

DECKERS(DECK.N)深度报告：小众鞋履品牌的胜利

评级：买入(首次覆盖)

杨仁文(证券分析师)	马川琪(证券分析师)	廖小慧(联系人)
S0350521120001	S0350523050001	S0350122080035
yangrw@ghzq.com.cn	macq@ghzq.com.cn	liaoXH@ghzq.com.cn

预测指标	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
营业收入(百万美元)	3627.3	4150.1	4690.9	5193.9
增长率(%)	15.1%	14.4%	13.0%	10.7%
归母净利润(百万美元)	517	691	777	865
增长率(%)	14.3%	33.7%	12.4%	11.3%
每股收益(美元)	20.1	26.9	30.3	33.7
ROE(%)	28.5%	35.1%	35.7%	36.0%
P/E	45.4	33.2	29.5	26.5
P/B	12.9	11.7	10.5	9.5
P/S	6.3	5.5	4.9	4.4
EV/EBITDA	32.1	24.3	22.1	20.0

资料来源: Wind, 同花顺ifind, 国海证券研究所

➤ UGG和HOKA为公司营收主要来源

- Deckers是设计、生产和销售户外鞋服的多品牌集团。拥有5个差异化定位的独立品牌，包括UGG、HOKA、Teva、Sanuk和Koolaburra，其中UGG和Hoka为核心品牌。产品矩阵完善，覆盖日常休闲时尚与高性能运动领域，满足消费者多元化需求。
- 公司营收呈明显季节性，HOKA为发展主动力。FY2023UGG营收占比53.2%，HOKA占比39%，HOKA近年营收增速快于UGG，为公司发展主动力。由于UGG主产品雪地靴具有明显季节属性，Deckers营收在每年冬季达到高峰。
- DTC渠道扩张&切入运动鞋市场，开启第二增长曲线。2011年之前，公司依靠核心品牌UGG的热销，营收保持高增长。2012年到2016年，由于UGG产品单一且渠道运营低效，导致公司业绩下滑。自2017财年开始，公司通过DTC渠道扩张&HOKA发力运动鞋服赛道成功实现业绩增长，公司营业收入FY2017-FY2023CAGR达到18.75%。
- 开启多系列产品&国际化布局。2020年UGG开始推出运动鞋、凉鞋等多系列产品寻求新增长点。同时公司开启以欧洲为主、亚洲为辅的海外扩张计划。

➤ 冰雪旅游、户外运动成为行业新增长点

- 2021年开始鞋类市场销售情况得到明显改善。据Euromonitor统计，2021年全球鞋类商品零售额累计3567.79亿美元，同比增长18.30%，2023年全球鞋类市场规模达到3840.52亿美元，2018到2023年的全球鞋类市场CAGR为2.88%。Euromonitor预测2023-2028年CAGR将突破5%。
- 疫情后迎来全球化马拉松热潮。随着2022年赛事回归，荷兰等多个国家马拉松跑者数量与2021年相比成倍增长，我国马拉松赛事数量也在2023年迎来约12倍增长。马拉松热潮带动专业跑鞋销量增加。
- 冰雪旅游蓬勃发展带动中国市场相关消费。2014-2018年，中国冰雪市场规模逐步扩张，由1892亿元增长至4506亿元。2019年冬季由于疫情原因，市场规模略有回落。2023年跨省旅游开始复苏，哈尔滨旅游火热形成带动效应，中国旅游研究院发布的《中国冰雪旅游发展报告》预计2023-2024年冰雪季，我国冰雪休闲旅游人数实现25%至30%增长。冰雪旅游发展带动雪地靴销量增加。
- 户外运动转向大众市场，我国户外市场存在较大潜力。据Ipsos统计，2020-2022年全球户外运动用品市场CAGR为11.9%，预计2023-2025E市场CAGR达到4.7%，尽管增速放缓，但规模仍稳步上升。相比于欧美发达国家，我国户外运动起步晚且整体渗透率低。近年来TIKTOK等新兴内容平台的崛起推动户外运动出圈，在年轻群体中的普及度增加，从而拉动户外鞋服市场扩张。

➤ 专注精细化赛道，多元营销齐发力

- **UGG专注雪地靴领域，发力娱乐营销和品类营销赛道，引领时尚潮流。**UGG凭借名人效应以及联名合作，打造一系列爆款单品，吸引追求时尚潮流的新一代消费者，进一步巩固UGG在全球时尚市场的引领地位。根据不同使用场景，UGG在经典系列基础上推出多元系列产品，引起高话题度。比如随着春夏产品推行，FY2021第一季度UGG谷歌趋势搜索量增长76%。
- **HOKA专注性能跑鞋，着力赛事营销。**HOKA深耕性能跑鞋领域，产品矩阵包含缓震、竞速、速度训练、支撑等多个领域，鞋体重量轻且前后脚掌落差控制在5mm以内，贴近自然步态，提供舒适穿着体验。HOKA注重赛事营销，与多位马拉松及越野跑选手合作，并在2021年成为越野跑殿堂级赛事UTMB首位全球合作品牌和高科技鞋服合作伙伴。2022年UTMB赛事中，33.9%的跑者穿着HOKA参赛。
- **HOKA贯彻从零售到体验到社群的一站式服务理念。**直营体验店长期组织跑团活动并提供试穿体验，通过体验营销深度绑定消费者。跑者社区专栏和Humans of HOKA给跑者打造了一个沟通分享的平台，构建良好的跑步生态圈，提高客户粘度。
- **DTC渠道变革计划。**2016年2月公司官宣渠道重组计划，2018-2021财年关闭27家低效直营店；同时提升线上直营占比以及线下店铺店效，FY2015至FY2024前三季度，DTC渠道占总收入比重从34%提升到43.3%，+9.3pct。
- **国际化布局为未来发展重点。**为了扩张国际市场，UGG开设多个国际直营店，国际直营店较当地普通品牌门店ATV高约20%-25%，同时转化率显著高于普通门店，一定程度拉动在线业务发展。HOKA处于国际扩张早期阶段，积极推出融合不同国家文化的鞋履款式来打开国际市场。公司FY2024前三季度国际营收占比达33.4%，较FY2021+2.6pct。

➤ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司FY2024-2026年实现收入41.50/46.91/51.94亿美元，同比+14.4%/+13.0%/+10.7%；归母净利润6.91/7.77/8.65亿美元，同比+33.7%/+12.4%/+11.3%，2024年5月17日收盘价888.56美元，对应FY2024-2026年PE估值为33/30/27X。长期看好公司品牌矩阵成长与未来发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**经济环境风险；行业竞争风险；消费者偏好风险；原材料风险：原材料成本变动带来的风险；市场开拓及产品推广风险；高端化发展不及预期风险；国内市场与国际市场或不可完全对比；中美股市估值体系存在差异。

一、公司介绍：UGG维稳地基，HOKA助力增长

一、公司介绍：UGG维稳地基，HOKA助力增长

- 1.1 Deckers: 户外休闲鞋履业务为主, 品牌矩阵丰富
- 1.2 股权结构: 股权结构相对分散, 管理层激励制度良好
- 1.3 管理团队: 产业经验丰富, 曾在NIKE、PUMA等公司任职
- 1.4 历史复盘: 品牌矩阵持续扩张, 运动市场开启第二增长曲线
- 1.5 经营能力: 营收季节性明显, HOKA为发展主动力
- 1.6 盈利能力: 毛利率和净利率均处于行业前列
- 1.7 营运能力: 经营活动现金流上升, 营运能力居行业前列
- 1.8 分销策略: 多样化批发渠道, DTC业务相辅相成
- 1.9 消费者画像: 青中年人为主, 依靠搜索和自然流量

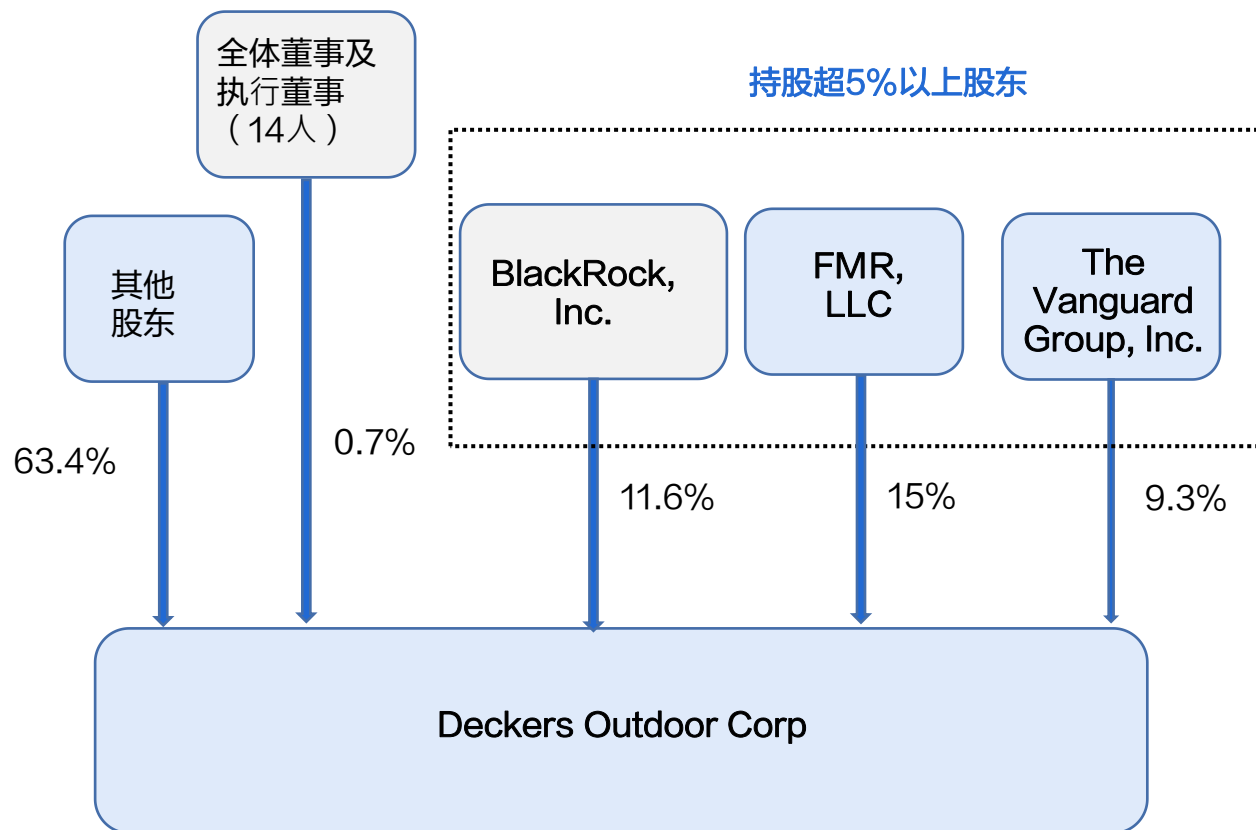
1.1 Deckers:户外休闲鞋履业务为主，品牌矩阵丰富

➤ Doug Otto和Karl F.Lopker于1973年在美国创立Deckers。公司以户外休闲鞋履和服装业务为核心，现拥有五个主要品牌：UGG、TEVA、HOKA ONE ONE、Koolaburra和SANUK。这些品牌定位于不同的市场和消费群体，满足消费者在户外休闲和时尚领域的多样化需求。据Euromonitor统计结果，Deckers在2023年全球鞋类市场份额排名中位列第9，约占1.1%的市场份额。

Deckers	UGG	HOKA ONE ONE	TEVA	SANUK	Koolaburra
创建时间	1978年	2009年	1984年	1997年	1991年
收入体量 (2023财年)	19.3亿美元	14.1亿美元	1.8亿美元	0.38亿美元	0.64亿美元 (以Koolaburra为主的所有其他品牌营收总和)
被收购时间	1995年	2012年	2002年	2011年	2015年
简介	<ul style="list-style-type: none"> 一位澳大利亚冲浪者在加利福尼亚海岸创立，以其经典靴子而闻名。 	<ul style="list-style-type: none"> 由户外运动爱好者Jean-Luc Diard和Nico Mermoud创立，为各种类型的运动员生产高性能鞋类和服装。 	<ul style="list-style-type: none"> Teva专注于户外运动凉鞋和拖鞋。 	<ul style="list-style-type: none"> Sanuk起源于南加州冲浪文化，专注于男女童全系列鞋类产品，保持低调风格和舒适感。 	<ul style="list-style-type: none"> Koolaburra品牌灵感源自圣巴巴拉 (Santa Barbara)，其产品包括雪地靴和其他冬季鞋履。
主力产品价格	40-500美元	50-275美元	16.99-165美元	13.99-100美元	39.99-99.99美元
主要市场	<ul style="list-style-type: none"> 美国、加拿大、欧洲、亚太地区和拉丁美洲 	<ul style="list-style-type: none"> 美国、加拿大、欧洲、亚太地区和拉丁美洲 	<ul style="list-style-type: none"> 美国、加拿大、欧洲、亚太地区和拉丁美洲 	<ul style="list-style-type: none"> 美国 	<ul style="list-style-type: none"> 美国、加拿大
目标人群	<ul style="list-style-type: none"> 追求时尚、保暖、舒适并关注品质的消费者 	<ul style="list-style-type: none"> 面向跑步爱好者，包括长跑、越野和徒步等运动 	<ul style="list-style-type: none"> 喜欢户外活动，尤其是水上活动的消费者 	<ul style="list-style-type: none"> 寻求轻松、休闲和潮流的消费者 	<ul style="list-style-type: none"> 追求时尚和舒适的消费者

1.2 股权结构：股权结构相对分散，管理层激励制度良好

- 截至2023年6月30日，Deckers共有三位持股超5%以上的股东，分别为FMR, LLC, BlackRock, Inc.以及The Vanguard Group, Inc.。其中，FMR, LLCc持股最多，占公司总股权的15%。
- 公司为了激励并长期保留管理层，设置了高管薪酬计划。由于大部分的奖金以股权形式支付（>70%），股票业绩与总薪酬直接关联，管理层和股东利益高度一致。



注：上述股权结构图截至2023年6月30日。



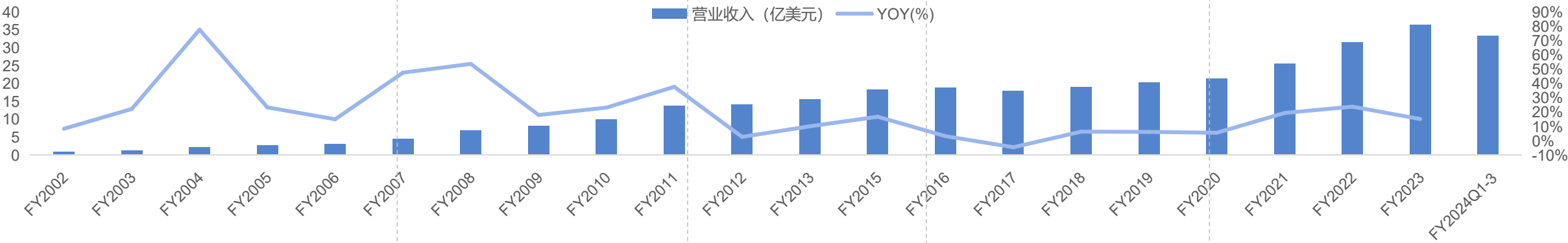
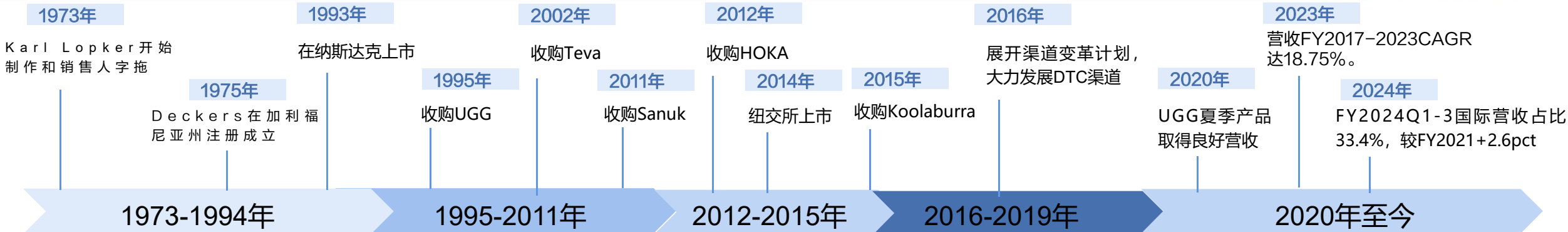
1.3 管理团队：产业经验丰富，曾在NIKE、PUMA等公司任职

姓名	职务	加入公司时间	主要过往经历
Dve Powers	首席执行官、总裁	2012年	在营销、产品方面拥有丰富经验，曾在Converse Inc.、NIKE, Inc.等多个公司担任过高级管理职务。于2012年8月加入Deckers并担任业务总裁，2014年1月被任命为全渠道总裁，2015年3月被任命为总裁，2016年6月被任命为首席执行官并加入董事会。
Steven J.Fasching	首席财务官	2011年	在财务和战略规划等方面拥有超过31年的经验，曾在Princess Cruise Lines, Ltd.担任财务总监五年。2011年加入Deckers担任财务规划副总裁，于2018年6月被任命为首席财务官。
Angela Ogbechie	首席供应链官	2008年	担任过多个高级供应链职位，在全球需求规划、物流、分销和履行方面拥有丰富的经验。2021年11月起担任Deckers全球运营和供应链战略高级副总裁，2022年6月被任命为公司首席供应链官。
Stefano Caroti	首席商务官	2015年	在综合管理、销售、零售、产品、营销、业务战略和品牌管理方面拥有超过32年的行业经验。2008-2014年间担任PUMA首席商务官兼董事总经理，在NIKE公司担任过多个高级管理职位。2015年11月起担任Deckers全渠道总裁，2023年4月被任命为首席商务官。
Anne Spangenberg	时尚生活方式集团总裁	2022年	在全渠道零售领域拥有超过25年的经验。曾在NIKE公司工作了13年并担任首席商务官，此前还在Gap和梅西百货西部公司担任过领导职务。于2022年7月加入Deckers并被任命为时尚生活集团总裁。

领导层变动：根据FY2024Q3业绩会，首席执行官Dave Powers将于2024年8月1日辞去首席商务官和总裁职务，仅担任董事会成员，首席商务官Stefano Caroti接替其职位。

注：管理层信息截至2024年4月18日。

1.4 历史复盘：品牌矩阵持续扩张，运动市场开启第二增长曲线



起源于人字拖的美国公司

1973年, 在加利福尼亚州圣巴巴拉, Deckers创始人创造了一种新型鞋类。凭借其简单而创新的条纹设计, Deckers人字拖席卷了冲浪生活方式市场。

UGG单品牌推动业绩增长

收购UGG之后, 公司注重UGG品牌打造, 2002至2011财年公司营收CAGR达到19.87%。

产品单一问题凸显

行业增速放缓, UGG产品单一且模仿者众多, 线下渠道效率低, 公司收入增速放缓。

DTC渠道&运动市场发力

2016年开始大力发展DTC渠道, 注重HOKA品牌运营, 正式进军运动鞋市场, 开启第二增长曲线。

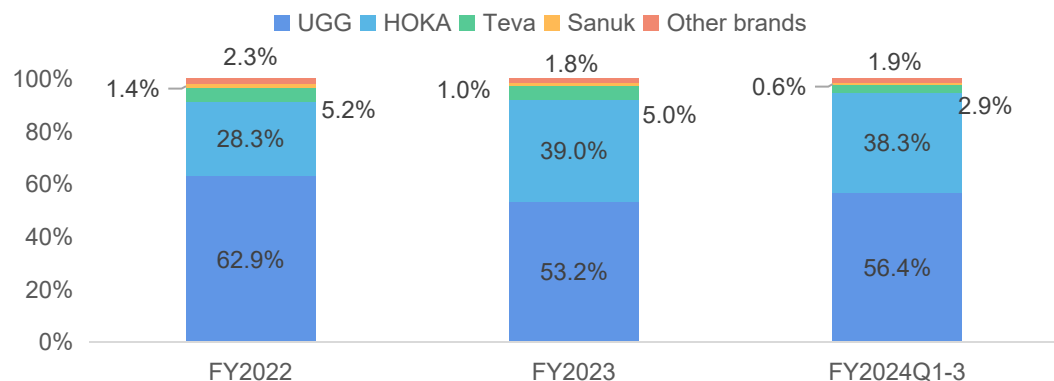
开启多系列产品&国际化布局

为了打破产品单一问题带来的增长困境, UGG推出了运动鞋、凉鞋等多系列产品寻求新增长点。公司开启以欧洲为主、亚洲为辅的海外扩张计划。

1.5 经营能力：营收季节性明显，HOKA为发展主动力

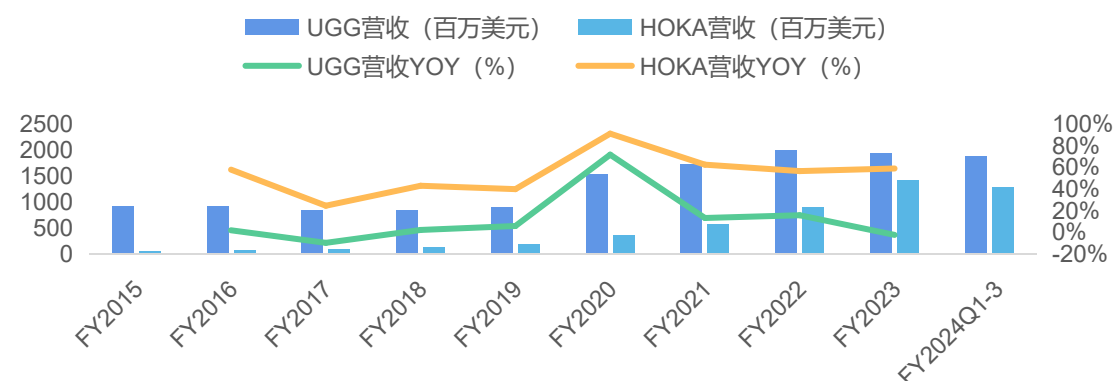
UGG和HOKA为主要收入来源

FY2022-2024Q3公司各品牌收入占比 (%)



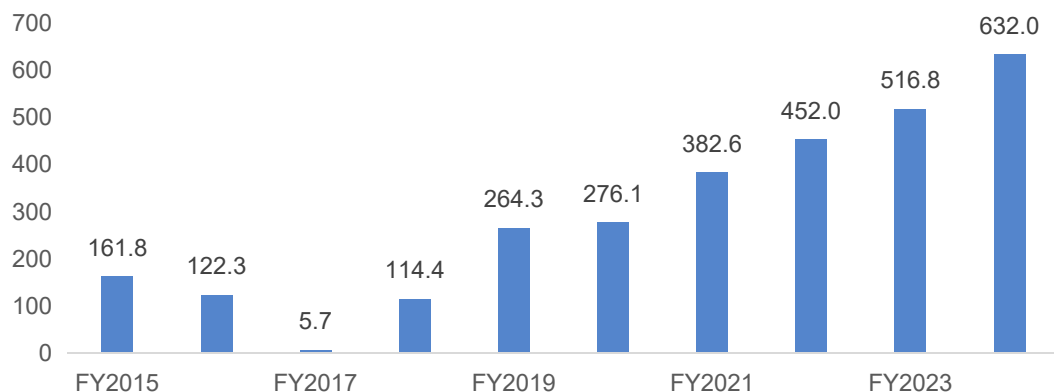
FY2015-2023HOKA增速快于UGG，为公司发展主动力

FY2015-2024Q3主品牌营收 (百万美元) 及YOY (%)



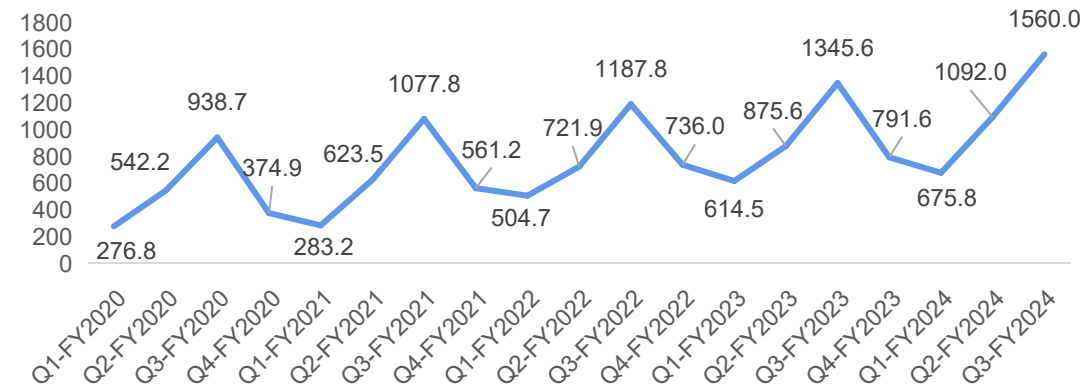
FY2016-2017渠道变革费用率增高，净利润达到低谷，之后六年稳定增长

FY2015-2024Q3公司净利润(百万美元)



公司营收季节性明显，冬季达到峰值

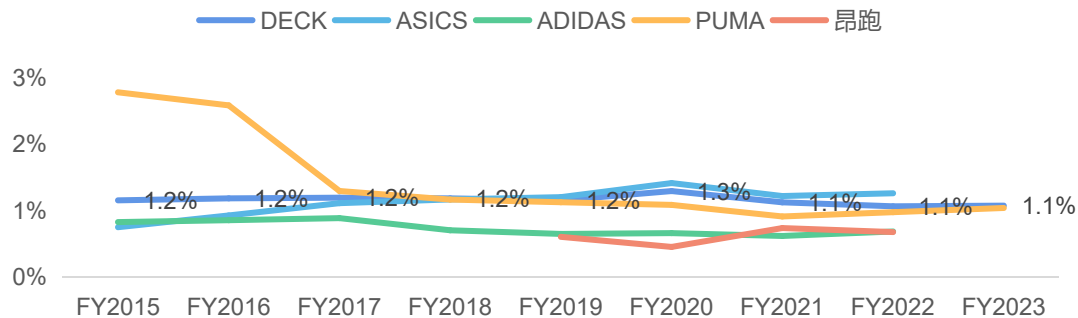
FY2020-2024Q3公司季度营收 (百万美元)



1.6 盈利能力：毛利率和净利率均处于行业前列

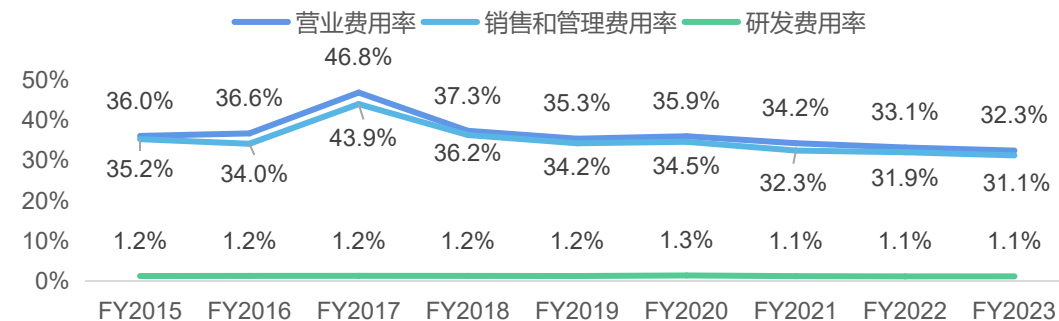
DECK研发费用率处于行业平均水平

FY2015-2023各鞋类公司研发费用率(%)



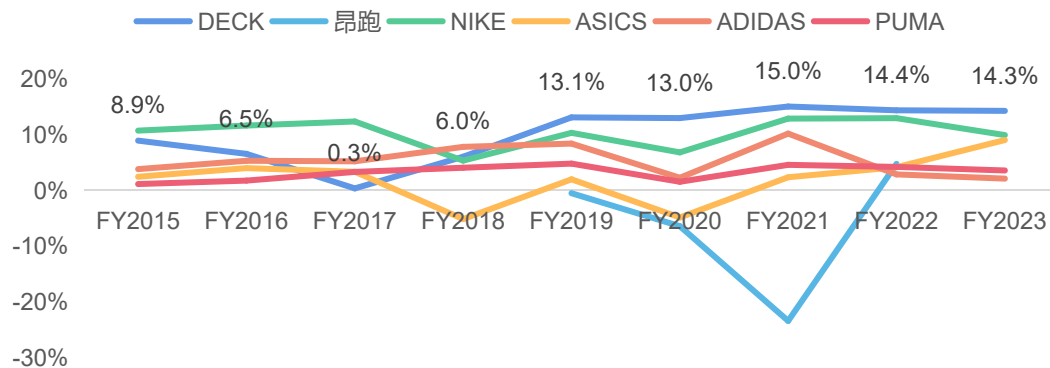
DECK 2017财年渠道重组，费用率达到高峰，之后呈缓慢下降趋势

FY2015-2024Q3Deckers费用率(%)



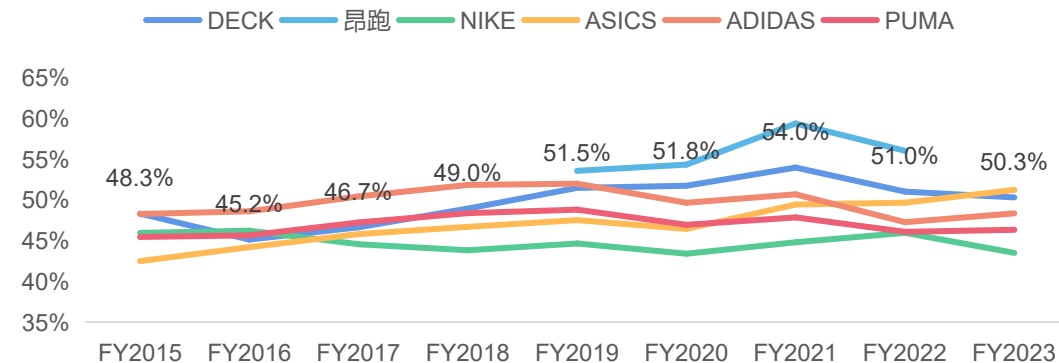
DECK 2017财年费用率高峰导致净利率下跌，FY2019起稳定在13%以上

FY2015-2023各鞋类公司净利率(%)



DECK 2019财年起毛利率50%以上，FY2022受高运费、批发增长影响下跌

FY2015-2023各鞋类公司毛利率(%)

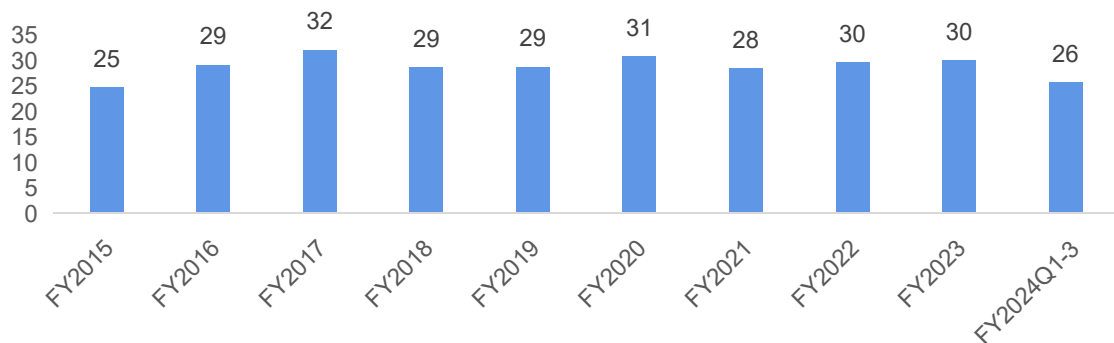


注：DECK财年为每年4月1日至次年3月31日，昂跑、ASICS、ADIDAS和PUMA的财年为自然年，NIKE财年为每年6月1日至次年5月31日。

1.7 营运能力：经营活动现金流上升，营运能力居行业前列

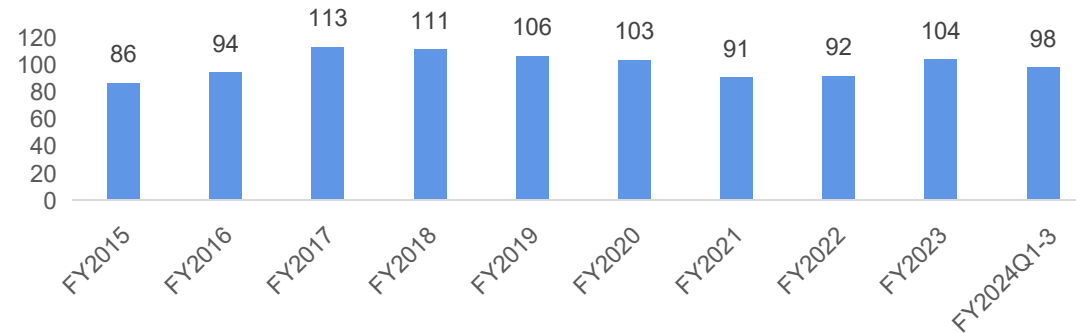
应收账款周转天数稳定在30天左右

FY2015-2024Q3公司应收帐款周转天数(天)



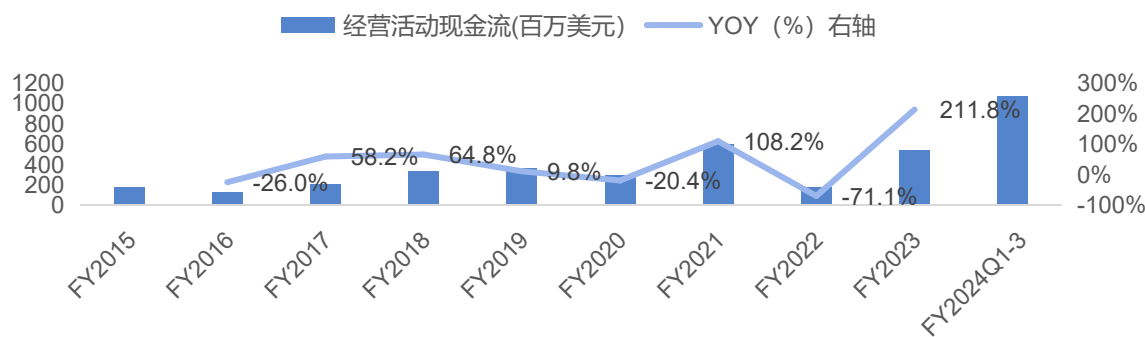
据FY2017Q4业绩会，关闭160门店和约400批发渠道，积压订单同比+6.6%

FY2015-2024Q3公司存货周转天数(天)



