

公司评级 买入（维持）

报告日期 2025 年 08 月 23 日

基础数据

08 月 21 日收盘价（元）	53.99
总市值（亿元）	630.06
总股本（亿股）	11.67

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证纺服】华利集团：新客户订单显著增长，新产能投放影响毛利率-2025.05.10

分析师：赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanYu@xyzq.com.cn

华利集团(300979.SZ)

客户呈现多元化,新工厂爬坡及老工厂结构调整影响毛利率

投资要点:

- **事件：公司发布 2025 年中报。**①2025H1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 126.61/16.71/16.83 亿元，同比变动+10.36%/ -11.06%/ -8.75%。②2025Q2 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 73.08/9.09/9.32 亿元，同比变动+8.96%/ -16.70%/ -12.68%。③公司拟进行中期分红，以 8 月 20 日总股本为基数，每股派发现金红利人民币 1 元（含税），合计派发现金红利人民币 11.67 元（含税），中期现金分红占公司 2025 年半年度归母净利润比例约为 70%。
- **客户呈现多元化，北美客户面临压力，欧洲/其他区域客户快速增长。**公司 2025H1 收入呈现出客户多元化特征，前五大客户收入占比从去年同期的 76.61%，下降到 71.88%，品牌 On 与 New Balance 跻身前五大客户行列，多元化的客户结构增强了消费市场不确定时的业绩韧性。分区域看，北美区域（客户总部所在地）收入 9.89 亿元，同比下滑 0.43%，毛利率 23.12%，同比变动-5.40pct，北美业务呈现订单压力，欧洲/其他区域（客户总部所在地）收入分别为 23.98/3.64 亿元，同比变动+88.94%/+45.87%，阿迪达斯快速放量致欧洲区域快速增长，欧洲/其他区域毛利率分别为 16.92%/19.13%，同比变动-9.87/-3.89pct，新工厂爬坡及订单压力导致毛利率有所降低。分品类看，户外鞋靴/运动凉鞋（拖鞋）收入呈现较大变动，分别同比变动-57.31%/+74.35%，主因部分客户调整产品策略。
- **量价看：单价提升快于销量提升。**2025H1 运动鞋销量 1.15 亿双，同比增长 6.1%；人民币口径单价 110.10 元/双，同比+3.6%；延续 2025Q1 单价提升的趋势，预计高单价品牌增长仍然较快。
- **新工厂爬坡及老工厂产能调配影响毛利率。**①2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 21.85%/13.19%，同比变动-6.38pct/-3.18pct，新工厂仍处于爬坡阶段，但已经实现一定成效，上半年越南/印尼/中国区新工厂出货量分别达到 373/199/67 万双，销量占比分别为 3.2/1.7/0.6%，新工厂出货量稳步提升，经营正在好转。销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.34%/2.78%/1.61%/-0.57%，同比变动-0.06/-2.30/+0.28/-0.49pct，2025H1 继续优化管理，管理费用率大幅减少，同时，汇兑收益增加导致财务费用率降低。公允价值变动方面，2025H1 新增远期外汇合约产生公允价值变动-0.36 亿。②2025Q2 毛利率/归母净利率分别为 21.08%/12.43%，同比变动-7.05pct/-3.83pct，相比 Q1 毛利率进一步降低，2025Q2 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.33%/2.09%/1.44%/-0.61%，同比变动-0.01/-2.91/+0.35/-0.41pct。
- **经营性现金流小幅下降，资本开支进一步增加。**2025H1 公司销售商品及提供劳务收到的现金为 121.94 亿元，同比增加 12.1%，经营活动产生的现金流量净额 15.64 亿元，同比下降 9.2%。投资活动中，购买固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流出 13.78 亿元，相比上年同期 7.89 亿元大幅增加，最终投资活动产生的现金流量净额呈现流出 12.83 亿元。
- **盈利预测与投资建议：**公司在关税不确定的情况下，实现收入的稳健增长，但新工厂投产及老工厂产能利用率低影响盈利，预计利润率修复或仍需要一定时间，下调 2025 年盈利预测。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 3.08/3.57/4.23 元，对应 2025 年 8 月 21 日收盘价市盈率分别为 17.5/15.1/12.8 倍，维持“买入”评级。

- 风险提示：1、海外客户需求不及预期；2、劳动力成本上升风险；3、贸易摩擦及地缘政治风险；

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	24006	26904	30777	35103
同比增长	19.4%	12.1%	14.4%	14.1%
归母净利润（百万元）	3840	3591	4163	4935
同比增长	20.0%	-6.5%	15.9%	18.5%
毛利率	26.8%	22.7%	23.0%	23.7%
ROE	22.0%	19.9%	21.8%	24.3%
每股收益（元）	3.29	3.08	3.57	4.23
市盈率	16.4	17.5	15.1	12.8

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15389	16604	17949	20039
货币资金	5588	6137	6379	7049
交易性金融资产	1775	1475	1475	1675
应收票据及应收账款	4378	4926	5631	6418
预付款项	89	0	0	0
存货	3121	3519	3907	4329
其他	438	546	557	569
非流动资产	7375	8666	9450	9574
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4738	5605	6280	6503
在建工程	757	1023	1009	804
无形资产	671	787	895	996
商誉	130	130	130	130
其他	1080	1121	1137	1142
资产总计	22765	25270	27400	29613
流动负债	4935	6866	7955	8935
短期借款	288	1388	1588	1588
应付票据及应付账款	2410	2888	3423	4020
其他	2238	2590	2944	3327
非流动负债	386	335	335	335
长期借款	0	0	0	0
其他	386	335	335	335
负债合计	5321	7201	8290	9270
股本	1167	1167	1167	1167
未分配利润	10434	10784	11201	11694
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	17443	18068	19109	20343
负债及权益合计	22765	25270	27400	29613

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	3840	3591	4163	4935
折旧和摊销	870	1270	1461	1622
营运资金的变动	-4	-300	-340	-367
经营活动产生现金流量	4617	4608	5415	6314
资本支出	-1664	-2327	-2027	-1527
长期投资	-670	275	-25	-225
投资活动产生现金流量	-2165	-2139	-2170	-1857
债权融资	-451	1097	200	0
股权融资	8	0	0	0
融资活动产生现金流量	-1937	-1910	-3004	-3788
现金净变动	549	549	242	670

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24006	26904	30777	35103
营业成本	17572	20793	23699	26792
税金及附加	4	5	6	7
销售费用	76	86	98	112
管理费用	1074	888	1077	1229
研发费用	375	420	480	548
财务费用	-84	-68	-103	-105
投资收益	78	81	92	105
公允价值变动收益	10	0	0	0
信用减值损失	-6	-6	-6	-6
资产减值损失	-113	-120	-120	-120
营业利润	4967	4743	5495	6511
营业外收支	-19	-17	-17	-17
利润总额	4948	4726	5478	6494
所得税	1112	1134	1315	1559
净利润	3836	3591	4163	4935
少数股东损益	-4	0	0	0
归属母公司净利润	3840	3591	4163	4935
EPS(元)	3.29	3.08	3.57	4.23

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	19.4%	12.1%	14.4%	14.1%
营业利润增长率	22.5%	-4.5%	15.9%	18.5%
归母净利润增长率	20.0%	-6.5%	15.9%	18.5%
盈利能力				
毛利率	26.8%	22.7%	23.0%	23.7%
归母净利率	16.0%	13.3%	13.5%	14.1%
ROE	22.0%	19.9%	21.8%	24.3%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	28.5%	30.3%	31.3%
流动比率	3.12	2.42	2.26	2.24
速动比率	2.39	1.84	1.71	1.71
营运能力				
资产周转率	113.7%	112.0%	116.9%	123.1%
每股资料(元)				
每股收益	3.29	3.08	3.57	4.23
每股经营现金	3.96	3.95	4.64	5.41
估值比率(倍)				
PE	16.4	17.5	15.1	12.8
PB	3.6	3.5	3.3	3.1

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登记为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 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。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并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相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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保持在最新状态。同时，本公司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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn