

华利集团 (300979.SZ)

分红比例提升显著，积极扩产加速全球产能布局

2025 年 04 月 14 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

张霜凝（分析师）

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

证书编号：S0790524070006

● 分红比例提升显著，积极扩产加速全球产能布局，维持“买入”评级

公司 2024 年收入 240.1 亿元（同比+19.4%，下同），归母净利润+20.0%至 38.4 亿元，扣非净利润+18.8%至 37.8 亿元，全年分红比例约 70%，同比大幅提升。我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润为 43.4/50.7/58.2 亿元，当前股价对应 PE 为 15.1/12.9/11.3 倍，公司不断拓展、优化客户结构，预计订单增速好于行业，同时公司配合订单以越南和印尼为双基地积极扩产，随新工厂效率爬坡预计盈利能力有望稳步提升，维持“买入”评级。

● 2024 年量增驱动，老客户补库、新客户放量，预计 2025 年 Adidas 快速放量

人民币口径看，2024 年销售量/单价分别增长 17.53%/1.6%至 2.23 亿双/107.7 元，CR5 客户收入+14.7%，占比 79.1%，占比分别为 33.2%/21.4%/12.5%/6.3%/5.8%，老客户 2024 年低基数下补库需求提升，其他品牌逐步放量下带动收入增长 41.3%。

订单展望：2024 年 9 月开始量产出货 Adidas 订单，预计 Adidas 将成为 2025 年订单增长驱动力，此外 New Balance、On、锐步订单体现成长性，On 指引 2025 年收入增长 27%，老客户 Nike 等短期增速受影响但仍有份额提升空间。

● 多个新工厂投产&分红提高所得税率，2024Q4 净利率环比承压

2024 年毛利率 26.8% (+1.2pct)，期间费用率 6% (+1.1pct)，其中销售/研发/财务费用率相对稳定，管理费用率+1pct 主要系薪酬绩效提升以及新增计提员工长期服务金，分红比例提升带动所得税率同比提升 1.8pct，归母净利率为 16% (+0.1pct)。Q4 受新工厂投产数量较多，仍在效率爬坡阶段影响，毛利率 24.1% (-2.3pct)，归母净利率 15.4% (-0.4pct)。

产能展望：2024 年资本开支为 17 亿元 (+47%)，越南 3 家、印尼 1 家成品鞋厂投产，2025 年 2 月中国四川工厂及印尼 1 家新工厂开始投产。预计 2025-2026 年仍为资本开支大年，2025H2-2026Q3 印尼、越南仍有工厂待投产，印尼两期工厂产能预计合计 5000-6000 万双/年。

● 超临界发泡中底于越南量产，持续推动精益生产和生产本地化采购

公司开发、生产超临界物理发泡中底，2024 年量产产线在越南投产，性能和品质获得客户认客，提升运动鞋核心零部件自给能力和客户粘性。公司持续推动精益生产，为提升产线自动化程度，2024 年超过 500 台龙门式智能裁切机投入使用，同时引进 4 条自动化成型线，以降低对熟练工人依赖，提高生产效率和品质。此外，公司推进生产本地化采购，2024 年越南工厂所需原材料从越南当地采购金额占比超 50%，降低原材料运输的时间及物流成本。

● 风险提示：全球经济形势逆风、欧美需求疲软、产能扩张不及预期。

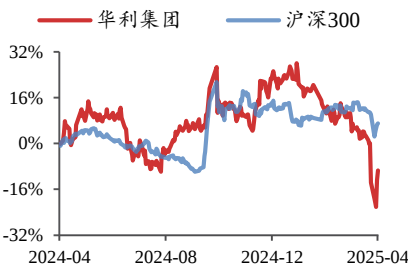
财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	27,737	31,677	36,157
YOY(%)	-2.2	19.4	15.5	14.2	14.1
归母净利润(百万元)	3,200	3,840	4,342	5,069	5,816
YOY(%)	-0.9	20.0	13.1	16.7	14.7
毛利率(%)	25.6	26.8	26.2	26.5	26.5
净利率(%)	15.9	16.0	15.7	16.0	16.1
ROE(%)	21.2	22.0	19.9	19.4	18.4
EPS(摊薄/元)	2.74	3.29	3.72	4.34	4.98
P/E(倍)	20.5	17.1	15.1	12.9	11.3
P/B(倍)	4.3	3.8	3.0	2.5	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

日期	2025/4/11
当前股价(元)	56.14
一年最高最低(元)	85.00/47.77
总市值(亿元)	655.15
流通市值(亿元)	655.15
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	11.67
近 3 个月换手率(%)	15.64

