

# 华利集团 (300979)

证券研究报告  
2025年12月28日

## 期待毛利率改善及份额向上

### 降本增效措施有序推进

今年来由于较多新工厂处于爬坡阶段以及产能调配安排，公司整体毛利率较去年同期有所减少。25Q3 公司重点关注新工厂的运营改善和各工厂的降本增效措施的落实，2024 年投产的 4 家运动鞋量产工厂，已经有 3 家工厂达成阶段性考核目标（内部核算口径实现盈利）。目前公司降本增效措施正有序推进，同时新工厂的运营也在逐步成熟，公司每个月都会对工厂的运营效率进行检讨，针对性地解决问题。

**25Q3 印尼第一家工厂已达成阶段性考核目标。**印尼是制鞋业大国，很多运动鞋制造商在印尼开设工厂。公司实控人之前在印尼也开过制鞋工厂，公司也有在印尼工作过的工厂管理人员，所以印尼对公司不是陌生的环境。

印尼与越南相比，虽然在文化、员工经验等方面有差异，但是印尼在劳动力供应、用工成本上有优势，公司针对印尼的特点调整管理细节，从目前印尼工厂的运营情况和当前爬坡阶段的表现，管理团队对印尼工厂成熟后的盈利能力很有信心。

### 未来几年会保持积极产能扩张

考虑到客户订单需求，未来几年公司仍会保持积极产能扩张。未来 3-5 年，公司主要将在印尼新建工厂并尽快投产。公司产能除通过新建工厂、设备更新提升产能外，还可以通过员工人数和加班时间控制保持一定的弹性，每年具体的产能的配置将根据当年订单情况进行调整。

公司产能有一定弹性，每年具体产能配置将根据当年订单情况进行调整。公司在设定目标产能时，是根据工厂目前所处的阶段、接单型体情况等来设置，比如还在投产初期的新工厂，目标产能根据新工厂目前的产线数量、员工熟练度来设置。故公司会根据订单情况，合理调配产线投产进度、员工人数等，将产能利用率维持在较高的水平。

### 积极与客户沟通、多维度应对关税

美国是运动鞋重要的消费市场，美国进口关税税率上调，会增加客户销往美国市场的关税成本，但是客户销往非美国地区的关税不会有影响。以往关税都是由品牌客户（进口商）承担，关税成本最终会传导至消费者。订单状况对品牌、制造商、材料商等整个产业链都会有影响。

品牌客户、制造商和材料商会共同探讨关税带来的成本问题，比如可以从原材料采购、制造工艺等多环节、多维度探讨成本费用的优化方案。成本和费用控制一直是公司运营中非常关注的问题，公司将密切关注关税政策动态，并与客户、供应商保持紧密沟通。

### 公司较同业展现出较强竞争优势

运动鞋制造商目前以台资厂、韩国厂为主，且头部鞋厂均为有几十年制鞋经验的老厂，各个鞋厂基本都形成了相对稳定的客户结构。公司实行多客户模式，并且在不断的优化客户结构、拓展新客户。公司的客户和产品风格比较多元，使得公司能够掌握市场动态，满足客户多元化需求，同时，公司拥有业界最为全面的制鞋工艺技术和流程，开发能力和量产能力有明显优势。在品质、交期、技术能力、成本控制、劳工及社会责任等客户对供应商的例行评价上，公司综合表现都很好，在行业口碑也很好，吸引新客户主动找公司合作。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 25-27 年 EPS 分别为 3.0/3.5/4.0 元，对应 PE 分别为 18/15/13x。

**风险提示：**消费疲软，工厂爬坡节奏不及预期，客户流失风险等

### 投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	52.71 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股股本(百万股)	1,166.99
A 股总市值(百万元)	61,512.57
流通 A 股市值(百万元)	61,512.03
每股净资产(元)	13.35
资产负债率(%)	33.76
一年内最高/最低(元)	80.16/47.77

### 作者

**孙海洋** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 《华利集团-季报点评:新开工厂加速爬坡》 2025-11-09
- 《华利集团-公司点评:新客贡献增量订单，中期分红 70%》 2025-08-17
- 《华利集团-公司点评:On 业绩超预期，华利客户卡位优势显现》 2025-05-19

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,113.74	24,006.39	25,765.91	28,692.77	32,497.81
增长率(%)	(2.21)	19.35	7.33	11.36	13.26
EBITDA(百万元)	5,241.11	6,122.60	5,348.42	6,188.82	7,132.42
归属母公司净利润(百万元)	3,200.21	3,840.33	3,466.91	4,074.81	4,716.79
增长率(%)	(0.86)	20.00	(9.72)	17.53	15.75
EPS(元/股)	2.74	3.29	2.97	3.49	4.04
市盈率(P/E)	19.22	16.02	17.74	15.10	13.04
市净率(P/B)	4.07	3.53	3.32	3.11	2.91
市销率(P/S)	3.06	2.56	2.39	2.14	1.89
EV/EBITDA	10.52	13.67	9.72	8.70	7.12

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	3,879.43	5,588.29	8,723.13	6,600.21	9,387.57
应收票据及应收账款	3,764.85	4,378.16	2,681.56	6,124.13	4,129.93
预付账款	64.79	88.79	131.07	101.43	136.33
存货	2,741.32	3,120.91	2,978.08	4,261.73	3,847.96
其他	2,667.80	2,213.20	2,095.13	2,138.45	2,137.86
<b>流动资产合计</b>	<b>13,118.19</b>	<b>15,389.36</b>	<b>16,608.97</b>	<b>19,225.95</b>	<b>19,639.65</b>
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,813.97	4,737.55	4,679.94	4,626.57	4,541.74
在建工程	981.57	757.19	979.40	1,037.64	1,042.59
无形资产	557.28	670.86	638.68	606.50	574.32
其他	975.81	1,209.66	858.64	882.50	879.19
<b>非流动资产合计</b>	<b>6,328.64</b>	<b>7,375.26</b>	<b>7,156.67</b>	<b>7,153.22</b>	<b>7,037.84</b>
<b>资产总计</b>	<b>19,446.82</b>	<b>22,764.62</b>	<b>23,765.63</b>	<b>26,379.17</b>	<b>26,677.49</b>
短期借款	733.30	287.98	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,792.80	2,409.65	1,675.06	3,153.68	2,290.30
其他	1,616.30	2,199.77	1,694.98	1,824.54	1,851.58
<b>流动负债合计</b>	<b>4,142.40</b>	<b>4,897.40</b>	<b>5,016.11</b>	<b>6,377.37</b>	<b>5,261.20</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	161.51	386.17	222.36	235.50	251.38
<b>非流动负债合计</b>	<b>161.51</b>	<b>386.17</b>	<b>222.36</b>	<b>235.50</b>	<b>251.38</b>
<b>负债合计</b>	<b>4,330.73</b>	<b>5,321.43</b>	<b>5,238.47</b>	<b>6,612.87</b>	<b>5,512.59</b>
少数股东权益	7.08	11.34	11.37	11.42	11.47
股本	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72
留存收益	8,577.66	11,017.59	12,061.39	13,288.22	14,708.33
其他	(339.37)	(456.46)	(416.32)	(404.05)	(425.61)
<b>股东权益合计</b>	<b>15,116.09</b>	<b>17,443.19</b>	<b>18,527.16</b>	<b>19,766.30</b>	<b>21,164.90</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19,446.82</b>	<b>22,764.62</b>	<b>23,765.63</b>	<b>26,379.17</b>	<b>26,677.49</b>

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	3,200.21	3,836.19	3,466.91	4,074.81	4,716.79
折旧摊销	818.83	817.24	742.73	777.31	812.07
财务费用	(75.65)	(82.90)	(165.18)	(96.09)	(30.58)
投资损失	(52.03)	(77.93)	(44.98)	(51.00)	(50.00)
营运资金变动	(405.02)	549.00	821.28	(3,144.07)	1,556.44
其它	208.05	(424.54)	0.09	0.15	0.17
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,694.39</b>	<b>4,617.05</b>	<b>4,820.85</b>	<b>1,561.11</b>	<b>7,004.89</b>
资本支出	1,495.93	1,231.29	1,038.96	736.87	684.11
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,316.88)	(3,396.62)	(1,869.13)	(1,435.87)	(1,334.11)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,820.95)</b>	<b>(2,165.32)</b>	<b>(830.17)</b>	<b>(699.00)</b>	<b>(650.00)</b>
债权融资	146.60	(374.05)	1,527.19	(149.20)	(249.18)
股权融资	(1,286.64)	(2,801.19)	(2,383.04)	(2,835.82)	(3,318.36)
其他	(822.63)	1,238.20	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,962.67)</b>	<b>(1,937.04)</b>	<b>(855.85)</b>	<b>(2,985.02)</b>	<b>(3,567.54)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(89.22)</b>	<b>514.69</b>	<b>3,134.83</b>	<b>(2,122.91)</b>	<b>2,787.36</b>

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>20,113.74</b>	<b>24,006.39</b>	<b>25,765.91</b>	<b>28,692.77</b>	<b>32,497.81</b>
营业成本	14,967.26	17,571.96	19,864.84	21,855.41	24,581.46
营业税金及附加	4.65	3.85	5.41	6.03	6.83
销售费用	70.02	75.71	103.06	114.77	129.99
管理费用	688.95	1,074.31	901.81	1,004.25	1,137.42
研发费用	309.03	374.73	463.79	459.08	487.47
财务费用	(88.55)	(84.27)	(165.18)	(96.09)	(30.58)
资产/信用减值损失	(153.79)	(118.96)	(136.61)	(109.26)	(119.77)
公允价值变动收益	(6.00)	10.27	0.00	0.00	0.00
投资净收益	52.03	77.93	44.98	51.00	50.00
其他	214.18	54.21	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>4,055.96</b>	<b>4,966.64</b>	<b>4,500.56</b>	<b>5,291.05</b>	<b>6,115.44</b>
营业外收入	2.81	1.99	3.00	4.96	4.96
营业外支出	22.65	20.76	30.00	38.00	34.00
<b>利润总额</b>	<b>4,036.12</b>	<b>4,947.87</b>	<b>4,473.56</b>	<b>5,258.01</b>	<b>6,086.40</b>
所得税	835.91	1,111.68	1,006.55	1,183.05	1,369.44
<b>净利润</b>	<b>3,200.21</b>	<b>3,836.19</b>	<b>3,467.01</b>	<b>4,074.96</b>	<b>4,716.96</b>
少数股东损益	0.00	(4.14)	0.09	0.15	0.17
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3,200.21</b>	<b>3,840.33</b>	<b>3,466.91</b>	<b>4,074.81</b>	<b>4,716.79</b>
每股收益(元)	2.74	3.29	2.97	3.49	4.04

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-2.21%	19.35%	7.33%	11.36%	13.26%
营业利润	-1.19%	22.45%	-9.38%	17.56%	15.58%
归属于母公司净利润	-0.86%	20.00%	-9.72%	17.53%	15.75%
<b>获利能力</b>					
毛利率	25.59%	26.80%	22.90%	23.83%	24.36%
净利率	15.91%	16.00%	13.46%	14.20%	14.51%
ROE	21.18%	22.03%	18.72%	20.63%	22.30%
ROIC	42.72%	42.83%	36.00%	44.76%	39.01%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	22.27%	23.38%	22.04%	25.07%	20.66%
净负债率	-20.43%	-30.13%	-37.93%	-26.06%	-38.83%
流动比率	3.15	3.12	3.31	3.01	3.73
速动比率	2.49	2.49	2.72	2.35	3.00
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.85	5.90	7.30	6.52	6.34
存货周转率	7.73	8.19	8.45	7.93	8.01
总资产周转率	1.10	1.14	1.11	1.14	1.23
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.74	3.29	2.97	3.49	4.04
每股经营现金流	3.17	3.96	4.13	1.34	6.00
每股净资产	12.95	14.94	15.87	16.93	18.13
<b>估值比率</b>					
市盈率	19.22	16.02	17.74	15.10	13.04
市净率	4.07	3.53	3.32	3.11	2.91
EV/EBITDA	10.52	13.67	9.72	8.70	7.12
EV/EBIT	12.05	15.27	11.29	9.95	8.03

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com