

公司研究 | 点评报告 | 华利集团 (300979.SZ)

华利集团 2025Q1 点评：新客拉动收入较优，新厂爬坡拖累毛利率

报告要点

展望：2025 年基本面筑底，期待 2026 年起的基本面弹性回升+估值改善。短期，新客高增、老客相对稳定下预计 2025 年仍可维持较优增速。中期，老客调整企稳叠加（次）新客户持续放量有望驱动新一轮成长，积极产能扩张保障顺势时业绩弹性向上，行业格局优化叠加利润率恢复下，估值有望提升。预计 2025-2027 年归母净利润为 40.3、46.7、54.8 亿元，同比+5%、+16%、+17%，现价对应 PE 为 16、14、12X，按 70%分红比例下，2025 年对应股息率为 4.3%，维持“买入”评级。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

2025-05-15

华利集团 (300979.SZ)

华利集团 2025Q1 点评：新客拉动收入较优，新厂爬坡拖累毛利率

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

事件：公司 2025Q1 实现营收/归母净利润/扣非净利润 53.5/7.6/7.5 亿元，同比变动+12%/-3%/-3%。

事件评论

- **收入：销量延续增长，产品结构调整下单价提升。** 2025Q1 人民币口径，公司营收为 53.5 亿元（人民币同比+12.3%/美元同比+11.2%），次新&新客归母净利润 7.6 亿元（人民币同比-3.2%/美元同比-4.2%），归母净利率同比-2.3pct/环比-1.1pct 至 14.2%。量价拆分来看，Q1 销量 0.49 亿双（同比+8.2%），新（次新）客户放量下销量延续增长，部分老客户预计承压；单价约 108.4 元/双（同比+3.8%），美元 asp 同比+2.7%预计主因高单价品牌占比提升。
- **新厂爬坡下毛利率环比下滑，拖累净利率表现。** 2025Q1 毛利率同比-5.5pct/环比-3.9pct 至 22.9%，毛利率承压预计主因新工厂爬坡影响。费用端，公司在精细化管理下仍延续较强控费能力，期间费用率同比-2pct（管理费用率/财务费用率同比-1.5 pct/-0.6pct）。此外，预计由于部分越南工厂盈利较弱，Q1 所得税费用同比-3221 万元对利润有所增益。综合来看，Q1 归母净利率同比-2.3pct 至 14.2%。
- **展望：2025 年基本面筑底，期待 2026 年起的基本面弹性回升+估值改善。** 短期，新客高增、老客相对稳定下预计 2025 年仍可维持较优增速。中期，老客调整企稳叠加（次）新客户持续放量有望驱动新一轮成长，积极产能扩张保障顺势时业绩弹性向上，行业格局优化叠加利润率恢复下，估值有望提升。预计 2025-2027 年归母净利润为 40.3、46.7、54.8 亿元，同比+5%、+16%、+17%，现价对应 PE 为 16、14、12X，按 70%分红比例下，2025 年对应股息率为 4.3%，维持“买入”评级。

公司基础数据

当前股价(元)	56.04
总股本(万股)	116,700
流通A股/B股(万股)	116,699/0
每股净资产(元)	15.51
近12月最高/最低价(元)	85.00/47.77

注：股价为 2025 年 5 月 12 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《华利集团 2024 年报点评：分红超预期，强成长&稳定性带动溢价》2025-04-22
- 《华利集团 2024Q3 点评：精细化管理保障利润率，强成长&稳定性带来溢价》2024-11-11
- 《华利集团 2024H1 点评：（次）新客户驱动新一轮成长，叠加强稳定性下估值溢价渐显》2024-08-25

风险提示

- 1、海外宏观经济波动；
- 2、品牌库存去化不及预期；
- 3、产能投放进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明



更多研报请访问
长江研究小程序

风险提示

- 1、海外宏观经济波动：海外经济修复仍有不确定性，经济波动亦会影响汇率；
- 2、品牌库存去化不及预期：零售环境较弱影响品牌库存去化的进度，进而对品牌下单产生影响；
- 3、产能投放进度不及预期：海外政治环境、招工等会对产能投放节奏产生影响。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24006	26731	30802	35495	货币资金	5588	6707	8962	10950
营业成本	17572	20069	23092	26536	交易性金融资产	1775	1775	1775	1775
毛利	6434	6662	7710	8959	应收账款	4378	4939	5655	6537
%营业收入	27%	25%	25%	25%	存货	3121	3620	4133	4768
营业税金及附加	4	5	6	6	预付账款	89	94	113	127
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	438	420	442	444
销售费用	76	80	92	106	流动资产合计	15389	17556	21080	24602
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	1074	989	1170	1313	投资性房地产	0	0	1	3
%营业收入	4%	4%	4%	4%	固定资产合计	4738	4671	4644	4557
研发费用	375	388	447	515	无形资产	671	668	662	653
%营业收入	2%	1%	1%	1%	商誉	130	130	130	130
财务费用	-84	-70	-87	-91	递延所得税资产	90	90	90	90
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1747	1947	2147	2347
加: 资产减值损失	-113	-120	-110	-110	资产总计	22765	25062	28755	32383
信用减值损失	-6	-5	-5	-5	短期贷款	288	200	500	500
公允价值变动收益	10	0	0	0	应付款项	2410	2578	3066	3466
投资收益	78	53	62	71	预收账款	0	0	0	0
营业利润	4967	5208	6041	7079	应付职工薪酬	1351	1480	1739	1978
%营业收入	21%	19%	20%	20%	应交税费	766	736	916	1017
营业外收支	-19	-20	-20	-20	其他流动负债	121	130	143	157
利润总额	4948	5188	6021	7059	流动负债合计	4935	5124	6365	7118
%营业收入	21%	19%	20%	20%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	1112	1162	1349	1581	应付债券	0	0	0	0
净利润	3836	4026	4673	5478	递延所得税负债	28	28	28	28
归属于母公司所有者的净利润	3840	4026	4673	5478	其他非流动负债	358	358	358	358
少数股东损益	-4	0	0	0	负债合计	5321	5510	6751	7504
EPS (元)	3.29	3.45	4.00	4.69	归属于母公司所有者权益	17432	19540	21992	24867
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	11	11	11	11
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	17443	19552	22004	24878
经营活动现金流净额	4617	4144	5310	5742	负债及股东权益	22765	25062	28755	32383
取得投资收益收回现金	168	53	62	71	基本指标				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1037	-750	-850	-850	每股收益	3.29	3.45	4.00	4.69
其他	-1296	-218	-217	-217	每股经营现金流	3.96	3.55	4.55	4.92
投资活动现金流净额	-2165	-914	-1005	-996	市盈率	23.90	16.25	14.00	11.94
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.27	3.35	2.97	2.63
股权融资	8	0	0	0	EV/EBITDA	15.01	9.67	8.18	6.81
银行贷款增加 (减少)	-445	-88	300	0	总资产收益率	16.9%	16.1%	16.2%	16.9%
筹资成本	-1427	-2023	-2350	-2759	净资产收益率	22.0%	20.6%	21.2%	22.0%
其他	-73	0	0	0	净利率	16.0%	15.1%	15.2%	15.4%
筹资活动现金流净额	-1937	-2111	-2050	-2759	资产负债率	23.4%	22.0%	23.5%	23.2%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	515	1119	2255	1987	总资产周转率	1.05	1.07	1.07	1.10

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。