

新客户驱动 25H1 收入增长， 毛利率处于爬坡阶段

核心观点

25H1 公司实现营收 126.61 亿元/+10.36%，归母净利润 16.71 亿元/-11.06%；25Q2 公司实现营收 73.08 亿元/+8.96%，归母净利润 9.09 亿元/-16.70%。25H1 客户订单表现分化，公司收入保持稳健增长，主要系新客户订单同比大幅增长，部分老客户订单有所下滑，On 和 New Balance 跻身 25H1 前五大客户之列，客户结构多元化推进。25H1 新客户 Adidas 在越南、印尼、中国三大产能区工厂均实现量产出货，快速爬坡中。25Q2 公司毛利率为 21.08%/-7.05pct，净利率为 12.42%/-3.84pct，部分老客户订单下滑、新工厂爬坡导致利润率下滑。公司持续推进新工厂的投产和产能爬坡，产能利用率提升后新工厂毛利率有望逐步改善。

事件

华利集团发布 2025 年半年报。25H1 公司实现营收 126.61 亿元/+10.36%，归母净利润 16.71 亿元/-11.06%，扣非归母净利润 16.83 亿元/-8.75%，经营活动产生的现金流净额 16.83 亿元/-9.18%，基本 EPS 为 1.43 元/-11.18%，ROE（加权）为 9.44%/-2.52pct。公司拟向全体股东每股派发现金红利 10.0 元（含税），现金分红比例 69.9%。

单季度看，25Q2 公司实现营收 73.08 亿元/+8.96%，归母净利润 9.09 亿元/-16.70%，扣非归母净利润 9.32 亿元/-12.68%。

简评

客户结构多元化推进，新客户 Adidas 放量可期。25H1 客户订单表现分化，公司收入保持稳健增长，主要系新客户订单同比大幅增长，部分老客户订单有所下滑。与去年同期相比，On 和 New Balance 跻身前五大客户之列，公司前五大客户收入占比从 76.61%降至 71.88%，客户结构多元化推进。新客户 Adidas 自 24 年下半年开始合作，25 年上半年在越南、印尼、中国三大产能区工厂均实现量产出货，未来公司为其规划的产能布局或在年产 5000 万双量级，驱动公司中长期保持较快增速。收入拆分：1）分地区看（客户总部所在地），①北美：25H1 营收 98.87 亿元/-0.43%，毛利率为 23.12%/-5.40pct。②欧洲：25H1 营收 23.98 亿元/+88.94%（主要系新客户 Adidas、On 等表现强劲），毛利率为

华利集团 (300979.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 08 月 22 日

当前股价：54.26 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
0.26/-7.21	-0.07/-13.01	-13.45/-47.37
12 月最高/最低价 (元)		79.34/48.22
总股本 (万股)		116,700.00
流通 A 股 (万股)		116,698.98
总市值 (亿元)		633.21
流通市值 (亿元)		633.21
近 3 月日均成交量 (万)		275.95
主要股东		
俊耀集团有限公司		83.35%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺织及教育】华利集团 (300979):25Q1 收入稳健增长，产能利用率提升后利润率有望恢复

16.92%/-9.87pct。③其他：25H1 营收 3.64 亿元/+45.87%，毛利率为 19.13%/-3.89pct。2) 分产品看，①运动休闲鞋：25H1 营收 113.36 亿元/+10.78%，毛利率为 21.85%/-7.00pct。②户外靴鞋：25H1 营收 2.62 亿元/-57.31%，毛利率为 12.96%/-6.52pct。③运动凉鞋/拖鞋及其他：25H1 营收 10.52 亿元/+74.35%，毛利率为 23.80%/-2.43pct，户外靴鞋和运动凉鞋/拖鞋及其他类的营业收入相比去年同期有较大变动，主要是因为部分客户根据市场需求调整了产品类别。

24 年至今已投产 6 家新工厂，持续推进新工厂的投产和产能爬坡。24 年至今已投产 6 家新工厂，包括 3 家越南工厂（24 年 4 月、9 月投产）、2 家印尼工厂（24 年 4 月、25 年 2 月投产）、1 家国内工厂（25 年 2 月投产），25H1 末公司产能 11671 万双/+7.3%，产能利用率 95.78%/-1.54pct（注：公司产能利用率口径中，分母产能数据随新工厂招工人数、设备安装进度等浮动）。25H1 公司越南新工厂出货量达 373 万双，印度尼西亚新工厂出货量达 199 万双，中国新工厂出货量达 67 万双，随着新工厂运营成熟度提升，25Q2 新工厂整体毛利率较 Q1 已逐步改善。公司后续将继续在印度尼西亚新建工厂，在越南扩建或新建工厂，推进海外制造基地布局。

