

华利集团 (300979.SZ)

25Q1 盈利能力下滑，新工厂及员工效率有待提升

25Q1 公司收入和净利润分别同比+12%、-3%，新工厂及新员工加速拓展，但是生产效率较低拖累利润表现。目前新客户订单良好，新工厂及员工效率有望提升。预计 25-27 年公司归母净利润规模为 41.3 亿元、47.2 亿元、53.9 亿元，同比增速为 7%、14%、14%。当前市值对应 2025PE16X、2026PE14X，维持强烈推荐评级。

□ 25Q1 净利润明显承压。25Q1 公司营业收入 53.53 亿元，同比增长 12.3%（公司销售运动鞋 0.49 亿双，同比增长 8.2%）；归母净利润 7.62 亿元，同比减少 3.3%。扣非归母净利润 7.51 亿元，同比减少 3.4%。

□ 客户表现分化，下单节奏如常：25Q1 公司头部客户订单表现偏弱，ON、锐步、NB 等客户订单增速良好；目前公司发货节奏良好，客户下单节奏未有明显变化。

□ 25Q1 受到新工厂和新员工效率较低影响，利润率明显下滑。25Q1 毛利率同比下降 5.5pct 至 22.9%（环比 24Q4 下降 1.2pct），净利率同比下降 2.3pct 至 14.3%（环比 24Q4 下降 1.0pct）。期间费用率同比下降 2.0pct 至 5.38%，主要是管理费用率下降 1.5pct，财务费用率下降 0.6pct。

□ 产能持续拓展。2024 年上下半年各投产 2 家成品鞋工厂之后，2025Q1 的 2 家成品鞋工厂已经投产；2025 年 3 月末员工人数同比+17%至 18.4 万人，其中最近半年增加约 1.4 万人（25Q1 增加 6000 人），新工厂及新招员工产出效率较低，进一步拉低盈利能力。预计 25Q2 招聘员工节奏逐步放缓。

□ 现金流及存货周转稳健。25Q1 公司存货周转天数 74 天（同比-5 天），应收账款周转天数 65 天（同比+2 天），经营性现金流 12.1 亿元（同比+12.9%）。

□ 盈利预测及投资建议。公司客户结构持续优化，新客户订单持续增长，目前公司持续拓展越南及印尼产能，同时开发超临界发泡技术强化获取优质订单能力。考虑到公司新工厂爬坡及新员工培训对利润的拖累，我们略下调利润预测，预计 2025-2027 年公司收入规模为 274.1 亿元、310.7 亿元、350.4 亿元，同比增速为 14%、13%、13%；归母净利润规模为 41.3 亿元、47.2 亿元、53.9 亿元，同比增速为 7%、14%、14%。当前市值对应 2025PE16X、2026PE14X，维持强烈推荐评级。

□ 风险提示：欧美运动鞋去库存进度及需求增长不确定性，公司东南亚产能扩张不及预期等风险，汇率波动导致汇兑损失增加风险，关税不确定性风险。

强烈推荐（维持）

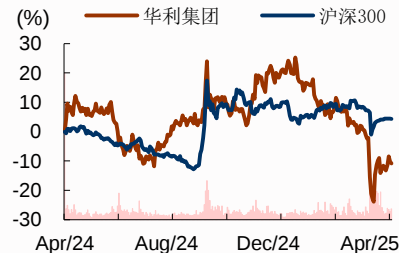
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：56.49 元

基础数据

总股本（百万股）	1167
已上市流通股（百万股）	1167
总市值（十亿元）	65.9
流通市值（十亿元）	65.9
每股净资产（MRQ）	15.5
ROE（TTM）	21.1
资产负债率	22.9%
主要股东	俊耀集团有限公司
主要股东持股比例	84.85%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-10	-19	-8
相对表现	-6	-14	-15



相关报告

- 《华利集团（300979）—24Q4 新工厂投产拖累利润，期待新客户订单增量》2025-04-14
- 《华利集团（300979）—24Q3 订单稳健增长，盈利能力稳中向好》2024-10-30
- 《华利集团（300979）—24Q2 订单良好，加速推进产能拓展》2024-08-23

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20114	24006	27407	31067	35036
同比增长	-2%	19%	14%	13%	13%
营业利润(百万元)	4056	4967	5338	6109	6975
同比增长	-1%	22%	7%	14%	14%
归母净利润(百万元)	3200	3840	4127	4723	5392
同比增长	-1%	20%	7%	14%	14%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.54	4.05	4.62
PE	20.6	17.2	16.0	14.0	12.2
PB	4.4	3.8	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	16815	19100	21840
现金	3879	5588	5827	6893	8306
交易性投资	2342	1775	1775	1775	1775
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3765	4378	4998	5666	6390
其它应收款	18	67	76	86	97
存货	2741	3121	3612	4083	4599
其他	373	460	526	596	672
非流动资产	6329	7375	8190	8673	9076
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	5675	6263	6758
无形资产商誉	685	800	720	648	583
其他	1830	1837	1795	1761	1734
资产总计	19447	22765	25005	27773	30915
流动负债	4169	4935	5737	6057	6411
短期借款	733	288	750	700	650
应付账款	1793	2410	2789	3153	3551
预收账款	27	38	44	50	56
其他	1616	2200	2155	2155	2155
长期负债	162	386	386	386	386
长期借款	0	0	0	0	0
其他	162	386	386	386	386
负债合计	4331	5321	6123	6443	6797
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积金	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8238	10561	12004	14457	17251
少数股东权益	7	11	7	2	(4)
归属于母公司所有者权益	15109	17432	18875	21328	24122
负债及权益合计	19447	22765	25005	27773	30915

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3694	4617	4098	4784	5447
净利润	3200	3836	4123	4718	5386
折旧摊销	819	817	882	1015	1096
财务费用	(76)	(83)	(13)	(7)	(20)
投资收益	(52)	(78)	(94)	(94)	(94)
营运资金变动	(216)	168	(806)	(853)	(927)
其它	19	(43)	7	6	6
投资活动现金流	(1821)	(2165)	(1606)	(1406)	(1406)
资本支出	(1155)	(1700)	(1700)	(1500)	(1500)
其他投资	(666)	(465)	94	94	94
筹资活动现金流	(1963)	(1937)	(2254)	(2313)	(2627)
借款变动	(660)	(861)	417	(50)	(50)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(1400)	(1400)	(2684)	(2270)	(2598)
其他	97	325	13	7	20
现金净增加额	(89)	515	238	1066	1414

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20114	24006	27407	31067	35036
营业成本	14967	17572	20336	22990	25892
营业税金及附加	5	4	4	5	6
营业费用	70	76	110	124	140
管理费用	689	1074	1179	1336	1472
研发费用	309	375	428	485	547
财务费用	(89)	(84)	(13)	(7)	(20)
资产减值损失	(154)	(118)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动收益	(6)	10	10	10	10
其他收益	1	6	6	6	6
投资收益	52	78	78	78	78
营业利润	4056	4967	5338	6109	6975
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	21	21	21
利润总额	4036	4948	5319	6090	6956
所得税	836	1112	1196	1372	1570
少数股东损益	0	(4)	(4)	(5)	(6)
归属于母公司净利润	3200	3840	4127	4723	5392

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-2%	19%	14%	13%	13%
营业利润	-1%	22%	7%	14%	14%
归母净利润	-1%	20%	7%	14%	14%
获利能力					
毛利率	25.6%	26.8%	25.8%	26.0%	26.1%
净利率	15.9%	16.0%	15.1%	15.2%	15.4%
ROE	22.6%	23.6%	22.7%	23.5%	23.7%
ROIC	21.0%	22.4%	22.0%	22.6%	22.9%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	23.4%	24.5%	23.2%	22.0%
净负债比率	4.1%	1.5%	3.0%	2.5%	2.1%
流动比率	3.1	3.1	2.9	3.2	3.4
速动比率	2.5	2.5	2.3	2.5	2.7
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转率	5.8	6.0	6.0	6.0	6.0
应收账款周转率	5.8	5.9	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	9.1	8.4	7.8	7.7	7.7
每股资料(元)					
EPS	2.74	3.29	3.54	4.05	4.62
每股经营净现金	3.17	3.96	3.51	4.10	4.67
每股净资产	12.95	14.94	16.17	18.28	20.67
每股股利	1.20	2.30	1.95	2.23	2.54
估值比率					
PE	20.6	17.2	16.0	14.0	12.2
PB	4.4	3.8	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.6	12.2	10.8	9.4	8.3

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。