

华利集团 (300979.SZ)

上半年收入增长 10%，盈利受老客订单波动及新厂产能爬坡影响承压

优于大市

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 纺织制造

◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁	0755-81981391	dingshijie@guosen.com.cn	执证编码: S0980520040004
证券分析师: 刘佳琪	010-88005446	liujiaqi@guosen.com.cn	执证编码: S0980523070003

事项:

公司公告: 2025年8月8日, 公司发布中期业绩快报及分红预案, 2025年上半年, 公司销售运动鞋 1.15 亿双, 同比增长 6.14%; 实现营业收入人民币 126.61 亿元, 同比增长 10.36%; 实现归属于上市公司股东的净利润人民币 16.64 亿元, 同比减少 11.42%。公司拟派发现金红利 1 元/股, 分红率达 70%。

国信纺织观点: 1) **上半年及二季度业绩:** 上半年量价齐升带动收入增长 10%, 受老客户订单波动及新厂产能爬坡影响, 二季度利润率同环比下滑; 2) **新工厂投产及爬坡情况:** 2024年9月以来密集投产新工厂拖累整体盈利, 新工厂负面影响有望在下半年缓解; 3) **关税影响:** 越南和印尼关税基本落在 19-20%, 头部国际品牌客户预计大部分通过终端涨价转嫁关税, 代工厂分摊部分有限; 4) **风险提示:** 产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险; 5) **投资建议:** 今年新客户订单快速增长弥补老客户订单波动, 盈利短期承压, 明年老客户订单改善叠加新厂产能爬坡有望贡献较大业绩弹性。2025上半年在 2024 年较高基数上, 仍然有 10% 的收入增长, 量价齐升, 主要基于新客户订单的快速增长, 老客户订单今年相对疲软, 主要与部分老客户自身品牌周期有关; 盈利承压, 二季度利润率同环比下滑, 主要受老厂新老客户订单产能调配、以及新厂产能爬坡影响, 下半年预计前者仍对盈利造成压力, 后者伴随去年密集投产的新厂产能爬坡、有望逐季改善; 老客户订单问题也有望在明年伴随品牌自身趋势向上、以及关税落地后下单从谨慎到逐渐乐观而改善; 同时如若新工厂产能爬坡顺利, 明年也将有明显的业绩贡献。主要考虑到今年老客户订单增速放缓及盈利压力, 我们下调盈利预测, 预计公司 2025~2027 年净利润分别为 35.7/41.7/47.3 亿元 (前值为 41.6/48.5/55.8 亿元), 同比 -7.0%/+16.7%/+13.6%。基于盈利预测下调, 下调目标价至 60.7~64.3 元 (前值为 67.7~74.8 元), 对应 2026 年 17-18x PE, 维持“优于大市”评级。

评论:

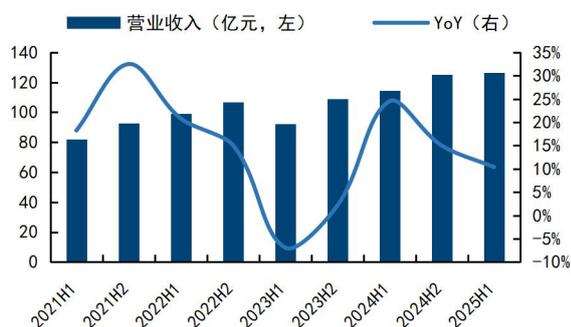
◆ 上半年及二季度业绩: 上半年量价齐升带动收入增长 10%, 受老客户订单波动及新厂产能爬坡影响, 二季度利润率同环比下滑

2025 年上半年, 公司实现营业收入 126.61 亿元, 同比增长 10.4%, 销量/单价分别 +6.1%/4.2%; 实现归属于上市公司股东的净利润 16.64 亿元, 同比减少 11.4%。

第二季度, 公司营业收入同比 +9.0%, 销量/单价分别 +4.6%/4.2%; 营业利润同比 -15.8%, 营业利润率同比 -4.9%/环比 -0.9 个百分点至 16.7%; 税前利润同比 -16.4%, 税前利润率同比 -5.0%/环比 -1.0 个百分点至 16.6%; 归母净利润 -17.3%, 归母净利率同比 -3.9%/环比 -1.9 个百分点至 12.3%。

