



股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	56.14
总股本/流通股本(亿股)	11.67 / 11.67
总市值/流通市值(亿元)	655 / 655
52周内最高/最低价	79.34 / 48.22
资产负债率(%)	23.4%
市盈率	17.06
第一大股东	俊耀集团有限公司

研究所

分析师: 李媛媛
SAC 登记编号: S1340523020001
Email: liyuanyuan@cnpsec.com

华利集团(300979)

新工厂影响利润率，新锐客户助力增长

● 事件回顾

公司公布 25Q1 季报，25Q1 公司收入为 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 7.6 亿元，同比-3%。公司新工厂产能爬坡等影响毛利率，拖累利润率。

● 事件点评

量价齐升，新锐客户表现靓丽。分量价来看，公司 25Q1 销售运动鞋 0.49 亿双，同增 8%，销售单价 109 元/双，同增 4%，我们判断阿迪达斯、NB、ON、锐步等新锐客户预计成为销量增长的主要驱动力，同时带动客单价提升。

产能爬坡影响毛利率，净利率下降。公司 25Q1 毛利率同比-5.5pct 至 22.9%，受新工厂投产初期员工熟练程度以及产能爬坡等因素影响毛利率下降，预计 25Q2 在订单旺季+新厂产能利用率提升等因素下毛利率将有所改善。25Q1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.1/-1.5/+0.2/-0.6pct 至 0.4%/3.7%/1.8%/-0.5%，管理费用率下降主要系薪酬绩效减少，财务费用率下降主要系利息费用减少以及汇兑波动，综合公司 25Q1 归母净利率同比-2.3pct 至 14.2%。

● 盈利预测及投资建议

公司新客户扩展顺利助力跨越周期，积极扩张产能满足客户需求，在贸易摩擦下仍具增长韧性。考虑到新工厂爬坡影响毛利率，我们调整公司盈利预测，预计 25 年-27 年归母净利润分别为 41.3 亿元/47.2 亿元/54.4 亿元，对应 PE 分别为 16 倍/14 倍/12 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示：

贸易摩擦风险；终端景气度不及预期风险；汇率大幅波动风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2024N	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	24006	27290	31024	35268
增长率(%)	19.35	13.68	13.68	13.68
EBITDA（百万元）	5663.03	5765.95	6504.34	7314.93
归属母公司净利润（百万元）	3840.33	4125.89	4724.08	5439.51
增长率(%)	20.00	7.44	14.50	15.14
EPS（元/股）	3.29	3.54	4.05	4.66
市盈率（P/E）	17.17	15.98	13.95	12.12
市净率（P/B）	3.78	3.06	2.51	2.08
EV/EBITDA	15.31	10.12	8.29	6.80

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
利润表					成长能力				
营业收入	24006	27290	31024	35268	营业收入	19.4%	13.7%	13.7%	13.7%
营业成本	17572	20386	23175	26345	营业利润	22.5%	7.6%	14.4%	15.1%
税金及附加	4	4	5	5	归属于母公司净利润	20.0%	7.4%	14.5%	15.1%
销售费用	76	87	99	113	获利能力				
管理费用	1074	1119	1272	1446	毛利率	26.8%	25.3%	25.3%	25.3%
研发费用	375	420	478	543	净利率	16.0%	15.1%	15.2%	15.4%
财务费用	-84	-101	-140	-229	ROE	22.0%	19.1%	18.0%	17.1%
资产减值损失	-113	-112	-112	-112	ROIC	20.7%	18.5%	17.4%	16.4%
营业利润	4967	5342	6114	7037	偿债能力				
营业外收入	2	2	2	2	资产负债率	23.4%	19.4%	19.6%	17.2%
营业外支出	21	21	21	21	流动比率	3.12	3.91	4.04	4.83
利润总额	4948	5324	6096	7019	营运能力				
所得税	1112	1198	1372	1579	应收账款周转率	5.90	5.91	6.01	6.01
净利润	3836	4126	4724	5440	存货周转率	5.99	6.10	6.18	6.16
归母净利润	3840	4126	4724	5440	总资产周转率	1.14	1.10	1.04	0.99
每股收益(元)	3.29	3.54	4.05	4.66	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	3.29	3.54	4.05	4.66
货币资金	5588	8074	12554	16716	每股净资产	14.94	18.47	22.52	27.18
交易性金融资产	1775	1775	1775	1775	估值比率				
应收票据及应收账款	4378	4864	5465	6279	PE	17.17	15.98	13.95	12.12
预付款项	89	122	139	158	PB	3.78	3.06	2.51	2.08
存货	3121	3562	3939	4619	现金流量表				
流动资产合计	15389	18778	24320	29940	净利润	3836	4126	4724	5440
固定资产	4738	5235	5516	5406	折旧和摊销	870	483	499	489
在建工程	757	757	757	757	营运资本变动	-4	-1151	28	-1395
无形资产	671	781	891	1001	其他	-85	76	64	51
非流动资产合计	7375	7983	8373	8374	经营活动现金流净额	4617	3533	5316	4585
资产总计	22765	26761	32693	38313	资本开支	-1664	-1107	-907	-507
短期借款	288	288	288	288	其他	-502	82	93	106
应付票据及应付账款	2410	2143	3032	2851	投资活动现金流净额	-2165	-1026	-814	-401
其他流动负债	2238	2374	2693	3055	股权融资	8	0	0	0
流动负债合计	4935	4806	6014	6195	债务融资	-451	0	0	0
其他	386	386	386	386	其他	-1494	-22	-22	-22
非流动负债合计	386	386	386	386	筹资活动现金流净额	-1937	-22	-22	-22
负债合计	5321	5192	6400	6581	现金及现金等价物净增加额	549	2486	4480	4162
股本	1167	1167	1167	1167					
资本公积金	5704	5704	5704	5704					
未分配利润	10434	13941	17957	22580					
少数股东权益	11	11	11	11					
其他	127	746	1455	2270					
所有者权益合计	17443	21569	26293	31733					
负债和所有者权益总计	22765	26761	32693	38313					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048