

华利集团 (300979.SZ)

全年净利润增长 20%，分红率提升至 70%

优于大市

核心观点

收入利润快速增长，订单复苏积极扩张。2024 年公司收入 240.06 亿元，同比+19.35%，主要由于运动品牌的库存情况基本缓解，运动鞋制造商的订单逐步恢复。归母净利润同比增长 20.00%至 38.40 亿元。盈利能力稳定，其中毛利率同比+1.2pct，经营利润率同比+0.5pct，归母净利率同比+0.1pct，主要由于毛利率提升被管理费用率所抵消。营运资金周转情况稳定，存货/应收/应付周转天数同比变化-3/-1/4 天。资本开支 17.00 亿元，主要用于产能建设，2024 年公司在越南的 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尼生产基地的另一厂区也已于 2025 年 2 月开始投产。此外，公司超临界物理发泡中底量产产线在越南投产，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。四季度公司收入同比+11.9%，归母净利润同比+9.2%，毛利率下降 2.3pct，主要由于产能瓶颈增长放缓，而新工厂刚刚投产尚未爬坡。2024 年公司年度现金分红占当年净利润比例提升至预计约 70%（2023 年：43.76%）。

销量快速增长，均价小幅增长，其中下半年小幅下滑。拆分量价来看，公司全年销售运动鞋 2.23 亿双，同比+17.5%；单价约为 107.3 元人民币，同比+1.6%，其中上下半年销量分别同比+18.7%/16.5%，均价分别同比+4.9%/-1.1%至 106.01 元/108.59 元。公司均价主要受产品结构影响，在 2024 年下半年叫的基数下有小幅回调。

前五大客户占比下降至 79%，新客户订单快速增长。分客户看，前五大客户合计收入占比为 79%，同比下降 3 个百分点。在产能紧张订单需求旺盛的情况下，公司不断拓展、优化客户结构，2024 年公司与 Adidas 开始合作，并于 2024 年 9 月开始量产出货。

疫情后连续多年华利表现好于行业，份额持续提升。对比品牌：华利收入表现好于主要客户，若后续耐克呈现复苏有望进一步受益，新切入阿迪有望贡献较大增量。对比同行：华利增速领先份额持续提升，展现竞争优势。

风险提示：产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

投资建议：关税政策不确定性引发市场担忧，看好公司的经营韧性。在疫情后行业格局变化中公司持续提升份额，已经印证竞争实力，突出盈利水平也有助于未来展现经营韧性，我们维持盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 43.0/50.0/57.5 亿元，同比+12.1%/16.1%/14.9%。维持 73.1~79.5 元的合理估值区间，对应 2025 年 20-22x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	27,692	31,943	36,453
(+/-%)	-2.2%	19.4%	15.35%	15.4%	14.1%
净利润(百万元)	3200	3840	4304	5002	5746
(+/-%)	-0.9%	20.0%	12.1%	16.2%	14.9%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.69	4.29	4.92
EBIT Margin	20.4%	20.6%	20.1%	20.2%	20.3%
净资产收益率 (ROE)	21.2%	22.0%	22.0%	22.6%	23.0%
市盈率 (PE)	20.5	17.1	15.2	13.1	11.4
EV/EBITDA	14.6	12.7	11.7	10.1	8.9
市净率 (PB)	4.34	3.76	3.35	2.97	2.63

