

华利集团 (300979)

证券研究报告
2026年04月11日

深练内功积极开拓客户

公司发布 2025 年报

公司 25Q4 营收 63 亿, 同减 3%, 归母净利 7.7 亿, 同减 23%; 2025 年营收 249.8 亿, 同增 4%, 归母净利 32 亿, 同减 17%。

2025 年全年, 公司销售运动鞋 2.27 亿双, 同增 1.59%。

坚持客户优先, 确保战略新客户产能与交付。公司积极调配集团资源, 全力保障战略新客户的产能爬坡与订单及时交付。自 2024 年下半年与 Adidas 展开合作以来, 公司根据其产能布局规划开设新工厂。2025 年上半年, 在中国、越南及印度尼西亚三大产能区的工厂均实现量产出货。

推进客户适度多元化, 优化客户结构与资源配置。公司持续推进客户多元化战略, 动态调整客户结构及产能资源配置, 以满足订单快速增长客户的产能需求。

2025 年客户订单表现分化, 部分老客户订单有所减少, 但新客户订单量同比大幅增长。与上年相比, New Balance 跻身公司前五大客户行列, 并且前五大客户收入占比由去年 79.13% 减少为 72.55%。这种适度多元化客户结构, 增强公司在宏观经济环境与消费市场不确定性增加时的业绩韧性。

推进新工厂的投产和产能爬坡。2025 年公司位于中国、越南及印度尼西亚的新工厂产量总计约 1452 万双, 新工厂整体爬坡进度符合预设规划。由于较多新工厂处于爬坡阶段以及产能调配安排, 公司整体毛利率同比去年有所减少。

重视投资者回报, 加大分红力度。2025 年公司在保障高比例现金分红的同时提高了分红频次, 公司实施 2025 年半年度利润分配方案。预计公司 2025 年累计现金分红金额占 2025 年归属上市公司股东净利约 76%。

调整盈利预测, 维持“买入”评级

公司依托优质客户资源, 持续强化规模化生产、开发设计与生产管理方面的能力, 关注市场变化与客户需求, 不断改进工艺技术、产品品质、降低生产成本, 巩固及加强与优质客户的合作, 实现营收和利润持续增长。

品牌客户的优化发展: 持续实施适度多元化客户结构, 巩固老客户策略伙伴关系, 提升老客户粘性; 有序扩展新客户, 加强优质品牌客户开拓。

生产、研发基地的战略性布局: 基于客户预期订单的需求以及公司分散生产基地的规划, 加快新工厂的投产和产能爬坡, 提前规划布局新的研发、生产基地。

新工厂产能爬坡拖累短期毛利, 中长期有望逐步修复, 我们预计公司 26-28 年收入分别为 268 亿、290 亿、318 亿人民币 (26-27 年前值为 269 亿、292 亿人民币), 归母净利润为 33.5 亿、37.6 亿、42.5 亿人民币 (26-27 年前值为 35.7 亿、40.6 亿人民币), EPS 分别为 2.87 元、3.22 元、3.64 元, 对应 PE 为 15/13/12x。

风险提示: 宏观经济压力加大、国际贸易政策不确定性上升、地缘政治动荡等风险。

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	43.39 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)	50,636.13
流通 A 股市值(百万元)	50,635.80
每股净资产(元)	13.92
资产负债率(%)	27.57
一年内最高/最低(元)	64.36/42.83

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-公司点评: 重视分红, 期待 26 年成长》 2026-03-13
- 《华利集团-公司点评: 期待毛利率改善及份额向上》 2025-12-28
- 《华利集团-季报点评: 新工厂加速爬坡》 2025-11-09

财务数据和估值	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006.39	24,980.13	26,844.00	29,041.35	31,777.40
增长率(%)	19.35	4.06	7.46	8.19	9.42
EBITDA(百万元)	6,122.60	5,535.65	5,363.92	5,919.46	6,612.34
归属母公司净利润(百万元)	3,840.33	3,206.67	3,350.97	3,758.27	4,250.13
增长率(%)	20.00	(16.50)	4.50	12.15	13.09
EPS(元/股)	3.29	2.75	2.87	3.22	3.64
市盈率(P/E)	13.19	15.79	15.11	13.47	11.91
市净率(P/B)	2.90	3.12	2.70	2.40	2.14
市销率(P/S)	2.11	2.03	1.89	1.74	1.59
EV/EBITDA	13.67	9.66	8.00	7.11	5.79

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)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
货币资金	5,588.29	5,817.97	8,289.03	8,845.99	12,345.37
应收票据及应收账款	4,378.16	4,043.11	3,807.25	5,709.57	4,589.99
预付账款	88.79	60.45	88.49	90.19	103.23
存货	3,120.91	2,878.18	3,139.08	4,043.94	3,631.10
其他	2,213.20	1,071.51	805.94	868.52	890.72
流动资产合计	15,389.36	13,871.23	16,129.79	19,558.21	21,560.40
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4,737.55	5,812.46	5,636.71	5,455.36	5,236.66
在建工程	757.19	814.38	1,013.72	1,058.23	1,054.94
无形资产	670.86	765.50	735.09	704.69	674.29
其他	1,209.66	1,172.96	889.00	890.90	918.12
非流动资产合计	7,375.26	8,565.29	8,274.52	8,109.19	7,884.01
资产总计	22,764.62	22,436.51	24,404.31	27,667.39	29,444.42
短期借款	287.98	2,044.12	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	2,409.65	2,190.54	1,960.42	3,067.52	2,447.96
其他	2,237.63	1,685.80	1,765.20	1,845.82	1,869.78
流动负债合计	4,935.26	5,920.46	5,371.69	6,312.49	5,437.06
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	386.17	265.90	246.38	264.99	290.86
非流动负债合计	386.17	265.90	246.38	264.99	290.86
负债合计	5,321.43	6,186.36	5,618.07	6,577.48	5,727.92
少数股东权益	11.34	11.05	11.11	11.20	11.29
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	11,017.59	10,373.16	12,504.61	14,895.14	17,598.52
其他	(456.46)	(1,004.78)	(600.20)	(687.15)	(764.04)
股东权益合计	17,443.19	16,250.15	18,786.24	21,089.91	23,716.50
负债和股东权益总计	22,764.62	22,436.51	24,404.31	27,667.39	29,444.42

现金流量表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	3,836.19	3,206.63	3,350.97	3,758.27	4,250.13
折旧摊销	817.24	1,016.24	881.96	917.23	952.40
财务费用	(82.90)	(25.40)	(151.65)	(130.08)	(111.23)
投资损失	(77.93)	(33.04)	(35.49)	(51.00)	(39.84)
营运资金变动	549.00	(1,445.13)	394.82	(1,667.55)	901.53
其它	(424.54)	1,023.88	(64.91)	0.14	0.15
经营活动现金流	4,617.05	3,743.18	4,375.70	2,827.01	5,953.13
资本支出	1,231.29	2,114.79	894.67	731.39	674.13
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,396.62)	(3,989.35)	(1,734.33)	(1,430.39)	(1,334.29)
投资活动现金流	(2,165.32)	(1,874.56)	(839.66)	(699.00)	(660.16)
债权融资	(374.05)	1,825.38	(250.00)	(116.32)	(169.90)
股权融资	(2,801.19)	(1,715.32)	(814.97)	(1,454.73)	(1,623.70)
其他	1,238.20	(2,299.09)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,937.04)	(2,189.03)	(1,064.97)	(1,571.05)	(1,793.60)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	514.69	(320.41)	2,471.07	556.95	3,499.38

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	24,006.39	24,980.13	26,844.00	29,041.35	31,777.40
营业成本	17,571.96	19,512.52	20,923.29	22,510.33	24,604.48
营业税金及附加	3.85	6.13	5.64	6.11	6.68
销售费用	75.71	66.20	102.01	110.36	127.11
管理费用	1,074.31	704.30	939.54	1,132.61	1,048.65
研发费用	374.73	413.83	510.04	464.66	508.44
财务费用	(84.27)	(58.38)	(151.65)	(130.08)	(111.23)
资产/信用减值损失	(118.96)	(122.06)	(150.89)	(135.93)	(142.12)
公允价值变动收益	10.27	(83.11)	(65.00)	0.00	0.00
投资净收益	77.93	33.04	35.49	51.00	39.84
其他	7.29	9.51	7.72	6.47	7.75
营业利润	4,966.64	4,172.92	4,342.45	4,868.91	5,498.74
营业外收入	1.99	12.23	5.40	4.96	11.00
营业外支出	20.76	28.29	23.90	24.32	25.50
利润总额	4,947.87	4,156.86	4,323.95	4,849.55	5,484.24
所得税	1,111.68	950.23	972.89	1,091.15	1,233.95
净利润	3,836.19	3,206.63	3,351.06	3,758.40	4,250.29
少数股东损益	(4.14)	(0.04)	0.09	0.14	0.15
归属于母公司净利润	3,840.33	3,206.67	3,350.97	3,758.27	4,250.13
每股收益(元)	3.29	2.75	2.87	3.22	3.64

主要财务比率	2024	2025	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入	19.35%	4.06%	7.46%	8.19%	9.42%
营业利润	22.45%	-15.98%	4.06%	12.12%	12.94%
归属于母公司净利润	20.00%	-16.50%	4.50%	12.15%	13.09%
获利能力					
毛利率	26.80%	21.89%	22.06%	22.49%	22.57%
净利率	16.00%	12.84%	12.48%	12.94%	13.37%
ROE	22.03%	19.75%	17.85%	17.83%	17.93%
ROIC	42.83%	34.01%	29.28%	33.27%	33.30%
偿债能力					
资产负债率	23.38%	27.57%	23.02%	23.77%	19.45%
净负债率	-30.13%	-22.88%	-35.08%	-35.06%	-47.12%
流动比率	3.12	2.34	3.00	3.10	3.97
速动比率	2.49	1.86	2.42	2.46	3.30
营运能力					
应收账款周转率	5.90	5.93	6.84	6.10	6.17
存货周转率	8.19	8.33	8.92	8.09	8.28
总资产周转率	1.14	1.11	1.15	1.12	1.11
每股指标(元)					
每股收益	3.29	2.75	2.87	3.22	3.64
每股经营现金流	3.96	3.21	3.75	2.42	5.10
每股净资产	14.94	13.92	16.09	18.06	20.31
估值比率					
市盈率	13.19	15.79	15.11	13.47	11.91
市净率	2.90	3.12	2.70	2.40	2.14
EV/EBITDA	13.67	9.66	8.00	7.11	5.79
EV/EBIT	15.27	11.22	9.57	8.42	6.76

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