

评级: 买入 (维持)

市场价格: 55.88

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

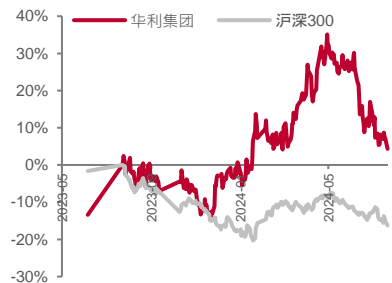
分析师: 吴思涵

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)	55.88
市值(百万元)	65211.96
流通市值(百万元)	65211.53

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	24,016	27,234	30,638
增长率 yoy%	18%	-2%	19%	13%	13%
净利润 (百万元)	3,228	3,200	3,859	4,447	5,033
增长率 yoy%	17%	-1%	21%	15%	13%
每股收益 (元)	2.77	2.74	3.31	3.81	4.31
每股现金流量	3.00	3.17	3.78	3.21	4.17
净资产收益率	24%	21%	20%	19%	18%
P/E	20	20	17	15	13
PEG	5	4	3	3	2
P/B	1.2	-23.6	0.8	1.0	1.0

备注: 股价截至 2024/8/5

投资要点

- **事件: 公司披露 24H1 业绩快报, 利润位于预告上限, 业绩略超预期。**24H1 实现营业收入 114.72 亿元, 同比+24.5%; 利润总额 24.47 亿元, 同比+34.5%; 归母净利润 1.878 亿元, 同比+29%; 扣非净利润 18.45 亿元, 同比+28.4%。此前业绩预告为收入/归母净利润同比+20-30%, 收入位于预告中枢附近, 利润端位于预告上限。
- **利润增速低于收入端主要受高基数及所得税率影响, 盈利能力稳定于高位。**单 Q2 来看, 营业收入同比+20.8%, 利润总额同比+17.2%, 归母净利润+11.9%, 扣非净利润+10.8%。利润增速低于收入端主要受高基数及所得税率影响, 盈利能力环比稳定。Q2 单季归母净利润率为 16.3%, 环比-0.26pp, 同比-1.29pp。盈利能力同比有所下降主要因为: 1) 23Q2 单季归母净利润率处于高位; 2) 24Q2 所得税率环比+3.6pp、同比+3.5pp 至 24.7%。3) 23H1 汇兑收益基数较高, 为 6718 万元, 24H1 汇率同比较为稳定。剔除上述因素, 判断盈利能力维持稳中有升的优异表现。
- **销量保持较快增长, 汇率较为稳定对收入及单价影响较小。**销量方面, 24H1 销量 1.08 亿双, 同比+18.7%; Q2 销量 0.62 亿元, 同比+19.2%。单价方面, 24H1 单价 106.22 元/双, 同比+4.9%; Q2 单价 108.18 元/双, 同比+1.3%。24H1 美元口径 (使用报告期平均汇率测算) 收入同比+21.5%, Q2 同比+19.2%; H1 美元口径单价 14.95 美元, 同比+2.3%, Q2 美元口径单价 15.22 美元, 同比持平。
- **DeckersQ2 延续强势增长, 无需过度忧虑 NIKE 影响。**Deckers 发布 FY25Q1 (对应自然年 24Q2) 业绩, FY25Q1 营收/净利为 8.25/1.16 亿美元, 同比增长 22.1%/81.94%, 其中 HOKA/UGG 品牌营收同比增长 29.7%/14.0%, 延续强势增长。Deckers 预计 FY25 营收同比增长约 10%, 其中 HOKA 预计实现 20% 左右增长, UGG 预计实现中单位数增长。此外 On 截至 24Q1 也保持强劲增长, 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%。我们认为, 市场对于 NIKE 下调指引的担忧情绪较重, 但 Deckers、On 等高增客户表现靓丽, 且公司在 NIKE 供应商中的份额仍有提升空间, 判断对公司的影响有限。
- **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。展望下半年, 随着汇兑收益基数降低 (23H2 汇兑亏损 466 万元), 预计利润端增速与收入端基本同步或稍快于收入。基于 24H1 业绩快报小幅上调盈利预测, 我们预计 2024-2026 年公司归母净利润为 38.6、44.5、50.3 亿元 (原预测为 38.2、43.6、49.1 亿元), 对应 PE 为 17、15、13 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				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,879	7,223	10,644	15,110	营业收入	20,114	24,016	27,234	30,638
应收票据	0	0	0	0	营业成本	14,967	17,799	20,170	22,676
应收账款	3,765	4,314	4,892	5,619	税金及附加	5	6	6	7
预付账款	65	77	605	680	销售费用	70	72	81	91
存货	2,741	3,450	3,910	4,395	管理费用	689	799	906	1,019
合同资产	0	0	0	0	研发费用	309	360	409	460
其他流动资产	2,668	2,363	2,366	2,369	财务费用	-89	-25	-39	-50
流动资产合计	13,118	17,428	22,417	28,174	信用减值损失	-4	-4	-5	-4
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	4,964	5,626	6,366
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	23,308	27,953	33,432	利润总额	4,036	4,947	5,609	6,348
短期借款	733	97	226	335	所得税	836	1,088	1,162	1,315
应付票据	0	15	17	14	净利润	3,200	3,859	4,447	5,033
应付账款	1,793	2,137	2,269	2,663	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	3,859	4,447	5,033
合同负债	27	32	36	41	NOPLAT	3,130	3,839	4,417	4,994
其他应付款	35	35	35	35	EPS (按最新股本摊薄)	2.74	3.31	3.81	4.31
一年内到期的非流动负债	58	58	58	58					
其他流动负债	1,523	1,692	1,856	2,030	主要财务比率				
流动负债合计	4,169	4,065	4,497	5,176	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%	19.4%	13.4%	12.5%
其他非流动负债	162	162	162	162	EBIT增长率	-1.9%	24.7%	13.2%	13.1%
非流动负债合计	162	162	162	162	归母公司净利润增长率	-0.9%	20.6%	15.3%	13.2%
负债合计	4,331	4,227	4,659	5,337	获利能力				
归属母公司所有者权益	15,109	19,074	23,288	28,088	毛利率	25.6%	25.9%	25.9%	26.0%
少数股东权益	7	7	7	7	净利率	15.9%	16.1%	16.3%	16.4%
所有者权益合计	15,116	19,081	23,295	28,095	ROE	21.2%	20.2%	19.1%	17.9%
负债和股东权益	19,447	23,308	27,953	33,432	ROIC	30.7%	30.4%	27.1%	24.8%
					偿债能力				
					资产负债率	22.3%	18.1%	16.7%	16.0%
					债务权益比	6.3%	1.7%	1.9%	2.0%
					流动比率	3.1	4.3	5.0	5.4
					速动比率	2.5	3.4	4.1	4.6
					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	3.31	3.81	4.31
					每股经营现金流	3.17	3.78	3.21	4.17
					每股净资产	12.95	16.34	19.96	24.07
					估值比率				
					P/E	20	17	15	13
					P/B	4	3	3	2
					EV/EBITDA	29	24	22	20

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。