



公司评级 买入（维持）

报告日期 2026年04月15日

基础数据

04月10日收盘价(元)	43.39
总市值(亿元)	506.36
总股本(亿股)	11.67

来源: 聚源, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证纺服】华利集团: 2025Q3 毛利率环比改善, 新工厂效率提升-2025.11.01

【兴证纺服】华利集团: 客户呈现多元化, 新工厂爬坡及老工厂结构调整影响毛利率-2025.08.23

【兴证纺服】华利集团: 新客户订单显著增长, 新产能投放影响毛利率-2025.05.10

分析师: 赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师: 林寰宇

S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

华利集团(300979.SZ)

客户呈现多元化, 期待利润率回升

投资要点:

- **事件:** 公司发布 2025 年年报: ①2025 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 249.8/32.07/32.57 亿元, 同比变动+4.06%/-16.50%/-13.87%。②2025Q4 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 63.01/7.71/7.57 亿元, 同比变动-3.00%/-22.66%/-22.57%。③公司宣派期末现金红利 1.1 元/股, 全年累计现金分红 2.1 元/股, 分红支付率 76.4%, 对应分红率 4.8% (4 月 10 日收盘价)
- **2025 年北美客户承压, 欧洲客户大增。**分区域看, 2025 年公司对北美/欧洲/其他(总部所在地划分)收入分别为 194.12/47.97/7.51 亿元, 同比变动分别为 -4.87%/+56.71%/+52.80%, 欧洲客户包含昂跑、阿迪达斯等, 本期快速成长。美国客户因关税及客户去库存等原因, 面临一定压力。北美/欧洲/其他区域的毛利率分别为 23.25%/16.76%/18.72%, 同比变动-3.97/-7.48/-2.10pct, 欧洲客户毛利率下滑较多, 主要系客户结构变化。
- **2025 年量价同步增长, 新工厂产量爬坡:** ①2025 年实现鞋类销售 2.27 亿双, 同比 +1.6%, 单价 110.0 元/双, 同比+2.4%。公司位于中国、越南及印度尼西亚的新工厂产量总计约 1,452 万双, 其中印尼工厂产量达到 566 万双, 新工厂整体爬坡进度符合公司规划。②2025Q4 公司实现鞋类销售 0.59 亿双, 同比变动-2.38%, 单价 106.8 元/双, 同比变动-0.6%。
- **2025 年客户呈现多元化, 前五大客户集中度下降:** 2025 年公司前五名客户合计销售金额为 181.2 亿元, 同比变动-4.6%, 前五大客户收入占比由 2024 年的 79.13%下降为 72.55%, New Balance 跻身前五大客户行列, 客户订单表现分化, 部分老客户订单有所下滑, 但新客户订单量同比大幅增长。
- **2025 年新工厂爬坡影响拖累毛利率, 费用管控同步加强。**2025 年公司毛利率/归母净利率分别为 21.89%/12.84%, 同比变动 -4.92pct/-3.16pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.27%/2.82%/1.66%/-0.23%, 同比变动-0.05/-1.66/+0.10/+0.12pct。2025 年汇兑损益为+0.03 亿元(2024 年为-0.29 亿元), 公允价值变动中, 新增远期外汇合约损失 0.66 亿元(2024 年未出现该项)。
- **2025Q4 毛利率环比仍有小幅下滑:** 2025Q4 公司毛利率/归母净利率分别为 21.69%/12.24%, 同比变动-2.4pct/-3.11pct, 环比 2025Q3 变动-0.50/-0.52pct, 销售/管理/研发/财务费用率分别为 0.24%/3.02%/1.53%/-0.28%, 同比变动+0.02/+0.74/-0.58/+0.04pct。四季度盈利能力仍处于磨底阶段。
- **2025 年存货周转效率提升, 经营性现金流量净额下降:** 2025 年期末存货 29.3 亿元, 存货余额同比减少 8.15%, 期末原材料采购减少, 存货周转天数 56 天, 同比减少 6 天。经营性现金流量净额 37.43 亿元, 同比减少 18.93%。
- **盈利预测与投资建议:** 2025 年公司在外需疲弱的情况下, 实现了新客户的大幅增长, 新工厂稳步爬坡, 2026 年公司将延续在印尼、越南的扩张布局, 继深度服务新客户, 动态调整老客户, 随着新工厂逐步培育成熟, 盈利能力将触底回升。预计 2026-2028 年 EPS 分别为 3.01/3.45/3.96 元, 对应 2026 年 4 月 10 日收盘价市盈率分别为 14.4/12.6/11.0 倍, 维持“买入”评级。

