

华利集团 (300979)

25H1 业绩快报点评: 营收保持增长, 利润率短期承压

买入 (维持)

2025 年 08 月 11 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

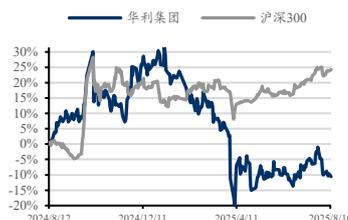
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	20,114	24,006	26,706	30,664	35,118
同比 (%)	(2.21)	19.35	11.24	14.82	14.53
归母净利润 (百万元)	3,200	3,840	3,567	4,344	5,117
同比 (%)	(0.86)	20.00	(7.12)	21.79	17.77
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.74	3.29	3.06	3.72	4.38
P/E (现价&最新摊薄)	18.83	15.69	16.89	13.87	11.78

投资要点

- 公司公布 2025 年半年度业绩快报:** 25H1 营收 126.61 亿元/yoy+10.36%, 归母净利润 16.64 亿元/yoy-11.42%。分季度看, 25Q1/Q2 营收分别为 53.53/73.08 亿元, 分别同比+12.34%/+8.96%; 归母净利润分别为 7.62/9.02 亿元, 分别同比-3.25%/-17.32%。公司上半年收入端保持增长, 但利润端承压, Q2 环比 Q1 业绩转弱, 主因老客户订单下滑导致工厂效率降低, 而新客户、新工厂生产效率处于爬坡期, 且由于客户订单变动集团进行产能调度, 短期内损失效率。
- 新客户放量驱动量价齐升, Q2 增速环比 Q1 放缓。** 分量价看, 25H1 运动鞋销量 1.15 亿双/yoy+6.14%, 据此测算 25H1 销售单价约为 110 元/双、同比+3.97%, 延续量价齐升态势。量的增长主要来自新客户订单量增长, 有效对冲了部分老客户订单的下滑; 价的提升则主要受益于客户结构优化, 高价值客户订单贡献增加。分季度看, 25Q1/Q2 销量分别为 0.49/0.66 亿双、分别同比+6.52%/+5.87%, 单价分别为 109/111 元/双、分别同比+5.05%/+2.91%, Q2 量价提升幅度均较 Q1 有所放缓, 我们判断主因今年 4 月美国宣布对等关税政策以及美国经济消费环境偏弱, 导致 Nike 等老客户下单趋于谨慎。
- 短期外部环境存不确定性, 公司有序推进新厂建设。** 25H1 全球运动鞋行业面临宏观经济压力与国际贸易政策不确定性等挑战, 公司老客户订单短期受影响下滑, 但考虑库存周期, 订单未来有望恢复, 公司当前有序推进新工厂建设中, 预计下半年新增投产一个印尼阿迪工厂和一个越南 Asics 工厂。近两年伴随新客户订单放量, 公司处于资本开支密集投入期, 2024 年公司新增 4 个新工厂投产 (4 月越南 On Running 工厂、印尼 Hoka 工厂; 9 月越南阿迪工厂; 10 月越南 New Balance 工厂), 2025H1 新增 2 个新工厂投产 (四川阿迪工厂、印尼阿迪工厂), 短期对利润率有所拖累, 我们认为未来随产能爬坡, 利润率有望逐步修复。
- 盈利预测与投资评级:** 考虑老客户订单趋紧及多个新工厂处于产能爬坡期对业绩的影响, 我们将 2025-2027 年归母净利润预测值从 43.6/50.1/57.6 亿元下调至 35.7/43.4/51.2 亿元, 对应 PE 分别为 17/14/12X, 长期看公司产能及管理优势仍存, 未来随产能爬坡利润率有望恢复, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球消费需求波动、新产能爬坡及效率提升不及预期、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	51.63
一年最低/最高价	47.77/85.00
市净率(倍)	3.33
流通 A 股市值(百万元)	60,251.82
总市值(百万元)	60,252.21

基础数据

每股净资产(元,LF)	15.51
资产负债率(% ,LF)	22.94
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	1,166.99

相关研究

《华利集团(300979): 2024 年报点评: 新增客户 Adidas, 保持积极扩产》

2025-04-17

《华利集团(300979): 2024 年三季度报点评: 业绩增长符合预期, 供需双旺, 看好增长持续性》

2024-10-29

华利集团三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,389	15,863	20,282	25,657	营业总收入	24,006	26,706	30,664	35,118
货币资金及交易性金融资产	7,364	6,914	10,113	14,089	营业成本(含金融类)	17,572	20,188	22,903	26,102
经营性应收款项	4,467	4,909	5,636	6,454	税金及附加	4	6	7	7
存货	3,121	3,645	4,135	4,713	销售费用	76	107	123	140
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,074	1,202	1,380	1,580
其他流动资产	438	395	398	402	研发费用	375	411	472	541
非流动资产	7,375	8,361	9,160	9,893	财务费用	(84)	(96)	(82)	(141)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	2	2	3
固定资产及使用权资产	4,954	5,230	5,437	5,576	投资净收益	78	27	31	35
在建工程	757	1,218	1,680	2,144	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	671	801	931	1,061	减值损失	(119)	(80)	(80)	(80)
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	211	211	211	211	营业利润	4,967	4,836	5,815	6,847
其他非流动资产	652	772	772	772	营业外净收支	(19)	(16)	(22)	(25)
资产总计	22,765	24,224	29,442	35,550	利润总额	4,948	4,820	5,793	6,822
流动负债	4,935	5,519	6,313	7,224	减:所得税	1,112	1,253	1,448	1,706
短期借款及一年内到期的非流动负债	333	441	541	641	净利润	3,836	3,567	4,344	5,117
经营性应付款项	2,410	2,804	3,181	3,625	减:少数股东损益	(4)	0	0	0
合同负债	38	0	0	0	归属母公司净利润	3,840	3,567	4,344	5,117
其他流动负债	2,155	2,274	2,591	2,958	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.29	3.06	3.72	4.38
非流动负债	386	390	390	390	EBIT	4,793	4,724	5,711	6,681
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,663	5,508	6,561	7,599
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.80	24.41	25.31	25.68
租赁负债	188	188	188	188	归母净利率(%)	16.00	13.36	14.17	14.57
其他非流动负债	198	202	202	202	收入增长率(%)	19.35	11.24	14.82	14.53
负债合计	5,321	5,909	6,703	7,615	归母净利润增长率(%)	20.00	(7.12)	21.79	17.77
归属母公司股东权益	17,432	18,303	22,728	27,924					
少数股东权益	11	11	11	11					
所有者权益合计	17,443	18,315	22,739	27,936					
负债和股东权益	22,765	24,224	29,442	35,550					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	3,964	4,759	5,537	每股净资产(元)	14.94	15.68	19.48	23.93
投资活动现金流	(2,165)	(1,830)	(1,741)	(1,740)	最新发行在外股份(百万股)	1,167	1,167	1,167	1,167
筹资活动现金流	(1,937)	(2,684)	81	78	ROIC(%)	21.87	18.94	20.20	19.19
现金净增加额	549	(550)	3,099	3,876	ROE-摊薄(%)	22.03	19.49	19.11	18.32
折旧和摊销	870	784	851	918	资产负债率(%)	23.38	24.39	22.77	21.42
资本开支	(1,664)	(1,666)	(1,672)	(1,675)	P/E (现价&最新股本摊薄)	15.69	16.89	13.87	11.78
营运资本变动	(4)	(448)	(526)	(588)	P/B (现价)	3.46	3.29	2.65	2.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>