

# 华利集团 (300979.SZ)

## 新工厂爬坡影响 Q1 盈利表现，Q2 有望环比改善

**2025Q1 公司收入 53.5 亿元/归母净利润 7.6 亿元，同比分别+12%/-3%。**1) 公司发布一季报，2025Q1 收入为 53.5 亿元，同比+12%；归母净利润为 7.6 亿元，同比-3%；扣非归母净利润为 7.5 亿元，同比-3%。2) 量价拆分：2025Q1 运动鞋销量 0.49 亿双（同比+8%），平均销售单价 109 元/双（同比+4%）。

**盈利质量同比下降，主要系新工厂爬坡影响毛利率，2025Q2 有望环比改善。**1) 2025Q1 公司毛利率同比-5.5pct 至 22.9%，主要系公司持续新建产能，目前仍在爬坡中的新工厂、新工人数量较多（2025Q1 末公司员工人数同比增加 17%至 18.4 万人）；2) 销售/管理/财务费用率同比分别-0.1/-1.5/-0.6pct 至 0.4%/3.7%/-0.5%，我们根据业务情况判断管理费用率减少系员工绩效根据业绩情况匹配调整、财务费用率减少主要系汇兑收益增加；3) 综合以上，2025Q1 公司净利率同比-2.3pct 至 14.3%。

**新客户订单量 2025Q1 同比显著增长，我们估计老客户订单稳健为主。**1) 过去公司与 Nike、Deckers、VF、Puma、On 等核心品牌保持深度合作，2024 年前五大客户销售占比分别为 33%/21%/13%/6%/6%。2) 展望 2025 年，考虑客户业务及公司订单合作进度，我们判断 Nike、VF 等客户订单整体以平稳为主，2025 年 On、New Balance、Reebok、Adidas 订单增速强劲。其中公司新合作客户 Adidas 于 2024 年 9 月开始量产出货、我们判断 2025 合作订单预计快速放量。综合来看，我们估计新客户订单快速增长有望带动公司 2025 年收入同比增长 15%+。

**未来产能预计加速扩张，增强国际化产能布局。**1) 2024 年公司总产能/总产量分别 2.29/2.21 亿双，产能利用率 97%。我们判断目前公司产能利用率基本仍处于饱和状态。2) 新工厂投产、次新工厂爬坡推进顺利，短期影响毛利率表现，中长期有望带动规模扩张及业绩释放。①规模扩张：2024 年内公司新投产工厂 4 家（越南 3 家+印尼 1 家）；2025Q1 新投产工厂 2 家（印尼 1 家+中国 1 家），我们判断未来投产进度有望加速，综合估计 2025~2026 年产量 CAGR 有望达到 15%左右，匹配订单需求的增长。②运营表现：公司以可持续大规模订单为主，过去生产管理效率持续领先行业，2024 年毛利率高达 26.8%。由于近期新投产的工厂数量较多，员工效率仍在爬坡阶段，短期对于毛利率带来拖累（2025Q1 毛利率同比-5.5pct 至 22.9%）。公司将通过优化培训机制、加快智能化生产来提升效率，后续伴随着员工成熟度提升，我们判断 2025Q2 毛利率或环比 Q1 改善。

**现金流及存货管理基本正常。**1) 存货方面，2025Q1 末存货同比+12.5%至 36.7 亿元，Q1 公司存货周转天数同比-5.1 天至 74.1 天。2) 现金流管理方面，2025Q1 公司应收账款周转天数同比+2 天至 64.7 天，期内经营性现金流量净额 12.1 亿元（约为同期归母净利润的 1.6 倍）。

**2025 年收入有望保持快速扩张，利润则以稳健增长为主。**1) 公司新客户合作推进顺利，产能预计加速扩张，我们判断有望综合带动公司 2025 年收入同比增长 15%+。2) 考虑新工厂仍在效率提升阶段，我们估计短期利润率同比或有下降，综合估计 2025 年公司归母净利润有望稳健增长中高个位数。

**投资建议。**公司是全球领先的运动鞋制造商，过去几年内业务规模快速成长。考虑近期经营情况，我们略调整盈利预测，估计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 41.1/47.6/54.9 亿元，对应 2025 年 PE 为 16 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**下游需求及库存波动风险；产能扩张及改造不及预期风险；外汇波动风险。

| 财务指标          | 2023A  | 2024A  | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元）     | 20,114 | 24,006 | 27,905 | 32,160 | 36,962 |
| 增长率 yoy (%)   | -2.2   | 19.4   | 16.2   | 15.2   | 14.9   |
| 归母净利润（百万元）    | 3,200  | 3,840  | 4,106  | 4,762  | 5,488  |
| 增长率 yoy (%)   | -0.9   | 20.0   | 6.9    | 16.0   | 15.2   |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 2.74   | 3.29   | 3.52   | 4.08   | 4.70   |
| 净资产收益率 (%)    | 21.2   | 22.0   | 21.9   | 23.3   | 24.5   |
| P/E（倍）        | 20.6   | 17.2   | 16.1   | 13.8   | 12.0   |
| P/B（倍）        | 4.4    | 3.8    | 3.5    | 3.2    | 2.9    |

