

新工厂爬坡顺畅，25Q3 毛利率、净利率环比提升

核心观点

25Q1-3 公司实现营收 186.80 亿元/+6.7%，归母净利润 24.35 亿元/-14.3%；25Q3 公司实现营收 60.19 亿元/-0.3%，归母净利润 7.65 亿元/-20.7%。25Q3 公司收入微降，主要系客户订单表现分化，部分硫化鞋客户市场面临挑战，与其他客户订单的增长相抵消，预计 Adidas、On、New Balance 等客户订单均保持较高增长。25Q3 公司毛利率为 22.19%/-4.82pct，环比+1.11pct；净利率为 12.73%/-3.26pct，环比+0.30pct；新工厂产能爬坡、效率提升，公司盈利能力环比改善。展望未来，预计 Q4 硫化鞋订单下滑仍有一定影响，考虑客户今年下单整体偏谨慎以及美国对越南关税政策基本落地，预计明年订单层面和产能利用率方面更为乐观。

事件

华利集团发布 2025 年三季报。25Q1-3 公司实现营收 186.80 亿元/+6.7%，归母净利润 24.35 亿元/-14.3%，扣非归母净利润 25.00 亿元/-10.8%，基本 EPS 为 2.09 元/-14.3%，ROE（加权）为 14.13%/-3.85pct。

单季度看，25Q3 公司实现营收 60.19 亿元/-0.3%，归母净利润 7.65 亿元/-20.7%，扣非归母净利润 8.16 亿元/-14.8%。

简评

Q3 收入下滑，主要系部分硫化鞋客户市场面临挑战，客户结构多元化、新客户放量等均如期推进。25Q3 公司收入微降，主要系部分硫化鞋客户市场面临挑战，与其他客户订单的增长相抵消。今年公司多个客户订单表现突出，如 ON、New Balance 等，新客户 Adidas 自 24 年下半年开始合作，25 年上半年在越南、印尼、中国三大产能区工厂均实现量产出货，未来公司为其规划的产能布局或在年产 5000 万双以上量级（预计 25Q4 在印尼有 1 个新工厂投产计划），驱动公司中长期保持较快增速。其他客户方面，Nike 订单虽略有一定降幅但总体保持平稳，锐步客户订单也贡献一定增量。量价拆分看，25Q3 销量为 0.53 亿双/-3.6%，ASP 为 114 元/双，同比+3.4%，呈量减价增，预计主要与低均价的硫化鞋品类销售占比下降有关。展望未来，预计 Q4 硫化鞋订单下滑仍有一定影响，考虑客户今年下单整体偏谨慎以及美国关税政策基本落地，预计明年订单层面或较为乐观。

华利集团 (300979.SZ)

维持

买入

叶乐

yele@csc.com.cn

18521081258

SAC 编号:S1440519030001

SFC 编号:BOT812

张舒怡

zhangshuyi@csc.com.cn

SAC 编号:S1440523070004

发布日期：2025 年 11 月 04 日

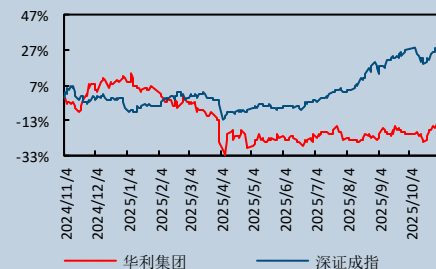
当前股价：59.31 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
11.86/9.45	14.10/2.40	-11.90/-33.43
12 月最高/最低价 (元)		79.34/48.22
总股本 (万股)		116,700.00
流通 A 股 (万股)		116,698.98
总市值 (亿元)		692.15
流通市值 (亿元)		692.14
近 3 月日均成交量 (万)		303.38
主要股东		
俊耀集团有限公司		83.35%

股价表现



相关研究报告

【中信建投轻工纺服及教育】华利集团 (300979):新客户驱动 25H1 收入增长，毛利率处于爬坡阶段

毛利率、净利率环比提升，主要系新工厂爬坡顺畅、降本增效所致。1) 利润端，25Q1-3 公司毛利率为 21.96%/-5.85pct，净利率为 13.05%/-3.19pct，所得税率为 20.99%/-1.77pct。单季度看，25Q3 公司毛利率为 22.19%/-4.82pct，环比+1.11pct；净利率为 12.73%/-3.26pct，环比+0.30pct；所得税率为 17.79%/-4.04pct，环比-7.27pct。2) 费用端，25Q1-3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.27%/-0.08pct、2.75%/-2.54pct、1.70%/+0.34pct、-0.22%/+0.14pct。单季度看，25Q3 销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.13%/-0.13pct、2.70%/-2.99pct、1.90%/+0.48pct、0.52%/+1.42pct（汇兑损失）。

