

其他纺织

华利集团（300979.SZ）

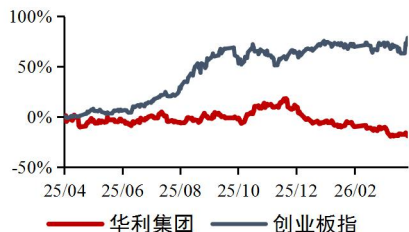
买入-A(维持)

2025 年盈利水平阶段性承压，New Balance 跻身前五大客户

2026 年 4 月 13 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



资料来源：常闻，山西证券研究所

市场数据：2026 年 4 月 10 日

收盘价（元/股）：	43.39
年内最高/最低（元/股）：	64.36/42.83
流通 A 股/总股本（亿股）：	11.67/11.67
流通 A 股市值（亿元）：	506.36
总市值（亿元）：	506.36

基础数据：2025 年 12 月 31 日

基本每股收益（元/股）：	2.75
摊薄每股收益（元/股）：	2.75
每股净资产（元/股）：	13.92
净资产收益率（%）：	19.73

资料来源：常闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 4月9日，公司披露2025年年报，2025年，公司实现营业收入249.80亿元，同比增长4.06%；实现归母净利润32.07亿元，同比下降16.50%；实现扣非净利润32.57亿元，同比下降13.87%。

事件点评

➤ **2025 年公司收入稳健增长，业绩阶段性承压。**2025 年，公司实现营收 249.80 亿元，同比增长 4.06%。从销售数量看，2025 年公司鞋履销售量 2.27 亿双，同比增长 1.59%。业绩方面，2025 年公司实现归母净利润 32.07 亿元，同比下降 16.50%，业绩下滑主要因老客户订单分化、新工厂处于产能及效率爬坡阶段，导致毛利率阶段性下滑。

➤ **客户多元化战略推进，New Balance 跻身前五大客户。**分客户看，公司持续推进客户多元化，战略新客户 Adidas 合作顺利推进，2025 年上半年越南、印尼、中国工厂均已实现量产出货。New Balance 跻身公司前五大客户行列，公司前五大客户收入占比由 2024 年的 79.13% 下降至 2025 年的 72.55%。分区域看，欧洲市场（客户总部所在地）实现营收 47.97 亿元，同比大幅增长 56.71%，主要受益于 On、Adidas 放量；北美市场（客户总部所在地）营收 194.12 亿元，同比下降 4.87%。分产品看，运动休闲鞋营收 221.14 亿元，同比增长 5.35%；运动凉鞋/拖鞋等品类营收 23.12 亿元，同比增长 11.70%；户外靴鞋营收为 5.34 亿元，同比下滑 40.51%。

➤ **总产能高单位数增长，产能利用率有所下滑。**2025 年，公司在越南、印尼、中国的新工厂均有产出，三地新工厂共实现出货 1452 万双，产能爬坡进度符合规划。公司总产能达 24757 万双，同比增长 8.3%；总产量 22677 万双，同比增长 2.6%；产能利用率 91.60%，同比下滑 5.12pct。公司境外产能占比达 98.75%。

➤ **毛利率阶段性承压，费用管控效果显著。**盈利能力方面，2025 年公司毛利率为 21.89%，同比下降 4.92pct，主因老工厂订单相对承压、新工厂处于爬坡阶段。费用率方面，2025 年，公司期间费用率合计 4.51%，同比下降 1.49pct。其中销售费用率同比下滑 0.05pct 至 0.26%，管理费用率同比下滑 1.66pct 至 2.82%；研发费用率同比提升 0.10pct 至 1.66%；财务费用率同比提升 0.12pct 至 -0.23%。综合影响下，2025 年公司归母净利润率为 12.84%，同比下降 3.16pct。存货方面，截至 2025 年末，公司存货周转天数为 55 天，较去年同期减少 5 天，运营效率提升。经营活动现金流方面，2025 年，公司经营活



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

动现金流净额为 37.43 亿元，同比下降 18.93%。

### 投资建议

➤ 2025 年，受益于多元化客户占率推进、新工厂产能释放，公司运动鞋履制造业务量价齐升，营收规模稳健增长。但受到客户订单分化影响，部分老工厂产能利用率下降，且新工厂处于盈利爬坡阶段，公司毛利率有所承压。展望后续，预计新工厂盈利及老工厂订单调配将有所改善。预计公司 2026-2028 年归母净利润为 35.44、39.50、42.31 亿元，4 月 10 日收盘价对应 2026-2028 年 PE 为 14.3/12.8/12.0 倍，维持“买入-A”评级。

### 风险提示

➤ 新工厂产能爬坡不及预期；主要客户经营出现重大不利变化；劳动力成本上升风险；汇率大幅波动风险。

### 财务数据与估值：

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	26,213	27,694	28,961
YoY(%)	19.4	4.1	4.9	5.7	4.6
净利润(百万元)	3,840	3,207	3,544	3,950	4,231
YoY(%)	20.0	-16.5	10.5	11.4	7.1
毛利率(%)	26.8	21.9	23.2	24.0	24.3
EPS(摊薄/元)	3.29	2.75	3.04	3.38	3.63
ROE(%)	22.0	19.7	17.9	17.6	16.7
P/E(倍)	13.2	15.8	14.3	12.8	12.0
P/B(倍)	2.9	3.1	2.6	2.3	2.0
净利率(%)	16.0	12.8	13.5	14.3	14.6

资料来源：常闻，山西证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

## 资产负债表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	15389	13871	17384	20495	24156
现金	5588	5818	6784	11059	13307
应收票据及应收账款	4378	4043	4854	4522	5277
预付账款	89	60	101	70	107
存货	3121	2878	3740	3056	3947
其他流动资产	2213	1072	1905	1788	1517
<b>非流动资产</b>	7375	8565	7986	7683	7219
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4738	5812	5513	5194	4769
无形资产	671	765	834	902	958
其他非流动资产	1967	1987	1640	1586	1491
<b>资产总计</b>	22765	22437	25370	28177	31375
<b>流动负债</b>	4935	5920	5304	5487	5827
短期借款	288	2044	1022	1118	1395
应付票据及应付账款	2410	2191	2468	2487	2647
其他流动负债	2238	1686	1815	1882	1786
<b>非流动负债</b>	<b>386</b>	<b>266</b>	<b>273</b>	<b>311</b>	<b>286</b>
长期借款	0	0	2	3	4
其他非流动负债	386	266	271	308	282
<b>负债合计</b>	5321	6186	5577	5797	6113
少数股东权益	11	11	10	8	7
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	11018	10373	12574	15104	18293
归属母公司股东权益	17432	16239	19783	22372	25255
<b>负债和股东权益</b>	22765	22437	25370	28177	31375

## 现金流量表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	4617	3743	3530	5592	3347
净利润	3836	3207	3543	3948	4230
折旧摊销	817	1016	984	838	887
财务费用	-84	-58	-96	-175	-260
投资损失	-78	-33	-54	-55	-47
营运资金变动	-4	-630	-976	971	-1533
其他经营现金流	130	242	129	65	72
<b>投资活动现金流</b>	-2165	-1875	-1584	-268	-263
<b>筹资活动现金流</b>	-1937	-2189	-980	-1048	-836
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.29	2.75	3.04	3.38	3.63
每股经营现金流(最新摊薄)	3.96	3.21	3.02	4.79	2.87
每股净资产(最新摊薄)	14.94	13.92	16.95	19.17	21.64

## 利润表(百万元)

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	24006	24980	26213	27694	28961
营业成本	17572	19513	20131	21047	21923
营业税金及附加	4	6	6	6	6
营业费用	76	66	79	83	87
管理费用	1074	704	813	886	956
研发费用	375	414	434	459	480
财务费用	-84	-58	-96	-175	-260
资产减值损失	-119	-122	-231	-244	-255
公允价值变动收益	10	-83	-83	-83	-83
投资净收益	78	33	54	55	47
<b>营业利润</b>	4967	4173	4593	5124	5486
营业外收入	2	12	12	12	12
营业外支出	21	28	24	24	26
<b>利润总额</b>	4948	4157	4581	5112	5473
所得税	1112	950	1038	1163	1243
<b>税后利润</b>	3836	3207	3543	3948	4230
少数股东损益	-4	-0	-1	-2	-1
<b>归属母公司净利润</b>	3840	3207	3544	3950	4231
EBITDA	5615	5122	5469	5747	6070

## 主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.4	4.1	4.9	5.7	4.6
营业利润(%)	22.5	-16.0	10.1	11.6	7.1
归属于母公司净利润(%)	20.0	-16.5	10.5	11.4	7.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	21.9	23.2	24.0	24.3
净利率(%)	16.0	12.8	13.5	14.3	14.6
ROE(%)	22.0	19.7	17.9	17.6	16.7
ROIC(%)	20.5	17.1	16.5	15.9	14.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.4	27.6	22.0	20.6	19.5
流动比率	3.1	2.3	3.3	3.7	4.1
速动比率	2.4	1.8	2.5	3.1	3.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
应收账款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9	5.9
应付账款周转率	8.4	8.5	8.6	8.5	8.5
<b>估值比率</b>					
P/E	13.2	15.8	14.3	12.8	12.0
P/B	2.9	3.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	7.8	9.1	8.0	6.9	6.3

资料来源：常闻、山西证券研究所

### 分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

### 评级体系：

#### ——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

#### ——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

#### ——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

## 山西证券研究所：

### 上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

### 太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

### 深圳

广东省深圳市南山区科苑南路 2700 号  
华润金融大厦 23 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

