

2025 年 10 月 30 日

华利集团 (300979.SZ)

投资评级：买入（维持）

——新厂爬产达预期助公司单季毛利改善，前三季度营收同增 6.67%

投资要点：

- 公司 25Q3 单季毛利环比改善，营收同比增长稳健。公司发布 2025 年三季报。从年初至 25Q3 看，公司实现营业收入 186.80 亿元，同比+6.67%，实现归母净利润 24.35 亿元，同比-14.34%，实现毛利率 21.96%，较 25H1 +0.11pct；归母净利率 13.04%，较 25H1 -0.16pct；从 25Q3 单季看，公司实现营业收入 60.19 亿元，同比-0.34%；归母净利润 7.65 元，同比-20.73%。毛利率 22.19%，环比+1.11pct；归母净利率 12.71%，环比+0.27pct。整体看公司 25Q3 单季毛利率及归母净利率环比均有提升。
- 三家新厂爬产符合预期助力毛利率修复，销售量增速稳健推动营收增长。从新产能爬产看，公司于 2024 年投产的 4 家工厂中有 3 家在 25Q3 达成阶段性考核目标（内部核算口径实现盈利），爬产符合预期下推动公司 25Q3 单季度毛利率环比改善 1.11pct，助公司盈利能力修复。从销售端看，截至 25Q3 公司销售运动鞋 1.68 亿双，同比+3.04%，在 2024 年行业补库的高基数下仍维持稳健增长，此外，据我们测算，公司前三季度产品 ASP 较 25H1 小幅提升 0.99%，销售量及 ASP 双增推动公司营收稳健增长。
- α 与 β 共振推动公司订单增长，客户结构性变化驱动 ASP 上行。从订单量需求端看，公司未来订单增长主要来自：1）运动行业发展下的消费需求增长；2）增长势能较好的品牌订单需求增加；3）新品牌（Adidas）合作加深带来的需求释放。从订单量供给侧看，2024 年公司有 4 家工厂开始投产（越南 3 家、印尼 1 家），且未来仍有新厂投产及筹建，产能扩张预期仍在。从 ASP 端看，公司客户结构性调整驱动代工鞋履产品 ASP 增加，有望助推业绩增长。
- 盈利预测与评级：公司作为我国运动鞋履代工头部企业，凭借短期行业需求修复、中长期扩产以及客户结构变化驱动 ASP 提升带来量价双升预期，估值长期看具备提升空间。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 35.2/41.9/49.8 亿元，同比分别-8.5%/+19.1%/+18.9%。考虑到公司规模化及全球化下盈利能力上乘、头部客户粘性强、具备新客户拓展能力且具备中长期量价双升逻辑，维持“买入”评级。
- 风险提示。国际局势变动及国际贸易变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期风险。

证券分析师

丁一

SAC: S1350524040003

dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇

zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 10 月 29 日

收盘价（元）	55.24
一年内最高/最低（元）	80.16/47.77
总市值（百万元）	64,465.08
流通市值（百万元）	64,464.52
总股本（百万股）	1,167.00
资产负债率（%）	33.76
每股净资产（元/股）	13.35

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值（人民币）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	20,114	24,006	26,929	30,414	34,739
同比增长率（%）	-2.21%	19.35%	12.18%	12.94%	14.22%
归母净利润（百万元）	3,200	3,840	3,515	4,187	4,977
同比增长率（%）	-0.86%	20.00%	-8.46%	19.12%	18.85%
每股收益（元/股）	2.74	3.29	3.01	3.59	4.26
ROE（%）	21.18%	22.03%	18.40%	19.84%	21.20%
市盈率（P/E）	20.14	16.79	18.34	15.39	12.95

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,588	6,264	7,468	9,097
应收票据及账款	4,378	4,677	5,282	6,033
预付账款	89	88	99	113
其他应收款	67	54	61	70
存货	3,121	3,614	4,029	4,534
其他流动资产	2,147	2,140	2,187	2,246
流动资产总计	15,389	16,836	19,126	22,092
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,954	4,734	4,693	4,843
在建工程	757	938	972	825
无形资产	671	703	781	886
长期待摊费用	211	274	290	250
其他非流动资产	782	1,131	1,347	1,446
非流动资产合计	7,375	7,780	8,082	8,250
资产总计	22,765	24,616	27,208	30,342
短期借款	288	338	418	548
应付票据及账款	2,410	2,459	2,742	3,085
其他流动负债	2,238	2,346	2,617	2,946
流动负债合计	4,935	5,143	5,776	6,579
长期借款	188	157	122	84
其他非流动负债	198	198	198	198
非流动负债合计	386	355	321	282
负债合计	5,321	5,498	6,097	6,861
股本	1,167	1,167	1,167	1,167
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704
留存收益	10,561	12,236	14,232	16,604
归属母公司权益	17,432	19,107	21,103	23,474
少数股东权益	11	10	9	7
股东权益合计	17,443	19,117	21,111	23,481
负债和股东权益合计	22,765	24,616	27,208	30,342

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	3,836	3,473	4,145	4,934
折旧与摊销	870	846	982	1,152
财务费用	-84	-142	-166	-202
投资损失	-78	-66	-66	-66
营运资金变动	-4	-613	-533	-665
其他经营现金流	77	52	52	52
经营性现金净流量	4,617	3,551	4,415	5,206
投资性现金净流量	-2,165	-1,196	-1,231	-1,266
筹资性现金净流量	-1,937	-1,680	-1,981	-2,311
现金流量净额	549	675	1,204	1,629

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,006	26,929	30,414	34,739
营业成本	17,572	20,757	23,143	26,044
税金及附加	4	5	6	6
销售费用	76	92	106	118
管理费用	1,074	1,180	1,323	1,667
研发费用	375	431	517	591
财务费用	-84	-142	-166	-202
资产减值损失	-113	-121	-131	-142
信用减值损失	-6	-6	-7	-8
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	78	66	66	66
公允价值变动损益	10	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
其他收益	6	4	4	4
营业利润	4,967	4,550	5,417	6,434
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	21	20	20	20
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,948	4,533	5,399	6,416
所得税	1,112	1,018	1,213	1,442
净利润	3,836	3,514	4,186	4,975
少数股东损益	-4	-1	-2	-2
归属母公司股东净利润	3,840	3,515	4,187	4,977
EPS(元)	3.29	3.01	3.59	4.26

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	19.35%	12.18%	12.94%	14.22%
营业利润增长率	22.45%	-8.38%	19.04%	18.78%
归母净利润增长率	20.00%	-8.46%	19.12%	18.85%
经营现金流增长率	24.97%	-23.10%	24.34%	17.92%
盈利能力				
毛利率	26.80%	22.92%	23.90%	25.03%
净利率	15.98%	13.05%	13.76%	14.32%
ROE	22.03%	18.40%	19.84%	21.20%
ROA	16.87%	14.28%	15.39%	16.40%
估值倍数				
P/E	16.79	18.34	15.39	12.95
P/S	2.69	2.39	2.12	1.86
P/B	3.70	3.37	3.05	2.75
股息率	4.16%	2.85%	3.40%	4.04%
EV/EBITDA	15	11	9	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

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并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的 6 个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在 20% 以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在 5% ~ 20% 之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在 -5% ~ +5% 之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于 -5% 及以下。

无：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。

行业的投资评级：以报告日后的 6 个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A 股市场（北交所除外）基准为沪深 300 指数，北交所市场基准为北证 50 指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普 500 指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。