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

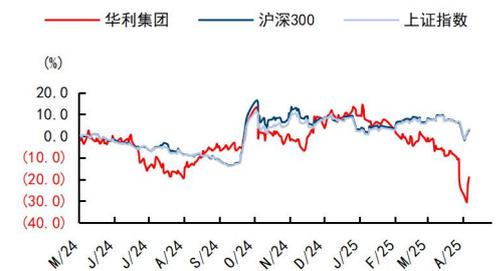
S0980520040004

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	73.10 - 79.50 元
收盘价	56.14 元
总市值/流通市值	65515/65515 百万元
52 周最高价/最低价	85.00/47.77 元
近 3 个月日均成交额	200.18 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华利集团 (300979.SZ) - 2024 年收入增长 19%，近期新工厂加速投产》——2025-03-13
- 《华利集团 (300979.SZ) - 客户订单储备充足，产能扩张与升级增强竞争力》——2024-12-04
- 《华利集团 (300979.SZ) - 第三季度销量驱动收入增长 18%，投资扩产积极》——2024-10-29
- 《华利集团 (300979.SZ) - 上半年销量驱动收入增长 25%，毛利率提升至 28%》——2024-08-23
- 《华利集团 (300979.SZ) - 上半年收入及净利润预增 20~30%，客户份额稳健提升》——2024-07-19

收入利润快速增长，订单复苏，积极扩张

收入利润快速增长，盈利能力稳定。2024 年公司收入 240.06 亿元，同比+19.35%，主要由于运动品牌的库存情况基本缓解，运动鞋制造商的订单逐步恢复；归母净利润同比增长 20.00%至 38.40 亿元。公司盈利能力稳定，其中毛利率同比+1.2pct 至 26.8%的历史较高水平，经营利润率同比+0.5pct，归母净利率同比+0.1pct 至 16.0%，净利率相对持平主要由于毛利率提升被管理费用率所抵消。2024 年公司年度现金分红占当年净利润比例提升至预计约 70%（2023 年：43.76%）。

图1：华利集团业绩一图概览

	2021	2022	2023	2024	2024 1H	2024 2H	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
总收入(亿元)	174.70	205.69	201.14	240.06	114.72	125.34	47.65	67.07	60.39	64.95
分量价										
销量(百万双)	210.87	220.68	190.11	223.43	108.00	115.43	45.63	62.37	55.00	60.43
单价(人民币口径)	82.67	93.01	105.61	107.28	106.01	108.59	104.43	107.53	109.81	107.48
分客户										
客户一	61.81	79.22	76.09	79.67						
客户二	37.63	39.55	40.60	51.33						
客户三	32.08	34.14	23.67	29.92						
客户四	18.93	22.28	14.03	15.15						
客户五	9.65	12.53	11.30	11.30						
其他	14.22	17.52	24.41	38.44						
总收入YOY	25.4%	17.7%	-2.2%	19.4%	24.5%	15.0%	30.2%	20.8%	18.5%	11.9%
分量价										
销量	29.5%	4.7%	-13.9%	17.5%	18.7%	16.5%	18.4%	18.9%	22.2%	11.7%
单价	-3.1%	12.5%	13.6%	1.6%	4.9%	-1.1%	10.0%	1.6%	-3.0%	0.2%
毛利率	27.2%	25.9%	25.6%	26.8%	28.2%	25.5%	28.4%	28.1%	27.0%	24.1%
费用率	5.4%	5.2%	4.9%	6.0%	6.7%	5.3%	7.4%	6.2%	6.5%	4.3%
销售费用	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%
管理费用	3.9%	3.8%	3.4%	4.5%	5.1%	3.9%	5.2%	5.0%	5.7%	2.3%
研发费用	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	1.8%	1.7%	1.1%	1.4%	2.1%
财务费用	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.6%	0.1%	-0.2%	-0.9%	-0.3%
经营利润	37.02	41.05	40.56	49.67	24.52	25.14	10.02	14.50	12.40	12.74
比率	21.2%	20.0%	20.2%	20.7%	21.4%	20.1%	21.0%	21.6%	20.5%	19.6%
营业外收支	-0.17	-0.15	-0.20	-0.19	-0.06	-0.13	-0.04	-0.01	-0.05	-0.08
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
利润总额	36.84	40.90	40.36	49.48	24.47	25.01	9.98	14.49	12.35	12.66
比率	21.1%	19.9%	20.1%	20.6%	21.3%	20.0%	20.9%	21.6%	20.5%	19.5%
所得税	9.17	8.62	8.36	11.12	5.69	5.43	2.10	3.58	2.70	2.74
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	22.5%	23.2%	21.7%	21.1%	24.7%	21.8%	21.6%
净利润	27.68	32.28	32.00	38.40	18.78	19.62	7.87	10.91	9.65	9.92
比率	15.8%	15.7%	15.9%	16.0%	16.4%	15.7%	16.5%	16.3%	16.0%	15.3%
YoY	47.3%	16.6%	-0.9%	20.0%	29.0%	12.5%	63.7%	11.9%	16.1%	8.7%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



