

# 华利集团 (300979.SZ)

**买入 (维持评级)**

## 25H1 业绩点评：毛利率短期承压，新工厂顺利投产

**事件：**公司发布 25 年半年报，25H1 实现营收 126.61 亿元，同增 10.36%，实现归母净利 16.71 亿元，同比-11.06%，实现扣非净利 16.83 亿元，同比-8.75%。其中，25Q2 收入、净利分别同比+9.0%、-16.7%。

### 投资要点：

#### ➤ 新客户推动量增，adidas 顺利出货

分量价看，25 年上半年公司销售运动鞋 1.15 亿双，同比增长 6.14%；经测算 25Q2 销量/ASP 分别同增 5.2%/3.6%。客户根据市场需求调整产品类别，运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋拖鞋收入分别同比+10.78%/-57.31%/+74.35%。高质量新客户持续放量，前五大客户收入占比由去年同期的 76.61%降至 71.88%，On 和 New Balance 新晋成为公司前五大客户。此外，公司与战略新客户 Adidas 的合作顺利推进，实现量产出货。

#### ➤ 新厂爬坡阶段性影响毛利率，费用管控效果显著

公司 25H1 运动鞋业务毛利率为 21.83%，同比下降 6.38pct，主要系较多新工厂处于产能爬坡阶段，影响了整体毛利率水平。但 25Q2 新工厂整体毛利率较 Q1 逐步改善。费用端管控效果显著，25H1 公司销售/管理费用率分别为 0.34%/2.78%，其中管理费用同比大幅下降主要系本期净利润下降，计提的绩效薪酬减少。财务费用因汇兑收益增加录得净收益 7187 万元。受毛利率下滑影响，25H1 公司净利率为 13.2%，同比有所下降。

#### ➤ 新工厂投产顺利，关税政策下推进本地化采购

25 年上半年公司总产能为 1.17 亿双，产能利用率 95.78%。期间公司新工厂爬坡进度符合规划，越南、印度尼西亚、中国新工厂分别出货 373 万双、199 万双、67 万双。公司持续推进多基地布局，除越南外，已在印度尼西亚、中国建设新工厂，以降低生产基地集中的风险。库存方面，截至 25H1 末公司存货周转天数为 56 天，存货余额较期初-7.15%。此外，公司持续推进本地化采购以提升效率、降低成本，25 年上半年越南工厂的本地采购比例已提升至约 56%。

#### ➤ 盈利预测与投资建议

考虑到公司部分品牌客户经营略有承压，我们调整此前预测，预计公司 2025~27 年分别实现归母净利润 35.64/42.56/51.92 亿元（原值 43.94/50.72/58.94 亿元），分别同比-7%/+19%/+22%，25 年对应 18x PE。考虑到华利集团作为制鞋代工龙头企业，与 Nike、Deckers、On 等优质国际品牌客户深度绑定，且持续拓展 adidas 等重要品牌，叠加产能稳健增长，维持“买入”评级。

#### ➤ 风险提示

美国关税政策变化、原材料涨价、海外运动品牌终端需求低于预期、汇率波动

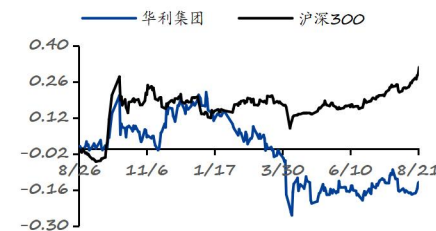
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,114	24,006	26,690	30,515	34,574
增长率	-2%	19%	11%	14%	13%
净利润 (百万元)	3,200	3,840	3,564	4,256	5,192
增长率	-1%	20%	-7%	19%	22%
EPS (元/股)	2.74	3.29	3.05	3.65	4.45
市盈率 (P/E)	19.8	16.5	17.8	14.9	12.2
市净率 (P/B)	4.2	3.6	3.4	3.0	2.6

数据来源：公司公告、华福证券研究所

### 基本数据

日期	2025-08-22
收盘价:	54.26 元
总股本/流通股本(百万股)	1,167.00/1,166.99
流通 A 股市值(百万元)	63,320.87
每股净资产(元)	13.84
资产负债率(%)	36.54
一年内最高/最低价(元)	85.00/47.77

### 一年内股价相对走势



### 团队成员

分析师:	谢丽媛(S0210524040004)
	xly30495@hfzq.com.cn
分析师:	李施璇(S0210524100001)
	lsx30549@hfzq.com.cn

### 相关报告

- 25Q1 业绩点评：新品牌增速亮眼，期待毛利率边际改善——2025.04.30
- 24 年报点评：派息比例提升，adidas 放量可期——2025.04.11
- 24 年三季报点评：延续高质量增长，期待新客户放量——2024.10.30





## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（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，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。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，之后可能会随情况的变化而调整。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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn