

# 华利集团 (300979)

证券研究报告

2024年02月05日

## Deckers 上调全年指引，去库效果显著，订单有望同步增长

Deckers 发布 FY24Q3 (2023/10/1-2023/12/31) 财报，营收 15.6 亿美元同增 15% (剔除汇率影响)；净利润约 3.9 亿美元同增 40%。同时上调全年指引，预计 FY24 全年营收约 41.5 亿美金 (此前指引为 40.3 亿) 同增 14%。

分品牌，FY24Q3 UGG 收入 10.7 亿美元同增 15%，HOKA 4.3 亿美元同增 22%，Teva 0.26 亿美元同减 16%。

库存方面，截至 23/12/31 公司库存 5.4 亿美元-25% (230930 库存 7.3 亿美元，230630 为 7.4 亿美元，230331 为 5.3 亿美元，221231 为 7.2 亿美元)

Deckers 系华利主要客户之一，华利是其旗下品牌 HOKA、UGG 等重要代工厂，且 Deckers 库存改善效果明显，我们预计相关订单有望伴随品牌同步增长，订单有望回归上升通道。为满足客户需求，华利将继续加强自身的开发设计能力、快速生产交付能力等竞争优势建设。

### 稳老拓新，核心客户粘性高

老客合作日益加深，订单稳步增长，2022 年 Nike、Hoka、Puma、UA、On、New Balance 等品牌对营业收入的成长的贡献比较大。2022 年公司第一大客户占比 38.52%，前五大客户共计销售额 187.7 亿元，占比达 91.3% (2017 年为 83%)，近年来呈持续增长态势，其余客户有 Converse、Vans、UGG、HOKA 等品牌。新客拓展顺利，Reebok/lululemon/Allbirds 等品牌合作顺利推行，带来营收新增长点。

### 订单产品结构优化，ASP 提升空间较大

华利 2022 年单价按美元口径提升了 7.35%，平均单价 14 美元左右，低于同行的平均单价，主要系产品结构中，Converse、Vans 的产品结构中有较大比例是单价比较低的硫化鞋，过往 Converse 和 Vans 占比比较大拉低了总体产品单价。目前 Nike、On、Reebok、Hoka 高单价高性能运动冷粘鞋占比提高，拉高产品单价。

公司在研发工艺开发基础上，同客户合作加深，推动产品结构优化，持续开发符合消费者喜好与市场潮流的产品，产品均价已呈现上升趋势，未来受益于客户结构优化，高单价订单占比增加，产品均价仍有较大提升空间。

### 维持盈利预测，维持“买入”评级

公司核心客户库存水平下降，订单有望逐步回暖，同时持续稳老拓新，优化订单产品结构，提升客户供应链占比；未来产能仍保持积极扩厂，印尼、越南等新厂建设稳步推进我们预计公司 23-25 年归母净利分别为 31.7、37.1、43.3 亿元，EPS 分别为 2.7/3.2/3.7 元/股，对应 PE 分别为 21/18/16x。

**风险提示：**下游需求不及预期；原材料与人工成本波动上升；海外疫情反复，产能拓展不及预期；汇率波动等风险。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	17,469.58	20,569.27	20,343.01	23,774.87	27,412.43
增长率(%)	25.40	17.74	(1.10)	16.87	15.30
EBITDA(百万元)	4,595.58	5,349.58	4,899.60	5,636.12	6,433.98
归属母公司净利润(百万元)	2,767.86	3,228.02	3,172.32	3,709.70	4,331.03
增长率(%)	47.34	16.63	(1.73)	16.94	16.75
EPS(元/股)	2.37	2.77	2.72	3.18	3.71
市盈率(P/E)	24.66	21.14	21.51	18.40	15.76
市净率(P/B)	6.25	5.17	4.61	4.03	3.51
市销率(P/S)	3.91	3.32	3.35	2.87	2.49
EV/EBITDA	21.52	11.37	12.05	10.78	8.62

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	58.48 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)	146.08
A 股总市值(百万元)	68,246.16
流通 A 股市值(百万元)	8,542.60
每股净资产(元)	12.24
资产负债率(%)	23.97
一年内最高/最低(元)	64.64/39.35

### 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:核心客户去库顺利，竞争格局逐步明朗，期待订单回暖》 2023-12-27
- 《华利集团-季报点评:彰显运营韧性及客户优势》 2023-11-01
- 《华利集团-半年报点评:业内保持领先，客户结构优势凸显》 2023-08-20

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	4,408.07	3,620.18	8,491.70	6,487.80	11,415.76	营业收入	17,469.58	20,569.27	20,343.01	23,774.87	27,412.43
应收票据及应收账款	2,487.50	3,114.68	1,718.57	4,467.85	2,480.21	营业成本	12,711.78	15,250.33	15,094.51	17,617.18	20,298.90
预付账款	162.55	58.59	175.01	122.49	212.06	营业税金及附加	2.87	3.44	4.27	5.00	5.76
存货	2,670.55	2,463.51	2,536.97	3,891.75	3,249.40	销售费用	64.73	77.39	77.30	90.34	106.91
其他	2,136.22	2,247.13	2,227.43	2,243.18	2,264.96	管理费用	686.08	772.04	793.38	903.45	1,027.97
<b>流动资产合计</b>	<b>11,864.88</b>	<b>11,504.08</b>	<b>15,149.67</b>	<b>17,213.06</b>	<b>19,622.39</b>	研发费用	234.28	290.86	284.80	332.85	383.77
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(45.89)	(64.60)	(88.36)	(107.46)	(140.83)
固定资产	3,006.42	3,654.82	3,611.33	3,605.01	3,339.99	资产/信用减值损失	(141.45)	(232.05)	(116.61)	(119.26)	(125.77)
在建工程	376.20	565.73	864.53	968.72	611.23	公允价值变动收益	0.29	24.11	0.00	0.00	0.00
无形资产	279.34	436.82	406.17	375.53	344.88	投资净收益	25.12	68.21	46.67	10.00	20.00
其他	652.49	948.82	410.40	453.75	538.04	其他	229.94	274.73	0.00	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>4,314.45</b>	<b>5,606.19</b>	<b>5,292.43</b>	<b>5,403.00</b>	<b>4,834.14</b>	<b>营业利润</b>	<b>3,701.82</b>	<b>4,104.81</b>	<b>4,107.15</b>	<b>4,824.25</b>	<b>5,624.17</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,179.32</b>	<b>17,110.27</b>	<b>20,442.10</b>	<b>22,616.06</b>	<b>24,456.53</b>	营业外收入	8.22	2.53	3.00	4.96	4.96
短期借款	1,876.27	683.01	1,646.06	1,399.15	1,119.32	营业外支出	25.56	17.31	30.00	38.00	34.00
应付票据及应付账款	1,835.13	1,502.16	1,752.83	2,431.88	2,236.92	<b>利润总额</b>	<b>3,684.48</b>	<b>4,090.03</b>	<b>4,080.15</b>	<b>4,791.21</b>	<b>5,595.13</b>
其他	1,341.40	1,539.94	2,148.72	1,750.82	1,539.50	所得税	916.62	862.00	907.75	1,081.38	1,263.94
<b>流动负债合计</b>	<b>5,052.80</b>	<b>3,725.12</b>	<b>5,547.61</b>	<b>5,581.85</b>	<b>4,895.74</b>	<b>净利润</b>	<b>2,767.86</b>	<b>3,228.02</b>	<b>3,172.40</b>	<b>3,709.84</b>	<b>4,331.19</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.09	0.13	0.16
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,767.86</b>	<b>3,228.02</b>	<b>3,172.32</b>	<b>3,709.70</b>	<b>4,331.03</b>
其他	169.83	171.95	92.97	113.70	137.11	每股收益(元)	2.37	2.77	2.72	3.18	3.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>169.83</b>	<b>171.95</b>	<b>92.97</b>	<b>113.70</b>	<b>137.11</b>						
<b>负债合计</b>	<b>5,252.56</b>	<b>3,914.84</b>	<b>5,640.58</b>	<b>5,695.54</b>	<b>5,032.85</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	0.00	0.00	0.05	0.12	0.21	<b>成长能力</b>					
股本	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	1,167.00	营业收入	25.40%	17.74%	-1.10%	16.87%	15.30%
资本公积	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72	5,703.72	营业利润	60.57%	10.89%	0.06%	17.46%	16.58%
留存收益	4,833.52	6,777.85	8,573.93	10,674.27	13,126.39	归属于母公司净利润	47.34%	16.63%	-1.73%	16.94%	16.75%
其他	(777.49)	(453.14)	(643.18)	(624.60)	(573.64)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>10,926.76</b>	<b>13,195.43</b>	<b>14,801.52</b>	<b>16,920.51</b>	<b>19,423.68</b>	毛利率	27.23%	25.86%	25.80%	25.90%	25.95%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,179.32</b>	<b>17,110.27</b>	<b>20,442.10</b>	<b>22,616.06</b>	<b>24,456.53</b>	净利率	15.84%	15.69%	15.59%	15.60%	15.80%
						ROE	25.33%	24.46%	21.43%	21.92%	22.30%
						ROIC	59.84%	53.91%	42.43%	65.53%	45.10%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	32.46%	22.88%	27.59%	25.18%	20.58%
						净负债率	-22.78%	-21.88%	-46.09%	-29.90%	-52.82%
						流动比率	2.33	3.07	2.73	3.08	4.01
						速动比率	1.81	2.42	2.27	2.39	3.34
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	8.21	7.34	8.42	7.69	7.89
						存货周转率	7.34	8.01	8.14	7.40	7.68
						总资产周转率	1.35	1.24	1.08	1.10	1.16
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	2.37	2.77	2.72	3.18	3.71
						每股经营现金流	2.08	3.00	5.35	0.39	5.93
						每股净资产	9.36	11.31	12.68	14.50	16.64
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	24.03	20.61	20.97	17.93	15.36
						市净率	6.09	5.04	4.49	3.93	3.42
						EV/EBITDA	21.52	11.37	11.69	10.47	8.35
						EV/EBIT	23.76	12.71	13.48	11.91	9.37

  

现金流量表(百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	2,767.86	3,228.02	3,172.32	3,709.70	4,331.03
折旧摊销	517.84	689.55	650.49	682.78	703.15
财务费用	27.31	(173.23)	(88.36)	(107.46)	(140.83)
投资损失	(25.12)	(68.21)	(46.67)	(10.00)	(20.00)
营运资金变动	(1,325.96)	(482.82)	2,554.15	(3,814.57)	2,044.21
其它	461.04	310.06	0.09	0.13	0.16
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,422.97</b>	<b>3,503.37</b>	<b>6,242.01</b>	<b>460.58</b>	<b>6,917.73</b>
资本支出	925.56	1,557.01	954.12	729.28	26.58
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(5,275.11)	(3,582.36)	(1,782.61)	(1,469.28)	(56.58)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(4,349.55)</b>	<b>(2,025.35)</b>	<b>(828.48)</b>	<b>(740.00)</b>	<b>(30.00)</b>
债权融资	468.30	(1,120.89)	1,024.30	(133.64)	(131.75)
股权融资	1,133.79	(1,076.05)	(1,566.31)	(1,590.84)	(1,828.02)
其他	1,203.17	(525.74)	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2,805.27</b>	<b>(2,722.69)</b>	<b>(542.01)</b>	<b>(1,724.49)</b>	<b>(1,959.77)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>878.69</b>	<b>(1,244.67)</b>	<b>4,871.52</b>	<b>(2,003.90)</b>	<b>4,927.96</b>

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