



# 华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 景气度维持，期待新客户放量

### 业绩简评

24年10月28日公司披露三季报，3Q24单季度实现营收60.39亿元，同比增长18.50%；实现归母净利润9.65亿元，同比增长16.07%。Q1-3合计实现营收175.11亿元，同比增长22.39%；实现归母净利润28.43亿元，同比增长24.32%，符合此前预期。

### 经营分析

**量增显著，景气度维持。**根据公告（1-9月公司销售运动鞋1.63亿双）测算，公司3Q24单季度销量约同比增长22%以上，ASP同比下降小个位数，预计主要受到汇兑变动及产品结构变化影响。耐克供应商丰泰7-9月收入分别同比变动+3.15%/-7.98%/+1.26%，相较同业华利集团收入持续领跑。

**高基数下毛、净利率均同比提升。**24年前三季度公司毛、净利率同比分别提升2.54pct至27.81%、提升0.25pct至16.24%，均在较高水平下实现进一步提升，主要受益于订单回升与稳定控费。其中3Q24单季度净利率为15.98%，环比同比均略有下降，预计主要受到新工厂投产毛利率爬坡、公司管理费用上升等因素影响。

**下游客户上调指引，景气度预计延续。**公司核心客户之一Deckers近日发布2Q25（截至24/09/30）业绩，整体收入同增20.1%、其中HOKA品牌收入同比大增34.7%，并上调25财年业绩指引（截至25/03/31），全年公司收入预计增长12%。考虑到近期多个运动品牌如阿迪达斯等上调全年业绩指引，公司订单预计受益于运动行业需求回升，继续保持稳健增长。

**公司产能如期扩张，H2有望持续产销两旺。**公司印尼、越南新工厂上半年已投产，建设有序推进，产能逐步释放，同时叠加海外需求回升、品牌积极补库，公司订单预计保持稳健增长，推动业绩提升。

### 盈利预测、估值与评级

考虑到公司客户结构优秀、下游需求景气度维持，且公司控费能力突出，业绩预计持续保持稳健增长，我们预计2024~2026年公司实现收入241.46/277.90/317.09亿元，归母净利38.87/45.08/51.75亿元，对应PE分别为20.82/17.95/15.63倍，维持“买入”评级。

### 风险提示

人民币汇率波动；海外需求走弱；所得税率提升。

国金证券研究所

分析师：杨欣（执业S1130522080010）

yangxin1@gjzq.com.cn

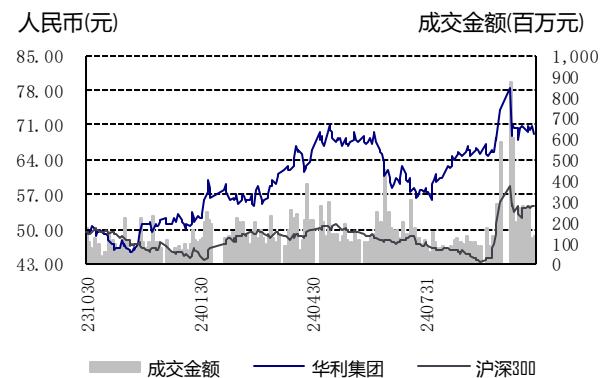
分析师：赵中平（执业S1130524050003）

zhaozhongping@gjzq.com.cn

市价（人民币）：69.33元

### 相关报告：

1.《华利集团公司点评：业绩位于预告上限，收入持续领跑行业》，2024.8.6



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,146	27,790	31,709
营业收入增长率	17.74%	-2.21%	20.05%	15.09%	14.10%
归母净利润(百万元)	3,228	3,200	3,887	4,508	5,175
归母净利润增长率	16.63%	-0.86%	21.45%	15.98%	14.81%
摊薄每股收益(元)	2.766	2.742	3.330	3.863	4.435
每股经营性现金流净额	3.00	3.17	3.51	4.05	4.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	24.46%	21.18%	22.28%	22.38%	22.26%
P/E	20.65	19.20	20.82	17.95	15.63
P/B	5.05	4.07	4.64	4.02	3.48

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	17,470	20,569	20,114	24,146	27,790	31,709
增长率		17.7%	-2.2%	20.0%	15.1%	14.1%
主营业务成本	-12,712	-15,250	-14,967	-17,744	-20,365	-23,242
%销售收入	72.8%	74.1%	74.4%	73.5%	73.3%	73.3%
毛利	4,758	5,319	5,146	6,401	7,425	8,466
%销售收入	27.2%	25.9%	25.6%	26.5%	26.7%	26.7%
营业税金及附加	-3	-3	-5	-5	-6	-6
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	-65	-77	-70	-92	-106	-120
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
管理费用	-686	-772	-689	-990	-1,089	-1,157
%销售收入	3.9%	3.8%	3.4%	4.1%	3.9%	3.7%
研发费用	-234	-291	-309	-373	-458	-541
%销售收入	1.3%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%	1.7%
息税前利润 (EBIT)	3,770	4,175	4,074	4,942	5,766	6,641
%销售收入	21.6%	20.3%	20.3%	20.5%	20.7%	20.9%
财务费用	46	65	89	-22	-123	-163
%销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.4%	0.1%	0.4%	0.5%
资产减值损失	-141	-232	-154	-61	-8	-9
公允价值变动收益	0	24	-6	0	0	0
投资收益	25	68	52	0	0	0
%税前利润	0.7%	1.7%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	3,702	4,105	4,056	4,858	5,635	6,469
营业利润率	21.2%	20.0%	20.2%	20.1%	20.3%	20.4%
营业外收支	-17	-15	-20	0	0	0
税前利润	3,684	4,090	4,036	4,858	5,635	6,469
利润率	21.1%	19.9%	20.1%	20.1%	20.3%	20.4%
所得税	-917	-862	-836	-972	-1,127	-1,294
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
净利润	2,768	3,228	3,200	3,887	4,508	5,175
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,768	3,228	3,200	3,887	4,508	5,175
净利率	15.8%	15.7%	15.9%	16.1%	16.2%	16.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,768	3,228	3,200	3,887	4,508	5,175
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	713	974	1,031	638	664	760
非经营收益	56	-282	-87	70	44	43
营运资金变动	-1,114	-417	-450	-499	-485	-525
经营活动现金净流	2,423	3,503	3,694	4,096	4,731	5,454
资本开支	-1,269	-1,669	-1,152	-507	-1,050	-1,150
投资	-3,127	-476	-783	-200	0	0
其他	47	120	114	0	0	0
投资活动现金净流	-4,350	-2,025	-1,821	-707	-1,050	-1,150
股权募资	3,701	0	7	0	0	0
债权募资	418	-1,326	39	-149	124	-123
其他	-1,314	-1,397	-2,009	-1,600	-1,847	-2,113
筹资活动现金净流	2,805	-2,723	-1,963	-1,750	-1,724	-2,236
现金净流量	834	-1,057	-63	1,640	1,957	2,068

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	4,408	3,620	3,879	5,490	7,426	9,478
应收款项	2,580	3,164	3,782	4,168	4,774	5,412
存货	2,671	2,464	2,741	3,001	3,417	3,869
其他流动资产	2,206	2,256	2,715	2,831	2,864	2,898
流动资产	11,865	11,504	13,118	15,490	18,481	21,658
%总资产	73.3%	67.2%	67.5%	71.4%	73.7%	75.6%
长期投资	148	194	207	207	207	207
固定资产	3,383	4,221	4,796	4,820	5,090	5,383
%总资产	20.9%	24.7%	24.7%	22.2%	20.3%	18.8%
无形资产	391	615	862	1,018	1,150	1,263
非流动资产	4,314	5,606	6,329	6,190	6,585	6,984
%总资产	26.7%	32.8%	32.5%	28.6%	26.3%	24.4%
资产总计	16,179	17,110	19,447	21,680	25,066	28,641
短期借款	1,919	733	791	653	776	653
应付款项	1,863	1,530	1,828	1,983	2,332	2,693
其他流动负债	1,300	1,480	1,550	1,519	1,748	1,996
流动负债	5,083	3,743	4,169	4,154	4,856	5,342
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	170	172	162	78	57	41
负债	5,253	3,915	4,331	4,232	4,913	5,384
普通股股东权益	10,927	13,195	15,109	17,441	20,146	23,251
其中：股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
未分配利润	4,557	6,341	7,994	10,326	13,031	16,136
少数股东权益	0	0	7	7	7	7
负债股东权益合计	16,179	17,110	19,447	21,680	25,066	28,641

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	2.372	2.766	2.742	3.330	3.863	4.435
每股净资产	9.363	11.307	12.947	14.945	17.263	19.923
每股经营现金净流	2.076	3.002	3.166	3.510	4.054	4.674
每股股利	4.100	1.200	1.200	1.332	1.545	1.774
回报率						
净资产收益率	25.33%	24.46%	21.18%	22.28%	22.38%	22.26%
总资产收益率	17.11%	18.87%	16.46%	17.93%	17.98%	18.07%
投入资本收益率	21.95%	23.55%	20.25%	21.84%	22.04%	22.22%
增长率						
主营业务收入增长率	25.40%	17.74%	-2.21%	20.05%	15.09%	14.10%
EBIT 增长率	53.45%	10.75%	-2.43%	21.30%	16.69%	15.18%
净利润增长率	47.34%	16.63%	-0.86%	21.45%	15.98%	14.81%
总资产增长率	66.14%	5.75%	13.66%	11.48%	15.62%	14.27%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.5	49.7	62.4	62.0	61.5	61.0
存货周转天数	68.3	61.4	63.5	63.0	62.5	62.0
应付账款周转天数	44.8	39.5	40.0	40.0	41.0	41.5
固定资产周转天数	62.8	64.9	69.2	55.0	48.7	43.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-39.90%	-37.00%	-35.92%	-41.15%	-44.62%	-48.01%
EBIT 利息保障倍数	-82.1	-64.6	-46.0	223.5	46.8	40.7
资产负债率	32.46%	22.88%	22.27%	19.52%	19.60%	18.80%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	10	23	69	129
增持	1	3	6	12	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.23	1.21	1.15	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究