

华利集团（300979.SZ）

三季度收入增速放缓，毛利率环比改善拐点已现

优于大市

核心观点

三季度收入增速放缓，但毛利率环比改善拐点已现。2025 第三季度，公司实现收入 60.19 亿元，同比微降 0.34%，增速较上半年有所放缓；归母净利润同比下滑 20.73%至 7.65 亿元，利润端短期依然承压。尽管同比利润下滑，但公司经营已出现积极信号，得益于新工厂运营逐步成熟及降本增效措施推进，公司整体毛利率环比第二季度有所改善，环比+1.1 百分点/同比-4.8 百分点至 22.2%。费用管控效果明显，整体费用率下降 1.2 百分点，主要受益于管理费用率下降 3.0 百分点，销售、研发费用率基本稳定，财务费用率上升 1.4 百分点，主要受汇兑亏损影响；此外汇率波动（主要是越南盾贬值）导致公允价值变动损失占收入比例较去年下降 1.0 百分点；主受毛利率同比压力和汇率波动影响，归母净利率同比-3.3 百分点至 12.7%。

三季度订单量小幅下滑主受部分老客影响，新客户拓展成效显著。公司前三季度收入增长由量价共同驱动，销量同比增长 3.0%至 1.68 亿双，ASP 同比增长约 3.5%。单三季度主受部分硫化鞋为主的老客订单影响，销量下滑 3.0%至 0.53 亿双，ASP 维持上涨趋势同比+2.7%。公司积极优化客户结构，新客户拓展成效显著，有效对冲了部分老客户的订单波动。根据中报披露，On 和 New Balance 已新晋成为前五大客户，同时公司与战略新客户 Adidas 的合作进展顺利，订单增量可观。

新工厂盈利能力提升，对利润拖累逐步减弱。公司积极推进新产能建设，由于从去年开始新厂的密集投产，新工厂的运营改善和降本增效是目前工作重点。截至三季度末，2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂中，已有 3 家工厂达成阶段性盈利目标（内部核算口径），其中包括公司在印尼开设的第一家工厂印尼世川。新工厂成熟度提升是公司三季度毛利率环比改善的核心原因，显示出新产能对整体利润的拖累正逐步减弱，未来有望转为盈利增长的驱动力。

风险提示：产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

投资建议：盈利短期承压，明年老客订单改善叠加新厂产能爬坡有望贡献较大业绩弹性。2025 上半年在 2024 年较高基数上，仍然有 10%的收入增长，量价齐升；三季度部分老客户订单波动拖累订单和收入增速，但主要受益于新厂效率爬坡贡献、毛利率环比改善，同时费用管控有效、管理费用率降低，但汇率波动导致的汇兑损失和公允价值损失对净利润造成拖累。展望四季度毛利率、净利率预计环比持续改善，主要因旺季收入规模大、新厂产效爬坡、人员数量控制下成本优化；明年预计老客拖累相比今年减小，今年订单下滑的客户订单有望企稳，利润端明年新工厂效率爬坡对利润贡献将更加陡峭，明年有望实现较大利润弹性。基于老客订单拖累我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 33.2/40.6/46.9 亿元（前值为 35.7/41.7/47.3 亿元），同比-13.4%/+22.1%/+15.6%。维持 60.7~64.3 元目标价，对应 2026 年 17.5~18.5x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

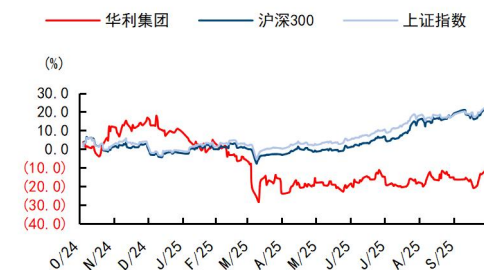
010-88005446

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	60.70 - 64.30 元
收盘价	55.24 元
总市值/流通市值	64465/64465 百万元
52 周最高价/最低价	80.16/47.77 元
近 3 个月日均成交额	156.51 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华利集团（300979.SZ）-新客户与欧洲市场驱动收入增长，盈利短期承压》——2025-08-25

《华利集团（300979.SZ）-上半年收入增长 10%，盈利受老客订单波动及新厂产能爬坡影响承压》——2025-08-11

《华利集团（300979.SZ）-第一季度收入增长 12%，新厂爬坡拖累毛利率》——2025-04-30

《华利集团（300979.SZ）-全年净利润增长 20%，分红率提升至 70%》——2025-04-14

《华利集团（300979.SZ）-2024 年收入增长 19%，近期新工厂加速投产》——2025-03-13

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	25,371	28,724	32,198
(+/-%)	-2.2%	19.4%	5.7%	13.2%	12.1%
净利润(百万元)	3200	3840	3324	4059	4692
(+/-%)	-0.9%	20.0%	-13.4%	22.1%	15.6%
每股收益(元)	2.74	3.29	2.85	3.48	4.02
EBIT Margin	20.4%	20.6%	17.4%	18.7%	19.3%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	17.7%	19.9%	21.1%
市盈率(PE)	20.1	16.8	19.4	15.9	13.7
EV/EBITDA	14.4	12.5	14.1	11.7	10.2
市净率(PB)	4.27	3.70	3.44	3.16	2.90

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

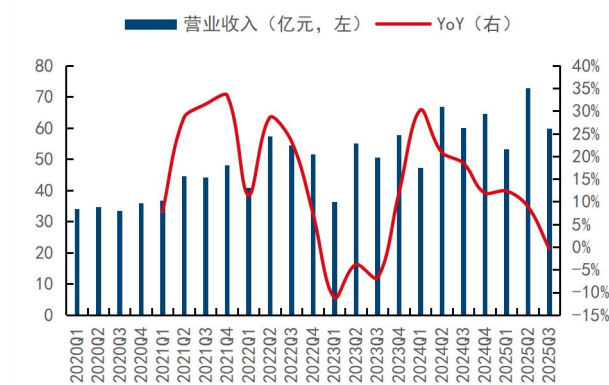
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：华利集团业绩一图概览

	2022	2023	2024	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025Q1	2025Q2	2025Q3
总收入(亿元)	205.69	201.14	240.06	114.72	125.34	126.61	53.53	73.08	60.19
分量价									
销量(百万双)	220.68	190.11	223.43	108.00	115.43	114.63	49.39	65.24	
单价(人民币口径)	93.01	105.61	107.28	106.01	108.59	110.45	108.39	112.01	
总收入YOY	17.7%	-2.2%	19.4%	24.5%	15.0%	10.4%	12.3%	9.0%	-0.3%
分量价									
销量	4.7%	-13.9%	17.5%	18.7%	16.5%	6.1%	8.2%	4.6%	
单价	12.5%	13.6%	1.6%	4.9%	-1.1%	4.2%	3.8%	4.2%	
毛利率	25.9%	25.6%	26.8%	28.2%	25.5%	21.8%	22.9%	21.1%	22.2%
费用率	5.2%	4.9%	6.0%	6.7%	5.3%	4.2%	5.4%	3.2%	5.2%
销售费用	0.4%	0.3%	0.3%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%
管理费用	3.8%	3.4%	4.5%	5.1%	3.9%	2.8%	3.7%	2.1%	2.7%
研发费用	1.4%	1.5%	1.6%	1.3%	1.8%	1.6%	1.8%	1.4%	1.9%
财务费用	-0.3%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.6%	0.5%
经营利润	41.05	40.56	49.67	24.52	25.14	21.66	9.45	12.21	9.36
比率	20.0%	20.2%	20.7%	21.4%	20.1%	17.1%	17.6%	16.7%	15.5%
营业外收支	-0.15	-0.20	-0.19	-0.06	-0.13	-0.13	-0.03	-0.10	-0.04
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
利润总额	40.90	40.36	49.48	24.47	25.01	21.53	9.41	12.12	9.32
比率	19.9%	20.1%	20.6%	21.3%	20.0%	17.0%	17.6%	16.6%	15.5%
所得税	8.62	8.36	11.12	5.69	5.43	4.82	1.78	3.04	1.66
所得税率	21.1%	20.7%	22.5%	23.2%	21.7%	22.4%	18.9%	25.1%	17.8%
净利润	32.28	32.00	38.40	18.78	19.62	16.71	7.62	9.09	7.65
比率	15.7%	15.9%	16.0%	16.4%	15.7%	13.2%	14.2%	12.4%	12.7%
YoY	16.6%	-0.9%	20.0%	29.0%	12.5%	-11.1%	-3.2%	-16.7%	-20.7%

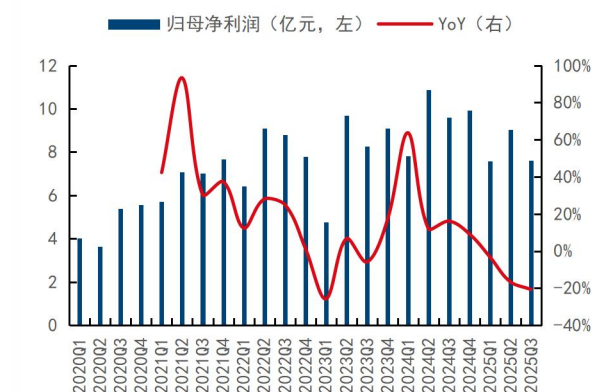
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司季度收入与变化情况



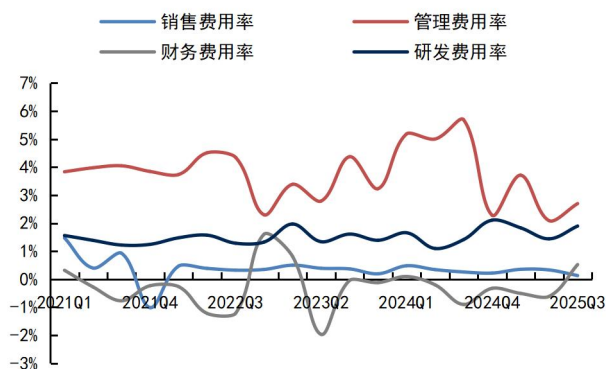
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司季度归母净利润与变化情况



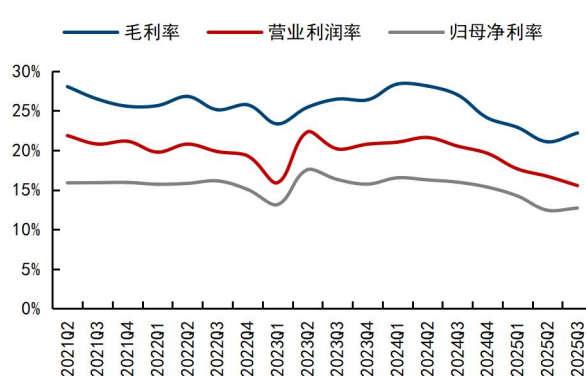
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司季度费用率



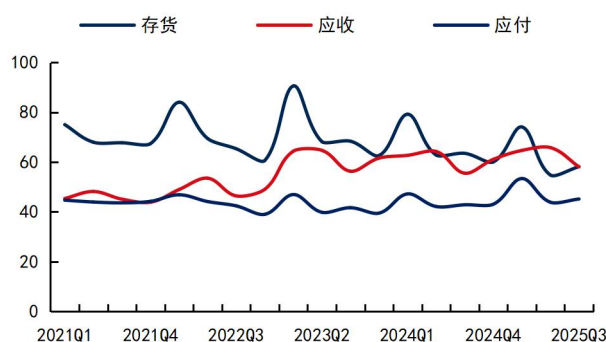
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司季度利润率



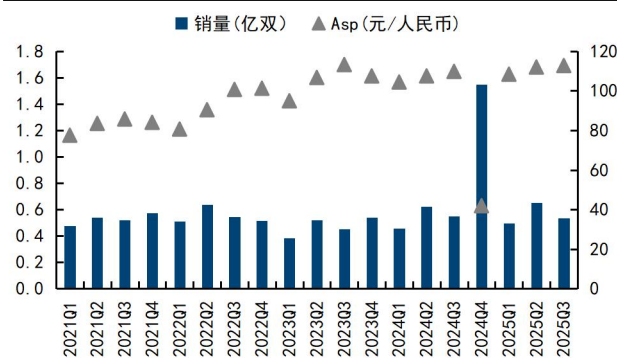
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司季度营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司季度鞋销量及鞋单价



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：盈利短期承压，明年老客订单改善叠加新厂产能爬坡有望贡献较大业绩弹性

2025 上半年在 2024 年较高基数上，仍然有 10% 的收入增长，量价齐升；三季度部分老客户订单波动拖累订单和收入增速，但主要受益于新厂效率爬坡贡献、毛利率环比改善，同时费用管控有效、管理费用率降低，但汇率波动导致的汇兑损失和公允价值损失对净利润造成拖累。展望四季度毛利率、净利率预计环比持续改善，主要因旺季收入规模大、新厂产效爬坡、人员数量控制下成本优化；明年预计老客拖累相比今年减小，今年订单下滑的客户订单有望企稳，利润端明年新工厂效率爬坡对利润贡献将更加陡峭，明年有望实现较大利润弹性。

基于老客订单拖累我们小幅下调盈利预测，预计公司 2025~2027 年净利润分别为 33.2/40.6/46.9 亿元（前值为 35.7/41.7/47.3 亿元），同比-13.4%/+22.1%/+15.6%。维持 60.7~64.3 元目标价，对应 2026 年 17.5~18.5x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	25,371	28,724	32,198
(+/-%)	-2.2%	19.4%	5.7%	13.2%	12.1%
净利润(百万元)	3200	3840	3324	4059	4692
(+/-%)	-0.9%	20.0%	-13.4%	22.1%	15.6%
每股收益(元)	2.74	3.29	2.85	3.48	4.02
EBIT Margin	20.4%	20.6%	17.4%	18.7%	19.3%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	17.7%	19.9%	21.1%
市盈率(PE)	20.1	16.8	19.4	15.9	13.7
EV/EBITDA	14.4	12.5	14.1	11.7	10.2
市净率(PB)	4.27	3.70	3.44	3.16	2.90

资料来源: wind、公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值
代码	名称	评级	人民币	2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2023~2025	2025	人民币亿元
300979.SZ	华利集团	优于大市	55.24	3.29	2.85	3.48	16.8	19.4	15.9	2.0%	9.896	644.7
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	64.08	4.15	4.37	4.96	15.4	14.6	12.9	20.1%	0.728	963.0
1477.TW	聚阳实业	无评级	66.43	4.01	4.55	4.91	16.5	14.6	13.5	9.1%	1.600	158.4
9910.TW	丰泰企业	无评级	29.25	1.43	1.63	1.85	20.5	17.9	15.8	18.3%	0.977	279.1
1476.TW	儒鸿	无评级	102.06	5.82	6.51	7.38	17.5	15.7	13.8	22.1%	0.708	270.6
NKE.N	耐克	无评级	474.08	27.06	15.67	12.18	17.5	30.3	38.9	-18.2%	-1.660	6843.5

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3879	5588	6322	6607	7546	营业收入	20114	24006	25371	28724	32198
应收款项	3782	4445	4457	5255	5836	营业成本	14967	17572	19722	21520	23939
存货净额	2741	3121	3467	3863	4247	营业税金及附加	5	4	4	5	5
其他流动资产	373	460	426	522	581	销售费用	70	76	80	91	102
流动资产合计	13118	15389	16447	18023	19986	管理费用	689	1074	788	1319	1476
固定资产	4796	5495	6382	7136	7753	研发费用	309	375	396	448	503
无形资产及其他	557	671	645	619	593	财务费用	(89)	(84)	(89)	(101)	(113)
投资性房地产	976	1210	1210	1210	1210	投资收益	52	78	25	29	32
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(226)	(256)	(287)
资产总计	19447	22765	24684	26988	29542	其他收入	(16)	107	33	34	35
短期借款及交易性金融负债	791	333	1000	1000	1000	营业利润	4056	4967	4303	5249	6067
应付款项	1793	2410	2359	2711	3051	营业外净收支	(20)	(19)	(20)	(22)	(25)
其他流动负债	1585	2193	2157	2477	2804	利润总额	4036	4948	4283	5226	6042
流动负债合计	4169	4935	5516	6188	6855	所得税费用	836	1112	962	1172	1354
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(4)	(4)	(4)	(5)
其他长期负债	162	386	396	407	419	归属于母公司净利润	3200	3840	3324	4059	4692
长期负债合计	162	386	396	407	419	现金流量表（百万元）					
负债合计	4331	5321	5912	6595	7274	净利润	3200	3840	3324	4059	4692
少数股东权益	7	11	10	8	6	资产减值准备	(78)	(37)	31	14	14
股东权益	15109	17432	18762	20385	22262	折旧摊销	662	641	583	704	810
负债和股东权益总计	19447	22765	24684	26988	29542	公允价值变动损失	143	208	226	256	287
关键财务与估值指标						财务费用	(89)	(84)	(89)	(101)	(113)
每股收益	2.74	3.29	2.85	3.48	4.02	营运资本变动	(755)	49	(369)	(595)	(331)
每股红利	1.25	1.22	1.71	2.09	2.41	其它	78	35	(33)	(15)	(16)
每股净资产	12.95	14.94	16.08	17.47	19.08	经营活动现金流	3251	4736	3762	4422	5456
ROIC	27%	28%	22%	25%	27%	资本开支	0	(1065)	(1701)	(1701)	(1701)
ROE	21%	22%	18%	20%	21%	其它投资现金流	(347)	567	0	0	0
毛利率	26%	27%	22%	25%	26%	投资活动现金流	(347)	(499)	(1701)	(1701)	(1701)
EBIT Margin	20%	21%	17%	19%	19%	权益性融资	26	8	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	20%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	19%	6%	13%	12%	支付股利、利息	(1463)	(1427)	(1994)	(2435)	(2815)
净利润增长率	-1%	20%	-13%	22%	16%	其它融资现金流	256	317	667	0	0
资产负债率	22%	23%	24%	24%	25%	融资活动现金流	(2645)	(2529)	(1328)	(2435)	(2815)
息率	2.3%	2.2%	3.1%	3.8%	4.4%	现金净变动	259	1709	733	286	939
P/E	20.1	16.8	19.4	15.9	13.7	货币资金的期初余额	3620	3879	5588	6322	6607
P/B	4.3	3.7	3.4	3.2	2.9	货币资金的期末余额	3879	5588	6322	6607	7546
EV/EBITDA	14.4	12.5	14.1	11.7	10.2	企业自由现金流	0	3451	1930	2572	3588
						权益自由现金流	0	3768	2708	2609	3626

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032