

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织制造

华利集团 (300979.SZ)

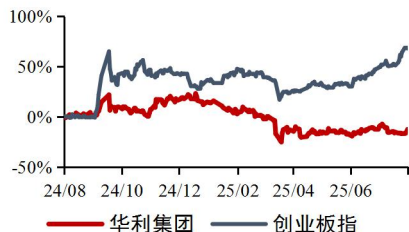
买入-A(维持)

2025H1 营收稳健增长，盈利水平阶段性承压

2025 年 8 月 22 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 8 月 21 日

收盘价(元):	53.99
年内最高/最低(元):	85.00/47.77
流通 A 股/总股本(亿股):	11.67/11.67
流通 A 股市值(亿元):	630.06
总市值(亿元):	630.06

基础数据：2025 年 6 月 30 日

基本每股收益(元):	1.43
摊薄每股收益(元):	1.43
每股净资产(元):	13.85
净资产收益率(%):	10.34

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➢ 8 月 20 日，公司披露 2025 年半年度报告，2025H1，公司实现营业收入 126.61 亿元，同比增长 10.36%；实现归母净利润 16.71 亿元，同比下降 11.06%；实现扣非净利润 16.83 亿元，同比下降 8.75%。

事件点评

➢ **2025H1 公司收入稳健增长，业绩阶段性承压。**2025H1，公司实现营收 126.61 亿元，同比增长 10.36%。从销售数量看，2025H1 公司鞋履销售量 1.15 亿双，同比增长 6.14%。业绩方面，2025H1 公司实现归母净利润 16.71 亿元，同比下降 11.06%，业绩下滑主要因老工厂订单相对承压、新工厂投产初期效率爬坡，导致毛利率阶段性下滑。

➢ **客户集中度持续下降，部分客户产品结构有所调整。**分客户看，公司持续推进客户多元化，On 和 New Balance 跻身前五大客户，战略新客户 Adidas 合作顺利推进，越南、印尼、中国工厂均已实现量产出货。前五大客户收入占比由去年同期的 76.61% 下降至 71.88%，客户集中度降低，新客户拓展继续取得成效。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）实现营收 23.98 亿元，同比大幅增长 88.94%，主要受益于 On、Adidas 放量；北美市场（客户总部所在地）营收 98.87 亿元，同比基本持平。分产品看，运动休闲鞋营收 113.36 亿元，同比增长 10.78%；运动凉鞋/拖鞋等品类营收 10.52 亿元，同比高增 74.35%，而户外靴鞋营收则同比下滑 57.31%，主要系部分客户根据市场需求调整产品类别。

➢ **新产能衔接，产能利用率维持高位。**2025H1，公司在越南、印尼、中国的新工厂均有产出，其中越南新工厂出货 373 万双，印尼新工厂出货 199 万双，中国新工厂出货 67 万双，爬坡进度符合规划。公司总产能达 11671 万双，总产量 11178 万双，产能利用率维持在 95.78% 的高位。公司境外产能占比达 99.42%，未来将继续在印尼新建工厂，并在越南扩建或新建工厂，以分散生产基地风险并满足客户需求。

➢ **毛利率阶段性承压，费用管控效果显著。**盈利能力方面，2025H1 公司运动鞋业务毛利率为 21.8%，同比下降 6.38pct，主因老工厂订单相对承压、新工厂处于爬坡阶段。费用率方面，2025H1，公司期间费用率合计 4.2%，同比下降 2.6pct。其中销售费用率同比下滑 0.06pct 至 0.34%，管理费用率同比下滑 2.3pct 至 2.78%；研发费用率同比提升 0.28pct 至 1.61%。综合影响下，2025H1 公司归母净利率为 13.20%，同比下降 3.17pct。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

存货方面，截至 2025H1 末，公司存货周转天数为 55 天，较去年同期减少 8 天，运营效率提升。经营活动现金流方面，2025H1，公司经营活动现金流净额为 15.64 亿元，同比下降 9.18%。

投资建议

➤ 2025 年上半年，公司在宏观环境挑战下仍实现收入稳健增长，新客户拓展和客户结构优化成效显著。老工厂订单阶段性承压、新工厂投产对短期盈利造成压力。我们调整盈利预测，预计公司 2025-2027 年归母净利润为 35.4、40.7、46.5 亿元，对应 PE 为 18/16/14 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 关税风险；主要客户经营出现重大不利变化；劳动力成本上升风险；汇率大幅波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	26,325	29,521	32,688
YoY(%)	-2.2	19.4	9.7	12.1	10.7
净利润(百万元)	3,200	3,840	3,542	4,073	4,645
YoY(%)	-0.9	20.0	-7.8	15.0	14.0
毛利率(%)	25.6	26.8	22.4	23.3	24.0
EPS(摊薄/元)	2.74	3.29	3.04	3.49	3.98
ROE(%)	21.2	22.0	19.3	19.8	20.0
P/E(倍)	19.7	16.4	17.8	15.5	13.6
P/B(倍)	4.2	3.6	3.4	3.1	2.7
净利率(%)	15.9	16.0	13.5	13.8	14.2

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	16091	19099	21624
现金	3879	5588	5909	6789	9823
应收票据及应收账款	3765	4378	3897	5886	4835
预付账款	65	89	103	91	129
存货	2741	3121	3809	3892	4496
其他流动资产	2668	2213	2373	2441	2341
非流动资产	6329	7375	6993	7078	7081
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	4711	4753	4698
无形资产	557	671	722	782	842
其他非流动资产	1957	1967	1560	1543	1541
资产总计	19447	22765	23083	26177	28705
流动负债	4169	4935	4542	5369	5190
短期借款	733	288	568	530	462
应付票据及应付账款	1793	2410	2200	2963	2771
其他流动负债	1643	2238	1773	1876	1958
非流动负债	162	386	241	266	301
长期借款	0	0	2	3	4
其他非流动负债	162	386	240	263	296
负债合计	4331	5321	4783	5635	5491
少数股东权益	7	11	10	8	5
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8578	11018	12705	14523	16418
归属母公司股东权益	15109	17432	18290	20535	23208
负债和股东权益	19447	22765	23083	26177	28705

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	3237	3216	5382
净利润	3200	3836	3541	4071	4642
折旧摊销	819	817	858	776	875
财务费用	-89	-84	-357	-305	-350
投资损失	-52	-78	-66	-65	-70
营运资金变动	-450	-4	-747	-1249	302
其他经营现金流	266	130	9	-11	-17
投资活动现金流	-1821	-2165	-663	-805	-696
筹资活动现金流	-1963	-1937	-2253	-1531	-1652

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	2.74	3.29	3.04	3.49	3.98
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.96	2.77	2.76	4.61
每股净资产(最新摊薄)	12.95	14.94	15.67	17.60	19.89

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20114	24006	26325	29521	32688
营业成本	14967	17572	20428	22643	24843
营业税金及附加	5	4	5	6	6
营业费用	70	76	79	89	98
管理费用	689	1074	1053	1210	1406
研发费用	309	375	408	461	513
财务费用	-89	-84	-357	-305	-350
资产减值损失	-154	-119	-232	-260	-288
公允价值变动收益	-6	10	10	10	10
投资净收益	52	78	66	65	70
营业利润	4056	4967	4558	5238	5970
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	20	21	21
利润总额	4036	4948	4540	5219	5951
所得税	836	1112	999	1148	1309
税后利润	3200	3836	3541	4071	4642
少数股东损益	0	-4	-1	-2	-3
归属母公司净利润	3200	3840	3542	4073	4645
EBITDA	4783	5615	5251	5838	6607

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	9.7	12.1	10.7
营业利润(%)	-1.2	22.5	-8.2	14.9	14.0
归属于母公司净利润(%)	-0.9	20.0	-7.8	15.0	14.0
获利能力					
毛利率(%)	25.6	26.8	22.4	23.3	24.0
净利率(%)	15.9	16.0	13.5	13.8	14.2
ROE(%)	21.2	22.0	19.3	19.8	20.0
ROIC(%)	19.6	20.5	18.0	18.5	18.7
偿债能力					
资产负债率(%)	22.3	23.4	20.7	21.5	19.1
流动比率	3.1	3.1	3.5	3.6	4.2
速动比率	2.4	2.4	2.6	2.8	3.2
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.8	5.9	6.4	6.0	6.1
应付账款周转率	9.1	8.4	8.9	8.8	8.7
估值比率					
P/E	19.7	16.4	17.8	15.5	13.6
P/B	4.2	3.6	3.4	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.1	10.0	10.6	9.4	7.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

