# Q3 毛利率、净利率环比改善，静候行业环境回暖

## ——华利集团（300979）点评报告

**增持**(维持)

2026 年 10 月 29 日

**投资要点:**

**单季收入、利润逐季改善。**公司 10 月 28 日晚间发布 2026 年三季报。2026 年前三季度，公司实现营收 164.43 亿元（同比-11.98%），归母净利润 15.73 亿元（同比-35.42%），扣非归母净利润 14.40 亿元（同比-42.40%），利润端承压推测主因行业经营环境变化下品牌客户下单趋于谨慎、新工厂产能爬坡等因素影响。分季度来看，Q1/Q2/Q3 营收分别同比-19.4%/-9.54%/-8.33%，归母净利润分别同比-49.60%/-37.44%/-18.91%，收入、利润的降幅逐季收窄。

**Q3 毛利率、净利率环比改善明显，期间费用率上升。**2026 年前三季度，公司毛利率同比-2.59pcts 至 19.37%，其中 Q3 毛利率为 22.63%（同比+0.44pcts，环比+5.00pcts），Q3 毛利率明显改善；2026 年前三季度，净利率同比-3.45pcts 至 9.60%，其中 Q3 净利率为 11.32%（同比-1.41pcts，环比+2.71pcts）。费用端方面，2026 年前三季度，公司管理费用率同比+1.18 个 pct 至 3.93%；销售/研发/财务费用率分别为 0.33%/1.84%/0.47%，同比分别+0.06/+0.14/+0.69 个 pct，其中财务费用增加主要系汇率变动、汇兑损失增加所致。

**盈利预测与投资建议:**公司是全球运动鞋制造龙头，具备规模、供应链、客户资源等壁垒，近年公司积极推进与新客户的合作。尽管短期受到行业经营环境变化、贸易摩擦、新工厂产能爬坡等因素影响，业绩有所承压，但中长期仍然具备核心竞争力。我们判断，未来随着新工厂运营逐步成熟以及行业经营环境改善，订单数量有望逐步恢复、业绩有望持续改善。根据最新经营数据调整盈利预测，预计 2026-2028 年 EPS 分别为 2.36/2.74/3.07 元/股（调整前为 2.99/3.35/3.66 元/股），对应 2026 年 10 月 29 日收盘价的 PE 分别为 16/14/13 倍，维持“增持”评级。

**风险因素:**宏观经济下行风险、原材料价格大幅波动风险、行业竞争加剧风险、人工成本上升风险、汇率大幅波动风险。

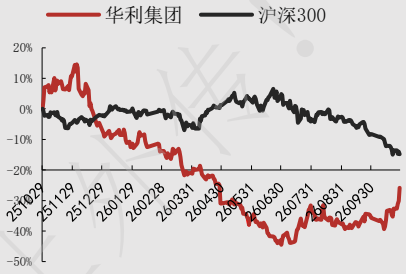
| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 24980.13 | 23562.12 | 25495.31 | 27532.58 |
| 增长比率(%) | 4.06 | -5.68 | 8.20 | 7.99 |
| 归母净利润(百万元) | 3206.67 | 2755.55 | 3196.79 | 3583.38 |
| 增长比率(%) | -16.50 | -14.07 | 16.01 | 12.09 |
| 每股收益(元) | 2.75 | 2.36 | 2.74 | 3.07 |
| 市盈率(倍) | 14.03 | 16.33 | 14.07 | 12.55 |
| 市净率（倍） | 2.77 | 2.70 | 2.43 | 2.19 |

*数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所*

### 基础数据

| | |
|---|---|
| 总股本(百万股) | 1,167.00 |
| 流通A股(百万股) | 1,167.00 |
| 收盘价(元) | 38.55 |
| 总市值(亿元) | 449.88 |
| 流通A股市值(亿元) | 449.88 |

### 个股相对沪深 300 指数表现




**数据来源：**聚源，万联证券研究所

### 相关研究

业绩短期承压，持续推进客户多元化

产能爬坡致利润承压，现金分红比例较高

新工厂运营逐步成熟+降本增效，Q3 毛利率环比改善

**分析师:** 李滢
执业证书编号: S0270522030002
电话: 15521202580
邮箱: liying1@wlzq.com.cn

**利润表（百万元）**

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **24980** | **23562** | **25495** | **27533** |
| *同比增速(%)* | 4.06 | -5.68 | 8.20 | 7.99 |
| 营业成本 | 19513 | 18592 | 19936 | 21487 |
| 毛利 | 5468 | 4970 | 5559 | 6046 |
| *营业收入(%)* | 21.89 | 21.09 | 21.81 | 21.96 |
| 税金及附加 | 6 | 5 | 6 | 6 |
| *营业收入(%)* | 0.02 | 0.02 | 0.02 | 0.02 |
| 销售费用 | 66 | 78 | 82 | 83 |
| *营业收入(%)* | 0.26 | 0.33 | 0.32 | 0.30 |
| 管理费用 | 704 | 872 | 892 | 909 |
| *营业收入(%)* | 2.82 | 3.70 | 3.50 | 3.30 |
| 研发费用 | 414 | 424 | 433 | 441 |
| *营业收入(%)* | 1.66 | 1.80 | 1.70 | 1.60 |
| 财务费用 | -58 | -54 | -68 | -100 |
| *营业收入(%)* | -0.23 | -0.23 | -0.27 | -0.36 |
| 资产减值损失 | -124 | -115 | -110 | -110 |
| 信用减值损失 | 2 | -3 | -3 | -3 |
| 其他收益 | 3 | 4 | 3 | 4 |
| 投资收益 | 33 | 46 | 45 | 50 |
| 净敞口套期收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -83 | 0 | 0 | 0 |
| 资产处置收益 | 7 | 5 | 6 | 6 |
| **营业利润** | **4173** | **3582** | **4155** | **4655** |
| *营业收入(%)* | 16.70 | 15.20 | 16.30 | 16.91 |
| 营业外收支 | -16 | -17 | -17 | -17 |
| **利润总额** | **4157** | **3565** | **4138** | **4638** |
| *营业收入(%)* | 16.64 | 15.13 | 16.23 | 16.84 |
| 所得税费用 | 950 | 810 | 942 | 1055 |
| 净利润 | 3207 | 2755 | 3196 | 3582 |
| *营业收入(%)* | 12.84 | 11.69 | 12.54 | 13.01 |
| **归属于母公司的净利润** | **3207** | **2756** | **3197** | **3583** |
| *同比增速(%)* | -16.50 | -14.07 | 16.01 | 12.09 |
| 少数股东损益 | 0 | -1 | -1 | -1 |
| EPS（元/股） | 2.75 | 2.36 | 2.74 | 3.07 |

**资产负债表（百万元）**

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 5818 | 5884 | 7984 | 10647 |
| 交易性金融资产 | 394 | 894 | 994 | 1094 |
| 应收票据及应收账款 | 4043 | 3925 | 3962 | 4047 |
| 存货 | 2878 | 2725 | 2710 | 2709 |
| 预付款项 | 60 | 58 | 62 | 67 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 677 | 763 | 913 | 1049 |
| 流动资产合计 | 13871 | 14249 | 16626 | 19613 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 5812 | 5921 | 5691 | 5105 |
| 在建工程 | 814 | 732 | 665 | 612 |
| 无形资产 | 765 | 846 | 912 | 962 |
| 商誉 | 127 | 126 | 125 | 124 |
| 递延所得税资产 | 144 | 198 | 198 | 198 |
| 其他非流动资产 | 902 | 920 | 926 | 954 |
| **资产总计** | **22437** | **22990** | **25141** | **27567** |
| 短期借款 | 2044 | 2144 | 2194 | 2244 |
| 应付票据及应付账款 | 2191 | 2066 | 2223 | 2393 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 合同负债 | 43 | 39 | 43 | 46 |
| 应付职工薪酬 | 1244 | 1208 | 1276 | 1332 |
| 应交税费 | 254 | 353 | 341 | 383 |
| 其他流动负债 | 2189 | 2306 | 2408 | 2508 |
| 流动负债合计 | 5920 | 5973 | 6291 | 6663 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付债券 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 递延所得税负债 | 28 | 93 | 93 | 93 |
| 其他非流动负债 | 238 | 256 | 246 | 236 |
| **负债合计** | **6186** | **6321** | **6630** | **6991** |
| 归属于母公司的所有者权益 | 16239 | 16659 | 18502 | 20568 |
| 少数股东权益 | 11 | 10 | 9 | 8 |
| **股东权益** | **16250** | **16669** | **18511** | **20576** |
| **负债及股东权益** | **22437** | **22990** | **25141** | **27567** |

**基本指标**

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| EPS | 2.75 | 2.36 | 2.74 | 3.07 |
| BVPS | 13.92 | 14.28 | 15.85 | 17.62 |
| PE | 14.03 | 16.33 | 14.07 | 12.55 |
| PEG | -0.85 | -1.16 | 0.88 | 1.04 |
| PB | 2.77 | 2.70 | 2.43 | 2.19 |
| EV/EBITDA | 10.51 | 8.42 | 7.00 | 6.01 |
| ROE | 19.75% | 16.54% | 17.28% | 17.42% |
| ROIC | 17.39% | 14.31% | 15.08% | 15.28% |

**现金流量表（百万元）**

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流净额** | **3743** | **4318** | **4815** | **5228** |
| 投资 | 695 | -502 | -97 | -99 |
| 资本性支出 | -2670 | -1281 | -1070 | -760 |
| 其他 | 100 | -208 | -221 | -213 |
| **投资活动现金流净额** | **-1875** | **-1991** | **-1388** | **-1071** |
| 债权融资 | 26 | 36 | 41 | 38 |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 银行贷款增加（减少） | 1756 | 100 | 50 | 50 |
| 筹资成本 | -3906 | -1228 | -1417 | -1582 |
| 其他 | -65 | -516 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流净额** | **-2189** | **-1608** | **-1326** | **-1494** |
| **现金净流量** | **-358** | **654** | **2101** | **2663** |

*数据来源：携宁科技云估值，万联证券研究所*

万联证券研究所下载，仅供客户使用

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

## 风险提示

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。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责条款

万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。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。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司认为可靠且已公开的信息撰写，本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性，也不保证文中的观点或陈述不会发生任何变更。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。分析师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。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的引起法律后果和造成我公司经济损失的概由对方承担，我公司保留追究的权利。

**万联证券股份有限公司 研究所**
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场