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《新厂效率爬坡影响 Q4 盈利，Adidas 订单展望乐观——公司信息更新报告》-2025.3.13

《Q3 销量提速略超预期，新客户及高潜力客户顺利推进——公司信息更新报告》-2024.10.29

《2024H1 量价利齐升，产能紧俏下全年展望乐观——公司信息更新报告》-2024.8.23

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	19151	24144	29257
现金	3879	5588	8494	11356	16175
应收票据及应收账款	3765	4378	4341	6156	5703
其他应收款	18	67	47	67	68
预付账款	65	89	113	95	148
存货	2741	3121	3824	4094	4878
其他流动资产	2650	2147	2331	2376	2285
非流动资产	6329	7375	7425	7763	8111
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	5079	5349	5612
无形资产	557	671	750	824	893
其他非流动资产	1957	1967	1596	1590	1605
资产总计	19447	22765	26576	31907	37368
流动负债	4169	4935	4551	5491	5452
短期借款	733	288	568	530	462
应付票据及应付账款	1793	2410	2211	3099	3035
其他流动负债	1643	2238	1772	1862	1955
非流动负债	162	386	240	263	296
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	386	240	263	296
负债合计	4331	5321	4791	5754	5748
少数股东权益	7	11	11	11	11
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8578	11018	14410	18924	23785
归属母公司股东权益	15109	17432	21774	26142	31608
负债和股东权益	19447	22765	26576	31907	37368

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3694	4617	3840	4557	6195
净利润	3200	3836	4342	5069	5816
折旧摊销	819	817	809	740	854
财务费用	-89	-84	-63	-60	-54
投资损失	-52	-78	-42	-41	-42
营运资金变动	-450	-4	-1213	-1139	-361
其他经营现金流	266	130	8	-12	-18
投资活动现金流	-1821	-2165	-1070	-1045	-1047
资本支出	1155	1700	132	344	316
长期投资	-651	-626	0	0	0
其他投资现金流	-1317	-1091	-938	-701	-730
筹资活动现金流	-1963	-1937	135	-650	-329
短期借款	50	-445	280	-38	-68
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2013	-1492	-145	-612	-261
现金净增加额	-63	549	2905	2862	4820

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20114	24006	27737	31677	36157
营业成本	14967	17572	20474	23283	26575
营业税金及附加	5	4	4	5	6
营业费用	70	76	80	89	98
管理费用	689	1074	1176	1356	1555
研发费用	309	375	388	396	405
财务费用	-89	-84	-63	-60	-54
资产减值损失	-150	-113	-117	-111	-111
其他收益	1	6	6	6	6
公允价值变动收益	-6	10	10	10	10
投资净收益	52	78	42	41	42
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	4056	4967	5619	6556	7520
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	21	21	21
利润总额	4036	4948	5600	6537	7501
所得税	836	1112	1258	1469	1685
净利润	3200	3836	4342	5069	5816
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属母公司净利润	3200	3840	4342	5069	5816
EBITDA	4783	5615	6224	7013	7972
EPS(元)	2.74	3.29	3.72	4.34	4.98

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.2	19.4	15.5	14.2	14.1
营业利润(%)	-1.2	22.5	13.1	16.7	14.7
归属于母公司净利润(%)	-0.9	20.0	13.1	16.7	14.7
获利能力					
毛利率(%)	25.6	26.8	26.2	26.5	26.5
净利率(%)	15.9	16.0	15.7	16.0	16.1
ROE(%)	21.2	22.0	19.9	19.4	18.4
ROIC(%)	19.6	20.5	18.6	18.1	17.1
偿债能力					
资产负债率(%)	22.3	23.4	18.0	18.0	15.4
净负债比率(%)	-19.6	-28.1	-35.5	-40.5	-48.9
流动比率	3.1	3.1	4.2	4.4	5.4
速动比率	2.4	2.4	3.3	3.6	4.4
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
应收账款周转率	5.8	5.9	6.4	6.0	6.1
应付账款周转率	9.1	8.4	8.9	8.8	8.7
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	2.74	3.29	3.72	4.34	4.98
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.96	3.29	3.90	5.31
每股净资产(最新摊薄)	12.95	14.94	18.66	22.40	27.09
估值比率					
P/E	20.5	17.1	15.1	12.9	11.3
P/B	4.3	3.8	3.0	2.5	2.1
EV/EBITDA	12.6	10.5	9.0	7.5	6.0

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

2 / 4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn