

华利集团 (300979.SZ)

一季度订单延迟及新厂爬坡拖累业绩，毛利率有望逐季回升

核心观点

订单延迟及新厂爬坡拖累业绩，收入利润双位数下滑。2026年第一季度公司实现营业收入43.15亿元，同比下滑19.4%，美金口径收入大约下滑16.8%，主因地缘政治及关税政策不确定影响下，部分客户延迟下单和发货。归母净利润3.84亿元，同比下滑49.6%。毛利率同比下滑5.0个百分点至17.9%，主要受订单减少导致产能利用率不足、新工厂产能爬坡、人员降幅低于产能降幅影响。期间费用方面，财务费用率上升1.1个百分点，主因汇率变动产生汇兑损失。在毛利率承压及财务费用增加影响下，营业利润率同比下降7.2个百分点至10.4%，归母净利率同比下降5.3个百分点至8.9%。

主受客户订单延迟影响，销量与均价均有下滑。拆分量价来看，一季度销售运动鞋0.43亿双，同比下降13.0%；ASP约100.4元人民币，同比下降约7.3%，美金口径ASP-4.3%，主要受部分高售价产品订单延迟以及冬季靴子类高均价产品订单减少影响。

展望二季度后有望收入改善、利润率回升。预计一季度延迟的订单大部分将在二季度补齐，二季度营收规模有望回升。若订单量回升，单位成本有下降空间，二季度毛利率预计环比修复。同时伴随产能利用率恢复、新厂产能爬坡、人员数量与产能更加匹配，下半年毛利率有望进一步改善。公司长期增长逻辑不变，2027年随着新工厂效率达标，业绩将进入明显提升阶段。

风险提示：产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

投资建议：看好公司的经营韧性，二季度后业绩增长有望提速。2026年一季度，受外部环境不确定性及客户订单谨慎和延迟发货影响，公司订单量价和收入均出现下滑。同时，较多新工厂仍处于产效爬坡阶段，对整体毛利率造成拖累，导致短期业绩承压。展望未来，随着延迟订单发货、新产能爬坡逐步完成、产能利用率提升，销量和利润率有望环比改善；2027年伴随新工厂产效达标、利润率有较大修复弹性。基于地缘冲突影响所带来的需求和成本压力，我们主要下调2026年盈利预测，预计公司2026~2028年净利润分别为29.9/38.7/43.5亿元（前值为33.4/38.7/43.9亿元），同比-6.8%/+29.6%/+12.4%。基于盈利预测下调，下调目标价至49.8~53.1元（前值为54.5~58.1元），对应2027年15~16x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	24,581	27,066	28,973
(+/-%)	19.4%	4.1%	-1.6%	10.1%	7.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2989	3873	4353
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-6.8%	29.6%	12.4%
每股收益(元)	3.29	2.75	2.56	3.32	3.73
EBIT Margin	20.6%	17.2%	16.2%	19.0%	19.9%
净资产收益率(ROE)	22.0%	19.7%	17.1%	20.4%	21.0%
市盈率(PE)	12.6	15.1	16.2	12.5	11.1
EV/EBITDA	9.6	10.7	11.8	9.3	8.2
市净率(PB)	2.77	2.98	2.77	2.55	2.33

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·纺织制造

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	49.80 - 53.10元
收盘价	41.43元
总市值/流通市值	48349/48348百万元
52周最高价/最低价	64.36/41.28元
近3个月日均成交额	90.56百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《华利集团(300979.SZ)-全年收入增长4%，新客户拓展成效显著》——2026-04-14
- 《华利集团(300979.SZ)-2025年收入增长4%，分红率进一步提升至76%》——2026-03-11
- 《华利集团(300979.SZ)-三季度收入增速放缓，毛利率环比改善拐点已现》——2025-10-30
- 《华利集团(300979.SZ)-新客户与欧洲市场驱动收入增长，盈利短期承压》——2025-08-25
- 《华利集团(300979.SZ)-上半年收入增长10%，盈利受老客订单波动及新厂产能爬坡影响承压》——2025-08-11

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



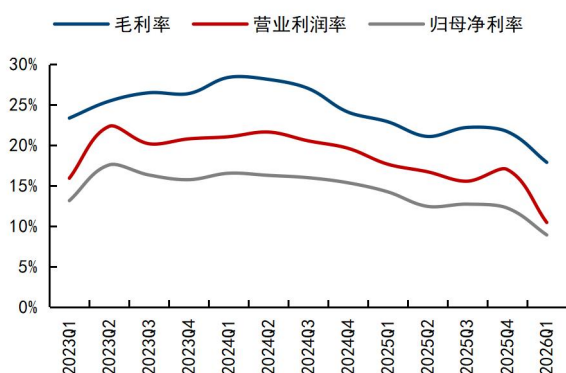
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



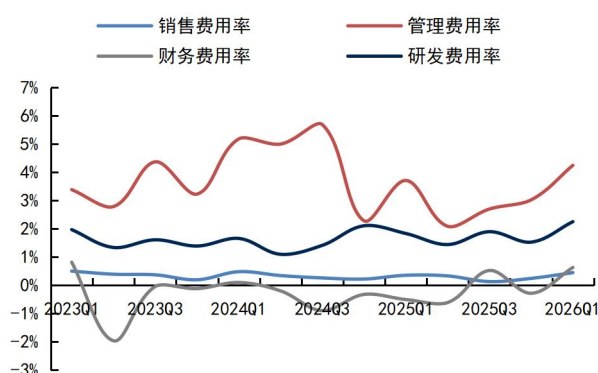
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司毛利率/营业利润率/净利率



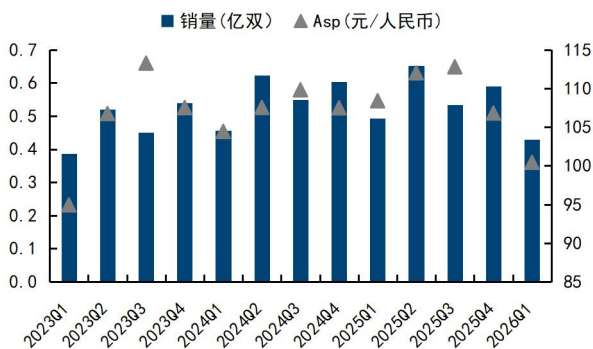
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司期间费用率



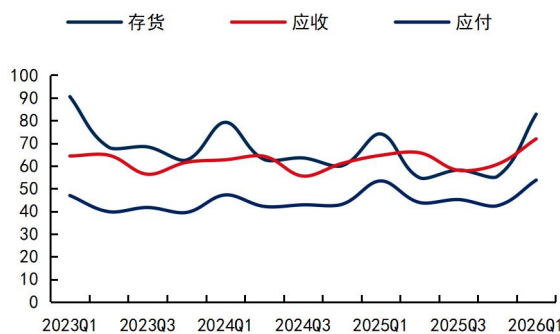
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司产品销量及单价



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：华利集团业绩拆分一图概览

	2023	2024	2025	2025Q1	2025Q2	2025Q3	2025Q4	2026Q1
总收入(亿元)	201.14	240.06	249.80	53.53	73.08	60.19	63.01	43.15
分量价								
销量(百万双)	190.11	223.43	226.99	49.39	65.24	53.37	58.99	42.96
单价(人民币口径)	105.61	107.23	109.84	108.39	112.01	112.78	106.81	100.44
总收入YOY	-2.2%	19.4%	4.1%	12.3%	9.0%	-0.3%	-3.0%	-19.4%
分量价								
销量	-13.9%	17.5%	1.6%	8.2%	4.6%	-3.0%	-2.4%	-13.0%
单价	13.6%	1.5%	2.4%	3.8%	4.2%	2.7%	-0.6%	-7.3%
毛利率	25.6%	26.8%	21.9%	22.9%	21.1%	22.2%	21.7%	17.9%
费用率	4.9%	6.0%	4.5%	5.4%	3.2%	5.2%	4.5%	7.6%
销售费用	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%	0.3%	0.1%	0.2%	0.4%
管理费用	3.4%	4.5%	2.8%	3.7%	2.1%	2.7%	3.0%	4.2%
研发费用	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%	1.4%	1.9%	1.5%	2.3%
财务费用	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.5%	-0.6%	0.5%	-0.3%	0.6%
经营利润	40.56	49.67	41.73	9.45	12.21	9.36	10.71	4.51
比率	20.2%	20.7%	16.7%	17.6%	16.7%	15.5%	17.0%	10.4%
营业外收支	-0.20	-0.19	-0.16	-0.03	-0.10	-0.04	0.01	-0.05
比率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	-0.1%
利润总额	40.36	49.48	41.57	9.41	12.12	9.32	10.72	4.46
比率	20.1%	20.6%	16.6%	17.6%	16.6%	15.5%	17.0%	10.3%
所得税	8.36	11.12	9.50	1.78	3.04	1.66	2.32	0.61
所得税率	20.7%	22.5%	22.9%	18.9%	25.1%	17.8%	21.6%	13.7%
净利润	32.00	38.40	32.07	7.62	9.09	7.65	7.71	3.84
比率	15.9%	16.0%	12.8%	14.2%	12.4%	12.7%	12.2%	8.9%
YoY	-0.9%	20.0%	-16.5%	-3.2%	-16.7%	-20.7%	-22.7%	-49.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：看好公司的经营韧性，二季度后业绩增长有望提速

2026年一季度，受外部环境不确定性及客户订单谨慎和延迟发货影响，公司订单量价和收入均出现下滑。同时，较多新工厂仍处于产效爬坡阶段，对整体毛利率造成拖累，导致短期业绩承压。展望未来，随着延迟订单发货、新产能爬坡逐步完成、产能利用率提升，销量和利润率有望环比改善；2027年伴随新工厂产效达标、利润率有较大修复弹性。

基于地缘冲突影响所带来的需求和成本压力，我们主要下调2026年盈利预测，预计公司2026~2028年净利润分别为29.9/38.7/43.5亿元（前值为33.4/38.7/43.9亿元），同比-6.8%/+29.6%/+12.4%。基于盈利预测下调，下调目标价至49.8~53.1元（前值为54.5~58.1元），对应2027年15-16x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	24,581	27,066	28,973
(+/-%)	19.4%	4.1%	-1.6%	10.1%	7.0%
净利润(百万元)	3840	3207	2989	3873	4353
(+/-%)	20.0%	-16.5%	-6.8%	29.6%	12.4%
每股收益(元)	3.29	2.75	2.56	3.32	3.73
EBITMargin	20.6%	17.2%	16.2%	19.0%	19.9%
净资产收益率(ROE)	22.0%	19.7%	17.1%	20.4%	21.0%
市盈率(PE)	12.6	15.1	16.2	12.5	11.1
EV/EBITDA	9.6	10.7	11.8	9.3	8.2
市净率(PB)	2.77	2.98	2.77	2.55	2.33

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值情况

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS			PE			g	PEG	总市值
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025~2027	2026	人民币亿元
300979.SZ	华利集团	优于大市	41.43	2.75	2.56	3.32	12.6	15.1	16.2	12.5	9.9%	1.635
可比公司												
300979.SZ	申洲国际	优于大市	44.66	3.88	3.95	4.48	10.8	11.5	11.3	10.0	7.5%	1.509
1476.TW	儒鸿	无评级	80.39	6.51	7.38	8.55	13.8	12.3	10.9	9.4	14.6%	0.746
NKE.N	耐克	无评级	326.67	15.67	11.47	17.01	12.1	20.8	28.5	19.2	4.2%	6.775