量价拆分：整体以量增为主，均价受客户结构、产品结构影响小幅波动。量价拆分看，25H1 公司实现销量 1.15 亿双/+6.1%，ASP 为 110.1 元/+3.6%；单季度看，25Q1 销量为 0.49 亿双/+8.2%，ASP 为 107 元/双，同比约 +3.8%；25Q2 销量为 0.65 亿双/+5.2%，ASP 为 112 元/双，同比+3.6%。25H1 公司整体以量增为主，均价小幅变动主要与客户结构、产品结构有关。

盈利能力下滑，主要系部分老客户订单下滑、新工厂爬坡共同影响。1) **利润端**，25H1 公司毛利率为 21.85%/-6.38pct，净利率为 13.20%/-3.17pct，所得税率为 22.38%/-0.86pct。单季度看，25Q2 公司毛利率为 21.08%/-7.05pct，环比-1.82pct；净利率为 12.42%/-3.84pct，环比-1.83pct；所得税率为 25.06%/+0.34pct，环比+6.12pct。2) **费用端**，25H1 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.34%/-0.06pct、2.78%/-2.30pct、1.61%/+0.28pct、-0.57%/-0.49pct。单季度看，25Q2 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.33%/-0.01pct、2.09%/-2.91pct（计提绩效薪酬减少）、1.44%/+0.35pct、-0.61%/-0.41pct（汇兑收益增加）。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 265.7、302.6、342.0 亿元，同比分别增长 10.7%、13.9%、13.0%；归母净利润分别为 35.3、42.0、48.6 亿元，同比分别-8.1%、+18.9%、+15.9%；对应 P/E 为 17.9x、15.0x、13.0x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **大客户订单风险：**公司前五大客户占公司收入比重较高，均为海外品牌，海外或存在通胀、衰退等风险，影响鞋服消费需求，对于公司订单产生不利影响，影响公司收入和产能利用情况；2) **新客户开拓不及预期：**公司积极开拓具备增长潜力的新品牌客户，如果新客户开拓不及预期将对公司新工厂产能利用产生不利影响，影响公司收入和制造效率；3) **新产能建设不及预期：**公司新产能位于越南、印度尼西亚等地区，面临政治风险，影响产能投放及产能利用率；4) **国际贸易和关税风险：**近期美国宣布对全球征收 10%的基础关税，并针对部分国家征收更高的对等关税，例如对越南征收高达 46%的关税，当前处于 90 天政策缓冲期，若后续美越政府谈判未能对关税达成豁免，或将影响公司未来订单和盈利能力。

