

2025年08月21日

净利下滑受老客户承压及新厂产爬坡影响

华利集团(300979)

评级:	买入	股票代码:	300979
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	85.0/47.77
目标价格:		总市值(亿)	630.06
最新收盘价:	53.99	自由流通市值(亿)	630.06
		自由流通股数(百万)	1,166.99

事件概述

公司 25H1 公司收入/归母净利/扣非净利/经营性现金流分别为 126.61/16.71/16.83/15.64 亿元, 同比增长 10.36%/-11.06%/-8.75%/-9.18%, 收入增长主要来自新客户贡献, 净利下滑主要由于老客户承压、产能调配及新工厂爬坡, 经营性现金流低于归母净利则主要由于经营性应收项目增加。25Q2 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 73.08/9.09/9.32 亿元, 同比增长 8.96%/-16.70%/-12.68%, 较 Q1 进一步承压。剔除所得税影响后归母净利 12.1 亿元, 同比下降 16.3%。营收增长主要由于新客户订单量同比大幅增长。

公司发布中期分红预案, 每 10 股派发 10 元, 分红率 70%, 年化股息率 3.7%。

分析判断:

新客户带动销量增长, 欧洲客户高增。1) 从量价来看, 25H1 运动鞋量/价为 1.15 亿双/110 元, 同比增长 6%/4%, 剔除汇率影响价格同比增加 2.5%, 产能利用率同比下降 1.58PCT 至 95.78%; 其中 25Q2 运动鞋量/价 0.66 亿双/111 元, 同比增长 6.5%/2.5%, 剔除汇率影响价格为 15.4 美元, 同比增长 1.3%, Q2 销量增速放缓我们分析主要受 4 月美国对等关税影响及美国消费承压影响。2) 分品类来看, 运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他收入分别为 113.36/2.62/10.52 亿元, 同比增长 10.78%/-57.31%/74.35%, 部分客户根据市场需求调整了产品类别, 导致户外靴鞋订单减少。3) 分地区看, 美国/欧洲/其他营业收入为 98.87/23.98/3.64 亿元, 同比增长-0.43%/88.94%/45.87%, 我们分析, 欧洲客户高增主要来自 ON 和阿迪贡献, 美国客户承压则受 NIKE、CONVERSE、VANS 影响。4) 从客户端来看, 25H1 部分老客户订单有所下滑, 但新客户订单量同比大幅增长。与去年同期相比, On 和 New Balance 跻身公司前五大客户行列, 前五大客户占比下 4.7PCT 至 71.88%, 也是由于老客户承压。5) 生产端来看, 公司越南/印尼/中国新工厂出货量达 373/199/67 万双, 新工厂整体爬坡进度符合公司预设规划, 按投产时间我们测算, 越南/印尼/中国新工厂平均月度出货数 62/40/13 万双, 去年投产的越南新工厂已达到盈亏平衡。

毛利率下降主要由于新工厂处于爬坡及老工厂产能调配的安排, 净利率降幅低于毛利率主要由于管理费用率下降。(1) 25H1 公司毛利率为 21.85%、同比下降 6.38PCT, 毛利率下降主要由于新工厂处于爬坡阶段以及产能调配的安排; 分产品来看, 25H1 运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋及其他的毛利率分别为 21.85%/12.96%/23.80%、同比下降 7.00/6.52/2.43PCT。25H1 净利率为 13.20%、同比下降 3.2PCT, 从费用率来看, 25H1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.34%/2.78%/1.61%/-0.57%、同比增加-0.06/-2.30/0.28/-0.49PCT, 管理费用率下降主要由于计提的绩效薪酬减少, 财务费用率下降主要由于汇兑收益增加。公允价值变动净收益/收入下降 0.35PCT; 所得税占比同比下降 1.15PCT 至 3.8%, 主要受分红影响。(3) 25Q2 毛利率/归母净利率为 21.08%/12.43%、同比下降 7.05/3.83PCT, 25Q2 的销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.33%/2.09%/1.44%/-0.61%、同比增长-0.01/-2.91/0.35/-0.41PCT, 所得税占比同比下降 1.18PCT。

库存下降, 存货周转天数下降。2025H1 公司存货为 29.02 亿元, 同比下降 3.42%, 存货下降主要由于原材料采购减少, 公司根据客户指令进行发货, 存货周转天数为 55 天、同比减少 8 天。公司应收账款为 48.77 亿元、同比增长 10.26%, 平均应收账款周转天数为 66 天、同比增加 2 天; 公司应付账款为 24.12 亿元、同比增长 16.98%, 平均应付账款周转天数为 44 天、同比增加 2 天。

投资建议

我们分析，目前市场主要担心 DECKERS 增速放缓、新工厂投产影响利润率。短期来看，（1）公司目前面临的核心问题是老工厂受老客户承压影响效率影响，而新工厂以做新品牌为主利润率不及老工厂；我们判断，公司下半年订单端仍有一定压力，需关注美国返校季销售情况。从同行近况来看，25 年 7 月丰泰/裕元/钰齐/广越/儒鸿/来亿营收同比增速分别为-9%/-2%/5%/-12%/-3%/-15%，其中裕元制造业 7 月同比增长 0.5%。（2）24、25 年为公司新工厂建设高峰期，预计 25 年下半年还有 2 家投产、明年减少至 2-3 家新工厂，未来度过爬坡期后有望贡献利润弹性。（3）从品牌客户角度来说，虽然 NIKE、DECKERS 短期增速放缓，但公司仍有份额提升空间，且阿迪、ON、NB、REEBOK 等贡献额外增量。从品牌近况来看，Adidas/DECKERS/NIKE/ON 25Q2 收入增速为 2.2%/16.9%/-11%/32%，25 年收入指引双位数增长/双位数增长/FY26Q1 下降中单/31%。（4）关税方面，1) 市场担心加税后影响公司业绩、或需要降价：我们分析，运动鞋为日常消费品，加税后具备一定供应链和终端转嫁能力；2) 市场担心越南在关税压力下对中国加税：我们分析，25H 公司越南工厂所需的原材料，从越南当地采购的金额已为 56%，中国进口占比不到 30%。

考虑下半年订单压力及毛利率承压，下调 25-27 年收入预测从 264.8/291.1/333.6 亿元至 260.2/289.2/324.7 亿元；下调 25-27 年归母净利润预测从 42.4/48.0/56.1 亿元至 35.1/42.8/52.0 亿元；对应 25-27 年 EPS 预测 3.01/3.67/4.45 元，2025 年 8 月 21 日收盘价 53.99 元对应 PE 分别为 18/15/12X，长期看好公司拓客户成长空间及利润弹性，维持“买入”评级。

风险提示

海外衰退风险；投产进度晚于预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,018	28,923	32,469
YoY (%)	-2.2%	19.4%	8.4%	11.2%	12.3%
归母净利润(百万元)	3,200	3,840	3,512	4,281	5,195
YoY (%)	-0.9%	20.0%	-8.5%	21.9%	21.4%
毛利率 (%)	25.6%	26.8%	26.8%	26.9%	27.0%
每股收益 (元)	2.74	3.29	3.01	3.67	4.45
ROE	21.2%	22.0%	16.8%	17.0%	17.1%
市盈率	19.69	16.41	17.94	14.72	12.13

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,006	26,018	28,923	32,469	净利润	3,836	3,512	4,281	5,195
YoY (%)	19.4%	8.4%	11.2%	12.3%	折旧和摊销	870	347	379	404
营业成本	17,572	19,044	21,142	23,702	营运资金变动	-4	361	-417	-436
营业税金及附加	4	5	6	6	经营活动现金流	4,617	4,286	4,306	4,849
销售费用	76	67	20	182	资本开支	-1,664	-781	-770	-711
管理费用	1,074	2,001	1,832	1,815	投资	-670	-435	-1,222	-1,944
财务费用	-84	-55	-77	-100	投资活动现金流	-2,165	-1,131	-1,898	-2,168
研发费用	375	380	423	487	股权募资	8	0	0	0
资产减值损失	-113	-143	-158	-173	债务募资	2,455	-288	0	0
投资收益	78	84	94	487	筹资活动现金流	-1,937	-294	0	0
营业利润	4,967	4,530	5,521	6,701	现金净流量	549	2,861	2,409	2,681
营业外收支	-19	0	0	0					
利润总额	4,948	4,530	5,521	6,701	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
所得税	1,112	1,018	1,240	1,505	成长能力 (%)				
净利润	3,836	3,512	4,281	5,195	营业收入增长率	19.4%	8.4%	11.2%	12.3%
归属于母公司净利润	3,840	3,512	4,281	5,195	净利润增长率	20.0%	-8.5%	21.9%	21.4%
YoY (%)	20.0%	-8.5%	21.9%	21.4%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.29	3.01	3.67	4.45	毛利率	26.8%	26.8%	26.9%	27.0%
					净利率	16.0%	13.5%	14.8%	16.0%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	16.9%	13.6%	13.9%	14.2%
货币资金	5,588	8,449	10,858	13,539	净资产收益率 ROE	22.0%	16.8%	17.0%	17.1%
预付款项	89	190	211	237	偿债能力 (%)				
存货	3,121	3,652	4,055	4,546	流动比率	3.12	3.99	4.44	4.87
其他流动资产	6,591	5,772	7,369	9,751	速动比率	2.47	3.14	3.59	4.04
流动资产合计	15,389	18,064	22,493	28,072	现金比率	1.13	1.86	2.14	2.35
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	23.4%	19.0%	17.8%	16.8%
固定资产	4,738	5,052	5,349	5,602	经营效率 (%)				
无形资产	671	669	708	732	总资产周转率	1.05	1.01	0.94	0.89
非流动资产合计	7,375	7,809	8,200	8,507	每股指标 (元)				
资产合计	22,765	25,873	30,693	36,579	每股收益	3.29	3.01	3.67	4.45
短期借款	288	0	0	0	每股净资产	14.94	17.95	21.62	26.07
应付账款及票据	2,410	2,348	2,607	2,987	每股经营现金流	3.96	3.67	3.69	4.16
其他流动负债	2,238	2,183	2,464	2,774	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,935	4,531	5,070	5,761	估值分析				
长期借款	0	0	0	0	PE	16.41	17.94	14.72	12.13
其他长期负债	386	386	386	386	PB	5.27	3.01	2.50	2.07
非流动负债合计	386	386	386	386					
负债合计	5,321	4,917	5,457	6,147					
股本	1,167	1,167	1,167	1,167					
少数股东权益	11	11	11	11					
股东权益合计	17,443	20,956	25,236	30,431					
负债和股东权益合计	22,765	25,873	30,693	36,579					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。