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

注: 无评级公司盈利预测来自 Bloomberg 一致预期

风险提示

产能扩张不及预期、下游品牌销售疲软、国际政治经济风险。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	5588	5818	5818	5818	5818	营业收入	24006	24980	24581	27066	28973
应收款项	4445	4198	4435	4814	5083	营业成本	17572	19513	19368	20572	21753
存货净额	3121	2878	3290	3372	3457	营业税金及附加	4	6	6	7	7
其他流动资产	460	583	500	567	624	销售费用	76	66	65	72	77
流动资产合计	15389	13871	14437	14966	15377	管理费用	1074	704	775	851	909
固定资产	5495	6627	8382	9958	11352	研发费用	375	414	407	448	480
无形资产及其他	671	765	736	706	677	财务费用	(84)	(58)	(57)	(63)	(68)
投资性房地产	1210	1173	1173	1173	1173	投资收益	78	33	33	36	38
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值及公允价值变动	(143)	(208)	(195)	(215)	(230)
资产总计	22765	22437	24728	26803	28578	其他收入	42	13	33	33	34
短期借款及交易性金融负债	333	2100	2604	2867	2872	营业利润	4967	4173	3887	5034	5658
应付款项	2410	2191	2389	2539	2579	营业外净收支	(19)	(16)	(16)	(17)	(19)
其他流动负债	2193	1630	2013	2115	2092	利润总额	4948	4157	3872	5017	5639
流动负债合计	4935	5920	7007	7521	7544	所得税费用	1112	950	883	1144	1286
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	(4)	(0)	(0)	(0)	(0)
其他长期负债	386	266	276	287	299	归属于母公司净利润	3840	3207	2989	3873	4353
长期负债合计	386	266	276	287	299	现金流量表 (百万元)					
负债合计	5321	6186	7283	7808	7843	净利润	3840	3207	2989	3873	4353
少数股东权益	11	11	11	11	11	资产减值准备	(37)	12	45	26	28
股东权益	17432	16239	17435	18984	20725	折旧摊销	641	771	725	904	1069
负债和股东权益总计	22765	22437	24728	26803	28578	公允价值变动损失	143	208	195	215	230
关键财务与估值指标						财务费用	(84)	(58)	(57)	(63)	(68)
每股收益	3.29	2.75	2.56	3.32	3.73	营运资本变动	49	(487)	71	(239)	(355)
每股红利	1.22	3.35	1.54	1.99	2.24	其它	35	(12)	(45)	(26)	(28)
每股净资产	14.94	13.92	14.94	16.27	17.76	经营活动现金流	4671	3698	3979	4752	5297
ROIC	28%	21%	18%	21%	22%	资本开支	0	(1677)	(2691)	(2691)	(2691)
ROE	22%	20%	17%	20%	21%	其它投资现金流	567	1381	0	0	0
毛利率	27%	22%	21%	24%	25%	投资活动现金流	567	(296)	(2691)	(2691)	(2691)
EBIT Margin	21%	17%	16%	19%	20%	权益性融资	35	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	20%	19%	22%	24%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	19%	4%	-2%	10%	7%	支付股利、利息	(1427)	(3906)	(1793)	(2324)	(2612)
净利润增长率	20%	-17%	-7%	30%	12%	其它融资现金流	(709)	4640	504	262	6
资产负债率	23%	28%	29%	29%	27%	融资活动现金流	(3529)	(3173)	(1289)	(2061)	(2606)
息率	3.0%	8.1%	3.7%	4.8%	5.4%	现金净变动	1709	230	0	0	0
P/E	12.6	15.1	16.2	12.5	11.1	货币资金的期初余额	3879	5588	5818	5818	5818
P/B	2.8	3.0	2.8	2.5	2.3	货币资金的期末余额	5588	5818	5818	5818	5818
EV/EBITDA	9.6	10.7	11.8	9.3	8.2	企业自由现金流	0	1927	1185	1947	2484
						权益自由现金流	0	6568	1765	2200	2466

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032