

华利集团（300979）

证券研究报告

2025 年 04 月 13 日

具备客户增量与竞争优势

公司发布年报

24Q4 公司收入 65 亿，同增 12%，归母净利 10 亿，同增 9%，扣非后归母 9.8 亿，同增 5%；2024 年营收 240 亿，同增 19%，归母 38 亿，同增 20%，扣非后 38 亿，同增 19%。

2024 年前五大客户中客户一销售额 80 亿元占总 33%，客户二销售额 51 亿元占比 21%，客户三销售额 30 亿占比 12%，客户四销售额 15 亿占比 6%。

2024 年总产能 2.3 亿双，总产量 2.2 亿双。

公司成品鞋制造工厂均位于境外，目前主要分布在越南北部和中部区域。24 年公司在越南的 3 家新工厂开始投产，位于印度尼西亚的第一家工厂已在 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 2025 年 2 月开始投产。此外，公司将继续在印度尼西亚新建工厂，继续在越南扩建或新建工厂。

2024 年公司毛利率 26.8%同增 1.2pct；净利率 16%，同增 0.1pct。

公司与 Adidas 开始合作，并于 2024 年 9 月开始量产出货。公司的客户版图已涵盖大多数全球知名运动休闲品牌，包括 Nike、Adidas、Converse、Vans、UGG、Hoka、On、New Balance、Puma、Asics、Under Armour、Reebok、Lululemon 等，公司是主要客户的核心/策略性供应商。公司优质的客户资源和良好的客户结构，是公司业务稳健成长的基础。

公司成本优势凸显

完整产业链降低成本：公司是行业内少数能提供从产品开发设计、模具、鞋面、鞋底到成品制造完整运动鞋制造产业链的专业制造商，完整产业链有利于公司产品质量稳定，保证产品按期交付，降低鞋履生产总成本。

生产设备自动化降低成本：对于一些重复性高、生产工艺准确度要求严格的工序，公司持续进行生产线自动化改造，除采购通用的自动化生产设备外，还向设备供应商定制自动化生产设备。通过对部分生产环节进行生产设备自动化改造，提高公司产品品质稳定性，同时提高生产效率，降低制造成本。

规模化降低成本费用：当前公司是全球规模领先运动鞋制造商之一，公司原材料采购金额大且稳定，大规模采购可以有效降低原材料采购成本；规模化生产降低单位制造费用，规模化生产也加强了专业化分工，有效提升生产效率，降低单位产品人工成本；公司规模化经营降低单位产品管理费用和销售费用。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于 2024 年业绩情况，我们调整盈利预测，预计 25-27 年 EPS 分别为 3.76 元、4.44 元以及 5.17 元（25-26 年前值为 3.76/4.33 元），对应 PE 为 18/15/13x。

风险提示：宏观环境变化；拿单不及预期，核心高管流失，毛利率下滑。

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	56.14 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股股本(百万股)	1,166.99
A 股总市值(百万元)	65,515.38
流通 A 股市值(百万元)	65,514.95
每股净资产(元)	14.94
资产负债率(%)	23.38
一年内最高/最低(元)	85.00/47.77

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《华利集团-公司点评:2025 期待阿迪达斯业务增量》 2025-03-13
- 《华利集团-公司点评:阿迪、昂跑财报乐观，多客户优势显现》 2025-03-09
- 《华利集团-公司点评:Deckers 上调全年指引，乐观预期 2025 年订单》 2025-02-18

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,113.74	24,006.39	27,631.36	31,637.91	36,478.51
增长率(%)	(2.21)	19.35	15.10	14.50	15.30
EBITDA(百万元)	5,241.11	6,122.60	6,476.15	7,452.68	8,528.46
归属母公司净利润(百万元)	3,200.21	3,840.33	4,383.17	5,177.48	6,039.14
增长率(%)	(0.86)	20.00	14.14	18.12	16.64
EPS(元/股)	2.74	3.29	3.76	4.44	5.17
市盈率(P/E)	24.67	20.55	18.01	15.25	13.07
市净率(P/B)	5.22	4.53	3.61	2.92	2.39
市销率(P/S)	3.92	3.29	2.86	2.49	2.16
EV/EBITDA	10.52	13.67	10.29	8.65	6.72

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,879.43	5,588.29	11,502.88	13,385.19	20,297.40
应收票据及应收账款	3,764.85	4,378.16	3,192.69	6,516.86	4,993.24
预付账款	64.79	88.79	135.53	111.01	147.27
存货	2,741.32	3,120.91	3,101.73	4,575.12	4,234.25
其他	2,667.80	2,213.20	2,104.02	2,143.20	2,149.28
流动资产合计	13,118.19	15,389.36	20,036.84	26,731.38	31,821.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,813.97	4,737.55	4,679.94	4,626.57	4,541.74
在建工程	981.57	757.19	979.40	1,037.64	1,042.59
无形资产	557.28	670.86	638.68	606.50	574.32
其他	975.81	1,209.66	858.64	882.50	879.19
非流动资产合计	6,328.64	7,375.26	7,156.67	7,153.22	7,037.84
资产总计	19,446.82	22,764.62	27,193.51	33,884.59	38,859.27
短期借款	733.30	287.98	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,792.80	2,409.65	1,757.88	3,362.36	2,551.31
其他	1,616.30	2,199.77	1,700.59	1,831.03	1,862.90
流动负债合计	4,142.40	4,897.40	5,104.53	6,592.54	5,533.53
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	161.51	386.17	222.36	235.50	251.38
非流动负债合计	161.51	386.17	222.36	235.50	251.38
负债合计	4,330.73	5,321.43	5,326.89	6,828.04	5,784.91
少数股东权益	7.08	11.34	11.46	11.65	11.87
股本	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72
留存收益	8,577.66	11,017.59	15,400.75	20,578.23	26,617.38
其他	(339.37)	(456.46)	(416.32)	(404.05)	(425.61)
股东权益合计	15,116.09	17,443.19	21,866.61	27,056.55	33,074.35
负债和股东权益总计	19,446.82	22,764.62	27,193.51	33,884.59	38,859.27

