

华利集团 (300979)

证券研究报告

2022年08月01日

VF、Deckers 增长稳健指引乐观，订单预期整体饱满

VF 及 Deckers 为华利集团大客户，近期 VF 及 Deckers 先后发布最新财报，整体来看均保持稳健增长，HOKA 增速亮眼。

VF FY23Q1 营收 22.62 亿美元同增 7%，亚太区受疫情闭店影响承压

FY23Q1 (2022/4/3-2022/7/2) 营收 22.62 亿美元，约合 152.46 亿人民币，同增 7%高于预期 (剔除汇率影响，下同)，主要系北面和 Timberland 业务增长，同时 EMEA 及美国区增速较快；净利润-0.56 亿美元，约合-3.77 亿元人民币。经调毛利率 54.1%，同减 2.6pct，经调 OP Margin 3.4%，同减 3.4pct。

分品牌看：Vans 营收 9.47 亿美元 (占总 41.87%)，约 63.83 亿元人民币，同减 4%，TheNorthFace 营收 4.81 亿美元 (占总 21.26%)，约 32.42 亿元人民币，同增 37%；Timberland 营收 2.69 亿美元 (占总 11.89%)，约 18.13 亿元人民币，同增 14%。其中 TheNorthFace 增速较快主要系持续推出更多适应较暖天气的服装和配饰。

分地区看：北美营收 13.85 亿美元 (占总 61.23%)，约 93.35 亿元人民币，同增 7%；EMEA 营收 5.95 亿美元 (占总 26.30%)，约 40.10 亿元人民币，同增 24%，亚太区营收 2.82 亿美元 (占总 12.47%)，约 19.01 亿元人民币，同减 15%。受疫情影响，亚太区地区包括中国在内第一季度开始有 12% 的店铺关闭，整个季度平均 14% 的店铺闭店，峰值一度达到 23%。

分渠道看：DTC 营收 9.99 亿美元 (占总 44.16%)，约 67.33 亿元人民币，同减 3%；经销渠道营收 12.63 亿美元 (占总 55.84%)，约 85.13 亿元人民币，同增 18%，渠道布局均衡发展。

VF 发布 FY23 全年指引，预期收入同增 7%维持不变，调后毛利率较之前提升 0.5pct，调后 OP Margin 约为 13.2%，较之前同减 0.4pct。

Deckers FY23Q1 营收 6.15 亿美元，约 41.42 亿元人民币，同增 23.5% (考虑汇率影响，下同)，HOKA 借户外风潮需求旺盛高速增长

DECKERS FY23Q1(2022/4/1-2022/6/30)营收 6.15 亿美元，约 41.42 亿元人民币，同增 23.5%。净利 0.45 亿美元，约 3.03 亿元人民币，同减 6.81%；毛利率 48%，同减 3.6pct，经营利润 0.56 亿美元，约 3.77 亿元人民币，同减 8.90%。

分品牌看：HOKA 营收 3.30 亿美元 (占总 53.66%)，约 22.24 亿元人民币，同增 54.9%；UGG 营收 2.08 亿美元 (占总 33.82%)，约 14.02 亿元人民币，同增 2.4%；TEVA 营收 0.60 亿美元 (占总 9.76%)，约 4.04 亿元人民币，同增 2.0%。HOKAFY23Q1 实现高速增长，帮助品牌达成过去的 12 个月里营收超过 10 亿美元的里程碑。

分地区看：美国营收 3.85 亿美元 (占总 62.60%)，约 25.95 亿元人民币，同增 24.7%；美国境外营收 2.30 亿美元 (占总 37.40%)，约 15.50 亿元人民币，同增 36.4%。

分渠道看：经销渠道营收 4.29 亿美元 (占总 69.88%)，约 28.91 亿元人民币，同增 21.8%；DTC 营收 1.85 亿美元 (占总 30.12%)，约 12.48 亿元人民币，同增 14.9%。

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	58.98 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)	146.09
A 股总市值(百万元)	68,829.66
流通 A 股市值(百万元)	8,616.09
每股净资产(元)	9.91
资产负债率(%)	29.47
一年内最高/最低(元)	101.59/58.50

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

- 《华利集团-公司点评:Q2 环比显著改善，目前排单较满，关注优质供应链运营韧性》2022-07-28
- 《华利集团-季报点评:头部客户量价齐升，越南加速恢复持续扩产》2022-04-29
- 《华利集团-年报点评报告:年产量突破 2 亿双，市场份额持续提升》2022-04-08

FY23 全年指引预计营收 34.5-35 亿美元，约 232.53-235.9 亿元人民币，同增 9.52%-11.11%；毛利率 51.5%，OP margin 17.5%-18%。

维持盈利预测，给予买入评级

VF 和 Deckers 作为华利集团的大客户，业务的稳健增长利好上游工厂订单。一方面，随着全球各国对疫情的管控经验增强、疫苗接种加快，全球经济复苏的趋势渐显，疫后运动需求和运动鞋消费需求持续恢复。随着越南工厂产能逐步恢复，我们持续看好华利产能稳定性与较强的新品开发及快速反应能力，未来订单增量可期；另一方面，Deckers 旗下 HOKA 高速增长对上游供应链的承接单量提出更高要求，华利作为全球领先的 ODM 龙头有望进一步深化合作，争取更多订单。我们预计公司 2022-24 年对应 EPS 分别为 2.9、3.6、4.3 元/股，PE 分别为 20.4、16.6、13.6 倍。

风险提示：订单不及预期，成本费用增长，海外疫情反复，产能拓展不及预期等风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	13,931.14	17,469.58	21,302.41	26,218.11	31,973.96
增长率(%)	(8.14)	25.40	21.94	23.08	21.95
EBITDA(百万元)	3,190.77	4,595.58	4,964.05	6,000.37	7,178.59
净利润(百万元)	1,878.59	2,767.86	3,375.04	4,154.44	5,066.18
增长率(%)	3.16	47.34	21.94	23.09	21.95
EPS(元/股)	1.61	2.37	2.89	3.56	4.34
市盈率(P/E)	36.64	24.87	20.39	16.57	13.59
市净率(P/B)	11.99	6.30	6.00	5.80	5.53
市销率(P/S)	4.94	3.94	3.23	2.63	2.15
EV/EBITDA	0.00	21.52	11.93	10.84	8.19

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	2,437.74	4,408.07	9,229.48	3,225.80	9,195.57
应收票据及应收账款	1,769.89	2,487.50	2,100.16	3,546.13	3,339.73
预付账款	79.76	162.55	145.91	232.79	229.74
存货	2,088.19	2,670.55	3,322.56	3,925.74	4,927.11
其他	134.10	2,136.22	2,117.81	2,171.62	2,156.07
流动资产合计	6,509.68	11,864.88	16,915.93	13,102.08	19,848.23
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,508.10	3,006.42	3,033.28	3,129.91	2,987.40
在建工程	310.00	376.20	750.81	900.49	570.29
无形资产	200.40	279.34	255.56	231.77	207.99
其他	210.11	652.49	135.75	117.00	117.00
非流动资产合计	3,228.60	4,314.45	4,175.39	4,379.17	3,882.68
资产总计	9,738.29	16,179.32	21,091.32	17,481.26	23,730.92
短期借款	1,496.42	1,876.27	1,646.06	1,399.15	1,119.32
应付票据及应付账款	1,317.37	1,835.13	2,169.01	2,833.28	3,276.36
其他	1,150.92	1,341.40	5,795.14	1,367.15	6,873.35
流动负债合计	3,964.72	5,052.80	9,610.21	5,599.58	11,269.03
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	20.03	169.83	13.41	14.52	14.52
非流动负债合计	20.03	169.83	13.41	14.52	14.52
负债合计	3,996.88	5,252.56	9,623.62	5,614.10	11,283.55
少数股东权益	0.00	0.00	0.01	0.03	0.05
股本	1,050.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00
资本公积	2,157.67	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72
留存收益	3,232.66	4,833.52	5,220.26	5,696.30	6,276.82
其他	(698.92)	(777.49)	(623.29)	(699.90)	(700.22)
股东权益合计	5,741.40	10,926.76	11,467.70	11,867.15	12,447.37
负债和股东权益总计	9,738.29	16,179.32	21,091.32	17,481.26	23,730.92

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,878.59	2,767.86	3,375.04	4,154.44	5,066.18
折旧摊销	508.81	517.84	497.46	527.48	546.49
财务费用	65.88	27.31	(77.16)	(72.37)	(77.90)
投资损失	(2.46)	(25.12)	(13.79)	(10.00)	(20.00)
营运资金变动	511.86	(1,325.96)	4,930.93	(5,933.70)	5,172.90
其它	15.49	461.04	0.09	0.15	0.18
经营活动现金流	2,978.17	2,422.97	8,712.57	(1,334.00)	10,687.85
资本支出	289.28	925.56	1,031.57	748.89	50.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,125.51)	(5,275.11)	(1,892.93)	(1,488.89)	(80.00)
投资活动现金流	(836.23)	(4,349.55)	(861.36)	(740.00)	(30.00)
债权融资	(116.15)	468.30	(195.61)	(174.54)	(201.93)
股权融资	(305.47)	1,133.79	(2,834.19)	(3,755.14)	(4,486.15)
其他	(790.99)	1,203.17	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,212.61)	2,805.27	(3,029.80)	(3,929.68)	(4,688.08)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	929.32	878.69	4,821.42	(6,003.68)	5,969.77

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,931.14	17,469.58	21,302.41	26,218.11	31,973.96
营业成本	10,473.80	12,711.78	15,580.58	19,199.52	23,449.70
营业税金及附加	3.10	2.87	4.47	5.51	6.72
销售费用	195.92	64.73	100.12	117.98	134.29
管理费用	592.48	686.08	926.65	1,122.13	1,362.09
研发费用	209.11	234.28	351.49	427.36	530.77
财务费用	60.99	(45.89)	(77.16)	(72.37)	(77.90)
资产/信用减值损失	(99.74)	(141.45)	(116.61)	(119.26)	(125.77)
公允价值变动收益	0.05	0.29	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.46	25.12	13.79	10.00	20.00
其他	187.58	229.94	0.00	0.00	0.00
营业利润	2,305.38	3,701.82	4,313.42	5,308.71	6,462.51
营业外收入	6.97	8.22	3.00	4.96	4.96
营业外支出	13.53	25.56	30.00	38.00	34.00
利润总额	2,298.82	3,684.48	4,286.42	5,275.67	6,433.47
所得税	420.23	916.62	911.29	1,121.08	1,367.11
净利润	1,878.59	2,767.86	3,375.13	4,154.59	5,066.36
少数股东损益	0.00	0.00	0.09	0.15	0.18
归属于母公司净利润	1,878.59	2,767.86	3,375.04	4,154.44	5,066.18
每股收益(元)	1.61	2.37	2.89	3.56	4.34

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-8.14%	25.40%	21.94%	23.08%	21.95%
营业利润	4.96%	60.57%	16.52%	23.07%	21.73%
归属于母公司净利润	3.16%	47.34%	21.94%	23.09%	21.95%
获利能力					
毛利率	24.82%	27.23%	26.86%	26.77%	26.66%
净利率	13.48%	15.84%	15.84%	15.85%	15.84%
ROE	32.72%	25.33%	29.43%	35.01%	40.70%
ROIC	47.03%	59.84%	56.40%	219.55%	62.43%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	41.04%	32.46%	45.63%	32.11%	47.55%
净负债率	-16.40%	-22.78%	-66.13%	-15.39%	-64.88%
流动比率	1.64	2.33	1.76	2.34	1.76
速动比率	1.11	1.81	1.41	1.64	1.32
营运能力					
应收账款周转率	6.96	8.21	9.29	9.29	9.29
存货周转率	6.37	7.34	7.11	7.23	7.22
总资产周转率	1.44	1.35	1.14	1.36	1.55
每股指标(元)					
每股收益	1.61	2.37	2.89	3.56	4.34
每股经营现金流	2.55	2.08	7.47	-1.14	9.16
每股净资产	4.92	9.36	9.83	10.17	10.67
估值比率					
市盈率	36.64	24.87	20.39	16.57	13.59
市净率	11.99	6.30	6.00	5.80	5.53
EV/EBITDA	0.00	21.52	11.93	10.84	8.19
EV/EBIT	0.00	23.76	13.26	11.88	8.86

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	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 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com