华利集团（300979.SZ）

上半年营收保持双位数增长，新工厂实现量产出货

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,114	24,006	26,394	30,315	34,255
增长率 yoy（%）	-2.2	19.4	9.9	14.9	13.0
归母净利润（百万元）	3,200	3,840	3,508	4,203	4,949
增长率 yoy（%）	-0.9	20.0	-8.7	19.8	17.7
ROE（%）	21.2	22.0	19.2	20.2	20.7
EPS 最新摊薄（元）	2.74	3.29	3.01	3.60	4.24
P/E（倍）	19.9	16.6	18.1	15.1	12.9
P/B（倍）	4.2	3.7	3.5	3.1	2.7

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

2025 年上半年保持营收双位数增长，净利润有所下滑。公司 2025 年上半年实现营业收入 126.61 亿元，同比增长 10.36%；实现归母净利润 16.71 亿元，同比下滑 11.06%；实现扣非后净利润 16.83 亿元，同比下滑 8.75%；基本每股收益为 1.43 元，去年同期为 1.61 元。

毛利率下降明显，带动净利率下降。公司 2025 年上半年毛利率为 21.85%，同比下降 6.38pct。费用端，期间费用率为 4.15%，同比下降 2.57pct，其中销售费用率、管理费用率、财务费用率、研发费用率分别为 0.34%、2.78%、-0.57%、1.61%，同比分别-0.06pct、-2.30pct、-0.49pct、+0.28pct。2025 年上半年公司净利率为 13.20%，同比下降 3.17pct。

知名运动鞋客户资源丰富，设计能力及快发能力为核心优势。通过长期的稳定经营，公司积累了宝贵的全球知名运动鞋客户资源。国际知名客户对供应商要求高，需经过较长时间考察并在各项指标达到要求后才能纳入供应商体系，进入壁垒高，核心供应商的考察周期更长、进入壁垒更高，但国际知名品牌一般不轻易更换供应商，尤其是核心供应商。公司的优质客户资源，使得公司在市场竞争中具有明显优势。同时，公司沉淀了多年的运动鞋开发设计及制造经验，能够参与客户的产品开发过程，从而对品牌运营企业的设计开发形成重要补充，公司突出的开发设计能力、良好的产品品质、快速响应能力、及时交货能力以及综合成本优势，使得公司与主要客的合作紧密度进一步提升，良好的口碑也有助于公司拓展新客户。

东南亚及国内产能均实现量产出货，Q2 新工厂毛利率较 Q1 有所改善。自 2024 年下半年与 Adidas 展开合作以来，公司根据其产能布局规划开设新工厂。2025 年上半年，在越南、印度尼西亚及中国三大产能区的工厂均实现量产出货。上半年，越南新工厂出货量达 373 万双，印度尼西亚新工厂出货量达 199 万 双，中国新工厂出货量达 67 万双，新工厂整体爬坡进度符合公司预设规划。由于较多新工厂处于爬坡阶段以及产能调配安排，公司整体毛利率较去年同期有所下滑。然而，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。

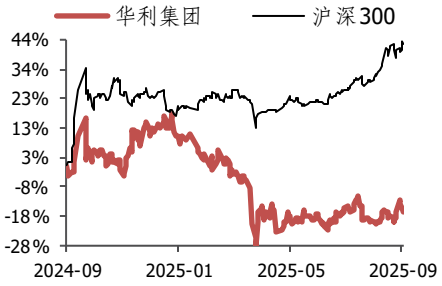
投资建议：公司从事运动鞋的产品开发设计、生产与销售，作为全球领先的运动鞋专业制造商，是国际知名的运动休闲品牌的重要合作伙伴，主要产品

增持（维持评级）

股票信息

行业	纺织服装
2025 年 9 月 12 日收盘价（元）	53.97
总市值（百万元）	62,982.99
流通市值（百万元）	62,982.44
总股本（百万股）	1,167.00
流通股本（百万股）	1,166.99
近 3 月日均成交额（百万元）	153.95

股价走势



作者

分析师 黄淑妍
执业证书编号：S1070514080003
邮箱：huangsy@cgws.com

相关研究

1、《新工厂效率爬坡影响毛利，短期波动不改长期趋势》2025-05-12
2、《新增与 Adidas 合作并量产，于越南、印尼共 4 家新工厂投产》2025-04-16
3、《2024 年收入、利润均实现较快增长，产能拓展顺利》2025-03-14

包括运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋等，覆盖专业运动、大众运动及日常通勤、时尚穿搭等着装场合。预测公司 2025-2027 年 EPS 分别为 3.01 元、3.60 元、4.24 元，对应 PE 分别为 18.1X、15.1X、12.9X，维持“增持”的投资评级。

风险提示：国际贸易风险、劳动力成本上升的风险、跨国经营风险、客户集中的风险、生产基地集中的风险、募集资金投资项目无法达到预期效益的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	16658	19744	22588
现金	3879	5588	6144	7644	9761
应收票据及应收账款	3765	4378	4612	5692	5963
其他应收款	18	67	26	80	40
预付账款	65	89	80	114	105
存货	2741	3121	3649	4067	4573
其他流动资产	2650	2147	2147	2147	2147
非流动资产	6329	7375	7149	7352	7468
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	4723	4894	4964
无形资产	557	671	722	782	842
其他非流动资产	1957	1967	1703	1676	1662
资产总计	19447	22765	23806	27096	30056
流动负债	4169	4935	5030	5668	5316
短期借款	733	288	595	288	288
应付票据及应付账款	1793	2410	2234	3175	2815
其他流动负债	1643	2238	2201	2204	2212
非流动负债	162	386	386	386	386
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	162	386	386	386	386
负债合计	4331	5321	5416	6054	5702
少数股东权益	7	11	10	9	7
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8578	11018	12741	14759	17029
归属母公司股东权益	15109	17432	18380	21033	24348
负债和股东权益	19447	22765	23806	27096	30056

现金流量表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3694	4617	3374	4221	4599
净利润	3200	3836	3507	4202	4946
折旧摊销	819	817	859	786	903
财务费用	-89	-84	-147	-178	-242
投资损失	-52	-78	-78	-78	-78
营运资金变动	-450	-4	-887	-650	-1089
其他经营现金流	266	130	119	139	158
投资活动现金流	-1821	-2165	-543	-900	-930
资本支出	1155	1700	633	990	1019
长期投资	-651	-626	0	0	0
其他投资现金流	-14	161	89	89	89
筹资活动现金流	-1963	-1937	-2582	-1514	-1552
短期借款	50	-445	307	-307	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-2013	-1492	-2890	-1206	-1552
现金净增加额	-63	549	248	1807	2117

利润表（百万元）

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20114	24006	26394	30315	34255
营业成本	14967	17572	20293	23128	25899
营业税金及附加	5	4	4	5	5
销售费用	70	76	83	96	108
管理费用	689	1074	1181	1357	1533
研发费用	309	375	412	473	535
财务费用	-89	-84	-147	-178	-242
资产和信用减值损失	-154	-119	-131	-150	-170
其他收益	1	6	6	6	6
公允价值变动收益	-6	10	10	10	10
投资净收益	52	78	78	78	78
资产处置收益	0	1	1	1	1
营业利润	4056	4967	4532	5380	6343
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	22	21	21
利润总额	4036	4948	4513	5362	6323
所得税	836	1112	1006	1160	1377
净利润	3200	3836	3507	4202	4946
少数股东损益	0	-4	-1	-1	-2
归属母公司净利润	3200	3840	3508	4203	4949
EBITDA	4807	5684	5228	5974	6989
EPS（元/股）	2.74	3.29	3.01	3.60	4.24

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入（%）	-2.2	19.4	9.9	14.9	13.0
营业利润（%）	-1.2	22.5	-8.7	18.7	17.9
归属母公司净利润（%）	-0.9	20.0	-8.7	19.8	17.7
获利能力					
毛利率（%）	25.6	26.8	23.1	23.7	24.4
净利率（%）	15.9	16.0	13.3	13.9	14.4
ROE（%）	21.2	22.0	19.2	20.2	20.7
ROIC（%）	19.9	21.0	17.9	19.2	19.5
偿债能力					
资产负债率（%）	22.3	23.4	22.8	22.3	19.0
净负债比率（%）	-20.4	-29.2	-29.4	-34.6	-38.9
流动比率	3.1	3.1	3.3	3.5	4.2
速动比率	2.4	2.4	2.5	2.7	3.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	5.8	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	9.1	8.4	8.7	8.6	8.6
每股指标（元）					
每股收益（最新摊薄）	2.74	3.29	3.01	3.60	4.24
每股经营现金流（最新摊薄）	3.17	3.96	2.89	3.62	3.94
每股净资产（最新摊薄）	12.95	14.94	15.64	17.80	20.50
估值比率					
P/E	19.9	16.6	18.1	15.1	12.9
P/B	4.2	3.7	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	12.1	10.0	10.8	9.2	7.5

资料来源：公司财报，长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日 起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

北京

地址：北京市宣武门西大街 129 号金隅大厦 B 座 27 层

邮编：100031

传真：86-10-88366686

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：http://www.cgws.com