

老客户订单波动，新工厂盈利改善

2025 年 10 月 31 日

核心观点

- **公司发布 2025 年三季报，Q3 收入阶段性波动。**公司前三季度实现收入 186.80 亿元，同比增长 6.67%，归母净利润 24.35 亿元，同比下降 14.34%，扣非归母净利润 25.00 亿元，同比下降 10.83%。其中 Q3 单季公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 60.19/7.65/8.16 亿元，分别同比变动-0.34%/-20.73%/-14.83%。Q3 收入环比波动，净利率仍待拐点。
- **老客户订单短期调整，新客户增长趋势保持强劲。**2025Q1-Q3 公司实现运动鞋销售量 1.68 亿双，同比增长 3.04%，ASP 有所提升。Q3 单季受到部分老客户短期订单调整，销售量同降 3.6%至 0.53 亿双。期间公司加快新客户拓展、优化客户结构、推进印尼生产基地建设。根据公司内部核算口径，2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂，已经有 3 家工厂在 25Q3 实现盈利。公司新客户 Adidas 快速放量，ON、HOKA 等新势力品牌维持稳健增长。预计全年老客户供应链调整逐步完成，2026 年订单有望企稳回升。
- **新工厂盈利提升，毛利率环比改善。**公司前三季度毛利率为 21.96%，同比下降 5.85pct。其中 Q3 单季度毛利率环比 Q2 提升 1.11pct。随着新工厂运营逐步成熟以及各工厂降本增效措施的推进，预计公司毛利率仍有改善空间。期间公司销售/管理费率分别为 0.27%/2.75%，同比变动-0.08/-2.54pct，费用管控效率不断提升。截至 Q3 期末，公司存货周转天数为 58 天，同比下降 6 天，周转效率提升。
- **投资建议：**公司当前处于新产能快速扩张期，新工厂效率爬坡仍需时间，但公司凭借优质客户绑定，订单结构不断优化。老客户订单在全年供应链调整后预计 26 年有望改善。基于当前老客户订单波动，我们下调 2025/26/27 EPS 3.02/3.61/4.23 元至 2.84/3.37/3.91 元。对应 PE 估值分别为 20/17/15 倍，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**海外需求不及预期风险，新产能投放不及预期风险，国际贸易政策波动风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24,006	25,352	28,493	31,649
收入增长率%	19.35	5.61	12.39	11.08
归母净利润(百万元)	3,840	3,318	3,936	4,566
利润增长率%	20.00	-13.61	18.62	16.02
毛利率%	26.80	23.30	24.00	24.60
摊薄 EPS(元)	3.29	2.84	3.37	3.91
PE	17.25	19.96	16.83	14.51
PB	3.80	3.59	3.38	3.16
PS	2.76	2.61	2.32	2.09

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

华利集团（股票代码：300979）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：010-80927622

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

市场数据

2025 年 10 月 30 日

股票代码	300979
A 股收盘价(元)	56.76
上证指数	3,986.90
总股本(万股)	116,700
实际流通 A 股(万股)	116,699
流通 A 股市值(亿元)	662

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河纺服】华利集团(300979.SZ)首次覆盖_运动鞋制造龙头，产能升级提效益

附录：

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,389	16,230	18,487	20,055
现金	5,588	6,628	7,153	8,631
应收账款	4,378	3,932	5,091	4,931
其它应收款	67	60	82	76
预付账款	89	73	95	77
存货	3,121	3,361	3,857	4,097
其他	2,147	2,176	2,208	2,243
非流动资产	7,375	7,371	7,334	7,165
长期投资	0	0	0	0
固定资产	4,738	4,869	4,893	4,801
无形资产	671	688	702	712
其他	1,967	1,813	1,739	1,651
资产总计	22,765	23,601	25,821	27,220
流动负债	4,935	4,754	5,768	5,770
短期借款	288	300	300	300
应付账款	2,410	2,344	2,950	2,883
其他	2,238	2,110	2,518	2,586
非流动负债	386	405	426	449
长期借款	0	0	0	0
其他	386	405	426	449
负债总计	5,321	5,159	6,194	6,218
少数股东权益	11	11	11	11
归属母公司股东权益	17,432	18,431	19,616	20,990
负债和股东权益	22,765	23,601	25,821	27,220

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	4,125	3,917	5,193
净利润	3,836	3,318	3,936	4,566
折旧摊销	870	956	872	889
财务费用	-84	-90	-106	-115
投资损失	-78	-50	-50	-40
营运资金变动	-95	-5	718	88
其他	168	-2	-1,453	-194
投资活动现金流	-2,165	-879	-757	-650
资本支出	1,700	910	790	675
长期投资	581	0	0	0
其他	-4,447	-1,789	-1,547	-1,325
筹资活动现金流	-1,937	-2,207	-2,635	-3,065
短期借款	-445	12	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	-1,492	-2,219	-2,635	-3,065
现金净增加额	515	1,040	525	1,478

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	24,006	25,352	28,493	31,649
营业成本	17,572	19,445	21,654	23,863
税金及附加	4	4	5	5
销售费用	76	89	85	89
管理费用	1,074	1,141	1,225	1,298
研发费用	375	396	445	494
财务费用	-84	-90	-106	-115
资产减值损失	-113	-121	-139	-148
公允价值变动收益	10	0	0	0
投资收益及其他	79	50	49	39
营业利润	4,967	4,297	5,094	5,907
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	21	20	20	20
利润总额	4,948	4,279	5,076	5,889
所得税	1,112	961	1,141	1,323
净利润	3,836	3,318	3,936	4,566
少数股东损益	-4	0	0	0
归属母公司净利润	3,840	3,318	3,936	4,566
EBITDA	5,657	4,685	4,797	5,657
EPS（元）	3.29	2.84	3.37	3.91

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	19.4%	5.6%	12.4%	11.1%
营业利润增长率	22.5%	-13.5%	18.5%	16.0%
归母净利润增长率	20.0%	-13.6%	18.6%	16.0%
毛利率	26.8%	23.3%	24.0%	24.6%
净利率	16.0%	13.1%	13.8%	14.4%
ROE	22.0%	18.0%	20.1%	21.8%
ROIC	36.0%	31.3%	35.0%	41.2%
资产负债率	23.4%	21.9%	24.0%	22.8%
净资产负债率	-29.0%	-33.0%	-33.6%	-38.4%
流动比率	3.12	3.41	3.21	3.48
速动比率	2.49	2.71	2.54	2.77
总资产周转率	1.14	1.09	1.15	1.19
应收账款周转率	5.90	6.10	6.32	6.32
应付账款周转率	11.43	10.67	10.77	10.85
每股收益	3.29	2.84	3.37	3.91
每股经营现金流	3.96	3.54	3.36	4.45
每股净资产	14.94	15.79	16.81	17.99
P/E	17.25	19.96	16.83	14.51
P/B	3.80	3.59	3.38	3.16
EV/EBITDA	14.96	11.37	9.91	8.45
PS	2.76	2.61	2.32	2.09

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业首席分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得2019-2020年机构投资者II评选纺织零售行业第三名，2021-2023水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn