

华利集团（300979）

2025 年三季报点评：Q3 营收波动，降本增效及新厂运营改善带来盈利拐点

买入（维持）

2025 年 11 月 01 日

证券分析师 汤军

执业证书：S0600517050001

021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书：S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	20,114	24,006	25,525	28,952	32,594
同比（%）	(2.21)	19.35	6.33	13.43	12.58
归母净利润（百万元）	3,200	3,840	3,411	4,000	4,687
同比（%）	(0.86)	20.00	(11.18)	17.26	17.18
EPS-最新摊薄（元/股）	2.74	3.29	2.92	3.43	4.02
P/E（现价&最新摊薄）	21.57	17.97	20.24	17.26	14.73

投资要点

- **公司公布 2025 年三季报：**2025 年前三季度收入 186.80 亿元/yoy+6.67%，归母净利润 24.35 亿元/yoy-14.34%。分季度看，25Q1/Q2/Q3 收入分别同比+12.3%/+9.0%/-0.3%，归母净利润分别同比-3.2%/-16.7%/-20.7%，Q3 营收持平略降、净利降幅扩大，主因宏观经济压力及部分客户下单谨慎，同时新工厂投产初期的效率爬坡对利润率构成阶段性拖累。
- **25Q3 量跌价升，新客户放量增长。**1) **分量价看**，前三季度销量 1.68 亿双/yoy+3.04%，ASP 约 111.2 元/双、yoy+3.5%。单 Q3 销量 0.53 亿双/yoy-2.99%，ASP 约 112.8 元/双、yoy+2.73%，量跌价升主因 ASP 偏低的 Converse 和 Vans 订单下滑，我们预计 2026 年这两个客户订单有望好转。2) **分客户看**，我们预计 25Q3 On、New Balance、Adidas 贡献主要增量，Converse 和 Vans 订单承压，Nike 小幅下滑。
- **新工厂运营持续改善。**公司积极推进新工厂建设，2024 年投产的 4 家新工厂中，截至 25Q3 已有 3 家实现盈利（内部核算口径），其中包括公司在印尼开设的第一家工厂，25Q4 公司预计新投产两个工厂（印尼 Adidas 工厂和越南 Asics 工厂），由于规模较小，预计对毛利率影响有限。
- **Q3 毛利率环比改善，管理费用率同比下降。**1) **毛利率：**前三季度整体毛利率同比-5.85pct 至 21.95%，主要受多个新工厂处于产能爬坡期影响，单 Q3 毛利率 22.19%/同比-4.82pct/环比+1.11pct，体现新工厂效率处于改善过程中，同时公司落实各工厂降本增效（如减少总体工人人数）。2) **期间费用率：**前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.08/-2.54/+0.34/+0.14pct 至 0.27%/2.75%/1.70%/-0.22%，管理费用率显著下降主因随净利润下滑计提的绩效薪酬减少。3) **归母净利率：**前三季度归母净利率 13.04%/同比-3.20pct，单 Q3 归母净利率 12.71%/同比-3.27pct/环比+0.27pct，我们预计随新工厂效率爬坡利润率有望进一步恢复。
- **盈利预测与投资评级：**公司作为全球领先的运动鞋专业制造商，短期业绩因战略性产能扩张而承压，但新工厂爬坡进展顺利，新客户订单放量为未来增长奠定坚实基础。随着新工厂效率提升及新客户订单持续导入，公司盈利能力有望逐步修复。考虑短期业绩承压，我们将 25-27 年归母净利润预测值从 35.7/43.4/51.2 亿元下调至 34.1/40.0/46.9 亿元，对应 PE 20/17/15X，维持“买入”评级。
- **风险提示：**订单波动、汇率波动、新工厂效率爬坡不及预期等风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	59.15
一年最低/最高价	47.77/80.16
市净率(倍)	4.43
流通 A 股市值(百万元)	69,027.45
总市值(百万元)	69,028.05

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.35
资产负债率(% ,LF)	33.76
总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股(百万股)	1,166.99

相关研究

《华利集团(300979)：2025 年中报点评：On 和 New Balance 跻身前五大客户，期待新工厂效率爬坡》
2025-08-25

《华利集团(300979)：25H1 业绩快报点评：营收保持增长，利润率短期承压》
2025-08-11

华利集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	15,389	16,877	19,329	22,294	营业总收入	24,006	25,525	28,952	32,594
货币资金及交易性金融资产	7,364	8,203	9,589	11,426	营业成本(含金融类)	17,572	19,858	22,259	24,791
经营性应收款项	4,467	4,695	5,324	5,992	税金及附加	4	6	7	7
存货	3,121	3,586	4,019	4,476	销售费用	76	102	116	130
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,074	868	1,100	1,304
其他流动资产	438	394	397	400	研发费用	375	393	446	502
非流动资产	7,375	8,271	9,070	9,802	财务费用	(84)	(96)	(108)	(130)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	6	0	0	0
固定资产及使用权资产	4,954	5,230	5,437	5,576	投资净收益	78	26	29	33
在建工程	757	1,218	1,680	2,144	公允价值变动	10	0	0	0
无形资产	671	801	931	1,061	减值损失	(119)	(140)	(140)	(140)
商誉	130	130	130	130	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	211	211	211	211	营业利润	4,967	4,280	5,021	5,883
其他非流动资产	652	682	682	682	营业外净收支	(19)	(16)	(22)	(25)
资产总计	22,765	25,148	28,399	32,097	利润总额	4,948	4,264	4,999	5,858
流动负债	4,935	5,417	6,128	6,874	减:所得税	1,112	853	1,000	1,172
短期借款及一年内到期的非流动负债	333	444	544	644	净利润	3,836	3,411	4,000	4,687
经营性应付款项	2,410	2,758	3,092	3,443	减:少数股东损益	(4)	0	0	0
合同负债	38	0	0	0	归属母公司净利润	3,840	3,411	4,000	4,687
其他流动负债	2,155	2,215	2,493	2,787	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.29	2.92	3.43	4.02
非流动负债	386	354	354	354	EBIT	4,793	4,168	4,892	5,728
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,663	4,951	5,742	6,645
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.80	22.20	23.12	23.94
租赁负债	188	188	188	188	归母净利率(%)	16.00	13.36	13.81	14.38
其他非流动负债	198	166	166	166	收入增长率(%)	19.35	6.33	13.43	12.58
负债合计	5,321	5,771	6,482	7,228	归母净利润增长率(%)	20.00	(11.18)	17.26	17.18
归属母公司股东权益	17,432	19,366	21,905	24,857					
少数股东权益	11	11	11	11					
所有者权益合计	17,443	19,377	21,917	24,869					
负债和股东权益	22,765	25,148	28,399	32,097					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	4,617	3,990	4,548	5,275	每股净资产(元)	14.94	16.59	18.77	21.30
投资活动现金流	(2,165)	(1,705)	(1,743)	(1,742)	最新发行在外股份(百万股)	1,167	1,167	1,167	1,167
筹资活动现金流	(1,937)	(1,528)	(1,519)	(1,796)	ROIC(%)	21.87	17.56	18.35	18.95
现金净增加额	549	740	1,286	1,736	ROE-摊薄(%)	22.03	17.61	18.26	18.85
折旧和摊销	870	784	851	918	资产负债率(%)	23.38	22.95	22.83	22.52
资本开支	(1,664)	(1,666)	(1,672)	(1,675)	P/E(现价&最新股本摊薄)	17.97	20.24	17.26	14.73
营运资本变动	(4)	(278)	(454)	(483)	P/B(现价)	3.96	3.56	3.15	2.78

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>