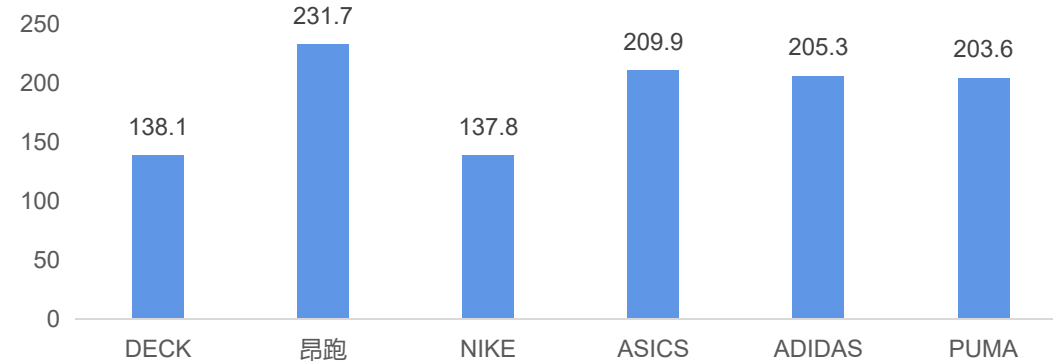
现金流整体呈上升趋势，FY2022供应链危机-71.1%，次年恢复

FY2015-2024Q3公司经营活动现金流(百万美元)及YOY(%)



DECK营运周转能力位于行业前列

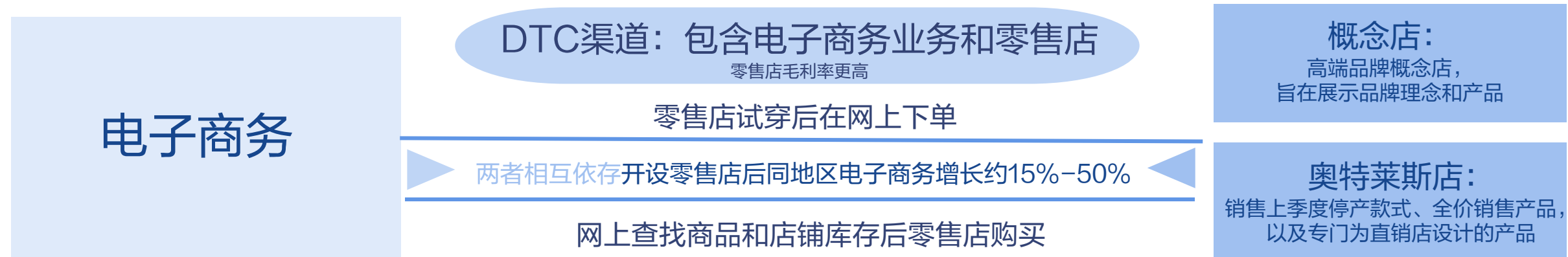
FY2023各鞋类公司营运周转天数(天)



注：DECK财年为每年4月1日至次年3月31日，昂跑、ASICS、ADIDAS和PUMA的财年为自然年，NIKE财年为每年6月1日至次年5月31日。

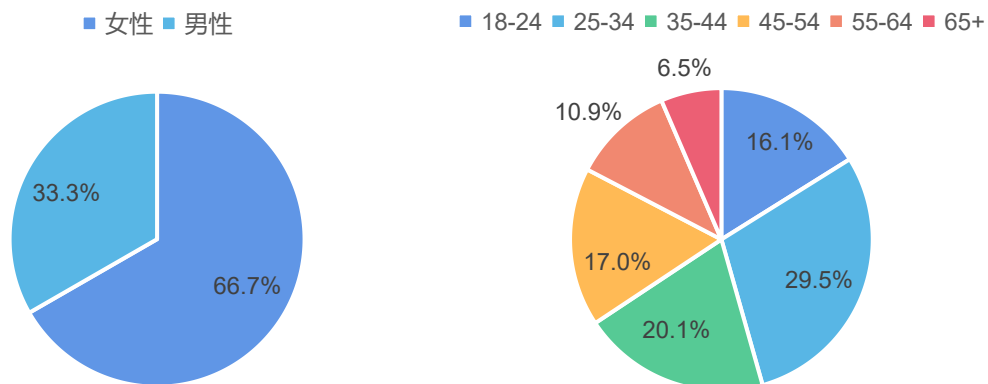
1.8 分销策略：多样化批发渠道，DTC业务相辅相成

主要批发渠道	UGG	HOKA	TEVA	SANUK	其他品牌 (Koolaburra 为主)
时尚生活零售商 (如Urban Outfitters)	√		√		
国内高端百货商店 (如Nordstrom、Dillard's和Macy's)	√	√	√	√	√
街头潮流和运动风格合作伙伴 (如Footlocker和Journey's)	√	√		√	
线零售商 (如Amazon.com、Zappos.com和Zalando.com)	√	√	√	√	√
全服务国内专业零售商 (如Fleet Feet和Road Runner Sports)		√			
户外零售商 (如REI)		√	√		
其他战略合作伙伴 (如DICK'S Sporting Goods和Running Warehouse)		√	√		
大型全国性零售连锁店 (如Famous Footwear和DSW)			√	√	√
其他国际批发渠道 (如Intersport和United Arrows)		√	√		

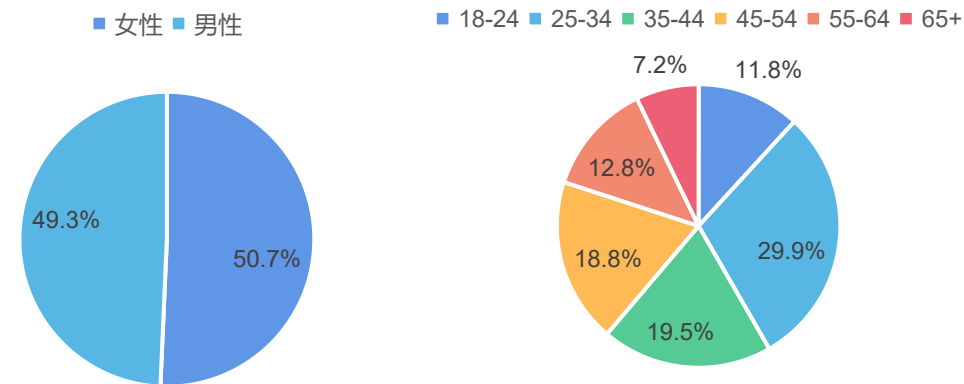


1.9 消费者画像：青中年人为主，依靠搜索和自然流量

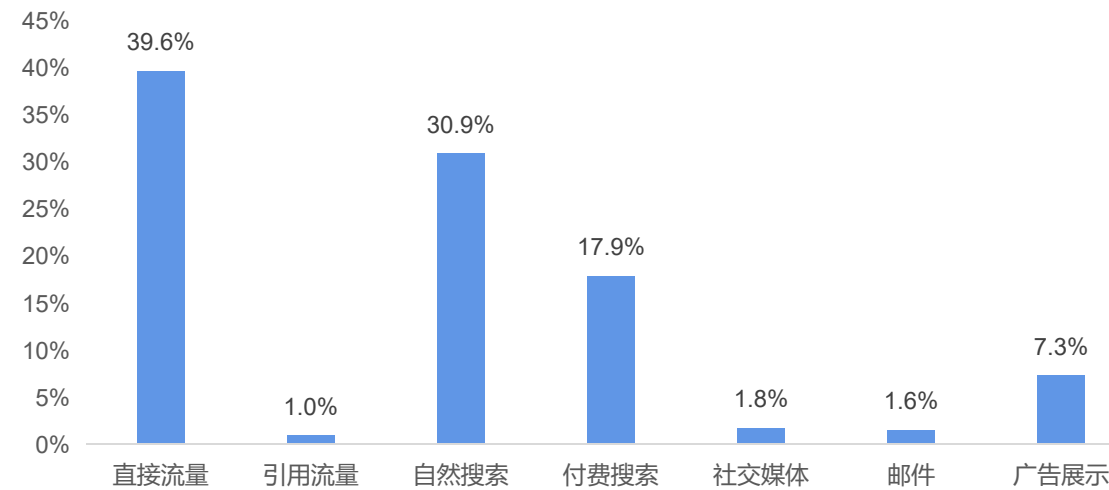
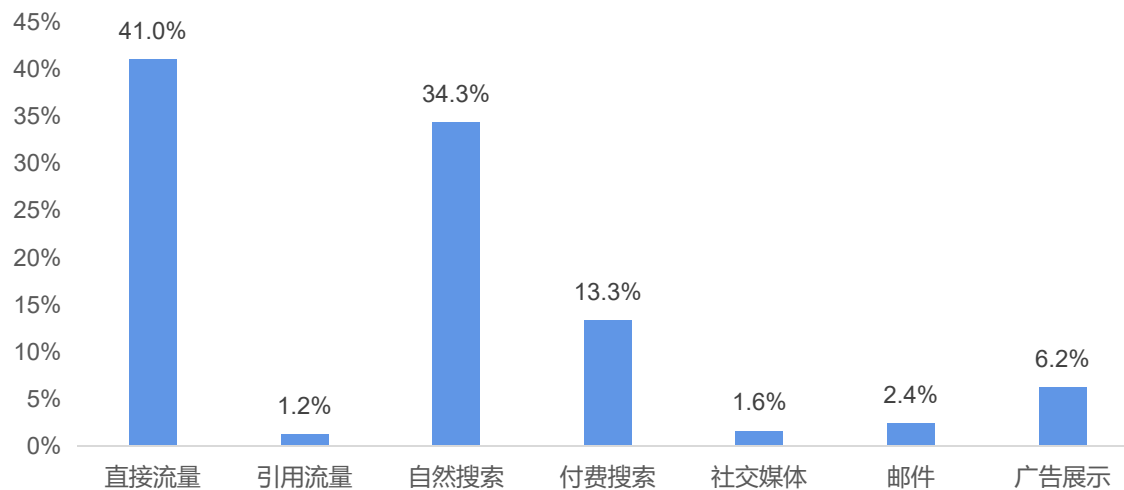
UGG官网流量性别分布：青中年女性为主



HOKA官网流量分布：中年人为主，性别分布均匀



UGG和HOKA官网流量来源：直接流量为主，自然搜索次之



注：源于similarweb统计的ugg.com和hoka.com2024年3月流量数据。

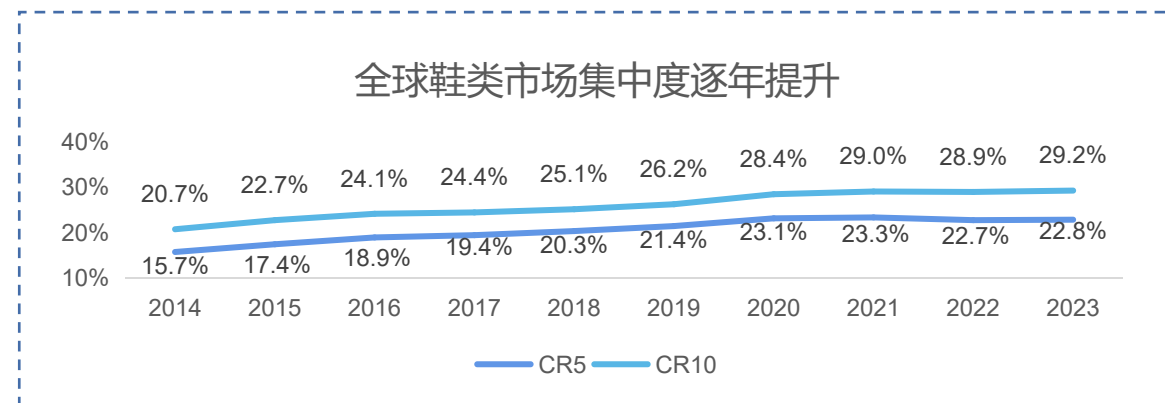
二、鞋类行业：市场集中度提高，零售电商逐渐崛起

二、鞋类行业：市场集中度提高，零售电商逐渐崛起

- 2.1 全球鞋类市场：2021年起市场回暖，市场集中度逐年提高
- 2.2 全球运动鞋服市场：两超多强格局，市场规模有望稳健增长
- 2.3 消费者偏好：线下购物为主，2018-2023年零售电商逐渐崛起
- 2.4 户外运动：新兴平台推动户外活动出圈，拉动户外鞋服市场扩张
- 2.5 马拉松+跑步：疫情推动全球化马拉松热潮
- 2.6 冰雪旅游：冰雪旅游蓬勃发展带动中国市场相关消费

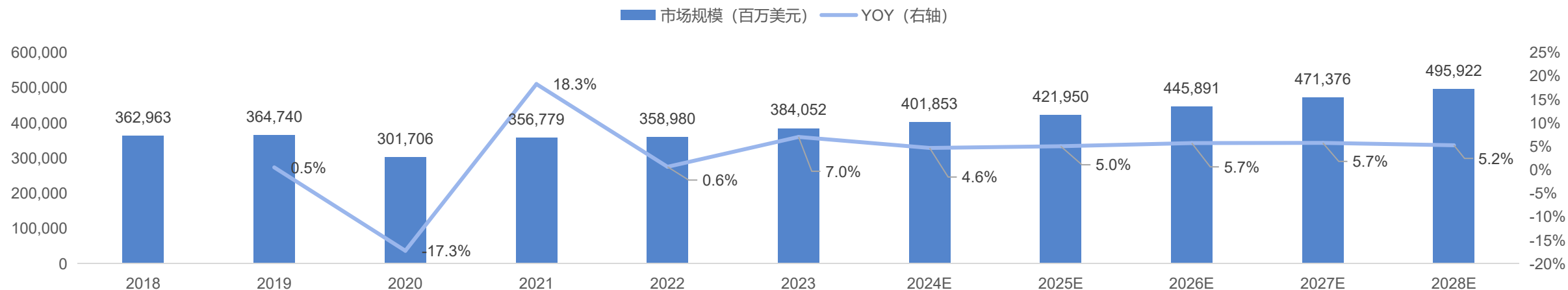
2.1 全球鞋类市场：2021年起市场回暖，市场集中度逐年提高

	2018-2023 CAGR	2023-2028E CAGR
童鞋	1.7%	5.9%
男鞋	1.3%	5.2%
女鞋	0.8%	5.1%



➤ 2021年开始全球鞋类市场的销售情况得到明显改善。据Euromonitor统计，2021年全球鞋类商品零售额累计3567.79亿美元，同比增长18.30%，2023年全球鞋类市场规模达到3840.52亿美元，2018年到2023年的全球鞋类市场CAGR为2.88%。根据Euromonitor预测2023-2028年CAGR将突破5%。

2009-2023年全球鞋类市场规模（百万美元）及同比增速（%）

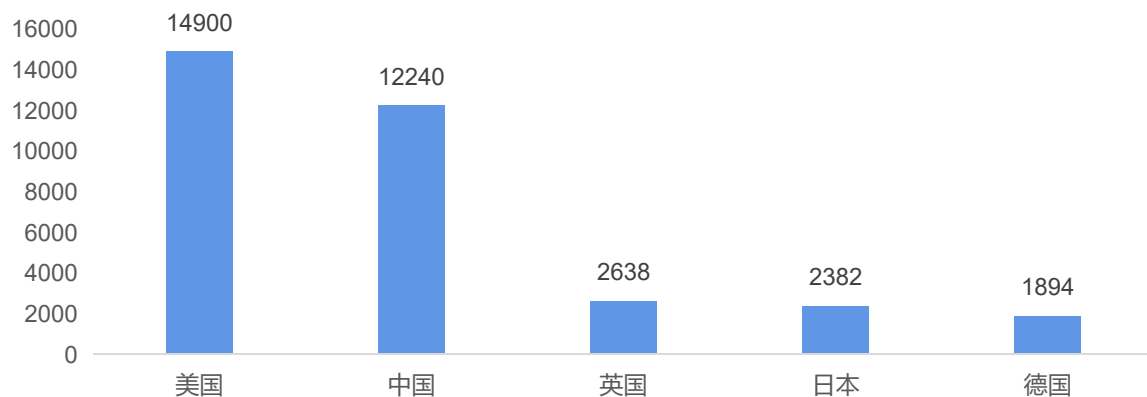


2.2 全球运动鞋服市场：两超多强格局，市场规模有望稳健增长

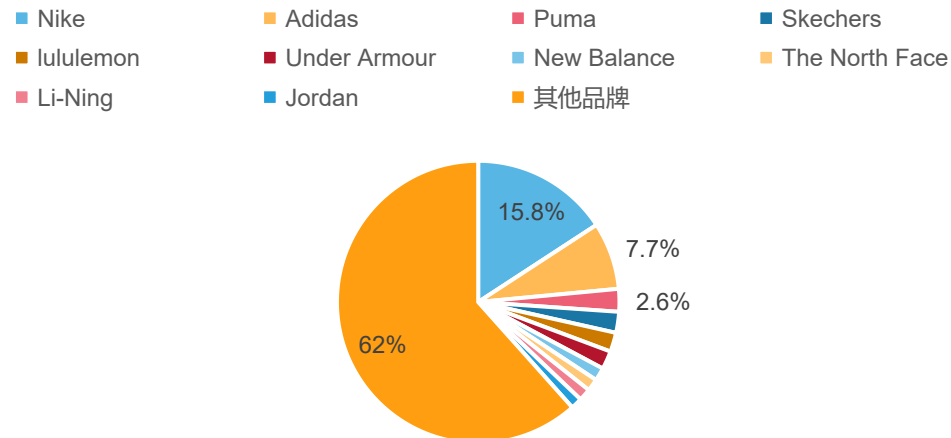
2023年各国运动鞋市场：美国为最大市场，中国位居第二

- 目前全球运动鞋产品主要市场集中在两类地区，一类是经济发达地区，如美国、欧盟、日本等，另一类是人口众多的地区，如中国、印度等。
- 经济发达地区运动产业成熟，运动鞋作为必需品其复购频率较高。
- 人口众多区域如中国、印度等，随着对健康的重视和消费升级，更多的人开始参与体育活动从而促进运动鞋消费成长。
- 新兴运动方式发展和运动鞋技术革新，也推动市场稳定成长。

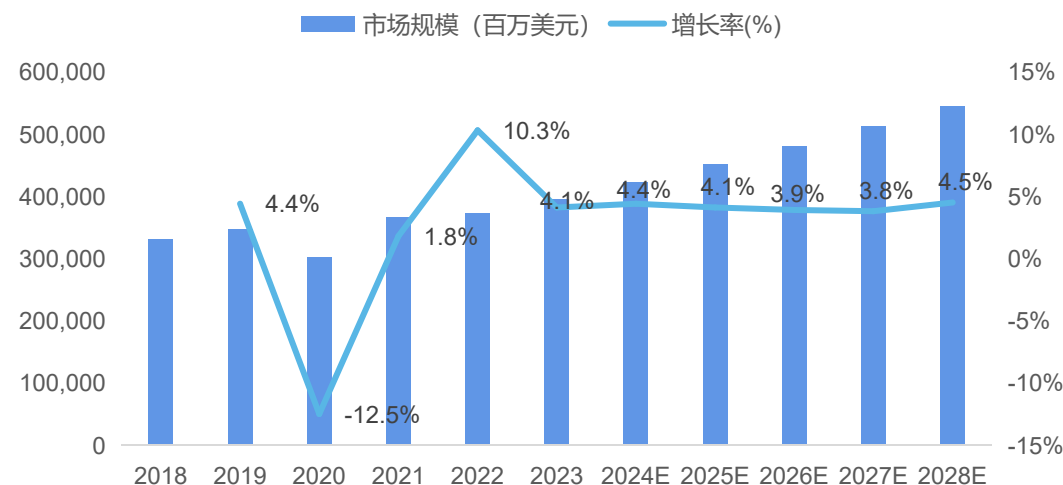
2023年全球前五大运动鞋市场营收（百万美元）



2023年各品牌所占全球运动鞋服市场份额：CR10为38%

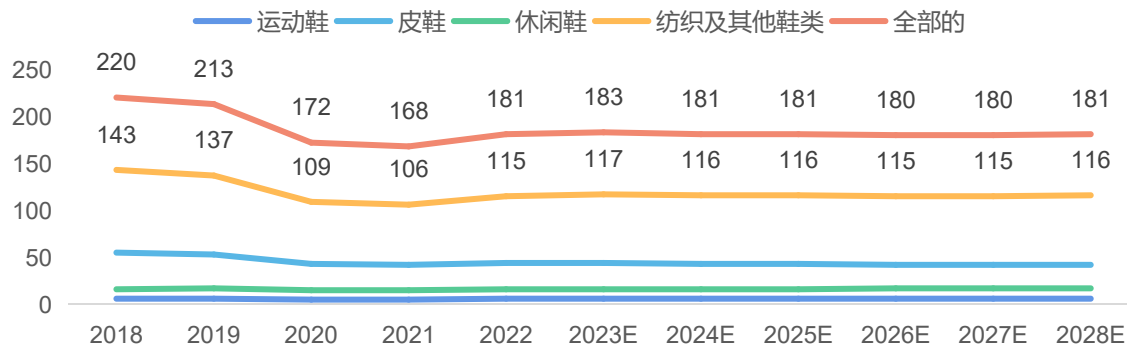


全球运动鞋服市场规模：Euromonitor预计2024突破4219亿美元



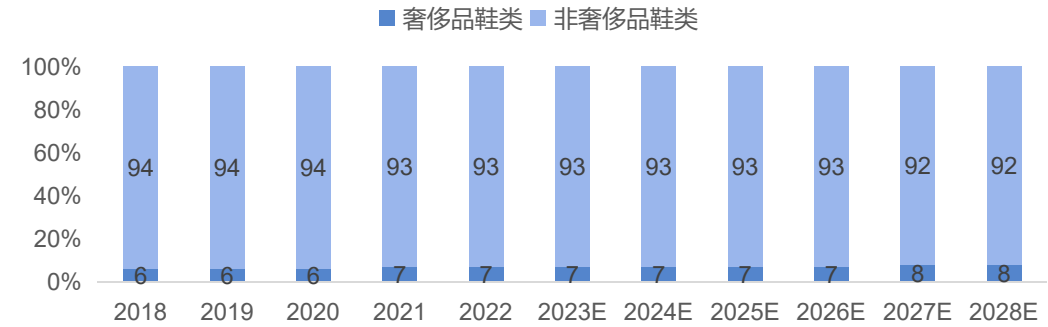
2.3 消费者偏好：线下购物为主，2018-2023年零售电商逐渐崛起

2018-2028E全球年人均鞋类产品购买量 (双/百人)



注：预测机构Euromonitor

2018-2028E全球鞋类市场营收中奢侈品和非奢侈品比重 (%)

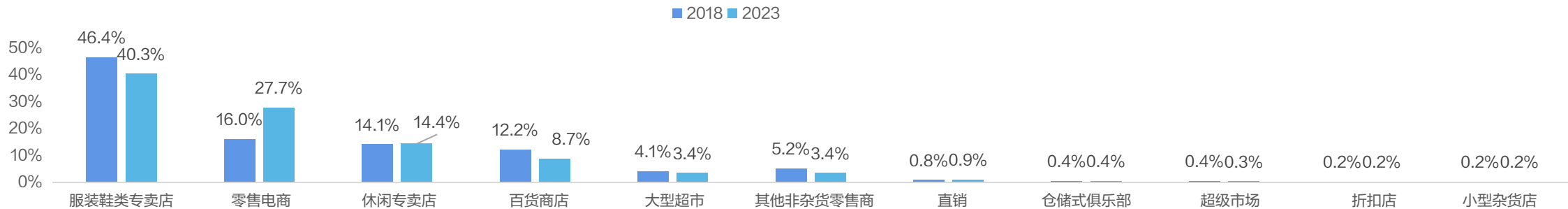


注：预测机构Euromonitor

➤ **年人均鞋类产品购买量回升，纺织及其他鞋类需求高。**据Euromonitor统计，全球人均鞋类产品购买量从2018年开始下降，于2021年达到168双/百人。2022年鞋类产品购买量回升至181双/百人，其中纺织及其他鞋类115双/百人，为需求量最大品类。

➤ **奢侈品鞋类营收缓慢攀升，非奢侈品鞋类营收占主导。**2018至2020年期间，奢侈品鞋类产品仅占鞋类产品总营收的6%，2021年达到7%，并预计将于2027年攀升至8%。整体来看，非奢侈品鞋类占据绝对主导地位。

2018和2023年全球消费者鞋类产品购买渠道占比：线下购物仍是主流，零售电商逐渐崛起



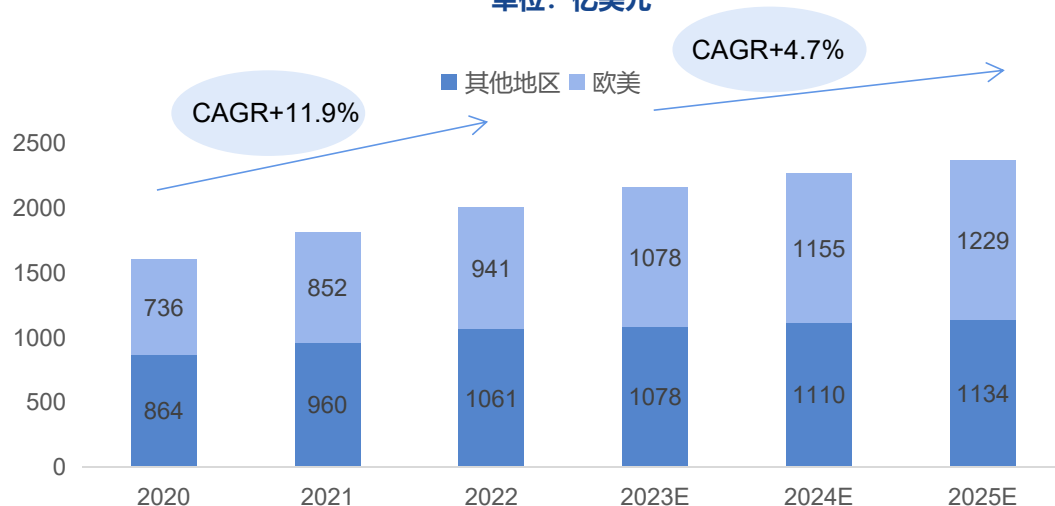
2.4 户外运动：新兴平台推动户外活动出圈，拉动户外鞋服市场扩张

➤ 户外运动转向大众市场，欧美国家渗透率达50%以上。据Ipsos统计，2020-2022年全球户外运动用品市场CAGR为11.9%，预计2023-2025E市场CAGR为4.7%，尽管增速放缓，但规模仍稳步上升。相比于欧美发达国家，我国的户外运动起步晚且整体渗透率低。近年来TIKTOK等新兴内容平台的崛起逐步推动户外活动出圈，在年轻群体中的普及度增加，从而拉动户外鞋服市场扩张。



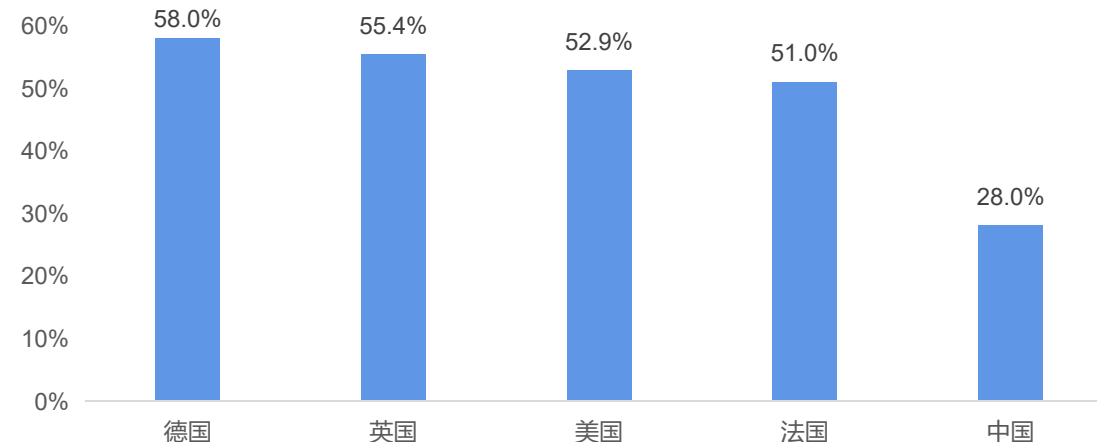
全球户外运动用品市场规模稳步上升

单位：亿美元



注：调查及预测机构为Ipsos

2021年各国户外运动渗透率：
欧美国家渗透率达50%以上，我国仅有28%

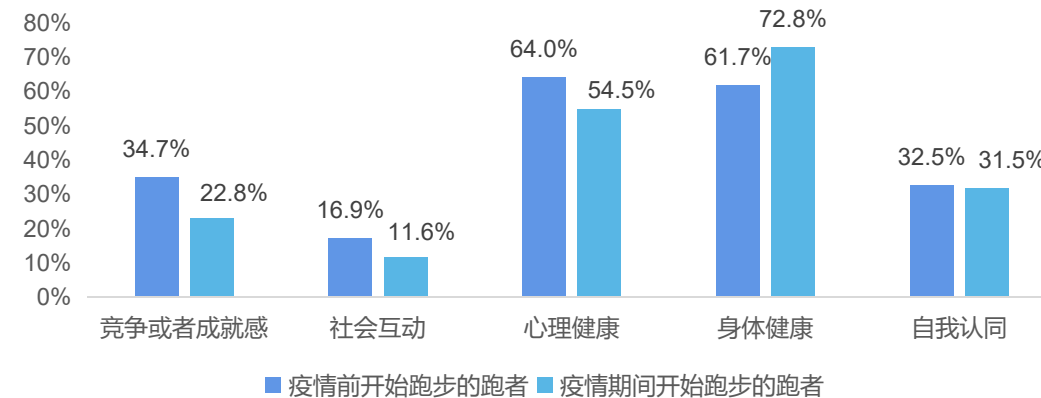


注：数据来源为观研天下数据中心

2.5 马拉松+跑步：疫情推动全球化马拉松热潮

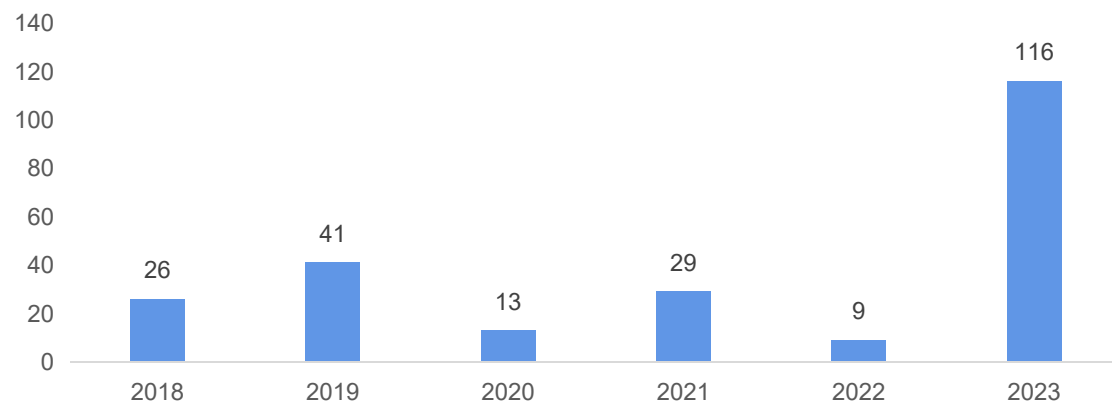
- 疫情促使人们提高对身体健康的重视程度，吸引众多新跑者加入。根据2023年Runrepeat的调查结果，28.76%的跑步者在疫情期间开始跑步，其中72.8%新冠期间加入的跑步者以身体健康为首要动机，这一比例与疫情前开始跑步的跑者相比高出18.03%。
- 疫情结束后全球马拉松赛事高速增长。据Strava统计数据，随着2022年赛事回归，参与马拉松的跑者比例与2021年相比成倍增长，比如荷兰跑者人数增长了2.7倍。在中国大陆，2023年世界田联认证大陆地区马拉松数量同比增长约12倍。
- 跑步热潮带动跑鞋市场崛起。根据Runrepeat报道，截至2020年6月，高性能跑鞋销量同比增长32%，预计2021-2026年全球运动鞋复合年增长率为4.56%。

不同跑步目的的跑者占比 (%)

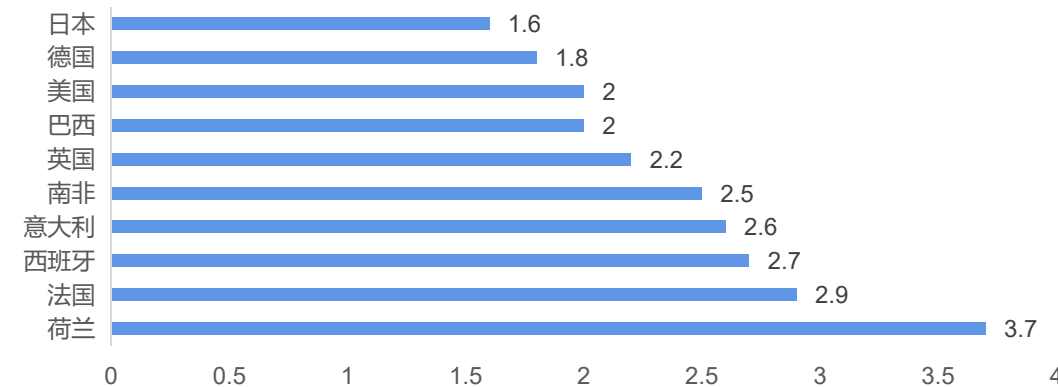


注：Runrepeat基于3961名跑步者的调查结果

世界田联认证大陆地区马拉松数量 (场)

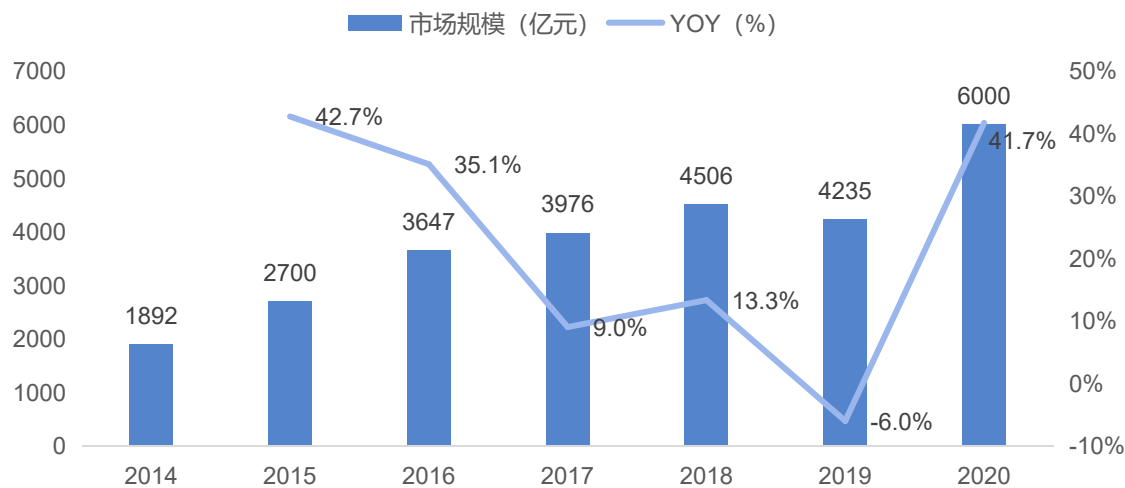


Strava上各国2022年跑马拉松人数增加比例 (倍)

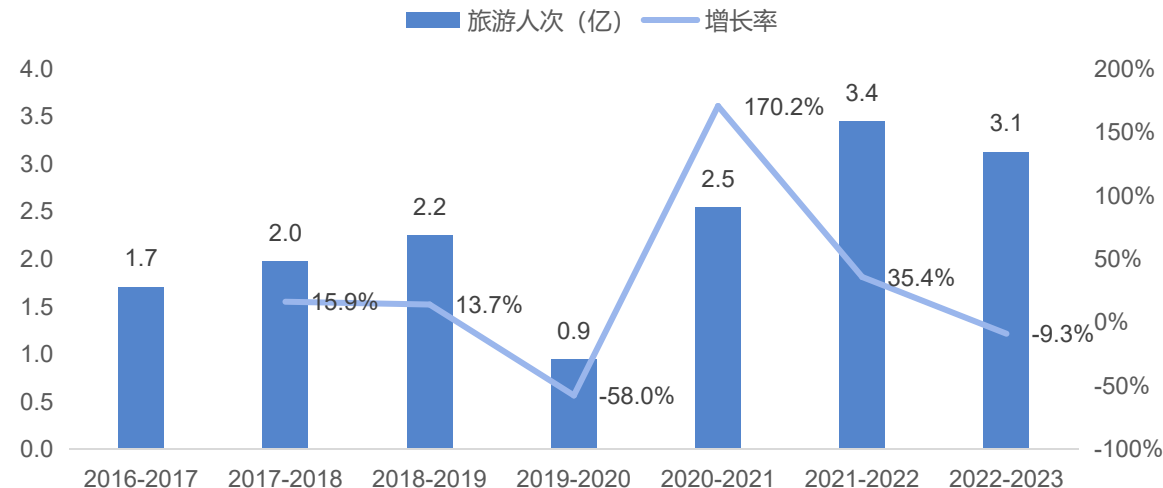


2.6 冰雪旅游：冰雪旅游蓬勃发展带动中国市场相关消费

中国冰雪产业市场规模



2016-2023年中国冰雪旅游人次情况



我国冰雪旅游高质量发展策略

未来发展目标

标杆引领：哈尔滨旅游火热形成带动效应

2023—2024冰雪季，我国冰雪休闲旅游人数实现25%至30%的增长率，收入达到5500亿元

预测机构：中国旅游研究院

跨省异地游快速复苏 年轻人群消费潜力凸显

多业态融合
扩大高质量产品供给，发挥多业态融合带动作用

推行数字化
提升行业线上化和数字化程度，提升冰雪消费便利度

打造品牌效应
提高目的地城市治理和旅游服务水平，形成良好品牌效应

三、公司优势：专注精细化赛道，多元营销齐发力

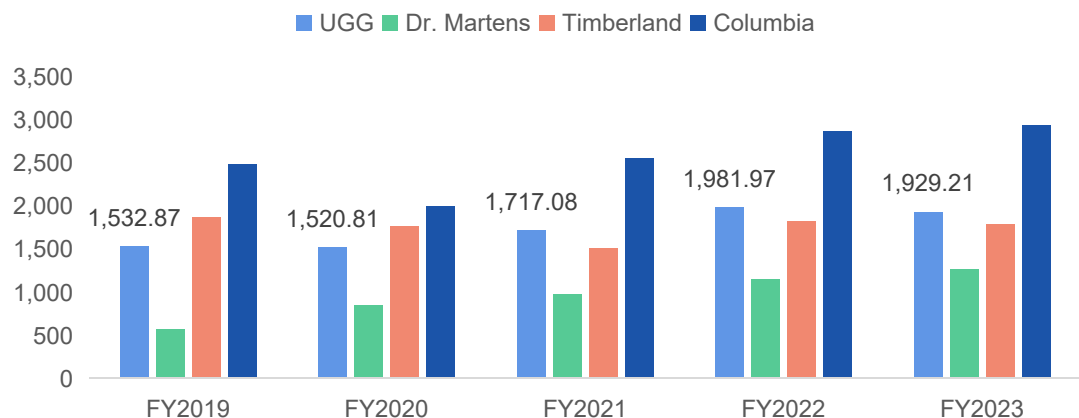
三、公司优势：专注精细化赛道，多元营销齐发力

- 3.1.1 UGG：专注雪地靴领域的中高端鞋靴品牌
- 3.1.2 UGG品牌辨识度：借助潮流效应和社会趋势，“丑”鞋崛起
- 3.1.3 UGG品类营销：时尚联名打造爆款单品，多元系列覆盖六大场景
- 3.1.4 UGG娱乐营销：名人效应提升品牌曝光度，引领时尚风潮
- 3.1.5 UGG面料优势：高品质羊皮基础上进行环保再升级
- 3.2.1 HOKA：小众户外跑鞋品牌
- 3.2.2 HOKA美国市场：知名度欠佳，中年人和女性助力品牌扩张
- 3.2.3 HOKA极繁主义：轻质厚底缓冲跑鞋，提供出色支撑
- 3.2.4 性能跑鞋对比：HOKA性价比高于昂跑，前后掌落差小
- 3.2.5 HOKA赛事营销：合作顶尖越野赛事，占据跑圈主导地位
- 3.2.6 HOKA品牌运营：注重一站式服务理念，满足个性化需求
- 3.2.7 HOKA社群营销：线上线下紧密联动，联结多元社群体系
- 3.3 渠道重组计划：DTC占比十年提升+9.3pct
- 3.4 国际化布局：注重产品本土化，疫情后国际营收占比回升
- 3.5 Dekcers，亚瑟士，昂跑股价及估值分析
- 3.6 HOKA和UGG中国区单店模型

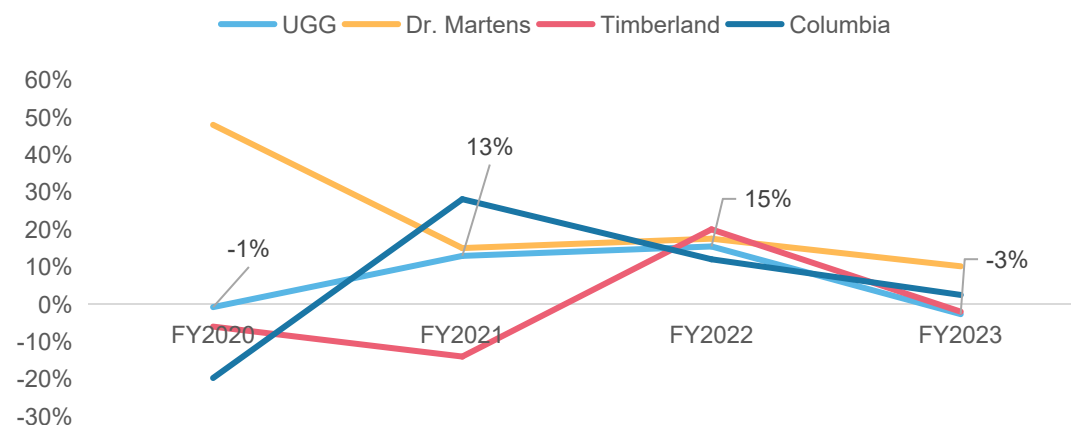
3.1.1 UGG: 专注雪地靴领域的中高端鞋靴品牌

➤ UGG专注于鞋靴市场，以经典雪地靴为主，女性鞋类产品SKU数量高于男性鞋类产品，其定价高于大部分户外鞋靴品牌。综合各个平台用户评价数据，UGG鞋类产品具备一定的极地属性，无绑带设计增强了穿脱便利性，皮毛一体材料带来较强舒适性和保暖性。

FY2019-2023各品牌营业收入 (百万美元)



FY2020-2023各品牌营收增速 (%)



各品牌官网鞋类产品数据

品牌	女性产品数量 (双)	女性产品价格 (美元)	男性产品数量 (双)	男性产品价格 (美元)	经典款价格 (美元)
UGG	193	55.99-500	117	50-500	160
Dr.Martens	183	65-240	143	59-240	170
Timberland	251	40-1116.99	149	40-295	119.99
Columbia	110	18.75-160	143	18.75-160	89.95

综合各平台经典款鞋靴用户评价

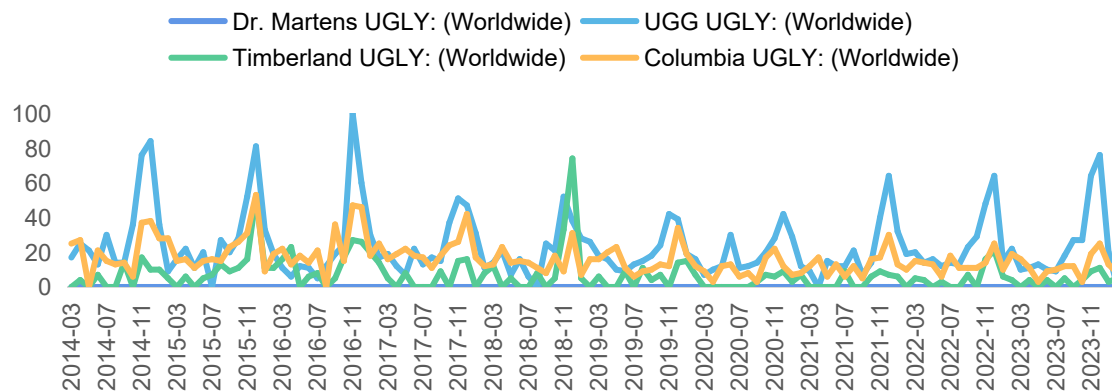
品牌	极地属性	防滑性	防水性	舒适性	穿脱方便
UGG	✓			✓	✓
Dr.Martens		✓			
Timberland		✓	✓		
Columbia		✓	✓		

3.1.2 UGG品牌辨识度：借助潮流效应和社会趋势，“丑”鞋崛起

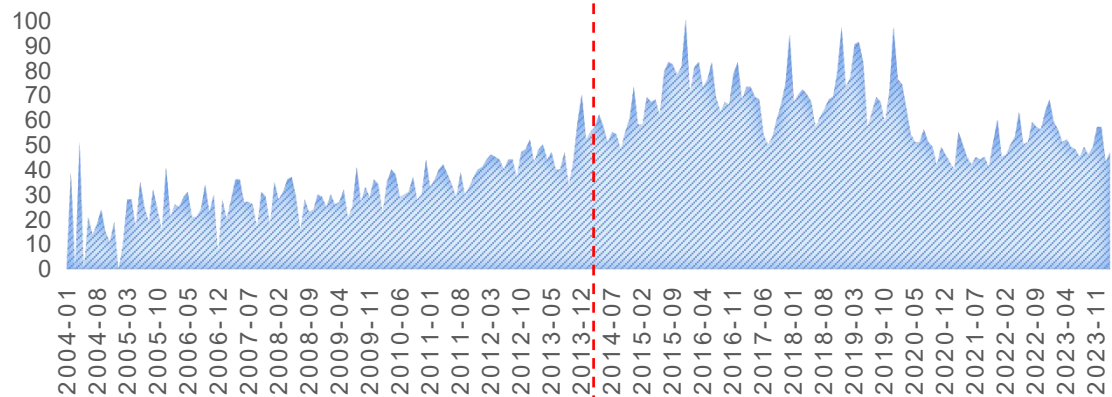
- **与“丑”绑定的雪地靴品牌：**根据谷歌趋势提供的数据，相比于Dr.Martens、Timberland等鞋靴品牌，“UGG+ugly”词条热度更高，在2016年达到讨论峰值。
- **个性和自由成为主流：**UGG成功地借助了社会文化的转变，将“丑”鞋趋势融入其品牌DNA。随着社会对个性和自由表达的追求，在这一趋势中找到了自己的位置。品牌通过与时尚界的合作和独特的宣传活动，将其产品成功地定位为个性和自信的象征。
- **“丑鞋”时尚将持续发力：**知名时尚杂志VOGUE在2023年10月做出预测，2024年“丑鞋”流行趋势将进一步扩张。

2014-2023年谷歌丑鞋搜索趋势与” UGG UGLY”同步变化

2014-2023年各鞋靴品牌“丑”相关谷歌热度变化趋势



2004-2023年“丑鞋”词条谷歌热度变化趋势



BRITISH VOGUE

FASHION

Brace Yourself For Even More “Ugly” And “Wrong” Shoes In 2024

BY DANIEL RODGERS
3 October 2023

3.1.3 UGG品类营销：时尚联名打造爆款单品，多元系列覆盖六大场景

➤ **多元系列覆盖六大场景：**UGG品牌除了适合日常穿搭的经典雪地靴系列之外，还专门针对雨雪天气、极寒天气、室内居家、休闲运动、夏季休闲等场景推出了专门的系列产品。这些系列产品极大缓解了UGG产品单一化问题并拉动品牌热度，比如随着春夏产品推行，FY2021第一季度UGG在Google Trends上的搜索量增长了76%。

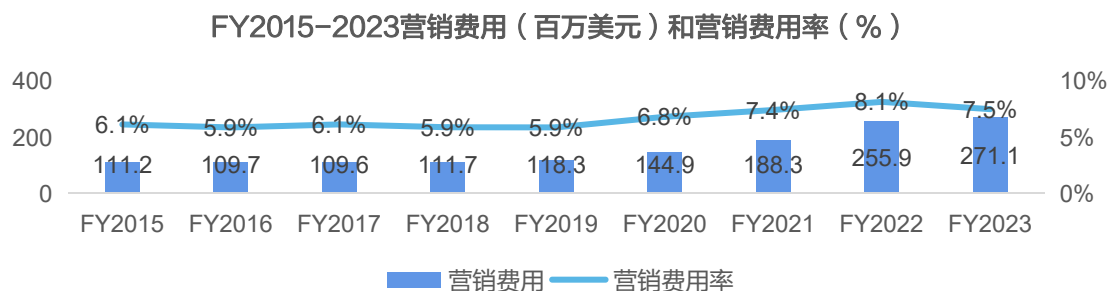
					
经典系列 最经典的羊毛靴款式，采用双面羊毛和防水防污处理，适合日常穿搭。	防水靴系列 应对雨雪天气而设计，具有防水处理的外层，提供额外的保护。	寒冷天气系列 寒冷天气系列注重提供额外的保暖性能，适合在极寒天气中穿着。	拖鞋系列 包括多种室内拖鞋，采用柔软的羊毛内衬，提供温暖舒适的享受。	休闲鞋系列 采用多种设计元素，以迎合消费者对于潮流运动鞋的需求。	凉鞋系列 以绒面革制成，适合温暖的天气，注重时尚和舒适。

➤ **时尚联名打造爆款单品：**UGG品牌通过与知名设计师、品牌和时尚大咖的联名合作巧妙地融合了时尚与舒适，成功打造了一系列备受追捧的爆款单品。这些单品吸引了追求时尚潮流的新一代消费者，进一步巩固了UGG在全球时尚市场的引领地位。



3.1.4 UGG娱乐营销：名人效应提升品牌曝光度，引领时尚风潮

- 积极邀约代言和合作，名人效应助力UGG口碑逆转。UGG自2000年经由美国脱口秀女王奥普拉的推荐成为时尚圈的宠儿，近年来与众多明星进行合作，依靠名人效应得以在时尚爱好者中不断掀起浪潮。
- 将时尚融入生活，UGG成为街拍“常客”。UGG品牌的独特设计和卓越舒适性已经在时尚界引起广泛关注，吸引了许多明星选择将其融入个人日常着装中。这些明星不仅在公开场合亲自示范穿着UGG的时尚搭配，还通过社交媒体平台分享自己包含UGG产品的穿搭，进一步推动了品牌在时尚界的传播。



合作开始时间	姓名	头衔	身份
2016年	Rosie Huntington-Whiteley	首位全球女性品牌大使	模特, 演员
2010年	Tom Brady	品牌代言人	橄榄球运动员
2024年	Hanni	全球品牌大使	韩国女团NewJeans成员
2022年	王一博	亚太区品牌代言人	演员, 歌手

“Mini Uggs” 搜索量比2021年增加17倍

“Tasman Uggs Outfits” 搜索量比前一年增加了32倍



3.1.5 UGG面料优势：高品质羊皮基础上进行环保再升级

➤ **优选A级羊皮：**UGG许多核心产品采用皮毛一体材料，在全球各个羊皮供应产地中选择了品质最高的A级羊皮。这种材料保暖性强且舒适柔软，其透气性也很强，可以在-30-80华氏度保持双脚干燥。羊皮本身耐磨损和易清洁的特质保证使产品具有经久耐用的特质。

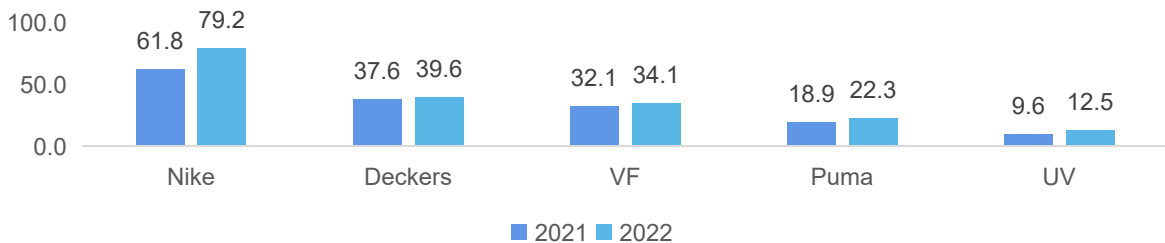
➤ **目前大部分鞋靴品牌都以皮革为主要面料，对内衬设计关注较少。**皮革具有一定的耐久和抗水性，但是较为坚硬易磨脚，且单层皮革保暖性不佳。UGG在绒面革基础上增加了UGGplush™羊毛混纺面料作为内衬，在环保的基础上很好地增加了舒适性和保暖性。

羊毛产地：澳大利亚+英国

中国制革厂

华利集团制造商

华利集团前五大客户2021-2022年销售额（亿元）



环保措施

皮毛来源：严格要求使用肉类行业副产品而不是为了皮毛而杀害动物
使用第三方认证的环保材料：符合森林管理委员会等第三方组织标准的可回收、可再生或者天然材料
UGGplush™：结合回收羊毛和植物纤维编织耐用背衬。
甘蔗EVA外底：以甘蔗为原料，是石油乙烯的天然替代品，可再生。

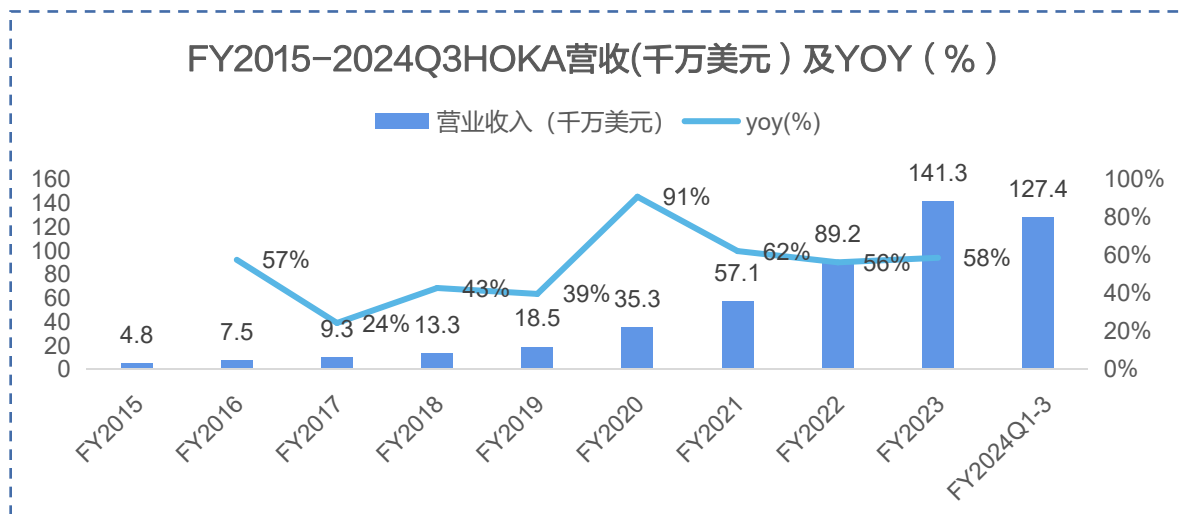
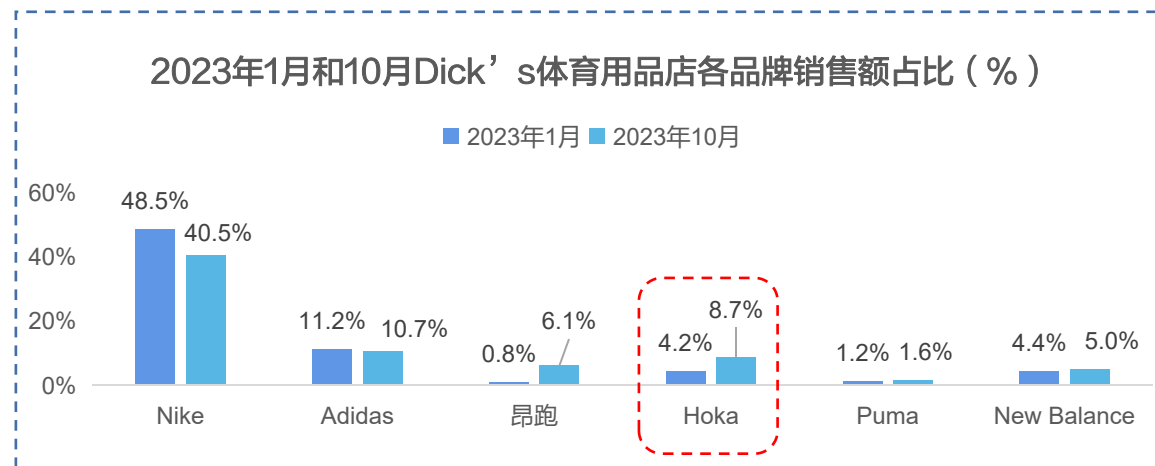
环保愿景

2027年：用植物基、生物基或可回收合成材料100%取代人造毛皮
2030年：100%的UGG产品都将以循环经济为设计理念。

品牌	经典款	鞋面	内衬	外底
UGG		绒面革	UGGplush™羊毛混纺面料	甘蔗EVA/Treadlite by UGG™
Dr.Martens		光滑皮革	/	PVC鞋底
Timberland		Timberland®皮革	含有至少50%再生塑料的织物衬里	橡胶凸纹外底
Sorel		牛巴革	可水洗再生毛毡内胆	防水硫化橡胶外壳/aero-trac非负载外底
Columbia		全粒面皮革和绒面革	/	无痕橡胶+胎面图案

3.2.1 HOKA: 小众户外跑鞋品牌

➤ HOKA定位户外运动跑鞋，目前SKU数量偏少且海内外平台粉丝数较低，其销售额和市场份额逐年攀升。近年来品牌销售额逐年增长，自2016财年至2023财年营收从0.75亿美元增长至14.1亿美元，HOKA已成为公司发展的主动力。品牌热度随之攀升，每年11月的促销活动和一些新品推出会导致热度高峰。根据美国体育用品零售商Dick’s的数据，HOKA所占销售份额在2023年10月显著提升至8.7%，但整体来看其在美国和中国的受众范围仍相对较窄，缺乏大众市场认知度。



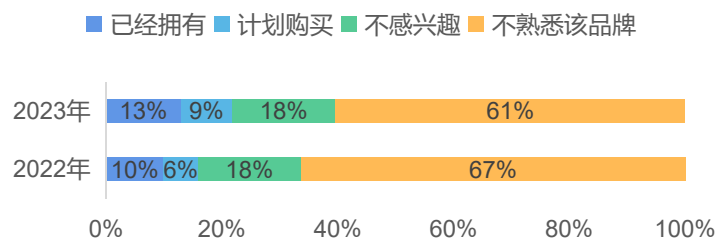
品牌	官网跑鞋价格带 (美元)	官网跑鞋数量 (双)	Instagram平台粉丝数量	天猫平台粉丝数量
HOKA	80-275	109	113万	66.3万
NIKE	31.97-315	1475	3.07亿	4647万
ASICS	29.95-350	2108	100万	637万
PUMA	22.99-380	1495	1300万	2106万
昂跑	99.99-490	84	163万	66.2万

注：表格数据截至2024年4月10日

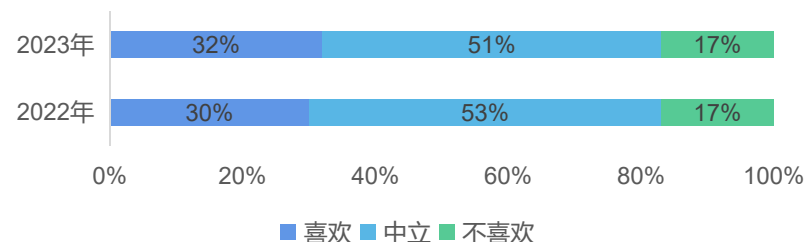
3.2.2 HOKA美国市场：知名度欠佳，中年人和女性助力品牌扩张

➤ Hoka2023年在美国的使用率和好感度较2022年都有所增加，客户购买目的多为舒适。根据CivicScience在2023年7月的调查，3578名成年受访者中13%拥有Hoka，9%的人计划购买——均较2022年+3pct。对HOKA不熟悉的人群占61%，说明市场知名度仍需扩张。对Hoka好感度的调查中，32%喜欢Hoka，较去年+2pct，17%不喜欢，这意味着大约三分之一熟悉Hoka的美国成年人是潜在或现有客户。

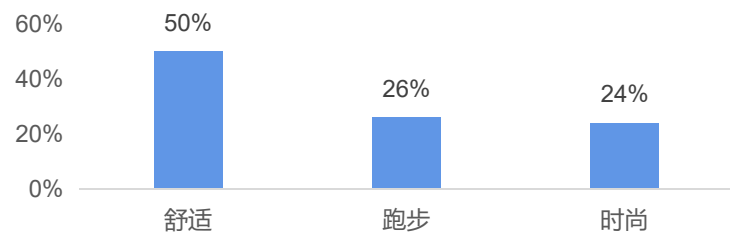
HOKA购买经验 (%)



对HOKA的好感度 (%)



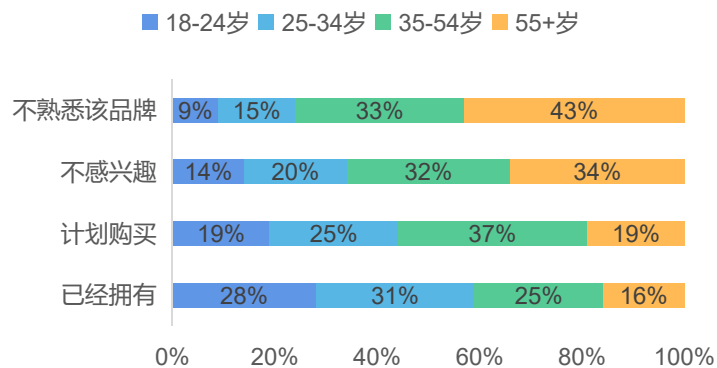
HOKA消费者购买目的 (%)



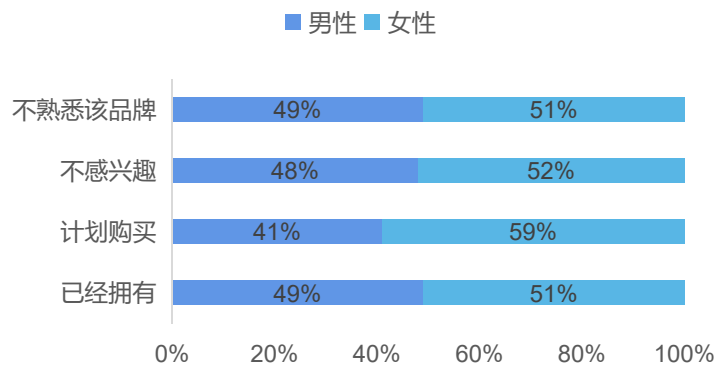
➤ 中年人和女性消费者助力品牌进一步扩张。在2954名受访者中，59%的HOKA拥有者位于35岁以下，计划购买者中35-54岁人群占比最高。女性比男性更有可能计划购买Hoka。

➤ 与2021和2022年相比，2023年（截至7月14日）购买过各大品牌跑鞋人群所占比例均下降，只有HOKA保持上升，其稳定性暗示了市场潜力。据CivicScience，2023年（截至7月14日）HOKA所占份额仅为6.2%。但其增长具有一定韧性，在2021-2023年7月占比增长1pct。

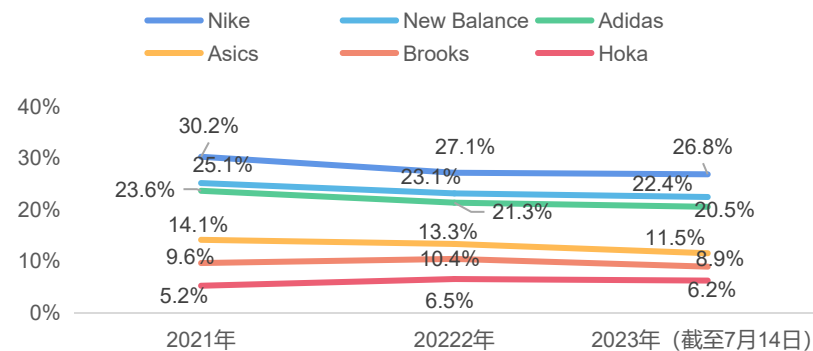
不同购买经验人群年龄占比 (%)



不同购买经验人群性别占比 (%)



购买跑鞋总量中各品牌跑鞋所占份额 (%)



3.2.3 HOKA极繁主义：轻质厚底缓冲跑鞋，提供出色支撑

就尺寸而言
属于轻质鞋

泡棉调校

独家CMEVA轻质泡沫，柔软且反应灵敏

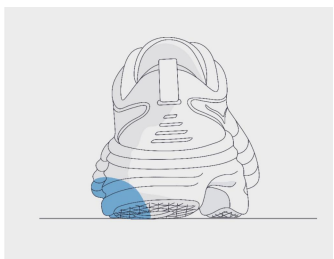
精妙外底设计

外底仅在必要部分覆盖橡胶，并且有大量泡棉镂空，减重的同时增加形变空间

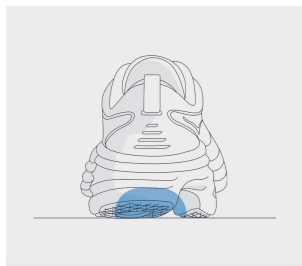
➢ Hoka采用极简缓震设计。研究表明中厚底鞋可以延缓冲击出现时间，降低冲击造成的伤害。HOKA比普通跑鞋中底更厚从而装载更多缓震材料，提供卓越的减震效果和更平稳穿着体验。

	厚中底 (29/33mm)	普通中底 (18/22mm)	薄中底 (6/10mm)
平均垂直负荷率 (BW/S)	88.92±22.48	89.36±18.43	108.00±24.70
冲击峰值 (BW)	2.07±0.33	2.06±0.29	2.00±0.33
推蹬力量峰值(BW)	2.51±0.15	2.50±0.15	2.52±0.17

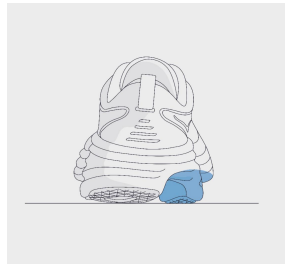
➢ Hoka的稳定性功能可满足不同的内旋类型，为中性跑步者和需要额外支撑的跑步者提供选择。其官网首页有专门的内翻指南，满足不同内翻类型消费者的需求。



欠旋足



中性足



过度内翻

五大核心技术打造跑鞋功能性和舒适感

技术	图例	详解
META-ROCKER滚动平衡科技		META-ROCKER滚动平衡科技是通过保持或者适当增加跟趾落差，改善跑步鞋的推进性和脚部的自然滚动，减少自身体力消耗。
超厚Cushion缓震中底		HOKA鞋底相对一般跑鞋更厚，提供了更多的缓震材料，可以提供良好的缓震、支撑和舒适性，减轻了关节和肌肉的负担。
嵌入式鞋床		Active Foot Frame旨在提供额外的稳定性和支撑，同时保持足部的自然姿势。
J型结构		J型结构是动态稳定性概念的代表技术，足部在鞋子内部被稳稳支撑，适应各种脚型和跑姿。
PROFLY科技		为后掌提供柔软缓冲的同时为前掌提供有力回弹，两者协作带来快速舒适的跑步体验。

3.2.4 性能跑鞋对比：HOKA性价比高于昂跑，前后掌落差小



HOKA BONDI8



HOKA ARAHI7



HOKA ROCKET X2

不同落差高度特点		
类别	落差	系列
零落差	0mm	促进中足和前脚的打击，最自然的跑步形式
低落差	1-4mm	适合越野跑鞋
中落差	5-8mm	帮助提高节奏
高落差	>9mm	适合新手，避免小腿受伤，但对臀部和膝盖造成压力

HOKA、昂跑和NIKE各性能跑鞋代表鞋型比较：HOKA性价比突出

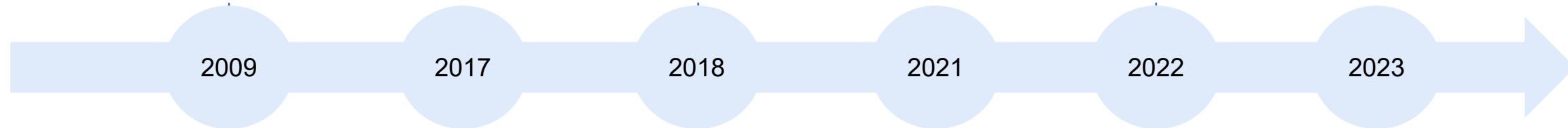
品类	品名	价格	前后落差	前掌厚度	中底	重量	适合人群
缓震跑鞋	HOKA BONDI8	1399元	4mm	29mm	超轻泡棉	307g(42.5码)	跑步爱好者；长时间站立、走路人群
	昂跑 Cloudmonster2	1490元	6mm	24mm	双密度Helion Superfoam泡棉	295g (男款)	入门跑者，半程马拉松，中长距离城市路跑
	NIKE Invincible RUN FK 3	949元	9mm	31mm	ZoomX加厚缓震科技	300g (9男士美码)	中高足弓跑者，不需要额外支撑的跑者
支撑跑鞋	HOKA ARAHI7	1199元	5mm	32mm	超轻泡棉中底J-FRAME	268g(42.5码)	扁平足、足外翻人群；跑鞋大底内侧磨损过度跑者
	昂跑 Cloudvista	1190元	9mm	22mm	Helion Superfoam泡棉	约280g (8.5男士美码)	普通野外路况下的中短距离越野跑选手
	NIKE Structure 25	699元	10mm	27mm	cushlon泡棉	约322g(10男士美码)	适合过度内旋/底足弓跑者，慢跑/步行
竞速跑鞋	HOKA ROCKET X2	1699元	5mm	31mm	超临界泡棉，分趾勺型碳板，PROFLY-X结构科技	236g (42.5码)	大众精英选手，马拉松3-5小时完赛选手
	昂跑 Cloudboom echo	2390元	8mm	27mm	Helion Superfoam泡棉	220g (8.5男士美码)	马拉松竞速10公里以上选手
	NIKE Vaporfly 3	1699元	8mm	32mm	ZoomX泡棉，FLYPLATE碳板	180g (男款)	高足弓，5K-10K马拉松选手

3.2.5 HOKA赛事营销：合作顶尖越野赛事，占据跑圈主导地位

邀请马拉松冠军Mark Plaatjes试穿HOKA，获得认可和大力推广

HOKA在中国打造“HOKA ONE ONE中国精英队”

2022年UTMB赛事中，HOKA成为使用率最高的品牌，也是获胜者的主力鞋款

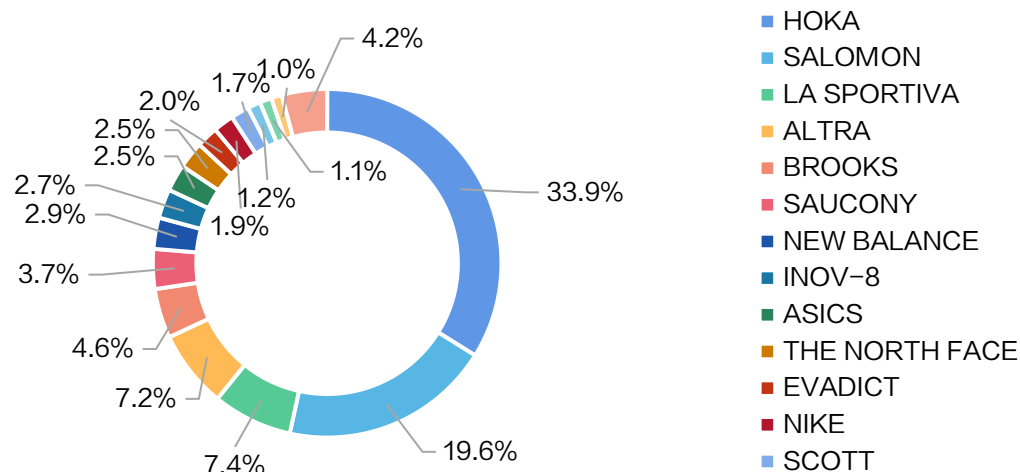


赞助世界超级跑冠军Karl Meltzer并推出以他的名字命名的鞋款The Speedgoat 2

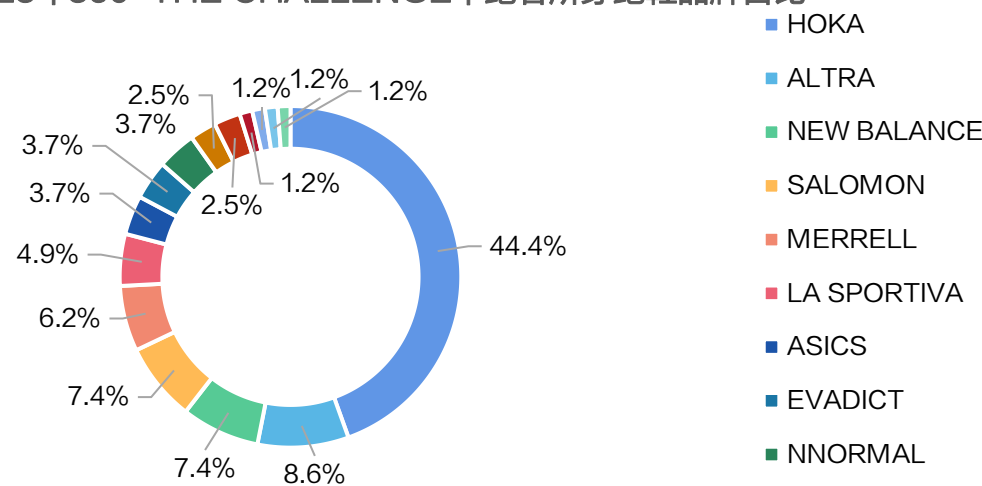
成为越野跑殿堂级赛事UTMB首位全球合作品牌和科技鞋服合作伙伴

2023年在360° THE CHALLENGE中，44.4%的跑者穿着HOKA参赛

2022年UTMB赛事中跑者所穿跑鞋品牌占比



2023年360° THE CHALLENGE中跑者所穿跑鞋品牌占比



资料来源: Deckers官网, Trailrunningreview, medium, theathletesfoot, karlmeltzer.com, UTMB官网, chinadaily, 国海证券研究所

3.2.6 HOKA品牌运营：注重一站式服务理念，满足个性化需求

➤ **一站式服务理念，重视消费者品牌体验。**随着品牌的DTC渠道逐步扩张，2021年HOKA开始在美国及国际市场开设直营店。直营店内提供全场景式产品选购和试穿体验，丰富的跑团以及故事分享活动，人性化的运动补给装置和休憩空间等，很好地满足消费者个性化需求，增强购物体验。这种从零售到体验到社群的一站式服务理念，更凸显了HOKA打破传统、大胆创新的品牌精神，始终激励跑者勇往直前。

	重点门店	特点	面积	建立时间
上海	HOKA ONE ONE® (四季坊吴江路店)	全球首家直营品牌体验店	/	2021.10
纽约	HOKA ONE ONE® (纽约第五大道店)	全球首家品牌零售店	2,000平方英尺	2021.10
伦敦	HOKA ONE ONE® (伦敦考文特花园)	欧洲首家品牌零售店	1750平方英尺	2023.10
成都	HOKA ONE ONE® (成都远洋太古里店)	中国独家品牌概念店(西南首店)	/	2022.08

HOKA ONE ONE® 直营店个性化服务

3D足部扫描
提供合适的选购建议



智能储物柜
满足顾客直接运动或者免提购物需求



跑步机+曲面屏
户外跑沉浸式体验



跑者交流分享
联结跑者社群，提高凝聚力



3.2.7 HOKA 社群营销：线上线下紧密联动，联结多元社群体系

作为中高端跑鞋品牌，Hoka One One主要通过社群来进行营销。直营体验店长期组织跑团活动并提供试穿体验，通过体验营销深度绑定消费者。除此之外，跑者社区专栏和Humans of HOKA给跑者打造了一个沟通分享的平台，构建良好的跑步生态圈，提高了客户粘度。

HOKA RUN CLUB

HOKA RUN CLUB跑团在全球各地多个城市组织举办各类跑团活动，包括马拉松、越野比赛、培训活动以及节日庆典等，以月度为周期不断更新社群线下体验。

Humans of HOKA

讲述不同水平、各种类型跑者的真实故事，赞颂人类改变世界的毅力和品格，意为传递品牌的核心价值和传承基因——人类可以通过创新飞至更美好的新境界。

VIP定制化服务

HOKA ONE ONE推出了一系列面向VIP的定制活动。比如生日权益、赛事门票和活动邀约等，从而提升会员的归属感与凝聚力。

跑者社区专栏

会员可以线上分享跑步故事、交流产品体验、参与官方组织的主题交流活动，这增加了会员之间的互动性，也在一定程度上增加了会员对品牌的忠诚度

试跑活动

HOKA定期在线上会员中心发布各地试跑活动，通过让当地的跑步爱好者报名参加试跑活动来免费试穿产品，体验完整的热身、跑步、拉伸、补给等流程，并让跑者填写问卷、分享试穿体验，从而快速了解消费者感受。



Humans of HOKA: Jennifer Done

Apr 2, 2024

Jennifer Done never would have guessed that signing up for an Ironman Triathlon would aide her in ov...

Read More

Humans Of HOKA | 狮姐：水的智慧，山的意志

HOKA 2022-01-13 18:25



全部城市
全部状态

报名进行中

山西太原周日云丘山拉练

活动地点: 小店区五龙步道
活动时间: 02-25 09:00 - 02-25 18:00

报名截止时间: 2024-02-24 18:00 立即报名

报名已结束

HOKA【2.24深圳布吉万象汇元宵活...

活动地点: 龙岗区布吉万象汇L284...
活动时间: 02-24 15:00 - 02-24 16:30

报名截止时间: 2024-02-23 15:00 报名结束

活动已结束

Hoka周五门店活动

活动地点: 武侯区府城西路505号仁...
活动时间: 02-23 19:00 - 02-23 21:30

报名截止时间: 2024-02-23 10:00 活动结束



Saturday, April 6th
HOKA Flatiron Store

HOKA Run Club Hosted by Kate Glavan

Join Kate Glavan and HOKA for an easy run and fun!

RSVP

3.3 渠道重组计划：DTC占比十年+9.3pct

渠道变革计划

- **背景：**2012-2016财年，由于公司关注单一品牌UGG且渠道运营效率低，公司收入增速放缓，净利润逐年下滑，存货压力大。
- **目的：**简化品牌运营、降低管理成本、提高运营效率并改善协作。
- **渠道重组计划：**推进DTC扩张，将低效线下直营店转为经销商运营，2018-2021财年关闭27家概念店；同时提升线上直营占比以及线下店铺店效，FY2015至FY2024前三季度，DTC渠道占总收入比重从34%提升到43.3%，+9.3pct。
- **费用率高峰：**渠重组革计划产生大量重组费用。FY2017公司营业费用率达到46.8%，较上财年+10.2pct；销售和管理费用率为43.9%，较上财年+9.9pct。
- **盈利能力提升：**随着多项变革计划顺利实施，直营渠道运营效率提升，公司费用投放效率提高，盈利能力不断提升，FY2019-2022毛利率始终保持在50%以上，净利率在13%以上。
- **未来预计DTC占比50%：**在FY2024Q3业绩发布会上，首席执行官Dave Powers提到未来会继续推动DTC持续扩张，目标是达到DTC和批发渠道各自占比50%。

更好的了解消费者

更好地了解消费者需求和行为，建立更紧密的客户关系

更高的品牌控制力

更好地控制定价、营销和分销策略，提高品牌竞争力和利润率

更高的供应链效率

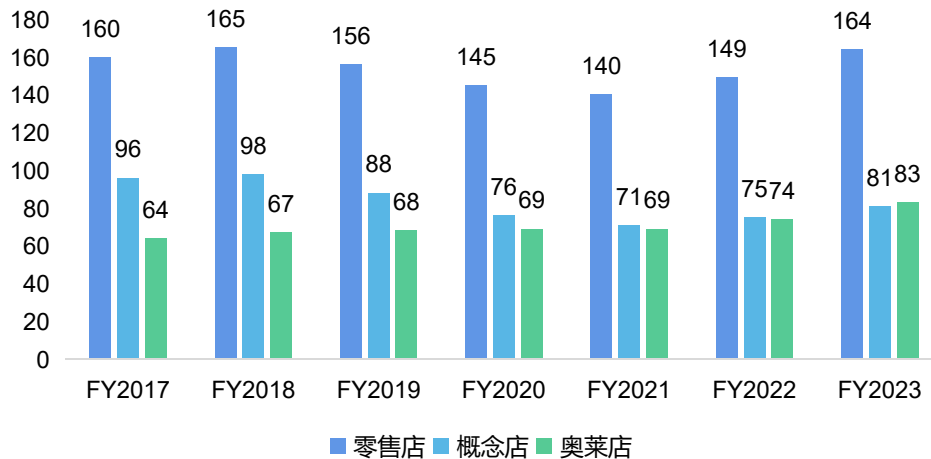
更好地控制库存和销售渠道，提高供应链效率并减少库存积压风险

更高的数字化营销效果

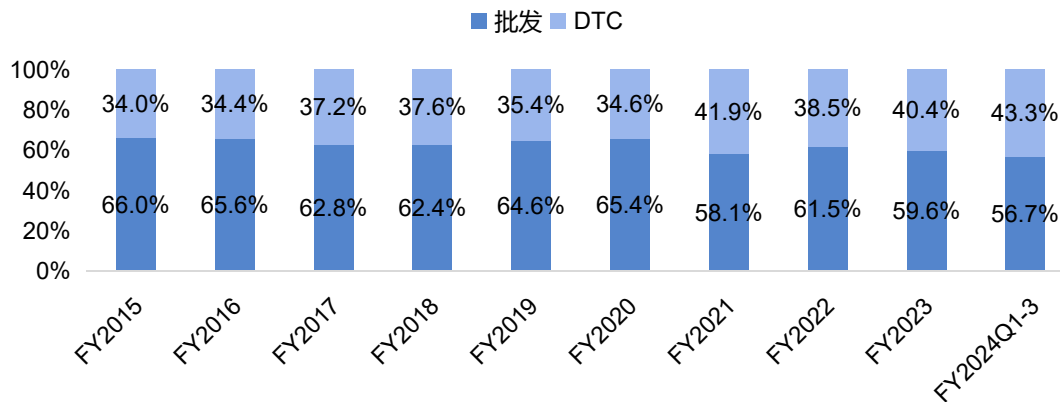
品牌可以通过社交媒体、电子邮件、短信等多种渠道直接与消费者沟通和互动，提高数字化营销效果和精度

DTC模式的优势

FY2017-2023门店数量变化（个）



FY2015至FY2024Q1-3渠道占比(%)：DTC占比十年提升9.3pct



3.4 国际化布局：注重产品本土化，疫情后国际营收占比回升

UGG开设国际直营店：高ATV+高转化率

➢ UGG在全球保持高品牌热度，FY2023前三季度在美国、欧洲和亚洲实现业务强劲增长。为了扩张国际市场，UGG开设多个国际直营店，高ATV和高转化率助力国际营收增长。

	中国上海UGG旗舰店	德国慕尼黑UGG直营店
ATV	比中国UGG门店平均ATV高出约20%	比欧洲UGG门店平均ATV高出约25%
转化率	比中国UGG门店平均转化率高出一倍多	远高于德国UGG门店平均水平
对在线业务影响	/	拉动在线销售额增长

HOKA不断推出本土化产品，仍处国际扩张早期阶段



Speed goat4 “羚云”

TINT x Hoka Speedgoat 4

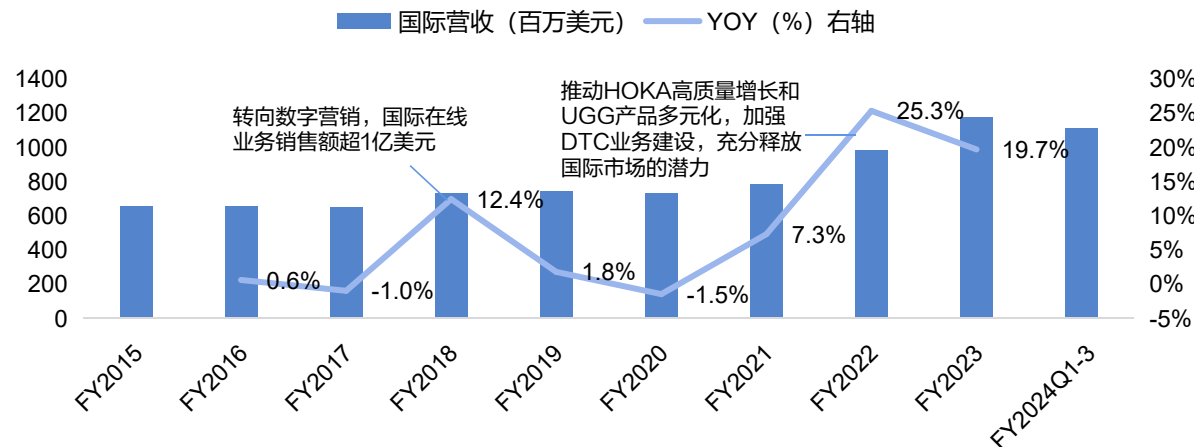
TK PACK系列

为了能顺利扩张中国市场，HOKA将旗下的跑鞋特推出中国红配色。2021年3月，Hoka发布Speed goat4 “羚云”配色跑鞋，主打《孙子兵法》里“风林火山”的概念，向中国传统文化致敬。

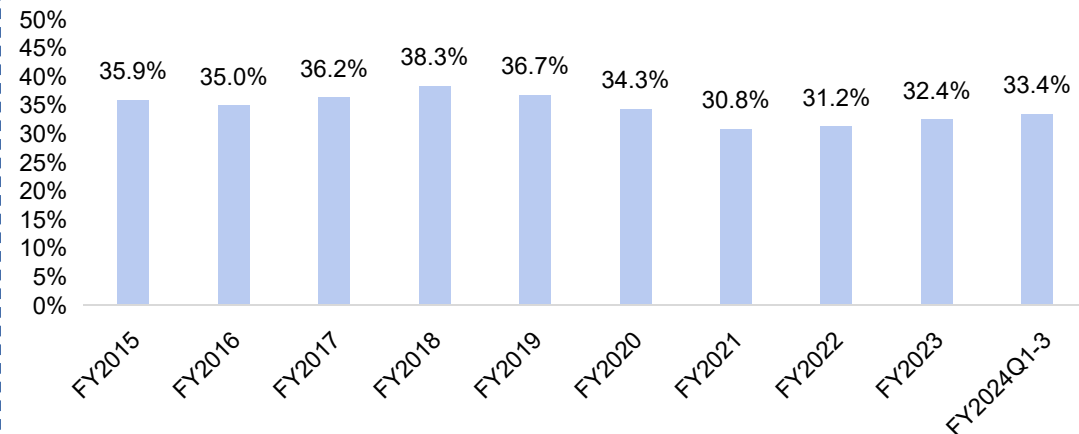
2021年，HOKA宣布与首尔时尚品牌thisisneverthat合作，推出全新系列。系列采用符合韩国主流审美的极简蓝白配色，包含Speedgoat 4 越野鞋以及服装胶囊。

2020年，HOKA推出了新系列“TK PACK”，用日本色彩表现跑步文化。使用的颜色包括豆腐白、靛蓝和金色，形象鲜明。

FY2015-2024Q3国际营收（百万美元）及YOY（%）：营收呈上升趋势

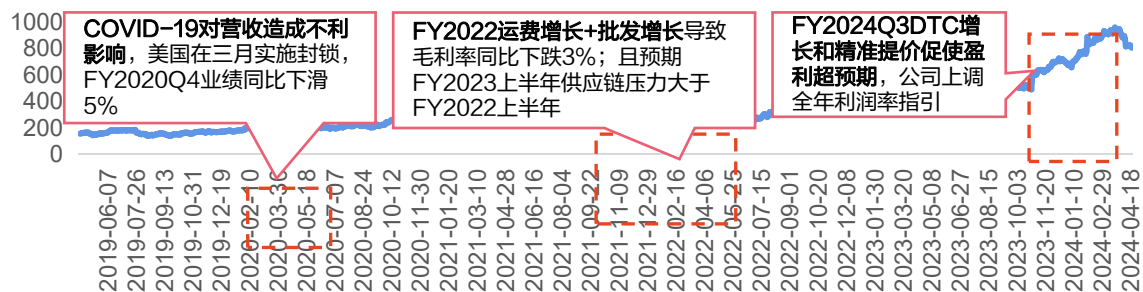


FY2015-2024Q3公司国际营收占比：FY2022以来占比提升

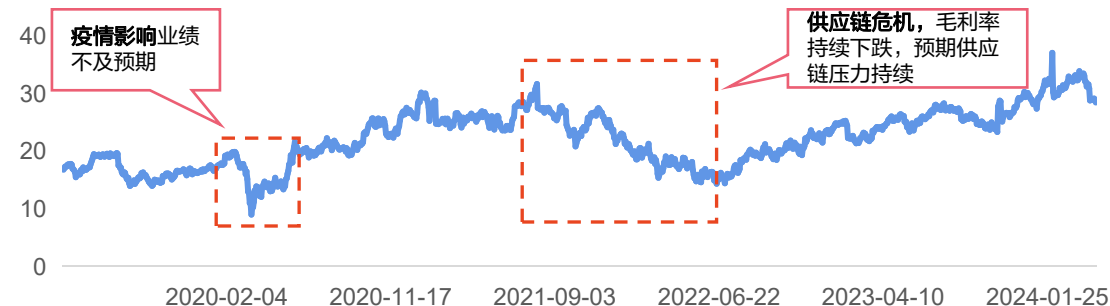


3.5 Deckers、亚瑟士、昂跑股价及估值分析

2019年4月22日-2024年4月19日DECK收盘价 (美元)



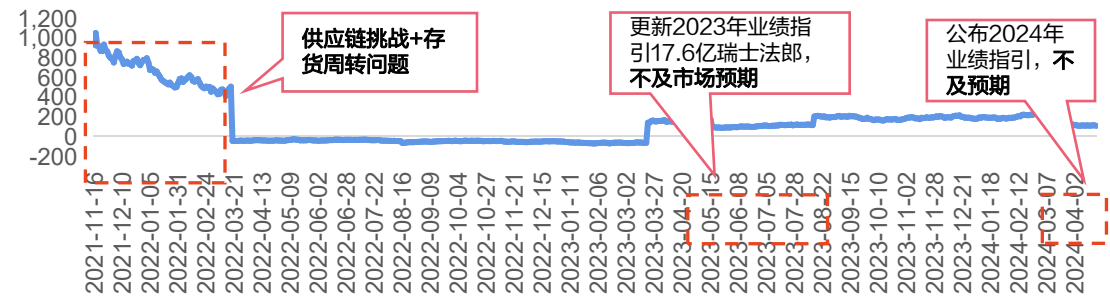
2019年4月22日-2024年4月19日DECK PE-TTM



2021年9月15日-2024年4月19日ONON收盘价 (美元)



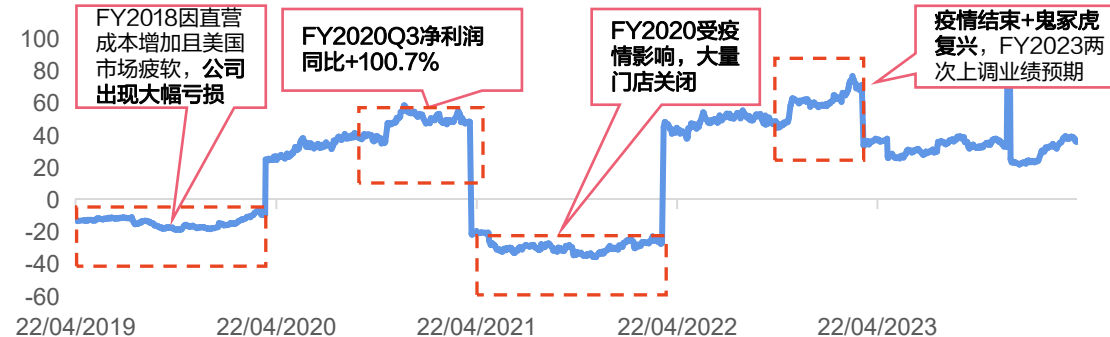
2021年11月16日-2024年4月19日ONONPE-TTM



2019年4月22日-2024年4月19日ASICS收盘价 (日元)



2019年4月22日-2024年4月19日ASICS PE-TTM



3.6 HOKA和UGG中国区单店模型

HOKA单店信息		备注	UGG单店信息		备注
门店平均面积 (平方米)	166.5		门店平均面积 (平方米)	151	
前期投资 (美元)			前期投资 (美元)		
装修	69930	假定每平方米装修价格为3000元人民币	装修	48622	假定每平方米装修价格为2300元人民币
货品	105000	假定首次囤货75万元人民币	货品	70000	考虑季节性因素, 假定首次囤货50万元人民币
开业费用	2100	新店推广、保险等	开业费用	2100	新店推广和保险等
总前期投资	177030		总前期投资	120722	
HOKA月度单店模型			UGG月度单店模型		
单位: 美元	基于2023年数据测算		单位: 美元	基于2023年数据测算	
单店销售额	65341		单店销售额	61047	
销售成本	28750		销售成本	33576	
毛利	36591		毛利	27471	
毛利率 (%)	56.0%	公司2023财报披露公司毛利率为50.3%, 参考昂跑毛利率, 取HOKA毛利率56%	毛利率 (%)	45.0%	2013年Q3UGG毛利率43.2%, 之后公司毛利率整体上涨且UGG涨价, 假定UGG毛利率45%
租金	14932		租金	10915	
占比 (%)	22.9%		占比 (%)	17.9%	
人工费用	9660	假定每个门店: 1个店长6个店员配置; 根据招聘软件数据, 店长12000元/月, 店员9500元/月	人工费用	7350	假定每个门店: 1个店长5个店员配置; 根据招聘软件数据店长15000元/月, 店员7500元/月
占比 (%)	14.8%		占比 (%)	12.0%	
水电费用	388	根据大云网, 假定每度1.33元, 根据文献《Research on Energy Conservation of Shopping Malls in China》假定每平米150度/年; 根据久谦咨询, 每家店按166.5平米计算	水电费用	351	根据大云网, 假定每度1.33元, 根据文献《Research on Energy Conservation of Shopping Malls in China》假定每平米150度/年; 根据久谦咨询, 每家店按151平米计算
占比 (%)	0.6%		占比 (%)	0.6%	
折旧摊销	1111		折旧摊销	794	
占比 (%)	1.7%		占比 (%)	1.3%	
营业利润	10500		营业利润	8061	
营业利润率 (%)	16.1%		营业利润率 (%)	13.2%	
单店前期投资 (万美元)	17.7		单店前期投资 (万美元)	12.1	
投资回报周期 (年)	1.8		投资回报周期 (年)	1.6	

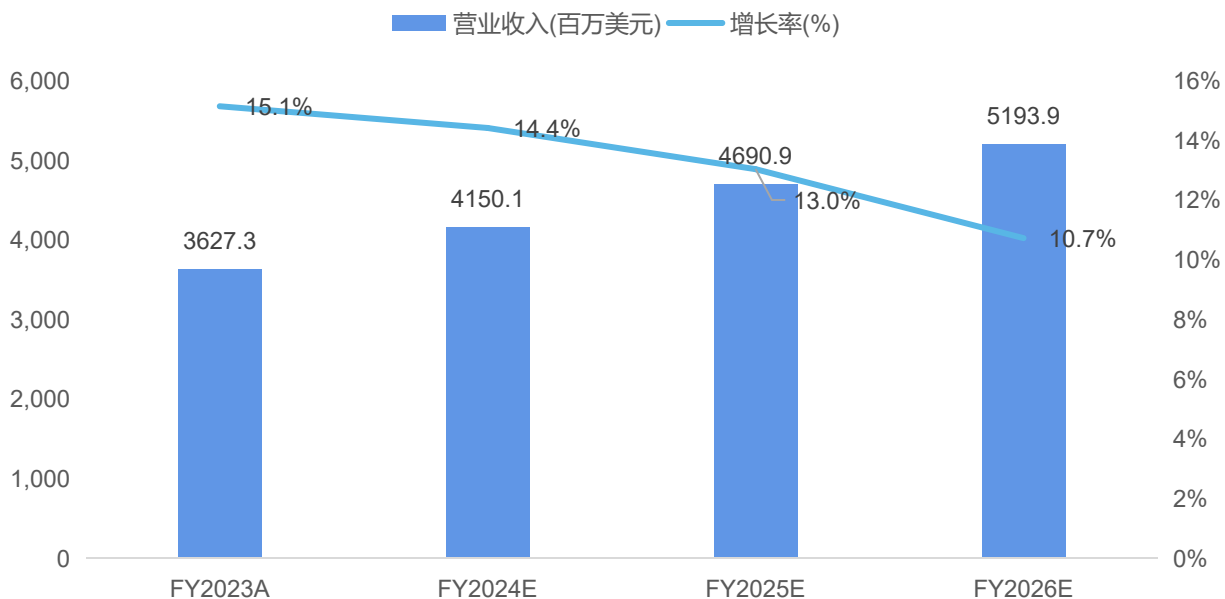
汇率: 1人民币=0.14美元

四、盈利预测与投资评级

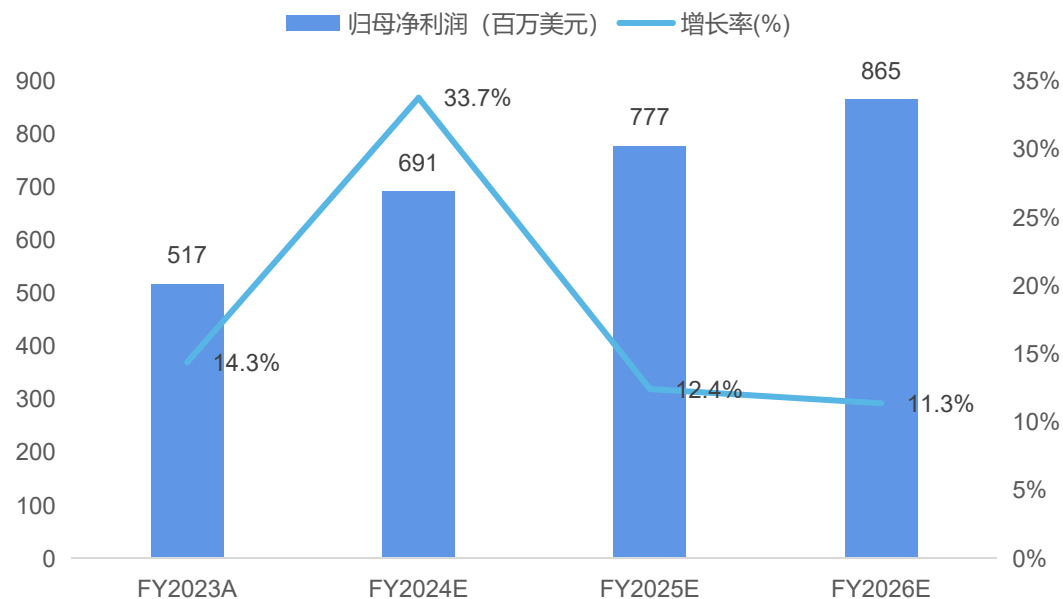
4.1 营收预测

- 投资建议及评级：**我们预计公司FY2024-2026年实现收入41.50/46.91/51.94亿美元，同比+14.4%/+13.0%/+10.7%；归母净利润6.91/7.77/8.65亿美元，同比+33.7%/+12.4%/+11.3%，2024年5月17日收盘价888.56美元，对应FY2024-2026年PE估值为33/30/27X。长期看好公司品牌矩阵成长与未来发展前景，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 基本假设1：**基于公司航运成本降低且DTC渠道扩张情况下，我们预计公司FY2024-2026年毛利率为54.4%/54.5%/54.8%，逐年缓慢提升。
- 基本假设2：**根据目前公司的全球化进程和往年营收增长情况，我们预计FY2024-2026年其主品牌UGG和HOKA的营收增速变化为：UGG品牌营收增速为14.4%/6.8%/4.5%，HOKA品牌营收增速为20.8%/22.2%/18.7%。

营业收入预测



归母净利润预测



4.2 DECKERS 盈利预测表

公司: 戴克斯户外[DECK.N] 股价: 888.56美元 投资评级: 买入 (首次覆盖) 日期: 20240517

资产负债表(百万美元)					利润表(百万美元)				财务指标					
	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E		FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E
现金及现金等价物	981.8	1275.5	1588.4	1922.9	营业收入	3627.3	4150.1	4690.9	5193.9	盈利能力				
应收款项	301.5	301.5	301.5	301.5	营业成本	1801.9	1892.8	2133.8	2347.7	ROE	28.5%	35.1%	35.7%	36.0%
存货净额	532.9	557.9	582.9	607.9	销售、行政及一般费用	1172.6	1399.6	1606.4	1783.2	毛利率	50.3%	54.4%	54.5%	54.8%
其他流动资产	94.1	90.6	90.8	91.1	营业利润	652.8	857.7	950.7	1062.9	期间费率	32.3%	33.7%	34.2%	34.3%
流动资产合计	1910.3	2225.5	2563.6	2923.4	营业外净收支	692.7	948.1	1038.1	1150.3	销售净利率	14.2%	16.7%	16.6%	16.7%
固定资产	266.7	319.7	383.3	459.5	利润总额	1345.5	1805.8	1988.8	2213.2	成长能力				
无形资产	264.7	262.7	260.7	258.7	所得税费用	149.3	208.0	213.9	238.0	收入增长率	15.1%	14.4%	13.0%	10.7%
其他	114.5	134.5	154.5	174.5	净利润	1196.2	1597.7	1774.9	1975.2	利润增长率	14.3%	33.7%	12.4%	11.3%
资产总计	2556.2	2942.5	3362.2	3816.1	归属于母公司净利润	516.8	691.2	776.8	864.9	营运能力				
非流动负债	293.1	489.5	696.2	915.0	现金流量表(百万美元)					总资产周转率	1.4	1.4	1.4	1.4
流动负债	497.4	499.2	504.2	509.2	经营活动现金流净额	537.4	712.6	801.3	892.4	应收账款周转率	12.0	12.0	12.0	12.0
负债合计	790.5	988.7	1200.4	1424.2	EBIT	516.8	691.2	776.8	864.9	存货周转率	6.8	7.4	8.0	8.5
归属母公司股东权益	1765.7	1953.7	2161.8	2392.0	D&A	50.0	50.9	53.9	56.9	偿债能力				
负债和股东权益总计	2556.2	2942.5	3362.2	3816.1	财务费用	24.9	24.9	24.9	24.9	资产负债率	30.92%	33.60%	35.70%	37.32%
每股指标与估值	FY2023A	FY2024E	FY2025E	FY2026E	营运资金变动	-54.3	-54.3	-54.3	-54.3	流动比	3.84	4.46	5.08	5.74
每股指标					投资活动现金流	-81.0	-100.0	-120.0	-140.0	速动比	2.77	3.34	3.93	4.55
EPS	20.1	26.9	30.3	33.7	购买物业及设备	-81.0	-100.0	-120.0	-140.0					
BVPS	68.8	76.1	84.2	93.2	筹资活动现金流	-309.0	-311.5	-361.5	-411.5					
估值					汇率变动对现金的影响	-9.1	-10.0	-10.0	-10.0					
P/E	45.4	33.2	29.5	26.5	现金净增加额	138.3	291.1	309.7	330.9					
P/B	12.9	11.7	10.5	9.5										
P/S	6.3	5.5	4.9	4.4										

注: 货币单位为“美元”。

五、风险提示

- 经济环境风险：全球性经济波动或者不稳定风险；
- 行业竞争风险：行业竞争加剧，竞争格局恶化风险；
- 消费者偏好风险：消费者喜好改变，产品销量不及预期风险；
- 原材料风险：原材料成本变动带来的风险；
- 市场开拓及产品推广风险：开拓新市场、新客户、推广新产品带来的不确定性风险；
- 高端化发展不及预期风险；
- 国内市场与国际市场或不可完全对比；
- 中美股市估值体系存在差异。

海外消费&纺织服装小组介绍

杨仁文：国海证券总裁助理兼研究所所长，坚持产业研究导向，深度研究驱动，曾获新财富、水晶球、保险资管协会、WIND等最佳分析师第一名。

马川琪：资深分析师，美国西北大学硕士，英国布里斯托大学学士。专注于大消费产业研究，全球视角。

廖小慧：研究助理，复旦大学硕士，从事海外消费、纺服行业研究，全球视角。

分析师承诺

杨仁文, 马川琪, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立，客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300 指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300 指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

免责声明

本报告的风险等级定级为R4，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

风险提示

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

国海证券 · 研究所 · 海外消费研究团队

心怀家国，洞悉四海



国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋
国海证券大厦

邮编：200023

电话：021-61981300

国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银
行大厦28F

邮编：518041

电话：0755-83706353

国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168
号腾达大厦25F

邮编：100044

电话：010-88576597