

股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	64.61
总股本/流通股本(亿股)	11.67 / 11.67
总市值/流通市值(亿元)	754 / 754
52周内最高/最低价	79.34 / 55.78
资产负债率(%)	22.3%
市盈率	23.58
第一大股东	俊耀集团有限公司

研究所

分析师: 李媛媛
SAC 登记编号: S1340523020001
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

华利集团(300979)

积极扩充产能，订单量保持快速增长

● 事件回顾

公司公布 2024 年业绩快报，预计 24 年实现营收 240.06 亿元，同比+19.4%，归母净利润为 38.41 亿元，同比+20.01%。其中，24Q4 预计实现营收 64.95 亿元，同比+11.9%，归母净利润为 10.0 亿元，同比+9.3%。公司公布 24 年利润分配预案，拟每 10 股派发现金红利 20 元(含税)。

● 事件点评

订单销量快速增长，积极扩展新客户，产能进入新扩张周期。分量价来看，24 年公司运动鞋销量为 2.23 亿双，同增 17.5%，asp 为 108 元/双，同增 1.8%，其中 24Q4 运动鞋销量为 0.6 亿双，同增 10.9%，ASP 为 108 元，同增 0.9%，得益于大客户补库以及新客户持续发力，销量快速增长，均价受客户结构变化有所提升；24Q4 受去年同期较高基数影响增速有所放缓。客户方面，公司 24 年开始与阿迪达斯合作，并于 24 年 9 月开始量产出货，为 25 年稳健的订单增长提供增量。产能建设上，公司 24 年在越南的 3 家新工厂开始投产，印尼新工厂在 24H1 已投产，预计中国新建工厂以及印尼生产基地的另一厂区于 25 年 2 月开始投产，新客户的扩展、积极的产能扩张为订单的稳健增长夯实基础。

净利率保持高位，24Q4 受产能扩张有所回落。根据业绩预告，我们预计公司 24 年/24Q4 归母净利率分别为 16.0%/15.4%，同比分别 +0.09pct/-0.36pct。得益于良好的成本管控及规模效应公司归母净利率整体保持高位，24Q4 受产能扩张影响(主要为工人生产效率爬坡曲线、折摊等因素)净利率有所回落。

盈利预测及投资建议：公司积极扩产，在越南、印尼、中国建立数个工厂，提升产能；同时新增客户阿迪已开始贡献订单，ON、NB、Lululemon 等新客户快速成长，成长路径清晰。我们预计 25 年-26 年归母净利润分别为 44.6 亿元/51.7 亿元，对应 PE 为 17 倍/15 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

行业景气度不及预期，客户订单增长不及预期，加征关税风险等。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	20114	24006	27670	31892
增长率 (%)	-2.21	19.35	15.26	15.26
EBITDA (百万元)	4798.39	5423.04	6184.71	7071.20
归属母公司净利润 (百万元)	3200.21	3841.23	4456.94	5172.88
增长率 (%)	-0.86	20.03	16.03	16.06
EPS (元/股)	2.74	3.29	3.82	4.43
市盈率 (P/E)	23.56	19.63	16.92	14.58
市净率 (P/B)	4.99	3.98	3.22	2.64
EV/EBITDA	12.18	12.83	10.60	8.67

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	20114	24006	27670	31892	营业收入	-2.2%	19.4%	15.3%	15.3%
营业成本	14967	17835	20557	23694	营业利润	-1.2%	21.9%	16.0%	16.0%
税金及附加	5	4	4	5	归属于母公司净利润	-0.9%	20.0%	16.0%	16.1%
销售费用	70	77	89	102	获利能力				
管理费用	689	768	885	1021	毛利率	25.6%	25.7%	25.7%	25.7%
研发费用	309	370	426	491	净利率	15.9%	16.0%	16.1%	16.2%
财务费用	-89	-77	-109	-156	ROE	21.2%	20.3%	19.0%	18.1%
资产减值损失	-150	-135	-135	-135	ROIC	19.4%	19.7%	18.5%	17.5%
营业利润	4056	4945	5734	6652	偿债能力				
营业外收入	3	3	3	3	资产负债率	22.3%	20.3%	17.9%	17.1%
营业外支出	23	23	23	23	流动比率	3.15	3.63	4.38	4.83
利润总额	4036	4925	5714	6632	营运能力				
所得税	836	1083	1257	1459	应收账款周转率	5.85	5.90	6.01	6.00
净利润	3200	3841	4457	5173	存货周转率	5.75	5.94	6.04	6.01
归母净利润	3200	3841	4457	5173	总资产周转率	1.10	1.11	1.06	1.01
每股收益(元)	2.74	3.29	3.82	4.43	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.74	3.29	3.82	4.43
货币资金	3879	6524	10547	14773	每股净资产	12.95	16.24	20.06	24.49
交易性金融资产	2342	2342	2342	2342	估值比率				
应收票据及应收账款	3765	4367	4849	5774	PE	23.56	19.63	16.92	14.58
预付款项	65	107	123	142	PB	4.99	3.98	3.22	2.64
存货	2741	3267	3544	4348	现金流量表				
流动资产合计	13118	16964	21741	27747	净利润	3200	3841	4457	5173
固定资产	3814	3930	3841	3736	折旧和摊销	877	464	470	485
在建工程	982	1282	1282	1282	营运资本变动	-450	-654	-602	-1131
无形资产	557	627	687	747	其他	67	147	140	140
非流动资产合计	6329	6813	6783	6738	经营活动现金流净额	3694	3798	4465	4667
资产总计	19447	23777	28524	34486	资本开支	-1152	-969	-459	-458
短期借款	733	546	546	546	其他	-669	52	51	51
应付票据及应付账款	1793	2190	2401	2891	投资活动现金流净额	-1821	-917	-407	-407
其他流动负债	1643	1932	2012	2310	股权融资	7	0	0	0
流动负债合计	4169	4669	4959	5748	债务融资	39	-198	0	0
其他	162	151	151	151	其他	-2009	-39	-34	-34
非流动负债合计	162	151	151	151	筹资活动现金流净额	-1963	-237	-34	-34
负债合计	4331	4819	5110	5898	现金及现金等价物净增加额	-63	2645	4023	4225
股本	1167	1167	1167	1167					
资本公积金	5704	5704	5704	5704					
未分配利润	7994	11259	15048	19445					
少数股东权益	7	7	7	7					
其他	244	820	1489	2265					
所有者权益合计	15116	18957	23414	28587					
负债和所有者权益总计	19447	23777	28524	34486					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的 相对市场表现，即报告发布日后 的 6 个月内的公司股价（或行 业指数、可转债价格）的涨跌 幅相对同期相关证券市场基准 指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市 场以沪深 300 指数为基准；新 三板市场以三板成指为基准； 可转债市场以中信标普可转债 指数为基准；香港市场以恒生 指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基 准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债 评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
回避		预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下	

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048