

华利集团 (300979.SZ)

订单及工厂变化影响毛利率，看好中长期成长潜力

客户订单及工厂结构变化影响毛利率，2025H1 收入同比+10%/归母净利润同比-11%。

1) 公司发布半年报: 2025H1 收入为 126.6 亿元, 同比+10% (其中量增 6%, 价增 4%); 归母净利润为 16.7 亿元, 同比-11%; 扣非归母净利润为 16.8 亿元, 同比-9%。2) 盈利质量: 毛利率同比-6.4pct 至 21.8% (主要由于公司目前较多新工厂处于爬坡阶段, 产能调配安排影响效率); 销售费用率同比-0.1pct 至 0.3%, 管理费用率同比-2.3pct 至 2.8% (公司优化考核体系, 降本增效), 财务费用率同比-0.5pct 至-0.6% (汇兑收益增加); 综合以上, 2025H1 净利率同比-3.2pct 至 13.2%。3) 公司计划 2025H1 派发现金红利 11.67 亿元 (含税), 股利支付率约为 70% (2024 年全年股利支付率约为 70%), 分红具备吸引力。

单季度来看: 2025Q2 收入同比+9%/归母净利润同比-17%。 1) 2025Q2 公司收入为 73.1 亿元, 同比+9% (其中量增 5%, 价增 4%); 归母净利润为 9.1 亿元, 同比-17%; 扣非归母净利润为 9.3 亿元, 同比-13%。2) 盈利质量: 毛利率同比-7.1pct 至 21.1%; 销售/管理/财务费用率同比分别持平/-2.9pct/-0.4pct 至 0.3%/2.1%/-0.6%; 净利率同比-3.8pct 至 12.4%。3) 展望未来, 考虑公司工厂建设进度及订单结构趋势, 我们判断 2025H2 利润率同比仍有压力, 期待 2026 年有所改善。

客户多元化取得成效, 新客户订单释放拉动增长。 1) 公司推进客户多元化战略, 动态调整产能资源配置。2025H1 部分老客户订单有所下滑, 但新客户订单量同比大幅增长, On 和 New Balance 跻身前五大客户行列, 我们判断 Adidas 订单快速释放, 2025H1 前五大客户合计占比下降为 72% (去年同期为 77%)。2) 分客户总部所在地来看: 2025H1 北美/欧洲/其他地区收入同比分别-0.4%/+88.9%/+45.9%至 98.9/24.0/3.6 亿元, 毛利率分别-5.4/-9.9/-3.9pct 至 23.1%/16.9%/19.1%。3) 考虑当前国际贸易及消费市场趋势, 我们判断 2025H2 老客户下单仍相对偏谨慎, 期待新客户继续放量带动 2025 全年收入同比增长 10% 左右。

新工厂爬坡符合预期, 未来计划继续稳步扩张。 2025H1 总产能/总产量分别 1.17/1.12 亿双, 同比分别+7%/+6%, 产能利用率 96%。公司坚持长期资产投入与产能规模扩张, 我们判断 2025 年以来新工厂投产、次新工厂爬坡符合预期, 短期影响毛利率 (但新工厂 Q2 毛利率较 Q1 已有同比改善), 中长期有望带动规模扩张及业绩释放。1) 规模扩张: 2024 年内公司新投产工厂 4 家 (越南 3 家+印尼 1 家); 2025Q1 新投产工厂 2 家 (印尼 1 家+中国 1 家), 我们判断未来投产有望继续推进, 综合估计 2025~2026 年产量 CAGR 有望达到 10% 左右, 匹配订单需求的增长。2) 运营表现: 新工厂整体爬坡进度符合预期, 据公司公告, 2025H1 越南新工厂出货量达 373 万双、印尼新工厂出货量 199 万双、中国新工厂出货量 67 万双。公司以可持续大规模订单为主, 过去生产管理效率持续领先行业, 中长期我们判断公司将通过优化培训机制、加快智能化生产来提升效率。

营运表现基本正常。 营运方面, 2025H1 期末公司存货同比-3.4%至 29.0 亿元, 存货周转天数同比-8 天至 54.8 天, 应收账款周转天数同比+1.6 天至 65.8 天, 经营性现金流量净额 15.6 亿元 (约为同期归母净利润的 0.9 倍)。

2025 年收入估计同比仍有增长, 利润短期承压。 公司新客户订单合作推进顺利, 我们判断有望带动公司 2025 年收入同比增长 10% 左右。考虑老工厂产能利用率下降+新工厂仍在效率提升阶段, 我们判断短期利润率同比有下降, 综合估计公司归母净利润 2025 年同比下滑, 期待 2026 年迎来修复。

投资建议。 公司是全球领先的运动鞋制造商, 持续拓展优质客户。我们估计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 35.5/43.3/51.3 亿元, 对应 2025 年 PE 为 18 倍, 维持“买入”评级。

风险提示: 门店扩张不及预期风险; 终端消费环境波动风险; 行业竞争加剧风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,114	24,006	26,712	30,745	35,536
增长率 yoy (%)	-2.2	19.4	11.3	15.1	15.6
归母净利润 (百万元)	3,200	3,840	3,552	4,333	5,129
增长率 yoy (%)	-0.9	20.0	-7.5	22.0	18.4
EPS 最新摊薄 (元/股)	2.74	3.29	3.04	3.71	4.40
净资产收益率 (%)	21.2	22.0	19.3	21.8	23.6
P/E (倍)	19.7	16.4	17.7	14.5	12.3
P/B (倍)	4.2	3.6	3.4	3.2	2.9

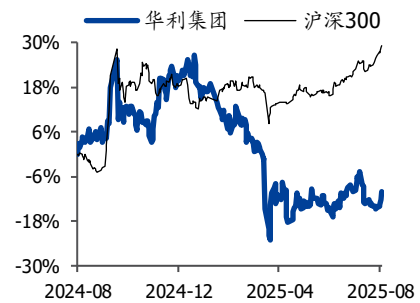
资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 08 月 21 日收盘价

买入 (维持)

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
08 月 21 日收盘价 (元)	53.99
总市值 (百万元)	63,006.33
总股本 (百万股)	1,167.00
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	2.66

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《华利集团 (300979.SZ): 2025Q2 收入稳健增长, 订单结构变化致使利润承压》 2025-08-09
- 《华利集团 (300979.SZ): 新工厂爬坡影响 Q1 盈利表现, Q2 有望环比改善》 2025-04-29
- 《华利集团 (300979.SZ): 基本面持续高质量增长, 2024 年分红超出预期》 2025-04-11

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	16355	18073	20407
现金	3879	5588	5796	6748	7925
应收票据及应收账款	3765	4378	4971	5722	6614
其他应收款	18	67	74	85	99
预付账款	65	89	83	93	107
存货	2741	3121	3309	3568	3952
其他流动资产	2650	2147	2121	1856	1711
非流动资产	6329	7375	8274	8866	9297
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	5382	5748	5986
无形资产	557	671	774	870	959
其他非流动资产	1957	1967	2118	2247	2352
资产总计	19447	22765	24630	26939	29705
流动负债	4169	4935	5791	6523	7445
短期借款	733	288	338	389	439
应付票据及应付账款	1793	2410	2857	3204	3655
其他流动负债	1643	2238	2596	2931	3351
非流动负债	162	386	425	485	535
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	386	425	485	535
负债合计	4331	5321	6216	7008	7979
少数股东权益	7	11	11	11	11
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8578	11018	12252	13769	15564
归属母公司股东权益	15109	17432	18402	19919	21714
负债和股东权益	19447	22765	24630	26939	

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3694	4617	4499	5143	6085
净利润	3200	3836	3552	4333	5129
折旧摊销	877	870	1157	1316	1467
财务费用	-76	-83	0	0	0
投资损失	-52	-78	-72	-83	0
营运资金变动	-450	-4	-235	-585	-674
其他经营现金流	195	75	97	163	163
投资活动现金流	-1821	-2165	-1816	-1485	-1674
资本支出	-1152	-1664	-1839	-1689	-1689
长期投资	-783	-670	91	316	204
其他投资现金流	114	168	-69	-113	-189
筹资活动现金流	-1963	-1937	-2466	-2706	-3234
短期借款	50	-445	50	50	50
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2013	-1492	-2516	-2756	-3284
现金净增加额	-63	549	208	952	1177

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20114	24006	26712	30745	35536
营业成本	14967	17572	20835	23366	26652
营业税金及附加	5	4	4	5	6
营业费用	70	76	84	97	112
管理费用	689	1074	821	1253	1555
研发费用	309	375	417	480	555
财务费用	-89	-84	-121	-122	-122
资产减值损失	-150	-113	-163	-163	-163
其他收益	1	6	2	2	0
公允价值变动收益	-6	10	0	0	0
投资净收益	52	78	72	83	0
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	4056	4967	4582	5589	6615
营业外收入	3	2	0	0	0
营业外支出	23	21	0	0	0
利润总额	4036	4948	4582	5589	6615
所得税	836	1112	1029	1256	1486
净利润	3200	3836	3552	4333	5129
少数股东损益	0	-4	0	0	0
归属母公司净利润	3200	3840	3552	4333	5129
EBITDA	4798	5663	5618	6782	7960
EPS (元/股)	2.74	3.29	3.04	3.71	4.40

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-2.2	19.4	11.3	15.1	15.6
营业利润(%)	-1.2	22.5	-7.7	22.0	18.4
归属母公司净利润(%)	-0.9	20.0	-7.5	22.0	18.4
获利能力					
毛利率(%)	25.6	26.8	22.0	24.0	25.0
净利率(%)	15.9	16.0	13.3	14.1	14.4
ROE(%)	21.2	22.0	19.3	21.8	23.6
ROIC(%)	19.4	20.7	18.2	20.5	22.3
偿债能力					
资产负债率(%)	22.3	23.4	25.2	26.0	26.9
净负债比率(%)	-19.7	-29.0	-28.1	-30.2	-32.7
流动比率	3.1	3.1	2.8	2.8	2.7
速动比率	2.4	2.4	2.2	2.1	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	5.8	5.9	5.7	5.8	5.8
应付账款周转率	9.1	8.4	7.9	7.7	7.8
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.74	3.29	3.04	3.71	4.40
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.96	3.85	4.41	5.21
每股净资产(最新摊薄)	12.95	14.94	15.77	17.07	18.61
估值比率					
P/E	19.7	16.4	17.7	14.5	12.3
P/B	4.2	3.6	3.4	3.2	2.9
EV/EBITDA	12.2	15.3	10.3	8.4	7.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025年08月21日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com