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,200.21	3,836.19	4,383.17	5,177.48	6,039.14
折旧摊销	818.83	817.24	742.73	777.31	812.07
财务费用	(75.65)	(82.90)	(201.42)	(220.77)	(261.24)
投资损失	(52.03)	(77.93)	(44.98)	(51.00)	(50.00)
营运资金变动	(405.02)	549.00	261.58	(3,089.65)	1,062.10
其它	208.05	(424.54)	0.12	0.19	0.22
经营活动现金流	3,694.39	4,617.05	5,141.19	2,593.56	7,602.29
资本支出	1,495.93	1,231.29	1,038.96	736.87	684.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,316.88)	(3,396.62)	(1,869.13)	(1,435.87)	(1,334.11)
投资活动现金流	(1,820.95)	(2,165.32)	(830.17)	(699.00)	(650.00)
债权融资	146.60	(374.05)	1,563.43	(24.52)	(18.52)
股权融资	(1,286.64)	(117.09)	40.14	12.27	(21.56)
其他	(822.63)	(1,445.90)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,962.67)	(1,937.04)	1,603.56	(12.25)	(40.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(89.22)	514.69	5,914.58	1,882.31	6,912.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,113.74	24,006.39	27,631.36	31,637.91	36,478.51
营业成本	14,967.26	17,571.96	20,267.60	23,174.77	26,702.27
营业税金及附加	4.65	3.85	5.80	6.65	7.67
销售费用	70.02	75.71	103.89	120.22	138.62
管理费用	688.95	1,074.31	1,271.04	1,328.79	1,495.62
研发费用	309.03	374.73	428.29	490.39	583.66
财务费用	(88.55)	(84.27)	(201.42)	(220.77)	(261.24)
资产/信用减值损失	(153.79)	(118.96)	(136.61)	(109.26)	(119.77)
公允价值变动收益	(6.00)	10.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.03	77.93	44.98	51.00	50.00
其他	214.18	54.21	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,055.96	4,966.64	5,664.52	6,679.59	7,742.14
营业外收入	2.81	1.99	3.00	4.96	4.96
营业外支出	22.65	20.76	30.00	38.00	34.00
利润总额	4,036.12	4,947.87	5,637.52	6,646.56	7,713.10
所得税	835.91	1,111.68	1,254.24	1,468.89	1,673.74
净利润	3,200.21	3,836.19	4,383.28	5,177.67	6,039.36
少数股东损益	0.00	(4.14)	0.12	0.19	0.22
归属于母公司净利润	3,200.21	3,840.33	4,383.17	5,177.48	6,039.14
每股收益（元）	2.74	3.29	3.76	4.44	5.17

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	-2.21%	19.35%	15.10%	14.50%	15.30%
营业利润	-1.19%	22.45%	14.05%	17.92%	15.91%
归属于母公司净利润	-0.86%	20.00%	14.14%	18.12%	16.64%
获利能力					
毛利率	25.59%	26.80%	26.65%	26.75%	26.80%
净利率	15.91%	16.00%	15.86%	16.36%	16.56%
ROE	21.18%	22.03%	20.06%	19.14%	18.27%
ROIC	42.72%	42.83%	45.52%	52.66%	46.52%
偿债能力					
资产负债率	22.27%	23.38%	19.59%	20.15%	14.89%
净负债率	-20.43%	-30.13%	-44.85%	-44.11%	-57.83%
流动比率	3.15	3.12	3.93	4.05	5.75
速动比率	2.49	2.49	3.32	3.36	4.99
营运能力					
应收账款周转率	5.85	5.90	7.30	6.52	6.34
存货周转率	7.73	8.19	8.88	8.24	8.28
总资产周转率	1.10	1.14	1.11	1.04	1.00
每股指标（元）					
每股收益	2.74	3.29	3.76	4.44	5.17
每股经营现金流	3.17	3.96	4.41	2.22	6.51
每股净资产	12.95	14.94	18.73	23.17	28.33
估值比率					
市盈率	24.67	20.55	18.01	15.25	13.07
市净率	5.22	4.53	3.61	2.92	2.39
EV/EBITDA	10.52	13.67	10.29	8.65	6.72
EV/EBIT	12.05	15.27	11.62	9.66	7.43

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com