上半年量价齐升带动收入增长, 但盈利承压, 二季度利润率同环比下滑, 主要因老客户订单下滑、新客户订单大幅增长, 新客户订单效率较低且存在老工厂产能调配损失, 同时较多的新工厂处于产能爬坡阶段, 导致毛利率承压。

图1: 公司半年度收入与变化情况



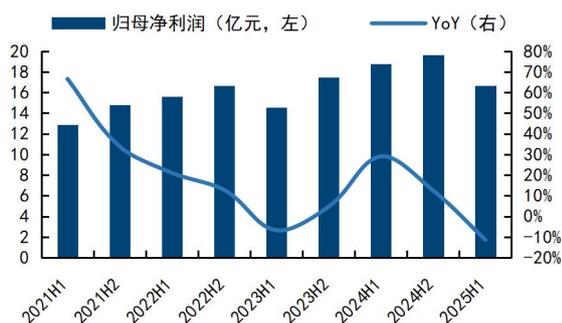
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度收入与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度归母净利润与变化情况



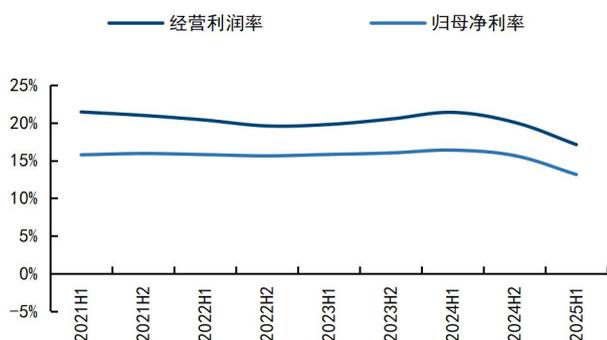
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度归母净利润与变化情况



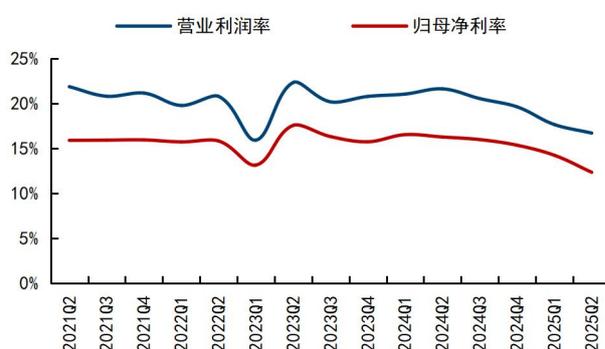
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司半年度利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司季度利润率



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 新工厂投产及爬坡情况：2024年9月以来密集投产新工厂拖累整体盈利，新工厂负面影响有望在下半年缓解

- 1) 已投产工厂：公司于2024年Q2/Q3/Q4分别投产2/1/1个工厂；2025年Q1投产2个工厂。
- 2) 待投产工厂：2025下半年/2026年预计各有2个工厂投产。
- 3) 爬坡情况：公司工厂普遍在投产10-12个月内实现盈亏平衡，2024年Q2投产的工厂预计在今年Q2处于接近盈亏平衡的状态，但后续投产的多个工厂仍对利润产生拖累，且原有老工厂品牌订单波动、调配产能产生效率损失。预计今年下半年仍将受到以上因素对盈利的负面影响，但若公司及时优化人员并进行有效成本管控，对盈利的负面影响将有望减小。

◆ 关税影响：越南和印尼关税基本落在19-20%，头部国际品牌客户预计大部分通过终端涨价转嫁关税，代工厂分摊部分有限

7月31日，白宫表示，美国总统特朗普已签署行政令，新关税将于8月1日生效；大部分纺织制造产能所分布的东南亚国家，如华利产能所在的越南和印尼，加征关税在19-20%，较4月2日的版本有大幅下降。目前关税影响有限，多数由品牌客户吸收，Nike、ASICS规定不由代工厂吸收关税，其中Nike近期已调涨产品售价；Adidas、Brooks、HOKA等，则陆续洽谈部分共摊。

图7：特朗普对等关税政策变化

	4月2日	7月7日	7月31日	变化
柬埔寨	49%	36%	19%	-30%
越南	46%	20%	20%	-26%
孟加拉国	37%	35%	20%	-17%
泰国	36%	36%	19%	-17%
印度尼西亚	32%	32%	19%	-13%
韩国	25%	25%	15%	-10%
巴基斯坦	29%		19%	-10%
日本	24%	25%	15%	-9%
老挝	48%	40%	40%	-8%
波黑	35%	30%	30%	-5%
马来西亚	24%	25%	19%	-5%
缅甸	44%	40%	40%	-4%
突尼斯	28%	25%	25%	-3%
塞尔维亚	37%	35%	35%	-2%
哈萨克斯坦	27%	25%	25%	-2%
以色列	17%		15%	-2%
印度	26%		25%	-1%
南非	30%	30%	30%	0%
叙利亚	41%		41%	0%
巴西	10%		10%	0%
英国	10%		10%	0%
菲律宾	17%		19%	2%
土耳其	10%		15%	5%
欧盟	20%		≥15%	5%
瑞士	31%		39%	8%
加拿大	25%		35%	10%

资料来源：美国白宫，央视新闻，国信证券经济研究所整理

◆ **投资建议：今年新客户订单快速增长弥补老客户订单波动，盈利短期承压，明年老客订单改善叠加新厂产能爬坡有望贡献较大业绩弹性**

2025 上半年在 2024 年较高基数上，仍然有 10% 的收入增长，量价齐升，主要基于新客户订单的快速增长，老客户订单今年相对疲软，主要与部分老客户自身品牌周期有关；盈利承压，二季度利润率同环比下滑，主要受老厂新老客户订单产能调配、以及新厂产能爬坡影响，下半年预计前者仍对盈利造成压力，后者伴随去年密集投产的新厂产能爬坡、有望逐季改善；老客户订单问题有望在明年伴随品牌自身趋势向上、以及关税落地后下单从谨慎到逐渐乐观而改善；同时如若新工厂产能爬坡顺利，明年也将有明显的业绩贡献。主要考虑到今年老客订单增速放缓及盈利压力，我们下调盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 35.7/41.7/47.3 亿元（前值为 41.6/48.5/55.8 亿元），同比-7.0%/+16.7%/+13.6%。基于盈利预测下调，下调目标价至 60.7~64.3 元（前值为 67.7~74.8 元），对应 2026 年 17-18x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,704	30,255	33,966
(+/-%)	-2.2%	19.4%	11.2%	13.3%	12.3%
净利润(百万元)	3200	3840	3571	4167	4733
(+/-%)	-0.9%	20.0%	-7.0%	16.7%	13.6%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.06	3.57	4.06
EBIT Margin	20.4%	20.6%	17.1%	17.6%	17.8%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	18.9%	20.3%	21.1%
市盈率(PE)	18.8	15.7	16.9	14.5	12.7
EV/EBITDA	13.5	11.8	12.9	11.2	9.9
市净率(PB)	3.99	3.46	3.19	2.94	2.69

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2024A	EPS 2025E	EPS 2026E	PE 2024A	PE 2025E	PE 2026E	g 2023~2025	PEG 2025	总市值人民币亿元
300979.SZ	华利集团	优于大市	51.63	3.29	3.06	3.57	15.7	16.9	14.5	5.7%	2.971	609.2
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	52.66	4.15	4.38	4.97	12.7	12.0	10.6	20.2%	0.594	791.4
1477.TW	聚阳实业	无评级	64.27	4.01	4.55	4.91	16.0	14.1	13.1	9.1%	1.548	158.8
9910.TW	丰泰企业	无评级	29.25	1.43	1.63	1.85	20.5	17.9	15.8	18.3%	0.977	289.3
1476.TW	儒鸿	无评级	91.83	5.82	6.51	7.38	15.8	14.1	12.4	22.1%	0.637	252.4
NKE.N	耐克	无评级	538.21	27.06	15.67	13.52	19.9	34.3	39.8	-18.2%	-1.885	7821.4

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

◆ **风险提示**

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

相关研究报告:

- 《华利集团(300979.SZ)-第一季度收入增长 12%，新厂爬坡拖累毛利率》——2025-04-30
- 《华利集团(300979.SZ)-全年净利润增长 20%，分红率提升至 70%》——2025-04-14
- 《华利集团(300979.SZ)-2024 年收入增长 19%，近期新工厂加速投产》——2025-03-13
- 《华利集团(300979.SZ)-客户订单储备充足，产能扩张与升级增强竞争力》——2024-12-04
- 《华利集团(300979.SZ)-第三季度销量驱动收入增长 18%，投资扩产积极》——2024-10-29

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3879	5588	6147	6311	7121	营业收入	20114	24006	26704	30255	33966
应收款项	3782	4445	4691	5535	6157	营业成本	14967	17572	20390	23009	25760
存货净额	2741	3121	3588	4139	4581	营业税金及附加	5	4	4	5	5
其他流动资产	373	460	448	549	613	销售费用	70	76	84	95	107
流动资产合计	13118	15389	16649	18311	20247	管理费用	689	1074	1282	1388	1555
固定资产	4796	5495	6486	7358	8106	研发费用	309	375	417	472	530
无形资产及其他	557	671	645	619	593	财务费用	(89)	(84)	(94)	(106)	(119)
投资性房地产	976	1210	1210	1210	1210	投资收益	52	78	87	98	110
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(120)	(135)	(152)
资产总计	19447	22765	24990	27497	30156	其他收入	(16)	107	34	34	35
短期借款及交易性金融负债	791	333	1000	1000	1000	营业利润	4056	4967	4621	5388	6121
应付款项	1793	2410	2441	2904	3290	营业外净收支	(20)	(19)	(21)	(24)	(27)
其他流动负债	1585	2193	2283	2651	3021	利润总额	4036	4948	4600	5365	6094
流动负债合计	4169	4935	5724	6555	7311	所得税费用	836	1112	1034	1203	1366
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(4)	(4)	(4)	(5)
其他长期负债	162	386	396	407	419	归属于母公司净利润	3200	3840	3571	4167	4733
长期负债合计	162	386	396	407	419	现金流量表 (百万元)					
负债合计	4331	5321	6120	6962	7730	净利润	3200	3840	3571	4167	4733
少数股东权益	7	11	10	8	6	资产减值准备	(78)	(37)	34	16	17
股东权益	15109	17432	18860	20527	22420	折旧摊销	662	641	583	704	810
负债和股东权益总计	19447	22765	24990	27497	30156	公允价值变动损失	143	208	120	135	152
关键财务与估值指标						财务费用	(89)	(84)	(94)	(106)	(119)
每股收益	2.74	3.29	3.06	3.57	4.06	营运资本变动	(755)	49	(536)	(638)	(342)
每股红利	1.25	1.22	1.84	2.14	2.43	其它	78	35	(35)	(18)	(19)
每股净资产	12.95	14.94	16.16	17.59	19.21	经营活动现金流	3251	4736	3735	4366	5351
ROIC	27%	28%	23%	25%	26%	资本开支	0	(1065)	(1701)	(1701)	(1701)
ROE	21%	22%	19%	20%	21%	其它投资现金流	(347)	567	0	0	0
毛利率	26%	27%	24%	24%	24%	投资活动现金流	(347)	(499)	(1701)	(1701)	(1701)
EBIT Margin	20%	21%	17%	18%	18%	权益性融资	26	8	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	19%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	19%	11%	13%	12%	支付股利、利息	(1463)	(1427)	(2142)	(2500)	(2840)
净利润增长率	-1%	20%	-7%	17%	14%	其它融资现金流	256	317	667	0	0
资产负债率	22%	23%	25%	25%	26%	融资活动现金流	(2645)	(2529)	(1475)	(2500)	(2840)
息率	2.4%	2.4%	3.6%	4.1%	4.7%	现金净变动	259	1709	558	165	810
P/E	18.8	15.7	16.9	14.5	12.7	货币资金的期初余额	3620	3879	5588	6147	6311
P/B	4.0	3.5	3.2	2.9	2.7	货币资金的期末余额	3879	5588	6147	6311	7121
EV/EBITDA	13.5	11.8	12.9	11.2	9.9	企业自由现金流	0	3451	1876	2485	3449
						权益自由现金流	0	3768	2653	2520	3484

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032