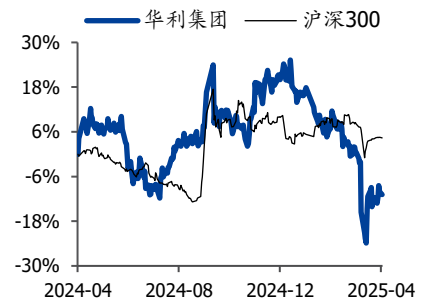
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

### 买入（维持）

#### 股票信息

|                 |           |
|-----------------|-----------|
| 行业              | 纺织制造      |
| 前次评级            | 买入        |
| 04 月 28 日收盘价（元） | 56.49     |
| 总市值（百万元）        | 65,923.83 |
| 总股本（百万股）        | 1,167.00  |
| 其中自由流通股 (%)     | 100.00    |
| 30 日日均成交量（百万股）  | 4.11      |

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《华利集团 (300979.SZ)：基本面持续高质量增长，2024 年分红超出预期》 2025-04-11
- 《华利集团 (300979.SZ)：2024 年业绩符合预期，2025 年期待新客户加速放量》 2025-03-13
- 《华利集团 (300979.SZ)：客户合作顺利推进，海外产能加速扩张，期待业绩稳健释放》 2025-02-27

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 13118 | 15389 | 16764 | 18713 | 21189 |
| 现金             | 3879  | 5588  | 5902  | 6981  | 8280  |
| 应收票据及应收账款      | 3765  | 4378  | 5193  | 5985  | 6879  |
| 其他应收款          | 18    | 67    | 78    | 89    | 103   |
| 预付账款           | 65    | 89    | 85    | 97    | 110   |
| 存货             | 2741  | 3121  | 3385  | 3704  | 4105  |
| 其他流动资产         | 2650  | 2147  | 2121  | 1856  | 1711  |
| <b>非流动资产</b>   | 6329  | 7375  | 8378  | 8969  | 9401  |
| 长期投资           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 3814  | 4738  | 5382  | 5748  | 5986  |
| 无形资产           | 557   | 671   | 774   | 870   | 959   |
| 其他非流动资产        | 1957  | 1967  | 2221  | 2350  | 2455  |
| <b>资产总计</b>    | 19447 | 22765 | 25141 | 27681 | 30590 |
| <b>流动负债</b>    | 4169  | 4935  | 5927  | 6745  | 7689  |
| 短期借款           | 733   | 288   | 338   | 389   | 439   |
| 应付票据及应付账款      | 1793  | 2410  | 2919  | 3316  | 3781  |
| 其他流动负债         | 1643  | 2238  | 2670  | 3041  | 3469  |
| <b>非流动负债</b>   | 162   | 386   | 430   | 490   | 540   |
| 长期借款           | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 162   | 386   | 430   | 490   | 540   |
| <b>负债合计</b>    | 4331  | 5321  | 6357  | 7236  | 8229  |
| 少数股东权益         | 7     | 11    | 7     | 2     | -4    |
| 股本             | 1167  | 1167  | 1167  | 1167  | 1167  |
| 资本公积           | 5704  | 5704  | 5704  | 5704  | 5704  |
| 留存收益           | 8578  | 11018 | 12455 | 14122 | 16043 |
| 归属母公司股东权益      | 15109 | 17432 | 18777 | 20444 | 22365 |
| <b>负债和股东权益</b> | 19447 | 22765 | 25141 | 27681 | 30590 |

**现金流量表 (百万元)**

| 会计年度           | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 3694  | 4617  | 4925  | 5549  | 6441  |
| 净利润            | 3200  | 3836  | 4101  | 4757  | 5482  |
| 折旧摊销           | 877   | 870   | 1157  | 1316  | 1467  |
| 财务费用           | -76   | -83   | 0     | 0     | 0     |
| 投资损失           | -52   | -78   | -72   | -83   | 0     |
| 营运资金变动         | -450  | -4    | -400  | -603  | -671  |
| 其他经营现金流        | 195   | 75    | 139   | 163   | 163   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1821 | -2165 | -1949 | -1485 | -1674 |
| 资本支出           | -1152 | -1664 | -1839 | -1689 | -1689 |
| 长期投资           | -783  | -670  | 91    | 316   | 204   |
| 其他投资现金流        | 114   | 168   | -202  | -113  | -189  |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1963 | -1937 | -2663 | -2985 | -3467 |
| 短期借款           | 50    | -445  | 50    | 50    | 50    |
| 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 | -2714 | -3035 | -3517 |
| <b>现金净增加额</b>  | -63   | 549   | 314   | 1079  | 1299  |

**利润表 (百万元)**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 20114 | 24006 | 27905 | 32160 | 36962 |
| 营业成本            | 14967 | 17572 | 21289 | 24182 | 27570 |
| 营业税金及附加         | 5     | 4     | 4     | 5     | 6     |
| 营业费用            | 70    | 76    | 88    | 101   | 117   |
| 管理费用            | 689   | 1074  | 830   | 1278  | 1580  |
| 研发费用            | 309   | 375   | 436   | 502   | 577   |
| 财务费用            | -89   | -84   | -121  | -122  | -122  |
| 资产减值损失          | -150  | -113  | -163  | -163  | -163  |
| 其他收益            | 1     | 6     | 2     | 2     | 0     |
| 公允价值变动收益        | -6    | 10    | 0     | 0     | 0     |
| 投资净收益           | 52    | 78    | 72    | 83    | 0     |
| 资产处置收益          | 0     | 1     | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 4056  | 4967  | 5290  | 6136  | 7070  |
| 营业外收入           | 3     | 2     | 0     | 0     | 0     |
| 营业外支出           | 23    | 21    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 4036  | 4948  | 5290  | 6136  | 7070  |
| 所得税             | 836   | 1112  | 1189  | 1379  | 1589  |
| <b>净利润</b>      | 3200  | 3836  | 4101  | 4757  | 5482  |
| 少数股东损益          | 0     | -4    | -4    | -5    | -6    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3200  | 3840  | 4106  | 4762  | 5488  |
| EBITDA          | 4798  | 5663  | 6326  | 7329  | 8415  |
| EPS (元/股)       | 2.74  | 3.29  | 3.52  | 4.08  | 4.70  |

**主要财务比率**

| 会计年度            | 2023A | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入(%)         | -2.2  | 19.4  | 16.2  | 15.2  | 14.9  |
| 营业利润(%)         | -1.2  | 22.5  | 6.5   | 16.0  | 15.2  |
| 归属母公司净利润(%)     | -0.9  | 20.0  | 6.9   | 16.0  | 15.2  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)          | 25.6  | 26.8  | 23.7  | 24.8  | 25.4  |
| 净利率(%)          | 15.9  | 16.0  | 14.7  | 14.8  | 14.8  |
| ROE(%)          | 21.2  | 22.0  | 21.9  | 23.3  | 24.5  |
| ROIC(%)         | 19.4  | 20.7  | 20.7  | 22.0  | 23.2  |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)        | 22.3  | 23.4  | 25.3  | 26.1  | 26.9  |
| 净负债比率(%)        | -19.7 | -29.0 | -28.1 | -30.6 | -33.3 |
| 流动比率            | 3.1   | 3.1   | 2.8   | 2.8   | 2.8   |
| 速动比率            | 2.4   | 2.4   | 2.2   | 2.1   | 2.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 1.1   | 1.1   | 1.2   | 1.2   | 1.3   |
| 应收账款周转率         | 5.8   | 5.9   | 5.8   | 5.8   | 5.7   |
| 应付账款周转率         | 9.1   | 8.4   | 8.0   | 7.8   | 7.8   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)      | 2.74  | 3.29  | 3.52  | 4.08  | 4.70  |
| 每股经营现金流(最新摊薄)   | 3.17  | 3.96  | 4.22  | 4.76  | 5.52  |
| 每股净资产(最新摊薄)     | 12.95 | 14.94 | 16.09 | 17.52 | 19.16 |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 20.6  | 17.2  | 16.1  | 13.8  | 12.0  |
| P/B             | 4.4   | 3.8   | 3.5   | 3.2   | 2.9   |
| EV/EBITDA       | 12.2  | 15.3  | 9.6   | 8.1   | 6.9   |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 28 日收盘价

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告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客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

| 投资建议的评级标准                                                                                                                                                 |      | 评级 | 说明                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|----|-------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在 15%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间    |
|                                                                                                                                                           |      | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间   |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 5%以上        |
|                                                                                                                                                           | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在 10%以上       |
|                                                                                                                                                           |      | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间 |
|                                                                                                                                                           |      | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在 10%以上       |

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com