

华利集团 (300979)

2025 年报点评: 新客户如期放量, 期待盈利改善

买入 (维持)

2026 年 04 月 13 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	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	24,006	24,980	26,859	29,381	32,277
同比 (%)	19.35	4.06	7.52	9.39	9.86
归母净利润 (百万元)	3,840	3,207	3,543	4,056	4,644
同比 (%)	20.00	(16.50)	10.49	14.49	14.50
EPS-最新摊薄 (元/股)	3.29	2.75	3.04	3.48	3.98
P/E (现价&最新摊薄)	13.19	15.79	14.29	12.48	10.90

股价走势



投资要点

- **公司公布 2025 年报:** 营收 249.80 亿元/yoy+4.06%, 归母净利润 32.07 亿元/yoy-16.50%, 符合业绩快报。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%, 下半年营收下滑、净利下滑幅度加大, 我们判断来自美国关税、人民币汇率升值及部分客户下单趋紧的共同影响。
- **新客户订单弥补部分老客户订单下滑缺口, 全年看量价齐升。** 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 Nike、Converse、Vans) 订单的下滑, 价格提升则主要来自产品结构的变化。
- **客户结构更多元化。** 1) 分区域看 (按客户总部所在地), 2025 年美国/欧洲/其他区域营收分别同比-4.87%/+56.71%/+52.8%, 营收占比分别为 77.7%/19.2%/3.0%。欧洲营收增长显著, 我们判断主要来自新客户阿迪达斯订单贡献。2) 分产品看, 2025 年运动休闲鞋/户外靴鞋/运动凉鞋&拖鞋收入分别同比+5.35%/-40.51%/+11.70%, 收入占比分别为 88.5%/2.1%/9.3%。3) 分客户看, 2025 年前五大客户销售金额合计占比 72.55%, 集中度较去年有所下降 (2024 年为 79.1%); 其中, New Balance 跻身前五大客户行列, Adidas 订单量大幅增长, 并在越南、印尼及中国工厂均实现量产出货, 预计未来将持续贡献订单增量。
- **毛利率及净利率同比下降。** 1) **毛利率:** 2025 年同比-4.92pct 至 21.89%, 下滑主因较多新工厂处于产能爬坡阶段以及老工厂产能调配 (部分老客户订单下滑) 的短期影响。2) **费用率:** 2025 年管理费用率同比-1.66pct, 主因业绩回落导致绩效薪酬计提减少。3) **归母净利润率:** 25 年同比-3.16pct 至 12.84%。
- **盈利预测与投资建议:** 随老工厂产能调配完成以及新工厂产能爬坡逐渐转入盈利期, 公司利润率有望逐步改善, 建议持续关注后续订单改善节奏, 维持 2026-2027 年归母净利润 35.43/40.56 亿元的预测值, 增加 2028 年预测值 46.44 亿元, 对应 2026-2028 年 PE 分别为 14/12/11X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济及海外需求复苏不及预期; 新工厂投产及产能爬坡进度不及预期; 原材料价格及汇率大幅波动影响业绩。

市场数据

收盘价(元)	43.39
一年最低/最高价	42.83/64.36
市净率(倍)	3.12
流通 A 股市值(百万元)	50,635.80
总市值(百万元)	50,636.13

基础数据

每股净资产(元,LF)	13.92
资产负债率(% ,LF)	27.57
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 年业绩快报点评: Q4 订单及盈利承压, 全年分红率提升》

2026-03-15

《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

华利集团三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13,871	17,024	19,338	22,128	营业总收入	24,980	26,859	29,381	32,277
货币资金及交易性金融资产	6,212	8,594	10,184	12,139	营业成本(含金融类)	19,513	20,887	22,730	24,868
经营性应收款项	4,104	4,567	4,995	5,487	税金及附加	6	6	6	6
存货	2,878	3,191	3,473	3,799	销售费用	66	81	88	97
合同资产	0	0	0	0	管理费用	704	806	881	968
其他流动资产	677	672	686	702	研发费用	414	430	470	468
非流动资产	8,565	9,316	9,999	10,636	财务费用	(58)	(51)	(93)	(121)
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	3	0	0	3
固定资产及使用权资产	5,951	6,109	6,199	6,220	投资净收益	33	27	29	32
在建工程	814	1,277	1,740	2,206	公允价值变动	(83)	0	0	0
无形资产	765	895	1,025	1,175	减值损失	(122)	(140)	(140)	(140)
商誉	127	127	127	127	资产处置收益	7	0	0	0
长期待摊费用	247	247	247	247	营业利润	4,173	4,587	5,189	5,885
其他非流动资产	661	661	661	661	营业外净收支	(16)	(16)	(16)	(6)
资产总计	22,437	26,340	29,337	32,764	利润总额	4,157	4,571	5,173	5,879
流动负债	5,920	6,156	6,601	7,101	减:所得税	950	1,006	1,138	1,235
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,100	2,200	2,300	2,400	净利润	3,207	3,565	4,035	4,644
经营性应付款项	2,191	2,321	2,526	2,763	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	43	0	0	0	归属母公司净利润	3,207	3,543	4,056	4,644
其他流动负债	1,587	1,635	1,775	1,938	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.75	3.04	3.48	3.98
非流动负债	266	266	266	266	EBIT	4,158	4,520	5,079	5,758
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	5,230	5,420	6,046	6,771
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	21.89	22.23	22.64	22.95
租赁负债	95	95	95	95	归母净利率(%)	12.84	13.19	13.81	14.39
其他非流动负债	171	171	171	171	收入增长率(%)	4.06	7.52	9.39	9.86
负债合计	6,186	6,422	6,867	7,367	归母净利润增长率(%)	(16.50)	10.49	14.49	14.50
归属母公司股东权益	16,239	19,884	22,458	25,385					
少数股东权益	11	34	12	12					
所有者权益合计	16,250	19,918	22,470	25,397					
负债和股东权益	22,437	26,340	29,337	32,764					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	3,743	4,025	4,817	5,407	每股净资产(元)	13.92	17.04	19.24	21.75
投资活动现金流	(1,875)	(1,739)	(1,737)	(1,724)	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	(2,189)	34	(1,591)	(1,829)	ROIC(%)	17.62	17.34	16.83	17.24
现金净增加额	(358)	2,282	1,490	1,855	ROE-摊薄(%)	19.75	17.82	18.06	18.30
折旧和摊销	1,073	900	966	1,013	资产负债率(%)	27.57	24.38	23.41	22.48
资本开支	(2,670)	(1,666)	(1,666)	(1,656)	P/E(现价&最新股本摊薄)	15.79	14.29	12.48	10.90
营运资本变动	(630)	(635)	(379)	(435)	P/B(现价)	3.12	2.55	2.25	1.99

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>