

新工厂运营逐步成熟+降本增效，Q3 毛利率环比改善

——华利集团（300979）点评报告

增持(维持)

2025 年 10 月 31 日

投资要点:

前三季度收入+6.67%，净利润短期承压。2025Q1-Q3，公司实现营收186.80 亿元（同比+6.67%），其中，运动鞋销量同比+3.04%，实现归母净利润为 24.35 亿元（同比-14.34%），扣非归母净利润 25.00 亿元（同比-10.83%），其中，Q3 营收/归母净利润分别同比-0.34%/-20.73%，短期业绩承压推测由于宏观经济压力加大，下游需求偏弱，部分老客户订单有所下滑。

新工厂运营逐步成熟+降本增效推进，Q3 毛利率环比改善。2025Q1-Q3，公司毛利率同比-5.85 个 pct 至 21.96%，毛利率下滑主要受新工厂处于爬坡期以及产能调配的影响，净利率同比-3.19 个 pct 至 13.05%，其中，受益于新工厂运营逐步成熟（2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂，已经有 3 家工厂在内部核算口径实现盈利）以及各工厂降本增效措施的推进，Q3 毛利率/净利率环比 Q2 分别提升 1.11/0.31pcts，盈利水平改善。**费用率方面**，2025Q1-Q3 管理费用率同比-2.54 个 pct 至 2.75%，主因公司净利润下降，计提的绩效薪酬减少；销售/研发/财务费用率分别为 0.27%/1.70%/-0.22%，同比分别-0.08/+0.34/+0.14 个 pct。

盈利预测与投资建议：受新工厂产能爬坡、下游客户需求偏弱等因素影响，短期业绩承压，但随着新工厂运营逐步成熟以及降本增效措施的推进，公司 Q3 毛利率与净利率环比 Q2 已有改善，我们判断 Q4 以及 2026 年盈利水平进一步修复可期。我们维持此前的盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 35.13/41.69/48.90 亿元，对应 2025 年 10 月 30 日收盘价的 PE 分别为 19/16/14 倍，维持“增持”评级。

风险因素：贸易摩擦风险、大客户订单波动风险、消费恢复不及预期风险、汇率及原材料价格大幅波动风险、新产能效率提升不及预期风险。

基础数据

总股本（百万股）	1,167.00
流通A股（百万股）	1,166.99
收盘价（元）	56.76
总市值（亿元）	662.39
流通A股市值（亿元）	662.38

个股相对沪深 300 指数表现



数据来源：聚源，万联证券研究所

相关研究

新客户订单增长，工厂产能爬坡期影响利润
运动鞋制造龙头，壁垒深厚，增长可期

分析师：李滢

执业证书编号：S0270522030002

电话：15521202580

邮箱：liying1@wlzq.com.cn

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	24006.39	26693.93	29845.07	33344.18
增长比率 (%)	19.35	11.20	11.80	11.72
归母净利润(百万元)	3840.33	3512.85	4166.97	4887.46
增长比率 (%)	20.00	-8.53	18.62	17.29
每股收益(元)	3.29	3.01	3.57	4.19
市盈率(倍)	17.25	18.86	15.90	13.55
市净率(倍)	3.80	3.67	3.43	3.19

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

利润表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	24006	26694	29845	33344
同比增速 (%)	19.35	11.20	11.80	11.72
营业成本	17572	20774	22827	25057
毛利	6434	5920	7018	8287
营业收入 (%)	26.80	22.18	23.52	24.85
税金及附加	4	5	5	6
营业收入 (%)	0.02	0.02	0.02	0.02
销售费用	76	91	101	110
营业收入 (%)	0.32	0.34	0.34	0.33
管理费用	1074	854	1015	1200
营业收入 (%)	4.48	3.20	3.40	3.60
研发费用	375	416	463	514
营业收入 (%)	1.56	1.56	1.55	1.54
财务费用	-84	-74	-49	-57
营业收入 (%)	-0.35	-0.28	-0.17	-0.17
资产减值损失	-113	-186	-204	-224
信用减值损失	-6	-7	-8	-9
其他收益	6	3	4	0
投资收益	78	76	87	0
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	10	0	0	0
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	4967	4513	5362	6281
营业收入 (%)	20.69	16.91	17.97	18.84
营业外收支	-19	-19	-19	-19
利润总额	4948	4494	5343	6262
营业收入 (%)	20.61	16.83	17.90	18.78
所得税费用	1112	983	1180	1378
净利润	3836	3510	4163	4884
营业收入 (%)	15.98	13.15	13.95	14.65
归属于母公司的净利润	3840	3513	4167	4887
同比增速 (%)	20.00	-8.53	18.62	17.29
少数股东损益	-4	-3	-3	-4
EPS（元/股）	3.29	3.01	3.57	4.19

基本指标

	2024A	2025E	2026E	2027E
EPS	3.29	3.01	3.57	4.19
BVPS	14.94	15.45	16.53	17.78
PE	17.25	18.86	15.90	13.55
PEG	0.86	-2.21	0.85	0.78
PB	3.80	3.67	3.43	3.19
EV/EBITDA	15.31	10.84	9.09	7.80
ROE	22.03%	19.48%	21.61%	23.55%
ROIC	20.69%	18.54%	20.71%	22.58%

资产负债表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	5588	5075	5796	6666
交易性金融资产	1775	2075	2275	2475
应收票据及应收账款	4378	4905	5461	6101
存货	3121	3542	3692	3871
预付款项	89	100	112	122
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	438	491	566	634
流动资产合计	15389	16188	17903	19870
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	4738	5122	5393	5482
在建工程	757	600	427	315
无形资产	671	777	876	966
商誉	130	129	128	127
递延所得税资产	90	155	155	155
其他非流动资产	990	963	960	985
资产总计	22765	23933	25840	27899
短期借款	288	338	388	438
应付票据及应付账款	2410	2729	3042	3323
预收账款	0	0	0	0
合同负债	38	40	45	50
应付职工薪酬	1351	1554	1723	1886
应交税费	766	774	895	989
其他流动负债	371	440	494	549
流动负债合计	4935	5536	6199	6797
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	28	19	19	19
其他非流动负债	358	333	331	329
负债合计	5321	5888	6549	7145
归属于母公司的所有者权益	17432	18036	19286	20752
少数股东权益	11	9	5	1
股东权益	17443	18044	19291	20753
负债及股东权益	22765	23933	25840	27899

现金流量表（百万元）

	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流净额	4617	4198	5351	6092
投资	-670	-325	-225	-225
资本性支出	-1664	-1409	-1409	-1409
其他	168	-91	-113	-200
投资活动现金流净额	-2165	-1824	-1747	-1834
债权融资	-6	-15	-2	-2
股权融资	8	0	0	0
银行贷款增加（减少）	-445	50	50	50
筹资成本	-1427	-2472	-2931	-3437
其他	-67	-432	0	0
筹资活动现金流净额	-1937	-2869	-2883	-3389
现金净流量	549	-513	721	869

数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，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。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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客户。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场