

评级：买入（维持）

市场价格：60.44

分析师：张潇

执业证书编号：S0740523030001

Email: zhangxiao06@zts.com.cn

分析师：郭美鑫

执业证书编号：S0740520090002

Email: guomx@zts.com.cn

分析师：邹文婕

执业证书编号：S0740523070001

Email: zouwj@zts.com.cn

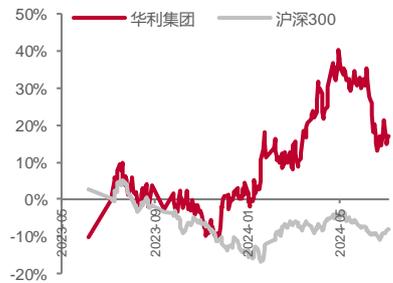
分析师：吴思涵

执业证书编号：S0740523090002

基本状况

总股本(百万股)	1167.00
流通股本(百万股)	1166.99
市价(元)	60.44
市值(百万元)	70533.48
流通市值(百万元)	70533.02

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569	20,114	23,696	26,871	29,892
增长率 yoy%	18%	-2%	18%	13%	11%
净利润(百万元)	3,228	3,200	3,817	4,361	4,910
增长率 yoy%	17%	-1%	19%	14%	13%
每股收益(元)	2.77	2.74	3.27	3.74	4.21
每股现金流量	3.00	3.17	3.81	3.11	4.09
净资产收益率	24%	21%	20%	19%	18%
P/E	22	22	18	16	14
PEG	5	5	4	3	3
P/B	1.3	-25.6	1.0	1.1	1.1

备注：股价截至 2024/7/18

投资要点

- **事件：公司披露 24H1 业绩预告。**公司预计 24H1 营业收入、归母净利润、扣非净利润同比均增长 20-30%。
- **Q2 收入端符合预期，高基数影响利润端增速低于收入端。**单 Q2 来看，预计实现营业收入 62.9-72.1 亿元，同比+13.3%-29.9%（中枢为 21.6%）；实现归母净利润 9.6-11.05 亿元，同比-1.6%至+13.4%（中枢为 5.9%）；实现扣非净利润 9.5-10.9 亿元，同比-1.8%至+13.2%（中枢为 5.7%）。利润端增速低于收入端主要受去年同期利润率基数较高所致，23Q2 归母净利润率为 17.6%。
- **核心客户大多保持良好增长趋势，看好订单份额持续提升。**
 - 1) **NIKE：表现偏弱但公司份额有望持续提升。**NIKE 公司 FY24（截至 2024/5/31）收入 514 亿美元，同比持平（货币中性口径同比+1%）；其中 Q4 收入 126.1 亿美元，同比-2%（货币中性口径同比持平）。NIKE 品牌分区域看，Q4 北美、欧洲中东及非洲、大中华地区、亚太及拉美货币中性口径同比分别-1%/+1%/+7%/+4%；分品类看，鞋类/服装/装备货币中性口径同比分别-2%/+4%/+35%，鞋类表现弱于服装。Converse 品牌 Q4 收入 4.8 亿美元，货币中性口径同比-17%。公司在业绩会中下调 FY25 业绩指引至全年中单位数下降（前次指引为正增长），其中上半财年高单位数下降（前次指引为低单位数下降）。尽管 NIKE 自身表现偏弱，但公司在主品牌份额有望持续提升，同时产品结构优化下判断 ASP 将继续增长，NIKE 小幅下调指引影响有限。
 - 2) **Deckers：延续强势增长，HOKA 表现靓丽。**FY24（截至 2024/3/31）净销售额同比+18.2%，其中 HOKA、UGG 品牌分别增长 27.9%、16.1%；FY24Q4（对应自然年 24Q1）HOKA、UGG 同比增长 34%、14.9%，HOKA 销售呈加速趋势。Deckers 集团预计 FY25 净销售额同比增长 10%。
 - 3) **VF 集团：更换 Vans 品牌总裁，后续有望逐步修复。**FY24（截至 2024/3/31）Vans、Timberland 货币中性口径收入同比-27%、-14%，其中 Q4（对应自然年 24Q1）同比分别-25%、-14%；FY25Q1（对应自然年 24Q2）。5 月底，威富集团宣布 lululemon 前首席产品官 Sun Choe 成为 Vans 全球品牌总裁，在此之前这一职位已空缺超过半年。
 - 4) **Puma：鞋类增速初步企稳。**23 年鞋类产品同比+6.1%（货币中性口径+12.4%），其中 Q3 同比+1.9%（货币中性口径同比+11.3%）；Q4 同比-12.3%（货币中性口径同比-5.5%）；24Q1 鞋类增速企稳，同比-2.4%（货币中性口径+3.1%）。
 - 5) **UA：鞋类表现偏弱。**FY24（截止 2024/3/31）鞋类收入同比-4.9%，其中 Q4（对应自然年 24Q1）同比-10.6%。
 - 6) **On：增长趋势强劲。**23 年收入增长超预期，同比+55%（货币中性，下同），24Q1 延续高增，同比+29.2%，并预计全年收入同比增速超 30%。
- **投资建议：**华利的价值来自于较强的、超越同行的成长性及盈利能力。维持此前预测，我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 38.2、43.6、49.1 亿元，对应 PE 为 18、16、14 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国际贸易风险、跨国经营风险、劳动力成本上升的风险等。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,879	7,264	10,577	14,955	营业收入	20,114	23,696	26,871	29,892
应收票据	0	0	0	0	营业成本	14,967	17,609	19,942	22,154
应收账款	3,765	4,257	4,827	5,482	税金及附加	5	5	6	7
预付账款	65	76	598	665	销售费用	70	71	81	90
存货	2,741	3,413	3,865	4,294	管理费用	689	806	887	957
合同资产	0	0	0	0	研发费用	309	355	403	448
其他流动资产	2,668	2,363	2,366	2,368	财务费用	-89	-25	-39	-50
流动资产合计	13,118	17,373	22,233	27,764	信用减值损失	-4	-5	-5	-11
其他长期投资	4	4	4	4	资产减值损失	-150	-105	-126	-168
长期股权投资	0	0	0	0	公允价值变动收益	-6	15	3	-20
固定资产	3,814	3,171	2,636	2,191	投资收益	52	52	52	12
在建工程	982	986	990	994	其他收益	1	1	1	122
无形资产	557	647	742	821	营业利润	4,056	4,831	5,517	6,211
其他非流动资产	972	1,073	1,165	1,249	营业外收入	3	5	4	4
非流动资产合计	6,329	5,880	5,536	5,258	营业外支出	23	22	21	22
资产合计	19,447	23,253	27,770	33,022	利润总额	4,036	4,814	5,500	6,193
短期借款	733	97	226	335	所得税	836	997	1,139	1,283
应付票据	0	15	17	14	净利润	3,200	3,817	4,361	4,910
应付账款	1,793	2,114	2,244	2,602	少数股东损益	0	0	0	0
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	3,200	3,817	4,361	4,910
合同负债	27	32	36	40	NOPLAT	3,130	3,797	4,330	4,871
其他应付款	35	35	35	35	EPS (按最新股本摊薄)	2.74	3.27	3.74	4.21
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	1,523	1,703	1,827	1,934	主要财务比率				
流动负债合计	4,169	4,053	4,442	5,017	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	-2.2%	17.8%	13.4%	11.2%
其他非流动负债	162	162	162	162	EBIT增长率	-1.9%	21.3%	14.0%	12.5%
非流动负债合计	162	162	162	162	归母公司净利润增长率	-0.9%	19.3%	14.2%	12.6%
负债合计	4,331	4,214	4,603	5,179	获利能力				
归属母公司所有者权益	15,109	19,032	23,159	27,836	毛利率	25.6%	25.7%	25.8%	25.9%
少数股东权益	7	7	7	7	净利率	15.9%	16.1%	16.2%	16.4%
所有者权益合计	15,116	19,039	23,166	27,843	ROE	21.2%	20.0%	18.8%	17.6%
负债和股东权益	19,447	23,253	27,770	33,022	ROIC	30.7%	29.6%	26.8%	24.4%
					偿债能力				
					资产负债率	22.3%	18.1%	16.6%	15.7%
					债务权益比	6.3%	1.7%	1.9%	2.0%
					流动比率	3.1	4.3	5.0	5.5
					速动比率	2.5	3.4	4.1	4.7
					营运能力				
					总资产周转率	1.0	1.0	1.0	0.9
					应收账款周转天数	62	61	61	62
					应付账款周转天数	39	40	39	39
					存货周转天数	63	63	66	66
					每股指标(元)				
					每股收益	2.74	3.27	3.74	4.21
					每股经营现金流	3.17	3.81	3.11	4.09
					每股净资产	12.95	16.31	19.84	23.85
					估值比率				
					P/E	22	18	16	14
					P/B	5	4	3	3
					EV/EBITDA	27	23	21	19

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。
。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。