

华利集团(300979)

报告日期: 2025 年 05 月 01 日

25Q1 收入增幅亮眼，新厂效率爬坡致毛利率波动

——华利集团点评报告

投资要点

□ 25Q1 收入增幅亮眼，利润率短暂波动

2025Q1 实现营业收入 53.53 亿元（同比+12.3%），归母净利润 7.62 亿元（同比-3.2%），扣非后归母净利润 7.51 亿元（同比-3.4%），净利率 14.3%（同比-2.3pp）。收入增长亮眼，盈利能力波动系新工厂仍处效率爬坡阶段所致。

□ 量价齐增长，新客户订单量同比显著增长

25Q1 运动鞋销量 0.49 亿双（同比+8.24%），根据测算，人民币 ASP 为 108.4 元/双（同比+3.8%）。我们预计销量增长主要来自 ON、Reebok、New Balance、Adidas 等新锐客户增长，由于新客户平均单价偏高，其占比提升带动整体 ASP 提升。

□ 新厂效率爬坡导致毛利率波动，控费优异

25Q1 毛利率 22.9%（同比-5.5pp，环比-1.2pp），我们预计主要系 24 年以来密集投产的新工厂生产效率尚在爬坡期导致。其中 24 年投产 4 家新工厂，25 年 2 月投产 2 家新工厂，25Q1 末公司员工数约 18.4 万人，较 24Q1 末增长约 17%，近半年员工人数增加约 1.4 万人。由于新工厂投产初期存在新员工技能培训周期，因此对毛利率产生一定影响。

25Q1 净利率 14.3%（同比-2.3pp），销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.13/-1.47/+0.18/-0.60pp，控费能力保持优异。

□ 新工厂密集投产，静待效率爬坡带动盈利逐季修复

基于客户订单增长趋势及应对贸易政策风险，2024 年公司在越南投产 3 家新工厂、印尼投产 1 家新工厂，2025 年 2 月中国新工厂及印尼第 2 家新工厂也已开始投产。未来 3-5 年，公司在越南、印尼还将新建多个工厂，储备产能充足。

考虑到新厂通常需要 1.5-2 年时间产能爬坡，密集投产可能对短期利润率产生一定影响（当前印尼新工厂尚未实现盈利），但随着新厂工人熟练度、各部门配合度提升，盈利能力预计持续改善。

□ 盈利预测及投资建议

4 月关税摩擦以来，公司客户暂未出现取消、减少订单或调整出货计划的情况，公司生产交付正常。中长期来看，公司大客户份额稳定、新客户逐步放量、产能储备充足，精细化管理下盈利能力保持稳健。

我们预计 25-27 年实现收入 276.3/317.2/363.7 亿元，同比+15.1%/14.8%/14.6%，归母净利润 41.2/47.6/55.0 亿元，同比+7.2%/15.7%/15.4%，对应 PE 15/13/11 倍，公司壁垒突出，成长路径清晰，维持“买入”评级。

□ 风险提示：贸易摩擦加剧，汇率大幅波动，海外消费不及预期，越南税收政策变化

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉

执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

分析师：詹陆雨

执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师：邹国强

执业证书号：S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 51.23
总市值(百万元)	59,785.41
总股本(百万股)	1,167.00

股票走势图



相关报告

- 1 《超预期分红，密集投产+新晋客户保障增长》 2025.04.11
- 2 《新厂投产助力新客放量，盈利能力逐步释放》 2025.03.13
- 3 《24Q3 如期稳健增长，净利率延续高水准》 2024.10.29

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24006.4	27629.2	31723.3	36365.6
(+/-) (%)	19.4%	15.1%	14.8%	14.6%
归母净利润	3840.3	4117.9	4763.2	5496.3
(+/-) (%)	20.0%	7.2%	15.7%	15.4%
每股收益(元)	3.29	3.53	4.08	4.71
P/E	15.6	14.5	12.6	10.9

资料来源：浙商证券研究所

<http://www.stocke.com.cn>

1/3

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,389	16,894	19,384	21,860
现金	5,588	6,042	7,260	8,391
交易性金融资产	1,775	1,953	2,148	2,363
应收账款	4,378	4,694	5,298	5,709
其它应收款	67	34	82	51
预付账款	89	90	115	120
存货	3,121	3,732	4,130	4,876
其他	371	350	350	350
非流动资产	7,375	7,462	7,785	8,158
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4,738	5,139	5,533	5,895
无形资产	671	655	639	623
在建工程	757	869	813	841
其他	1,210	799	799	799
资产总计	22,765	24,356	27,169	30,018
流动负债	4,935	5,063	5,949	6,610
短期借款	288	500	500	500
应付款项	2,410	2,159	2,807	3,198
预收账款	0	0	0	0
其他	2,238	2,404	2,643	2,912
非流动负债	386	163	171	183
长期借款	0	0	0	0
其他	386	163	171	183
负债合计	5,321	5,226	6,121	6,793
少数股东权益	11	11	11	11
归属母公司股东权	17,432	19,119	21,037	23,214
负债和股东权益	22,765	24,356	27,169	30,018

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4617	3467	4835	5257
净利润	3836	4118	4763	5496
折旧摊销	641	402	436	470
财务费用	(83)	(50)	(68)	(92)
投资损失	(78)	(50)	(50)	(50)
营运资金变动	(4)	(1134)	(401)	(723)
其它	304	180	155	155
投资活动现金流	(2165)	(329)	(1147)	(1268)
资本支出	1700	918	749	834
长期投资	44	0	0	0
其他	421	(589)	397	435
筹资活动现金流	(1937)	(2684)	(2471)	(2858)
短期借款	(445)	212	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	(1492)	(2896)	(2471)	(2858)
现金净增加额	549	454	1218	1131

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24006	27629	31723	36366
营业成本	17572	20557	23586	27020
营业税金及附加	4	6	6	7
营业费用	76	97	111	127
管理费用	1074	1202	1380	1582
研发费用	375	428	492	564
财务费用	(84)	(50)	(68)	(92)
资产减值损失	(113)	(150)	(150)	(150)
公允价值变动损益	10	0	0	0
投资净收益	78	50	50	50
其他经营收益	6	5	5	5
营业利润	4967	5294	6122	7062
营业外收支	(19)	(15)	(15)	(15)
利润总额	4948	5279	6107	7047
所得税	1112	1161	1343	1550
净利润	3836	4118	4763	5496
少数股东损益	(4)	0	0	0
归属母公司净利润	3840	4118	4763	5496
EBITDA	5509	5632	6475	7425
EPS（最新摊薄）	3.29	3.53	4.08	4.71

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	19.35%	15.09%	14.82%	14.63%
营业利润	22.45%	6.60%	15.63%	15.35%
归属母公司净利润	20.00%	7.23%	15.67%	15.39%
获利能力				
毛利率	26.80%	25.60%	25.65%	25.70%
净利率	15.98%	14.90%	15.01%	15.11%
ROE	23.59%	22.52%	23.71%	24.83%
ROIC	21.30%	20.79%	21.87%	22.88%
偿债能力				
资产负债率	23.38%	21.46%	22.53%	22.63%
净负债比率	30.51%	27.32%	29.08%	29.25%
流动比率	3.12	3.34	3.26	3.31
速动比率	2.47	2.58	2.54	2.55
营运能力				
总资产周转率	1.14	1.17	1.23	1.27
应收账款周转率	5.84	6.00	6.20	6.40
应付账款周转率	8.36	9.00	9.50	9.00
每股指标(元)				
每股收益	3.29	3.53	4.08	4.71
每股经营现金	3.96	2.97	4.14	4.50
每股净资产	14.94	16.38	18.03	19.89
估值比率				
P/E	15.57	14.52	12.55	10.88
P/B	3.43	3.13	2.84	2.58
EV/EBITDA	9.89	9.63	8.19	6.99

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>