

2024年10月29日

华利集团 (300979)

——24Q3 收入、利润延续高增长，盈利水平维持高位

报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

投资要点：

- **公司发布 2024 年三季报，业绩符合预期。** 24Q1-3 实现营收 175 亿元、同比增长 22.4%，归母净利润 28.4 亿元、同比增长 24.3%，扣非归母净利润 28.0 亿元、同比增长 24.5%。24Q3 实现营收 60.4 亿元，同比增长 18.5%，归母净利润 9.6 亿元、同比增长 16.1%，扣非净利润 9.6 亿元、同比增长 17.4%。华利 24Q1-3 收入增速远超同行丰泰、裕元（制鞋部门）的同期表现，在本轮补库周期中呈现高弹性，彰显自身成长性。
- **24Q3 量增提速、均价维持较高水平，订单恢复强劲。** 根据公司公告，分拆量价：**1) 销量：**24Q1-3 销量 1.63 亿双、同比增长 20.36%，其中 24Q1/Q2/Q3 销量分别约 0.46/0.62/0.55 亿双、同比增长 18.4%/18.8%/23.9%、达到 22 年同期的约 89%/98%/103%，随着下游运动品牌库存水平趋于正常，24Q1-3 销量增长逐季提速，反映公司在订单恢复过程中的高弹性。**2) 均价：**根据营收与销量测算，24Q1-3 人民币口径 ASP 约 107 元、同比增长 1.7%，其中，24Q1/Q2/Q3 分别同比增长 10.0%/增长 1.7%/下滑 4.3%，ASP 变化主要同客户结构有关，在下游补库过程中，低单价客户在低基数下增长导致整体 ASP 在 24Q3 同比略降，但并不意味着经营质量降低，公司盈利水平依然稳健。
- **产能满负荷，新工厂爬坡过程中盈利水平维持较高水平。** 24Q1-3 毛利率为 27.8%、同比提升 2.5pct，其中，24Q1/Q2/Q3 毛利率同比提升 5.0pct/2.7pct/0.5pct 至 28.4%/28.1%/27.0%，24H1 产能利用率已达 97%，订单旺盛带动规模效应释放，预计 24Q3 产能运转依然保持满负荷，尽管存在新工厂爬坡影响但毛利率维持较高水平。24Q3 管理率同比提升 1.3pct，预计主要系计提薪酬绩效增加；所得税率同比提升 2.7pct 至 21.8%。24Q3 净利率为 16.0%、同比下滑 0.3pct，延续了 16% 左右的较高水平。
- **24H1 越南、印尼新工厂投产，产能扩张有望提速。** 24H1，公司在越南的两家新建工厂（一家成品鞋工厂、一家鞋材工厂）、印尼一家新建成品鞋工厂已开始投产。24H2，公司规划继续在印尼新建工厂，继续在越南扩建或新建工厂。目前公司产能高负荷，对新产能诉求较强，有望进入产能扩张提速期，同时印尼基地投产有助于丰富公司产地多元化布局。
- **公司是全球领先的运动鞋专业制造商，24Q1-3 业绩增长提速、成长性显现，经营质量再度提升，中长期成长性可期，维持“买入”评级。** 短期看，24 年进入补库存周期，订单快速增长；中长期看，公司在老客户供应链份额逐步提升，积极推进新客户合作，同时产能扩张储备充足，24H1 已开始投建新工厂，中长期具备成长基础。维持盈利预测，预计 24-26 年归母净利润为 39.1/45.2/52.6 亿元，对应 PE 为 21/18/15 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 下游核心客户订单需求收缩；新建产能进度不及预期；竞争对手大幅扩产等。

市场数据： 2024年10月28日

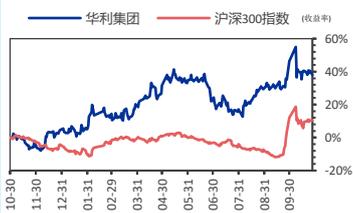
收盘价(元)	69.33
一年内最高/最低(元)	85.00/45.33
市净率	5.3
息率(分红/股价)	1.73
流通A股市值(百万元)	80,908
上证指数/深证成指	3,322.20/10,685.89

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2024年09月30日

每股净资产(元)	14.02
资产负债率%	24.78
总股本/流通A股(百万)	1,167/1,167
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华利集团 (300979) 点评：24H1 订单旺盛接近满负荷，产能扩张有望提速》
2024/08/23

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiuji@swsresearch.com
李璇 A0230524070003
lixuan@swsresearch.com

