



华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

H1 新工厂影响盈利，期待改善趋势

业绩简评

公司于 2025 年 8 月 21 日公布 2025 年中报, 25H1 实现营收 126.61 亿元, 同增 10.36%。归母净利润 16.71 亿元, 同降 11.06%。整体来看上半年订单稳健, 利润率短期受新工厂爬坡影响, 公司预计派发中期股息 11.67 亿, 分红率为 70%。

经营分析

量价齐增驱动成长，新工厂持续爬坡。 25Q2 公司实现营收 73.08 亿元, 同比增长 8.96%, 归母净利润 9.09 亿元, 同比下降 16.70%。H1 运动鞋销量 1.15 亿双, 同比增长 6.14%, ASP 增长单位数, 量价齐增驱动订单增长。24Q4 公司与 Adidas 开始合作, 产能方面为匹配快速增长的订单需求, 公司在越南、印尼、中国等地的新工厂加速了建设和投产节奏, 24H1 开始 6 家新投产工厂均处于爬坡过程, 其中 H1 印尼工厂已出货 199 万双运动鞋, 四川工厂也开始量产出货。

新客户快速放量带动增长。 从客户结构看, 前五大客户发生变化, 昂跑和 New Balance 跻身前五大客户, 前五大客户占比下降 4.73pct 至 71.88%, 前五大以外客户营收为 35.60 亿元, 同比增长 32.68%, 展现出较高的增长势头。分产品看, 运动休闲鞋/运动凉鞋拖鞋分别实现营收 113.36/10.52 亿元, 同增 10.78%/125.76%, 运动品牌贡献较大增量。

毛利率受新工厂爬坡影响，期待盈利拐点显现。 25H1 公司毛利率为 21.85%, 同比下降 6.38pct, 一方面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, 另外老客户订单有所波动, 公司为弥补订单空缺调配产能, 对毛利率造成影响。管理费用率同比减少 2.51pct 至 2.78%, 主要系本期公司净利润下降, 计提的绩效薪酬减少。期待未来新投工厂逐步提效带动盈利水平回暖。

短期受关税影响，长期成长逻辑依然坚实。 公司订单与业绩短期或受关税影响, 但 1) 鞋类制造工厂利润较薄, 大幅度共担关税概率较低。2) 公司订单缺口可以快速通过新客户弥补, 且关税或促使行业洗牌, 提升公司市占率。公司主要依赖阿迪、昂跑等新客户贡献增量, 目前新客户增长势头良好, 公司订单有望受益。我们认为公司拓客能力突出, 在耐克等大客户增速放缓叠加关税不确定性背景下公司仍然有望依靠阿迪等新客户实现快速增长。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司客户结构优秀, 且公司控费能力突出, 在工厂爬坡完成后业绩预计逐步恢复, 我们预计 2025-2027 年公司实现净利润归母净利润 35.37/42.87/51.86 亿元, 对应 PE 分别为 18/15/12 倍, 维持“买入”评级。

风险提示

人民币汇率波动; 海外需求走弱; 所得税率提升。

国金证券研究所

分析师: 杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师: 赵中平 (执业 S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师: 杨雨钦 (执业 S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

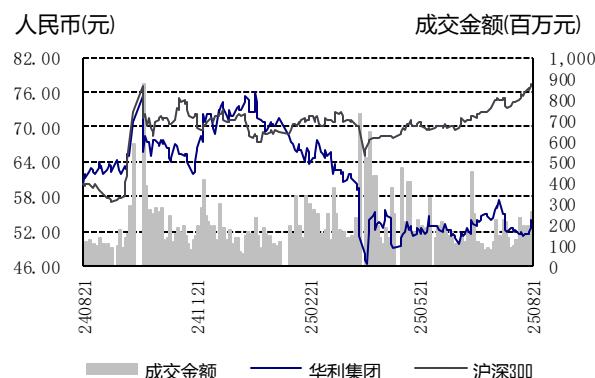
市价 (人民币): 53.99 元

相关报告:

1. 《华利集团公司点评: H1 新工厂影响盈利，期待改善趋势》，2025.8.10

2. 《华利集团公司点评: Q1 营收稳健，产能爬坡影响盈利》，2025.4.29

3. 《华利集团公司点评: 24 分红超预期，关税不改成长节奏》，2025.4.11



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,706	30,200	34,167
营业收入增长率	-2.21%	19.35%	11.24%	13.08%	13.14%
归母净利润(百万元)	3,200	3,840	3,537	4,287	5,186
归母净利润增长率	-0.86%	20.00%	-7.89%	21.19%	20.98%
摊薄每股收益(元)	2.742	3.291	3.031	3.673	4.444
每股经营性现金流净额	3.17	3.96	3.41	4.25	4.56
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.18%	22.03%	18.09%	19.37%	20.55%
P/E	19.20	23.90	17.81	14.70	12.15
P/B	4.07	5.27	3.22	2.85	2.50

来源: 公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	20,569	20,114	24,006	26,706	30,200	34,167
增长率	-2.2%	19.4%	11.2%	13.1%	13.1%	
主营业务成本	-15,250	-14,967	-17,572	-19,878	-22,310	-24,942
%销售收入	74.1%	74.4%	73.2%	74.4%	73.9%	73.0%
毛利	5,319	5,146	6,434	6,827	7,889	9,225
%销售收入	25.9%	25.6%	26.8%	25.6%	26.1%	27.0%
营业税金及附加	-3	-5	-4	-4	-5	-5
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	-77	-70	-76	-160	-151	-154
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.6%	0.5%	0.5%
管理费用	-772	-689	-1,074	-1,496	-1,570	-1,674
%销售收入	3.8%	3.4%	4.5%	5.6%	5.2%	4.9%
研发费用	-291	-309	-375	-454	-483	-547
%销售收入	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.6%	1.6%
息税前利润 (EBIT)	4,175	4,074	4,906	4,713	5,680	6,845
%销售收入	20.3%	20.3%	20.4%	17.6%	18.8%	20.0%
财务费用	65	89	84	118	164	215
%销售收入	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.4%	-0.5%	-0.6%
资产减值损失	-232	-154	-119	-100	-100	-100
公允价值变动收益	24	-6	10	0	0	0
投资收益	68	52	78	60	60	60
%税前利润	1.7%	1.3%	1.6%	1.3%	1.0%	0.9%
营业利润	4,105	4,056	4,967	4,799	5,812	7,027
营业利润率	20.0%	20.2%	20.7%	18.0%	19.2%	20.6%
营业外收支	-15	-20	-19	-19	-19	-19
税前利润	4,090	4,036	4,948	4,780	5,793	7,009
利润率	19.9%	20.1%	20.6%	17.9%	19.2%	20.5%
所得税	-862	-836	-1,112	-1,243	-1,506	-1,822
所得税率	21.1%	20.7%	22.5%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润	3,228	3,200	3,836	3,537	4,287	5,186
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0
归属于母公司的净利润	3,228	3,200	3,840	3,537	4,287	5,186
净利率	15.7%	15.9%	16.0%	13.2%	14.2%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,228	3,200	3,836	3,537	4,287	5,186
少数股东损益	0	0	-4	0	0	0
非现金支出	974	1,031	989	966	1,115	1,252
非经营收益	-282	-87	-204	30	-37	-39
营运资金变动	-417	-450	-4	-557	-409	-1,083
经营活动现金净流	3,503	3,694	4,617	3,976	4,955	5,317
资本开支	-1,669	-1,152	-1,664	-528	-823	-823
投资	-476	-783	-670	0	0	0
其他	120	114	168	60	60	60
投资活动现金净流	-2,025	-1,821	-2,165	-468	-763	-763
股权募资	0	7	8	0	0	0
债权募资	-1,326	39	-451	-343	0	0
其他	-1,397	-2,009	-1,494	-1,425	-1,720	-2,078
筹资活动现金净流	-2,723	-1,963	-1,937	-1,768	-1,720	-2,078
现金净流量	-1,057	-63	549	1,740	2,472	2,476

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,620	3,879	5,588	7,273	9,706	12,155
应收款项	3,164	3,782	4,445	4,576	5,175	5,855
存货	2,464	2,741	3,121	3,316	3,721	4,160
其他流动资产	2,256	2,715	2,235	2,233	2,244	2,256
流动资产	11,504	13,118	15,389	17,398	20,846	24,425
%总资产	67.2%	67.5%	67.6%	71.8%	76.2%	80.1%
长期投资	194	207	227	227	227	227
固定资产	4,221	4,796	5,495	5,235	4,861	4,373
%总资产	24.7%	24.7%	24.1%	21.6%	17.8%	14.3%
无形资产	615	862	1,011	1,161	1,236	1,287
非流动资产	5,606	6,329	7,375	6,830	6,521	6,074
%总资产	32.8%	32.5%	32.4%	28.2%	23.8%	19.9%
资产总计	17,110	19,447	22,765	24,228	27,367	30,499
短期借款	733	791	333	0	0	0
应付款项	1,530	1,828	2,447	2,419	2,714	3,034
其他流动负债	1,480	1,550	2,155	2,111	2,421	2,149
流动负债	3,743	4,169	4,935	4,530	5,135	5,183
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	172	162	386	133	94	66
负债	3,915	4,331	5,321	4,663	5,229	5,249
普通股股东权益	13,195	15,109	17,432	19,554	22,126	25,238
其中：股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
未分配利润	6,341	7,994	10,434	12,556	15,129	18,240
少数股东权益	0	7	11	11	11	11
负债股东权益合计	17,110	19,447	22,765	24,228	27,367	30,499

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	2.766	2.742	3.291	3.031	3.673	4.444
每股净资产	11.307	12.947	14.937	16.756	18.960	21.627
每股经营现金净流	3.002	3.166	3.956	3.407	4.246	4.556
每股股利	1.200	1.200	2.300	1.212	1.469	1.778
回报率						
净资产收益率	24.46%	21.18%	22.03%	18.09%	19.37%	20.55%
总资产收益率	18.87%	16.46%	16.87%	14.60%	15.66%	17.01%
投入资本收益率	23.55%	20.25%	21.36%	17.83%	18.99%	20.06%
增长率						
主营业务收入增长率	17.74%	-2.21%	19.35%	11.24%	13.08%	13.14%
EBIT 增长率	10.75%	-2.43%	20.42%	-3.92%	20.51%	20.51%
净利润增长率	16.63%	-0.86%	20.00%	-7.89%	21.19%	20.98%
总资产增长率	5.75%	13.66%	17.06%	6.43%	12.95%	11.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	49.7	62.4	61.9	61.9	61.9	61.9
存货周转天数	61.4	63.5	60.9	60.9	60.9	60.9
应付账款周转天数	39.5	40.0	43.6	43.6	43.6	43.6
固定资产周转天数	64.9	69.2	72.0	65.6	57.4	49.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-37.00%	-35.92%	-40.31%	-46.25%	-51.86%	-55.17%
EBIT 利息保障倍数	-64.6	-46.0	-58.2	-39.9	-34.5	-31.9
资产负债率	22.88%	22.27%	23.38%	19.25%	19.11%	17.21%

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	20	33	47	129
增持	0	0	1	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.03	1.02	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、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。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究