图 1: 华利集团收入与毛利拆分预测

华利集团 (人民币亿元)	2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	139.3	174.7	205.7	201.1	240.1	265.7	302.6	342.0
yoy	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	19.4%	10.7%	13.9%	13.0%
销量								
总销量 (万双)	16,500	21,087	22,068	19,011	22,343	23,938	26,868	30,169
	-10.9%	27.8%	4.7%	-13.9%	17.5%	7.1%	12.2%	12.3%
ASP								
美元ASP	12.5	13.0	12.9	14.1	14.1			
yoy		4.4%	-1.0%	8.7%	0.4%			
人民币ASP	84.4	82.8	93.2	105.8	107.4	111.0	112.6	113.4
yoy	3.0%	-1.9%	12.5%	13.5%	1.6%	3.3%	1.4%	0.7%
人民币单双净利润	11.4	13.1	14.6	16.8	17.2	14.7	15.6	16.1
营收按客户拆分								
前五大客户收入	127.8	160.1	187.7	165.7	190.0	190.6	208.6	227.4
yoy	-2.0%	25.3%	17.3%	-11.7%	14.7%	0.3%	9.5%	9.0%
占比	91.7%	91.6%	91.3%	82.4%	79.1%	71.7%	69.0%	66.5%
①N客户								
	46.5	61.8	79.2	76.1	79.7	72.7	78.0	82.8
yoy	12.5%	33.0%	28.2%	-4.0%	4.7%	-8.8%	7.4%	6.1%
客户自身 (2024A截至25.5.31)	19.1%	4.9%	9.6%	0.3%	-9.8%			
②D客户								
	24.5	37.6	39.6	40.6	51.3	54.0	59.0	64.0
yoy	-6.7%	53.8%	5.1%	2.6%	26.4%	5.2%	9.2%	8.6%
客户自身 (2024A截至25.3.31)	19.4%	23.8%	15.1%	18.2%	16.3%	9.0%		
③V客户								
	32.8	32.1	34.1	23.7	29.9	29.9	31.7	33.6
yoy	-15.8%	-2.2%	6.4%	-30.7%	26.4%	0.0%	6.0%	6.0%
客户自身 (2024A截至25.3.29)	-11.9%	28.2%	-1.9%	-10.0%	-4.1%	-2.0%		
④O客户								
					15.1	20.0	25.7	32.6
yoy					35.0%	31.8%	28.8%	26.7%
客户自身 (2024A截至24.12.31)					29.4%	31.0%		
⑤P客户								
	17.0	18.9	22.3	14.0	13.9	14.0	14.2	14.3
yoy	8.2%	11.1%	17.7%	-37.1%	-0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
客户自身 (2024A截至24.12.31)	-4.9%	30.0%	24.4%	1.6%	4.4%	-11.0%		
⑥U客户								
	7.0	9.6	12.5	11.3				
yoy	28.7%	38.1%	29.9%	-9.8%				
客户自身 (2024A截至25.3.31)	27.0%	0.8%	3.1%	-3.4%	-9.4%	-5.3%		
其他客户收入								
	11.5	14.6	18.0	35.5	50.1	75.1	93.9	114.6
yoy	-45.8%	26.8%	23.1%	97.3%	41.3%	50.0%	25.0%	22.0%
占比	8.3%	8.4%	8.7%	17.6%	20.9%	28.3%	31.0%	33.5%
重要指标								
员工人数 (万人)	12.3	15.1	15.5	15.8	17.8			
yoy	-9.6%	23.1%	2.5%	1.6%	12.8%			
毛利率								
	24.8%	27.2%	25.9%	25.6%	26.8%	23.3%	24.5%	25.1%
前五大客户	26.0%	28.5%	27.1%	26.5%	27.0%	23.6%	24.6%	25.1%
其他客户	11.7%	13.3%	13.4%	21.3%	26.1%	22.7%	24.2%	25.2%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券 注: 前五大客户对应数据为我们估计值, 2024 年顺序可能不同

图 2:下游主要海外品牌表现

公司	财报期 自然年截止日	FY26指引 2026/5/31	4QFY25 2025/5/31	3QFY25 2025/2/28	2QFY25 2024/11/30	1QFY25 2024/8/31	4QFY24 2024/5/31	3QFY24 2024/2/29	2QFY24 2023/11/30	1QFY24 2023/8/31	4QFY23 2023/5/31
Nike	收入 (亿美元)		111.0	112.7	123.5	115.9	126.1	124.3	133.9	129.4	128.3
	yoy	1QFY26下降中单位数	-12.0%	-9.3%	-7.7%	-10.4%	-1.7%	0.3%	0.6%	2.0%	4.9%
	存货周转天数		102	106	105	112	98	103	101	107	108
公司	财报期 自然年截止日	FY25指引 2025/12/31	2QFY25 2025/6/30	1QFY25 2025/3/31	4QFY24 2024/12/31	3QFY24 2024/9/30	2QFY24 2024/6/30	1QFY24 2024/3/31	4QFY23 2023/12/31	3QFY23 2023/9/30	2QFY23 2023/6/30
Adidas	收入 (亿欧元)	维持指引, 高个位数增长 (剔除Yeezy影响后, 双 位数增长)	59.5	61.5	59.7	64.4	58.2	54.6	48.1	60.0	53.4
	yoy		2.2%	12.7%	24.0%	7.3%	9.0%	3.5%	-7.6%	-6.4%	-4.5%
	存货周转天数		162	154	143	130	141	151	158	154	192
公司	财报期 自然年截止日	FY25指引 2026/1/28	1QFY25 2024/5/4	4QFY24 2025/1/28	3QFY24 2024/10/27	2QFY24 2024/7/28	1QFY24 2024/4/28	4QFY23 2024/1/28	3QFY23 2023/10/29	2QFY23 2023/7/30	1QFY23 2023/4/30
lululemon	收入 (亿美元)	111.50-113.0	23.7	36.1	24.0	23.7	22.0	32.1	22.0	22.1	20.0
	yoy	增长5-7%(2QFY25增长7- 8%)	7.3%	13%	8.7%	7.3%	10.0%	15.6%	18.7%	18.2%	24.1%
	存货周转天数		141	102	146	130	129	103	158	160	160
公司	财报期 自然年截止日	FY26指引 2026/3/31	1QFY26 2025/6/30	4QFY25 2025/3/31	3QFY25 2024/12/31	2QFY25 2024/9/30	1QFY25 2024/6/30	4QFY24 2024/3/31	3QFY24 2023/12/31	2QFY24 2023/9/30	1QFY24 2023/6/30
Deckers	总收入 (亿美元)	47.0	9.6	10.2	18.3	13.1	8.3	9.6	15.6	10.9	6.8
	yoy		16.9%	6.5%	17.1%	20.1%	22.1%	21.2%	15.9%	23.7%	10.0%
	存货周转天数	无全年指引, 预计 2QFY26收入13.8-14.2亿 美元, 同比增长5.2%-8.3%	142	109	84	119	155	108	88	130	174
	其中: HOKA		6.5	5.9	5.3	5.7	5.5	5.3	4.3	4.2	4.2
	yoy		19.8%	10.0%	23.7%	34.7%	29.7%	34.0%	21.9%	27.3%	27.4%
	其中: UGG		2.7	3.7	12.4	6.9	2.2	3.6	10.7	6.1	2.0
yoy		18.9%	3.6%	16.1%	13.0%	14.0%	14.9%	15.2%	28.1%	-6.0%	
公司	财报期 自然年截止日	FY25指引 2025/12/31	2QFY25 2025/6/30	1QFY25 2025/3/31	4QFY24 2024/12/31	3QFY24 2024/9/30	2QFY24 2024/6/30	1QFY24 2024/3/31	4QFY23 2023/12/31	3QFY23 2023/9/30	2QFY23 2023/6/30
QN	收入 (亿瑞士法郎)	增长31%+(上调指引, 此 前预计28%+)	7.5	7.3	6.1	6.4	5.7	5.1	4.5	4.8	4.4
	yoy		32.1%	43.0%	35.7%	32.3%	27.8%	21.0%	21.9%	46.5%	52.3%
	存货周转天数		119	126	150	135	152	159	199	201	226
公司	财报期 自然年截止日	FY26指引 2026/3/31	1QFY26 2025/6/28	4QFY25 2025/3/31	3QFY25 2024/12/28	2QFY25 2024/9/30	1QFY25 2024/6/30	4QFY24 2024/3/30	3QFY24 2023/12/31	2QFY24 2023/9/30	1QFY24 2023/7/1
VF	收入 (亿美元)	2QFY26收入下滑-4%至- 2%	17.6	21.4	28.3	27.6	19.1	23.7	29.6	30.3	20.86336
	yoy		-0.5%	-4.6%	1.9%	-5.5%	-8.6%	-13.4%	-16.1%	-1.5%	-7.7%
	存货周转天数		209	154	141	143	191	144	157	160	232
公司	财报期 自然年截止日	FY25指引 2025/12/31	2QFY25 2025/6/30	1QFY25 2025/3/31	4QFY24 2024/12/31	3QFY24 2024/9/30	2QFY24 2024/6/30	1QFY24 2024/3/31	4QFY23 2023/12/31	3QFY23 2023/9/30	2QFY23 2023/6/30
Puma	收入 (亿欧元)	下调指引, 低双位数下 降, 前次指引中低单位数 增长	19.42	20.76	22.89	23.1	21.2	21.0	19.8	23.1	21.206
	yoy		-8.3%	-1.3%	15.5%	-0.1%	-0.2%	-3.9%	-9.8%	-1.8%	5.9%
	存货周转天数		182	167	143	141	150	146	157	148	165
公司	财报期 自然年截止日	FY26指引 2026/3/31	1QFY26 2025/6/30	4QFY25 2025/3/31	3QFY25 2024/12/31	2QFY25 2024/9/30	1QFY25 2024/6/30	4QFY24 2024/3/31	3QFY24 2023/12/31	2QFY24 2023/9/30	1QFY24 2023/6/30
UA	收入 (亿美元)	无全年指引, 预计 2QFY26收入下滑-7%至- 6%	11.3	11.8	14.0	14.0	11.8	13.3	14.9	15.7	13.2
	yoy		-4.2%	-11.4%	-5.7%	-10.7%	-10.1%	-4.8%	-6.1%	-0.5%	-2.4%
	存货周转天数		160	146	135	142	151	127	124	136	160
公司	财报期 自然年截止日	FY25指引 2025/8/31	3QFY25 2025/5/31	2QFY25 2025/2/28	1QFY25 2024/11/30	4QFY24 2024/8/31	3QFY24 2024/5/31	2QFY24 2024/2/29	1QFY24 2023/11/30	4QFY23 2023/8/31	3QFY23 2023/5/31
迅销 (优衣库母公司)	收入 (亿美元)		56.6	62.7	59.5	51.2	49.5	52.7	55.3	43.6	53.7
	yoy	增长9.5% (维持)	7.7%	13.6%	10.4%	18.4%	13.3%	4.7%	13.3%	16.2%	23.8%
	存货周转天数		110	102	109	115	110	105	114	129	119
公司	财报期 自然年截止日	FY25指引 2025/12/31	2QFY25 2025/6/30	1QFY25 2025/3/31	4QFY24 2024/12/31	3QFY24 2024/9/30	2QFY24 2024/6/30	1QFY24 2024/3/31	4QFY23 2023/12/31	3QFY23 2023/9/30	2QFY23 2023/6/30
ASICS	收入 (亿美元)	增长17.9% (上调指引, 前 次指引15%)	13.2	14.1	10.7	12.8	10.6	11.6	8.7	10.6	9.6
	yoy		15.7%	19.7%	25.1%	16.0%	22.0%	14.3%	0.7%	14.5%	15.1%
	存货周转天数		145	129	174	132	151	135	201	156	186

数据来源: 各公司公告、中信建投证券

图 3: 同行丰泰企业及裕元集团单月收入

丰泰企业、裕元集团单月收入							
时间	丰泰企业			裕元集团			
	营收 (亿新台币)	营收美元口径yoy (测算)	累计税后盈余yoy	总收入 (亿美元)	总营收yoy	制造业务营收yoy	
2025-07	73.2	0.1%		6.7	-1.9%	0.5%	
2025-06	71.2	5.2%		6.6	1.5%	9.4%	
2025-05	60.1	-17.0%		7.1	-0.8%	0.5%	
2025-04	72.7	4.4%		6.6	1.2%	10.5%	
2025-03	71.5	-5.1%		6.6	-0.7%	3.5%	
2025-02	66.3	7.2%		5.7	-6.7%	14.9%	
2025-01	69.5	-10.2%		8.0	9.3%	1.1%	
2024-12	67.0	-14.7%		6.8	6.9%	13.5%	
2024-11	81.2	6.8%		6.8	7.5%	17.0%	
2024-10	70.6	-8.9%		7.4	14.7%	21.3%	
2024-09	68.2	3.2%		6.6	9.7%	26.7%	
2024-08	78.7	-8.2%		7.1	11.6%	21.1%	
2024-07	80.3	-1.3%		6.8	10.2%	22.0%	
2024-06	73.4	-3.3%		6.5	-4.3%	2.9%	
2024-05	78.5	10.6%		7.2	2.3%	8.3%	
2024-04	70.8	-1.4%		6.5	-5.0%	2.5%	
2024-03	72.6	5.6%		6.6	-4.9%	0.2%	
2024-02	59.5	-11.1%		6.1	0.4%	-12.2%	
2024-01	74.1	11.9%		7.4	9.1%	12.5%	
2023-12	73.7	-1.8%		6.4	1.6%	-2.4%	
2023-11	73.3	3.1%		6.3	-3.6%	-9.6%	
2023-10	78.4	-6.6%		6.5	-14.6%	-17.3%	
2023-09	67.4	-23.0%		6.0	-19.1%	-28.7%	
2023-08	85.5	-6.9%		6.4	-17.0%	-19.8%	
2023-07	77.8	-12.8%		6.2	-20.9%	-23.9%	
2023-06	72.8	-17.6%		6.8	-18.6%	-24.2%	
2023-05	67.4	-22.6%		7.0	-7.5%	-10.8%	
2023-04	67.8	-20%		6.8	-8.2%	-25.4%	
2023-03	65.4	-27%	63.9%	7.0	-10.0%	-21.3%	
2023-02	64.6	-9%	75.9%	6.0	-6.9%	-5.9%	
2023-01	63.6	-22%	95.7%	8.1	-16.5%	-25.0%	

注: 丰泰企业美元口径营收 yoy 为通过将各月营收用月末汇率换算为美元计算。

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,118	15,389	17,083	19,948	23,169
现金	3,879	5,588	6,646	8,370	10,353
应收票据及应收账款合计	3,765	4,378	4,615	5,254	5,939
其他应收款	18	67	54	61	69
预付账款	65	89	87	99	111
存货	2,741	3,121	3,547	3,979	4,458
其他流动资产	2,650	2,147	2,135	2,185	2,238
非流动资产	6,329	7,375	7,099	6,764	6,456
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,967	4,954	4,391	3,895	3,445
无形资产	557	671	559	447	335
其他非流动资产	1,804	1,750	2,149	2,422	2,675
资产总计	19,447	22,765	24,183	26,712	29,625
流动负债	4,169	4,935	4,716	5,292	5,930
短期借款	733	288	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,793	2,410	2,414	2,708	3,034
其他流动负债	1,643	2,238	2,303	2,584	2,896
非流动负债	162	386	343	299	258
长期借款	107	188	145	101	59
其他非流动负债	54	198	198	198	198
负债合计	4,331	5,321	5,059	5,591	6,187
少数股东权益	7	11	10	9	7
股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704
留存收益	8,238	10,561	12,243	14,242	16,560
归属母公司股东权益	15,109	17,432	19,114	21,113	23,431
负债和股东权益	19,447	22,765	24,183	26,712	29,625

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,694	4,617	3,932	4,645	5,244
净利润	3,200	3,836	3,528	4,194	4,862
折旧摊销	877	870	1,033	1,092	1,066
财务费用	-89	-84	-7	-20	-29
投资损失	-52	-78	-66	-66	-66
营运资金变动	-450	-4	-567	-565	-600
其他经营现金流	207	77	11	11	11
投资活动现金流	-1,821	-2,165	-702	-702	-702
资本支出	1,164	1,557	757	757	757
长期投资	-783	-670	0	0	0
其他投资现金流	-2,202	-3,052	-1,459	-1,459	-1,459
筹资活动现金流	-1,963	-1,937	-2,172	-2,219	-2,559
短期借款	50	-445	-288	0	0
长期借款	-2	81	-43	-44	-42
其他筹资现金流	-2,011	-1,573	-1,840	-2,176	-2,517
现金净增加额	-63	549	1,058	1,724	1,983

资料来源：公司公告，中信建投

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,114	24,006	26,574	30,255	34,198
营业成本	14,967	17,572	20,373	22,854	25,608
营业税金及附加	5	4	5	6	6
销售费用	70	76	92	105	119
管理费用	689	1,074	1,063	1,331	1,573
研发费用	309	375	400	455	514
财务费用	-89	-84	-7	-20	-29
资产减值损失	-150	-113	-205	-234	-264
信用减值损失	-4	-6	-6	-7	-8
其他收益	1	6	4	4	4
公允价值变动收益	-6	10	0	0	0
投资净收益	52	78	66	66	66
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	4,056	4,967	4,507	5,354	6,205
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	20	20	20
利润总额	4,036	4,948	4,489	5,337	6,187
所得税	836	1,112	961	1,143	1,325
净利润	3,200	3,836	3,528	4,194	4,862
少数股东损益	0	-4	-1	-2	-2
归属母公司净利润	3,200	3,840	3,529	4,195	4,864
EBITDA	4,825	5,734	5,515	6,409	7,224
EPS (元)	2.74	3.29	3.02	3.59	4.17

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	10.7	13.9	13.0
营业利润(%)	-1.2	22.5	-9.3	18.8	15.9
归属于母公司净利润(%)	-0.9	20.0	-8.1	18.9	15.9
获利能力					
毛利率(%)	25.6	26.8	23.3	24.5	25.1
净利率(%)	15.9	16.0	13.3	13.9	14.2
ROE(%)	21.2	22.0	18.5	19.9	20.8
ROIC(%)	30.8	32.7	27.8	31.6	35.0
偿债能力					
资产负债率(%)	22.3	23.4	20.9	20.9	20.9
净负债比率(%)	-20.1	-29.3	-34.0	-39.2	-43.9
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.05	1.10	1.13	1.15
应收账款周转率	5.34	5.48	5.76	5.76	5.76
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.74	3.29	3.02	3.59	4.17
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.96	3.37	3.98	4.49
每股净资产(最新摊薄)	12.95	14.94	16.38	18.09	20.08
估值比率					
P/E	19.7	16.4	17.9	15.0	13.0
P/B	4.2	3.6	3.3	3.0	2.7

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺服轻工及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024年“金牛奖”纺服行业最佳分析师，2023年“新浪金麒麟”菁英分析师纺服第4、家居第5，2020年“新财富”海外最佳分析师第5名团队成员，目前专注于纺服、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

轻工纺服及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6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指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 朝阳区景辉街16号院1号楼18层
 电话:(8610) 56135088
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk