

华利集团 (300979.SZ) 短期业绩扰动不改韧性，全球化产能布局蓄力成长

2026年05月06日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

郭彬（分析师）

吕明（分析师）

guobin@kysec.cn

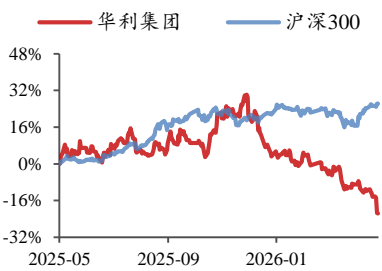
lvming@kysec.cn

证书编号：S0790525090002

证书编号：S0790520030002

日期	2026/4/30
当前股价(元)	38.13
一年最高最低(元)	64.36/37.80
总市值(亿元)	444.98
流通市值(亿元)	444.97
总股本(亿股)	11.67
流通股本(亿股)	11.67
近3个月换手率(%)	8.48

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

● 核心业绩短期阶段性承压，经营基本面韧性充足，维持“买入”评级

2026Q1 公司实现营收 43.15 亿元，同比下滑 19.4%；归母净利润 3.84 亿元，同比下滑 49.6%；净利率 8.9%，同比回落 5.3pct，毛利率 17.9%，同比回落 5pct。经营端运动鞋销量 0.43 亿双，同比下滑 13.0%，产品均价同比回落 19.4%，系外部订单节奏错位、均价阶段性调整所致，并非核心需求基本面恶化。2026Q1 业绩波动主要源于：全球经营环境复杂叠加 2025 年同期高基数；部分客户延迟下单发货，延迟出货量占当季出货中个位数比例；订单低迷拉低产能利用率，推高摊薄后的成本费用，2025 年新建工厂仍处爬坡亏损阶段；高单价订单延后、暖冬拖累均价，叠加汇兑损失增加财务费用，以上均为阶段性现象。公司后续业绩修复确定性较强，2026Q1 延迟订单将在 2026Q2 集中补齐，带动营收环比改善、毛利率边际修复；中长期来看，新建工厂逐步盈亏平衡、2027 年产能效率全面释放，叠加存量工厂产能投放，公司业绩具备稳步抬升空间。本次盈利预测下调，核心源于 2025 年公司业绩未达此前预测原值，叠加 2026Q1 业绩弱开局、外部不确定性影响，我们下调公司 2026-2027 年归母净利润至 31.06/37.08 亿元（原值 47.61/55.07 亿元），我们新增预计 2028 年归母净利润 41.11 亿元，当前股价对应 PE 分别为 14.3/12.0/10.8 倍，本次调整为阶段性修正，公司核心基本面未发生实质性恶化，龙头壁垒稳固、长期成长逻辑不变，维持“买入”评级。

● 核心客户合作根基稳固，昂跑逆势高增亮眼，品牌梯队持续优化向好

公司核心客户合作底盘坚实，整体合作关系保持稳定，仅 2026Q1 受宏观环境影响出现短期排名与订单节奏微调。2026Q1 客户耐克合作基本盘稳固，仅旗下匡威订单阶段性走弱；高成长品牌昂跑表现亮眼，逆势实现高增并短暂跻身前五客户行列，HOKA 虽短期未达预期，但全年增长势能依旧充足。安踏系品牌订单短期小幅承压，后续有望逐步修复；客户格局仅阿迪新晋入前五、NB 短暂出列，其余核心客户排名保持稳定，整体客户结构未发生实质性弱化。2026Q1 区域维度仅欧洲受中东地缘扰动，发货延迟相对偏高，且延迟发货整体占比有限，并非全局性业务走弱。同时新客户全年出货目标维持不变，2026Q1 短期缺口后续将有序补齐，叠加美元计价营收跌幅小于人民币口径，一定程度对冲了短期业绩波动，品牌及客户结构持续向高景气、高成长品类优化，长期业务含金量稳步提升。

● 全球产能布局稳步落地，新工厂爬坡有序推进，中长期产能红利可期

公司全球化产能扩张按既定战略稳步推进，属短期投入承压、中长期收获红利的良性扩张节奏。产能端，2025 年投产的 5 家新工厂处于正常爬坡周期，短期亏损为阶段性常态，国内新工厂预计 2026Q2 即可实现盈亏平衡，印尼工厂虽修复周期稍长，但 5 家新工厂整体将于 2026 年下半年陆续扭亏为盈，2027 年效率全面释放后将显著抬升盈利水平。2026 年产能规划清晰理性：昂跑配套新工厂如期启动建设，越南亚瑟士配套工厂即将竣工投产，全年越南无新增建厂；UGG 印尼、印度工厂建设计划不受短期天气及需求波动影响，长期布局定力十足。成本端，虽类石化原材料有涨价预期，但在公司成本占比偏低，整体冲击可控；随着后续订单回暖、产能利用率提升，叠加新工厂效率释放与全球产能布局完善，公司成本管控能力、订单承接能力及盈利中枢均有望稳步上台阶。

● 风险提示：终端需求不及预期、产能运营与爬坡不及预期、汇率波动等风险

财务摘要和估值指标

指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	24,006	24,980	26,012	28,698	31,755
YOY(%)	19.4	4.1	4.1	10.3	10.7
归母净利润(百万元)	3,840	3,207	3,106	3,708	4,111
YOY(%)	20.0	-16.5	-3.2	19.4	10.9
毛利率(%)	26.8	21.9	20.2	21.2	21.1
净利率(%)	16.0	12.8	11.9	12.9	12.9
ROE(%)	22.0	19.7	16.0	16.1	15.1
EPS(摊薄/元)	3.29	2.75	2.66	3.18	3.52
P/E(倍)	11.6	13.9	14.3	12.0	10.8
P/B(倍)	2.6	2.7	2.3	1.9	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	15389	13871	15350	19115	23309
现金	5588	5818	10759	14490	17922
应收票据及应收账款	4378	4043	0	0	0
其他应收款	67	155	76	178	103
预付账款	89	60	95	77	113
存货	3121	2878	3504	3453	4255
其他流动资产	2147	917	917	917	917
非流动资产	7375	8565	7961	7892	7826
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	4738	5812	5475	5393	5302
无形资产	671	765	834	902	958
其他非流动资产	1967	1987	1653	1597	1566
资产总计	22765	22437	23312	27007	31136
流动负债	4935	5920	3691	3680	3699
短期借款	288	2044	2044	2044	2044
应付票据及应付账款	2410	2191	0	0	0
其他流动负债	2238	1686	1647	1636	1655
非流动负债	386	266	266	266	266
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	386	266	266	266	266
负债合计	5321	6186	3957	3946	3965
少数股东权益	11	11	10	9	7
股本	1167	1167	1167	1167	1167
资本公积	5704	5704	5704	5704	5704
留存收益	11018	10373	12259	14549	17144
归属母公司股东权益	17432	16239	19345	23053	27164
负债和股东权益	22765	22437	23312	27007	31136

现金流量表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	4617	3743	5209	4234	3922
净利润	3836	3207	3105	3707	4109
折旧摊销	817	1016	982	848	933
财务费用	-84	-58	-120	-241	-346
投资损失	-78	-33	-58	-55	-56
营运资金变动	-4	-630	1283	-50	-748
其他经营现金流	130	242	17	25	29
投资活动现金流	-2165	-1875	-332	-744	-836
资本支出	1700	2690	378	778	868
长期投资	-626	788	0	0	0
其他投资现金流	161	27	46	35	32
筹资活动现金流	-1937	-2189	64	241	346
短期借款	-445	1756	0	0	0
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	64	241	346
现金净增加额	549	-358	4941	3731	3432

利润表(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	24006	24980	26012	28698	31755
营业成本	17572	19513	20758	22628	25071
营业税金及附加	4	6	5	6	6
营业费用	76	66	85	90	97
管理费用	1074	704	941	1029	1151
研发费用	375	414	401	452	503
财务费用	-84	-58	-120	-241	-346
资产减值损失	-113	-124	0	0	0
其他收益	6	3	4	3	4
公允价值变动收益	10	-83	-14	-23	-27
投资净收益	78	33	58	55	56
资产处置收益	1	7	2	3	3
营业利润	4967	4173	3987	4767	5304
营业外收入	2	12	5	5	6
营业外支出	21	28	22	23	24
利润总额	4948	4157	3969	4749	5286
所得税	1112	950	864	1043	1177
净利润	3836	3207	3105	3707	4109
少数股东损益	-4	-0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	3840	3207	3106	3708	4111
EBITDA	5615	5122	4830	5346	5862
EPS(元)	3.29	2.75	2.66	3.18	3.52

主要财务比率	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入(%)	19.4	4.1	4.1	10.3	10.7
营业利润(%)	22.5	-16.0	-4.5	19.6	11.3
归属于母公司净利润(%)	20.0	-16.5	-3.2	19.4	10.9
获利能力					
毛利率(%)	26.8	21.9	20.2	21.2	21.1
净利率(%)	16.0	12.8	11.9	12.9	12.9
ROE(%)	22.0	19.7	16.0	16.1	15.1
ROIC(%)	20.7	17.1	14.0	13.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	23.4	27.6	17.0	14.6	12.7
净负债比率(%)	-29.2	-22.0	-44.3	-53.3	-57.9
流动比率	3.1	2.3	4.2	5.2	6.3
速动比率	2.4	1.8	3.0	4.1	5.0
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.9	5.9	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	8.4	8.5	19.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.29	2.75	2.66	3.18	3.52
每股经营现金流(最新摊薄)	3.96	3.21	4.46	3.63	3.36
每股净资产(最新摊薄)	14.94	13.92	16.58	19.75	23.28
估值比率					
P/E	11.6	13.9	14.3	12.0	10.8
P/B	2.6	2.7	2.3	1.9	1.6
EV/EBITDA	6.7	7.9	7.4	6.0	4.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本研究报告的署名人员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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，并对内容和观点负责。本报告清晰地反映了署名人员的研究观点，所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。本报告署名人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	我们预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	我们预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	我们预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	我们预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	我们预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	我们预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	我们预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数（北交所基准指数为北证 50 指数）、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动，过往的业绩表现不应作为其日后表现的预示。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。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口头承诺均为无效。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn