

# 华利集团 (300979.SZ)

## 降本增效正在推进，后续毛利率环比有望修复

**2026Q1 收入同比-19%/归母净利润同比-50%。**1) 2026Q1 公司收入为 43.1 亿元，同比-19%；归母净利润为 3.8 亿元，同比-50%；扣非归母净利润为 3.6 亿元，同比-52%。2) 量价拆分：2026Q1 销售运动鞋 0.43 亿双，同比下降 13%；销售单价预计同比下降 7%左右。3) 盈利质量方面，2026Q1 公司毛利率同比-5.0pct 至 17.9%（我们判断主要系：①老客户订单下滑，影响产能利用率；②较多新工厂仍处于产能爬坡阶段，拖累整体毛利率表现）；销售/管理/财务费用率同比分别 +0.1/+0.5/+1.1pct 至 0.4%/4.2%/0.6%；净利率同比-5.3pct 至 8.9%。

**新客户订单快速增长，老客户订单短期谨慎。**公司推进客户结构适度多元化，目前主要客户包括 Nike、Adidas、Converse、Vans、UGG、HOKA、On、New Balance 等，2025 年前五大客户销售分别为 65.6/51.3/25.4/21.9/17.1 亿元，占比分别为 26%/21%/10%/9%/7%（合计占比从 2024 年的 79%下降至 73%）。我们根据经营趋势判断老客户订单下滑，但新客户订单量同比快速增长（如 Adidas 订单持续快速释放，其三地专属工厂均量产出货）。考虑当前国际市场趋势，我们判断目前老客户下单意愿仍相对谨慎，建议关注后续动态变化。

**降本增效有序推进，毛利率后续预计环比改善。**1) 公司过去坚定投入产能扩张，以满足中长期订单需求。2024 年内公司新投产工厂 4 家（越南 3 家+印尼 1 家）；2025 年持续新投产工厂，在中国四川省、印尼均有新工厂投产，未来 3~5 年预计主要在印尼陆续建设新工厂。2025 年总产能/总产量分别 2.48/2.27 亿双，同比分别 +8.3/+2.6%，产能利用率 91.6%。2) 短期订单不及预期影响公司毛利率（2026Q1 公司毛利率同比-5.0pct 至 17.9%），公司积极协调新客户、新工厂的开发资源和产能配置，目前降本增效措施正有序推进，同时伴随着新工厂运营逐步成熟，我们判断有望带动后续毛利率水平环比修复。

**存货周转放缓，我们判断系部分发货延迟，后续预计改善。**1) 2026Q1 末存货同比-0.9%至 36.4 亿元，2026Q1 公司存货周转天数+8.7 天至 82.8 天，考虑客户下单意愿情况保守，我们判断 2026Q1 部分产品发货或有延迟。2) 现金流管理良好，2026Q1 经营性现金流量净额 5.0 亿元，约为同期归母净利润的 1.3 倍。

**2026 年收入端预计平稳为主。**展望 2026 年，我们根据基数及经营趋势判断年内公司经营情况有望逐季改善，综合来看，预计 2026 年公司收入同比持平左右/归母净利润同比承压，期待后续盈利质量修复。

**投资建议。**公司是全球领先的运动鞋制造商，持续拓展优质客户。我们根据近期订单及业绩趋势调整盈利预测，预计公司 2026~2028 年归母净利润分别为 28.7/33.6/38.5 亿元，对应 2026 年 PE 为 15.5 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能扩张不及预期风险；终端消费环境波动风险；行业竞争加剧风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万元)	24,006	24,980	25,036	27,772	30,728
增长率 yoy (%)	19.4	4.1	0.2	10.9	10.6
归母净利润 (百万元)	3,840	3,207	2,867	3,359	3,852
增长率 yoy (%)	20.0	-16.5	-10.6	17.2	14.7
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.29	2.75	2.46	2.88	3.30
净资产收益率 (%)	22.0	19.7	16.9	18.5	19.7
P/E (倍)	11.6	13.9	15.5	13.3	11.6
P/B (倍)	2.6	2.7	2.6	2.5	2.3

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

### 买入 (维持)

#### 股票信息

行业	纺织制造
前次评级	买入
04 月 29 日收盘价 (元)	38.15
总市值 (百万元)	44,521.05
总股本 (百万股)	1,167.00
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量 (百万股)	1.79

#### 股价走势



#### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号:	S0680520070003
邮箱:	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号:	S0680523080004
邮箱:	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号:	S0680524060004
邮箱:	wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《华利集团 (300979.SZ): 2025 年新客户放量，期待 2026 年净利率拐点》 2026-04-10
- 《华利集团 (300979.SZ): 2025 年分红具备吸引力，期待后续利润率修复》 2026-03-11
- 《华利集团 (300979.SZ): 2025Q3 毛利率环比改善，印尼基地扩张持续推进》 2025-10-30

**财务报表和主要财务比率**
**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	13518	14239	15293
现金	5588	5818	4362	4214	4348
应收票据及应收账款	4378	4043	4660	5169	5719
其他应收款	67	155	155	172	190
预付账款	89	60	81	89	97
存货	3121	2878	3236	3442	3666
其他流动资产	2147	917	1024	1154	1272
<b>非流动资产</b>	7375	8565	9325	9674	9906
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4738	5812	6552	6990	7276
无形资产	671	765	842	912	975
其他非流动资产	1967	1987	1932	1772	1655
<b>资产总计</b>	22765	22437	22843	23913	25199
<b>流动负债</b>	4935	5920	5589	5533	5498
短期借款	288	2044	1599	1153	708
应付票据及应付账款	2410	2191	2266	2492	2730
其他流动负债	2238	1686	1724	1888	2060
<b>非流动负债</b>	386	266	252	203	176
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	386	266	252	203	176
<b>负债合计</b>	5321	6186	5842	5736	5674
少数股东权益	11	11	11	11	11
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	11018	10373	11354	12530	13878
归属母公司股东权益	17432	16239	16990	18166	19514
<b>负债和股东权益</b>	22765	22437	22843	23913	25199

**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	3083	4266	4927
净利润	3836	3207	2867	3359	3852
折旧摊销	870	1073	1312	1471	1584
财务费用	-83	-25	0	0	0
投资损失	-78	-33	-72	-83	0
营运资金变动	-4	-630	-1111	-610	-638
其他经营现金流	75	153	87	129	129
<b>投资活动现金流</b>	-2165	-1875	-1964	-1737	-1816
资本支出	-1664	-2670	-1713	-1563	-1563
长期投资	-670	695	-4	7	1
其他投资现金流	168	100	-248	-180	-255
<b>筹资活动现金流</b>	-1937	-2189	-2551	-2678	-2977
短期借款	-445	1756	-445	-445	-445
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-1492	-3945	-2106	-2233	-2532
<b>现金净增加额</b>	549	-358	-1456	-148	134

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	24006	24980	25036	27772	30728
营业成本	17572	19513	20187	22198	24316
营业税金及附加	4	6	6	7	8
营业费用	76	66	91	101	112
管理费用	1074	704	706	755	805
研发费用	375	414	415	460	509
财务费用	-84	-58	-140	-148	-144
资产减值损失	-113	-124	-129	-129	-129
其他收益	6	3	2	2	0
公允价值变动收益	10	-83	0	0	0
投资净收益	78	33	72	83	0
资产处置收益	1	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	4967	4173	3716	4354	4994
营业外收入	2	12	0	0	0
营业外支出	21	28	0	0	0
<b>利润总额</b>	4948	4157	3716	4354	4994
所得税	1112	950	849	995	1142
<b>净利润</b>	3836	3207	2867	3359	3852
少数股东损益	-4	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	3840	3207	2867	3359	3852
EBITDA	5663	5230	4888	5678	6435
EPS (元/股)	3.29	2.75	2.46	2.88	3.30

**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	0.2	10.9	10.6
营业利润(%)	22.5	-16.0	-10.9	17.2	14.7
归属母公司净利润(%)	20.0	-16.5	-10.6	17.2	14.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	26.8	21.9	19.4	20.1	20.9
净利率(%)	16.0	12.8	11.4	12.1	12.5
ROE(%)	22.0	19.7	16.9	18.5	19.7
ROIC(%)	20.7	17.4	14.7	16.7	18.4
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	23.4	27.6	25.6	24.0	22.5
净负债比率(%)	-29.0	-22.3	-15.4	-16.3	-18.3
流动比率	3.1	2.3	2.4	2.6	2.8
速动比率	2.4	1.8	1.7	1.8	1.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.2	1.3
应收账款周转率	5.9	5.9	5.8	5.7	5.6
应付账款周转率	8.4	8.5	9.1	9.3	9.3
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.29	2.75	2.46	2.88	3.30
每股经营现金流(最新摊薄)	3.96	3.21	2.64	3.66	4.22
每股净资产(最新摊薄)	14.94	13.92	14.56	15.57	16.72
<b>估值比率</b>					
P/E	11.6	13.9	15.5	13.3	11.6
P/B	2.6	2.7	2.6	2.5	2.3
EV/EBITDA	15.3	10.5	8.6	7.3	6.4

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 29 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com