0.86	21.14	15.21	12.55
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	25.59	26.25	25.89	25.44
净利润率	15.91	16.23	16.22	15.99
总资产收益率 ROA	16.46	17.67	17.66	17.31
净资产收益率 ROE	21.18	22.32	22.17	21.65
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.15	3.65	3.88	4.07
速动比率	2.40	2.94	3.18	3.38
现金比率	0.93	1.48	1.80	2.07
资产负债率 (%)	22.27	20.80	20.34	20.03
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	68.32	58.00	57.00	56.00
存货周转天数	66.85	57.00	56.00	55.00
总资产周转率	1.10	1.15	1.17	1.16
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.74	3.32	3.83	4.31
每股净资产	12.95	14.89	17.26	19.89
每股经营现金流	3.17	4.39	4.55	5.19
每股股利	1.20	1.45	1.67	1.88
<b>估值分析</b>				
PE	24	19	17	15
PB	5.0	4.3	3.7	3.2
EV/EBITDA	14.81	11.90	10.44	9.27
股息收益率 (%)	1.86	2.25	2.60	2.92

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	3,200	3,877	4,466	5,027
折旧和摊销	877	1,034	1,113	1,286
营运资金变动	-450	-43	-427	-427
经营活动现金流	3,694	5,123	5,313	6,060
资本开支	-1,152	-932	-1,172	-1,253
投资	-783	0	0	0
投资活动现金流	-1,821	-943	-1,120	-1,201
股权募资	7	0	0	0
债务募资	39	-13	0	0
筹资活动现金流	-1,963	-1,722	-1,821	-2,114
现金净流量	-63	2,458	2,372	2,745

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026