- 风险提示：1、海外客户需求不及预期；2、劳动力成本上升风险；3、贸易摩擦及地缘政治风险；

主要财务指标

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入（百万元）	24980	26246	29019	32090
同比增长	4.1%	5.1%	10.6%	10.6%
归母净利润（百万元）	3207	3516	4026	4616
同比增长	-16.5%	9.7%	14.5%	14.7%
毛利率	21.9%	22.5%	22.9%	23.5%
ROE	19.7%	20.7%	22.4%	24.3%
每股收益（元）	2.75	3.01	3.45	3.96
市盈率	15.8	14.4	12.6	11.0

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	13871	15041	16515	18241
货币资金	5818	7051	7591	8319
交易性金融资产	394	194	394	594
应收票据及应收账款	4043	4226	4671	5164
预付款项	60	0	0	0
存货	2878	2874	3055	3252
其他	677	696	803	912
非流动资产	8565	9110	9294	9385
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	5812	6516	6769	6224
在建工程	814	501	295	813
无形资产	765	877	980	1075
商誉	127	129	131	133
其他	1046	1088	1119	1140
资产总计	22437	24152	25809	27626
流动负债	5920	6845	7556	8291
短期借款	2044	2644	2944	3244
应付票据及应付账款	2191	2316	2549	2794
其他	1686	1884	2063	2253
非流动负债	266	286	306	326
长期借款	0	0	0	0
其他	266	286	306	326
负债合计	6186	7130	7862	8617
股本	1167	1167	1167	1167
未分配利润	9790	10033	10355	10725
少数股东权益	11	11	11	11
股东权益合计	16250	17021	17947	19009
负债及权益合计	22437	24152	25809	27626

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
归母净利润	3207	3516	4026	4616
折旧和摊销	1073	1513	1704	1812
营运资金的变动	-630	65	-444	-485
经营活动产生现金流量	3743	5317	5479	6143
资本支出	-2670	-1724	-1524	-1524
长期投资	695	174	-226	-201
投资活动产生现金流量	-1875	-1836	-2013	-2019
债权融资	1782	620	320	320
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-2189	-2210	-2926	-3396
现金净变动	-358	1233	540	728

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	24980	26246	29019	32090
营业成本	19513	20339	22383	24534
税金及附加	6	5	6	6
销售费用	66	84	93	103
管理费用	704	787	900	995
研发费用	414	420	464	513
财务费用	-58	-42	-86	-76
投资收益	33	34	87	96
公允价值变动收益	-83	0	0	0
信用减值损失	2	-2	-2	-2
资产减值损失	-124	-120	-120	-120
营业利润	4173	4567	5227	5991
营业外收支	-16	-12	-12	-12
利润总额	4157	4555	5215	5979
所得税	950	1039	1189	1363
净利润	3207	3516	4026	4616
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	3207	3516	4026	4616
EPS(元)	2.75	3.01	3.45	3.96

主要财务比率

会计年度	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性				
营业总收入增长率	4.1%	5.1%	10.6%	10.6%
营业利润增长率	-16.0%	9.4%	14.4%	14.6%
归母净利润增长率	-16.5%	9.7%	14.5%	14.7%
盈利能力				
毛利率	21.9%	22.5%	22.9%	23.5%
归母净利率	12.8%	13.4%	13.9%	14.4%
ROE	19.7%	20.7%	22.4%	24.3%
偿债能力				
资产负债率	27.6%	29.5%	30.5%	31.2%
流动比率	2.34	2.20	2.19	2.20
速动比率	1.76	1.69	1.69	1.71
营运能力				
资产周转率	110.5%	112.7%	116.2%	120.1%
每股资料(元)				
每股收益	2.75	3.01	3.45	3.96
每股经营现金	3.21	4.56	4.69	5.26
估值比率(倍)				
PE	15.8	14.4	12.6	11.0
PB	3.1	3.0	2.8	2.7

分析师声明

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登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn