

# 华利集团 (300979.SZ)

## 2025 年收入增长 4%，分红率进一步提升至 76%

优于大市

### ◆ 公司研究 · 公司快评

### ◆ 纺织服饰 · 纺织制造

### ◆ 投资评级: 优于大市(维持)

证券分析师: 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn  
证券分析师: 刘佳琪 010-88005446 liujiaqi@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004  
执证编码: S0980523070003

### 事项:

**公司公告:** 2026年3月10日, 公司公布2025年业绩快报及分红预案, 2025年营业收入同比增长4.1%至249.8亿元; 归母净利润同比减少16.5%至32.1亿元; 扣非归母净利润同比减少13.9%至32.6亿元。提议每10股派发11元, 叠加中期分红, 全年分红率约76.4%。

**国信纺织观点:** 1) 新客户增量对冲部分压力, 但产能爬坡与结构调整影响短期盈利。2025年公司净利率为12.8%, 同比下滑3.2个百分点, 利润承压主受新工厂爬坡、客户结构变化影响; 单四季度收入同比下滑3.0%至63.0亿元, 归母净利润同比下滑22.7%至7.7亿元, 净利率同比下滑3.1个百分点至12.2%, 环比下滑0.5个百分点预计主受汇率波动影响。分量价看, 2025年销售运动鞋2.27亿双, 同比增长1.6%; 人民币口径单价约为109.8元, 同比增长约2.4%。单价增长主要受益于高单价客户订单增加。2025Q4销售运动鞋0.59亿双, 同比-2.4%; 人民币口径单价约为106.8元, 同比-0.6%。2) **风险提示:** 产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险; 3) **投资建议: 盈利短期承压, 看好中长期成长空间及现金回报价值。** 2025年公司业绩基本符合预期, 盈利承压主受新厂产能爬坡、新老客户结构变化、汇率波动等因素影响; 2026年受益于新客户与新产能放量, 销量和利润率有望环比改善, 但部分老客户对订单和盈利仍有拖累, 同时关税和汇率影响高仍存在不确定性; 长期产能扩张和利润率修复有较大弹性。此外高分红提供安全边际, 当前估值对应2026年接近5%股息率, 高股息与基本面反转构成估值底部支撑, 看好中长期现金回报价值。基于2025业绩快报及老客订单拖累我们下调盈利预测, 预计公司2025~2027年净利润分别为32.1/34.7/42.4亿元(前值为33.2/40.6/46.9亿元), 同比-16.5%/+8.1%/+22.3%。基于盈利预测下调, 下调目标价至54.5~58.1元(前值为60.7~64.3元), 对应2027年15-16x PE, 维持“优于大市”评级。

### 评论:

#### ◆ 新客户增量对冲部分压力, 但产能爬坡与结构调整影响短期盈利

公司客户结构优质, 主要客户包括Nike、Adidas、Converse、Vans、UGG、HOKA、On、New Balance、Puma、Asics、Under Armour、Reebok、Lululemon等国际知名运动品牌。本报告期内, 公司积极拓展新客户并协调产能资源配置, 确保了战略新客户的订单交付。尽管部分老客户订单有所下滑, 但以Adidas、On、New Balance为代表的新客户订单实现了同比大幅增长, 对整体收入形成了支撑。

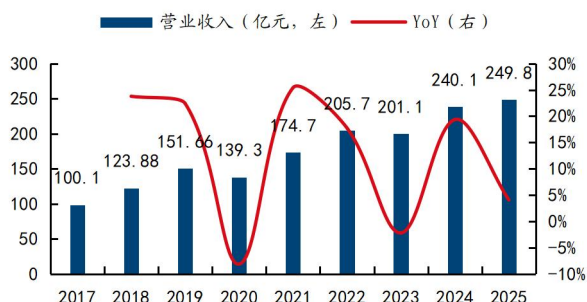
然而, 2025年全球宏观经济压力与贸易环境不确定性加大, 行业整体面临挑战。同时, 公司较多位于越南、印度尼西亚的新工厂正处于产能爬坡阶段, 且为应对客户结构调整进行了产能调配, 短期内对生产效率与毛利率造成了压力。2025年公司净利率为12.8%, 同比下滑3.2个百分点。

单四季度收入同比下滑3.0%至63.0亿元, 归母净利润同比下滑22.7%至7.7亿元; 美元口径收入和净利润下滑幅度预计比人民币口径收窄1个百分点左右。四季度收入下滑且利润承压, 主要受制于: 1) 老客户订单波动; 2) 新工厂产能爬坡期产效较低, 固定成本摊销压力大; 3) 为满足新客户订单进行的产能调配产生额外成本。当季净利率为12.2%, 同比下滑3.1个百分点, 环比小幅下滑0.5个百分点, 环比下滑预计主受汇率波动影响。

分量价看,2025年销售运动鞋2.27亿双,同比增长1.6%;人民币口径单价约为109.8元,同比增长约2.4%。单价增长主要受益于高单价客户订单增加。2025Q4销售运动鞋0.59亿双,同比-2.4%;人民币口径单价约为106.8元,同比-0.6%。

本次发布分红预案,提议每10股派发11元,下半年分红比例提升至约83.6%,在中期分红70%的基础上进一步大幅提升;全年分红比例约为76.4%,较2024年的70%进一步提升。

图1: 公司年度收入与变化情况



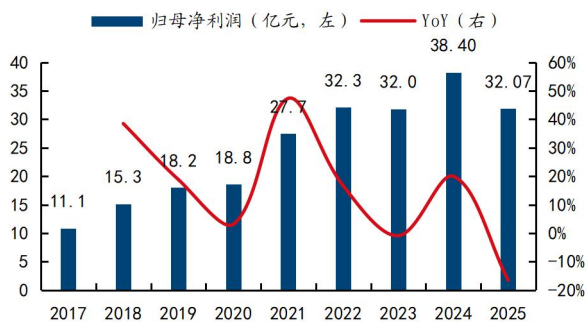
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司季度收入与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司年度归母净利润与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司季度归母净利润与变化情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 盈利短期承压, 看好中长期成长空间及现金回报价值

2025年公司业绩基本符合预期, 盈利承压主受新厂产能爬坡、新老客户结构变化、汇率波动等因素影响; 2026年受益于新客户与新产能放量, 销量和利润率有望环比改善, 但部分老客户对订单和盈利仍有拖累, 同时关税和汇率影响高仍存在不确定性; 长期产能扩张和利润率修复有较大弹性。此外高分红提供安全边际, 当前估值对应2026年接近5%股息率, 高股息与基本面反转构成估值底部支撑, 看好中长期现金回报价值。

基于2025业绩快报及老客订单拖累我们下调盈利预测, 预计公司2025~2027年净利润分别为32.1/34.7/42.4亿元(前值为33.2/40.6/46.9亿元), 同比-16.5%/+8.1%/+22.3%。基于盈利预测下调,

下调目标价至 54.5~58.1 元（前值为 60.7~64.3 元），对应 2027 年 15-16x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	20,114	24,006	24,980	25,448	27,760
(+/-%)	-2.2%	19.4%	4.1%	1.9%	9.1%
净利润(百万元)	3200	3840	3207	3466	4238
(+/-%)	-0.9%	20.0%	-16.5%	8.1%	22.3%
每股收益(元)	2.74	3.29	2.75	2.97	3.63
EBITMargin	20.4%	20.6%	17.5%	18.0%	20.1%
净资产收益率(ROE)	21.2%	22.0%	17.1%	17.2%	19.4%
市盈率(PE)	17.1	14.2	17.1	15.8	12.9
EV/EBITDA	12.4	10.8	12.2	11.5	9.5
市净率(PB)	3.62	3.14	2.92	2.72	2.51

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS	PE			g		PEG	总市值人民币亿元	
				2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E	2025~2026		
300979.SZ	华利集团	优于大市	46.87	3.29	2.75	2.97	14.2	17.1	15.8	8.1%	1.952	547.0
<b>可比公司</b>												
2313.HK	申洲国际	优于大市	53.82	4.15	4.37	4.96	13.0	12.3	10.8	13.4%	0.807	809.0
1477.TW	聚阳实业	无评级	69.20	4.01	4.55	4.91	17.2	15.2	14.1	7.9%	1.781	153.8
9910.TW	丰泰企业	无评级	21.37	1.43	1.63	1.85	14.9	13.1	11.6	13.1%	0.883	190.2
1476.TW	儒鸿	无评级	89.54	5.82	6.51	7.38	15.4	13.7	12.1	13.4%	0.908	221.4
NKE.N	耐克	无评级	406.83	27.06	15.67	11.47	15.0	26.0	35.5	-26.8%	-1.323	5726.9

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

## ◆ 风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

## 相关研究报告:

- 《华利集团(300979.SZ)-三季度收入增速放缓, 毛利率环比改善拐点已现》——2025-10-30
- 《华利集团(300979.SZ)-新客户与欧洲市场驱动收入增长, 盈利短期承压》——2025-08-25
- 《华利集团(300979.SZ)-上半年收入增长 10%, 盈利受老客订单波动及新厂产能爬坡影响承压》——2025-08-11
- 《华利集团(300979.SZ)-第一季度收入增长 12%, 新厂爬坡拖累毛利率》——2025-04-30
- 《华利集团(300979.SZ)-全年净利润增长 20%, 分红率提升至 70%》——2025-04-14

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	3879	5588	6329	6804	7651	营业收入	20114	24006	24980	25448	27760
应收款项	3782	4445	4389	4656	5032	营业成本	14967	17572	19398	19234	20392
存货净额	2741	3121	3408	3440	3597	营业税金及附加	5	4	4	4	4
其他流动资产	373	460	419	462	501	销售费用	70	76	79	80	88
<b>流动资产合计</b>	<b>13118</b>	<b>15389</b>	<b>16320</b>	<b>17137</b>	<b>18556</b>	管理费用	689	1074	776	1172	1276
固定资产	4796	5495	6386	7168	7824	研发费用	309	375	390	397	433
无形资产及其他	557	671	645	619	593	财务费用	(89)	(84)	(88)	(89)	(97)
投资性房地产	976	1210	1210	1210	1210	投资收益	52	78	25	25	28
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(222)	(227)	(247)
<b>资产总计</b>	<b>19447</b>	<b>22765</b>	<b>24561</b>	<b>26134</b>	<b>28183</b>	其他收入	(16)	107	33	33	34
短期借款及交易性金融负债	791	333	1000	1000	1000	营业利润	4056	4967	4257	4482	5478
应付款项	1793	2410	2319	2413	2583	营业外净收支	(20)	(19)	(20)	(20)	(22)
其他流动负债	1585	2193	2121	2204	2378	<b>利润总额</b>	<b>4036</b>	<b>4948</b>	<b>4237</b>	<b>4463</b>	<b>5456</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4169</b>	<b>4935</b>	<b>5440</b>	<b>5618</b>	<b>5961</b>	所得税费用	836	1112	952	1000	1223
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	(4)	(4)	(4)	(5)
其他长期负债	162	386	396	407	419	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3200</b>	<b>3840</b>	<b>3207</b>	<b>3466</b>	<b>4238</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>162</b>	<b>386</b>	<b>396</b>	<b>407</b>	<b>419</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>4331</b>	<b>5321</b>	<b>5836</b>	<b>6025</b>	<b>6380</b>	净利润	3200	3840	3207	3466	4238
少数股东权益	7	11	10	8	7	资产减值准备	(78)	(37)	31	14	14
股东权益	15109	17432	18715	20101	21796	折旧摊销	662	641	583	704	810
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>19447</b>	<b>22765</b>	<b>24561</b>	<b>26134</b>	<b>28183</b>	公允价值变动损失	143	208	222	227	247
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	(89)	(84)	(88)	(89)	(97)
每股收益	2.74	3.29	2.75	2.97	3.63	营运资本变动	(755)	49	(311)	(139)	(202)
每股红利	1.25	1.22	1.65	1.78	2.18	其它	78	35	(33)	(16)	(16)
每股净资产	12.95	14.94	16.04	17.22	18.68	<b>经营活动现金流</b>	<b>3251</b>	<b>4736</b>	<b>3699</b>	<b>4256</b>	<b>5091</b>
ROIC	27%	28%	22%	22%	25%	资本开支	0	(1065)	(1701)	(1701)	(1701)
ROE	21%	22%	17%	17%	19%	其它投资现金流	(347)	567	0	0	0
毛利率	26%	27%	22%	24%	27%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(347)</b>	<b>(499)</b>	<b>(1701)</b>	<b>(1701)</b>	<b>(1701)</b>
EBIT Margin	20%	21%	17%	18%	20%	权益性融资	26	8	0	0	0
EBITDA Margin	24%	23%	20%	21%	23%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-2%	19%	4%	2%	9%	支付股利、利息	(1463)	(1427)	(1924)	(2080)	(2543)
净利润增长率	-1%	20%	-17%	8%	22%	其它融资现金流	256	317	667	0	0
资产负债率	22%	23%	24%	23%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2645)</b>	<b>(2529)</b>	<b>(1257)</b>	<b>(2080)</b>	<b>(2543)</b>
息率	2.7%	2.6%	3.5%	3.8%	4.6%	<b>现金净变动</b>	<b>259</b>	<b>1709</b>	<b>740</b>	<b>475</b>	<b>847</b>
P/E	17.1	14.2	17.1	15.8	12.9	货币资金的期初余额	3620	3879	5588	6329	6804
P/B	3.6	3.1	2.9	2.7	2.5	货币资金的期末余额	3879	5588	6329	6804	7651
EV/EBITDA	12.4	10.8	12.2	11.5	9.5	企业自由现金流	0	3451	1951	2423	3246
						权益自由现金流	0	3768	2729	2461	3286

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032