

华利集团 (300979.SZ)

强烈推荐 (维持)

25H1 老客户订单承压&产能错配, 盈利能力下滑

25Q2 公司收入和净利润分别同比+9%、-17%，新工厂爬坡速度加满，同时老客户订单较差导致产能错配效率较低，盈利能力明显下滑。我们下调业绩预期，预计 25-27 年公司归母净利润规模为 35.1 亿元、41.8 亿元、49.5 亿元，同比增速为-9%、19%、18%。当前市值对应 2025PE18X、2026PE15X，维持强烈推荐评级。

□ **25H1 净利润明显承压。** 25H1 公司营收 126.6 亿元，同比+10.4%，净利润 16.7 亿元，同比-11.1%。25Q2 公司营收 73.1 亿元，同比+8.96%，净利润 9.08 亿元，同比-16.8%。

1) **分业务:** 25H1 公司运动鞋收入同比+10.8%至 113.4 亿元，户外鞋靴收入同比-57.3%至 2.61 亿元，运动凉鞋及其他收入同比+74.4%至 10.52 亿元。

2) **分地区:** 按照客户总部所在地，25H1 公司北美收入同比-0.4%至 98.9 亿元，欧洲收入同比+88.94%至 23.97 亿元，其他地区收入同比+45.9%至 3.6 亿元。

3) **分客户:** 25H1 老客户订单压力大。但 NB 和 ON 进入前五大客户，占比超过 5 个点，阿迪出货量达 700 万+。

□ **盈利能力下滑。** 25H1 公司毛利率下降 6.38pct 至 21.85%，期间费用率下降 2.57pct 至 4.16%，主要是管理费用率下降 2.3pct。净利率下降 3.17pct 至 13.2%。25Q2 公司毛利率下降 7.05pct 至 21.08%，期间费用率下降 2.99pct 至 3.25%，主要是管理费用率下降 2.9pct。净利率下降 3.84pct 至 12.42%。新客户订单较好，老客户订单承压，但新客户及新工厂效率低于老客户和老工厂，叠加产能调度短期效率损失（新品牌订单让老工厂做效率较差），导致 Q2 毛利率下降。

□ **营运能力稳健。** 1) 现金流: 25H1 经营活动净现金 15.64 亿元，同比-9.18%; 2) 应收账款: 截至 25 年 6 月公司应收账款周转天数同比+2 天至 66 天; 3) 存货: 截至 25 年 6 月公司存货周转天数同比-8 天至 55 天。

□ **产能稳健拓展。** 25H1 公司产能利用率 95.78% (同比-1.5pct)，境内产能利用率 98.7% (境内产能占比 0.58%)，境外产能利用率 95.76%。报告期内，越南新工厂出货量达 373 万双，印尼新工厂出货量 199 万双，中国新工厂达 67 万。25Q2 新工厂毛利率好于 Q1; 今年下半年印尼和越南各有一个工厂投产，明年下半年越南和印尼预计各有一个新工厂投产。

消费品/轻工纺服

目标估值: NA

当前股价: 54.26 元

基础数据

总股本 (百万股)	1167
已上市流通股 (百万股)	1167
总市值 (十亿元)	63.3
流通市值 (十亿元)	63.3
每股净资产 (MRQ)	13.8
ROE (TTM)	22.5
资产负债率	36.5%
主要股东	俊耀集团有限公司
主要股东持股比例	84.8%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	0	-17	-10
相对表现	-6	-27	-42



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《华利集团 (300979) —25Q1 盈利能力下滑, 新工厂及员工效率有待提升》2025-04-29
- 《华利集团 (300979) —24Q4 新工厂投产拖累利润, 期待新客户订单增量》2025-04-14
- 《华利集团 (300979) —24Q3 订单稳健增长, 盈利能力稳中向好》2024-10-30

刘丽 S1090517080006

liuli14@cmschina.com.cn

王梓旭 S1090524070009

wangzixu@cmschina.com.cn

- **盈利预测及投资建议。** 公司客户结构持续优化，新客户订单持续增长，目前公司持续拓展越南及印尼产能，但考虑到新工厂爬坡速度加满，同时老客户订单较差导致产能错配效率较低，盈利能力明显下滑，我们略下调利润预测，预计 2025-2027 年公司收入规模为 264.9 亿元、300.2 亿元、339.6 亿元，同比增速为 10%、13%、13%；归母净利润规模为 35.1 亿元、41.8 亿元、49.5 亿元，同比增速为-9%、19%、18%。当前市值对应 2025PE18X、2026PE15X，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：** 欧美运动鞋去库存进度及需求增长不确定性，公司东南亚产能扩张不及预期等风险，汇率波动导致汇兑损失增加风险，关税不确定性风险。

