

华利集团 (300979.SZ)

第一季度收入增长 12%，新厂爬坡拖累毛利率

优于大市

核心观点

部分新客户表现优异销量增长带动收入增长双位数，新厂爬坡拖累毛利率。 2025 年第一季度公司实现营业收入 53.53 亿元，同比增长 12.3%，主要受阿迪达斯、昂跑、NB 等新客户订单销量增长驱动；归母净利润 7.62 亿元，同比下滑 3.2%。毛利率同比下滑 5.5 个百分点至 22.9%，主要受新投产工厂效率爬坡影响，继 2024 年上半年和下半年各投产 2 家成品鞋工厂之后，2025 年第一季度 2 家成品鞋工厂已经投产。期间费用率同比优化 2.0 个百分点，其中财务费用率同比下降 0.6 个百分点至 -0.5%，主要受益于汇兑收益增加，今年 Q1 汇兑收益为 900 万，去年同期损失 1700 万；此外管理费用率同比 -1.5 个百分点至 3.7%。在毛利率承压影响下，营业利润率同比 -3.4 个百分点至 17.6%，归母净利率同比 -2.3 个百分点至 14.2%。

销量保持高个位数快速增长，新老客户结构更加均衡。 拆分量价来看，Q1 销售运动鞋 0.49 亿双，同比 +8.2%，Asp 约 108.4 元人民币，同比 +3.8%（美元口径约 +2.7%），单价提升预计主要源于高单价品牌占比提升。分客户看，预计阿迪达斯、昂跑、NB 等新客户订单销量增速快、占比增加，前五大客户集中度预计较 2024 年报进一步下降，新老客户结构更加均衡。

展望二季度后有望收入加速、利润率提升。 随新工厂爬坡，盈利能力改善有望带动业绩增长加速，预计二季度及之后收入增速好于一季度，且毛利率向上恢复，但单二季度毛利率尚未能恢复到正常水平；此外部分品牌订单全年规划预计好于一季度降幅，后续也将带动收入增长提速。

风险提示： 产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

投资建议：看好公司的经营韧性，二季度后业绩增长有望提速。 2025 年一季度在 2024 年较高基数上（24 一季度同比 +30.2%），仍然有双位数的收入增长，部分新客户表现优异带动销量同比增长 8%，同时 Asp 也有接近 4% 的提升；毛利率下滑主要受新工厂密集投产、新工厂投产初期存在新员工技能培训周期，导致生产效率较低，增加了单位成本，新工厂仍处于效率爬坡阶段，对整体毛利率造成一定影响。展望二季度后有望收入加速、利润率提升。主要考虑到今年仍处于快速投产期，新工厂对毛利率造成拖累，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 41.6/48.5/55.8 亿元（前值为 43.0/50.0/57.5 亿元），同比 +8.3%/16.6%/15.2%。基于盈利预测下调，下调目标价至 67.7~74.8 元（前值为 73.1~79.5 元），对应 2025 年 19-21x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	27,692	31,943	36,453
(+/-%)	-2.2%	19.4%	15.35%	15.4%	14.1%
净利润(百万元)	3200	3840	4159	4848	5585
(+/-%)	-0.9%	20.0%	8.3%	16.6%	15.2%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.56	4.15	4.79
EBIT Margin	20.4%	20.6%	19.4%	19.6%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	21.2%	22.0%	21.3%	22.1%	22.6%
市盈率 (PE)	20.6	17.2	15.8	13.6	11.8
EV/EBITDA	14.7	12.8	12.1	10.5	9.2
市净率 (PB)	4.36	3.78	3.38	3.01	2.67

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 纺织制造

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

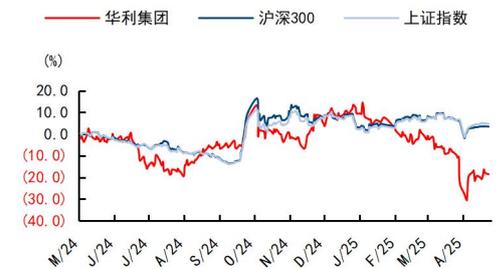
S0980520040004

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	67.70 - 74.80 元
收盘价	56.49 元
总市值/流通市值	65924/65923 百万元
52 周最高价/最低价	85.00/47.77 元
近 3 个月日均成交额	213.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华利集团 (300979.SZ) - 全年净利润增长 20%，分红率提升至 70%》——2025-04-14
- 《华利集团 (300979.SZ) - 2024 年收入增长 19%，近期新工厂加速投产》——2025-03-13
- 《华利集团 (300979.SZ) - 客户订单储备充足，产能扩张与升级增强竞争力》——2024-12-04
- 《华利集团 (300979.SZ) - 第三季度销量驱动收入增长 18%，投资扩产积极》——2024-10-29
- 《华利集团 (300979.SZ) - 上半年销量驱动收入增长 25%，毛利率提升至 28%》——2024-08-23

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



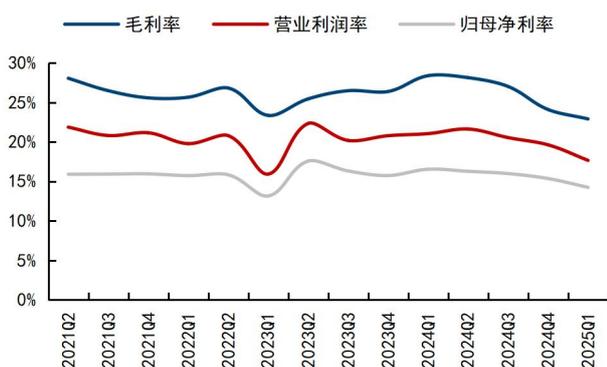
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



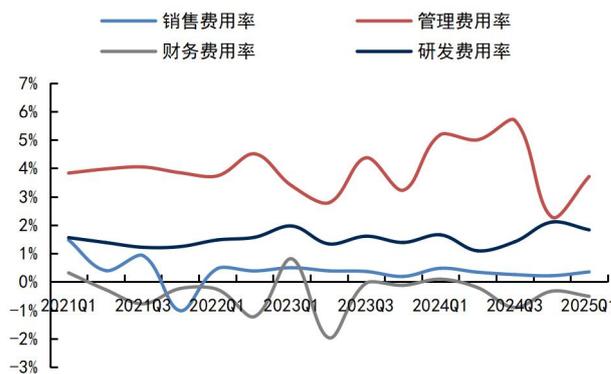
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



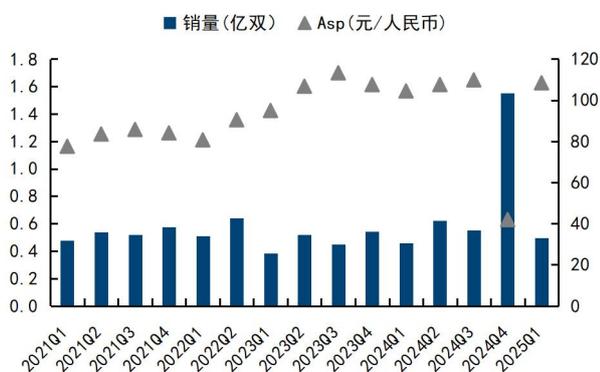
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司产品销量及单价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：华利集团业绩拆分一图概览

	2021	2022	2023	2024	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4	2025Q1
总收入(亿元)	174.70	205.69	201.14	240.06	47.65	67.07	60.39	64.95	53.53
分量价									
销量(百万双)	210.87	220.68	190.11	223.43	45.63	62.37	55.00	60.43	49.39
单价(人民币口径)	82.67	93.01	105.61	107.28	104.43	107.53	109.81	107.48	108.39
分客户									
客户一	61.81	79.22	76.09	79.67					
客户二	37.63	39.55	40.60	51.33					
客户三	32.08	34.14	23.67	29.92					
客户四	18.93	22.28	14.03	15.15					
客户五	9.65	12.53	11.30	11.30					
其他	14.22	17.52	24.41	38.44					
总收入YOY	25.4%	17.7%	-2.2%	19.4%	30.2%	20.8%	18.5%	11.9%	12.3%
分量价									
销量	29.5%	4.7%	-13.9%	17.5%	18.4%	18.9%	22.2%	11.7%	8.2%
单价	-3.1%	12.5%	13.6%	1.6%	10.0%	1.6%	-3.0%	0.2%	3.8%
毛利率	27.2%	25.9%	25.6%	26.8%	28.4%	28.1%	27.0%	24.1%	22.9%
费用率	5.4%	5.2%	4.9%	6.0%	7.4%	6.2%	6.5%	4.3%	5.4%
销售费用	0.4%	0.4%	0.3%	0.3%	0.5%	0.3%	0.3%	0.2%	0.4%
管理费用	3.9%	3.8%	3.4%	4.5%	5.2%	5.0%	5.7%	2.3%	3.7%
研发费用	1.3%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.1%	1.4%	2.1%	1.8%
财务费用	-0.3%	-0.3%	-0.4%	-0.4%	0.1%	-0.2%	-0.9%	-0.3%	-0.5%
经营利润	37.02	41.05	40.56	49.67	10.02	14.50	12.40	12.74	9.45
比率	21.2%	20.0%	20.2%	20.7%	21.0%	21.6%	20.5%	19.6%	17.6%
营业外收支	-0.17	-0.15	-0.20	-0.19	-0.04	-0.01	-0.05	-0.08	-0.03
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
利润总额	36.84	40.90	40.36	49.48	9.98	14.49	12.35	12.66	9.41
比率	21.1%	19.9%	20.1%	20.6%	20.9%	21.6%	20.5%	19.5%	17.6%
所得税	9.17	8.62	8.36	11.12	2.10	3.58	2.70	2.74	1.78
所得税率	24.9%	21.1%	20.7%	22.5%	21.1%	24.7%	21.8%	21.6%	18.9%
净利润	27.68	32.28	32.00	38.40	7.87	10.91	9.65	9.97	7.62
比率	15.8%	15.7%	15.9%	16.0%	16.5%	16.3%	16.0%	15.4%	14.2%
YoY	47.3%	16.6%	-0.9%	20.0%	63.7%	11.9%	16.1%	9.2%	-3.2%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司的经营韧性，二季度后业绩增长有望提速

2025 一季度在 2024 年较高基数上（24Q1 同比+30.2%），仍然有双位数的收入增长，部分新客户表现优异带动销量同比增长 8%，同时 Asp 也有接近 4%的提升；毛利率下滑主要受新工厂密集投产、新工厂投产初期存在新员工技能培训周期，导致生产效率较低，增加了单位成本，新工厂仍处于效率爬坡阶段，对整体毛利率造成一定影响。展望二季度后有望收入加速、利润率提升。

主要考虑到今年仍处于快速投产期，新工厂对毛利率造成拖累，我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 41.6/48.5/55.8 亿元（前值为 43.0/50.0/57.5 亿元），同比+8.3%/16.6%/15.2%。基于盈利预测下调，下调目标价至 67.7~74.8 元（前值为 73.1~79.5 元），对应 2025 年 19~21x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	27,692	31,943	36,453
(+/-%)	-2.2%	19.4%	15.35%	15.4%	14.1%
净利润(百万元)	3200	3840	4159	4848	5585
(+/-%)	-0.9%	20.0%	8.3%	16.6%	15.2%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.56	4.15	4.79
EBIT Margin	20.4%	20.6%	19.4%	19.6%	19.8%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	21.3%	22.1%	22.6%
市盈率(PE)	20.6	17.2	15.8	13.6	11.8
EV/EBITDA	14.7	12.8	12.1	10.5	9.2
市净率(PB)	4.36	3.78	3.38	3.01	2.67

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS				PE				g	PEG	总市值2025人民币亿元
				2023A	2024A	2025E	2026E	2023A	2024A	2025E	2026E			
300979.SZ	华利集团	优于大市	56.49	3.29	3.56	4.15	17.2	15.8	13.6	14.1%	1.128	659.2	56.49	3.29
可比公司														
2313.HK	申洲国际	优于大市	49.51	4.15	4.38	4.97	11.9	11.3	10.0	20.2%	0.559	0.0	49.51	4.15
1477.TW	聚阳实业	无评级	68.24	4.01	4.55	4.91	17.0	15.0	13.9	9.1%	1.644	155.9	68.24	4.01
9910.TW	丰泰企业	无评级	25.39	1.43	1.63	1.85	17.8	15.6	13.7	18.3%	0.849	232.4	25.39	1.43
1476.TW	儒鸿	无评级	93.87	5.82	6.51	7.38	16.1	14.4	12.7	22.1%	0.652	239.8	93.87	5.82
NKE.N	耐克	无评级	415.76	20.49	23.77	26.69	20.3	17.5	15.6	1.3%	13.321	6094.0	415.76	20.49

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

风险提示

产能扩张不及预期、去库存进程不及预期、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3879	5588	6616	7432	9034	营业收入	20114	24006	27692	31943	36453
应收款项	3782	4445	4865	5844	6608	营业成本	14967	17572	20607	23710	26989
存货净额	2741	3121	3627	4269	4807	营业税金及附加	5	4	4	5	6
其他流动资产	373	460	465	580	657	销售费用	70	76	87	101	115
流动资产合计	13118	15389	17348	19901	22882	管理费用	689	1074	1218	1400	1594
固定资产	4796	5495	6482	7346	8084	研发费用	309	375	432	499	569
无形资产及其他	557	671	645	619	593	财务费用	(89)	(84)	(97)	(112)	(128)
投资性房地产	976	1210	1210	1210	1210	投资收益	52	78	90	104	118
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(124)	(143)	(163)
资产总计	19447	22765	25685	29076	32768	其他收入	(16)	107	34	35	36
短期借款及交易性金融负债	791	333	1000	1000	1000	营业利润	4056	4967	5440	6336	7299
应付款项	1793	2410	2468	2996	3452	营业外净收支	(20)	(19)	(22)	(25)	(29)
其他流动负债	1585	2193	2300	2731	3166	利润总额	4036	4948	5418	6311	7270
流动负债合计	4169	4935	5768	6727	7618	所得税费用	836	1112	1263	1468	1692
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(4)	(5)	(5)	(6)
其他长期负债	162	386	396	407	419	归属于母公司净利润	3200	3840	4159	4848	5585
长期负债合计	162	386	396	407	419	现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	4331	5321	6164	7134	8037	净利润	3200	3840	4159	4848	5585
少数股东权益	7	11	9	6	3	资产减值准备	(78)	(37)	34	16	16
股东权益	15109	17432	19511	21935	24728	折旧摊销	662	641	583	704	810
负债和股东权益总计	19447	22765	25685	29076	32768	公允价值变动损失	143	208	124	143	163
						财务费用	(89)	(84)	(97)	(112)	(128)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	(755)	49	(722)	(751)	(458)
每股收益	2.74	3.29	3.56	4.15	4.79	其它	78	35	(36)	(19)	(20)
每股红利	1.25	1.22	1.78	2.08	2.39	经营活动现金流	3251	4736	4142	4941	6097
每股净资产	12.95	14.94	16.72	18.80	21.19	资本开支	0	(1065)	(1701)	(1701)	(1701)
ROIC	27%	28%	26%	28%	30%	其它投资现金流	(347)	567	0	0	0
ROE	21%	22%	21%	22%	23%	投资活动现金流	(347)	(499)	(1701)	(1701)	(1701)
毛利率	26%	27%	26%	26%	26%	权益性融资	26	8	0	0	0
EBIT Margin	20%	21%	19%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	21%	22%	22%	支付股利、利息	(1463)	(1427)	(2080)	(2424)	(2792)
收入增长	-2%	19%	15%	15%	14%	其它融资现金流	256	317	667	0	0
净利润增长率	-1%	20%	8%	17%	15%	融资活动现金流	(2645)	(2529)	(1413)	(2424)	(2792)
资产负债率	22%	23%	24%	25%	25%	现金净变动	259	1709	1028	816	1603
息率	2.2%	2.2%	3.2%	3.7%	4.2%	货币资金的期初余额	3620	3879	5588	6616	7432
P/E	20.6	17.2	15.8	13.6	11.8	货币资金的期末余额	3879	5588	6616	7432	9034
P/B	4.4	3.8	3.4	3.0	2.7	企业自由现金流	0	3451	2277	3051	4180
EV/EBITDA	14.7	12.8	12.1	10.5	9.2	权益自由现金流	0	3768	3057	3093	4229

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032