

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

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004
执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 2024年11月26日至11月28日,投资者参观了公司在越南的部分工厂(越南峻宏、越南永欣、越南弘邦、越南永川、越南永正、越南冠宏、越南永山),公司向投资者介绍了鞋面、中底、大底、成型等制鞋主要工艺流程,以及各工厂生产的主要品牌及代表性型体,同时投资者与公司管理层就行业的发展趋势、公司的战略和业务情况等进行了交流。2024年11月29日,公司董秘出席了国信证券2025高质量发展投资策略会。

国信纺服观点: 1) **需求复苏叠加公司竞争力突出,未来业务成长性较好。**需求端今年大部分国际品牌销售增速较快,叠加去年大力去库存后的订单需求,同时公司积极开拓新客户,公司订单情况良好。供给端公司积极扩张产能,同时加速自动化投入,推动产能升级。2) **加征关税问题:** 进口关税由客户承担,未来公司印尼产能占比将有所上升。3) **风险提示:** 产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险;4) **投资建议: 看好公司的竞争优势与未来盈利增长的确定性。**公司过去多年无论行业需求起伏均实现了好于同业的增长与盈利水平,凸显竞争优势。在全球宏观环境仍面临不确定性的情况下,各大运动品牌均希望与成本、交期、品质等多方面具备优势的头部供应商加深合作,利于公司继续提升市场份额。今年及未来3~5年是公司产能扩张大年,除了规模扩张以外也在加快产能自动化升级,并且产能规划与客户需求相匹配,成长确定性强。同时,公司具备出色的成本管控能力和经验丰富的管理团队,看好公司未来新产能顺利提效,持续保持行业领先的盈利能力。我们维持盈利预测,预计公司2024~2026年净利润分别为39.0/44.3/50.3亿元,同比+22.0%/13.4%/13.5%,维持73.1~79.5元的合理估值区间,对应2024年22-24x PE,维持“优于大市”评级。

评论:

◆ 需求复苏叠加公司竞争力突出,未来业务成长性较好

需求端: 公司积极开拓新客户,订单情况良好。今年大部分国际品牌销售增速较快,叠加去年大力去库存后的订单需求,运动鞋制造商的订单普遍较好,公司各部门通力合作,保障客户订单准时交付;同时公司持续积极拓展新客户,今年也有新客户开始量产出货。未来从公司各客户披露的业绩指引来看,大多数客户的业绩保持增长。同时,品牌也希望与优质的制造商合作。

供给端: 公司积极产能扩张。2024年已有3个成品鞋工厂和1个鞋材工厂投产,未来3-5年公司将在印尼及越南新建数个工厂并尽快投产。公司新建产能已经与客户沟通协定,产能成长计划会根据目前老客户的成长规划、新引进客户的合作进程等进行规划,具体的投产节奏根据客户订单进行安排,并保持一定的灵活性。目前,越南新工厂的招聘进展基本能够满足需求,公司设有自己的培训学校和完善的培训体系,以便为不同岗位和职级的员工提供培训。过去三年公司资本开支每年大约在11-17亿人民币,公司预计未来几年可能保持在区间平均或偏高水平。

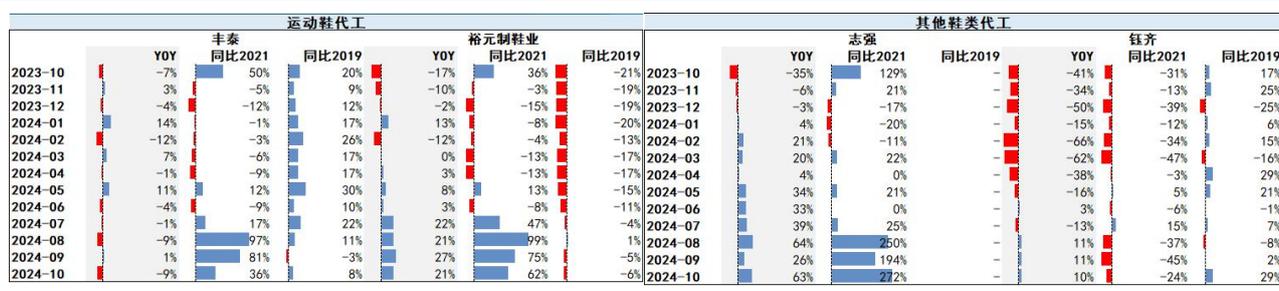
表1: 国际品牌最新一季财报业绩/库存/指引总结

品牌	Nike	Adidas	Deckers	Lululemon	迅销	PUMA	VF	UA
最新一季财报	FY25Q1	FY24Q3	FY25Q2	FY24Q2	FY24Q4	FY2024Q3	FY25Q2	FY25Q2
截至日期	(2024/8/31)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/7/28)	(2024/8/31)	(2024/9/30)	(2024/9/30)	(2024/9/30)
单位	百万美元	百万欧元	百万美元	百万美元	亿日元	百万欧元	百万美元	百万美元
收入	11,589	6,438	1,311	2,371	7,373	2,308	2,758	1,399
YOY	-10.4%	7.3%	20.1%	7.3%	18.3%	-0.1%	-6.0%	-10.7%
货币中性 YOY	-9.0%	10.0%	20.4%	8.0%		5.0%	-6.0%	-10.0%
大中华区收入*	1,666	946	457	314	1,546	430	393	208
YOY	-4.0%	8.7%	33.0%	34.0%	7.4%	-1.3%	6.0%	-10.5%
货币中性 YOY	-3.0%	9.0%		37.0%		3.0% ⁵ (其中大中华区 9%)		-10.3%
库存	8,253	4,524	778	1,429	4,745	1,811	2,083	1,106
YOY	-5.1%	-6.7%	7.1%	-14.0%	5.6%	-3.4%	-16.0%	-3.3%
QOQ	9.8%	-0.4%	3.3%	6.2%	17.2%	-7.6%	-1.3%	-1.2%
财年收入指引	10.15 业绩预告 上调: 24 财年货币中性收入增长 因 CEO 交接撤回 10% (此前为高个全年指引, 预计位数增长), 下半年财年相较上 Yeezy 今年剩余半年改善。 时间内实现约 上调: 25 财年 下调: 24 财年 首次: 25 财年 维持: 24 财年货币中性收入中个位数增长 此前下调: 25 财 5000 万欧元的销+12% (此前为 10%) 11%-12% +8%-9% (此前: +9.5%) 依然取消业绩指 维持: 25 财年收入下滑低双位数 位数, 上半年财年 公司目标在未来下降高个位数, 中期实现双位数 一季度下降 10% 增长, 今年四季度、明年第一和第二季度订单非常强劲。							

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

注: *PUMA/VF/UA 此处为亚太地区; Deckers 此处为美国以外地区

图1: 台企鞋类代工同行月度营收 (美元口径)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 台企鞋类代工同行季度营收 (美元口径)



资料来源: 各公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 加速自动化投入，推动产能升级

运动鞋生产的全自动化有一定难度，但公司对工艺、工序做分解，在适合标准化的工序上不断提升自动化率，比如在鞋底的生产、鞋面的裁切、缝纫、成型等环节，通过定制化设备、夹制具的改进等，从而减少人工工时或对熟练工的依赖，提高生产效率。未来几年公司在积极保持产能扩张的同时在自动化改造方面的进展速度也会加快。

◆ 进口关税由客户承担，未来公司印尼产能占比将有所上升

公司的量产工厂主要在越南，未来印尼的产能也会逐步增加，产品销售是按照客户的指令从越南、印尼出口到全球市场。运动鞋进口关税由客户承担，进口关税的税率根据进口国与越南/印尼之间的贸易政策确定。关税政策的变化会影响客户决策供应链产能区域的分布，制造商会根据客户的要求调整产能的布局。目前头部运动鞋制造商的产能以越南、印尼、印度、中国为主，例如丰泰产能占比从高到低分别是越南/印度/印尼/中国，占比分别为 47%/31%/12%/10%；裕元产能占比从高到低分别是印尼/越南/中国，占比分别为 49%/34%/12%。

公司印尼的新工厂还在投产初期，新工厂均未实现盈利。印尼工厂的管理团队是公司经验丰富的团队，目前的投产进度、前期运营情况符合公司预估。在报价方面，公司向客户提供的报价往往基于属地化原则，即根据当地的成本效率报价，预计印尼工厂运转成熟后和越南工厂差异不大。未来 3-5 年，公司主要集中在印尼及越南新建数个工厂，同时也会考虑在其他区域布局。

图3：运动鞋代工企业产能分布

公司	产能分布国家/地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
丰泰	中国	32%	30%	24%	23%	22%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%
	越南	55%	51%	51%	51%	53%	50%	52%	52%	53%	52%	52%	52%	52%	56%	45%	48%	47%
	印尼	17%	19%	20%	18%	16%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	14%	16%	14%	12%
	印度			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%
裕元集团	印尼							31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%
	越南							34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%
	中国							34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%
	其他							1%	1%	1%	2%	2%	3%	4%	4%	5%	6%	5%
华利集团	越南											98%	98%	99%	99%			
	多米尼											2%	2%	1%	1%			
	境外															100%	100%	100%

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议：看好公司的竞争优势与未来盈利增长的确定性

公司过去多年无论行业需求起伏均实现了好于同业的成长与盈利水平，凸显竞争优势。在全球宏观环境仍面临不确定性的情况下，各大运动品牌均希望与成本、交期、品质等多方面具备优势的头部供应商加深合作，利于公司继续提升市场份额。今年及未来 3~5 年是公司产能扩张大年，除了规模扩张以外也在加快产能自动化升级，并且产能规划与客户需求相匹配，成长确定性强。同时，公司具备出色的成本管控能力和经验丰富的管理团队，看好公司未来新产能顺利提效，持续保持行业领先的盈利能力。我们维持盈利预测，预计公司 2024~2026 年净利润分别为 39.0/44.3/50.3 亿元，同比+22.0%/13.4%/13.5%，维持 73.1~79.5 元的合理估值区间，对应 2024 年 22-24x PE，维持“优于大市”评级。

表2: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	24,136	27,726	31,384
(+/-%)	17.7%	-2.2%	20.0%	14.9%	13.2%
净利润(百万元)	3228	3200	3904	4428	5025
(+/-%)	16.6%	-0.9%	22.0%	13.4%	13.5%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31
EBITMargin	20.4%	20.4%	21.1%	20.9%	20.9%
净资产收益率(ROE)	24.5%	21.2%	22.9%	23.0%	23.1%
市盈率(PE)	27.1	27.4	22.4	19.8	17.4
EV/EBITDA	19.2	19.3	16.6	14.6	13.0
市净率(PB)	6.64	5.80	5.13	4.55	4.02

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表3: 可比公司估值情况

公司	公司	投资	收盘价	EPS	PE			g		PEG	总市值	
代码	名称	评级	人民币	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023-2025	2024 (人民币亿元)	
300979.SZ	华利集团	优于大市	75.1	2.74	3.35	3.79	27.4	22.4	19.8	17.6%	1.27	877.8
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	55.8	3.03	3.93	4.57	18.4	14.2	12.2	22.8%	0.62	829.7
9910.TW	丰泰企业	无评级	34.06	1.17	1.55	1.78	29.2	22.0	19.1	23.6%	0.93	288.5
1477.TW	聚阳实业	无评级	78.11	3.82	4.33	4.98	20.5	18.0	15.7	14.2%	1.27	177.4
1476.TW	儒鸿	无评级	131.42	4.37	5.78	6.42	30.1	22.7	20.5	21.3%	1.07	332.8
NKE.N	耐克	无评级	574.58	23.16	20.58	23.87	24.8	27.9	24.1	1.5%	18.21	8460.3

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

◆ 风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

相关研究报告:

- 《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
- 《华利集团(300979.SZ)-一季度收入增长30%,毛利率净利率显著提升》——2024-04-26
- 《华利集团(300979.SZ)-四季度业绩增长转正,全年新客户订单快速增长》——2024-04-14

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	3620	3879	5460	6642	8154	营业收入	20569	20114	24136	27726	31384
应收款项	3164	3782	3939	4668	5436	营业成本	15250	14967	17470	20212	22861
存货净额	2464	2741	3265	3608	4199	营业税金及附加	3	5	6	6	7
其他流动资产	261	373	406	444	537	销售费用	77	70	96	110	125
流动资产合计	11504	13118	15412	17703	20668	管理费用	772	689	1181	1270	1435
固定资产	4221	4796	5302	5708	6018	研发费用	291	309	314	360	408
无形资产及其他	437	557	536	515	493	财务费用	(65)	(89)	(82)	(94)	(107)
投资性房地产	949	976	976	976	976	投资收益	68	52	62	72	81
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(143)	(180)	(204)
资产总计	17110	19447	22227	24902	28155	其他收入	(60)	50	24	24	24
短期借款及交易性金融负债	733	791	1000	1000	1000	营业利润	4105	4056	5095	5777	6557
应付款项	1502	1793	2134	2310	2727	营业外净收支	(15)	(20)	(24)	(27)	(31)
其他流动负债	1507	1585	1852	2127	2439	利润总额	4090	4036	5071	5750	6526
流动负债合计	3743	4169	4987	5437	6166	所得税费用	862	836	1166	1323	1501
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	172	162	172	183	195	归属于母公司净利润	3228	3200	3904	4428	5025
长期负债合计	172	162	172	183	195	现金流量表 (百万元)					
负债合计	3915	4331	5158	5620	6361	净利润	3228	3200	3904	4428	5025
少数股东权益	0	7	7	7	7	资产减值准备	93	(78)	47	13	12
股东权益	13195	15109	17061	19275	21788	折旧摊销	564	662	480	578	652
负债和股东权益总计	17110	19447	22227	24902	28155	公允价值变动损失	143	208	143	180	204
关键财务与估值指标						财务费用	(65)	(89)	(82)	(94)	(107)
每股收益	2.77	2.74	3.35	3.79	4.31	营运资本变动	(657)	(755)	(47)	(635)	(700)
每股红利	1.15	1.25	1.67	1.90	2.15	其它	(93)	78	(47)	(13)	(12)
每股净资产	11.31	12.95	14.62	16.52	18.67	经营活动现金流	3277	3316	4481	4551	5181
ROIC	31%	27%	30%	32%	34%	资本开支	0	(919)	(1156)	(1156)	(1156)
ROE	24%	21%	23%	23%	23%	其它投资现金流	(125)	(347)	0	0	0
毛利率	26%	26%	28%	27%	27%	投资活动现金流	(125)	(1266)	(1156)	(1156)	(1156)
EBIT Margin	20%	20%	21%	21%	21%	权益性融资	188	7	0	0	0
EBITDA Margin	23%	24%	23%	23%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	18%	-2%	20%	15%	13%	支付股利、利息	(1345)	(1463)	(1952)	(2214)	(2513)
净利润增长率	17%	-1%	22%	13%	13%	其它融资现金流	(1439)	1129	209	0	0
资产负债率	23%	22%	23%	23%	23%	融资活动现金流	(3940)	(1791)	(1744)	(2214)	(2513)
息率	1.7%	1.8%	2.4%	2.7%	3.1%	现金净变动	(788)	259	1581	1181	1512
P/E	25.1	25.3	20.7	18.3	16.1	货币资金的期初余额	4408	3620	3879	5460	6642
P/B	6.1	5.4	4.7	4.2	3.7	货币资金的期末余额	3620	3879	5460	6642	8154
EV/EBITDA	17.8	17.9	15.4	13.6	12.1	企业自由现金流	0	2244	3197	3245	3856
						权益自由现金流	0	3373	3486	3278	3897

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