

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

华利集团 (300979.SZ)

投资评级

上次评级

姜文镔 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

华利集团：Q2 收入增速略有改善、利润依然承压，期待下半年回暖

2026 年 8 月 22 日

事件：2026H1 年公司实现收入 109.25 亿元（同比-13.71%），归母净利润 9.53 亿元（同比-42.98%），扣非归母净利润 8.37 亿元（同比-50.27%）。2026Q2 年公司实现收入 66.11 亿元（同比-9.54%），归母净利润 5.68 亿元（同比-37.44%），扣非归母净利润 4.75 亿元（同比-49.06%）。Q2 收入端增速有所改善，利润端仍然承压，主要压力包括品牌客户订单波动、新工厂产能爬坡及国际贸易政策不确定性等因素。

Q2 环比有所改善，期待下半年订单持续回暖。拆分量价来看，公司上半年销售运动鞋 1.04 亿双，同比-8.99%。Q2 单季销量约 0.61 亿双，同比约-7.58%，降幅比 Q1 有收窄。我们对于行业中长期的结构性增长前景依然看好，对中短期订单的恢复增长保持乐观，后续生产经营状况有望逐步改善。

毛利率阶段性承压，费用管控整体稳健。上半年公司整体毛利率 17.73%，同比下降约 4.1 个百分点，主要系订单波动导致产能利用率下降、较多新工厂仍处于爬坡阶段，以及为应对关税环境做出的价格调整。Q2 毛利率与 Q1 基本持平、仍处于阶段性低位。费用端，上半年销售费用率 0.29%（同比-0.05pct），管理费用率 3.37%（同比+0.59pct，主要系产能调整期管理成本相对刚性），研发费用率 1.86%（同比+0.25pct），财务费用率 0.63%（同比+1.20pct，主要系汇率变动导致汇兑损失增加）。上半年归母净利率 8.72%（同比-4.48pct）。

现金流与暂时承压，营运整体稳健。上半年经营活动现金流净额 5.07 亿元，同比-67.58%。存货余额 31.40 亿元，同比+7.17%，但整体库存结构健康。

客户结构持续优化。公司持续推进客户适度多元化战略，我们预计前五大客户收入占比预计进一步下降，新客户订单持续增加。虽然上半年部分核心客户受宏观环境影响订单有所波动，但公司与 Nike、Adidas、NewBalance、HOKA、On 等全球知名品牌的长期战略合作关系稳固，客户结构优化为业绩提供韧性。

全球化产能布局加速，静待爬坡完成后盈利修复。上半年公司总产能 1.13 亿双，产能利用率 90.30%（同比-5.48pct）。公司成品鞋工厂主要分布在越南，上半年印尼工厂产量达 439 万双，四川新工厂逐步投产，形成中国、越南、印尼三大产能区布局。多基地布局有助于分散地缘政治风险，提升供应链韧性，符合品牌商对制造商全球产能分散化的诉求。

盈利预测与估值：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 23.86/31.70/36.32 亿元，对应 PE 分别为 16.26/12.24/10.68 倍。

风险提示：国际贸易政策不确定性、消费需求持续疲软、新工厂爬坡进度不及预期、汇率波动风险、劳动力成本上升。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	24,006	24,980	23,706	26,029	28,242
增长率 YoY %	19.4%	4.1%	-5.1%	9.8%	8.5%
归属母公司净利润 (百万元)	3,840	3,207	2,386	3,170	3,632
增长率 YoY%	20.0%	-16.5%	-25.6%	32.9%	14.5%
毛利率%	26.8%	21.9%	19.0%	21.8%	22.5%
净资产收益率ROE%	22.0%	19.7%	16.1%	20.4%	22.1%
EPS(摊薄)(元)	3.29	2.75	2.04	2.72	3.11
市盈率 P/E(倍)	10.10	12.10	16.26	12.24	10.68
市净率 P/B(倍)	2.23	2.39	2.63	2.50	2.36

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 8 月 21 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	15,389	13,871	12,755	14,137	15,125	
货币资金	5,588	5,818	4,437	5,219	5,572	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	4,378	4,043	4,302	4,712	5,099	
预付账款	89	60	67	71	77	
存货	3,121	2,878	2,780	2,833	2,943	
其他	2,213	1,072	1,169	1,301	1,434	
非流动资产	7,375	8,565	8,137	7,769	7,447	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	4,738	5,812	5,686	5,337	4,931	
无形资产	671	765	737	709	680	
其他	1,967	1,987	1,715	1,724	1,836	
资产总计	22,765	22,437	20,893	21,906	22,571	
流动负债	4,935	5,920	5,843	6,097	5,893	
短期借款	288	2,044	2,604	2,104	1,604	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	2,410	2,191	2,134	2,262	2,432	
其他	2,238	1,686	1,106	1,732	1,857	
非流动负债	386	266	265	265	265	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	386	266	265	265	265	
负债合计	5,321	6,186	6,109	6,363	6,158	
少数股东权益	11	11	10	8	6	
归属母公司股东权益	17,432	16,239	14,774	15,535	16,407	
负债和股东权益	22,765	22,437	20,893	21,906	22,571	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	24,006	24,980	23,706	26,029	28,242	
同比(%)	19.4%	4.1%	-5.1%	9.8%	8.5%	
归属母公司净利润	3,840	3,207	2,386	3,170	3,632	
同比(%)	20.0%	-16.5%	-25.6%	32.9%	14.5%	
毛利率(%)	26.8%	21.9%	19.0%	21.8%	22.5%	
ROE%	22.0%	19.7%	16.1%	20.4%	22.1%	
EPS(摊薄)(元)	3.29	2.75	2.04	2.72	3.11	
P/E	10.10	12.10	16.26	12.24	10.68	
P/B	2.23	2.39	2.63	2.50	2.36	
EV/EBITDA	15.31	10.51	9.09	6.95	6.08	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	24,006	24,980	23,706	26,029	28,242	
营业成本	17,572	19,513	19,202	20,355	21,887	
营业税金及附加	4	6	4	7	10	
销售费用	76	66	75	82	89	
管理费用	1,074	704	999	1,093	1,186	
研发费用	375	414	369	404	437	
财务费用	-84	-58	-42	-19	-49	
减值损失合计	-119	-122	-100	-120	-120	
投资净收益	78	33	73	78	82	
其他	18	-74	5	5	4	
营业利润	4,967	4,173	3,077	4,070	4,647	
营业外收支	-19	-16	-19	-18	-18	
利润总额	4,948	4,157	3,059	4,052	4,629	
所得税	1,112	950	674	884	999	
净利润	3,836	3,207	2,385	3,168	3,630	
少数股东损益	-4	0	-1	-2	-2	
归属母公司净利润	3,840	3,207	2,386	3,170	3,632	
EBITDA	5,663	5,230	4,080	5,151	5,753	
EPS(当年)(元)	3.29	2.75	2.04	2.72	3.11	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	4,617	3,743	3,128	4,137	4,577	
净利润	3,836	3,207	2,385	3,168	3,630	
折旧摊销	870	1,073	1,063	1,118	1,172	
财务费用	-83	-25	113	99	79	
投资损失	-78	-33	-73	-78	-82	
营运资金变动	-4	-630	-439	-309	-359	
其它	75	153	80	138	138	
投资活动现金流	-2,165	-1,875	-642	-790	-886	
资本支出	-1,664	-2,670	-449	-548	-648	
长期投资	-670	695	-120	-120	-120	
其他	168	100	-73	-122	-118	
筹资活动现金流	-1,937	-2,189	-2,617	-3,008	-3,339	
吸收投资	8	0	-3	0	0	
借款	-445	1,756	-200	-500	-500	
支付利息或股息	-1,427	-3,906	-1,926	-2,508	-2,839	
现金流净增加额	549	-358	-175	338	353	

研究团队简介

姜文镹，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。