

华利集团（300979）

证券研究报告
2025 年 02 月 18 日

Deckers 上调全年指引，乐观预期 2025 年订单

Deckers 上调全年指引，库存短缺拖累 UGG 下季销售，预计补库需求强劲

FY25Q3（24/10/1-12/31）收入 18 亿美元，同比+17%；其中 Hoka5 亿美元，同比+24%，UGG12 亿美元，同比+16%；其中美国同比+12%，国际同比+29%。本季 OP5.7 亿，同比+16%，EPS3 美元，同比+19%。

从指引来看，FY25 收入同比+15%（上调，原值 12%），其中 Hoka 同比+24%，UGG 同比+10%。OPM22%（上调，原值 20~20.5%）；EPS5.75~5.8 美金（上调，原值 5.2-5.3 美金）。

1 月台企织造：裕元、来亿延续增长

从 1 月台企织造数据看，丰泰 25 年 1 月收入同比-6%，24 年收入同比+2%；裕元（制造）25 年 1 月收入同比+1%，24 年收入同比+11%；来亿 25 年 1 月收入同比+21%，24 年收入同比+35%。

我们认为，对华利集团、申洲国际及裕元集团等头部织造企业，客户集中且多为上市公司，故预期明确。我们从其指引及库存等较容易判断客户成长周期，对供应链订单提供基本的预期信号。全球运动巨头低迷去库或复苏反转具备相对稳定的周期属性，未来我们乐观预期 Deckers 对供应链订单贡献。

华利集团对 2025 年业绩充满信心

公司客户相对多元，大多数客户都是上市公司。从各客户披露的业绩指引来看，多数客户业绩保持成长。对于营收增速较高的客户，公司来自该客户的订单也是快速成长，有的客户虽然暂时营收增速一般甚至下滑，公司在这些客户的供应链中具备较强的竞争力，订单份额得以保障。此外，公司持续拓展新客户，新增客户以及新客户合作的深入，都是公司业绩稳健成长重要保障。

积极拓展新客户并扩张产能

公司一直积极拓展新客户，2024 年公司也有新的客户开始量产出货。考虑到市场需求，未来几年公司仍会保持积极的产能扩张。截至 2024 年底公司已有 3 个成品鞋工厂和 1 个鞋材工厂投产，未来 3-5 年，公司将在印尼及越南新建数个工厂并尽快投产。公司的产能除了通过新建工厂、设备更新提升产能外，还可以通过员工人数和加班时间的控制保持一定的弹性，每年具体的产能的配置将根据当年订单情况进行调整。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计 24-26 年 EPS 分别为 3.3/3.8/4.2 元，对应 PE 为 20x、18x、16x。

风险提示：拿单不及预期，核心高管流失，毛利率下滑。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	20,569.27	20,113.74	24,007.76	27,632.93	31,031.78
增长率(%)	17.74	(2.21)	19.36	15.10	12.30
EBITDA(百万元)	5,349.58	5,241.11	5,848.12	6,614.59	7,333.01
归属母公司净利润(百万元)	3,228.02	3,200.21	3,887.52	4,434.43	4,950.49
增长率(%)	16.63	(0.86)	21.48	14.07	11.64
EPS(元/股)	2.77	2.74	3.33	3.80	4.24
市盈率(P/E)	24.31	24.52	20.19	17.70	15.85
市净率(P/B)	5.95	5.19	4.59	3.99	3.49
市销率(P/S)	3.82	3.90	3.27	2.84	2.53
EV/EBITDA	11.37	10.52	11.81	10.60	8.86

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服饰/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	67.25 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,167.00
流通 A 股股本(百万股)	1,166.99
A 股总市值(百万元)	78,480.75
流通 A 股市值(百万元)	78,480.24
每股净资产(元)	14.02
资产负债率(%)	24.78
一年内最高/最低(元)	85.00/55.00

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《华利集团-公司点评:VF、Puma 先后发布财报，客户结构优势显现》 2025-02-03
- 2 《华利集团-公司点评:同业月度营收延续可观增长，华利具备拿单优势》 2024-12-30
- 3 《华利集团-公司点评:关注核心品牌增量》 2024-12-03

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	3,620.18	3,879.43	8,201.51	6,868.96	11,669.02
应收票据及应收账款	3,114.68	3,764.85	2,147.88	5,481.40	3,337.57
预付账款	58.59	64.79	151.15	122.92	153.49
存货	2,463.51	2,741.32	2,755.97	4,193.26	3,434.36
其他	2,247.13	2,667.80	2,645.46	2,612.96	2,687.29
流动资产合计	11,504.08	13,118.19	15,901.97	19,279.49	21,281.73
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,654.82	3,813.97	3,876.12	3,903.91	3,877.09
在建工程	565.73	981.57	1,114.03	1,118.42	1,091.05
无形资产	436.82	557.28	520.90	484.51	448.13
其他	948.82	975.81	673.19	754.19	775.78
非流动资产合计	5,606.19	6,328.64	6,184.24	6,261.03	6,192.05
资产总计	17,110.27	19,446.82	22,086.21	25,540.52	27,473.78
短期借款	683.01	733.30	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,502.16	1,792.80	1,758.46	2,746.03	2,167.85
其他	1,539.94	1,616.30	1,432.32	1,539.51	1,544.50
流动负债合计	3,725.12	4,142.40	4,836.84	5,684.70	4,831.67
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	171.95	161.51	130.83	158.53	155.70
非流动负债合计	171.95	161.51	130.83	158.53	155.70
负债合计	3,914.84	4,330.73	4,967.67	5,843.23	4,987.37
少数股东权益	0.00	7.08	7.14	7.23	7.33
股本	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72
留存收益	6,777.85	8,577.66	10,764.01	13,257.95	16,042.13
其他	(453.14)	(339.37)	(523.33)	(438.61)	(433.77)
股东权益合计	13,195.43	15,116.09	17,118.55	19,697.29	22,486.41
负债和股东权益总计	17,110.27	19,446.82	22,086.21	25,540.52	27,473.78

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	3,228.02	3,200.21	3,887.52	4,434.43	4,950.49
折旧摊销	689.55	818.83	716.93	754.21	790.58
财务费用	(173.23)	(75.65)	(166.16)	(136.42)	(117.48)
投资损失	(68.21)	(52.03)	(40.12)	(51.00)	(50.00)
营运资金变动	(482.82)	(405.02)	1,585.43	(3,678.03)	2,199.05
其它	310.06	208.05	0.10	0.16	0.18
经营活动现金流	3,503.37	3,694.39	5,983.70	1,323.34	7,772.81
资本支出	1,557.01	1,495.93	905.83	722.30	702.83
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(3,582.36)	(3,316.88)	(1,740.86)	(1,421.30)	(1,352.83)
投资活动现金流	(2,025.35)	(1,820.95)	(835.03)	(699.00)	(650.00)
债权融资	(1,120.89)	146.60	1,058.57	(101.05)	(161.19)
股权融资	(1,076.05)	(1,286.64)	(1,885.17)	(1,855.84)	(2,161.55)
其他	(525.74)	(822.63)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,722.69)	(1,962.67)	(826.59)	(1,956.89)	(2,322.74)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,244.67)	(89.22)	4,322.07	(1,332.55)	4,800.06

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	20,569.27	20,113.74	24,007.76	27,632.93	31,031.78
营业成本	15,250.33	14,967.26	17,477.65	20,241.12	22,730.78
营业税金及附加	3.44	4.65	5.04	5.81	6.52
销售费用	77.39	70.02	91.23	105.01	117.92
管理费用	772.04	688.95	1,104.36	1,160.58	1,303.33
研发费用	290.86	309.03	372.12	428.31	496.51
财务费用	(64.60)	(88.55)	(166.16)	(136.42)	(117.48)
资产/信用减值损失	(232.05)	(153.79)	(136.61)	(119.26)	(119.77)
公允价值变动收益	24.11	(6.00)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	68.21	52.03	40.12	51.00	50.00
其他	274.73	214.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	4,104.81	4,055.96	5,027.03	5,760.26	6,424.42
营业外收入	2.53	2.81	3.00	4.96	4.96
营业外支出	17.31	22.65	30.00	38.00	34.00
利润总额	4,090.03	4,036.12	5,000.03	5,727.22	6,395.39
所得税	862.00	835.91	1,112.41	1,292.63	1,444.72
净利润	3,228.02	3,200.21	3,887.62	4,434.59	4,950.67
少数股东损益	0.00	0.00	0.10	0.16	0.18
归属于母公司净利润	3,228.02	3,200.21	3,887.52	4,434.43	4,950.49
每股收益（元）	2.77	2.74	3.33	3.80	4.24

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	17.74%	-2.21%	19.36%	15.10%	12.30%
营业利润	10.89%	-1.19%	23.94%	14.59%	11.53%
归属于母公司净利润	16.63%	-0.86%	21.48%	14.07%	11.64%
获利能力					
毛利率	25.86%	25.59%	27.20%	26.75%	26.75%
净利率	15.69%	15.91%	16.19%	16.05%	15.95%
ROE	24.46%	21.18%	22.72%	22.52%	22.02%
ROIC	53.91%	42.72%	42.76%	56.46%	43.18%
偿债能力					
资产负债率	22.88%	22.27%	22.49%	22.88%	18.15%
净负债率	-21.88%	-20.43%	-38.07%	-27.53%	-46.70%
流动比率	3.07	3.15	3.29	3.39	4.40
速动比率	2.42	2.49	2.72	2.65	3.69
营运能力					
应收账款周转率	7.34	5.85	8.12	7.24	7.04
存货周转率	8.01	7.73	8.73	7.95	8.14
总资产周转率	1.24	1.10	1.16	1.16	1.17
每股指标（元）					
每股收益	2.77	2.74	3.33	3.80	4.24
每股经营现金流	3.00	3.17	5.13	1.13	6.66
每股净资产	11.31	12.95	14.66	16.87	19.26
估值比率					
市盈率	24.31	24.52	20.19	17.70	15.85
市净率	5.95	5.19	4.59	3.99	3.49
EV/EBITDA	11.37	10.52	11.81	10.60	8.86
EV/EBIT	12.71	12.05	13.46	11.96	9.93

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com