

华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

25Q1 业绩点评: 新品牌增速亮眼, 期待毛利率边际改善

事件: 公司于 4.28 发布 25 年一季报, 报告期内实现营收 53.53 亿元, 同增 12.34%, 实现归母净利 7.62 亿元, 同比-3.25%, 实现扣非净利 7.51 亿元, 同比-3.35%。

投资要点:

➤ 新品牌贡献优质增长, ASP 同比提升

分量价, 25Q1 公司销售运动鞋约 0.49 亿双, 同比增长 8.24%; ASP 同比提升约 3.8%至约 107 元。公司通过战略性拓展新客户及深化新兴运动品牌客户合作, 25Q1 新客户订单量同比显著增长, 且截止目前关税政策变动并未影响到公司的品牌客户出货节奏。

➤ 新厂爬坡拖累毛利率, 净利率阶段性承压

公司 25Q1 毛利率约为 22.9%, 同比下降约 5.5Pct, 主要系公司加速了新工厂的建设和投产节奏, 鉴于新工厂投产初期存在新员工技能培训周期, 新工厂仍处于效率爬坡阶段, 对公司整体的毛利率造成一定的影响, 预计 Q2 将边际改善。费用率方面, 25Q1 销售/管理/财务费用率分别为 0.4%/3.7%/-0.5%, 同比变动-0.1pct/-1.5pct/-0.6 Pct; 25Q1 归母净利率为 14.2%, 同比下降 2.3Pct。

➤ 产能加速扩张匹配需求, 员工人数显著增长

为匹配快速增长的产能需求, 公司加速新工厂建设, 25Q1 已有 2 家成品鞋工厂投产。截止 25Q1 末, 公司员工人数约 18.4 万人, 较 24Q1 末增加了约 17%, 员工人数增加为产能扩张提供了人力支持。库存方面, 截至 25Q1 末公司存货 36.74 亿元, 较年初增长 17.7%, 或反映在手订单较为饱满。经营性现金流表现稳健, 25Q1 经营活动产生的现金流量净额为 12.11 亿元, 同比增长 12.94%。

➤ 盈利预测与投资建议

我们维持此前预测, 预计公司 2025~27 年分别实现归母净利润 43.94 亿元/50.72 亿元/58.94 亿元, 分别同比增长 14%/15%/16%, 25 年对应 14x PE。考虑到华利集团作为制鞋代工龙头企业, 与 Nike、Deckers、On 等优质国际品牌客户深度绑定, 且持续拓展 adidas 等重要品牌, 叠加产能稳健增长, 维持“买入”评级。

➤ 风险提示

美国关税政策变化、原材料涨价、海外运动品牌终端需求低于预期、汇率波动

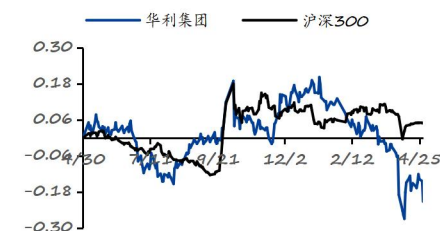
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,114	24,006	27,425	31,637	36,823
增长率	-2%	19%	14%	15%	16%
净利润 (百万元)	3,200	3,840	4,394	5,072	5,894
增长率	-1%	20%	14%	15%	16%
EPS (元/股)	2.74	3.29	3.76	4.35	5.05
市盈率 (P/E)	19.0	15.8	13.8	12.0	10.3
市净率 (P/B)	4.0	3.5	3.1	2.6	2.2

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-04-29
收盘价:	52.00 元
总股本/流通股本(百万股)	1,167.00/1,166.99
流通 A 股市值(百万元)	60,683.60
每股净资产(元)	15.51
资产负债率(%)	22.94
一年内最高/最低价(元)	85.00/47.77

一年内股价相对走势



团队成员

分析师:	谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn	
分析师:	李施璇(S0210524100001)
lsx30549@hfzq.com.cn	

相关报告

- 1、24 年报点评: 派息比例提升, adidas 放量可期——2025.04.11
- 2、24 年三季报点评: 延续高质量增长, 期待新客户放量——2024.10.30
- 3、24 中报点评: 业绩高质量兑现, 中长期扩产可期——2024.08.23

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,588	6,126	8,212	10,969
应收票据及账款	4,378	4,785	5,269	6,023
预付账款	89	161	232	296
存货	3,121	3,683	4,669	5,434
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,213	2,159	2,282	2,401
流动资产合计	15,389	16,914	20,663	25,125
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,738	4,860	5,014	5,197
在建工程	757	857	857	757
无形资产	671	763	839	906
商誉	130	130	130	130
其他非流动资产	1,080	1,208	1,321	1,410
非流动资产合计	7,375	7,817	8,161	8,400
资产合计	22,765	24,732	28,824	33,524
短期借款	288	0	0	0
应付票据及账款	2,410	2,227	2,625	3,133
预收款项	0	0	0	0
合同负债	38	27	32	37
其他应付款	38	38	38	38
其他流动负债	2,162	2,449	2,706	2,872
流动负债合计	4,935	4,741	5,401	6,080
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	386	386	386	386
非流动负债合计	386	386	386	386
负债合计	5,321	5,127	5,787	6,466
归属母公司所有者权益	17,432	19,598	23,036	27,063
少数股东权益	11	7	1	-5
所有者权益合计	17,443	19,604	23,037	27,058
负债和股东权益	22,765	24,732	28,824	33,524

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	4,492	4,634	5,468
现金收益	4,569	4,984	5,701	6,566
存货影响	-380	-562	-986	-765
经营性应收影响	-525	-342	-270	-488
经营性应付影响	620	-183	399	508
其他影响	333	595	-209	-353
投资活动现金流	-2,165	-1,174	-1,119	-1,056
资本支出	-1,630	-1,102	-1,069	-1,041
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-535	-73	-51	-15
融资活动现金流	-1,937	-2,780	-1,430	-1,655
借款增加	-458	-288	0	0
股利及利息支付	-1,427	-1,638	-1,865	-2,098
股东融资	8	0	0	0
其他影响	-60	-854	435	444

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,006	27,425	31,637	36,823
营业成本	17,572	20,130	23,159	26,954
税金及附加	4	4	4	5
销售费用	76	110	95	147
管理费用	1,074	1,207	1,370	1,547
研发费用	375	439	475	552
财务费用	-84	-192	-204	-212
信用减值损失	-6	-3	-3	-4
资产减值损失	-113	-137	-285	-331
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资收益	78	55	63	74
其他收益	6	3	3	4
营业利润	4,967	5,646	6,518	7,572
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	21	21	24	26
利润总额	4,948	5,627	6,496	7,548
所得税	1,112	1,238	1,429	1,661
净利润	3,836	4,389	5,067	5,888
少数股东损益	-4	-5	-5	-6
归属母公司净利润	3,840	4,394	5,072	5,894
EPS（按最新股本摊薄）	3.29	3.76	4.35	5.05

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	19.4%	14.2%	15.4%	16.4%
EBIT 增长率	23.2%	11.7%	15.8%	16.6%
归母公司净利润增长率	20.0%	14.4%	15.4%	16.2%
获利能力				
毛利率	26.8%	26.6%	26.8%	26.8%
净利率	16.0%	16.0%	16.0%	16.0%
ROE	22.0%	22.4%	22.0%	21.8%
ROIC	31.7%	31.6%	30.5%	29.8%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	20.7%	20.1%	19.3%
流动比率	3.1	3.6	3.8	4.1
速动比率	2.5	2.8	3.0	3.2
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	61	60	57	55
存货周转天数	60	61	65	67
每股指标（元）				
每股收益	3.29	3.76	4.35	5.05
每股经营现金流	3.96	3.85	3.97	4.69
每股净资产	14.94	16.79	19.74	23.19
估值比率				
P/E	16	14	12	10
P/B	3	3	3	2
EV/EBITDA	72	66	58	50

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 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；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn