

华利集团 (300979.SZ)

25 年收入保持韧性，归母净利润略有承压

核心观点:

- **公司公告 2025 年年报。**2025 年，公司营收 249.80 亿元，同比增长 4.06%，归母净利润 32.07 亿元，同比下降 16.50%。公司拟每 10 股派发现金红利 11 元，加上此前中期分红，每 10 股派发现金红利 21 元，股利支付率 76.43%，股息率 4.84%。2025 年，公司销售运动鞋 2.27 亿双，同比增长 1.59%，单价 110.05 元/双，同比增长 2.42%。
- **客户适度多样化增加了公司的业绩韧性。**2025 年，公司前五大客户销售收入 181.21 亿元，同比下降 4.61%，占销售总额比例 72.55%，同比下降 6.58 个百分点。前五大以外客户销售收入 68.40 亿元，同比增长 37.83%。根据公司年报，虽然公司部分老客户订单有所下滑，但是新客户订单量同比大幅增长。公司与 Adidas 合作的新工厂在 2025 年上半年均实现量产出货。New Balance 跻身公司前五大客户行列。
- **公司毛利率和期间费用率下降。**2025 年，公司毛利率 21.89%，同比下降 4.91 个百分点，期间费用率 4.51%，同比下降 1.49 个百分点。毛利率下降预计主要系老客户订单下滑，同时较多新工厂处于爬坡阶段，以及产能调配安排。期间费用率下降预计主要系公司加大费用管控，净利润下降使得计提的绩效薪酬减少。
- **公司 2026Q1 业绩预计仍有压力，Q2 有望拐点向上。**前者主要系 2026 年春节较晚且放假天数多于往年，此外，中东地缘政治冲突预计导致公司部分订单以及出货时间延后。后者主要系预计伴随新工厂产能爬坡、现有产能内部调整优化及自动化持续投入，公司毛利率有望持续改善。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2026-2028 年公司 EPS 分别为 3.04、3.43、3.93 元/股。参考可比公司，且基于公司行业地位稳固，给予 2026 年 18 倍市盈率，合理价值 54.67 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**主要客户停止或减少采购的风险；原材料价格波动的风险；劳动力成本上升的风险；国际化经营和管理的风险。

盈利预测:

| 单位:人民币百万元 | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 24,006 | 24,980 | 25,988 | 27,840 | 30,251 |
| 增长率 (%) | 19.4% | 4.1% | 4.0% | 7.1% | 8.7% |
| EBITDA | 5,782 | 5,352 | 5,842 | 6,506 | 7,329 |
| 归母净利润 | 3,840 | 3,207 | 3,545 | 4,008 | 4,581 |
| 增长率 (%) | 20.0% | -16.5% | 10.5% | 13.1% | 14.3% |
| EPS (元/股) | 3.29 | 2.75 | 3.04 | 3.43 | 3.93 |
| 市盈率 (P/E) | 23.9 | 18.3 | 14.0 | 12.4 | 10.8 |
| ROE (%) | 22.0% | 19.7% | 19.6% | 21.0% | 22.7% |
| EV/EBITDA | 15.0 | 10.2 | 7.6 | 6.9 | 6.1 |

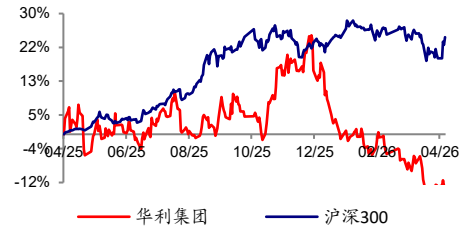
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

| | |
|------|------------|
| 当前价格 | 42.49 元 |
| 合理价值 | 54.67 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2026-04-15 |

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

| | |
|--|------------|
| 华利集团 (300979.SZ) :25 年归母净利润承压, 看好 26 年恢复增长 | 2026-03-11 |
| 华利集团 (300979.SZ) :公司 Q3 毛利率环比 Q2 有所改善 | 2025-11-02 |
| 华利集团 (300979.SZ) :25 年上半年营收稳健增长, 拟派发现金红利 | 2025-08-10 |

