

华利集团 (300979.SZ)

产能建设加速推进，期待 2025 新客户合作快速放量

近况更新：2024Q4 预计同比稳健增长；期待 2025~2026 新客户合作放量、产能加速扩张驱动公司业务成长性继续领先行业。 1) 我们估计 2024Q4 收入及利润同比均有望稳健增长，增速或较前三季度放缓，我们判断主要系基数差异影响（2023Q4 公司订单及产能利用率已有恢复，收入及利润基数均相对较高），估计盈利质量整体仍有望保持在较高水平。2) 此前公司发布三季报，2024Q1~Q3 公司收入为 175.1 亿元，同比+22%；归母净利润为 28.4 亿元；同比+24%。量价拆分来看，2024Q1~Q3 运动鞋销量 1.63 亿双（同增 20%）/人民币单价同增 2%。3) 综合全年来看，我们估计 2024 全年公司收入及归母净利润均有望同比增长 20% 左右，产量有望达 2.2 亿双，同增 10%~20% 高段。

产能：未来预计加速扩张，在越南、印尼新建工厂，增强国际化基地布局。

- **产能利用率：**2024 年以来行业订单需求好转，公司迅速打满产能（2024H1 产能利用率同比增加 11.3pct 至 97.3%），我们判断 2024Q3 以来延续产能利用率饱和的趋势。
- **产能规模：**新建工厂推进顺利，未来产能预计快速扩张。1) 2023 年公司产能超过 2 亿双，近期公司积极推进员工招聘，加快产能建设进度。据公司公告，2024 年上半年公司的 3 个新工厂（2 个成品鞋+1 个鞋材工厂）已开始投产，我们根据扩张节奏估计 2024 全年合计新投产约 4 个工厂。2) 展望未来，我们判断 2025 年公司新建工厂速度有望进一步加快，估计 2025~2026 年产量 CAGR 有望达到 15% 左右，匹配订单需求的增长。
- **产能布局：**目前产能绝大部分布局在越南北部省市，在人力成本、集中化管理方面具备优势；未来计划在越南+印尼新建生产基地，在匹配客户需求的同时降低政策风险影响。
- **产能优势：**公司以可持续大规模订单为主，员工成熟度高，生产管理效率领先行业，盈利质量卓越。1) 2023 年直接材料成本占公司收入比重为 46%（VS 裕元集团 36%）/人工及制造费用等占收入比重为 28%（明显低于裕元集团同期 44%）/毛利额占收入比重为 25%（VS 裕元集团 19%）。2) 2024 年以来公司产能利用率改善带动盈利质量同比提升，2024Q1~Q3 毛利率同比进一步提升 2.5pct 至 27.8%。

订单：重要新客户合作推进顺利，打开中长期需求增长空间。

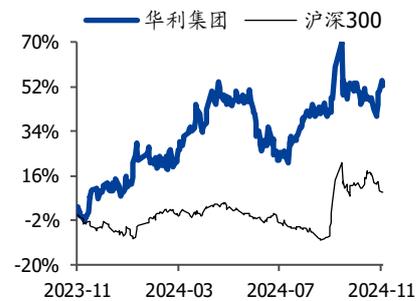
- **短期：**下游核心品牌客户目前运营基本保持健康或环比改善，我们估计 2024 年公司绝大部分客户订单同比有正增长。
- **中长期：**公司与 Nike、Deckers、VF、On、Puma 等核心客户保持深度合作，目前已经形成了优质的客户品牌结构，及可复制的客户拓展及管理体系，我们判断近期公司新客户合作持续推进、同时深挖老客户份额，我们估计有望带动公司 2025~2026 年收入 CAGR 达到 15% 左右，成长性预计持续领先行业。分客户来看：2023 年前 5 大客户销售占比分别为 38%/20%/12%/7%/6%，其他客户销售占比+9pct 至 18%。1) Adidas 是全球运动鞋服龙头品牌之一，公司与其合作顺利推进，我们判断公司与 Adidas 合作订单预计 2025 年将快速放量；2) Deckers 自身收入持续超预期，有望带动采购订单规模增长；3) Nike 公司对未来收入预期较弱，但库存基本处于良性状态、且我们判断华利占其份额仍在提升阶段，估计合作订单有望同比稳健增长。4)

买入（维持）

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
11月26日收盘价(元)	70.43
总市值(百万元)	82,191.81
总股本(百万股)	1,167.00
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	2.41

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《华利集团 (300979.SZ)：2024Q3 表现符合预期，重要新客户合作顺利推进》 2024-10-29
- 《华利集团 (300979.SZ)：产能加速扩张，夯实运动产业链龙头地位》 2024-10-01
- 《华利集团 (300979.SZ)：业绩卓越，产能扩张，期待成长性继续领先行业》 2024-08-23

UA、VF过去严格管控调整供应链，近期伴随着库存周转改善，我们判断订单也有望在低基数下同比增长。

营运表现良好，现金流与存货周转基本正常。 1) 库存周转方面，2024Q1~Q3 公司存货周转天数同比-4.9 天至 63.5 天，期末存货同比+8.6%至 32.0 亿元，整体表现正常。2) 现金流方面，2024Q1~Q3 应收账款周转天数同比-0.8 天至 55.5 天，经营性现金流量净额 42.5 亿元（约为同期业绩的 1.5 倍）。

