

# 华利集团 (300979)

## 2025 年业绩快报点评: Q4 订单及盈利承压, 全年分红率提升

买入 (首次)

2026 年 03 月 15 日

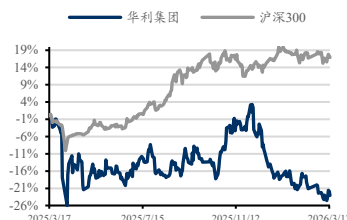
证券分析师 赵艺原

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	24,982	26,859	29,381
同比 (%)	(2.21)	19.35	4.06	7.52	9.39
归母净利润 (百万元)	3,200	3,840	3,207	3,543	4,056
同比 (%)	(0.86)	20.00	(16.50)	10.49	14.49
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.74	3.29	2.75	3.04	3.48
P/E (现价&最新摊薄)	17.19	14.32	17.16	15.53	13.56

### 股价走势



### 投资要点

- 公司公布 2025 年度业绩快报:** 2025 年全年实现营业收入 249.80 亿元/yoy+4.06%, 归母净利润 32.07 亿元/yoy-16.50%。分季度看, 25Q1/Q2/Q3/Q4 营收分别同比+12.34%/+8.96%/-0.34%/-3.00%, 归母净利润分别同比-3.25%/-16.70%/-20.73%/-22.66%, Q4 营收小幅下滑, 我们判断主要来自部分老客户订单下滑的影响, 归母净利润延续承压趋势, 我们判断主因较多的新工厂处于爬坡阶段以及产能调配的安排, 短期内给毛利率带来压力, 同时人民币汇率升值造成一定汇兑损失。
- 全年看量价齐升, Q4 量价小幅承压。** 分量价看, 2025 年公司销售运动鞋 2.27 亿双/yoy+1.59%, 据此测算销售单价约为 110 元/双、yoy+2.5%, 全年来看订单呈量价齐升态势, 我们判断量的增长主要来自新客户 (如 Adidas、On、New Balance、Asics) 订单量增长, 有效对冲了部分老客户 (如 Converse、Vans) 订单的下滑, 价格提升则主要来自产品结构的变化。单 Q4 看, 销量 0.59 亿双/yoy-1.67%, ASP 为 107 元/双、yoy-1.36%, 短期订单有所承压。
- 多个新工厂产能爬坡对盈利能力形成一定影响。** 2024 年公司投产 4 家新工厂, 2025 年处于产能爬坡阶段, 工厂效率及盈利能力与成熟工厂存在差异, 短期对公司整体盈利能力形成影响, 2025 年归母净利率 12.84%/yoy-3.16pct, 25Q4 归母净利率 12.24%/yoy-3.11pct。随着公司完善管理和降本增效举措, 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印尼世川。未来 3-5 年, 公司预计主要在印尼新建工厂并尽快投产。
- 盈利预测与投资评级:** 受短期订单波动、产能爬坡及汇率波动的影响, 2025 年公司业绩略低于我们此前预期, 我们将 2025-2027 年归母净利润从 34.1/40.0/46.9 亿元下调至 32.1/35.4/40.6 亿元, 分别同比-16.5%/+10.5%/+14.5%, 对应 PE 分别为 17/16/14X。公司 2026 年 3 月 10 日发布利润分配预案公告, 预计 2025 年每 10 股派发现金红利 11 元 (含税), 叠加中期分红每 10 股 10 元 (含税), 全年派息比例 76.4% (2024 年为 69.9%), 体现公司与股东共享经营发展成果、重视股东回报, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 全球消费需求波动风险、新产能爬坡及效率提升不及预期风险、大客户订单波动风险、国际贸易政策变动风险。

### 市场数据

收盘价(元)	47.14
一年最低/最高价	46.16/66.30
市净率(倍)	3.53
流通 A 股市值(百万元)	55,011.90
总市值(百万元)	55,012.38

### 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 年三季度报点评: Q3 营收波动, 降本增效及新厂运营改善带来盈利拐点》

2025-11-01

《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
<b>流动资产</b>	<b>15,389</b>	<b>17,734</b>	<b>19,635</b>	<b>22,008</b>	<b>营业总收入</b>	<b>24,006</b>	<b>24,982</b>	<b>26,859</b>	<b>29,381</b>
货币资金及交易性金融资产	7,364	9,237	10,555	12,159	营业成本(含金融类)	17,572	19,435	20,748	22,429
经营性应收款项	4,467	4,595	4,939	5,402	税金及附加	4	6	6	6
存货	3,121	3,509	3,746	4,050	销售费用	76	100	107	118
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,074	899	1,021	1,175
其他流动资产	438	393	395	397	研发费用	375	400	430	470
<b>非流动资产</b>	<b>7,375</b>	<b>8,271</b>	<b>9,070</b>	<b>9,802</b>	财务费用	(84)	(96)	(128)	(150)
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	25	27	29
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	<b>营业利润</b>	<b>4,967</b>	<b>4,123</b>	<b>4,562</b>	<b>5,223</b>
其他非流动资产	652	682	682	682	营业外净收支	(19)	(18)	(20)	(22)
<b>资产总计</b>	<b>22,765</b>	<b>26,005</b>	<b>28,705</b>	<b>31,811</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,948</b>	<b>4,105</b>	<b>4,542</b>	<b>5,201</b>
<b>流动负债</b>	<b>4,935</b>	<b>5,311</b>	<b>5,745</b>	<b>6,277</b>	减:所得税	1,112	898	999	1,144
短期借款及一年内到期的非流动负债	333	444	544	644	<b>净利润</b>	<b>3,836</b>	<b>3,207</b>	<b>3,543</b>	<b>4,056</b>
经营性应付款项	2,410	2,699	2,882	3,115	减:少数股东损益	(4)	0	0	0
合同负债	38	0	0	0	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,840</b>	<b>3,207</b>	<b>3,543</b>	<b>4,056</b>
其他流动负债	2,155	2,167	2,320	2,518	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.29	2.75	3.04	3.48
非流动负债	386	354	354	354	EBIT	4,793	4,009	4,414	5,051
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,663	4,792	5,265	5,968
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	26.80	22.20	22.75	23.66
租赁负债	188	188	188	188	归母净利率(%)	16.00	12.84	13.19	13.81
其他非流动负债	198	166	166	166	收入增长率(%)	19.35	4.06	7.52	9.39
<b>负债合计</b>	<b>5,321</b>	<b>5,665</b>	<b>6,100</b>	<b>6,631</b>	归母净利润增长率(%)	20.00	(16.50)	10.49	14.49
归属母公司股东权益	17,432	20,328	22,594	25,168					
少数股东权益	11	11	11	11					
<b>所有者权益合计</b>	<b>17,443</b>	<b>20,340</b>	<b>22,606</b>	<b>25,179</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>22,765</b>	<b>26,005</b>	<b>28,705</b>	<b>31,811</b>					

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	3,860	4,297	4,792	每股净资产(元)	14.94	17.42	19.36	21.57
投资活动现金流	(2,165)	(1,708)	(1,743)	(1,743)	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)	(361)	(1,336)	(1,544)	ROIC(%)	21.87	16.09	15.54	15.97
现金净增加额	549	1,773	1,218	1,505	ROE-摊薄(%)	22.03	15.77	15.68	16.12
折旧和摊销	870	784	851	918	资产负债率(%)	23.38	21.78	21.25	20.85
资本开支	(1,664)	(1,668)	(1,670)	(1,672)	P/E(现价&最新股本摊薄)	14.32	17.16	15.53	13.56
营运资本变动	(4)	(207)	(249)	(337)	P/B(现价)	3.16	2.71	2.43	2.19

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>