

信义山证汇通天下

证券研究报告

其他纺织

华利集团（300979.SZ）

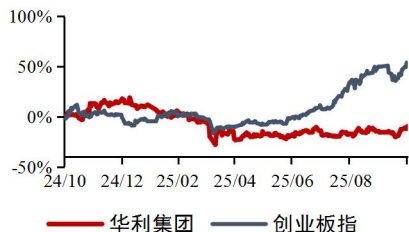
买入-A(维持)

新工厂效率提升，2025Q3 盈利能力环比改善

2025 年 10 月 31 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 10 月 30 日

收盘价（元）：	56.76
年内最高/最低（元）：	80.16/47.77
流通 A 股/总股本（亿股）：	11.67/11.67
流通 A 股市值（亿元）：	662.38
总市值（亿元）：	662.39

基础数据：2025 年 9 月 30 日

基本每股收益(元)：	2.09
摊薄每股收益(元)：	2.09
每股净资产(元)：	13.36
净资产收益率(%)：	15.63

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 10 月 29 日，公司披露 2025 年 3 季报，2025 年前三季度，公司实现营业收入 186.80 亿元，同比增长 6.67%；实现归母净利润 24.35 亿元，同比下降 14.34%；实现扣非净利润 25.00 亿元，同比下降 10.83%。

事件点评

➤ **2025Q3 公司收入轻微下滑，业绩端延续承压。**2025 年前三季度，公司实现营收 186.80 亿元，同比增长 6.67%。从销售数量看，2025 年前三季度公司鞋履销售量 1.15 亿双，同比增长 6.14%。2025 年前三季度，公司实现归母净利润 24.35 亿元，同比下降 14.34%；实现扣非净利润 25.00 亿元，同比下降 10.83%。2025Q3，公司实现营收 60.19 亿元，同比下降 0.34%；实现归母净利润 7.65 亿元，同比下降 20.73%；实现扣非净利润 8.16 亿元，同比下降 14.83%。

➤ **降本增效措施推进，新工厂盈利情况改善。**今年以来，公司持续重点关注新工厂的运营改善和各工厂的降本增效措施的落实，2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂，已经有 3 家工厂在 2025Q3 达成阶段性考核目标，公司内部核算口径实现盈利，其中包括公司在印尼开设的第一家工厂印尼世川。

➤ **2025Q3 销售毛利率环比提升，管理费用率同比下降。**盈利能力方面，2025 年前三季度，公司销售毛利率为 21.96%，同比下降 5.85pct；2025Q3，销售毛利率 22.19%，环比提升 1.11pct。伴随公司新工厂盈利改善及公司降本增效措施推进，3 季度销售毛利率环比改善。费用率方面，2025 年前三季度，公司期间费用率合计 4.51%，同比下降 2.13pct，主因管理费用率同比下降 2.54pct。综合影响下，2025 年前三季度，公司归母净利率为 13.04%，同比下降 3.20pct。存货方面，截至 2025Q3 末，公司存货周转天数为 58 天，较去年同期减少 5 天，运营效率提升。经营活动现金流方面，2025 年前三季度，公司经营活动现金流净额为 37.63 亿元，同比下降 11.49%。

投资建议

➤ 2025 年第三季度，预计公司受到硫化鞋出货承压影响，营收发生轻微下滑，但预计阿迪达斯、亚瑟士等新客户拓展进度良好。伴随新工厂产能爬坡，盈利情况逐步改善，带动 2025Q3 季度销售毛利率企稳回升。预计公司 2025-2027 年归母净利润为 34.2、39.5、45.8 亿元，对应 PE 为 19/16/14 倍，维持“买入-A”评级。



