

华利集团 (300979.SZ)

买入 (维持评级)

25Q3 业绩点评: 新厂提质增效, 毛利率环比改善

事件: 公司于 10.30 发布 25 年三季报, 前三季度实现营收 186.8 亿元, 同增 6.67%, 实现归母净利 24.35 亿元, 同比-14.34%, 实现扣非净利 25 亿元, 同比-10.83%。其中单 Q3 公司收入同比-0.34%至 60.19 亿元, 归母净利同比-20.73%至 7.65 亿元。

投资要点:

- **订单结构优化带动 ASP 提升**
分量价看, 25 年前三季度公司销售运动鞋 1.68 亿双, 同比增长 3.04%; 经估算, Q3 量/ASP 分别同比约-3.7%/+3.5%, 销量受需求影响承压, 但公司订单结构不断优化, 并加快新客户拓展。
- **Q3 毛利率环比改善**

25Q3 公司毛利率约为 22.2%, 同比-4.8Pct, 主要系新工厂处于投产初期的效率爬坡阶段, 对整体盈利水平产生暂时性影响; 但环比提升 1.1Pct, 显示随着智能化生产、员工优化等方式已有所改善。费用端, 25Q3 管理/销售费用率同比-3.0/-0.1Pct 至 2.7%/0.13%。其中管理费率降幅较大主要系绩效薪酬计提减少; 研发费用率因拓展新品牌投入增加而提升; 25Q3 净利率为 12.7%, 同比-3.3Pct。

- **新产能爬坡进展顺利, 库存保持健康水平**

公司产能扩张稳步推进, 新工厂运营改善取得积极进展。在 2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂中, 已有 3 家在本报告期内实现内部核算口径盈利, 其中包括印尼首家工厂, 表明新产能对利润的拖累正逐步减弱。库存方面, 截至 25 年 Q3 末, 公司存货余额为 31.59 亿元, 与年初基本持平, 存货周转天数维持在约 58 天的健康水平, 运营效率良好。25Q1-3 公司的经营性净现金流为 37.6 亿元, 同比-11.5%。

- **盈利预测与投资建议**

考虑到公司部分品牌客户经营略有承压, 我们调整此前预测, 预计公司 2025~27 年分别实现归母净利润 34.57/39.82/47.35 亿元 (原值 35.64/42.56/51.92 亿元), 25 年对应 19x PE。考虑到华利集团作为制鞋代工龙头企业, 与 Nike、Deckers、On 等优质国际品牌客户深度绑定, 且持续拓展 adidas 等重要品牌, 叠加产能稳健增长, 维持“买入”评级。

- **风险提示**

美国关税政策变化、原材料涨价、海外运动品牌终端需求低于预期、汇率波动

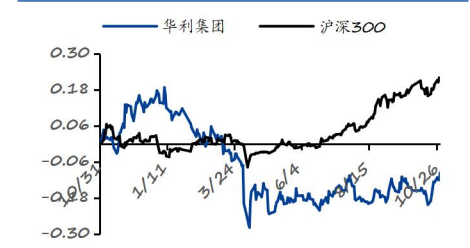
财务数据和估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,114	24,006	25,711	29,130	32,705
增长率	-2%	19%	7%	13%	12%
净利润 (百万元)	3,200	3,840	3,457	3,982	4,735
增长率	-1%	20%	-10%	15%	19%
EPS (元/股)	2.74	3.29	2.96	3.41	4.06
市盈率 (P/E)	20.7	17.2	19.2	16.6	14.0
市净率 (P/B)	4.4	3.8	3.5	3.2	2.8

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

基本数据

日期	2025-10-30
收盘价:	56.76 元
总股本/流通股本(百万股)	1,167.00/1,166.99
流通 A 股市值(百万元)	66,238.34
每股净资产(元)	13.35
资产负债率(%)	33.76
一年内最高/最低价(元)	80.16/47.77

一年内股价相对走势



团队成员

分析师: 谢丽媛(S0210524040004)
xly30495@hfzq.com.cn
分析师: 李施璇(S0210524100001)
lsx30549@hfzq.com.cn

相关报告

- 1、25H1 业绩点评: 毛利率短期承压, 新工厂顺利投产——2025.08.24
- 2、25Q1 业绩点评: 新品牌增速亮眼, 期待毛利率边际改善——2025.04.30
- 3、24 年报点评: 派息比例提升, adidas 放量可期——2025.04.11

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5,588	5,332	6,621	8,668
应收票据及账款	4,378	4,486	4,852	5,350
预付账款	89	158	221	269
存货	3,121	3,622	4,463	4,932
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,213	2,135	2,242	2,331
流动资产合计	15,389	15,733	18,399	21,549
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4,738	4,860	5,014	5,197
在建工程	757	857	857	757
无形资产	671	763	839	906
商誉	130	130	130	130
其他非流动资产	1,080	1,208	1,321	1,410
非流动资产合计	7,375	7,817	8,161	8,400
资产合计	22,765	23,550	26,560	29,949
短期借款	288	0	0	0
应付票据及账款	2,410	2,190	2,510	2,844
预收款项	0	0	0	0
合同负债	38	26	29	33
其他应付款	38	38	38	38
其他流动负债	2,162	2,242	2,584	2,773
流动负债合计	4,935	4,496	5,161	5,687
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	386	386	386	386
非流动负债合计	386	386	386	386
负债合计	5,321	4,882	5,547	6,073
归属母公司所有者权益	17,432	18,661	21,010	23,878
少数股东权益	11	8	3	-2
所有者权益合计	17,443	18,669	21,013	23,876
负债和股东权益	22,765	23,550	26,560	29,949

现金流量表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	3,711	3,873	4,804
现金收益	4,569	4,058	4,642	5,448
存货影响	-380	-501	-841	-469
经营性应收影响	-525	-49	-167	-251
经营性应付影响	620	-220	320	334
其他影响	333	422	-81	-258
投资活动现金流	-2,165	-1,178	-1,124	-1,064
资本支出	-1,630	-1,102	-1,069	-1,041
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	-535	-76	-56	-23
融资活动现金流	-1,937	-2,790	-1,460	-1,694
借款增加	-458	-288	0	0
股利及利息支付	-1,427	-1,638	-1,865	-2,098
股东融资	8	0	0	0
其他影响	-60	-864	405	405

利润表

单位:百万元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24,006	25,711	29,130	32,705
营业成本	17,572	19,797	22,139	24,463
税金及附加	4	4	4	5
销售费用	76	103	117	131
管理费用	1,074	1,054	1,282	1,472
研发费用	375	411	437	491
财务费用	-84	-182	-174	-173
信用减值损失	-6	-3	-3	-3
资产减值损失	-113	-129	-262	-294
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资收益	78	51	58	65
其他收益	6	3	3	3
营业利润	4,967	4,446	5,122	6,089
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	21	21	24	26
利润总额	4,948	4,427	5,100	6,065
所得税	1,112	974	1,122	1,334
净利润	3,836	3,453	3,978	4,730
少数股东损益	-4	-4	-4	-5
归属母公司净利润	3,840	3,457	3,982	4,735
EPS（按最新股本摊薄）	3.29	2.96	3.41	4.06

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入增长率	19.4%	7.1%	13.3%	12.3%
EBIT 增长率	23.2%	-12.7%	16.0%	19.6%
归母公司净利润增长率	20.0%	-10.0%	15.2%	18.9%
获利能力				
毛利率	26.8%	23.0%	24.0%	25.2%
净利率	16.0%	13.4%	13.7%	14.5%
ROE	22.0%	18.5%	19.0%	19.8%
ROIC	31.7%	26.1%	26.5%	27.5%
偿债能力				
资产负债率	23.4%	20.7%	20.9%	20.3%
流动比率	3.1	3.5	3.6	3.8
速动比率	2.5	2.7	2.7	2.9
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转天数	61	62	58	56
存货周转天数	60	61	66	69
每股指标（元）				
每股收益	3.29	2.96	3.41	4.06
每股经营现金流	3.96	3.18	3.32	4.12
每股净资产	14.94	15.99	18.00	20.46
估值比率				
P/E	17	19	17	14
P/B	4	4	3	3
EV/EBITDA	67	75	66	56

数据来源：公司报告、华福证券研究所

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称

公司）不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

华福证券有限责任公司 本公司对本报告保留一切权利 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。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。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn