



华利集团（300979.SZ）：新客户带动收入增长，利润率阶段性承压

2025 年 9 月 4 日

推荐/维持

华利集团

公司报告

事件：2025 年上半年，公司实现营业收入 126.61 亿元，同比增长 10.36%；归属于上市公司股东的净利润为 16.71 亿元，同比下降 11.06%。

收入端：新客户订单增长带动收入，老客户订单有所波动。2025 年上半年，公司运动鞋销量达到 1.15 亿双，同比增长 6.14%，运动鞋出货均价约为 110 元/双，同比略有提升，销量和单价的双重增长带动了营业收入的显著提升。从客户结构看，2025 年上半年前五大客户收入占比为 71.88%，较去年同期的 76.61% 有显著下降。新客户 On 和 NewBalance 订单增长显著，已跻身前五大客户行列，客户结构更加多元化，增强了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。

利润率端：短期承压，主因新工厂爬坡及老客户订单波动。2025 年上半年，公司毛利率为 21.85%，同比下降 6.38 个百分点；净利率为 13.20%，同比下降 3.17 个百分点。25Q1 毛利率为 22.90%，净利率为 14.20%；25Q2 毛利率为至 21.10%，净利率为 12.30%。毛利率和净利率的下滑主要源于新工厂投产初期效率爬坡，以及部分老客户订单减少导致产能利用率下降。随着新工厂运营成熟度提升，2025 年第二季度新工厂整体毛利率较第一季度已逐步改善。未来，公司整体毛利率有望回升。

产能建设：新工厂密集投产，产能逐步释放。2025 年上半年有三家新工厂在爬坡阶段：四川新工厂，2025 年 2 月开始投产，上半年出货量 67 万双。印度尼西亚新工厂，2024 年上半年开始投产，上半年出货量 199 万双。越南新工厂，上半年出货量 373 万双。2025 年下半年，公司将继续在印度尼西亚新建工厂，并在越南扩建或新建工厂。2025 年上半年，公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 13.78 亿元，未来产能建设积极。

2025 年展望：新工厂效率爬坡，期待盈利能力修复。2025 年上半年，公司收入在新客户订单增长的带动下保持稳健增长，但盈利能力受到新工厂爬坡及部分老客户订单波动的影响，净利润增速有所放缓。展望下半年，行业层面，运动鞋制造行业处于成熟期，客户资源向具备稳定交付与研发能力的核心供应商集中。公司作为全球领先的运动鞋制造商，客户包括 Nike、NewBalance、On 等头部品牌，行业集中度持续提升。公司层面，尽管短期盈利能力承压，但新工厂的效率爬坡及客户订单的逐步恢复将有助于未来利润率的修复。预计 2025 年下半年，随着新工厂产能利用率的提升及客户订单的稳定，公司盈利能力将逐步改善。

盈利预测与投资建议：预计公司 2025-2027 年净利润分别为 34.86、40.39、49.10 亿元，同比增长分别为 -9.23%、15.85%、21.58%，目前股价对应 2025-2027 年 PE 分别为 17.41、15.03、12.36 倍。基于公司和产能两个维度上的成长性，维持公司“推荐”评级。

风险提示：全球消费需求波动，国际贸易政策变动风险，大客户订单波动风险。

财务指标预测

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,113.74	24,006.39	27,177.69	30,770.58	34,906.76

公司简介：

公司从事运动鞋的产品开发设计、生产与销售，是全球领先的运动鞋专业制造商，合作的运动休闲品牌包括 Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour 等，主要产品包括运动休闲鞋、户外靴鞋等。

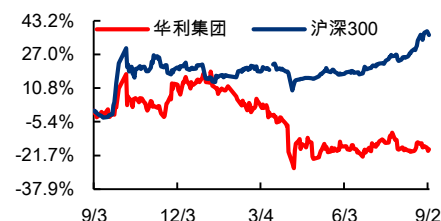
资料来源：公司公告、同花顺

交易数据

52 周股价区间（元）	79.34-48.22
总市值（亿元）	606.96
流通市值（亿元）	606.95
总股本/流通 A 股（万股）	116,700/116,700
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.97

资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：沈逸伦

010-66554044

shenyl@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480523060001

增长率 (%)	-2.21%	19.35%	13.21%	13.22%	13.44%
归母净利润 (百万元)	3,200.21	3,840.33	3,485.93	4,038.50	4,910.17
增长率 (%)	-0.86%	20.00%	-9.23%	15.85%	21.58%
净资产收益率 (%)	21.18%	22.03%	17.01%	16.85%	17.52%
每股收益 (元)	2.74	3.29	2.99	3.46	4.21
PE	18.98	15.81	17.41	15.03	12.36
PB	4.02	3.48	2.96	2.53	2.17