24 年至今已新投产 6 家新工厂，持续推进新工厂的投产和产能爬坡。24 年至今已新投产 6 家新工厂，包括 3 家越南工厂（24 年 4 月、9 月、10 月投产）、2 家印尼工厂（24 年 4 月、25 年 2 月投产）、1 家国内工厂（25 年 2 月投产），我们估计截至 25 年 9 月公司合计拥有约 22 家工厂。25H1 末公司产能 11671 万双/+7.3%，产能利用率 95.78%/-1.54pct（注：公司产能利用率口径中，分母产能数据随新工厂招工人数、设备安装进度等浮动），预计 25Q4 公司还将有 2 个印尼新工厂投产，预计明年公司将继续在印度尼西亚新建工厂，推进海外制造基地多元化布局。在新工厂运营效率方面，公司 2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂整体产能持续爬升中，其中包括公司在印尼开设的第一家工厂，随着运营成熟度提升，新工厂整体毛利率呈现逐季度改善趋势。

盈利预测：我们预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 257.2、289.4、325.0 亿元，同比分别增长 7.1%、12.5%、12.3%；归母净利润分别为 33.8、40.1、47.0 亿元，同比分别-12.0%、+18.5%、+17.3%，对应 P/E 为 20.5x、17.3x、14.7x，维持“买入”评级。

风险提示：1) **大客户订单风险：**公司前五大客户占公司收入比重较高，均为海外品牌，海外或存在通胀、衰退等风险，影响鞋服消费需求，对于公司订单产生不利影响，影响公司收入和产能利用情况；2) **新客户开拓不及预期：**公司积极开拓具备增长潜力的新品牌客户，如果新客户开拓不及预期将对公司新工厂产能利用产生不利影响，影响公司收入和制造效率；3) **新产能建设不及预期：**公司新产能位于越南、印度尼西亚等地区，面临政治风险，影响产能投放及产能利用率；4) **国际贸易和关税风险：**4 月美国宣布对全球征收 10%的基础关税，并针对部分国家征收更高的对等关税，经历谈判后，目前美国对多个国家等关税税率基本落地，若后续关税政策再度变动，或将影响公司未来订单和盈利能力。

图 1: 华利集团收入与毛利拆分预测

华利集团 (人民币亿元)		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入		139.3	174.7	205.7	201.1	240.1	257.2	289.4	325.0
	yoy	-8.1%	25.4%	17.7%	-2.2%	19.4%	7.1%	12.5%	12.3%
销量									
总销量 (万双)		16,500	21,087	22,068	19,011	22,343	22,972	25,405	28,348
		-10.9%	27.8%	4.7%	-13.9%	17.5%	2.8%	10.6%	11.6%
ASP									
美元ASP		12.5	13.0	12.9	14.1	14.1			
	yoy		4.4%	-1.0%	8.7%	0.4%			
人民币ASP		84.4	82.8	93.2	105.8	107.4	112.0	113.9	114.7
	yoy	3.0%	-1.9%	12.5%	13.5%	1.6%	4.2%	1.7%	0.7%
人民币单双净利润		11.4	13.1	14.6	16.8	17.2	14.7	15.8	16.6
营收按客户拆分									
前五大客户收入		127.8	160.1	187.7	165.7	190.0	182.0	195.4	210.4
	yoy	-2.0%	25.3%	17.3%	-11.7%	14.7%	-4.2%	7.4%	7.7%
	占比	91.7%	91.6%	91.3%	82.4%	79.1%	70.8%	67.5%	64.7%
①N客户		46.5	61.8	79.2	76.1	79.7	72.7	78.0	82.8
	yoy	12.5%	33.0%	28.2%	-4.0%	4.7%	-8.8%	7.4%	6.1%
	客户自身 (2024A截至25.5.31)	19.1%	4.9%	9.6%	0.3%	-9.8%			
②D客户		24.5	37.6	39.6	40.6	51.3	51.4	54.7	57.9
	yoy	-6.7%	53.8%	5.1%	2.6%	26.4%	0.2%	6.5%	5.9%
	客户自身 (2024A截至25.3.31)	19.4%	23.8%	15.1%	18.2%	16.3%	6.7%		
③V客户		32.8	32.1	34.1	23.7	29.9	24.0	22.8	22.8
	yoy	-15.8%	-2.2%	6.4%	-30.7%	26.4%	-19.9%	-5.0%	0.0%
	客户自身 (2024A截至25.3.29)	-11.9%	28.2%	-1.9%	-10.0%	-4.1%	-2.0%		
④O客户						15.1	20.0	25.7	32.6
	yoy					35.0%	31.8%	28.8%	26.7%
	客户自身 (2024A截至24.12.31)					29.4%	31.0%		
⑤P客户		17.0	18.9	22.3	14.0	13.9	14.0	14.2	14.3
	yoy	8.2%	11.1%	17.7%	-37.1%	-0.9%	1.0%	1.0%	1.0%
	客户自身 (2024A截至24.12.31)	-4.9%	30.0%	24.4%	1.6%	4.4%	-11.0%		
⑥U客户		7.0	9.6	12.5	11.3				
	yoy	28.7%	38.1%	29.9%	-9.8%				
	客户自身 (2024A截至25.3.31)	27.0%	0.8%	3.1%	-3.4%	-9.4%	-5.3%		
其他客户收入		11.5	14.6	18.0	35.5	50.1	75.1	93.9	114.6
	yoy	-45.8%	26.8%	23.1%	97.3%	41.3%	50.0%	25.0%	22.0%
	占比	8.3%	8.4%	8.7%	17.6%	20.9%	29.2%	32.5%	35.3%
重要指标		2020A	2021A	2022A	2023A	2024A	2025E	2025E	2025E
员工人数 (万人)		12.3	15.1	15.5	15.8	17.8			
	yoy	-9.6%	23.1%	2.5%	1.6%	12.8%			
毛利率		24.8%	27.2%	25.9%	25.6%	26.8%	23.1%	24.4%	25.4%
	前五大客户	26.0%	28.5%	27.1%	26.5%	27.0%	23.6%	24.6%	25.6%
	其他客户	11.7%	13.3%	13.4%	21.3%	26.1%	22.1%	24.1%	25.1%

数据来源: 公司公告, 中信建投证券 注: 前五大客户对应数据为我们估计值, 2024 年顺序可能不同

图 2:下游主要海外品牌表现

公司	财报期	FY26指引	1QFY26	4QFY25	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24
	自然年截止日	2026/5/31	2025/8/31	2025/5/31	2025/2/28	2024/11/30	2024/8/31	2024/5/31	2024/2/29	2023/11/30	2023/8/31
Nike	收入 (亿美元)		117.2	111.0	112.7	123.5	115.9	126.1	124.3	133.9	129.4
	yoy	2QFY26下降低单位数	1.1%	-12.0%	-9.3%	-7.7%	-10.4%	-1.7%	0.3%	0.6%	2.0%
	存货周转天数		104	102	106	105	112	98	103	101	107
公司	财报期	FY25指引	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24	4QFY23	3QFY23
	自然年截止日	2025/12/31	2025/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30
Adidas	收入 (亿欧元)	上调指引, 收入约9%增长 (此前为高个位数增长, 剔除Yeezy影响后, 双位 数增长)	66.3	59.5	61.5	59.7	64.4	58.2	54.6	48.1	60.0
	yoy		3.0%	2.2%	12.7%	24.0%	7.3%	9.0%	3.5%	-7.6%	-6.4%
	存货周转天数		151	162	154	143	130	141	151	158	154
公司	财报期	FY25指引	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24	4QFY23	3QFY23	2QFY23
	自然年截止日	2026/1/28	2025/8/3	2024/5/4	2025/1/28	2024/10/27	2024/7/28	2024/4/28	2024/1/28	2023/10/29	2023/7/30
lululemon	收入 (亿美元)	108.50-110.00	25.3	23.7	36.1	24.0	23.7	22.0	32.1	22.0	22.1
	yoy	增长2-4%(前次指引5-7%, 3QFY25增长3-4%)	6.5%	7.3%	13%	8.7%	7.3%	10.0%	15.6%	18.7%	18.2%
	存货周转天数		145	141	102	146	130	129	103	158	160
公司	财报期	FY26指引	2QFY26	1QFY26	4QFY25	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24
	自然年截止日	2026/3/31	2025/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30
Deckers	总收入 (亿美元)	47.0	14.3	9.6	10.2	18.3	13.1	8.3	9.6	15.6	10.9
	yoy	给出全年指引, 预计FY26 收入53.5亿美元, 同比增 长6.7%, 其中HOKA为 low-teens, UGG为中高 个位数增长	9.1%	16.9%	6.5%	17.1%	20.1%	22.1%	21.2%	15.9%	23.7%
	存货周转天数		121	142	109	84	119	155	108	88	130
	其中: HOKA		6.3	6.5	5.9	5.3	5.7	5.5	5.3	4.3	4.2
	yoy		11.1%	19.8%	10.0%	23.7%	34.7%	29.7%	34.0%	21.9%	27.3%
	其中: UGG		7.6	2.7	3.7	12.4	6.9	2.2	3.6	10.7	6.1
	yoy		10.4%	18.9%	3.6%	16.1%	13.0%	14.0%	14.9%	15.2%	28.1%
公司	财报期	FY25指引	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24	4QFY23	3QFY23	2QFY23
	自然年截止日	2025/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30	2023/6/30
ON	收入 (亿瑞士法郎)	增长31%+(上调指引, 此 前预计28%+)	7.5	7.3	6.1	6.4	5.7	5.1	4.5	4.8	4.4
	yoy		32.1%	43.0%	35.7%	32.3%	27.8%	21.0%	21.9%	46.5%	52.3%
	存货周转天数		119	126	150	135	152	159	199	201	226
公司	财报期	FY26指引	2QFY26	1QFY26	4QFY25	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24
	自然年截止日	2026/3/31	2025/9/27	2025/6/28	2025/3/31	2024/12/28	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/30	2023/12/31	2023/9/30
VF	收入 (亿美元)	给出全年指引, 预计FY26 自由现金流有增长, 3QFY26收入下滑-3%至- 1%	28.0	17.6	21.4	28.3	27.6	19.1	23.7	29.6	30.3
	yoy		2.0%	-0.5%	-4.6%	1.9%	-5.5%	-8.6%	-13.4%	-16.1%	-1.5%
	存货周转天数		134	209	154	141	143	191	144	157	160
公司	财报期	FY25指引	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24	4QFY23	3QFY23
	自然年截止日	2025/12/31	2025/9/30	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30
Puma	收入 (亿欧元)	维持指引, 低双位数下 降, 将开始去库, 预计持 续至26年末	19.56	19.42	20.76	22.89	23.1	21.2	21.0	19.8	23.1
	yoy		-15.3%	-8.3%	-1.3%	15.5%	-0.1%	-0.2%	-3.9%	-9.8%	-1.8%
	存货周转天数		180	182	167	143	141	150	146	157	148
公司	财报期	FY26指引	1QFY26	4QFY25	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24
	自然年截止日	2026/3/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30	2023/6/30
UA	收入 (亿美元)	无全年指引, 预计 2QFY26收入下滑-7%至- 6%	11.3	11.8	14.0	14.0	11.8	13.3	14.9	15.7	13.2
	yoy		-4.2%	-11.4%	-5.7%	-10.7%	-10.1%	-4.8%	-6.1%	-0.5%	-2.4%
	存货周转天数		160	146	135	142	151	127	124	136	160
公司	财报期	FY26指引	4QFY25	3QFY25	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24	4QFY23
	自然年截止日	2026/8/31	2025/8/31	2025/5/31	2025/2/28	2024/11/30	2024/8/31	2024/5/31	2024/2/29	2023/11/30	2023/8/31
迅销 (优衣库母公司)	收入 (十亿日元)		783.8	826.5	895.0	895.2	737.3	767.5	788.2	810.8	623.1
	yoy	预计FY26收入+10.3%	6.3%	7.7%	13.6%	10.4%	18.4%	13.3%	4.7%	13.3%	16.2%
	存货周转天数		119	110	102	109	115	110	105	114	129
公司	财报期	FY25指引	2QFY25	1QFY25	4QFY24	3QFY24	2QFY24	1QFY24	4QFY23	3QFY23	2QFY23
	自然年截止日	2025/12/31	2025/6/30	2025/3/31	2024/12/31	2024/9/30	2024/6/30	2024/3/31	2023/12/31	2023/9/30	2023/6/30
ASICS	收入 (亿美元)	增长17.9% (上调指引, 前 次指引15%)	13.2	14.1	10.7	12.8	10.6	11.6	8.7	10.6	9.6
	yoy		15.7%	19.7%	25.1%	16.0%	22.0%	14.3%	0.7%	14.5%	15.1%
	存货周转天数		145	129	174	132	151	135	201	156	186

数据来源: 各公司公告, 中信建投证券

图 3: 同行丰泰企业及裕元集团单月收入

时间	丰泰企业			裕元集团		
	营收 (亿新台币)	营收美元口径yoy (测算)		总收入 (亿美元)	总营收yoy	制造业务营收yoy
2025-09	67.6	3.0%		6.3	-4.1%	-3.8%
2025-08	75.8	0.5%		6.5	-8.8%	-9.7%
2025-07	73.2	0.1%		6.7	-1.9%	0.5%
2025-06	71.2	5.2%		6.6	1.5%	9.4%
2025-05	60.1	-17.0%		7.1	-0.8%	0.5%
2025-04	72.7	4.4%		6.6	1.2%	10.5%
2025-03	71.5	-5.1%		6.6	-0.7%	3.5%
2025-02	66.3	7.2%		5.7	-6.7%	14.9%
2025-01	69.5	-10.2%		8.0	9.3%	1.1%
2024-12	67.0	-14.7%		6.8	6.9%	13.5%
2024-11	81.2	6.8%		6.8	7.5%	17.0%
2024-10	70.6	-8.9%		7.4	14.7%	21.3%
2024-09	68.2	3.2%		6.6	9.7%	26.7%
2024-08	78.7	-8.2%		7.1	11.6%	21.1%
2024-07	80.3	-1.3%		6.8	10.2%	22.0%
2024-06	73.4	-3.3%		6.5	-4.3%	2.9%
2024-05	78.5	10.6%		7.2	2.3%	8.3%
2024-04	70.8	-1.4%		6.5	-5.0%	2.5%
2024-03	72.6	5.6%		6.6	-4.9%	0.2%
2024-02	59.5	-11.1%		6.1	0.4%	-12.2%
2024-01	74.1	11.9%		7.4	9.1%	12.5%

注: 丰泰企业美元口径营收 yoy 为通过将各月营收用月末汇率换算为美元计算。

数据来源: 公司公告, 中信建投证券

资产负债表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	13,118	15,389	16,871	19,559	22,614
现金	3,879	5,588	6,705	8,406	10,362
应收票据及应收账款合计	3,765	4,378	4,466	5,025	5,644
其他应收款	18	67	52	58	66
预付账款	65	89	84	94	106
存货	2,741	3,121	3,441	3,808	4,221
其他流动资产	2,650	2,147	2,123	2,167	2,215
非流动资产	6,329	7,375	7,099	6,764	6,456
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	3,967	4,954	4,391	3,895	3,445
无形资产	557	671	559	447	335
其他非流动资产	1,804	1,750	2,149	2,422	2,675
资产总计	19,447	22,765	23,971	26,323	29,070
流动负债	4,169	4,935	4,575	5,064	5,614
短期借款	733	288	0	0	0
应付票据及应付账款合计	1,793	2,410	2,342	2,591	2,872
其他流动负债	1,643	2,238	2,234	2,473	2,742
非流动负债	162	386	343	299	258
长期借款	107	188	145	101	59
其他非流动负债	54	198	198	198	198
负债合计	4,331	5,321	4,918	5,363	5,872
少数股东权益	7	11	10	9	7
股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704	5,704
留存收益	8,238	10,561	12,172	14,081	16,321
归属母公司股东权益	15,109	17,432	19,042	20,952	23,191
负债和股东权益	19,447	22,765	23,971	26,323	29,070

现金流量表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	3,694	4,617	3,912	4,524	5,131
净利润	3,200	3,836	3,378	4,005	4,698
折旧摊销	877	870	1,033	1,092	1,066
财务费用	-89	-84	-7	-20	-29
投资损失	-52	-78	-66	-66	-66
营运资金变动	-450	-4	-437	-498	-549
其他经营现金流	207	77	11	11	11
投资活动现金流	-1,821	-2,165	-702	-702	-702
资本支出	1,164	1,557	757	757	757
长期投资	-783	-670	0	0	0
其他投资现金流	-2,202	-3,052	-1,459	-1,459	-1,459
筹资活动现金流	-1,963	-1,937	-2,093	-2,120	-2,473
短期借款	50	-445	-288	0	0
长期借款	-2	81	-43	-44	-42
其他筹资现金流	-2,011	-1,573	-1,762	-2,077	-2,431
现金净增加额	-63	549	1,116	1,701	1,956

利润表(百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	20,114	24,006	25,718	28,937	32,503
营业成本	14,967	17,572	19,765	21,870	24,244
营业税金及附加	5	4	5	5	6
销售费用	70	76	89	100	113
管理费用	689	1,074	1,029	1,273	1,495
研发费用	309	375	387	435	489
财务费用	-89	-84	-7	-20	-29
资产减值损失	-150	-113	-199	-224	-251
信用减值损失	-4	-6	-6	-7	-7
其他收益	1	6	4	4	4
公允价值变动收益	-6	10	0	0	0
投资净收益	52	78	66	66	66
资产处置收益	0	1	0	0	0
营业利润	4,056	4,967	4,317	5,114	5,996
营业外收入	3	2	2	2	2
营业外支出	23	21	20	20	20
利润总额	4,036	4,948	4,299	5,096	5,979
所得税	836	1,112	921	1,092	1,281
净利润	3,200	3,836	3,378	4,005	4,698
少数股东损益	0	-4	-1	-1	-2
归属母公司净利润	3,200	3,840	3,380	4,006	4,700
EBITDA	4,825	5,734	5,325	6,168	7,016
EPS (元)	2.74	3.29	2.90	3.43	4.03

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	7.1	12.5	12.3
营业利润(%)	-1.2	22.5	-13.1	18.5	17.3
归属于母公司净利润(%)	-0.9	20.0	-12.0	18.5	17.3
获利能力					
毛利率(%)	25.6	26.8	23.1	24.4	25.4
净利率(%)	15.9	16.0	13.1	13.8	14.5
ROE(%)	21.2	22.0	17.7	19.1	20.3
ROIC(%)	30.8	32.7	26.6	30.7	34.6
偿债能力					
资产负债率(%)	22.3	23.4	20.5	20.4	20.2
净负债比率(%)	-20.1	-29.3	-34.4	-39.6	-44.4
营运能力					
总资产周转率	1.03	1.05	1.07	1.10	1.12
应收账款周转率	5.34	5.48	5.76	5.76	5.76
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	2.74	3.29	2.90	3.43	4.03
每股经营现金流(最新摊薄)	3.17	3.96	3.35	3.88	4.40
每股净资产(最新摊薄)	12.95	14.94	16.32	17.95	19.87
估值比率					
P/E	21.6	18.0	20.5	17.3	14.7
P/B	4.6	4.0	3.6	3.3	3.0

资料来源：公司公告，中信建投

分析师介绍

叶乐

中信建投证券纺织服装及教育行业首席分析师，毕业于复旦大学金融硕士专业，2024 年“金牛奖”纺织服装行业最佳分析师，2023 年“新浪金麒麟”菁英分析师纺织服装第 4、家居第 5，2020 年“新财富”海外最佳分析师第 5 名团队成员，目前专注于纺织服装、轻工、黄金珠宝、教育人力、医美个护等消费服务产业研究。

张舒怡

中信建投证券纺织服装及教育行业分析师，上海财经大学学士、博士，2023 年加入中信建投证券研究发展部，专注于造纸包装、出口链、黄金珠宝、潮玩个护、纺织制造等消费服务产业研究。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
朝阳区景辉街16号院1号楼18层
电话:(8610) 56135088
联系人:李祉瑶
邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
上海浦东新区浦东南路528号南塔2103室
电话:(8621) 6882-1600
联系人:翁起帆
邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
福田区福中三路与鹏程一路交汇处广电金融中心35楼
电话:(86755) 8252-1369
联系人:曹莹
邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
中环交易广场2期18楼
电话:(852) 3465-5600
联系人:刘泓麟
邮箱:charleneliu@csci.hk