

# 华利集团 (300979)

## 2024 年报点评: 新增客户 Adidas, 保持积极扩产

买入 (维持)

2025 年 04 月 17 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	20,114	24,006	27,528	31,554	36,081
同比 (%)	(2.21)	19.35	14.67	14.63	14.35
归母净利润 (百万元)	3,200	3,840	4,359	5,009	5,757
同比 (%)	(0.86)	20.00	13.52	14.90	14.94
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.74	3.29	3.74	4.29	4.93
P/E (现价&最新摊薄)	20.21	16.84	14.84	12.91	11.24

### 投资要点

- 公司公布 2024 年报:** 营收 240.06 亿元/yoy+19.35%, 归母净利润 38.40 亿元/yoy+20.00%, 业绩符合我们此前预期。单 Q4 营收 64.95 亿元/yoy+11.88%, 归母净利润 9.97 亿元/yoy+9.18%, Q4 营收增速较前三季度有所放缓, 主因 23Q4 品牌客户去库结束恢复下单形成相对偏高基数; 归母净利润增速略低于营收, 主因新工厂产能爬坡导致效率短期波动。24 年拟派息 2.3 元/股, 派息率 69.89%, 分红比例显著提升 (2023 年为 44%)。
- 量价齐升, 新客户强劲增长。** 1) **分量价看,** 2024 年运动鞋销量 2.23 亿双 (yoy+17.53%), 人民币均价 107.7 元/双 (yoy+1.7%), 量价齐升, 订单结构持续优化。其中 Q4 销量 0.6 亿双 (yoy+9.9%), 均价 108.3 元/双 (yoy+1.8%)。2) **分客户看,** 前五大客户收入分别占比 33.2%/21.4%/12.5%/6.3%/5.8%, 合计占比 79.1% (yoy-3.2pct), 新客户 Adidas、NB、锐步等品牌放量贡献增长, 前五大客户集中度有所下降。2024 年 9 月新增客户 Adidas, 预计 2025 年进一步放量。3) **分产品看,** 2 运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋&拖鞋收入分别同比+17.9%/-33.7%/+125.8%, 收入占比分别为 87%/4%/9%, 运动凉鞋&拖鞋收入大增主要来自 UGG 拖鞋款型体订单驱动。
- 短期关税政策变化对公司扩产计划影响有限。** 1) **产能:** 2024 年公司新开越南 3 家、印尼 1 家工厂投产, 总产能达 2.29 亿双; 2025 年 2 月中国峨眉山工厂、印尼新工厂开始投产, 基于新客户订单的积极预期, 公司进入新一轮密集资本开支周期; 公司作为全球领先的运动鞋制造商, 与多数品牌客户建立了良好的战略合作关系, 我们预计 25 年 4 月以来美国宣布加征关税事件对公司扩产计划影响有限。2) **产能利用率:** 2024 年产能利用率 96.7% (yoy+10pct), Q4 起新工厂投产预计短期产能利用率有所波动, 预计 25Q2 起随新工厂产能爬坡有望回升。
- 净利率稳中有升, 账上资金充沛。** 1) **毛利率:** 24 年同比+1.2pct 至 26.8%, 主因产能利用率提升。2) **费用率:** 期间费用率同比+1.1pct 至 6.0%, 其中管理费用率+1.0pct, 主因 24 年业绩表现优异, 员工薪酬绩效计提增加。3) **归母净利率:** 24 年同比+0.09pct 至 16%, 稳中有升。4) **现金流:** 24 年经营性现金流净额 46.17 亿元 (yoy+24.97%), 货币资金 55.9 亿元, 账上资金充沛。
- 盈利预测与投资建议:** 考虑当前关税政策存在不确定性, 可能影响部分客户短期订单, 我们将 2025-2026 年归母净利润从 45.2/51.1 亿元调整为 43.6/50.1 亿元, 增加 2027 年预测值 57.6 亿元, 对应 25-27 年 PE 15/13/11 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 关税政策导致需求波动; 新工厂投产进度不及预期; 汇率波动影响业绩。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	55.43
一年最低/最高价	47.77/85.00
市净率(倍)	3.71
流通 A 股市值(百万元)	64,686.39
总市值(百万元)	64,686.81

### 基础数据

每股净资产(元,LF)	14.94
资产负债率(% ,LF)	23.38
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	1,166.99

