

## 公司研究 | 点评报告 | 华利集团 (300979.SZ)

# 华利集团 2025H1 业绩点评：(次) 新客户拉动收入较优，净利率环比回落

### 报告要点

展望：2025 年基本面筑底，期待 2026 年起的基本面弹性回升&估值改善。短期，老厂开工率、订单挪腾、少量客户 FOB 调整、H2 新厂投产，预计仍拖累 H2 净利率，但预计在所得税率平稳叠加近期主动开始减人增效下，Q3 净利率仍可期待环比修复。中期，老客调整企稳叠加 (次) 新客户持续放量有望驱动新一轮成长，积极产能扩张保障顺势时业绩弹性向上，行业格局优化叠加利润率恢复下，估值有望提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 35.1、41.6、46.6 亿元，同比-9%、+18%、+12%，对应 PE 为 18、15、14X，70% 分红比例假设下 2025 年股息率为 4%。

### 分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

华利集团 (300979.SZ)

# 华利集团 2025H1 业绩点评：(次) 新客户拉动收入较优，净利率环比回落

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

## 事件描述

公司 2025H1 实现营收 126.6 亿元，同比+10.4% (美元+9.2%)，归母净利润 16.7 亿元，同比-11.1% (美元-12.0%)。其中 Q2 实现营收 73.1 亿元，同比+9% (美元+7.7%)，归母净利润 9.1 亿元，同比-16.7% (美元-17.7%)。此外，公司年中分红 11.67 亿元，分红比例达 70%。

## 事件评论

- 收入：(次) 新客户拉动增长，结构性变化提振单价表现。** Q2 量价拆分来看，销量同比+6%至 0.66 亿双，新(次新)客户放量下销量延续增长，但多数老客预计在自身经营承压下收入下滑；单价同比+3%至 111.3 元/双 (美元同比+2%)，预计由于低价老客占比下降带动美元单价同比增长。
- 利润：新厂爬坡&产线调整压制毛利率，精细化管理延续较强控费。** Q2 毛利率同比-7.1pct/环比-1.8pct 至 21.1%，同环比延续下滑预计主因新厂爬坡&产线调整。费用端，公司在精细化管理下仍延续较强控费能力，期间费用率同比-3pct，其中销售费用率/管理费用率/研发/财务费用率同比持平/-2.9pct/+0.3pct/-0.4pct，此外 Q2 资产减值损失同比+0.14 亿元对利润率造成拖累，所得税率同比+0.3pct/环比+6.1pct 至 25.1%，环比高增预计主因中期分红导致，且为净利率环比下滑的主要因素之一。综合以上，公司 Q2 归母净利率同比-3.8pct/环比-1.8pct 至 12.4%。
- 展望：2025 年基本面筑底，期待 2026 年起的基本面弹性回升&估值改善。** 短期，老厂开工率、订单挪腾、少量客户 FOB 调整、H2 新厂投产，预计仍拖累 H2 净利率，但预计在所得税率平稳叠加近期主动开始减人增效下，Q3 净利率仍可期待环比修复。中期，老客调整企稳叠加(次)新客户持续放量有望驱动新一轮成长，积极产能扩张保障顺势时业绩弹性向上，行业格局优化叠加利润率恢复下，估值有望提升。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 35.1、41.6、46.6 亿元，同比-9%、+18%、+12%，对应 PE 为 18、15、14X，70%分红比例假设下 2025 年股息率为 4%。

## 风险提示

- 海外宏观经济波动；
- 品牌库存去化不及预期；
- 产能投放进度不及预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

## 公司基础数据

当前股价(元)	53.95
总股本(万股)	116,700
流通A股/B股(万股)	116,699/0
每股净资产(元)	13.84
近12月最高/最低价(元)	85.00/47.77

注：股价为 2025 年 8 月 26 日收盘价

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

## 相关研究

- 《华利集团 2025H1 业绩快报点评：收入延续较优增长，净利率环比回落》2025-08-12
- 《华利集团 2025Q1 点评：新客拉动收入较优，新厂爬坡拖累毛利率》2025-05-15
- 《华利集团 2024 年报点评：分红超预期，强成长&稳定性带动溢价》2025-04-22


 更多研报请访问  
 长江研究小程序

## 风险提示

- 1、海外宏观经济波动：海外经济修复仍有不确定性，经济波动亦会影响汇率；
- 2、品牌库存去化不及预期：零售环境较弱影响品牌库存去化的进度，进而对品牌下单产生影响；
- 3、产能投放进度不及预期：海外政治环境、招工等会对产能投放节奏产生影响。

**财务报表及预测指标**

<b>利润表 (百万元)</b>					<b>资产负债表 (百万元)</b>				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	<b>24006</b>	<b>26426</b>	<b>29384</b>	<b>32364</b>	货币资金	5588	6188	8138	9786
营业成本	17572	20422	22441	24618	交易性金融资产	1775	1775	1775	1775
<b>毛利</b>	<b>6434</b>	<b>6004</b>	<b>6943</b>	<b>7746</b>	应收账款	4378	4883	5394	5961
%营业收入	27%	23%	24%	24%	存货	3121	3684	4017	4424
营业税金及附加	4	5	6	6	预付账款	89	96	109	118
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他流动资产	438	419	439	438
销售费用	76	90	100	113	<b>流动资产合计</b>	<b>15389</b>	<b>17046</b>	<b>19872</b>	<b>22501</b>
%营业收入	0%	0%	0%	0%	长期股权投资	0	0	0	0
管理费用	1074	898	970	1068	投资性房地产	0	0	1	3
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	4738	4941	5064	5107
研发费用	375	476	529	583	无形资产	671	715	753	785
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	130	130	130	130
财务费用	-84	-70	-81	-80	递延所得税资产	90	90	90	90
%营业收入	0%	0%	0%	0%	其他非流动资产	1747	1947	2147	2347
加: 资产减值损失	-113	-120	-110	-110	<b>资产总计</b>	<b>22765</b>	<b>24868</b>	<b>28058</b>	<b>30964</b>
信用减值损失	-6	-5	-5	-5	短期贷款	288	200	500	500
公允价值变动收益	10	0	0	0	应付款项	2410	2623	2980	3216
投资收益	78	53	59	65	预收账款	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>4967</b>	<b>4542</b>	<b>5375</b>	<b>6020</b>	应付职工薪酬	1351	1506	1690	1835
%营业收入	21%	17%	18%	19%	应交税费	766	728	874	927
营业外收支	-19	-20	-20	-20	其他流动负债	121	131	140	149
<b>利润总额</b>	<b>4948</b>	<b>4522</b>	<b>5355</b>	<b>6000</b>	<b>流动负债合计</b>	<b>4935</b>	<b>5189</b>	<b>6184</b>	<b>6627</b>
%营业收入	21%	17%	18%	19%	长期借款	0	0	0	0
所得税费用	1112	1013	1200	1344	应付债券	0	0	0	0
净利润	3836	3509	4156	4656	递延所得税负债	28	28	28	28
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>3840</b>	<b>3509</b>	<b>4156</b>	<b>4656</b>	其他非流动负债	358	358	358	358
少数股东损益	-4	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>5321</b>	<b>5575</b>	<b>6570</b>	<b>7013</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>3.29</b>	<b>3.01</b>	<b>3.56</b>	<b>3.99</b>	归属于母公司所有者权益	17432	19282	21476	23939
					少数股东权益	11	11	11	11
<b>现金流量表 (百万元)</b>					<b>股东权益</b>	<b>17443</b>	<b>19294</b>	<b>21487</b>	<b>23951</b>
	2024A	2025E	2026E	2027E	<b>负债及股东权益</b>	<b>22765</b>	<b>24868</b>	<b>28058</b>	<b>30964</b>
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>4617</b>	<b>3717</b>	<b>4999</b>	<b>5248</b>					
取得投资收益收回现金	168	53	59	65	<b>基本指标</b>				
长期股权投资	0	0	0	0		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1037	-1100	-1100	-1100	每股收益	3.29	3.01	3.56	3.99
其他	-1296	-218	-217	-217	每股经营现金流	3.96	3.19	4.28	4.50
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-2165</b>	<b>-1265</b>	<b>-1258</b>	<b>-1252</b>	市盈率	23.90	17.94	15.15	13.52
债券融资	0	0	0	0	市净率	5.27	3.27	2.93	2.63
股权融资	8	0	0	0	EV/EBITDA	15.01	10.43	8.69	7.56
银行贷款增加(减少)	-445	-88	300	0	总资产收益率	16.9%	14.1%	14.8%	15.0%
筹资成本	-1427	-1764	-2092	-2348	净资产收益率	22.0%	18.2%	19.4%	19.4%
其他	-73	0	0	0	净利率	16.0%	13.3%	14.1%	14.4%
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-1937</b>	<b>-1852</b>	<b>-1792</b>	<b>-2348</b>	资产负债率	23.4%	22.4%	23.4%	22.6%
<b>现金净流量 (不含汇率变动影响)</b>	<b>515</b>	<b>600</b>	<b>1949</b>	<b>1648</b>	总资产周转率	1.05	1.06	1.05	1.05

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 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

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级： 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。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址

### 上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层  
P.C / (200080)

### 武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼  
P.C / (430023)

### 北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层  
P.C / (100020)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

## 其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。