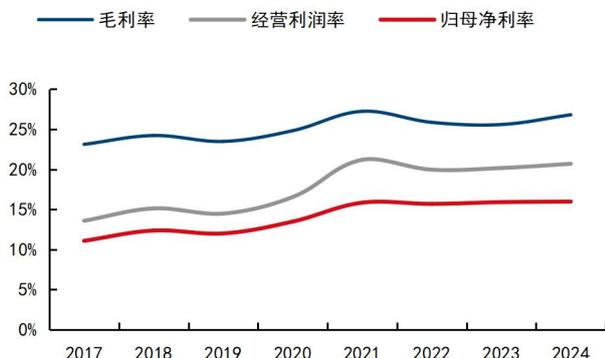
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



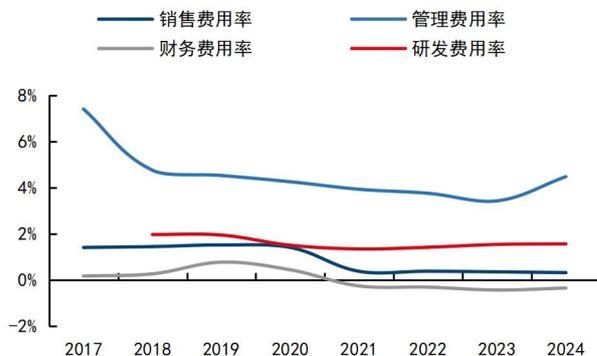
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司毛利率/营业利润率/净利率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

销量快速增长, 均价小幅增长, 其中下半年小幅下滑。拆分量价来看, 公司全年销售运动鞋 2.23 亿双, 同比+17.5%; 单价约为 107.3 元人民币, 同比+1.6%, 其中上下半年销量分别同比+18.7%/16.5%, 均价分别同比+4.9%/-1.1%至 106.01 元/108.59 元。公司均价主要受产品结构影响, 在 2024 年下半年叫的基数下有小幅回调。

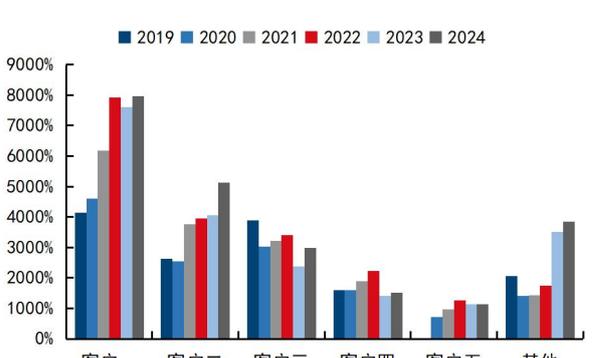
前五大客户占比下降至 79%, 新客户订单快速增长。分客户看, 前五大客户合计收入占比为 79%, 同比下降 3 个百分点。在产能紧张订单需求旺盛的情况下, 公司不断拓展、优化客户结构, 2024 年公司与 Adidas 开始合作, 并于 2024 年 9 月开始量产出货。

图6: 公司鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图7: 公司分客户营业收入 (单位: 亿元)

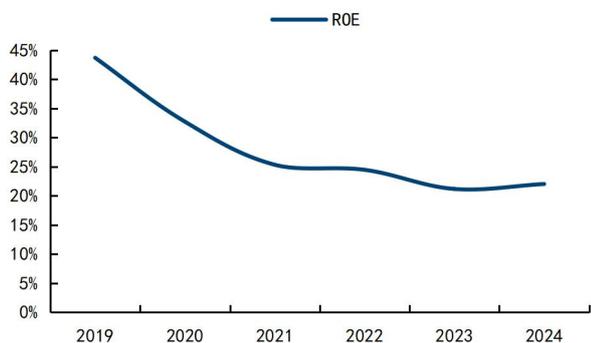


资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

ROE 保持较高水平, 营运资金周转稳定, 资本开支增加, 新工厂积极投产。2024 年公司 ROE 为 22.0%, 同比提升 0.8 个百分点, 保持较高水平; 存货/应收/应付周转天数同比变化-3/-1/4 天。资本开支 17.00 亿元, 主要用于产能建设, 2024 年公司在越南的 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尼生产基地的另一厂区也已于 2025 年 2 月开始投产。此外, 公司超临界物理发泡中底量产产线在越南投产, 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。

图8: 公司净资产收益率 (ROE) 情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

四季度产能瓶颈、新工厂刚刚投产, 公司增长放缓, 毛利率下降。四季度公司收入同比增长 11.9%至 65 亿元, 归母净利润同比增长 9.2%至 10 亿元, 毛利率同比 -2.3 百分点至 24.1%, 主要由于产能瓶颈增长放缓, 而新工厂刚刚投产尚未爬坡。营业利润率同比提-1.2 百分点至 19.6%, 归母净利率同比-0.4 百分点至 15.4%, 净利率下滑幅度小于毛利率主要由于费用率优化有所抵消。其中, 销售费用率同比持平, 管理费用率同比-0.9 百分点至 2.3%。

拆分量价来看, 四季度公司销售运动鞋 0.60 亿双, 同比+11.7%, 增速放缓, 因在 2024Q4 高基数情况下产能满产, 而新工厂刚刚投产尚未释放明显增量; 单价约为 107.5 元, 同比+0.2%; 以季度平均汇率推算, 美元角度单价为 15.0 美元, 同比持平。

图10: 公司季度收入与变化情况



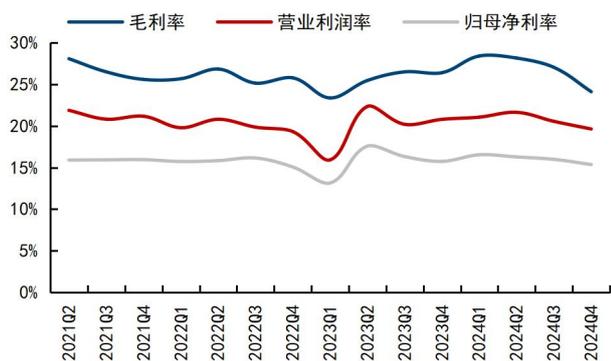
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 公司季度业绩与变化情况



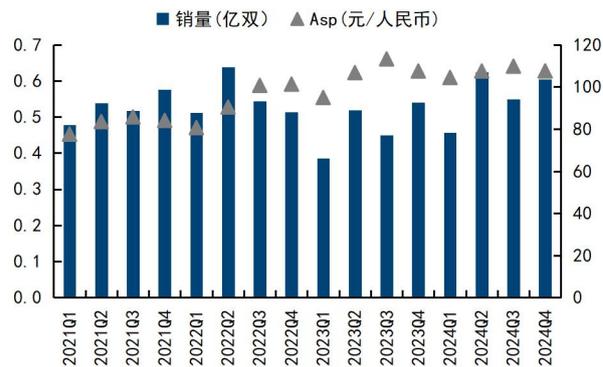
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 公司季度毛利率/营业利润率/净利率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图13: 公司季度鞋销量及鞋单价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

行业: 疫情后连续多年华利表现好于同行, 市场份额及客户份额持续提升

1、对比品牌: 华利收入表现好于主要客户, 若后续耐克呈现复苏势头有望进一步受益, 新切入阿迪贡献较大增量。

公司随下游客户完成去库, 订单在 2024 年恢复增长, 并且增幅均好于主要品牌客户的收入表现, 尤其是在核心客户耐克近期连续多个季度收入下滑的情况下, 公司面对其不利影响仍呈现出较强的业绩韧性。

耐克管理层在公开业绩交流会上指引, 下一季度预计收入降幅加深至中双位数下降, 其中经典款占鞋类占比将下降超过 10 个百分点, 而当前经营调整举措对收入和毛利率的负面影响预计在下一季度后减弱。

我们看到耐克相较其他品牌的库销比并非较差的水平, 而其在近期加大力度进行经营调整 (尤其以经典鞋款为主) 的行为能够促使其在后续更快恢复成长势头, 并且利于品牌新品推出和长期发展。申洲近期的业绩已经证明其能够在耐克经营大幅调整期间呈现较好的增长韧性, 后续若品牌恢复成长势头, 公司凭借较好的新品开发能力和深度合作关系也有望进一步受益。

此外 2024 年华利与 Adidas 开始合作, 并于 2024 年 9 月开始量产出货, 2025 年有望贡献较大订单增量。阿迪自身 2024 年以来营收增速领先, 且 2025 年指引乐观, 预计 2025 财年不变汇率收入将实现高个位数增长, adidas 品牌继续双位数增长。

2、对比同行: 华利增速领先份额持续提升, 展现竞争优势。

相比其他运动鞋代工同行, 华利产能扩张和业绩成长最快, 市场份额持续提升。2022 年至 2024 年是运动品牌因疫情后供应链扰动, 先后发生库存积压、去库砍单、恢复常态化下单的三年, 在这期间品牌进行供应链优化, 行业格局也发生变化。其他运动鞋代工头部同行裕元 (制造业) 和丰泰, 2022-2024 年收入复合增速分别是 -4.8%/-4.5%, 而华利复合增速达 8.0%。

图14: 华利集团品牌客户季度收入、库存 (财季按自然年统一归位)

收入YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025
耐克	-2.0% 88.0% 12.0% 0.0% 8.0% 3.0% 10.0% 27.0% 19.0% 8.0% 2.0% -1.0% 0.0% 0.0% 0.0% -9.0% -9.0% -7.0%
阿迪达斯	27.0% 55.0% 3.0% -3.0% -3.0% 4.0% 4.0% -1.0% 0.0% 0.0% 1.0% -2.0% 8.0% 11.0% 10.0% 19.0%
PUMA	25.8% 96.0% 20.4% 14.0% 19.7% 18.4% 16.9% 21.1% 14.4% 11.1% 6.0% -4.0% 0.5% 2.1% 5.0% 9.8%
Deckers	49.7% 78.2% 15.8% 10.2% 31.2% 21.8% 21.3% 13.3% 7.6% 11.1% 24.2% 15.1% 21.1% 23.0% 20.4% 16.6%
VF	22.8% 103.9% 22.6% 22.0% 9.4% 3.1% -3.7% -2.6% -3.0% -8% -4.0% -17.0% -13.0% -8.0% -6.0% 2.0%
UA	35.1% 91.0% 7.9% 8.9% 3.5% -0.2% 1.8% 3.4% 7.5% -1.0% -1.1% -7.0% -5.0% -10.0% -10.0% 0.5%
LULU	88.1% 60.7% 29.8% 23.1% 31.6% 28.8% 28.0% 30.2% 24.0% 18.2% 18.7% 15.6% 10.4% 7.3% 8.7% 12.7%
报表存货YOY	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025
耐克	15.3% -7.0% -0.1% 6.8% 15.0% 22.8% 44.2% 43.3% 15.6% 0.4% -10.0% -14.4% -13.2% -11.1% -5.1% 0.0% -2.4%
阿迪达斯	-9.1% -22.2% -21.6% -8.8% 15.3% 35.2% 72.4% 49.0% 24.9% 1.0% -23.2% -24.2% -22.0% -18.0% -6.7% 10.3%
PUMA	8.3% 7.7% 11.6% 31.1% 32.2% 42.9% 72.3% 50.5% 32.7% 8.1% -20.3% -19.6% -16.8% -8.6% -3.4% 11.6%
Deckers	-10.7% 5.2% 31.4% 80.4% 83.4% 83.4% 31.3% 5.1% -11.8% -21.5% -25.5% -11.0% 1.7% 7.1% 7.0%
VF	-17.9% -13.3% 2.1% 19.6% 33.6% 92.4% 87.7% 101.4% 61.6% 19.0% -9.8% -17.1% -23.0% -24.3% -16.0% -16.5%
UA	-9.4% -26.5% -20.7% -9.4% -3.2% 8.3% 29.0% 50.1% 44.4% 38.4% 5.9% -9.3% -19.5% -15.2% -3.3% -0.3%
LULU	17.1% 17.4% 22.4% 49.3% 74.0% 85.1% 84.5% 49.8% 23.9% 13.6% -4.5% -8.6% -14.9% -14.0% 8.3% 9.0%
库销比 (存货/过去1年平均成本)	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025
耐克	3.68 3.35 3.18 3.12 3.67 4.00 4.50 4.11 3.76 3.51 3.59 3.31 3.23 3.17 3.59 3.53 3.37
阿迪达斯	4.67 4.50 4.11 4.60 5.15 6.02 6.70 6.04 5.62 5.56 4.95 4.83 4.83 4.85 4.79 4.09
PUMA	5.08 5.11 4.78 5.05 5.16 5.96 6.64 5.91 5.46 5.34 4.69 4.69 4.71 5.23 4.85 5.21
Deckers	2.85 4.30 5.76 4.62 3.94 6.22 6.46 4.87 3.55 4.91 4.67 3.45 2.99 4.69 4.67 3.33
VF	2.92 3.03 3.50 2.93 3.16 5.13 6.01 5.66 4.99 6.13 5.47 4.98 4.22 5.12 5.22 4.58
UA	4.18 3.82 3.62 3.45 3.42 3.91 4.28 4.63 4.39 4.88 4.29 4.23 3.74 4.50 4.62 4.73
LULU	4.10 4.05 4.58 4.38 5.34 5.71 6.40 4.80 5.09 5.21 5.05 3.96 3.94 4.14 5.16 4.01
报表存货金额	
	Q1 2021 Q2 2021 Q3 2021 Q4 2021 Q1 2022 Q2 2022 Q3 2022 Q4 2022 Q1 2023 Q2 2023 Q3 2023 Q4 2023 Q1 2024 Q2 2024 Q3 2024 Q4 2024 Q1 2025
耐克	6693 6854 6699 6506 7700 8420 9662 9326 8905 8454 8698 7979 7726 7519 8253 7981 7539
阿迪达斯	3938 4054 3664 4009 4542 5483 6315 5973 5675 5540 4849 4525 4427 4544 4524 4989
PUMA	1224 1389 1364 1492 1618 1984 2350 2245 2147 2146 1874 1804 1786 1961 1811 2014
Deckers	278 458 636 551 507 840 925 723 533 741 726 539 474 753 778 577
VF	1062 1217 1465 1287 1419 2341 2750 2592 2293 2787 2481 2148 1766 2111 2083 1795
UA	852 881 838 811 824 954 1080 1218 1190 1320 1144 1104 959 1120 1106 1101
LULU	733 790 944 966 1275 1462 1742 1447 1580 1661 1664 1324 1345 1429 1801 1442