### 相关研究

- 《华利集团(300979): 2024 年三季度报点评: 业绩增长符合预期, 供需双旺, 看好增长持续性》  
2024-10-29
- 《华利集团(300979): 2024 年中报点评: 订单如期恢复景气, 高盈利特点延续》  
2024-08-26

华利集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>15,389</b>	<b>19,613</b>	<b>24,759</b>	<b>30,812</b>	<b>营业总收入</b>	<b>24,006</b>	<b>27,528</b>	<b>31,554</b>	<b>36,081</b>
货币资金及交易性金融资产	7,364	10,501	14,362	18,972	营业成本(含金融类)	17,572	20,260	23,260	26,622
经营性应收款项	4,467	5,058	5,798	6,630	税金及附加	4	6	7	7
存货	3,121	3,658	4,200	4,807	销售费用	76	110	126	144
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,074	1,239	1,420	1,624
其他流动资产	438	396	399	403	研发费用	375	424	486	556
<b>非流动资产</b>	<b>7,375</b>	<b>8,242</b>	<b>9,041</b>	<b>9,773</b>	财务费用	(84)	(96)	(154)	(226)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	2	3	3
固定资产及使用权资产	4,954	5,230	5,437	5,576	投资净收益	78	28	32	36
在建工程	757	1,218	1,680	2,144	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	671	801	931	1,061	减值损失	(119)	(80)	(80)	(80)
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	211	211	211	211	<b>营业利润</b>	<b>4,967</b>	<b>5,534</b>	<b>6,363</b>	<b>7,313</b>
其他非流动资产	652	652	652	652	营业外净收支	(19)	(16)	(22)	(25)
<b>资产总计</b>	<b>22,765</b>	<b>27,855</b>	<b>33,800</b>	<b>40,585</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,948</b>	<b>5,518</b>	<b>6,341</b>	<b>7,288</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,935</b>	<b>5,551</b>	<b>6,407</b>	<b>7,356</b>	减:所得税	1,112	1,159	1,332	1,530
短期借款及一年内到期的非流动负债	333	433	533	633	<b>净利润</b>	<b>3,836</b>	<b>4,359</b>	<b>5,009</b>	<b>5,757</b>
经营性应付款项	2,410	2,814	3,231	3,698	减:少数股东损益	(4)	0	0	0
合同负债	38	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,840</b>	<b>4,359</b>	<b>5,009</b>	<b>5,757</b>
其他流动负债	2,155	2,304	2,644	3,025	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.29	3.74	4.29	4.93
非流动负债	386	386	386	386	EBIT	4,793	5,422	6,187	7,062
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,663	6,206	7,038	7,979
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.80	26.40	26.29	26.22
租赁负债	188	188	188	188	归母净利率(%)	16.00	15.84	15.87	15.96
其他非流动负债	198	198	198	198	收入增长率(%)	19.35	14.67	14.63	14.35
<b>负债合计</b>	<b>5,321</b>	<b>5,937</b>	<b>6,794</b>	<b>7,742</b>	归母净利润增长率(%)	20.00	13.52	14.90	14.94
归属母公司股东权益	17,432	21,906	26,995	32,832					
少数股东权益	11	11	11	11					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,443</b>	<b>21,917</b>	<b>27,006</b>	<b>32,844</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,765</b>	<b>27,855</b>	<b>33,800</b>	<b>40,585</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	4,657	5,420	6,171	每股净资产(元)	14.94	18.77	23.13	28.13
投资活动现金流	(2,165)	(1,738)	(1,740)	(1,739)	最新发行在外股份(百万股)	1,167	1,167	1,167	1,167
筹资活动现金流	(1,937)	84	81	78	ROIC(%)	21.87	21.15	19.45	18.17
现金净增加额	549	3,038	3,761	4,510	ROE-摊薄(%)	22.03	19.90	18.56	17.54
折旧和摊销	870	784	851	918	资产负债率(%)	23.38	21.32	20.10	19.08
资本开支	(1,664)	(1,666)	(1,672)	(1,675)	P/E(现价&最新股本摊薄)	16.84	14.84	12.91	11.24
营运资本变动	(4)	(570)	(529)	(595)	P/B(现价)	3.71	2.95	2.40	1.97

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>