

万联晨会

2025 年 09 月 15 日 星期一

概览

核心观点

【市场回顾】

周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.12%，深成指收跌 0.43%，创业板指收跌 1.09%。沪深两市成交额 25205.98 亿元。申万行业方面，有色金属、房地产、钢铁领涨，通信、综合、美容护理领跌；概念板块方面，金属锌、金属铅、存储芯片涨幅居前，足球概念、PEEK 材料、乳业跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 1.16%，恒生科技指数收涨 1.71%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.59%，标普 500 收跌 0.05%，纳指收涨 0.44%。

【重要新闻】

【商务部决定自 2025 年 9 月 13 日起就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查】商务部新闻发言人答记者问表示，近年来，美国在集成电路领域对华采取一系列禁止和限制措施，包括 301 调查和出口管制措施等。这些保护主义做法涉嫌对华歧视，是对中国发展先进计算芯片和人工智能等高科技产业的遏制打压，不仅危害中国发展利益，还严重损害全球半导体产业链供应链稳定，中方对此坚决反对。本次调查将坚持公正、公平、公开的原则开展，欢迎包括中国国内产业、企业在内受美方措施影响的各利害关系方积极参与调查。中方将采取一切必要措施捍卫中国企业的正当权益。

【商务部决定自 2025 年 9 月 13 日起对原产于美国的进口相关模拟芯片进行反倾销立案调查】商务部新闻发言人答记者问表示，近期，美国政府泛化国家安全概念，滥用出口管制和“长臂管辖”，对中国芯片产品和人工智能产业进行恶意封锁和打压，严重违反世贸组织规则，损害中国企业正当权益，中方对此坚决反对。此次反倾销调查是应中国国内产业申请发起，符合中国法律法规和世贸组织规则。调查涉及自美进口的通用接口和栅极驱动芯片。申请人提交的初步证据显示，2022 至 2024 年，申请调查产品自美进口量累计增长 37%，进口价格累计下降 52%，压低和抑制了国内产品销售价格，对国内产业的生产经营造成损害。调查机关将依照法定程序开展调查，充分保障各利害关系方权利，并根据调查结果客观公正作出裁决。

研报精选

新客户订单增长，工厂产能爬坡期影响利润

国内市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
上证指数	3,870.60	-0.12%
深证成指	12,924.13	-0.43%
沪深 300	4,522.00	-0.57%
科创 50	1,338.02	0.90%
创业板指	3,020.42	-1.09%
上证 50	2,968.54	-0.49%
上证 180	9,905.95	-0.13%
上证基金	7,110.17	-0.02%
国债指数	224.70	0.02%

国际市场表现

指数名称	收盘	涨跌幅%
道琼斯	45,834.22	-0.59%
S&P500	6,584.29	-0.05%
纳斯达克	22,141.10	0.44%
日经 225	44,768.12	0.89%
恒生指数	26,388.16	1.16%
美元指数	97.61	0.08%

主持人： 陈雯

Email: chenwen@wlzq.com.cn

核心观点

【市场回顾】

周五 A 股三大指数集体收跌，截止收盘，沪指收跌 0.12%，深成指收跌 0.43%，创业板指收跌 1.09%。沪深两市成交额 25205.98 亿元。申万行业方面，有色金属、房地产、钢铁领涨，通信、综合、美容护理领跌；概念板块方面，金属锌、金属铅、存储芯片涨幅居前，足球概念、PEEK 材料、乳业跌幅居前。港股方面，恒生指数收涨 1.16%，恒生科技指数收涨 1.71%；海外方面，美国三大指数涨跌不一，道指收跌 0.59%，标普 500 收跌 0.05%，纳指收涨 0.44%。

【重要新闻】

【商务部决定自 2025 年 9 月 13 日起就美国对华集成电路领域相关措施发起反歧视立案调查】商务部新闻发言人答记者问表示，近年来，美国在集成电路领域对华采取一系列禁止和限制措施，包括 301 调查和出口管制措施等。这些保护主义做法涉嫌对华歧视，是对中国发展先进计算芯片和人工智能等高科技产业的遏制打压，不仅危害中国发展利益，还严重损害全球半导体产业链供应链稳定，中方对此坚决反对。本次调查将坚持公正、公平、公开的原则开展，欢迎包括中国国内产业、企业在内受美方措施影响的各利害关系方积极参与调查。中方将采取一切必要措施捍卫中国企业的正当权益。

【商务部决定自 2025 年 9 月 13 日起对原产于美国的进口相关模拟芯片进行反倾销立案调查】商务部新闻发言人答记者问表示，近期，美国政府泛化国家安全概念，滥用出口管制和“长臂管辖”，对中国芯片产品和人工智能产业进行恶意封锁和打压，严重违反世贸组织规则，损害中国企业正当权益，中方对此坚决反对。此次反倾销调查是应中国国内产业申请发起，符合中国法律法规和世贸组织规则。调查涉及自美进口的通用接口和栅极驱动芯片。申请人提交的初步证据显示，2022 至 2024 年，申请调查产品自美进口量累计增长 37%，进口价格累计下降 52%，压低和抑制了国内产品销售价格，对国内产业的生产经营造成损害。调查机关将依照法定程序开展调查，充分保障各利害关系方权利，并根据调查结果客观公正作出裁决。

分析师 陈雯 执业证书编号 S0270519060001

研报精选

新客户订单增长，工厂产能爬坡期影响利润

——华利集团（300979）点评报告

报告关键要素：

公司发布 2025 年半年报，2025H1 实现营收 126.61 亿元（同比+10.36%），归母净利润 16.71 亿元（同比-11.06%）。拟每 10 股派发现金红利 10.00 元（含税），合计派发现金红利人民币 11.67 亿元（含税），占上半年归母净利润的比例约为 70%。

投资要点：

收入基本符合预期，受新工厂产能爬坡期影响，利润短期承压。2025H1，公司实现营收 126.61 亿元（同比+10.36%），虽部分老客户订单有所下滑，但受益于新客户订单大幅增长，运动鞋整体销量同比+10.36%，归母净利润为 16.71 亿元（同比-11.06%），扣非归母净利润 16.83 亿元（同比-8.75%），净利润下滑主因有较多新工厂处于产能爬坡阶段以及

产能调配安排影响。其中，Q1/Q2 营收分别同比+12.34%/+8.96%，归母净利润分别同比-3.18%/-16.70%。

运动休闲鞋表现稳定，欧洲地区收入快速增长。分品类：2025H1，运动休闲鞋实现收入 113.36 亿元（同比+10.78%），占主营业务收入比例小幅增加至 89.62%；户外靴鞋收入 2.62 亿元（同比-57.31%），收入变动较大主因部分客户调整了产品品类，导致户外靴鞋订单减少；运动凉鞋/拖鞋及其他类实现收入 10.52 亿元（同比+74.35%）。分地区：2025H1，北美（客户总部所在地，下同）收入 98.87 亿元（同比-0.43%），欧洲收入 23.98 亿元（同比+88.94%），推测是由于 Adidas、On 等客户贡献了增量。

盈利能力下降，管理费用率同比减少。2025H1，公司毛利率同比-6.38 个 pct 至 21.85%，毛利率下滑主要是受新工厂效率较低影响，预计未来随着新工厂运营成熟度提升，整体毛利率有望回升；净利率同比-3.17 个 pct 至 13.20%。费用率方面，管理费用率同比-2.30 个 pct 至 2.78%，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 0.34%/1.61%/-0.57%，同比分别-0.06/+0.28/-0.49 个 pct。

盈利预测与投资建议：短期来看，受新工厂密集投产、效率处于爬坡期的影响，预计公司盈利水平恢复仍需一定时间。根据最新经营数据调整盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 35.13/41.69/48.90 亿元（调整前为 42.10/48.38/55.04 亿元），对应 2025 年 9 月 11 日收盘价的 PE 分别为 18/15/13 倍，考虑到公司利润端短期承压，下调评级至“增持”。

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。

分析师 李滢 执业证书编号 S0270522030002

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

本报告由万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本晨会纪要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本公司的当然客户。

本晨会纪要是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本晨会纪要所载资料、意见及推测不一致的研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本晨会纪要中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本晨会纪要所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本晨会纪要中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本晨会纪要中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本晨会纪要主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为万联证券股份有限公司研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经我方许可而引用、刊发或转载本报告的，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