

华利集团 (300979)

证券研究报告
2024年05月27日

Deckers 增长强劲、VF 逐步复苏推动订单增长

24Q1 华利集团收入 48 亿, 同比+30%。公司实行多客户模式, 不断加强与优质客户的合作, 2023 年对前五大客户销售收入共 166 亿, 占总 82%。Deckers、VF 为华利集团大客户, 近期发布最新财报, 具体来看:

1) Deckers: HOKA 和 UGG 增长强劲, 品牌热度持续提升

FY24Q4(2024/1/1-3/31)营收 9.6 亿美元, 约 68.1 亿人民币+21% (剔除汇率影响, YOY, 下同); 净利约 1.3 亿美元, 约 9.2 亿人民币+39%; 毛利率 56.2%+6.2pct, 经营利润约 1.4 亿美元, 约 9.9 亿人民币+36%。

分品牌: HOKA 营收 5.3 亿美元, 约 37.6 亿人民币 (占总约 55%) +34%; UGG 营收 3.6 亿美元, 约 25.5 亿人民币 (占总约 38%) +14.9%。

分地区: 美国营收 6.5 亿美元, 约 46 亿人民币 (占总约 68%) +19.4%; 美国境外营收约 3.1 亿美元, 约 22 亿人民币 (占总约 32%) +25.2%。

分渠道: 批发 5.4 亿美元, 约 38 亿人民币 (占总约 56%) +21.4%; DTC 4.2 亿美元, 约 30 亿人民币 (占总约 44%) +21.0%。

截至 2024/3/31, 公司库存约 4.7 亿美元, 约 33.3 亿人民币, 同比-11%, 环比-12%。

Deckers 发布 FY25 全年指引, 预计营收 47 亿美元, 约 333.4 亿人民币, 同增 10%; 毛利率预计约 53.5%, OPM 预计约 19.5%。

2) VF: 收入承压, 库存改善, 转型取得进展

FY24Q4 (24/1/1-3/30) 营收 24 亿美元, 约 170.3 亿人民币 -13% (剔除汇率影响, YOY, 下同); 净利 -4.2 亿美元, 约 -29.8 亿人民币 -95%; 调整后毛利率 48%, 同比 -1.2pct; 调整后 OPM -2.1%, 同比 -7.7pct。

分品牌: Vans 营收约 44.7 亿人民币 (占总 26%, YOY-27%, 下同), 北面营收约 57.5 亿人民币 (34%, -5%); Timberland 营收约 24.1 亿人民币 (14%, -14%)。

分地区, 美洲约 80.2 亿人民币-23% (占总 47%, YOY-23%, 下同); EMEA 约 61.7 亿人民币 (36%, -5%); 亚太约 27.0 亿人民币 (16%, +2%)。

截至 2024/3/30, 公司库存 17.7 亿美元, 约 125.6 亿人民币, 同比 -23%, 环比 -17.8%。

VF 发布 FY25 展望, 自由现金流加非核心资产处置收入合计约 6 亿美元。

VF Reinvent 计划取得显著进展, 通过进一步减少库存实现了 10 亿美元的经营现金流和超过 8 亿美元的自由现金流, 超出预期。FY25 VF 将继续执行广泛扭转计划, 重点包括改善美洲营收、扭转 Vans 局面及加强资产负债表表现。VF 持续推进管理层重建, 已宣布任命新的首席财务官, 加速实现盈利可持续增长。

公司实行多客户模式, 客户和产品风格比较多元, 使得公司能够掌握市场动态, 满足客户多元化需求, 同时, 公司拥有业界最为全面的制鞋工艺技术和流程, 开发能力和量产能力有明显优势。最近几年公司销售收入保持快速增长, 因此公司市场份额也在不断提升。在 2020 年疫情和 2023 年去库存的逆境下, 公司也保持收入相对稳定。

考虑到客户订单的需求, 未来几年公司仍会保持积极的产能扩张; 除工厂的产能可以通过员工人数和加班时间的控制保持一定的弹性外, 未来 3-5 年, 公司将在印尼及越南新建数个工厂。

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	68.13 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)	79,507.71
流通 A 股市值(百万元)	79,507.19
每股净资产(元)	13.51
资产负债率(%)	20.39
一年内最高/最低(元)	73.30/39.35

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-季报点评:期待耐克份额继续提升》 2024-05-02
- 《华利集团-年报点评报告:低基数下 24Q1 表现可期, 全年乐观看待》 2024-04-14
- 《华利集团-公司点评:Q4 符合预期, 期待 24 年订单持续回暖》 2024-03-17

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司强化优质客户合作效果显著，叠加新客户逐步放量带动公司订单增长；印尼、越南新厂逐步投产，产能持续扩张。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 38.9/44.3/49.5 亿元，EPS 分别为 3.3/3.8/4.2 元/股，对应 PE 分别为 20/18/16X。

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

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)	24.68	24.90	20.49	17.97	16.09
市净率(P/B)	6.04	5.27	4.66	4.05	3.54
市销率(P/S)	3.87	3.96	3.32	2.88	2.57
EV/EBITDA	11.37	10.52	12.02	10.78	9.03

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)	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	24.68	24.90	20.49	17.97	16.09
市净率	6.04	5.27	4.66	4.05	3.54
EV/EBITDA	11.37	10.52	12.02	10.78	9.03
EV/EBIT	12.71	12.05	13.70	12.16	10.12

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