

2026年04月11日

华利集团 (300979.SZ)

投资评级：买入（维持）

——25年公司量价均有微增，静待外部扰动结束后订单回暖

投资要点：

- 公司 25 年营收同比增长 4%，分红意愿较强。公司发布 2025 年报。25 年实现营业收入 249.8 亿元，同比+4.1%；归母净利润 32.1 亿元，同比-16.5%；毛利率 21.9%，同比-4.9pct，毛利率下滑系公司新工厂仍处产能爬坡阶段及产能调配安排；归母净利率 12.8%，同比-3.2pct。25Q4 单季实现营业收入 63.0 亿元，同比-3.0%；归母净利润 7.7 亿元，同比-22.7%；毛利率 21.7%，同比-2.4pct；归母净利率 12.2%，同比-3.1pct。公司延续较高派息意愿，全年合计派息 2.1 元/股（税前），派息率约为 76%。
- 运动休闲鞋稳增长，新客户订单放量驱动欧洲营收高增。分产品看，25 年公司核心产品运动休闲鞋营收同比+5.4%至 221.1 亿元，营收占比同比+1.1pct 至 88.5%；此外，25 年运动凉鞋/拖鞋及其他营收同增 11.7%，为公司增长贡献增量。分地区（客户总部所在地）看，25 年北美实现营收 194.1 亿元，同比-4.9%，同期，欧洲营收 48.0 亿元，同比+56.7%，营收占比同比+6.5pct 至 19.2%。我们认为欧洲区域营收高增长或主要系新客户阿迪达斯订单放量，但产能爬坡及调配或短期影响该区域毛利率。
- 新产能快速释放，销量及 ASP 双增。从新产能看，25 年，公司位于中国、越南及印尼的新工厂合计新增产量约 1452 万双，新厂投产进度符合公司预期；25 年公司总产能达 2.48 亿双，同增 8.3%。从销售端看，截至 25 年报，公司销售运动鞋 2.27 亿双，同比+1.6%；此外，据我们测算，公司 25 年代工鞋履的 ASP 约 110.0 元/双，较 24 年同比+2.2%，或系代工品牌/产品结构性调整。
- α 与 β 共振推动公司订单增长，客户结构性变化驱动 ASP 上行。从订单量需求端看，公司未来订单增长主要来自：1) 运动行业发展下的消费需求增长；2) 增长势能较好的品牌订单需求增加；3) 新品牌（Adidas）合作加深带来的需求释放。从订单量供给侧看，25 年公司新工厂合计新增产量 1452 万双，且未来仍有新厂投产及筹建，产能扩张预期仍在。从 ASP 端看，公司客户结构性调整驱动代工鞋履产品 ASP 增加，有望助推业绩增长。
- 盈利预测与评级：预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 35.1/40.0/45.1 亿元，同比分别+9.3%/+14.1%/+12.7%。考虑到公司规模化及全球化下盈利能力上乘、客户粘性强、具备新客户拓展能力且具备中长期量价双升逻辑，维持“买入”评级。
- 风险提示。国际局势变动及国际贸易变动风险；劳动力成本提升风险；客户需求修复不达预期风险。

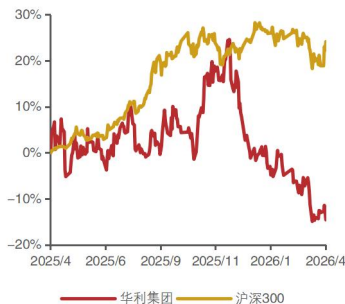
证券分析师

符超然
SAC: S1350525050004
fuchaoran@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2026年04月10日

收盘价(元)	43.39
一年内最高/最低(元)	64.36/42.83
总市值(百万元)	50,636.13
流通市值(百万元)	50,635.80
总股本(百万股)	1,167.00
资产负债率(%)	27.57
每股净资产(元/股)	13.92

资料来源：聚源数据

盈利预测与估值(人民币)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	26,735	29,431	32,013
同比增长率(%)	19.35%	4.06%	7.02%	10.08%	8.77%
归母净利润(百万元)	3,840	3,207	3,506	3,999	4,508
同比增长率(%)	20.00%	-16.50%	9.34%	14.06%	12.72%
每股收益(元/股)	3.29	2.75	3.00	3.43	3.86
ROE(%)	22.03%	19.75%	20.53%	22.17%	23.57%
市盈率(P/E)	13.19	15.79	14.44	12.66	11.23

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,818	4,995	4,699	5,177
应收票据及账款	4,043	4,736	5,213	5,671
预付账款	60	83	92	100
其他应收款	155	88	97	105
存货	2,878	3,534	3,859	4,165
其他流动资产	917	855	901	946
流动资产总计	13,871	14,291	14,860	16,163
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5,951	6,009	6,460	7,171
在建工程	814	1,776	1,925	1,358
无形资产	765	798	877	984
长期待摊费用	247	298	302	250
其他非流动资产	788	1,136	1,352	1,450
非流动资产合计	8,565	10,018	10,915	11,215
资产总计	22,437	24,308	25,776	27,378
短期借款	2,044	2,094	2,174	2,304
应付票据及账款	2,191	2,567	2,803	3,025
其他流动负债	1,686	2,289	2,494	2,687
流动负债合计	5,920	6,950	7,471	8,016
长期借款	95	97	86	62
其他非流动负债	171	171	171	171
非流动负债合计	266	268	256	233
负债合计	6,186	7,218	7,727	8,249
股本	1,167	1,167	1,167	1,167
资本公积	5,704	5,704	5,704	5,704
留存收益	9,368	10,210	11,170	12,252
归属母公司权益	16,239	17,081	18,040	19,122
少数股东权益	11	10	8	7
股东权益合计	16,250	17,090	18,049	19,129
负债和股东权益合计	22,437	24,308	25,776	27,378

现金流量表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
税后经营利润	3,207	3,472	3,965	4,474
折旧与摊销	1,073	998	1,187	1,421
财务费用	-58	-54	-36	-35
投资损失	-33	-54	-54	-54
营运资金变动	-630	-263	-425	-409
其他经营现金流	186	39	39	39
经营性现金净流量	3,743	4,138	4,676	5,435
投资性现金净流量	-1,875	-2,403	-2,038	-1,673
筹资性现金净流量	-2,189	-2,558	-2,935	-3,285
现金流量净额	-358	-823	-296	478

利润表 (百万元)

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,980	26,735	29,431	32,013
营业成本	19,513	20,859	22,775	24,582
税金及附加	6	6	6	7
销售费用	66	75	77	77
管理费用	704	775	848	916
研发费用	414	441	483	522
财务费用	-58	-54	-36	-35
资产减值损失	-124	-128	-135	-141
信用减值损失	2	-3	-4	-4
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	33	54	54	54
公允价值变动损益	-83	0	0	0
资产处置收益	7	3	3	3
其他收益	3	3	3	3
营业利润	4,173	4,562	5,200	5,860
营业外收入	12	6	6	6
营业外支出	28	24	24	24
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	4,157	4,543	5,182	5,841
所得税	950	1,039	1,185	1,335
净利润	3,207	3,505	3,998	4,506
少数股东损益	0	-1	-1	-2
归属母公司股东净利润	3,207	3,506	3,999	4,508
EPS(元)	2.75	3.00	3.43	3.86

主要财务比率

会计年度	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力				
营收增长率	4.06%	7.02%	10.08%	8.77%
营业利润增长率	-15.98%	9.32%	14.00%	12.68%
归母净利润增长率	-16.50%	9.34%	14.06%	12.72%
经营现金流增长率	-18.93%	10.55%	12.99%	16.25%
盈利能力				
毛利率	21.89%	21.98%	22.62%	23.21%
净利率	12.84%	13.11%	13.58%	14.08%
ROE	19.75%	20.53%	22.17%	23.57%
ROA	14.29%	14.42%	15.51%	16.47%
估值倍数				
P/E	15.79	14.44	12.66	11.23
P/S	2.03	1.89	1.72	1.58
P/B	3.12	2.96	2.81	2.65
股息率	2.30%	5.26%	6.00%	6.77%
EV/EBITDA	11	9	8	7

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，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注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，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客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，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）。