

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：营收增长显韧性，利润承压主因新厂爬坡

2026年3月11日

事件：公司发布 2025 年度业绩快报，全年实现营业总收入 249.80 亿元（同比+4.06%），归母净利润 32.07 亿元（同比-16.50%），扣非归母净利润 32.57 亿元（同比-13.87%）。全年销量 2.27 亿双（同比+1.59%）。单 Q4 营收约 63 亿元（同比-3%），归母净利润 7.71 亿元（同比-22.66%），扣非归母净利润 7.57 亿元（同比-22.57%），销量 0.59 亿双（同比-1.67%）。分红方面，拟每股派现 1.1 元，合计派现 12.84 亿元，加上中期分红 11.67 亿元，全年分红率达 76%。

收入端稳健增长，新客户订单放量对冲老客户疲软，Q4 增速环比放缓。2025 年营收同比增长 4.06%，经营韧性凸显。公司持续推进新客户拓展，我们预计大客户耐克集团旗下 Converse 品牌订单有所压力，但 Adidas、On、New Balance 等客户订单大幅增长，成为收入主要驱动力。产能方面，印尼及越南新建工厂产能逐步爬坡，2025 上半年印尼工厂已出货约 199 万双，四川工厂亦量产出货，为收入增长提供保障。

利润端承压明显，主因新产能集中投产的爬坡成本。2025 年归母净利下滑 16.50%，Q4 下滑 22.66%，主要系毛利率短期承压。2024 年以来投产的 4 家工厂多数仍处爬坡阶段，其中 3 家已在 2025Q3 达成内部盈利目标；同时为配合新客户订单增长进行的产能调配阶段性拉低毛利率。费用端，财务费用受汇率波动影响（汇兑亏损增加）同比大幅上升，亦对利润形成压力。

全球化布局稳步推进，客户结构持续优化。公司加速全球化生产基地布局，2025 上半年在越南收购多家鞋面工厂完善供应链，印尼生产基地建设稳步推进，部分新厂已投产。客户结构持续优化，从传统强势运动品牌拓展至 On 高增长潜力品牌，形成分散且优质的客户矩阵。

展望 2026 年，产能爬坡与效率提升并行，利润率有望迎来修复。我们预计 2026 年净利润有望改善：2024 年以来投产的工厂利润率正逐步爬升，叠加客户产品结构优化及公司持续降本增效，利润率有望明显修复。订单层面，大客户虽仍处观望和库存消化期，但品牌产品策略积极，预计下半年有望恢复较好增长。

盈利预测：我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 32.07/38.52/43.46 亿元，对应 PE 为 17.49X、14.56X、12.90X。

风险提示：全球宏观经济波动致消费需求下滑；国际贸易政策不确定性及关税风险；新工厂产能爬坡不及预期；汇率大幅波动；原材料价格及人工成本上升。

重要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	24,006	24,980	27,478	29,951
增长率 YoY %	19.4%	4.1%	10.0%	9.0%
归属母公司净利润(百万元)	3,840	3,207	3,852	4,346
增长率 YoY%	20.0%	-16.5%	20.1%	12.8%
EPS(摊薄)	3.29	2.75	3.30	3.72
市盈率 P/E(倍)	14.60	17.49	14.56	12.90

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2026 年 3 月 11 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
流动资产	13,118	15,389	15,180	18,771	21,220	
货币资金	3,879	5,588	5,458	8,089	9,777	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	3,765	4,378	4,520	4,996	5,431	
预付账款	65	89	85	92	100	
存货	2,741	3,121	3,320	3,527	3,727	
其他	2,668	2,213	1,797	2,067	2,184	
非流动资产	6,329	7,375	7,257	6,539	5,693	
长期股权投资	0	0	0	0	0	
固定资产(合计)	3,814	4,738	4,909	4,403	3,731	
无形资产	557	671	613	555	496	
其他	1,957	1,967	1,735	1,581	1,466	
资产总计	19,447	22,765	22,437	25,310	26,913	
流动负债	4,169	4,935	5,843	7,794	8,357	
短期借款	733	288	1,288	1,288	1,288	
应付票据	0	0	5	0	2	
应付账款	1,793	2,410	2,137	2,330	2,529	
其他	1,643	2,238	2,413	4,177	4,538	
非流动负债	162	386	354	354	354	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	162	386	354	354	354	
负债合计	4,331	5,321	6,197	8,149	8,711	
少数股东权益	7	11	10	8	6	
归属母公司股东权益	15,109	17,432	16,229	17,153	18,196	
负债和股东权益	19,447	22,765	22,437	25,310	26,913	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	20,114	24,006	24,980	27,478	29,951	
同比(%)	-2.2%	19.4%	4.1%	10.0%	9.0%	
归属母公司净利润	3,200	3,840	3,207	3,852	4,346	
同比(%)	-0.9%	20.0%	-16.5%	20.1%	12.8%	
毛利率(%)	25.6%	26.8%	23.0%	23.7%	24.0%	
ROE%	21.2%	22.0%	19.8%	22.5%	23.9%	
EPS(摊薄)(元)	2.74	3.29	2.75	3.30	3.72	
P/E	17.52	14.60	17.49	14.56	12.90	
P/B	3.71	3.22	3.46	3.27	3.08	
EV/EBITDA	12.18	15.31	10.32	8.50	7.47	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
营业总收入	20,114	24,006	24,980	27,478	29,951	
营业成本	14,967	17,572	19,235	20,966	22,763	
营业税金及附加	5	4	4	5	8	
销售费用	70	76	79	87	94	
管理费用	689	1,074	987	1,158	1,222	
研发费用	309	375	387	427	465	
财务费用	-89	-84	-127	-131	-199	
减值损失合计	-150	-113	-125	-100	-120	
投资净收益	52	78	73	85	90	
其他	-9	11	-191	6	5	
营业利润	4,056	4,967	4,173	4,957	5,573	
营业外收支	-20	-19	-18	-19	-18	
利润总额	4,036	4,948	4,157	4,938	5,554	
所得税	836	1,112	897	1,088	1,211	
净利润	3,200	3,836	3,259	3,850	4,343	
少数股东损益	0	-4	-1	-2	-3	
归属母公司净利润	3,200	3,840	3,207	3,852	4,346	
EBITDA	4,798	5,663	5,054	5,825	6,401	
EPS(当年)(元)	2.74	3.29	2.75	3.30	3.72	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	
经营活动现金流	3,694	4,617	4,058	5,494	5,181	
净利润	3,200	3,836	3,259	3,850	4,343	
折旧摊销	877	870	1,024	1,018	1,046	
财务费用	-76	-83	41	61	61	
投资损失	-52	-78	-73	-85	-90	
营运资金变动	-450	-4	-254	530	-317	
其它	195	75	60	119	138	
投资活动现金流	-1,821	-2,165	-311	-234	-129	
资本支出	-1,152	-1,664	-918	-319	-218	
长期投资	-783	-670	500	0	0	
其他	114	168	107	85	90	
筹资活动现金流	-1,963	-1,937	-1,923	-2,989	-3,364	
吸收投资	7	8	-3	0	0	
借款	50	-445	1,000	0	0	
支付利息或股息	-1,463	-1,427	-2,478	-2,989	-3,364	
现金流净增加额	-63	549	1,806	2,271	1,689	

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。