投资建议。 公司是全球领先的运动鞋制造商，过去几年内业务规模快速增长、份额持续提升。我们维持盈利预测：综合估计公司 2024~2026 年收入分别为 240.0/275.7/314.9 亿元，同比分别增长 19%/15%/14%，主要系销量增长驱动、单价估计稳中有升；预计 2024~2026 年归母净利润分别为 39.0/45.3/52.2 亿元，对应 2024 年 PE 为 21 倍，维持“买入”评级。

风险提示： 下游需求及库存波动风险；产能扩张及改造不及预期风险；外汇波动风险。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	20,569	20,114	24,004	27,567	31,490
增长率 yoy（%）	17.7	-2.2	19.3	14.8	14.2
归母净利润（百万元）	3,228	3,200	3,902	4,525	5,219
增长率 yoy（%）	16.6	-0.9	21.9	16.0	15.3
EPS 最新摊薄（元/股）	2.77	2.74	3.34	3.88	4.47
净资产收益率（%）	24.5	21.2	22.1	21.8	21.2
P/E（倍）	25.5	25.7	21.1	18.2	15.7
P/B（倍）	6.2	5.4	4.7	4.0	3.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 26 日收盘价

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	11504	13118	15459	18588	22863
现金	3620	3879	4831	7196	9857
应收票据及应收账款	3115	3765	4445	4984	5787
其他应收款	50	18	63	30	76
预付账款	59	65	82	87	107
存货	2464	2741	3387	3641	4387
其他流动资产	2198	2650	2650	2650	2650
非流动资产	5601	6329	6563	6770	6957
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3655	3814	4203	4414	4577
无形资产	437	557	636	706	770
其他非流动资产	1509	1957	1724	1650	1611
资产总计	17105	19447	22021	25358	29820
流动负债	3743	4169	4268	4437	5063
短期借款	683	733	1082	733	733
应付票据及应付账款	1502	1793	2087	2363	2720
其他流动负债	1558	1643	1099	1341	1609
非流动负债	167	162	136	140	145
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	167	162	136	140	145
负债合计	3910	4331	4404	4577	5208
少数股东权益	0	7	7	7	7
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	6778	8578	10743	13282	16202
归属母公司股东权益	13195	15109	17610	20774	24605
负债和股东权益	17105	19447	22021	25358	29820

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3503	3694	2992	4931	4931
净利润	3228	3200	3902	4525	5219
折旧摊销	690	819	712	691	808
财务费用	-65	-89	44	12	-54
投资损失	-68	-52	-60	-56	-58
营运资金变动	-417	-450	-1581	-246	-989
其他经营现金流	136	266	-25	4	5
投资活动现金流	-2025	-1821	-886	-843	-937
资本支出	1685	1155	259	203	182
长期投资	-329	-651	0	0	0
其他投资现金流	-669	-1317	-627	-639	-755
筹资活动现金流	-2723	-1963	-1503	-1374	-1334
短期借款	-1193	50	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1529	-2013	-1503	-1374	-1334
现金净增加额	-1057	-63	603	2714	2660

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	20569	20114	24004	27567	31490
营业成本	15250	14967	17622	20210	23086
营业税金及附加	3	5	5	5	6
营业费用	77	70	84	96	110
管理费用	772	689	901	1035	1182
研发费用	291	309	354	407	465
财务费用	-65	-89	44	12	-54
资产减值损失	-227	-150	130	149	170
其他收益	5	1	0	0	0
公允价值变动收益	24	-6	0	0	0
投资净收益	68	52	60	56	58
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4105	4056	4925	5709	6583
营业外收入	3	3	5	3	4
营业外支出	17	23	22	21	22
利润总额	4090	4036	4908	5692	6565
所得税	862	836	1006	1167	1346
净利润	3228	3200	3902	4525	5219
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	3228	3200	3902	4525	5219
EBITDA	4712	4783	5544	6257	7162
EPS (元)	2.77	2.74	3.34	3.88	4.47

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	17.7	-2.2	19.3	14.8	14.2
营业利润(%)	10.9	-1.2	21.4	15.9	15.3
归属于母公司净利润(%)	16.6	-0.9	21.9	16.0	15.3
获利能力					
毛利率(%)	25.9	25.6	26.6	26.7	26.7
净利率(%)	15.7	15.9	16.3	16.4	16.6
ROE(%)	24.5	21.2	22.1	21.8	21.2
ROIC(%)	22.6	19.6	20.4	20.5	19.8
偿债能力					
资产负债率(%)	22.9	22.3	20.0	18.0	17.5
净负债比率(%)	-21.1	-19.6	-20.6	-30.5	-36.6
流动比率	3.1	3.1	3.6	4.2	4.5
速动比率	2.3	2.4	2.7	3.3	3.6
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.2	1.2	1.1
应收账款周转率	7.3	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	9.1	9.1	9.1	9.1	9.1
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.77	2.74	3.34	3.88	4.47
每股经营现金流(最新摊薄)	3.00	3.17	2.56	4.23	4.23
每股净资产(最新摊薄)	11.31	12.95	15.09	17.80	21.08
估值比率					
P/E	25.5	25.7	21.1	18.2	15.7
P/B	6.2	5.4	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	16.4	16.1	13.7	11.7	9.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 26 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可能会随时调整。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 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；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com