华利集团（300979）

2025 年中报点评：On 和 New Balance 跻身前五大客户，期待新工厂效率爬坡

买入（维持）

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	20,114	24,006	26,706	30,664	35,118
同比（%）	(2.21)	19.35	11.24	14.82	14.53
归母净利润（百万元）	3,200	3,840	3,567	4,344	5,116
同比（%）	(0.86)	20.00	(7.12)	21.79	17.77
EPS-最新摊薄（元/股）	2.74	3.29	3.06	3.72	4.38
P/E（现价&最新摊薄）	19.79	16.49	17.75	14.58	12.38

投资要点

- **公司公布 2025 年中报：**25H1 营收 126.61 亿元/yoy+10.36%，归母净利润 16.64 亿元/yoy-11.42%。分季度看，25Q1/Q2 营收分别同比+12.34%/+8.96%；归母净利润分别同比-3.25%/-17.32%。上半年收入保持增长，但利润承压，Q2 环比 Q1 业绩转弱，主因老客户订单下滑导致工厂效率降低，而新客户、新工厂生产效率处爬坡期，且由于客户订单变动集团进行产能调度，短期内损失效率。

- **新老客户订单分化，On 和 New Balance 跻身前五大客户。**从客户自身情况来看，FY25Q3/Q4（截至 2025/2/28、2025/5/31 季度）NIKE 营收分别同比-9.33%/-11.97%，25Q1/Q2 Deckers 营收分别同比+6.46%/+16.86%、VF 营收分别同比-4.61%/-0.47%、On 营收分别同比+42.98%/+31.97%、阿迪达斯营收分别同比+12.73%/+2.23%，由于市场策略差异，客户自身表现存在分化。同时结合供应商策略差异，华利集团不同客户间订单分化，部分老客户订单下滑，但新客户订单同比大幅增长，其中 On 和 New Balance 跻身公司前五大客户行列，25H1 前五大客户收入占比由去年同期的 76.61%下降为 71.88%，客户结构更加多元化，增强公司在宏观经济环境与消费市场不确定性增加时的业绩韧性。

- **新厂密集投产，期待效率爬坡。**近两年伴随新客户订单放量，公司处于资本开支密集投入期，2024 年公司新增 4 个新工厂投产（4 月越南 On Running 工厂、印尼 Hoka 工厂；9 月越南阿迪工厂；10 月越南 New Balance 工厂），2025H1 新增 2 个新工厂投产（四川阿迪工厂、印尼阿迪工厂）。25H1 越南新工厂出货量达 373 万双，印尼新工厂出货量达 199 万双，中国新工厂出货量达 67 万双。公司预计下半年将新增投产一个印尼阿迪工厂和一个越南 Asics 工厂。新工厂密集投产短期对利润率有所拖累，25H1 毛利率/归母净利率分别同比-6.38/-3.18pct 至 21.85%/13.19%，未来随产能爬坡，利润率有望逐步修复。

- **盈利预测与投资评级：**维持 2025-2027 年归母净利润预测值 35.7/43.4/51.2 亿元，对应 PE 分别为 18/15/12X，维持“买入”评级。

- **风险提示：**全球消费需求波动、新产能爬坡及效率提升不及预期、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

2025 年 08 月 25 日

证券分析师 汤军
执业证书：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
证券分析师 赵艺原
执业证书：S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

股价走势

市场数据

收盘价(元)	54.26
一年最低/最高价	47.77/85.00
市净率(倍)	3.92
流通 A 股市值(百万元)	63,320.87
总市值(百万元)	63,321.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.84
资产负债率(%,LF)	36.54
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	1,166.99

相关研究

《华利集团(300979)：25H1 业绩快报点评：营收保持增长，利润率短期承压》

2025-08-11

《华利集团(300979)：2024 年报点评：新增客户 Adidas，保持积极扩产》

2025-04-17

请务必阅读正文之后的免责声明部分

华利集团三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	**15,389**	**15,783**	**20,201**	**25,575**
货币资金及交易性金融资产	7,364	6,834	10,032	14,006
经营性应收款项	4,467	4,909	5,636	6,454
存货	3,121	3,645	4,135	4,713
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	438	395	398	402
非流动资产	**7,375**	**8,256**	**9,055**	**9,788**
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及使用权资产	4,954	5,230	5,437	5,576
在建工程	757	1,218	1,680	2,144
无形资产	671	801	931	1,061
商誉	130	130	130	130
长期待摊费用	211	211	211	211
其他非流动资产	652	667	667	667
资产总计	**22,765**	**24,039**	**29,256**	**35,363**
流动负债	**4,935**	**5,521**	**6,315**	**7,226**
短期借款及一年内到期的非流动负债	333	443	543	643
经营性应付款项	2,410	2,804	3,181	3,625
合同负债	38	0	0	0
其他流动负债	2,155	2,274	2,591	2,958
非流动负债	386	385	385	385
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	188	188	188	188
其他非流动负债	198	197	197	197
负债合计	**5,321**	**5,906**	**6,700**	**7,611**
归属母公司股东权益	17,432	18,122	22,546	27,742
少数股东权益	11	11	10	10
所有者权益合计	**17,443**	**18,133**	**22,557**	**27,752**
负债和股东权益	**22,765**	**24,039**	**29,256**	**35,363**

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	**24,006**	**26,706**	**30,664**	**35,118**
营业成本(含金融类)	17,572	20,188	22,903	26,102
税金及附加	4	6	7	7
销售费用	76	107	123	140
管理费用	1,074	1,202	1,380	1,580
研发费用	375	411	472	541
财务费用	(84)	(96)	(80)	(139)
加:其他收益	6	2	2	3
投资净收益	78	27	31	35
公允价值变动	10	0	0	0
减值损失	(119)	(80)	(80)	(80)
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	**4,967**	**4,836**	**5,813**	**6,845**
营业外净收支	(19)	(16)	(22)	(25)
利润总额	**4,948**	**4,820**	**5,791**	**6,820**
减:所得税	1,112	1,253	1,448	1,705
净利润	**3,836**	**3,567**	**4,343**	**5,115**
减:少数股东损益	(4)	0	0	0
归属母公司净利润	**3,840**	**3,567**	**4,344**	**5,116**
每股收益-最新股本摊薄(元)	3.29	3.06	3.72	4.38
EBIT	4,793	4,724	5,711	6,681
EBITDA	5,663	5,508	6,561	7,599
毛利率(%)	26.80	24.41	25.31	25.68
归母净利率(%)	16.00	13.36	14.17	14.57
收入增长率(%)	19.35	11.24	14.82	14.53
归母净利润增长率(%)	20.00	(7.12)	21.79	17.77

现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	3,922	4,758	5,536
投资活动现金流	(2,165)	(1,696)	(1,741)	(1,740)
筹资活动现金流	(1,937)	(2,847)	81	78
现金净增加额	549	(630)	3,098	3,875
折旧和摊销	870	784	851	918
资本开支	(1,664)	(1,666)	(1,672)	(1,675)
营运资本变动	(4)	(448)	(526)	(588)

重要财务与估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E
每股净资产(元)	14.94	15.53	19.32	23.77
最新发行在外股份（百万股）	1,167	1,167	1,167	1,167
ROIC(%)	21.87	19.04	20.37	19.32
ROE-摊薄(%)	22.03	19.68	19.27	18.44
资产负债率(%)	23.38	24.57	22.90	21.52
P/E（现价&最新股本摊薄）	16.49	17.75	14.58	12.38
P/B（现价）	3.63	3.49	2.81	2.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，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。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn