

万联晨会

2025 年 06 月 13 日 星期五

概览

核心观点

【市场回顾】周四 A 股三大指数涨跌互现。截至收盘，上证综指涨 0.01%，深成指跌 0.11%，创业板指涨 0.26%。全市场成交额 13,035 亿元，较上日增加 169 亿元。全市场超 2,300 只个股上涨。板块题材上，稀土永磁、量子科技、IP 经济、汽车零部件板块涨幅居前；农业、猪肉板块跌幅居前。

【重要新闻】

【商务部召开新闻发布会介绍中美经贸磋商机制首次会议情况】2025 年 6 月 12 日商务部召开新闻发布会。商务部介绍了中美经贸团队在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。关于稀土问题，中国作为负责任的大国，充分考虑各国在民用领域的合理需求与关切，依法依规对稀土相关物项出口许可申请进行审查，已依法批准一定数量的合规申请，并将持续加强合规申请的审批工作。

研报精选

华利集团（300979）：运动鞋制造龙头，壁垒深厚，增长可期

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,402.66	0.01%
深证成指	10,234.33	-0.11%
沪深 300	3,892.20	-0.06%
科创 50	977.97	-0.30%
创业板指	2,067.15	0.26%
上证 50	2,691.28	-0.03%
上证 180	8,616.17	0.06%
上证基金	6,920.26	-0.00%
国债指数	224.95	0.00%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	42,967.62	0.24%
S&P500	6,045.26	0.38%
纳斯达克	19,662.48	0.24%
日经 225	38,173.09	-0.65%
恒生指数	24,035.38	-1.36%
美元指数	97.85	-0.79%

主持人： 宫慧菁

Email: gonghj@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】周四 A 股三大指数涨跌互现。截至收盘，上证综指涨 0.01%，深成指跌 0.11%，创业板指涨 0.26%。全市场成交额 13,035 亿元，较上日增加 169 亿元。全市场超 2,300 只个股上涨。板块题材上，稀土永磁、量子科技、IP 经济、汽车零部件板块涨幅居前；农业、猪肉板块跌幅居前。

【重要新闻】

【商务部召开新闻发布会介绍中美经贸磋商机制首次会议情况】2025 年 6 月 12 日商务部召开新闻发布会。商务部介绍了中美经贸团队在英国伦敦举行中美经贸磋商机制首次会议。双方就落实两国元首 6 月 5 日通话重要共识和巩固日内瓦经贸会谈成果的措施框架达成原则一致，就解决双方彼此经贸关切取得新进展。关于稀土问题，中国作为负责任的大国，充分考虑各国在民用领域的合理需求与关切，依法依规对稀土相关物项出口许可申请进行审查，已依法批准一定数量的合规申请，并将持续加强合规申请的审批工作。

分析师 宫慧菁 执业证书编号 S0270524010001

研报精选

运动鞋制造龙头，壁垒深厚，增长可期

——华利集团（300979）首次覆盖

投资要点：

公司概况：公司是全球领先的运动鞋专业制造商，合作的运动休闲品牌包括 Nike、Converse、Vans、UGG、HokaOneOne、Puma、Under Armour 等。前身成立于 1990 年，至今深耕鞋履制造行业已有二十余年，在鞋履制造领域具有较强的竞争优势。公司股权高度集中，实际控制人为张聪渊家族，合计持有 87.48% 的股权。近年来，公司业绩稳步增长，收入与净利润趋势向好，2017-2024 年营业收入/归母净利润 CAGR 分别为+13.31%/+19.47%。

行业看点：全球运动鞋履市场规模稳健增长。根据 Euromonitor 数据，2011-2024 年，全球运动鞋履市场销售规模从 952.53 亿美元上升至 1686.45 亿美元，CAGR 为 4.49%，预计未来受益于消费者健康意识提升、产品科技创新、体育赛事的推动等有望保持稳健增长。此外，受人力成本、关税、自然资源等因素的影响，近年来全球制鞋业的中心不断向越南、印尼、印度、柬埔寨等东南亚和南亚国家转移。

公司看点：

（1）客户：拥有优质的大客户资源，高转换成本铸造护城河。公司采取优质大客户策略，与多家知名运动鞋品牌建立了合作关系，前五大客户集中度在 80% 以上。由于全球知名运动鞋品牌商对于产品品质、工艺技术、订单交付速度、产能规模等方面的要求较高，且需要供应商深度参与产品的开发，这使得供应商对于品牌商而言具有较高的转换成本，因此公司的客户粘性较强，业务经营稳健。同时，公司也在积极推进与新客户的合作进程，与 OnRunning、Asics、NewBalance、Reebok、Lululemon、Adidas 等品牌建立合作关系，为公司发展不断注入活力。

（2）产能：成本优势领先同行，产能扩张带动销量上行。公司的生产基地大部分在越南，此外在印尼、中国等地均有布局。相较于其他东南亚国家，越南在距离、人力成本、自然资源等方面具有一定的优势。2025Q1，中国四川阿迪达斯工厂投产，未来 3-5 年，公司将在印尼和越南新建投产数个工厂，有望进一步带动销量提升。

(3) 效率：成本低+效率高，公司盈利水平领先同行。与同行上市公司裕元、钰齐、丰泰相比，公司的收入规模排名靠前，且盈利水平领先，2024 年毛利率/净利率分别为 26.80%/15.98%，高于裕元、钰齐和丰泰，且公司近年盈利水平有明显的提升趋势，这主要得益于低成本（公司大部分产能布局在越南北部和中部，北越的人力成本更低，距离中国更近）+高人效（管理效率高、人均产量领先）。

(4) 产品：品质优质且稳定，交付能力强。2020-2024 年公司产品合格率均值高达 99.99%，产品质量稳定。同时，供应链体系完善，交付能力强，部分紧急订单能实现 1 个月内甚至 2-3 周内交货。

(5) 分红：公司注重投资者回报，近期现金分红比例显著提高。公司 2021-2024 年现金分红比例分别为 89%/43%/44%/70%，其中 2024 年股息率（对应 2025 年 6 月 10 日收盘价）为 4.40%。近年来公司经营稳健，目前已积累了大量的未分配利润（2025Q1 未分配利润为 112 亿元），且现金流充沛。展望未来，随着下游运动鞋市场的增长、公司产能的进一步扩张和新客户的拓展，业绩有望实现稳步增长，未来保持稳定分红的确定性较高。

盈利预测与投资建议：公司是全球领先的运动鞋制造企业，与下游多个知名运动品牌保持紧密合作，客户资源优质且稳定，高转换成本铸造护城河。随着新客户拓展+新工厂投产，产销有望保持快速增长。我们预计，公司 2025-2027 年归母净利润分别为 42.10/48.38/55.04 亿元，对应 2025 年 6 月 10 日收盘价的 PE 分别为 15/13/11 倍，按分红比例 70%来计算，2025 年对应的股息率为 4.83%。虽然目前美国对各国加征的关税仍在谈判阶段，但公司当前股价已反映了前期加征关税的悲观预期，若后续美国对越南的关税政策有所缓和，则股价有望迎来修复。同时，考虑到华利集团在全球运动鞋制造行业里的龙头地位，且在客户资源、产能、人力成本、生产效率、管理效率等方面具有多重优势，加之现金流充沛、现金分红比例高等因素，首次覆盖给予“买入”评级。

风险因素：国际贸易与关税波动风险、下游市场恢复不及预期风险、生产基地过于集中风险、劳动力成本上升风险、客户集中风险。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心

深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心

广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场