

纺织服饰

2025 年 04 月 13 日

华利集团 (300979)

——关税不确定性中有望化危为机，核心竞争力愈战愈强

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 年报，营收、利润符合预期，均创历史新高。1) 24 年营收 240.1 亿元 (同比+19.35%)，归母净利润 38.4 亿元 (同比+20%)，全年毛利率 26.8% (同比+1.2pct)，归母净利率 16% (同比+0.1pct)，相当强劲。其中，24Q4 单季营收 64.9 亿元 (同比+11.9%)，归母净利润 9.97 亿元 (同比+9.2%)，单季毛利率 24.1%，归母净利率 15.35%，有所波动，主要系多个新工厂仍在产能爬坡初期，有所拖累平均效率，从而影响利润率，随着产能爬坡，后续利润率有望保持平稳。2) 拟派发每股现金红利 2.3 元 (含税)，较 3 月 12 日控股股东提议分红 2.0 元进一步提升，最终拟派发现金红利总额 26.84 亿元，现金分红比例由上年度 44% 大幅提升至约 70%，优秀现金流生意模式的红利属性显现。
- 分拆量价，量增贡献为主，单价亦延续上行。分拆：1) 销量：24 年销量 2.23 亿双 (同比+17.5%)，其中 24Q1-4 逐季销量分别约 0.46/0.62/0.55/0.60 亿双，同比+18.4%/+18.8%/+23.9%/+10.5%。2) 均价：根据营收与销量测算，24 年人民币口径 ASP 约 107 元 (同比+1.6%)，其中 24Q1-4 逐季 ASP 分别同比+10%/+1.7%/-4.3%/+1.3%，季度间 ASP 波动主要同客户订单出货结构相关，但全年看由于高单价新客户订单起量，促成 ASP 处于稳步上行通道。
- 新品牌订单步入快速放量，尤其 Adidas 合作空间巨大。24 年前五大客户营收分别 79.7/51.3/29.9/15.1/13.9 亿元，合计贡献占比 79%，同比下降 3.2pct，说明新客户贡献订单权重扩大。除了 On、NB 通过一定年限的合作磨合之后，订单将在今年继续有显著放量，更重要的是，24 年公司与全球运动巨头 Adidas 开始合作，并于 24 年 9 月启动量产出货。自此，公司成为继裕元之后，全球少数能同时承载 Nike、Adidas 两大品牌的运动鞋制造商。考虑到 Adidas 在上轮去库存中供应链受损严重，以及现任 CEO 对于优质供应商的重视，我们乐观认为华利在 Adidas 的订单放量速度将很快、体量天花板将很高。
- 公司核心竞争力正日愈增强！1) 多元产地加速扩张，本地化采购配套日益完善。24 年在越南投产 3 家新工厂，24H1 首个印尼工厂正式投产，并于 25 年 2 月在中国新设首个工厂，以及印尼基地另一厂区也开始投产。公司将保持在越南、印尼的扩产计划，而印尼作为新生产基地，未来预计总产能将达到 5000-6000 万双/年，此外公司还有条件随时重启位于北美的多米尼加基地，充分满足下游客户对产地多样化的诉求。此外，24 年度越南工厂所需原材料的本地采购金额比重已超 50%，产业链配套日益完善。2) 中底技术重要突破，自动化升级降低熟工依赖。首次披露超临界物理发泡中底实现量产，进一步提升运动鞋核心部件自给能力和客户粘性，同时大力推行自动化裁剪设备，引进 4 条自动化成型线。
- 全球领先的运动鞋专业制造商，短期全球关税冲击导致股价显著错杀，但我们认为公司凭借领先的制造服务竞争力，中期有望化危为机，实现新一轮增长，维持“买入”评级。维持 25-26 年、新增 27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 43.5/50.6/57.0 亿元，对应 PE 为 15/13/11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：下游核心客户订单不及预期；新建产能效率爬坡较慢；竞争对手大幅扩产等。

财务数据及盈利预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	20,114	24,006	27,070	31,083	35,423
同比增长率 (%)	-2.2	19.4	12.8	14.8	14.0
归母净利润 (百万元)	3,200	3,840	4,350	5,060	5,704
同比增长率 (%)	-0.9	20.0	13.3	16.3	12.7
每股收益 (元/股)	2.74	3.29	3.73	4.34	4.89
毛利率 (%)	25.6	26.8	26.6	26.8	26.8
ROE (%)	21.2	22.0	22.8	24.5	25.5
市盈率	20	17	15	13	11

注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

市场数据：2025 年 04 月 11 日

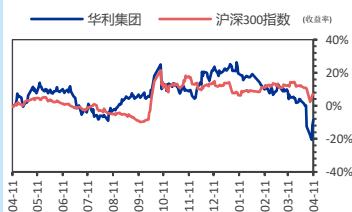
收盘价 (元)	56.14
一年内最高/最低 (元)	85.00/47.77
市净率	3.8
股息率 (分红/股价)	2.14
流通 A 股市值 (百万元)	65,515
上证指数/深证成指	3,238.23/9,834.44

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2024 年 12 月 31 日

每股净资产 (元)	14.94
资产负债率%	23.38
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：24 年归母净利润同比增长 20%，现金分红大幅提升》
2025/03/13《华利集团 (300979) 点评：24Q3 收入、利润延续高增长，盈利水平维持高位》
2024/10/29

证券分析师

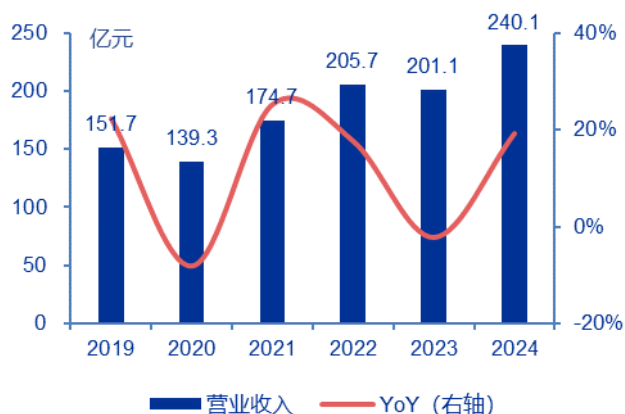
王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

图 1：24 年营业收入同比增长 19.4%



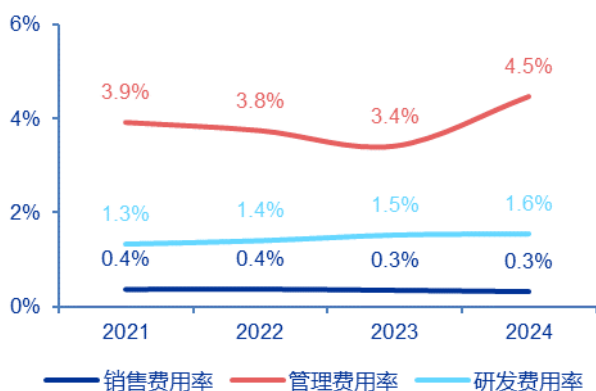
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：24 年归母净利润同比增长 20%



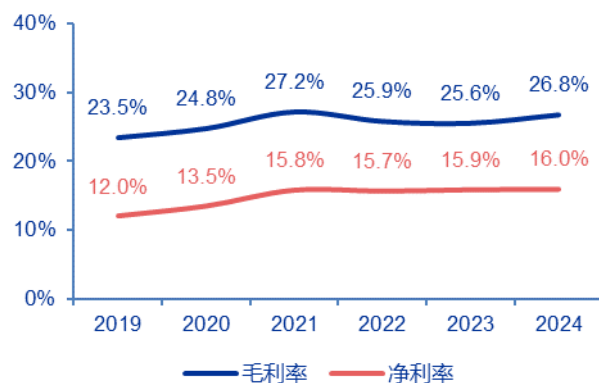
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：24 年销售费用率 0.3%，管理费用率 4.5%，研发费用率 1.6%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：24 年毛利率 26.8%，净利率 16.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,114	24,006	27,070	31,083	35,423
其中: 营业收入	20,114	24,006	27,070	31,083	35,423
减: 营业成本	14,967	17,572	19,874	22,761	25,942
减: 税金及附加	5	4	4	5	6
主营业务利润	5,142	6,430	7,192	8,317	9,475
减: 销售费用	70	76	81	93	106
减: 管理费用	689	1,074	1,164	1,337	1,523
减: 研发费用	309	375	406	435	496
减: 财务费用	-89	-84	-106	-118	-115
经营性利润	4,163	4,989	5,647	6,570	7,465
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-6	-5	-5	-5
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-150	-113	-110	-110	-110
加: 投资收益及其他	53	84	99	106	98
营业利润	4,056	4,967	5,631	6,561	7,447
加: 营业外净收入	-20	-19	-19	-19	-19
利润总额	4,036	4,948	5,612	6,542	7,428
减: 所得税	836	1,112	1,262	1,482	1,725
净利润	3,200	3,836	4,350	5,060	5,704
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,200	3,840	4,350	5,060	5,704

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