

## 公司研究

## 25 年收入平稳、利润走弱，期待龙头经营回暖

## ——华利集团（300979.SZ）2025 年年报点评

## 买入（维持）

当前价：44.30 元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004

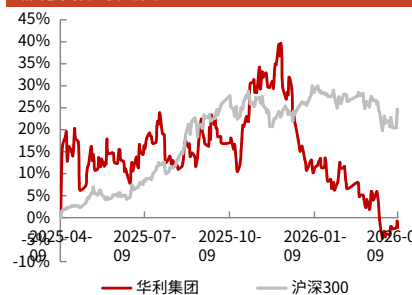
021-52523842

zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	11.67
总市值(亿元)	516.98
一年最低/最高(元)	42.83/64.36
近3月换手率	20.0%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-4.7	-10.4	-29.4
绝对	-5.5	-12.3	-2.3

资料来源：Wind

## 相关研报

Q3 新工厂爬坡成效显著，期待龙头高质量增长——华利集团（300979.SZ）2025 年三季报点评（2025-10-30）

新工厂爬坡致利润下滑，龙头持续拓客户、扩产能——华利集团（300979.SZ）2025 年中报点评（2025-08-23）

24 年业绩符合预期、高分红，制造龙头保持积极扩产节奏——华利集团（300979.SZ）2024 年年报点评（2025-04-13）

## 要点

## 事件：

**2025 年收入、归母净利润同比+4%/-17%，利润端有所承压**

**华利集团发布 2025 年年报。**公司 2025 年实现营业收入 249.8 亿元，同比增长 4.1%，归母净利润 32.1 亿元，同比下降 16.5%，扣非净利润 32.6 亿元，同比下降 13.9%，EPS（基本）为 2.75 元。公司拟每股派发末期现金红利 1.1 元（含税），叠加中期已派每股 1 元，全年合计派息比例为 76.4%。

分季度来看，25Q1~Q4 公司单季度收入分别为 53.5/73.1/60.2/63 亿元，分别同比 +12.3%/+9%/-0.3%/-3%，归母净利润分别为 7.6/9.1/7.6/7.7 亿元，分别同比 -3.2%/-16.7%/-20.7%/-22.7%。

## 点评：

**运动休闲鞋 25 年收入占比 89%占主导、同比增长 5%；大客户占比更加分散**

分量价来看，25 年公司销售运动鞋 2.27 亿双，销售同比增长 1.59%；推算人民币口径单价同比提升 2.43%。

分品类来看，25 年收入中运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋收入各占比 88.5%/2.1%/9.3%，收入分别同比+5.4%/-40.5%/+11.7%。

分地区来看（按品牌客户总部所在地划分），25 年北美/欧洲/其他收入分别占总收入比例为 77.7%/19.2%/3%，收入分别同比-4.9%/+56.7%/+52.8%。

品牌客户层面，前五大客户 25 年收入占比为 72.6%，占比同比下降 6.6PCT，合计收入同比下降 4.6%，大客户占比更加分散、且 new balance 品牌跻身 25 年前五大客户之列。前五大客户收入占比依次为 26.3%/20.5%/10.2%/8.8%/6.9%。

产能方面，公司成品鞋工厂主要位于越南（另外印尼、国内四川工厂逐步投产），25 年总产能为 2.48 亿双、同比增加 8.3%，产能利用率为 91.6%、较 24 年下降 5.1PCT。

**毛利率降幅超过费用率，存货周转加快**

**毛利率：**25 年毛利率同比下降 4.9PCT 至 21.9%。分品类来看，运动休闲鞋、户外靴鞋、运动凉鞋/拖鞋毛利率分别为 21.7%/18.1%/24.5%，分别同比 -5.5%/-3.5%/+0.2PCT。分季度来看，25Q1~25Q4 单季度毛利率分别同比 -5.5%/-7.1%/-4.8%/-2.4PCT 至 22.9%/21.1%/22.2%/21.7%。

**费用率：**25 年期间费用率同比下降 1.5PCT 至 4.5%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.3%/2.8%/1.7%/-0.2%，分别同比 -0.1/-1.7/+0.1/+0.1PCT。25Q1~25Q4 单季度期间费用率分别同比-2/-3/-1.2/+0.2PCT。

**其他财务指标：**1) 存货 25 年末同比减少 7.8%至 28.8 亿元，存货周转天数 25 年为 55 天，同比-5 天。2) 应收账款 25 年末同比减少 7.7%至 40.4 亿元，应收账款周转天数为 61 天，同比持平。3) 资产减值损失 25 年为 1.2 亿元，同比增加 10.2%。4) 经营净现金流 25 年为 37.4 亿元，同比减少 18.9%。

## 26 年期待龙头经营回暖，估值处于低位

公司 25 年收入实现平稳增长、但归母净利润同比下降，主要为全球需求偏弱、国际形势不明朗背景下，存量客户订单有所减少，同时公司新扩产能处于爬坡期、规模效应尚待释放所致，毛利率因此处于低位。

新工厂方面，公司为新客户阿迪达斯持续拓展产能，2025 年上半年在中国、越南、印尼三大产能区的工厂均实现了量产出货。25 年公司在中国、越南、印尼的新工厂产量总计约 1452 万双、占总产量比例为 6.4%，其中印尼工厂 25 年产量 566 万双、占总产量比例为 2.5%。展望 26 年，公司将持续拓展增量客户阿迪达斯、new balance 等，发挥海外越南、印尼产能布局优势，推进生产效率提升，期待收入增速和毛利率水平回升。

考虑到国内外需求和经济形势尚有一定不确定性，我们下调公司 26~27 年、新增 28 年盈利预测（较前次盈利预测下调 12%/14%），预计 26~28 年归母净利润为 35.5/40.2/45.6 亿元，EPS 分别为 3.04/3.45/3.91 元，对应 26~28 年 PE 分别为 15/13/11 倍，估值已处于低位，维持“买入”评级。

**风险提示：**国际贸易摩擦加剧；需求疲软影响公司接单和毛利率；产能扩张不及预期；新工厂爬坡不及预期；人工成本上升；汇率大幅波动。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入（百万元）	24,006	24,980	26,370	29,005	31,904
营业收入增长率	19.4%	4.1%	5.6%	10.0%	10.0%
归母净利润（百万元）	3,840	3,207	3,552	4,024	4,560
归母净利润增长率	20.0%	-16.5%	10.8%	13.3%	13.3%
EPS（元）	3.29	2.75	3.04	3.45	3.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	22.0%	19.7%	20.5%	21.6%	22.6%
P/E	13	16	15	13	11
P/B	3.0	3.2	3.0	2.8	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2026-4-9

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,006	24,980	26,370	29,005	31,904
营业成本	17,572	19,513	20,397	22,291	24,360
折旧和摊销	641	771	862	989	1,106
税金及附加	4	6	5	6	6
销售费用	76	66	70	77	85
管理费用	1,074	704	712	769	830
研发费用	-84	-58	46	57	65
财务费用	375	414	438	484	536
投资收益	78	33	33	33	33
营业利润	4,967	4,173	4,615	5,227	5,921
利润总额	4,948	4,157	4,605	5,217	5,911
所得税	1,112	950	1,053	1,193	1,351
净利润	3,836	3,207	3,552	4,024	4,560
少数股东损益	-4	-	-	-	-
归属母公司净利润	3,840	3,207	3,552	4,024	4,560
EPS(元)	3.29	2.75	3.04	3.45	3.91

现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4,617	3,743	4,172	4,773	5,400
净利润	3,840	3,207	3,552	4,024	4,560
折旧摊销	641	771	862	989	1,106
净营运资金增加	800	704	575	290	906
其他	-665	-938	-817	-530	-1,171
投资活动产生现金流	-2,165	-1,875	-2,160	-1,737	-1,337
净资本支出	-1,664	-2,670	-2,020	-1,720	-1,320
长期投资变化	-	-	-	-	-
其他资产变化	-502	795	-140	-17	-17
融资活动现金流	-1,937	-2,189	-1,765	-3,010	-3,455
股本变化	-	-	-	-	-
债务净变化	-458	1,767	732	-239	-315
无息负债变化	1,449	-902	80	358	391
净现金流	549	-358	247	26	609

## 主要指标

盈利能力 (%)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
毛利率	26.8%	21.9%	22.7%	23.1%	23.6%
EBITDA 率	24.3%	21.7%	21.7%	22.4%	23.0%
EBIT 率	20.9%	17.6%	18.5%	19.0%	19.5%
税前净利润率	20.6%	16.6%	17.5%	18.0%	18.5%
归母净利润率	16.0%	12.8%	13.5%	13.9%	14.3%
ROA	16.9%	14.3%	14.6%	15.6%	16.7%
ROE (摊薄)	22.0%	19.7%	20.5%	21.6%	22.6%
经营性 ROIC	24.8%	19.2%	19.2%	20.6%	22.0%

偿债能力	2024	2025	2026E	2027E	2028E
资产负债率	23.4%	27.6%	28.7%	27.6%	26.3%
流动比率	3.12	2.34	2.16	2.21	2.38
速动比率	2.49	1.86	1.73	1.77	1.91
归母权益/有息债务	52.34	7.73	6.12	7.19	8.84
有形资产/有息债务	65.04	10.07	8.14	9.44	11.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
总资产	22,765	22,437	24,350	25,779	27,340
货币资金	5,588	5,818	6,065	6,091	6,700
交易性金融资产	1,775	394	394	394	394
应收账款	4,378	4,043	4,438	4,882	5,369
应收票据	-	-	-	-	-
其他应收款 (合计)	67	155	129	142	156
存货	3,121	2,878	2,887	3,045	3,224
其他流动资产	371	523	523	523	523
流动资产合计	15,389	13,871	14,518	15,166	16,463
其他权益工具	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
固定资产	4,738	5,812	6,483	7,011	7,225
在建工程	757	814	1,107	1,149	1,029
无形资产	671	765	770	774	779
商誉	130	127	127	127	127
其他非流动资产	335	300	300	300	300
非流动资产合计	7,375	8,565	9,832	10,612	10,877
总负债	5,321	6,186	6,998	7,117	7,193
短期借款	288	2,044	2,776	2,537	2,222
应付账款	2,410	2,191	2,244	2,452	2,680
应付票据	-	-	-	-	-
预收账款	-	-	-	-	-
其他流动负债	-	-	-	-	-
流动负债合计	4,935	5,920	6,732	6,851	6,927
长期借款	-	-	-	-	-
应付债券	-	-	-	-	-
其他非流动负债	160	133	133	133	133
非流动负债合计	386	266	266	266	266
股东权益	17,443	16,250	17,352	18,662	20,147
股本	1,167	1,167	1,167	1,167	1,167
公积金	6,287	6,287	6,287	6,287	6,287
未分配利润	10,434	9,790	10,891	12,202	13,687
归属母公司权益	17,432	16,239	17,341	18,651	20,136
少数股东权益	11	11	11	11	11

费用率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
销售费用率	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
管理费用率	4.5%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%
财务费用率	-0.4%	-0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
研发费用率	1.6%	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
所得税率	22.5%	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%

每股指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股红利	2.30	2.10	2.33	2.63	2.99
每股经营现金流	3.96	3.21	3.57	4.09	4.63
每股净资产	14.94	13.92	14.86	15.98	17.25
每股销售收入	20.57	21.41	22.60	24.85	27.34

估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
PE	13	16	15	13	11
PB	3	3	3	3	3
EV/EBITDA	9	10	9	8	7
股息率	5.2%	4.7%	5.2%	5.9%	6.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。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编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区复兴门外大街 6 号  
光大大厦 17 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港湾仔告士打道 108 号光大中心 33 楼