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	17574	20995	25339	营业收入	20114	24006	27178	30771
现金	3879	5588	7828	10944	14692	营业成本	14967	17572	21025	23604
应收票据及应收账款	3765	4378	4468	4637	4782	营业税金及附加	5	4	5	7
其他应收款	18	67	75	85	97	销售费用	70	76	90	100
预付账款	65	89	108	134	161	管理费用	689	1074	1074	1296
存货	2741	3121	4320	4656	5069	财务费用	-89	-84	-78	-44
其他流动资产	308	371	403	439	439	资产减值损失	309	375	424	480
非流动资产	6329	7375	7693	8160	8230	信用减值损失	149.79	112.54	163.27	141.86
长期投资	0	0	0	0	0	其他经营收益	-6.00	10.27	2.14	0.00
固定资产	3814	4738	5324	5647	5721	公允价值变动收益	0	-4	0	0
无形资产	557	671	636	602	571	投资净收益	52.03	77.93	64.98	71.46
其他非流动资产	243	335	115	225	170	营业利润	1.33	6.04	3.69	4.87
资产总计	19447	22765	25267	29155	33568	其他非经营损益	4056	4967	4546	5264
流动负债	4169	4935	4901	5329	5678	利润总额	2.81	1.99	2.40	2.20
短期借款	733	288	0	0	0	所得税	22.65	20.76	21.70	21.23
应付票据及应付账款	1793	2410	2664	3091	3405	净利润	4036	4948	4527	5245
其他流动负债	0	0	0	0	35	少数股东损益	836	1112	1041	1206
非流动负债	162	386	196	192	194	归属母公司净利润	3200	3836	3486	4039
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率				
其他非流动负债	0	0	0	0	0					
负债合计	4331	5321	5098	5521	5872	成长能力	-2.21%	19.35%	13.21%	13.22%
少数股东权益	7	11	11	11	11	营业收入(%)	-1.19%	22.45%	-8.46%	15.78%
股本	1167	1167	1167	1167	1167	归母净利润(%)	-0.86%	20.00%	-9.23%	15.85%
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704	获利能力				
留存收益	7994	10434	13197	16733	20828	毛利率(%)	25.59%	26.80%	22.64%	23.29%
归属母公司股东权	15109	17432	20497	23962	28025	净利率(%)	15.91%	15.98%	12.83%	13.12%
负债和股东权益	19447	22765	25267	29155	33568	ROE(%)	21.18%	22.03%	17.01%	16.85%
现金流量表					单位:百万元	偿债能力				
	2023A	2024A	2025E	2026E		资产负债率(%)	22%	23%	20%	19%
经营活动现金流	3694	4617	2534	4831	5238	流动比率		3.12	3.59	3.94
净利润	3200	3836	3486	4039	4910	速动比率		2.49	2.70	3.07
折旧摊销	818.83	817.24	485.88	542.02	585.00	营运能力				
财务费用	-89	-84	-78	-44	-78	总资产周转率	1.10	1.14	1.13	1.13
其他经营现金流	-650	-613	-89	-169	-145	应收账款周转率	6	6	6	7
投资活动现金流	0	0	0	0	35	每股指标(元)				
资本支出	-1821	-2165	568	-1302	-838	每股收益(最新摊)	2.74	3.29	2.99	3.46
其他投资现金流	-6	10	2	0	0	每股经营现金流	-0.08	0.44	1.92	2.67
筹资活动现金流	0	0	0	0	0	每股净资产(最新)	12.95	14.94	17.56	20.53
短期借款	52	78	65	71	68	估值比率				
长期借款	-1963	-1937	-862	-413	-652	P/E	18.98	15.81	17.41	15.03
其他筹资现金流	0	0	0	0	0	P/B	4.02	3.48	2.96	2.53
现金净增加额	-89	515	2240	3116	3747	EV/EBITDA	12.44	10.04	10.75	8.68

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

沈逸伦

新加坡国立大学理学硕士。2021年加入东兴证券研究所，轻工制造行业分析师，主要负责家居和其他消费轻工研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京	上海	深圳
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层	虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层	福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编: 100033	邮编: 200082	邮编: 518038
电话: 010-66554070	电话: 021-25102800	电话: 0755-83239601
传真: 010-66554008	传真: 021-25102881	传真: 0755-23824526