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	20114	24006	26492	30022	33958
同比增长	-2%	19%	10%	13%	13%
营业利润(百万元)	4056	4967	4538	5407	6402
同比增长	-1%	22%	-9%	19%	18%
归母净利润(百万元)	3200	3840	3509	4180	4949
同比增长	-1%	20%	-9%	19%	18%
每股收益(元)	2.74	3.29	3.01	3.58	4.24
PE	19.8	16.5	18.0	15.1	12.8
PB	4.2	3.6	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	16236	18285	20860
现金	3879	5588	5381	6281	7564
交易性投资	2342	1775	1775	1775	1775
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3765	4378	4832	5475	6193
其它应收款	18	67	74	83	94
存货	2741	3121	3661	4090	4578
其他	373	460	514	580	655
非流动资产	6329	7375	8190	8673	9076
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	5675	6263	6758
无形资产商誉	685	800	720	648	583
其他	1830	1837	1795	1761	1734
资产总计	19447	22765	24426	26958	29935
流动负债	4169	4935	5775	6062	6395
短期借款	733	288	750	700	650
应付账款	1793	2410	2826	3158	3534
预收账款	27	38	44	50	56
其他	1616	2200	2155	2155	2155
长期负债	162	386	386	386	386
长期借款	0	0	0	0	0
其他	162	386	386	386	386
负债合计	4331	5321	6162	6448	6781
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积金	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8238	10561	11386	13636	16286
少数股东权益	7	11	8	3	(2)
归属于母公司所有者权益	15109	17432	18257	20507	23157
负债及权益合计	19447	22765	24426	26958	29935

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3694	4617	3654	4283	5023
净利润	3200	3836	3505	4176	4944
折旧摊销	819	817	882	1015	1096
财务费用	(76)	(83)	(11)	(3)	(15)
投资收益	(52)	(78)	(94)	(94)	(94)
营运资金变动	(216)	168	(634)	(817)	(913)
其它	19	(43)	7	6	6
投资活动现金流	(1821)	(2165)	(1606)	(1406)	(1406)
资本支出	(1155)	(1700)	(1700)	(1500)	(1500)
其他投资	(666)	(465)	94	94	94
筹资活动现金流	(1963)	(1937)	(2256)	(1977)	(2334)
借款变动	(660)	(861)	417	(50)	(50)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(1400)	(1400)	(2684)	(1930)	(2299)
其他	97	325	11	3	15
现金净增加额	(89)	515	(207)	900	1283

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20114	24006	26492	30022	33958
营业成本	14967	17572	20611	23027	25774
营业税金及附加	5	4	4	5	5
营业费用	70	76	106	120	136
管理费用	689	1074	742	901	1019
研发费用	309	375	477	540	611
财务费用	(89)	(84)	(11)	(3)	(15)
资产减值损失	(154)	(118)	(120)	(120)	(120)
公允价值变动收益	(6)	10	10	10	10
其他收益	1	6	6	6	6
投资收益	52	78	78	78	78
营业利润	4056	4967	4538	5407	6402
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	21	21	21
利润总额	4036	4948	4519	5388	6383
所得税	836	1112	1014	1212	1439
少数股东损益	0	(4)	(4)	(5)	(5)
归属于母公司净利润	3200	3840	3509	4180	4949

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	-2%	19%	10%	13%	13%
营业利润	-1%	22%	-9%	19%	18%
归母净利润	-1%	20%	-9%	19%	18%
获利能力					
毛利率	25.6%	26.8%	22.2%	23.3%	24.1%
净利率	15.9%	16.0%	13.2%	13.9%	14.6%
ROE	22.6%	23.6%	19.7%	21.6%	22.7%
ROIC	21.0%	22.4%	19.0%	20.7%	21.9%
偿债能力					
资产负债率	22.3%	23.4%	25.2%	23.9%	22.7%
净负债比率	4.1%	1.5%	3.1%	2.6%	2.2%
流动比率	3.1	3.1	2.8	3.0	3.3
速动比率	2.5	2.5	2.2	2.3	2.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
存货周转率	5.8	6.0	6.1	5.9	5.9
应收账款周转率	5.8	5.9	5.8	5.8	5.8
应付账款周转率	9.1	8.4	7.9	7.7	7.7
每股资料(元)					
EPS	2.74	3.29	3.01	3.58	4.24
每股经营净现金	3.17	3.96	3.13	3.67	4.30
每股净资产	12.95	14.94	15.64	17.57	19.84
每股股利	1.20	2.30	1.65	1.97	2.33
估值比率					
PE	19.8	16.5	18.0	15.1	12.8
PB	4.2	3.6	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	14.7	12.3	12.5	10.5	9.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。