资产负债表

单位:人民币百万元

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产总额 | 15,389 | 13,871 | 15,512 | 15,588 | 15,788 |
| 货币资金 | 5,588 | 5,818 | 7,053 | 6,646 | 6,209 |
| 应收及预付 | 4,467 | 4,104 | 4,442 | 4,758 | 5,169 |
| 存货 | 3,121 | 2,878 | 2,944 | 3,113 | 3,338 |
| 其他 | 2,213 | 1,072 | 1,072 | 1,072 | 1,072 |
| 非流动资产总额 | 7,375 | 8,565 | 9,591 | 10,555 | 11,451 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 4,738 | 5,812 | 6,750 | 7,620 | 8,420 |
| 在建工程 | 757 | 814 | 814 | 814 | 814 |
| 使用权资产 | 217 | 138 | 138 | 138 | 138 |
| 无形资产 | 671 | 765 | 860 | 955 | 1,049 |
| 其他 | 993 | 1,035 | 1,028 | 1,028 | 1,028 |
| 资产总额 | 22,765 | 22,437 | 25,103 | 26,143 | 27,238 |
| 流动负债总额 | 4,935 | 5,920 | 6,732 | 6,811 | 6,806 |
| 短期借款 | 288 | 2,044 | 2,000 | 1,800 | 1,620 |
| 应付及预收 | 2,448 | 2,233 | 2,285 | 2,417 | 2,592 |
| 其他 | 2,200 | 1,643 | 2,447 | 2,594 | 2,594 |
| 非流动负债总额 | 386 | 266 | 265 | 265 | 265 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 386 | 266 | 265 | 265 | 265 |
| 负债总额 | 5,321 | 6,186 | 6,997 | 7,076 | 7,071 |
| 股本 | 1,167 | 1,167 | 1,167 | 1,167 | 1,167 |
| 其他 | 16,265 | 15,072 | 16,928 | 17,889 | 18,989 |
| 归母权益合计 | 17,432 | 16,239 | 18,095 | 19,056 | 20,156 |
| 少数股东权益 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 负债和股东权益 | 22,765 | 22,437 | 25,103 | 26,143 | 27,238 |

利润表

单位:人民币百万元

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 24,006 | 24,980 | 25,988 | 27,840 | 30,251 |
| 营业成本 | 17,572 | 19,513 | 19,961 | 21,105 | 22,631 |
| 营业税金及附加 | 4 | 6 | 6 | 7 | 7 |
| 销售费用 | 76 | 66 | 82 | 88 | 95 |
| 管理费用 | 1,074 | 704 | 754 | 829 | 912 |
| 研发费用 | 375 | 414 | 431 | 461 | 501 |
| 财务费用 | -84 | -58 | -31 | -44 | -42 |
| 资产信用减值损失 | -119 | -122 | -133 | -141 | -151 |
| 公允价值变动收益 | 10 | -83 | -83 | -83 | -83 |
| 投资收益 | 78 | 33 | 33 | 33 | 33 |
| 营业利润 | 4,967 | 4,173 | 4,611 | 5,212 | 5,955 |
| 营业外收支 | -19 | -16 | -16 | -16 | -16 |
| 利润总额 | 4,948 | 4,157 | 4,595 | 5,196 | 5,939 |
| 所得税费用 | 1,112 | 950 | 1,050 | 1,188 | 1,358 |
| 合并净利润 | 3,836 | 3,207 | 3,544 | 4,008 | 4,581 |
| 少数股东损益 | -4 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归母净利润 | 3,840 | 3,207 | 3,545 | 4,008 | 4,581 |
| EPS (元/股) | 3.29 | 2.75 | 3.04 | 3.43 | 3.93 |

现金流量表

单位:人民币百万元

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 经营活动现金流净额 | 4,617 | 3,743 | 5,267 | 5,073 | 5,452 |
| 合并净利润 | 3,836 | 3,207 | 3,544 | 4,008 | 4,581 |
| 折旧摊销 | 870 | 1,073 | 1,085 | 1,154 | 1,222 |
| 营运资金变动 | -4 | -630 | 383 | -347 | -612 |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资活动现金流净额 | -2,165 | -1,875 | 1,638 | -2,161 | -2,161 |
| 资本性开支 | -1,664 | -2,670 | -1,868 | -1,868 | -1,868 |
| 投资 | -626 | 788 | 7 | 0 | 0 |
| 其他 | 124 | 7 | 3,499 | -293 | -293 |
| 融资活动现金流净额 | -1,937 | -2,189 | -1,877 | -3,319 | -3,728 |
| 股本融资 | 8 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 债权融资 | -451 | 1,782 | -109 | -200 | -180 |
| 股利分配与偿付利息 | -1,427 | -3,906 | -2,772 | -3,119 | -3,548 |
| 其他 | -67 | -65 | 1,004 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | 549 | -358 | 5,028 | -408 | -437 |
| 期初现金余额 | 1,835 | 2,384 | 2,026 | 7,053 | 6,646 |
| 期末现金余额 | 2,384 | 2,026 | 7,053 | 6,646 | 6,209 |

主要财务比率

| | 2024A | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|-------------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入增长率 | 19.4% | 4.1% | 4.0% | 7.1% | 8.7% |
| 营业利润增长率 | 22.5% | -16.0% | 10.5% | 13.0% | 14.3% |
| 归母净利润增长率 | 20.0% | -16.5% | 10.5% | 13.1% | 14.3% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.8% | 21.9% | 23.2% | 24.2% | 25.2% |
| 净利率 | 16.0% | 12.8% | 13.6% | 14.4% | 15.1% |
| ROE | 22.0% | 19.7% | 19.6% | 21.0% | 22.7% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 23.4% | 27.6% | 27.9% | 27.1% | 26.0% |
| 有息负债率 | 1.3% | 9.1% | 8.0% | 6.9% | 5.9% |
| 流动比率 | 3.1 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.3 |
| 利息保障倍数 | 116.3 | 58.9 | 61.0 | 72.9 | 91.9 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 | 5.9 |
| 存货周转率 | 5.6 | 6.8 | 6.8 | 6.8 | 6.8 |
| 应付账款周转率 | 7.3 | 8.9 | 8.9 | 8.9 | 8.9 |
| 每股指标 | | | | | |
| 每股收益 | 3.29 | 2.75 | 3.04 | 3.43 | 3.93 |
| 每股净资产 | 14.94 | 13.92 | 15.51 | 16.33 | 17.27 |
| 每股经营现金流 | 3.96 | 3.21 | 4.51 | 4.35 | 4.67 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 23.9 | 18.3 | 14.0 | 12.4 | 10.8 |
| PB | 5.3 | 3.6 | 2.7 | 2.6 | 2.5 |
| EV/EBITDA | 15.0 | 10.2 | 7.6 | 6.9 | 6.1 |

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
 左 琴 琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
 董 建 芳：高级分析师，对外经济贸易大学金融硕士，2023 年进入广发证券发展研究中心。
 钟 泽 宇：高级分析师，约翰霍普金斯大学金融硕士，2026 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
 增持： 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
 持有： 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出： 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

| | 广州市 | 深圳市 | 北京市 | 上海市 | 香港 |
|------|---------------------------------|-----------------------------------|-----------------------------|--------------------------------------|---------------------------|
| 地址 | 广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼 | 深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层 | 北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层 | 上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼 | 香港湾仔骆克道 81 号 广发大厦 27 楼 |
| 邮政编码 | 510627 | 518026 | 100045 | 200120 | - |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn | | | | |

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。