

2025年04月10日

# 分红超预期，Q4毛利率受新厂效率爬坡影响

## 华利集团(300979)

评级:	买入	股票代码:	300979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	85.0/47.77
目标价格:		总市值(亿)	630.65
最新收盘价:	54.04	自由流通市值(亿)	630.64
		自由流通股数(百万)	1,166.99

### 事件概述

24年公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流净额分别240.06/38.40/37.81/46.17亿元、同比增长19.35%/20.0%/18.83%/24.97%，经营性现金流高于归母净利主要由于应付增加。24Q4公司收入/归母净利/扣非净利分别64.95/9.97/9.78亿元、同比增长11.88%/9.18%/5.20%，收入增速较前三季度(22%)放缓主要由于补库节奏的高基数影响，净利增速低于收入主要由于Q4新工厂投产、工人熟练度逐步爬坡影响毛利率。

公司拟每10股派发现金2.3元，对应24年分红率70%较近两年大幅提升(23年43.8%)，股息率4.3%。

### 分析判断:

**补库存及品牌表现较好背景下公司产能利用率大幅提升，Q4销量+11%，9月阿迪订单开始出货。**(1)从量价来看，24年量/价为2.23亿双/107元，同比增长18%/2%，剔除汇率影响价格增加0.6%；拆分来看，根据我们测算，24Q4单季销量/价格增长12%/0%，剔除汇率影响价格持平，Q4产能利用率约为100%、同比提升2pct。公司于2024年9月开始为Adidas量产出货。(2)从生产端来看，24年产能/产量为2.28/2.21亿双，同比增长3%/15%；产能利用率同比增加10PCT至96.72%，24年新增4家工厂较此前每年2-3家有所加速：公司在越南的3家新工厂开始投产，位于印尼的第一家工厂已在2024年上半年开始投产；公司在中国新设的工厂以及印度尼西亚生产基地的另一厂区也已于25年2月开始投产。(3)分品类来看，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他收入分别为09.91/8.98/20.70亿元，同比增长17.88%/-33.70%/125.76%。(4)分地区看(以客户总部所在地区分)，美国/欧洲/其他营业收入为204.06/30.61/4.91亿元，同比增长18.13%/24.27%/44.36%，占比85%/13%/2%。

**Q4毛利率下降来自产能爬坡，净利率降幅低于毛利率由于管理费用率及所得税占比下降。**(1)24年公司毛利率为26.80%、同比增长1.21PCT；分产品来看，24年运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他的毛利率分别为27.16%/21.56%/24.37%、同比增长1.09/2.88/0.18PCT，我们分析毛利率提升主要受益于产能利用率提升。(2)2024年净利率为16%、同比提高0.09PCT，从费用率来看，24年销售/管理/研发/财务费用率分别为0.32%/4.48%/1.56%/0.35%、同比增加-0.03/1.05/0.02/0.09PCT，管理费用率增长主要由于计提绩效薪酬增加(24年薪酬费用同比增加3.39亿元至7.36亿元)以及新增计提员工长期服务金。投资净收益/收入增长0.07PCT；公允价值变动净收益/收入同比增加0.07PCT；资产减值损失/收入同比下降0.27PCT；所得税占比同比增长0.48PCT至4.63%。(3)24Q4毛利率/归母净利率为24.09%/15.35%、同比下降2.28/0.38PCT，24Q4的销售/管理/研发/财务费用率分别为0.22%/2.28%/2.11%/0.33%、同比增长0.03/-0.95/0.72/0.21PCT。投资净收益/收入增长0.19PCT；公允价值变动净收益/收入同比上升0.33PCT；减值损失/收入同比下降0.18PCT；营业外支出占比同比下降0.15PCT；所得税占比同比下降0.55PCT。

**库存增加来自订单增加。**2024年公司存货为31.21亿元，同比增长13.86%，主要由于在手订单有所增加，原材料及在产品增加，存货周转天数为60天、同比减少3天。公司应收账款为43.78亿元、同比增长16.28%，平均应收账款周转天数为61天、同比减少1天；公司应付账款为24.10亿元、同比增长34.41%，平均应付账款周转天数为43天、同比增长2天。

## 投资建议

我们分析，目前市场主要担心 24 补库存高基数、DECKERS 增速放缓、新工厂投产影响利润率，叠加近期的关税影响，但（1）市场担心加税后影响公司业绩、或需要降价：我们分析，运动鞋为日常消费品，加税后具备一定终端转嫁能力，且加税后需要供应商配合降本、有利于龙头提升份额；（2）市场担心越南在关税压力下对中国加税：我们分析，24 年公司越南工厂所需的原材料，从越南当地采购的金额已经超过 50%，贸易子公司以来料加工方式委托越南、印度尼西亚等地的生产子公司进行生产制造，来料加工免收进口关税。（3）从品牌客户角度来说，虽然 NIKE、DECKERS 短期增速放缓，但公司仍有份额提升空间，且阿迪、ON、NB、REEBOK 等贡献额外增量，我们判断阿迪存在超预期可能性。从品牌近况来看，Adidas/DECKERS/NIKE/lululemon 预计 25 年收入增长高单位数/15%/下滑中单位数/8-9%；从同行近况来看，裕元制造 3 月同比+3.5%（2 月同比+14.9%）；丰泰 3 月同比-1.54%（2 月同比+11.43%）；钰齐 3 月同比+76%（2 月同比+45.01%）；来亿 3 月同比+47.18%（2 月同比+7.02%）；（4）利润率方面，我们分析 25、26 年为公司 CAPEX 高峰，主要受新工厂投产影响，但我们认为这主要会短期阶段性影响利润率，长期收入空间和利润弹性更大、增速有望好于同业。（5）根据公司年报，公司超临界物理发泡中底量产线在越南投产，公司开发、生产的超临界物理发泡中底，性能和品质获得多个品牌客户的认可，进一步提升公司运动鞋核心零部件自给能力和客户粘性。

