

纺织服饰

2025 年 05 月 05 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 04 月 30 日

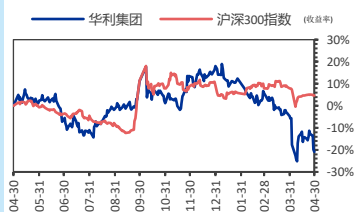
收盘价（元）	51.23
一年内最高/最低（元）	85.00/47.77
市净率	3.3
股息率%（分红/股价）	2.34
流通 A 股市值（百万元）	59,785
上证指数/深证成指	3,279.03/9,899.82

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2025 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	15.51
资产负债率%	22.94
总股本/流通 A 股（百万）	1,167/1,167
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华利集团（300979）点评：关税不确定性有望化危为机，核心竞争力愈战愈强》
2025/04/13

《华利集团（300979）点评：24 年归母净利润同比增长 20%，现金分红大幅提升》
2025/03/13

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

华利集团（300979）

——新厂效率爬坡短期拖累盈利，中期看是新增长的机会

投资要点：

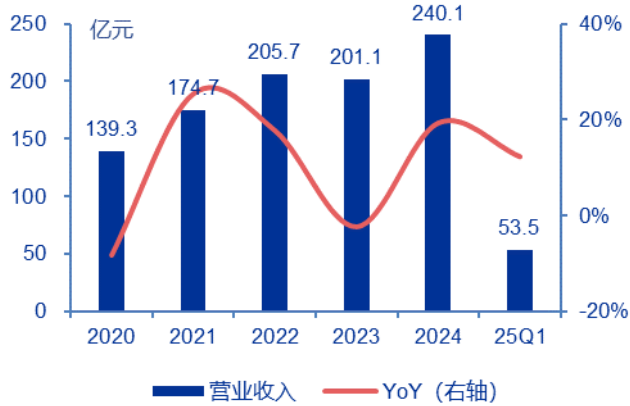
- 公司发布 2025 年一季报，营收端符合预期，利润端低于预期。25Q1 营收 53.5 亿元（同比+12.3%），归母净利润 7.6 亿元（同比-3.25%）。量价分拆，25Q1 销量 0.49 亿双（同比+8.2%），人民币均价 108.4 元（同比+3.8%），新品牌客户订单显著增长，老品牌客户订单基本盘稳固，订单延续量价齐升的良好趋势。
- 为匹配快速增长的订单需求，公司加速新工厂建设和投产节奏，而新工厂投产初期员工培训及效率爬坡，短期对利润率造成一定负面影响，但随着新工厂逐渐运转成熟，毛利率将企稳回升。25Q1 毛利率 22.9%（同比-5.5pct），期间费用率 5.4%（同比-2pct），费用管控优秀，其中销售/管理/财务/研发费用率分别 0.35%/3.7%/-0.5%/1.8%，分别同比 -0.1/-1.5/-0.6/+0.2pct，最终 25Q1 归母净利率 14.2%（同比-2.3pct）。
- 新品牌订单步入快速放量，尤其 Adidas 合作空间巨大。24 年前五大客户营收分别 79.7/51.3/29.9/15.1/13.9 亿元，合计贡献占比 79%，同比下降 3.2pct，说明新客户贡献订单权重扩大。除了 On、NB 通过一定年限的合作磨合之后，订单将在今年继续有显著放量，更重要的是，24 年公司成为全球运动巨头 Adidas 开始合作，并于 24 年 9 月启动量产出货。自此，公司成为继裕元之后，全球少数能同时承载 Nike、Adidas 两大品牌的运动鞋制造商。考虑到 Adidas 在上轮去库存中供应链受损严重，以及现任 CEO 对于优质供应商的重视，我们乐观认为华利在 Adidas 的订单放量速度将很快、体量天花板将很高。
- 公司核心竞争力正日愈增强！1）多元产地加速扩张，本地化采购配套日益完善。24 年在越南投产 3 家新工厂，24H1 首个印尼工厂正式投产，并于 25 年 2 月在中国新设首个工厂，以及印尼基地另一厂区也开始投产。公司将保持在越南、印尼的扩产计划，而印尼作为新生产基地，未来预计总产能将达到 5000-6000 万双/年，此外公司还有条件随时重启位于北美的多米尼加基地，充分满足下游客户对产地多样化的诉求。此外，24 年度越南工厂所需原材料的本地采购金额比重已超 50%，产业链配套日益完善。2）中底技术重要突破，自动化升级降低熟工依赖。首次披露超临界物理发泡中底实现量产，进一步提升运动鞋核心部件自给能力和客户粘性，同时大力推行自动化裁剪设备，引进 4 条自动化成型线。
- 全球领先的运动鞋专业制造商，凭借领先的制造服务竞争力，中期有望在全球关税政策博弈中化危为机，维持“买入”评级。考虑到新客户订单强劲增长态势，我们主要上调 25-27 年营收预测至 276/318/363 亿元（原为 271/311/354 亿元），但由于新工厂效率爬坡影响，下调毛利率，因此略下调盈利预测，预计 25-27 年归母净利润为 41.5/48.2/55.3 亿元（原为 43.5/50.6/57.0 亿元），对应 PE 为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：下游核心客户订单不及预期；新建产能效率爬坡较慢；竞争对手大幅扩产等。

财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24,006	5,353	27,608	31,762	36,301
同比增长率（%）	19.4	12.3	15.0	15.0	14.3
归母净利润（百万元）	3,840	762	4,148	4,816	5,528
同比增长率（%）	20.0	-3.3	8.0	16.1	14.8
每股收益（元/股）	3.29	0.65	3.55	4.13	4.74
毛利率（%）	26.8	22.9	25.7	25.9	26.0
ROE（%）	22.0	4.2	22.0	23.6	25.0
市盈率	16		14	12	11

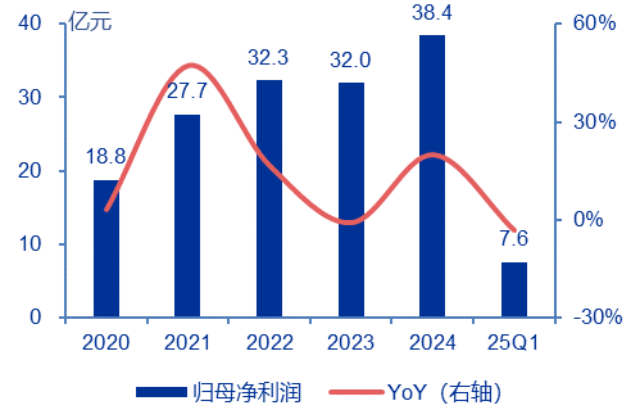
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 25Q1 营业收入同比增长 12.3%



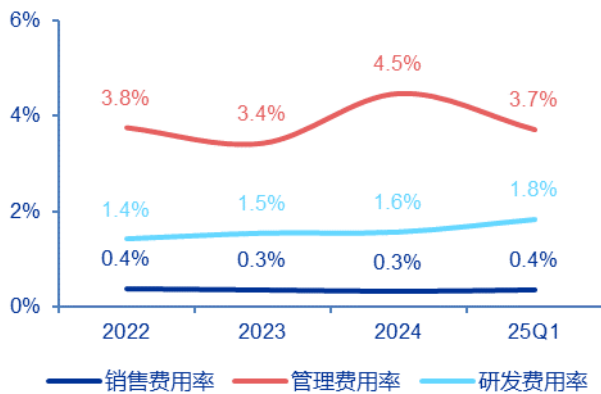
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润同比下滑 3.2%



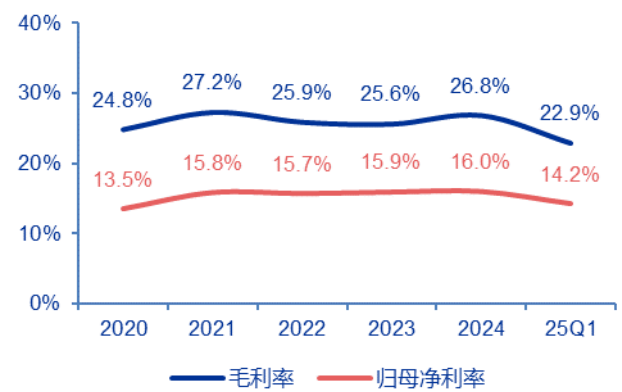
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3: 25Q1 销售费用率 0.4%，管理费用率 3.7%，研发费用率 1.8%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4: 25Q1 毛利率 22.9%，归母净利率 14.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,114	24,006	27,608	31,762	36,301
其中: 营业收入	20,114	24,006	27,608	31,762	36,301
减: 营业成本	14,967	17,572	20,517	23,544	26,876
减: 税金及附加	5	4	4	5	6
主营业务利润	5,142	6,430	7,087	8,213	9,419
减: 销售费用	70	76	83	95	109
减: 管理费用	689	1,074	1,187	1,366	1,561
减: 研发费用	309	375	497	572	653
减: 财务费用	-89	-84	-92	-99	-108
经营性利润	4,163	4,989	5,412	6,279	7,204
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	-4	-6	-5	-5	-5
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-150	-113	-110	-110	-110
加: 投资收益及其他	53	84	86	86	86
营业利润	4,056	4,967	5,383	6,250	7,175
加: 营业外净收入	-20	-19	-19	-19	-19
利润总额	4,036	4,948	5,364	6,231	7,156
减: 所得税	836	1,112	1,216	1,415	1,628
净利润	3,200	3,836	4,148	4,816	5,528
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,200	3,840	4,148	4,816	5,528

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。