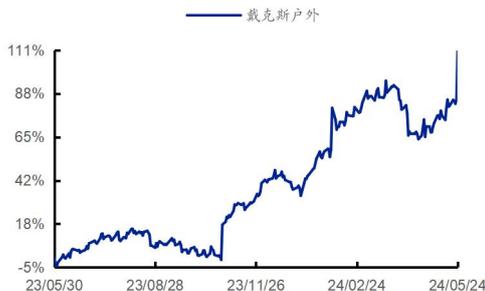


研究所:  
 证券分析师: 马川琪 S0350523050001  
 macq@ghzq.com.cn  
 联系人: 廖小慧 S0350122080035  
 liaoxh@ghzq.com.cn

## 收入收益均超预期, HOKA 引领增长

### ——戴克斯户外 (DECK) FY2024 财报点评

#### 最近一年走势



#### 相对标普 500 表现

2024/05/28

| 表现     | 1M     | 3M     | 12M     |
|--------|--------|--------|---------|
| 戴克斯户外  | 29.48% | 22.29% | 131.98% |
| 标普 500 | 4.04%  | 4.66%  | 26.17%  |

#### 市场数据

2024/05/28

|               |                 |
|---------------|-----------------|
| 当前价格 (美元)     | 1079.14         |
| 52 周价格区间 (美元) | 464.25-1,079.87 |
| 总市值 (亿美元)     | 274.6           |
| 流通市值 (亿美元)    | 274.6           |
| 总股本 (万股)      | 2544            |
| 流通股本 (万股)     | 2544            |
| 日均成交额 (亿美元)   | 7.23            |
| 换手 (%)        | 2.67            |

#### 相关报告

《DECKERS(DECK.N)深度报告: 小众鞋履品牌的胜利 (买入) \*海外\*马川琪, 杨仁文》——  
 2024-05-20

#### 事件:

戴克斯户外 (DECK) 2024 年 5 月 23 日发布 2024 财年业绩: FY2024 净销售额 42.9 亿美元, 同比+18.2%; 营业收入 9.28 亿美元, 同比+42.1%; GPM 55.6%, 较上年同期+5.3pct; SG&A 14.58 亿美元, 同比+24.3%; 摊薄 EPS 29.16 美元, 上年同期为 19.37 美元。

其中 FY2024Q4 净销售额 9.60 亿美元, 同比+21.2%; 营业收入 1.44 亿美元, 同比+36.2%; GPM 56.2%, 较上年同期+6.2pct; SG&A 3.95 亿美元, 同比+36.2%; 摊薄 EPS 4.95 美元, 上年同期为 3.46 美元。

#### 投资要点:

- **公司收入收益均超预期, HOKA 引领增长。**2024 财年公司净销售额 42.9 亿美元, 比一致预期高出 1.7%; 每股收益 (EPS)29.16 美元, 超出一致预期 7.2%。分品牌来看, 2024 财年 HOKA/ UGG/ Teva/ Sanuk/其他品牌 (主要包括 Koolaburra) 收入分别为 18.07 亿美元/22.39 亿美元/1.49 亿美元/0.25 亿美元/0.68 亿美元, 同比 +27.9%/+16.1%/-18.9%/-33.0%/+5.9%。其中 HOKA 增速最高, 这主要得益于品牌知名度的提高和强劲的 DTC 增长。
- **国际扩张步伐稳健, DTC 渠道势头强劲。**分地区来看, 2024 财年内收入 28.64 亿美元, 同比+16.8%; 国际收入 14.24 亿美元, 同比+21.1%; 国际增速较国内高约 4.3pct。目前公司国际收入占比约 1/3, HOKA 国际收入占比略低, 约为 30%, 未来将投入更多资金助力国际业务快速增长。分渠道来看, 2024 财年批发渠道收入 24.32 亿美元, 同比+12.6%; DTC 渠道收入 18.55 亿美元, 同比+26.5%。
- **HOKA 中国市场空间大, 看好未来发展。**UGG 于 2008 年正式进入中国市场, 截至 2018Q1 中国门店约 200 家, 中国市场占 UGG 收入约 8%; 2017 年 HOKA 开始进入中国市场, 目前门店不到 100 家, 管理层在 FY2024 财报电话会上表示中国市场仍占比较小。根据上述信息, 假定 HOKA 中国区占比 2-4%, 2023 年 HOKA 营收 16.715 亿美元 (已对标自然年), 对应中国区收入约 0.33-0.67 亿美元。作为跑鞋市场另一个备受关注的品牌, 昂跑 2023 年营收 21.3 亿美元 (根据 Wind 历史汇率), 亚太区占比 7.9%; 公司在 2023 年财报电话会上披露未来三年中国市场目标占比 10%。根据上述信息我们假定 2023 年中国市场收入占比 5-7%, 对应中国区营收 1.1-1.5

亿美元。相比之下 2023 年昂跑中国区营收约为 HOKA 的 2-5 倍，我们认为未来 HOKA 中国市场仍有较大发展空间。

- **盈利预测和投资评级：**考虑公司坚持 DTC 渠道扩张和国际化发展战略，我们预计 FY2025-2027 年实现收入 47.6/52.6/58.5 亿美元，同比+11.1%/+10.5%/+11.1%；归母净利润 7.8/8.6/9.7 亿美元，同比+3.1%/+9.6%/+13.5%；实现 EPS 30.8/33.7/38.3 美元，2024 年 5 月 28 日收盘价 1079.14 美元，对应 FY2025-2027 年 PE 为 35.3/32.2/28.4X。长期我们看好公司未来发展，维持“买入”评级。
- **风险提示：**国内外需求疲软；原材料价格波动；产能扩张不及预期；国际贸易环境不确定性增加的风险；汇率波动；行业竞争加剧风险。

| 预测指标        | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万美元）  | 4287.8  | 4764.6  | 5264.3  | 5851.1  |
| 增长率(%)      | 18.2%   | 11.1%   | 10.5%   | 11.1%   |
| 归母净利润（百万美元） | 760     | 783     | 858     | 973     |
| 增长率(%)      | 47.0%   | 3.1%    | 9.6%    | 13.5%   |
| 摊薄每股收益（美元）  | 29.9    | 30.8    | 33.7    | 38.3    |
| ROE(%)      | 35.5%   | 33.4%   | 33.1%   | 33.9%   |
| P/E         | 36.7    | 35.3    | 32.2    | 28.4    |
| P/B         | 13.0    | 11.8    | 10.6    | 9.6     |
| P/S         | 6.4     | 5.8     | 5.2     | 4.7     |
| EV/EBITDA   | 27.0    | 26.3    | 24.0    | 21.4    |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：戴克斯户外盈利预测表（货币单位为“美元”）

| 证券代码:               | DECK    |         |         |         | 股价:                 | 1079.14 | 投资评级:   | 买入      |         | 日期:     | 2024/05/28 |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|
| 财务指标                | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E | 每股指标与估值             |         | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |            |
| <b>盈利能力</b>         |         |         |         |         | <b>每股指标</b>         |         |         |         |         |         |            |
| ROE                 | 35.5%   | 33.4%   | 33.1%   | 33.9%   | EPS                 |         | 29.9    | 30.8    | 33.7    | 38.3    |            |
| 毛利率                 | 55.6%   | 53.9%   | 54.1%   | 53.7%   | BVPS                |         | 82.8    | 91.7    | 101.4   | 112.3   |            |
| 期间费率                | 34.0%   | 33.9%   | 34.0%   | 33.8%   | <b>估值</b>           |         |         |         |         |         |            |
| 销售净利率               | 17.7%   | 16.4%   | 16.3%   | 16.6%   | P/E                 |         | 36.7    | 35.3    | 32.2    | 28.4    |            |
| <b>成长能力</b>         |         |         |         |         | P/B                 |         | 13.0    | 11.8    | 10.6    | 9.6     |            |
| 收入增长率               | 18.2%   | 11.1%   | 10.5%   | 11.1%   | P/S                 |         | 6.4     | 5.8     | 5.2     | 4.7     |            |
| 利润增长率               | 47.0%   | 3.1%    | 9.6%    | 13.5%   |                     |         |         |         |         |         |            |
| <b>营运能力</b>         |         |         |         |         | <b>利润表 (百万美元)</b>   |         | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |            |
| 总资产周转率              | 1.4     | 1.4     | 1.3     | 1.3     | 营业收入                |         | 4287.8  | 4764.6  | 5264.3  | 5851.1  |            |
| 应收账款周转率             | 12.0    | 12.0    | 12.0    | 12.0    | 营业成本                |         | 1902.3  | 2194.2  | 2418.1  | 2706.7  |            |
| 存货周转率               | 9.0     | 9.5     | 10.0    | 10.7    | 销售、行政及一般费用          |         | 1458.0  | 1613.8  | 1790.9  | 1978.7  |            |
| <b>偿债能力</b>         |         |         |         |         | 营业利润                |         | 927.5   | 956.6   | 1055.3  | 1165.8  |            |
| 资产负债率               | 32.79%  | 33.64%  | 34.89%  | 37.16%  | 营业外净收支              |         | 1081.8  | 1044.0  | 1142.6  | 1313.1  |            |
| 流动比                 | 3.39    | 5.31    | 5.94    | 6.79    | 利润总额                |         | 2009.3  | 2000.6  | 2197.9  | 2478.9  |            |
| 速动比                 | 2.73    | 4.35    | 4.94    | 5.75    | 所得税费用               |         | 219.4   | 213.5   | 237.4   | 262.4   |            |
|                     |         |         |         |         | 净利润                 |         | 1789.9  | 1787.1  | 1960.5  | 2216.5  |            |
| <b>资产负债表 (百万美元)</b> | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E | 归属于母公司净利润           |         | 759.6   | 783.1   | 857.9   | 973.3   |            |
| 现金及现金等价物            | 1,502.1 | 1,827.4 | 2,161.0 | 2,613.6 |                     |         |         |         |         |         |            |
| 应收款项                | 296.6   | 301.5   | 301.5   | 301.5   | <b>现金流量表 (百万美元)</b> |         | FY2024A | FY2025E | FY2026E | FY2027E |            |
| 存货净额                | 474.3   | 499.3   | 524.3   | 549.3   | 经营活动现金流净额           |         | 1,022.9 | 814.3   | 892.1   | 1,010.5 |            |
| 其他流动资产              | 170.6   | 127.9   | 128.4   | 128.8   | EBIT                |         | 759.6   | 783.1   | 857.9   | 973.3   |            |
| <b>流动资产合计</b>       | 2,443.5 | 2,756.1 | 3,115.2 | 3,593.2 | D&A                 |         | 57.6    | 60.6    | 63.6    | 66.6    |            |
| 固定资产                | 302.1   | 362.2   | 434.2   | 520.5   | 财务费用                |         | 38.0    | 24.9    | 24.9    | 24.9    |            |
| 在建工程                | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 1.0     | 营运资金变动              |         | 167.8   | -54.3   | -54.3   | -54.3   |            |
| 无形资产                | 266.7   | 252.4   | 250.4   | 248.4   | <b>投资活动现金流</b>      |         | -89.3   | -120.0  | -140.0  | -140.0  |            |
| 其他                  | 123.2   | 143.2   | 163.2   | 183.2   | 购买物业及设备             |         | -89.4   | -120.0  | -140.0  | -140.0  |            |
| <b>资产总计</b>         | 3,135.6 | 3,513.9 | 3,963.0 | 4,546.4 | 处置物业及设备所得款          |         | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |            |
| 非流动负债               | 308.1   | 662.8   | 858.6   | 1,160.2 | <b>筹资活动现金流</b>      |         | -417.7  | -361.5  | -411.5  | -411.5  |            |
| 流动负债                | 720.0   | 519.3   | 524.3   | 529.3   | 汇率变动对现金的影响          |         | -5.9    | -10.0   | -10.0   | -10.0   |            |
| <b>负债合计</b>         | 1,028.1 | 1,182.1 | 1,382.9 | 1,689.5 | <b>现金净增加额</b>       |         | 510.0   | 322.8   | 330.6   | 449.0   |            |
| <b>夹层股本</b>         | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 1.0     |                     |         |         |         |         |         |            |
| 少数股东权益              | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 1.0     |                     |         |         |         |         |         |            |
| 归属母公司股东权益           | 2,107.5 | 2,331.9 | 2,580.2 | 2,854.9 |                     |         |         |         |         |         |            |
| <b>负债和股东权益总计</b>    | 3,135.6 | 3,513.9 | 3,963.0 | 4,546.4 |                     |         |         |         |         |         |            |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

### 【海外消费&纺织服装小组介绍】

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】

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视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。