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图15: 台企运动鞋服代工同行月度营收增长环比改善 (美元口径)

运动鞋代工						
	YOY	丰泰 同比2021	同比2019	裕元制鞋业 YOY	同比2021	同比2019
2024-04	-1%	-9%	17%	3%	-13%	-17%
2024-05	11%	12%	30%	8%	13%	-15%
2024-06	-4%	-9%	10%	3%	-8%	-11%
2024-07	-1%	17%	22%	22%	47%	-4%
2024-08	-9%	97%	11%	21%	99%	1%
2024-09	1%	81%	-3%	27%	75%	-5%
2024-10	-9%	36%	8%	21%	62%	-6%
2024-11	9%	3%	20%	17%	13%	-6%
2024-12	-13%	-23%	-2%	14%	-3%	-8%
2025-01	-11%	-12%	4%	1%	-8%	-20%
2025-02	7%	3%	34%	15%	10%	0%
2025-03	-5%	-11%	11%	4%	-10%	-14%
服装代工						
	YOY	儒鸿 同比2021	同比2019	聚阳 YOY	同比2021	同比2019
2024-04	7%	-21%	34%	1%	-17%	17%
2024-05	22%	-16%	25%	11%	50%	27%
2024-06	21%	-10%	41%	-7%	6%	16%
2024-07	4%	-22%	21%	-1%	-14%	37%
2024-08	35%	26%	45%	16%	29%	66%
2024-09	34%	35%	38%	18%	15%	2%
2024-10	16%	13%	19%	8%	2%	13%
2024-11	-5%	-22%	14%	5%	-2%	17%
2024-12	23%	-30%	17%	5%	-5%	54%
2025-01	20%	3%	29%	21%	27%	53%
2025-02	16%	-2%	54%	4%	42%	34%
2025-03	16%	-6%	44%	6%	13%	29%

资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

投资建议：关税政策不确定性引发市场担忧，看好公司的经营韧性

在疫情后行业格局变化中公司持续提升份额，已经印证竞争实力，突出盈利水平也有助于未来展现经营韧性，我们维持盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 43.0/50.0/57.5 亿元，同比+12.1%/16.1%/14.9%。维持 73.1~79.5 元的合理估值区间，对应 2025 年 20-22x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	27,692	31,943	36,453
(+/-%)	-2.2%	19.4%	15.35%	15.4%	14.1%
净利润(百万元)	3200	3840	4304	5002	5746
(+/-%)	-0.9%	20.0%	12.1%	16.2%	14.9%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.69	4.29	4.92
EBIT Margin	20.4%	20.6%	20.1%	20.2%	20.3%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	22.0%	22.6%	23.0%
市盈率(PE)	20.5	17.1	15.2	13.1	11.4
EV/EBITDA	14.6	12.7	11.7	10.1	8.9
市净率(PB)	4.34	3.76	3.35	2.97	2.63

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值	
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E	2023~2025	2025人民币亿元		
300979.SZ	华利集团	优于大市	56.14	2.74	3.29	3.69	4.29	20.5	17.1	15.2	13.1	16.0%	0.951	655.2	
可比公司															
2313.HK	申洲国际	优于大市	45.61	3.03	4.15	4.38	4.97	15.1	11.0	10.4	9.2	20.2%	0.515	676.8	
1477.TW	聚阳实业	无评级	61.62	3.82	4.01	4.55	4.91	16.1	15.3	13.6	12.6	9.1%	1.484	140.8	
9910.TW	丰泰企业	无评级	24.91	1.17	1.43	1.63	1.85	21.4	17.4	15.3	13.5	18.3%	0.832	227.9	
1476.TW	儒鸿	无评级	85.09	4.37	5.82	6.51	7.38	19.5	14.6	13.1	11.5	22.1%	0.591	216.3	
NKE.N	耐克	无评级	394.57	23.16	20.49	23.77	26.69	17.0	19.3	16.6	14.8	1.3%	12.643	5787.1	

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

风险提示

产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3879	5588	6676	7568	9251	营业收入	20114	24006	27692	31943	36453
应收款项	3782	4445	4865	5844	6608	营业成本	14967	17572	20458	23539	26794
存货净额	2741	3121	3599	4237	4770	营业税金及附加	5	4	0	0	0
其他流动资产	373	460	465	580	657	销售费用	70	76	87	101	115
流动资产合计	13118	15389	17381	20005	23061	管理费用	689	1074	1183	1376	1585
固定资产	4796	5495	6482	7346	8084	研发费用	309	375	432	499	569
无形资产及其他	557	671	645	619	593	财务费用	(89)	(84)	(97)	(112)	(128)
投资性房地产	976	1210	1210	1210	1210	投资收益	52	78	90	104	118
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(124)	(143)	(163)
资产总计	19447	22765	25717	29179	32948	其他收入	(16)	107	34	35	36
短期借款及交易性金融负债	791	333	1000	1000	1000	营业利润	4056	4967	5628	6536	7509
应付款项	1793	2410	2449	2973	3426	营业外净收支	(20)	(19)	(22)	(25)	(29)
其他流动负债	1585	2193	2280	2709	3142	利润总额	4036	4948	5606	6511	7480
流动负债合计	4169	4935	5729	6681	7568	所得税费用	836	1112	1307	1515	1741
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(4)	(5)	(5)	(6)
其他长期负债	162	386	396	407	419	归属于母公司净利润	3200	3840	4304	5002	5746
长期负债合计	162	386	396	407	419	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4331	5321	6125	7089	7987	净利润	3200	3840	4304	5002	5746
少数股东权益	7	11	9	6	3	资产减值准备	(78)	(37)	34	16	16
股东权益	15109	17432	19584	22085	24958	折旧摊销	662	641	583	704	810
负债和股东权益总计	19447	22765	25717	29179	32948	公允价值变动损失	143	208	124	143	163
						财务费用	(89)	(84)	(97)	(112)	(128)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(755)	49	(733)	(752)	(459)
每股收益	2.74	3.29	3.69	4.29	4.92	其它	78	35	(36)	(19)	(20)
每股红利	1.25	1.22	1.84	2.14	2.46	经营活动现金流	3251	4736	4274	5094	6257
每股净资产	12.95	14.94	16.78	18.92	21.39	资本开支	0	(1065)	(1701)	(1701)	(1701)
ROIC	27%	28%	27%	29%	31%	其它投资现金流	(347)	567	0	0	0
ROE	21%	22%	22%	23%	23%	投资活动现金流	(347)	(499)	(1701)	(1701)	(1701)
毛利率	26%	27%	26%	26%	26%	权益性融资	26	8	0	0	0
EBIT Margin	20%	21%	20%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	22%	22%	23%	支付股利、利息	(1463)	(1427)	(2152)	(2501)	(2873)
收入增长	-2%	19%	15%	15%	14%	其它融资现金流	256	317	667	0	0
净利润增长率	-1%	20%	12%	16%	15%	融资活动现金流	(2645)	(2529)	(1485)	(2501)	(2873)
资产负债率	22%	23%	24%	24%	24%	现金净变动	259	1709	1088	892	1682
息率	2.2%	2.2%	3.3%	3.8%	4.4%	货币资金的期初余额	3620	3879	5588	6676	7568
P/E	20.5	17.1	15.2	13.1	11.4	货币资金的期末余额	3879	5588	6676	7568	9251
P/B	4.3	3.8	3.3	3.0	2.6	企业自由现金流	0	3451	2410	3204	4340
EV/EBITDA	14.6	12.7	11.7	10.1	8.9	权益自由现金流	0	3768	3191	3246	4391

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032