

华利集团（300979）

Deckers、VF 财报披露，稳中向好奠定订单增量

22Q3 华利集团收入 54.8 亿，同比+23%。公司采取优质大客户策略，2022 年 1-9 月对前五大客户销售收入共 140.9 亿，占总 92%。Decker's、VF 为华利集团大客户，近期发布最新财报，具体来看：

1) Deckers's: HOKA 高速增长 DTC 亮眼，库存环比减少 22% 季度拐点显现 FY23Q3(2022/10/1-12/31)营收 13.5 亿美元，约 91 亿人民币+17.5%（剔除汇率影响，YOY，下同）；净利约 19 亿人民币+20%；毛利率 53%+0.7pct，经营利润约 24 亿人民币。

分品牌看：HOKA 营收约 24 亿人民币（占总约 26%）+90.8%；UGG 营收约 63 亿人民币（占总约 69%）-1.6%。UGG 进入销售旺季同时 HOKA 需求持续高增。

分地区看：美国境内营收约 61 亿人民币（约 67%）+13.9%；美国境外营收约 30 亿人民币（约 33%）+12.1%。

分渠道看：批发收入约 44 亿人民币（约 48%）+8.0%；DTC 收入约 47 亿人民币（约 52%）+18.7%。

截至 20221231 公司库存约 48 亿人民币（约 7.2 亿美金），较 2022930 环比减少 23%，较 20211231 同比增长 31%（220331 库存 5.1 亿美金，220630 约 8.4 亿美金，220930 约 9.3 亿美金）。

FY23 全年指引预计营收 35.0-35.3 亿美元，约 236-238 亿人民币，同增 11.1%~12.1%；毛利率预计约 50.5%，OPM 预计约 17.5%~18%。

2) VF: 收入微增库存增加，品牌仍现结构分化

FY23Q3（2022/10/2-12/31）营收 35.3 亿美元，约 240 亿人民币+3%（剔除汇率影响，YOY，下同）；净利约 35 亿人民币。经调毛利率 54.9%，-1.4pct，主要系促销活动增加；经调 OP Margin14.9%，-2.8pct。

分品牌看：Vans 营收约 63 亿人民币（占总 26%，YOY-9%，下同），TheNorthFace 营收约 90 亿人民币（37%，+13%）；Timberland 营收约 41 亿人民币（17%，+6%）。

分地区看：北美约 143 亿人民币（59%，-1%）；EMEA 营收约 67 亿人民币（28%，+10%），亚太区营收约 31 亿人民币（13%，+4%），其中大中华区 -1%。亚太区地区包括中国在内 Q3 平均 11%的店铺受疫情影响闭店，目前没有店铺关闭。

截至 20221231，公司库存 26 亿美元，约合 177 亿人民币+101%，较 20221001 减少 1.6 亿美元。在途库存增加约 4.2 亿美元，公司自 FY23Q1 将在途库存并入公司库存，除开在途库存+75%，主要系核心库存和超额库存驱动所致。

FY23 全年指引收入+3%，其中 Vans 收入同减调整至高单位数，TheNorthFace 同增调至至少 14%。调后毛利率-2pct，调后 OP Margin 约为 9.5%，较之前 -1.5pct；公司预计 FY23Q4 库存将减少约 3 亿美元。

公司发布 FY24 展望，收入同增至少低单位数，提升毛利率和 OP Margin，营业利润同增双位数。公司正评估和部署一系列战略措施来加快实现目标杠杆率和强化公司核心，包括合理调整股息支付规模，继续推行投资组合优化议程和在不影响品牌资产的前提下减少营运资本，将库存调整至最佳水平等。

维持盈利预测，维持“买入”评级。华利针对消费者需求和运动品牌格局变化，一方面继续夯实与老牌运动品牌合作基础，巩固并提升与客户合作

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	61.86 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)	72,190.62
流通 A 股市值(百万元)	9,036.82
每股净资产(元)	10.91
资产负债率(%)	32.72
一年内最高/最低(元)	87.36/40.20

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

- 1 《华利集团-公司点评:4.4 亿拟收购越南永川鞋业，将新增年产 1000 万双，实现强者恒强》 2022-12-12
- 2 《华利集团-公司点评:HOKA 高速扩张，PUMA 鞋产品增速亮眼；VANS 短期销售承压；品牌库存承压 23 年谨慎乐观》 2022-11-09
- 3 《华利集团-季报点评:Q3 业绩稳健增长，品牌库存承压，23 年谨慎乐观》 2022-10-29

紧密度，另一方面积极与新兴运动品牌合作，快速提升在新兴品牌的供应链中份额。同时随着运动品牌终端动销恢复势头明显，品牌去库存进程或略有加速，供应链订单复苏可期。我们预计华利 2022-24 年收入分别为 209.4、237.3、288.3 亿，归母净利润分别为 33.2、38.9、46.2 亿，EPS 分别为 2.85、3.33、3.96 元/股，PE 分别为 21.84、18.65、15.69x。

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	20,943.01	23,732.46	28,832.36
增长率(%)	(8.14)	25.40	19.88	13.32	21.49
EBITDA(百万元)	3,190.77	4,595.58	4,901.31	5,640.71	6,630.26
归属母公司净利润(百万元)	1,878.59	2,767.86	3,322.45	3,891.47	4,624.49
增长率(%)	3.16	47.34	20.04	17.13	18.84
EPS(元/股)	1.61	2.37	2.85	3.33	3.96
市盈率(P/E)	38.63	26.22	21.84	18.65	15.69
市净率(P/B)	12.64	6.64	6.33	6.13	5.87
市销率(P/S)	5.21	4.15	3.46	3.06	2.52
EV/EBITDA	0.00	21.52	12.84	11.72	9.78

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	9,257.54	5,851.02	6,850.97
应收票据及应收账款	1,769.89	2,487.50	2,022.76	3,088.23	3,121.07
预付账款	79.76	162.55	140.08	200.70	213.26
存货	2,088.19	2,670.55	3,209.37	3,313.22	4,609.93
其他	134.10	2,136.22	2,114.74	2,151.01	2,146.75
流动资产合计	6,509.68	11,864.88	16,744.49	14,604.18	16,941.98
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	20,919.88	18,983.36	20,824.66
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	2,093.38	2,408.07	3,059.95
其他	1,150.92	1,341.40	5,705.36	3,330.62	4,270.28
流动负债合计	3,964.72	5,052.80	9,444.80	7,137.85	8,449.55
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	9,458.21	7,152.36	8,464.07
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	5,214.23	5,660.15	6,190.05
其他	(698.92)	(777.49)	(623.29)	(699.90)	(700.22)
股东权益合计	5,741.40	10,926.76	11,461.68	11,830.99	12,360.59
负债和股东权益总计	9,738.29	16,179.32	20,919.88	18,983.36	20,824.66

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	1,878.59	2,767.86	3,322.45	3,891.47	4,624.49
折旧摊销	508.81	517.84	497.46	527.48	546.49
财务费用	65.88	27.31	(77.40)	(94.95)	(80.29)
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)	4,965.01	(3,306.40)	253.69
其它	15.49	461.04	0.09	0.14	0.17
经营活动现金流	2,978.17	2,422.97	8,693.83	1,007.74	5,324.55
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	(195.37)	(151.96)	(199.54)
股权融资	(305.47)	1,133.79	(2,787.62)	(3,522.30)	(4,095.06)
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	(2,982.99)	(3,674.25)	(4,294.60)
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	4,849.47	(3,406.51)	999.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	13,931.14	17,469.58	20,943.01	23,732.46	28,832.36
营业成本	10,473.80	12,711.78	15,286.30	17,277.23	20,987.07
营业税金及附加	3.10	2.87	4.40	4.99	6.06
销售费用	195.92	64.73	119.38	90.18	149.93
管理费用	592.48	686.08	911.02	975.40	1,268.62
研发费用	209.11	234.28	345.56	398.71	478.62
财务费用	60.99	(45.89)	(77.40)	(94.95)	(80.29)
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	4,250.93	4,971.63	5,916.57
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	4,223.93	4,938.60	5,887.53
所得税	420.23	916.62	901.39	1,046.98	1,262.88
净利润	1,878.59	2,767.86	3,322.54	3,891.61	4,624.66
少数股东损益	0.00	0.00	0.09	0.14	0.17
归属于母公司净利润	1,878.59	2,767.86	3,322.45	3,891.47	4,624.49
每股收益（元）	1.61	2.37	2.85	3.33	3.96

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	-8.14%	25.40%	19.88%	13.32%	21.49%
营业利润	4.96%	60.57%	14.83%	16.95%	19.01%
归属于母公司净利润	3.16%	47.34%	20.04%	17.13%	18.84%
获利能力					
毛利率	24.82%	27.23%	27.01%	27.20%	27.21%
净利率	13.48%	15.84%	15.86%	16.40%	16.04%
ROE	32.72%	25.33%	28.99%	32.89%	37.41%
ROIC	47.03%	59.84%	55.50%	208.38%	85.03%
偿债能力					
资产负债率	41.04%	32.46%	45.21%	37.68%	40.64%
净负债率	-16.40%	-22.78%	-66.41%	-37.63%	-46.37%
流动比率	1.64	2.33	1.77	2.05	2.01
速动比率	1.11	1.81	1.43	1.58	1.46
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	7.12	7.28	7.28
总资产周转率	1.44	1.35	1.13	1.19	1.45
每股指标（元）					
每股收益	1.61	2.37	2.85	3.33	3.96
每股经营现金流	2.55	2.08	7.45	0.86	4.56
每股净资产	4.92	9.36	9.82	10.14	10.59
估值比率					
市盈率	38.63	26.22	21.84	18.65	15.69
市净率	12.64	6.64	6.33	6.13	5.87
EV/EBITDA	0.00	21.52	12.84	11.72	9.78
EV/EBIT	0.00	23.76	14.29	12.93	10.66

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