考虑到贸易战可能对需求端产生一定观望情绪，下调 25-26 年收入预测从 271.82/310.63 亿元至 264.8/291.1 亿元，新增 27 年收入预测 333.6 亿元；下调 25-26 年归母净利预测从 45.34/52.28 亿元至 42.4/48.0 亿元，新增 27 年归母净利预测 56.1 亿元；对应 25-27 年 EPS 预测 3.63/4.12/4.80 元，2025 年 4 月 10 日收盘价 54.04 元对应 PE 分别为 15/13/11X，考虑公司大客户仍存在份额提升空间、且公司仍有望快速扩产，维持“买入”评级。

## 风险提示

海外衰退风险；投产进度晚于预期风险；系统性风险。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,482	29,110	33,364
YoY (%)	-2.2%	19.4%	10.3%	9.9%	14.6%
归母净利润(百万元)	3,200	3,840	4,237	4,803	5,605
YoY (%)	-0.9%	20.0%	10.3%	13.4%	16.7%
毛利率 (%)	25.6%	26.8%	26.8%	26.9%	27.0%
每股收益 (元)	2.74	3.29	3.63	4.12	4.80
ROE	21.2%	22.0%	19.6%	18.1%	17.5%
市盈率	19.71	16.42	14.88	13.13	11.25

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024E	2025E	2026E	2027E		2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,006	26,482	29,110	33,364	净利润	3,836	4,237	4,803	5,605
YoY (%)	19.4%	10.3%	9.9%	14.6%	折旧和摊销	870	252	263	288
营业成本	17,572	19,384	21,279	24,355	营运资金变动	-4	316	-389	-503
营业税金及附加	4	5	6	7	经营活动现金流	4,617	4,869	4,740	5,063
销售费用	76	67	20	182	资本开支	-1,664	-781	-354	-504
管理费用	1,074	1,185	1,209	1,535	投资	-670	-435	-1,222	-1,944
财务费用	-84	-55	-80	-107	投资活动现金流	-2,165	-1,130	-1,482	-1,947
研发费用	375	387	425	500	股权募资	8	0	0	0
资产减值损失	-113	-143	-158	-173	债务募资	2,455	-288	0	0
投资收益	78	86	95	500	筹资活动现金流	-1,937	-294	0	0
营业利润	4,967	5,465	6,195	7,229	现金净流量	549	3,445	3,258	3,116
营业外收支	-19	0	0	0					
利润总额	4,948	5,465	6,195	7,229	<b>主要财务指标</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	1,112	1,228	1,392	1,624	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	3,836	4,237	4,803	5,605	营业收入增长率	19.4%	10.3%	9.9%	14.6%
归属于母公司净利润	3,840	4,237	4,803	5,605	净利润增长率	20.0%	10.3%	13.4%	16.7%
YoY (%)	20.0%	10.3%	13.4%	16.7%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	3.29	3.63	4.12	4.80	毛利率	26.8%	26.8%	26.9%	27.0%
					净利率	16.0%	16.0%	16.5%	16.8%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	16.9%	15.9%	15.0%	14.6%
货币资金	5,588	9,034	12,292	15,408	净资产收益率 ROE	22.0%	19.6%	18.1%	17.5%
预付款项	89	194	213	244	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	3,121	3,718	4,081	4,671	流动比率	3.12	4.07	4.70	5.10
其他流动资产	6,591	5,829	7,392	9,861	速动比率	2.47	3.22	3.86	4.27
流动资产合计	15,389	18,774	23,978	30,183	现金比率	1.13	1.96	2.41	2.60
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	23.4%	18.7%	17.2%	16.4%
固定资产	4,738	5,052	5,349	5,602	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	671	764	503	435	总资产周转率	1.05	0.99	0.91	0.87
非流动资产合计	7,375	7,903	7,995	8,210	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	22,765	26,677	31,973	38,394	每股收益	3.29	3.63	4.12	4.80
短期借款	288	0	0	0	每股净资产	14.94	18.57	22.68	27.49
应付账款及票据	2,410	2,390	2,623	3,069	每股经营现金流	3.96	4.17	4.06	4.34
其他流动负债	2,238	2,221	2,480	2,849	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,935	4,611	5,103	5,919	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.42	14.88	13.13	11.25
其他长期负债	386	386	386	386	PB	5.27	2.91	2.38	1.97
非流动负债合计	386	386	386	386					
负债合计	5,321	4,997	5,489	6,305					
股本	1,167	1,167	1,167	1,167					
少数股东权益	11	11	11	11					
股东权益合计	17,443	21,680	26,484	32,089					
负债和股东权益合计	22,765	26,677	31,973	38,394					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。