联系人

李璇
(8621)23297818x
lixuan@swsresearch.com

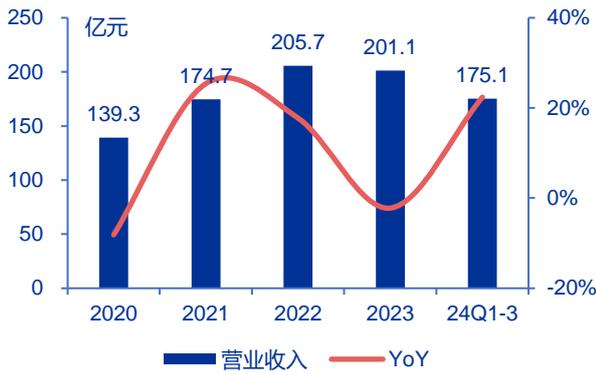


申万宏源研究微信服务号

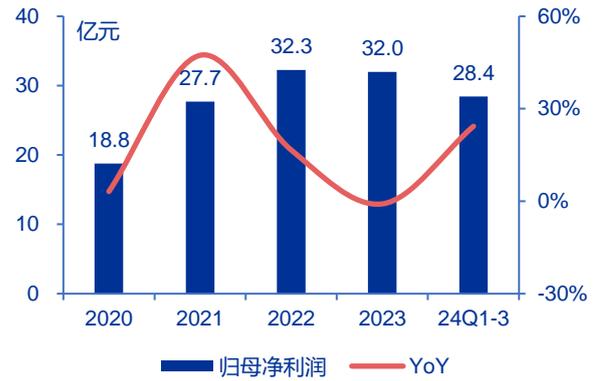
财务数据及盈利预测

	2023	2024Q1-3	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	20,114	17,511	24,032	27,773	31,869
同比增长率(%)	-2.2	22.4	19.5	15.6	14.8
归母净利润(百万元)	3,200	2,843	3,907	4,519	5,264
同比增长率(%)	-0.9	24.3	22.1	15.7	16.5
每股收益(元/股)	2.74	2.44	3.35	3.87	4.51
毛利率(%)	25.6	27.8	26.6	26.7	26.8
ROE(%)	21.2	17.4	22.2	22.1	22.2
市盈率	25		21	18	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 24Q1-3 营业收入同比增长 22.4%


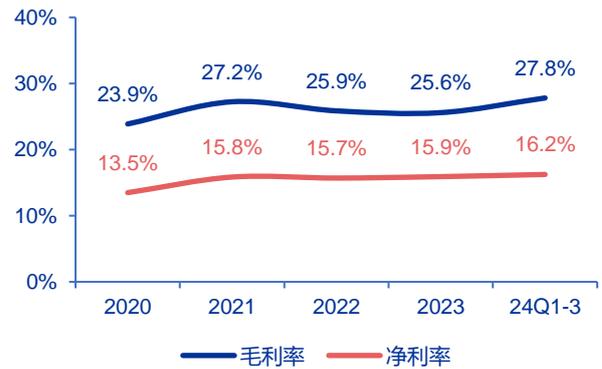
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 24Q1-3 归母净利润同比增长 24.3%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 24Q1-3 销售费用率 0.4%, 管理费用率 5.3%, 研发费用率 1.4%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 24Q1-3 毛利率 27.8%，净利率 16.2%


资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	20,569	20,114	24,032	27,773	31,869
其中: 营业收入	20,569	20,114	24,032	27,773	31,869
减: 营业成本	15,250	14,967	17,644	20,361	23,344
减: 税金及附加	3	5	6	6	7
主营业务利润	5,316	5,142	6,382	7,406	8,518
减: 销售费用	77	70	85	136	122
减: 管理费用	772	689	913	1,055	1,211
减: 研发费用	291	309	360	417	478
减: 财务费用	-65	-89	-85	-152	-196
经营性利润	4,241	4,163	5,109	5,950	6,903
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-5	-4	1	-3	-3
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-227	-150	-150	-133	-130
加: 投资收益及其他	73	53	3	3	3
营业利润	4,105	4,056	4,962	5,818	6,772
加: 营业外净收入	-15	-20	-17	-24	-24
利润总额	4,090	4,036	4,945	5,794	6,748
减: 所得税	862	836	1,038	1,275	1,485
净利润	3,228	3,200	3,907	4,519	5,264
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,228	3,200	3,907	4,519	5,264
全面摊薄总股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
每股收益 (元)	2.77	2.74	3.35	3.87	4.51

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、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投资标的的邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司强烈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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。