

业绩短期承压，持续推进客户多元化

增持(维持)

——华利集团(300979)点评报告

2026年04月14日

投资要点:

受新工厂产能爬坡及客户订单调整影响，利润短期承压。公司发布2025年年报。2025年，公司实现营收249.80亿元(同比+4.06%)，归母净利润32.07亿元(同比-16.50%)，扣非归母净利润32.57亿元(同比-13.87%)。利润端承压推测主因新工厂处于产能爬坡阶段、部分老客户订单调整等，但受益于Adidas、On等新客户订单量增长，收入仍保持稳健。

欧洲地区收入大幅增长，前五大客户收入占比下降。分品类:2025年，运动休闲鞋实现收入221.14亿元(同比+5.35%)，占营收比例小幅增加至88.53%；户外靴鞋收入5.34亿元(同比-40.51%)；运动凉鞋/拖鞋及其他类实现收入23.12亿元(同比+11.70%)。**分地区:**2025，北美(客户总部所在地，下同)收入194.12亿元(同比-4.87%)；欧洲收入47.97亿元，同比大幅+56.71%推测受益于Adidas、On订单的增长。此外，公司持续推进客户多元化战略，前五大客户收入占比从2024年的79.13%下降至2025年的72.55%，New Balance跻身前五大客户行列。

毛利率和净利率下降，期间费用率减少。2025年，公司毛利率同比-4.91pcts至21.89%，毛利率下滑主要是受新工厂产能爬坡及产能调配等影响；净利率同比-3.14pcts至12.84%。**费用率方面**，管理费用率同比-1.66个pct至2.82%，主因公司计提的绩效薪酬减少；销售/研发/财务费用率分别为0.26%/1.66%/-0.23%，同比分别-0.06/+0.10/+0.12个pct。

盈利预测与投资建议:公司是全球运动鞋制造龙头，具备规模、供应链、客户资源等壁垒，近年公司积极推进与新客户的合作。尽管短期受到地缘摩擦、贸易摩擦、新工厂产能爬坡等因素影响，业绩有所承压，但中长期仍然具备核心竞争力。此外，公司现金流充沛、分红比例高，当前股息率为4.92%(对应2026年4月13日收盘价)。根据最新经营数据小幅调整盈利预测并引入2028年预测，预计2026-2028年归母净利润分别为34.85/39.14/42.72亿元(调整前2026-2027年归母净利润预

基础数据

总股本(百万股)	1,167.00
流通A股(百万股)	1,166.99
收盘价(元)	42.66
总市值(亿元)	497.84
流通A股市值(亿元)	497.84

个股相对沪深300指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

相关研究

产能爬坡致利润承压，现金分红比例较高
新工厂运营逐步成熟+降本增效，Q3毛利率环比改善

新客户订单增长，工厂产能爬坡期影响利润

分析师: 李滢

执业证书编号: S0270522030002

电话: 15521202580

邮箱: liyingl@wlzq.com.cn

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24980.13	26227.13	28322.82	30586.30
增长比率(%)	4.06	4.99	7.99	7.99
归母净利润(百万元)	3206.67	3485.02	3913.62	4271.88
增长比率(%)	-16.50	8.68	12.30	9.15
每股收益(元)	2.75	2.99	3.35	3.66
市盈率(倍)	15.53	14.29	12.72	11.65
市净率(倍)	3.07	3.03	2.87	2.71

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

计为 35.15/39.15 亿元), 对应 2026 年 4 月 13 日收盘价的 PE 分别为 14/13/12 倍, 维持“增持”评级。

风险因素: 宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险。

利润表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	24980	26227	28323	30586
同比增速 (%)	4.06	4.99	7.99	7.99
营业成本	19513	20504	21934	23638
毛利	5468	5723	6389	6948
营业收入 (%)	21.89	21.82	22.56	22.72
税金及附加	6	6	6	7
营业收入 (%)	0.02	0.02	0.02	0.02
销售费用	66	66	74	76
营业收入 (%)	0.26	0.25	0.26	0.25
管理费用	704	708	773	841
营业收入 (%)	2.82	2.70	2.73	2.75
研发费用	414	420	459	493
营业收入 (%)	1.66	1.60	1.62	1.61
财务费用	-58	-54	-64	-72
营业收入 (%)	-0.23	-0.21	-0.23	-0.23
资产减值损失	-124	-110	-115	-120
信用减值损失	2	-3	-3	-3
其他收益	3	4	4	4
投资收益	33	52	50	56
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	-83	0	0	0
资产处置收益	7	5	6	7
营业利润	4173	4525	5083	5546
营业收入 (%)	16.70	17.25	17.95	18.13
营业外收支	-16	-17	-17	-17
利润总额	4157	4508	5066	5529
营业收入 (%)	16.64	17.19	17.89	18.08
所得税费用	950	1025	1154	1258
净利润	3207	3484	3913	4271
营业收入 (%)	12.84	13.28	13.81	13.96
归属于母公司的净利润	3207	3485	3914	4272
同比增速 (%)	-16.50	8.68	12.30	9.15
少数股东损益	0	-1	-1	-1
EPS (元/股)	2.75	2.99	3.35	3.66

基本指标

	2025A	2026E	2027E	2028E
EPS	2.75	2.99	3.35	3.66
BVPS	13.92	14.08	14.87	15.74
PE	15.53	14.29	12.72	11.65
PEG	-0.94	1.65	1.03	1.27
PB	3.07	3.03	2.87	2.71
EV/EBITDA	10.51	7.92	6.98	6.32
ROE	19.75%	21.20%	22.55%	23.26%
ROIC	17.39%	18.35%	19.59%	20.30%

资产负债表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	5818	5684	6431	7730
交易性金融资产	394	894	994	1094
应收票据及应收账款	4043	4223	4566	4927
存货	2878	2624	2803	2881
预付款项	60	64	68	73
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	677	776	929	1065
流动资产合计	13871	14266	15791	17770
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5812	5921	5691	5105
在建工程	814	732	665	612
无形资产	765	846	912	962
商誉	127	126	125	124
递延所得税资产	144	144	144	144
其他非流动资产	902	923	929	957
资产总计	22437	22957	24257	25675
短期借款	2044	2144	2194	2244
应付票据及应付账款	2191	2164	2364	2530
预收账款	0	0	0	0
合同负债	43	44	48	51
应付职工薪酬	1244	1292	1387	1493
应交税费	254	393	379	426
其他流动负债	2189	2333	2436	2536
流动负债合计	5920	6226	6614	7036
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	28	28	28	28
其他非流动负债	238	258	248	238
负债合计	6186	6512	6890	7302
归属于母公司的所有者权益	16239	16435	17358	18365
少数股东权益	11	10	9	8
股东权益	16250	16445	17367	18372
负债及股东权益	22437	22957	24257	25675

现金流量表 (百万元)

	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	3743	5041	5093	5605
投资	695	-502	-97	-99
资本性支出	-2670	-1281	-1069	-759
其他	100	-206	-216	-207
投资活动现金流净额	-1875	-1989	-1382	-1065
债权融资	26	63	41	38
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	1756	100	50	50
筹资成本	-3906	-2724	-3054	-3329
其他	-65	0	0	0
筹资活动现金流净额	-2189	-2561	-2963	-3241
现金净流量	-358	454	747	1299

数据来源: 携宁科技云估值, 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

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登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的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。分析师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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳福田区深南大道2007号金地中心

广州天河区珠江东路11号高德置地广场