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

风险提示

➤ 关税风险；主要客户经营出现重大不利变化；劳动力成本上升风险；汇率大幅波动风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	25,576	28,599	31,677
YoY(%)	-2.2	19.4	6.5	11.8	10.8
净利润(百万元)	3,200	3,840	3,420	3,946	4,577
YoY(%)	-0.9	20.0	-10.9	15.4	16.0
毛利率(%)	25.6	26.8	22.3	23.0	23.8
EPS(摊薄/元)	2.74	3.29	2.93	3.38	3.92
ROE(%)	21.2	22.0	18.8	19.4	20.0
P/E(倍)	20.1	16.8	18.8	16.3	14.1
P/B(倍)	4.3	3.7	3.5	3.2	2.8
净利率(%)	15.9	16.0	13.4	13.8	14.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13118	15389	15990	19003	21322
现金	3879	5588	6241	6787	10007
应收票据及应收账款	3765	4378	3662	5815	4574
预付账款	65	89	97	91	123
存货	2741	3121	3621	3869	4281
其他流动资产	2668	2213	2370	2441	2338
非流动资产	6329	7375	6842	6909	6915
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3814	4738	4578	4603	4550
无形资产	557	671	722	782	842
其他非流动资产	1957	1967	1542	1524	1523
资产总计	19447	22765	22832	25911	28237
流动负债	4169	4935	4412	5352	5040
短期借款	733	288	568	530	462
应付票据及应付账款	1793	2410	2075	2947	2625
其他流动负债	1643	2238	1769	1875	1953
非流动负债	162	386	241	266	301
长期借款	0	0	2	3	4
其他非流动负债	162	386	240	263	296
负债合计	4331	5321	4654	5618	5340
少数股东权益	7	11	10	8	5
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	8578	11018	12647	14409	16275
归属母公司股东权益	15109	17432	18168	20285	22891
负债和股东权益	19447	22765	22832	25911	28237

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	3359	2701	5359
净利润	3200	3836	3419	3944	4574
折旧摊销	819	817	849	756	852
财务费用	-89	-84	-407	-448	-538
投资损失	-52	-78	-66	-65	-70
营运资金变动	-450	-4	-445	-1475	559
其他经营现金流	266	130	9	-11	-17
投资活动现金流	-1821	-2165	-503	-767	-676
筹资活动现金流	-1963	-1937	-2203	-1388	-1463
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.74	3.29	2.93	3.38	3.92
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.96	2.88	2.31	4.59
每股净资产(最新摊薄)	12.95	14.94	15.57	17.38	19.62

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20114	24006	25576	28599	31677
营业成本	14967	17572	19873	22021	24138
营业税金及附加	5	4	5	6	6
营业费用	70	76	77	86	95
管理费用	689	1074	1023	1173	1362
研发费用	309	375	460	515	539
财务费用	-89	-84	-407	-448	-538
资产减值损失	-154	-119	-225	-252	-279
公允价值变动收益	-6	10	10	10	10
投资净收益	52	78	66	65	70
营业利润	4056	4967	4402	5075	5883
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	20	21	21
利润总额	4036	4948	4383	5056	5864
所得税	836	1112	964	1112	1290
税后利润	3200	3836	3419	3944	4574
少数股东损益	0	-4	-1	-2	-3
归属母公司净利润	3200	3840	3420	3946	4577
EBITDA	4783	5615	5081	5650	6494

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	6.5	11.8	10.8
营业利润(%)	-1.2	22.5	-11.4	15.3	15.9
归属于母公司净利润(%)	-0.9	20.0	-10.9	15.4	16.0
获利能力					
毛利率(%)	25.6	26.8	22.3	23.0	23.8
净利率(%)	15.9	16.0	13.4	13.8	14.4
ROE(%)	21.2	22.0	18.8	19.4	20.0
ROIC(%)	19.6	20.5	17.4	18.1	18.6
偿债能力					
资产负债率(%)	22.3	23.4	20.4	21.7	18.9
流动比率	3.1	3.1	3.6	3.6	4.2
速动比率	2.4	2.4	2.7	2.8	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	6.4	6.0	6.1
应付账款周转率	9.1	8.4	8.9	8.8	8.7
估值比率					
P/E	20.1	16.8	18.8	16.3	14.1
P/B	4.3	3.7	3.5	3.2	2.8
EV/EBITDA	12.4	10.3	11.2	10.0	8.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，客观、公正地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

