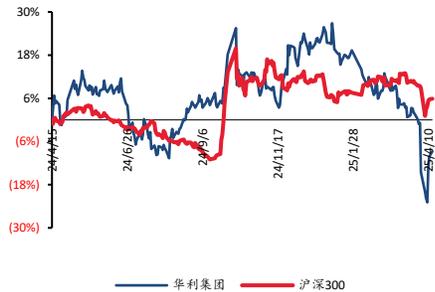


## 24年财报点评：分红超预期，期待新客放量和产能释放

### 走势比较



### 股票数据

总股本/流通(亿股)	11.67/11.67
总市值/流通(亿元)	666.71/666.7
12个月内最高/最低价(元)	85/47.77

### 相关研究报告

<<华利集团 24 年业绩快报点评：业绩符合预期，期待 Adidas 订单新增量>>—2025-03-13

<<24Q3 财报点评：量增驱动稳健增长，积极扩产、期待新客放量>>—2024-11-03

<<华利集团 24H1 财报点评：业绩表现亮眼，订单饱满扩产提速>>—2024-08-26

### 证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

**事件：**公司近日发布 2024 年财报，24 年营收 240 亿元/同比+19.35%，归母净利润 38.4 亿元/同比+20%，相应地，24Q4 单季营收 65 亿元/同比+11.9%，归母净利润 10 亿元/同比+9.2%。拟派发每股现金红利 2.3 元(含税)，较此前的分红预案的每股派发 2 元进一步提升，分红率约 70%/同比+26pct，分红超预期。

**量增驱动收入快速增长，盈利能力稳健强劲。**1) **量价拆分：**24 年销量同比+17.5%至 2.23 亿双(Q1/2/3/4 分别同比+18.4%/+18.8%/+23.9%/+10.5%)，根据测算，均价同比+1.6%至 107 元(Q1/2/3/4 分别同比+10%/+1.7%/-4.3%/+1.3%)，均价变动主要与客户结构与订单出货节奏有关，但整体高单价订单占比带动全年均价向上。2) **盈利能力：**24 年毛利率同比+1.2pct 至 26.8%，销售/管理/研发费用率分别同比变动-0.03/+1.05/+0.02pct，其中管理费用率增加主要系薪酬绩效增加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+1.8pct，归母净利率同比+0.1pct 至 16%。其中 24Q4 毛利率同比-2.3pct 至 24.1%，主要系新工厂尚处于爬坡阶段、产能利用率有待提升。

**前五大客户占比同比-3pct 至 79%，新客户快速成长。**24 年公司前五大客户的占比分别为 33.2%/21.4%/12.5%/6.3%/5.8%，前两大客户的占比较高、销售贡献稳健增长；前五大占比同比-3pct 主要系新客户销售贡献增加，其中 On、New balance 等新品牌客户的订单显著放量，尤其是 24 年开始与 Adidas 开始合作，并于 24 年 9 月开始量产出货。

**产能有序拓张，超临界物理发泡中底于越南量产，核心竞争力持续夯实。**1) **产能建设：**24 年内有 4 个工厂投产(越南 3 个+印尼 1 个)，其中印尼工厂与 24H1 开始投产；25 年 2 月中国新设工厂和印尼生产基地的新厂区开始投产，有序扩产匹配订单增长，海外多元布局应对国际贸易风险。2) **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。

**盈利预测与投资建议：**1) **关税扰动不改公司长期增长趋势。**当前关税政策尚存在较大不确定性，短期市场情绪低点带动估值调整，随着关税动态演变，我们认为制造链避险情绪高点已过，估值有望迎来修复。公司作为鞋履制造龙头企业，凭借老客稳健+新客快速放量+产能有序扩张，不断强化在规模/客户/管理的优势，持续展现经营韧性、兑现稳健增长，以及中长期份额提升的趋势。2) **基本面角度，**市场可能担心 24 年补库带来的高基数、老客增长存在不确定性等情况影响收入增速，新工厂投产影响利润率，但我们认为，①**新客户 Adidas：**作为国际头部运动品牌，体量天花板高，近期公布 24 年业绩超预期，订单需求强劲，目前合作进展顺利，公司积极拓展以匹配订单需求，有望在 25 年快速放量，为公司贡献增量；②**新工厂投产：**2025-26 年为资本开支大年，新工厂投产会阶段性影响利润率，我们认为公司海外产能管理和员工培训经验丰富，未来随着产能快速爬升，有望扩大收入规模和带来利润弹性。我们预计公司 2025/26/27

年归母净利润分别为 43.54/50.59/57.14 亿元，对应 PE 分别为 15/13/11.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**国际贸易风险，产能扩张、海外消费不及预期，外汇波动风险等。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24006	27545	31442	35484
营业收入增长率(%)	19.4%	14.7%	14.1%	12.9%
归母净利（百万元）	3840	4354	5059	5714
净利润增长率(%)	20.0%	13.4%	16.2%	12.9%
摊薄每股收益（元）	3.29	3.73	4.34	4.90
市盈率（PE）	23.9	15.0	13.0	11.5

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的签约客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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研究人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。