

华利集团（300979.SZ）

新工厂效率爬坡影响毛利，短期波动不改长期趋势

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,114	24,006	27,565	31,661	36,342
增长率 yoy（%）	-2.2	19.4	14.8	14.9	14.8
归母净利润（百万元）	3,200	3,840	4,331	4,963	5,722
增长率 yoy（%）	-0.9	20.0	12.8	14.6	15.3
ROE（%）	21.2	22.0	22.7	22.2	21.8
EPS 最新摊薄（元）	2.74	3.29	3.71	4.25	4.90
P/E（倍）	19.6	16.3	14.5	12.6	11.0
P/B（倍）	4.2	3.6	3.3	2.8	2.4

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

2025 年一季度营收显著增长，受毛利率影响，致净利润略有下滑。公司 2025 年一季度实现营业收入 53.53 亿元，同比增长 12.34%；实现归母净利润 7.62 亿元，同比下滑 3.25%；实现扣非后净利润 7.51 亿元，同比下滑 3.35%；基本每股收益为 0.65 元，去年同期为 0.67 元。

新工厂仍处于效率爬坡阶段，毛利率受到一定影响。公司根据宏观经济环境、消费趋势和运动品牌客户的战略，动态调整客户结构和产能资源配置。通过战略性拓展新客户及深化新兴运动品牌客户合作，2025 年第一季度，新客户订单量同比显著增长。为匹配快速增长的产能需求，公司加速了新工厂的建设和投产节奏（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）。鉴于新工厂投产初期存在新员工技能培训周期（2025 年 3 月末员工人数约 18.4 万人，较 2024 年 3 月末增加了约 17%，其中最近半年集团员工人数增加约 1.4 万人），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。公司将通过优化培训机制、加快推进智能化生产设备和生产管理系统部署等措施助力新工厂的运营效率提升。2025 年 1-3 月，公司销售运动鞋 0.49 亿双，同比增长 8.24%。

毛利率下降明显，带动净利率下降。公司 2025 一季度毛利率为 22.90%，同比下降 5.48pct。费用端，期间费用率为 5.39%，同比下降 2.03pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.35%、3.71%、-0.51%、1.83%，同比分别 -0.13pct、-1.47pct、-0.60pct、+0.18pct。2025 年一季度公司净利率为 14.26%，同比下降 2.27pct。

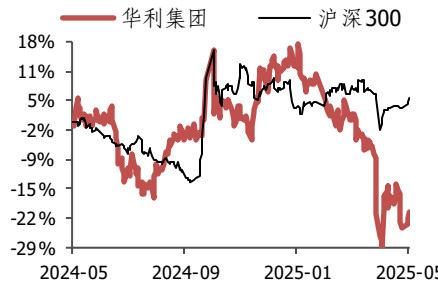
公司积累丰富客户资源，新增与 Adidas 合作并已量产。通过长期的稳定经营，公司凭借多年沉淀的开发设计能力、良好的产品品质、大批量供货能力和快速响应能力，积累了宝贵的全球知名运动鞋客户资源，公司合作的运动休闲品牌包括 Nike、Adidas、Converse、Vans、UGG、Hoka、On、New Balance、Puma、Asics、Under Armour、Reebok、Lululemon 等，公司是主要客户的核心/策略性供应商，通过优质的服务不断增强与主要客户合作粘性，并凭借在行业内良好的口碑，不断拓展新客户。2024 年，公司与 Adidas 开始合作，并于 2024 年 9 月开始量产出货。受时尚潮流影响以及季节着装的差异，运动鞋的时效性强。公司具备完善的供应链体系、突出的开发设计能力、全面

增持（维持评级）

股票信息

行业	纺织服装
2025 年 5 月 8 日收盘价（元）	53.78
总市值（百万元）	62,761.26
流通市值（百万元）	62,760.85
总股本（百万股）	1,167.00
流通股本（百万股）	1,166.99
近 3 月日均成交额（百万元）	224.07

股价走势



作者

分析师 黄淑妍

执业证书编号：S1070514080003

邮箱：huangsy@cgws.com

相关研究

- 《新增与 Adidas 合作并量产，于越南、印尼共 4 家新工厂投产》2025-04-16
- 《2024 年收入、利润均实现较快增长，产能拓展顺利》2025-03-14
- 《24H1 业绩实现快速增长，盈利能力进一步提升》2024-08-28

的制鞋工艺技术、成熟的生产流程及熟练的生产人员等，公司准时交付能力一直处于行业领先水平，获得多名客户表彰。对于部分紧急订单，公司能够1个月内甚至2-3周实现交货。

投资建议：公司从事运动鞋的产品开发设计、生产与销售，作为全球领先的运动鞋专业制造商，是国际知名的运动休闲品牌的重要合作伙伴，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等，覆盖专业运动、大众运动及日常通勤、时尚穿搭等着装场合。预测公司2025-2027年EPS分别为3.71元、4.25元、4.90元，对应PE分别为14.5X、12.6X、11.0X，维持“增持”的投资评级。

风险提示：国际贸易风险、劳动力成本上升的风险、跨国经营风险、客户集中的风险、生产基地集中的风险、募集资金投资项目无法达到预期效益的风险。

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	17352	21158	24768
现金	3879	5588	6417	8907	11028
应收票据及应收账款	3765	4378	5011	5751	6615
其他应收款	18	67	30	81	47
预付账款	65	89	88	115	118
存货	2741	3121	3660	4157	4815
其他流动资产	2650	2147	2147	2147	2147
非流动资产	6329	7375	7385	7596	7835
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	4932	5112	5289
无形资产	557	671	722	782	842
其他非流动资产	1957	1967	1732	1703	1704
资产总计	19447	22765	24737	28755	32603
流动负债	4169	4935	5133	5732	5485
短期借款	733	288	690	288	288
应付票据及应付账款	1793	2410	2241	3239	2982
其他流动负债	1643	2238	2201	2205	2215
非流动负债	162	386	386	386	386
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	386	386	386	386
负债合计	4331	5321	5519	6118	5871
少数股东权益	7	11	10	9	6
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8578	11018	13146	15529	18153
归属母公司股东权益	15109	17432	19208	22628	26726
负债和股东权益	19447	22765	24737	28755	32603

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3694	4617	3800	5324	4728
净利润	3200	3836	4330	4962	5720
折旧摊销	819	817	873	816	944
财务费用	-89	-84	-148	-199	-281
投资损失	-52	-78	-78	-78	-78
营运资金变动	-450	-4	-1301	-322	-1746
其他经营现金流	266	130	125	145	169
投资活动现金流	-1821	-2165	-793	-938	-1093
资本支出	1155	1700	883	1027	1183
长期投资	-651	-626	0	0	0
其他投资现金流	-14	161	89	89	89
筹资活动现金流	-1963	-1937	-2581	-1493	-1514
短期借款	50	-445	402	-402	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2013	-1492	-2983	-1091	-1514
现金净增加额	-63	549	426	2893	2121

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20114	24006	27565	31661	36342
营业成本	14967	17572	20326	23432	26893
营业税金及附加	5	4	4	5	6
销售费用	70	76	87	100	115
管理费用	689	1074	1234	1417	1626
研发费用	309	375	430	494	567
财务费用	-89	-84	-148	-199	-281
资产和信用减值损失	-154	-119	-137	-157	-180
其他收益	1	6	6	6	6
公允价值变动收益	-6	10	10	10	10
投资净收益	52	78	78	78	78
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	4056	4967	5591	6350	7331
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	22	21	21
利润总额	4036	4948	5571	6331	7312
所得税	836	1112	1241	1370	1592
净利润	3200	3836	4330	4962	5720
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属母公司净利润	3200	3840	4331	4963	5722
EBITDA	4807	5684	6299	6953	7980
EPS (元/股)	2.74	3.29	3.71	4.25	4.90

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	-2.2	19.4	14.8	14.9	14.8
营业利润 (%)	-1.2	22.5	12.6	13.6	15.5
归属母公司净利润 (%)	-0.9	20.0	12.8	14.6	15.3
获利能力					
毛利率 (%)	25.6	26.8	26.3	26.0	26.0
净利率 (%)	15.9	16.0	15.7	15.7	15.7
ROE (%)	21.2	22.0	22.7	22.2	21.8
ROIC (%)	19.9	21.0	21.2	21.1	20.6
偿债能力					
资产负债率 (%)	22.3	23.4	22.3	21.3	18.0
净负债比率 (%)	-20.4	-29.2	-29.1	-37.8	-40.2
流动比率	3.1	3.1	3.4	3.7	4.5
速动比率	2.4	2.4	2.6	2.9	3.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	5.8	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	9.1	8.4	8.7	8.6	8.6
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	2.74	3.29	3.71	4.25	4.90
每股经营现金流 (最新摊薄)	3.17	3.96	3.26	4.56	4.05
每股净资产 (最新摊薄)	12.95	14.94	16.35	19.15	22.52
估值比率					
P/E	19.6	16.3	14.5	12.6	11.0
P/B	4.2	3.6	3.3	2.8	2.4
EV/EBITDA	11.9	9.8	8.8	7.6	6.3

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
 邮编：518033
 传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
 邮编：200126
 传真：021-31829681
 网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
 邮编：100044
 传真：86-10-88366686