

纺织服装

制鞋产业系列报告二 | 裕元集团：创新+数字化，稳固行业龙头地位

裕元：全球最大国际品牌运动鞋履制造商

裕元集团拥有多元化品牌客户和生产基地，是全球最大的国际品牌运动鞋履制造商之一。裕元集团成立于 1988 年，并于 1992 年 7 月在香港联合交易所主板上市。公司鞋类年产量约占全球运动鞋及休闲鞋市场的 20%，市占率全球领先。

公司目前有越南、中国大陆地区大陆及印尼三大生产基地，出货量领先同行，且产能逐步向东南亚迁移。2020 年，越南、印尼及中国大陆地区地区的出货量分别占公司鞋类总出货量的 46%、39%及 11%。越南地区人数最多，截至 2020 年底达到约 15 万人，占比 50%；印尼、中国大陆地区大陆分别为 10.7 万人、2.7 万人，占比分别为 36%和 9%。

2019 年公司营收超百亿美元。2020 年由于受到新冠疫情影响，公司营收 84 亿美元（约合 550 亿人民币），同比减少 16.4%。2019 年公司毛利率 24.8%，领先同行水平，2020 年受疫情影响毛利率下滑至 21.7%。公司应收账款周转率也处于行业中上水平。

运动鞋履市场增长强劲，行业集中度持续提升

制鞋业产能向劳动力资源丰富的国家转移，我国鞋履制造业正逐步从单纯代加工走向附加值更高的自行研发设计、自有品牌的产业链环节和运营模式，产业升级趋势明显。在市场专业化分工的趋势下，大型运动品牌趋向于品牌运营和制造分离，精简供应商，制鞋行业集中度持续提升。

全球鞋履行业市场规模巨大且维持稳定增长。根据 Statista 数据统计，2019 年全球鞋履市场销售规模达 4351.39 亿美元，预计 2023 年，全球鞋履市场销售规模将增至 5127.36 亿美元，年均增长率预计 4.2%。国内外出台一系列政策扶持，为体育行业和鞋履制造业提供良好的政策环境。

成长启示：研发+数字化+一体化，稳固龙头地位

公司针对主要品牌客户，成立独立的产品研发中心，为客户提供定制化产品服务，提高服务附加值，确保客户多元化。

公司着力于开发新鞋型、新材料及新制程与技术，2015 年起公司加大了打样、高科技及数字化开发的投入。从同业对比情况看，公司研发费用占营收比例处于行业中上水平，2019-2020 研发比例有增长。高研发投入带来生产效率大幅增长，自动化进程缩短生产交期，发挥灵活性优势。

制造端：公司通过自行发展、投资及并购产业内相关厂商，掌握上游材料及关键零组件的供应，以进一步提升整体品质，稳定供货来源，一体化产业链龙头公司竞争优势显著。**零售端：**相继推出应用程序、微信商城，推出会员计划，拓展线上客户。至 2021 年微信小程序会员数量达 690 万，2020 年全渠道销售增长 27.6%。

风险提示：原材料价格波动上升；人力成本波动上升；政治风险、贸易政策影响等。

证券研究报告

2021 年 04 月 24 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

孙海洋

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《纺织服装-行业专题研究:制鞋产业系列报告一 | 从丰泰企业看 Nike 核心供应商成长之路》 2021-04-22
- 2 《纺织服装-行业点评:H&M、NIKE 抵用新疆棉或激发国货购买热情，利好下游国产品牌》 2021-03-25
- 3 《纺织服装-行业点评:纺服社零持续恢复，关注高景气度运动及制造标的》 2021-03-17

内容目录

1. 裕元：全球最大国际品牌运动鞋履制造商	4
1.1. 主营运动鞋履制造与销售，市占率全球领先	4
1.2. 产能逐步向东南亚迁移，出货总量远高于同行	4
1.3. 整合线上线下渠道，零售业务持续增长	5
1.4. 收入总体稳步增长，毛利领先同行	6
1.4.1. 除 2020 年受疫情影响外，公司营收稳步增长	6
1.4.2. 高毛利率奠定盈利能力，处于行业领先水平	7
1.4.3. 回款能力强，应收账款周转率处于行业中上水平	7
2. 运动鞋履市场增长强劲，行业集中度持续提升	8
2.1. 我国制鞋产业逐渐外移，运动鞋行业呈集中化趋势	8
2.1.1. 制鞋业产能向东南亚地区转移，中国大陆地区鞋业产业升级趋势明显	8
2.1.2. 专业化分工趋势明显，行业集中度提高	9
2.2. 政策红利持续释放，运动鞋履市场维持高增长	10
2.2.1. 运动鞋履市场空间大，多样化需求推动行业发展	10
2.2.2. 国内外政策扶持，为体育行业和鞋履制造业提供良好政策环境	11
3. 成长启示：研发+数字化+一体化，稳固龙头地位	12
3.1. 独立产品研发中心提供差异化服务，稳定头部客户，确保多元化	12
3.2. 加大产品创新、技术创新及数字化开发，优化生产效率	13
3.3. 深度纵向一体化，稳固产业链龙头地位	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司四大历史发展阶段	4
图 2：2015-2020 越南、印尼、中国大陆地区出货量趋势	5
图 3：FY2015-2020 公司鞋履总出货量（亿双）	5
图 4：越南地区员工人数占比最大	5
图 5：公司鞋类产品越南产量占比 46%	5
图 6：2014-2020 零售业务营收（亿元）和占比变化	6
图 7：2020 年公司营收 84 亿美元（约合人民币 550 亿元）	6
图 8：2020 年公司营收中鞋类制造收入占 56.1%	6
图 9：2020 年亚洲地区收入约占公司营收一半以上，达到 64%	7
图 10：公司毛利率水平居行业前列（%）	7
图 11：主要鞋履制造商应收账款周转率对比	8
图 12：全球鞋业价值链分析	8
图 13：价值链利润结构	8
图 14：2019 年中国大陆地区运动鞋市场各大品牌市场占有率（%）	9
图 15：2019 年主要运动鞋服代工企业主要客户占比	9
图 16：2017-2020 年主要鞋履制造商销量变动（万双）	10

图 17: 2016-2021 年全球鞋履市场规模及预测	10
图 18: 2016-2021E 全球运动鞋市场规模及预测	11
图 19: 2019 年体育消费新政策	12
图 20: 国家鼓励体育用品投资与贸易的政策	12
图 21: 2020 年公司品牌客户	12
图 22: 2015-2020 年研发费用情况 (万美元)	13
图 23: 研发支出占营收比例与同业对比情况 (%)	13
图 24: 2014-2020 年每年人均产量 (双)	13
图 25: 2020 年运动服务平台	14
图 26: 2020 新推出微信商城和微信小程序	14
表 1: 行业经营模式主要分三种	9
表 2: 2017-2019 年大型运动鞋履制造商各产品类别销售收入平均占比	10
表 3: 运动鞋制造环节数字化改进	14

1. 裕元：全球最大国际品牌运动鞋履制造商

1.1. 主营运动鞋履制造与销售，市占率全球领先

裕元集团拥有多元化品牌客户和生产基地，是全球最大的国际品牌运动鞋履制造商之一。裕元集团成立于1988年，并于1992年7月在香港联合交易所主板上市。作为运动和休闲/户外鞋类制造的全球领导者，拥有品牌客户和生产地点的多元化组合，并以其快速响应，灵活性，创新，设计和开发能力以及卓越的品质而得到广泛认可。截止2020年12月31日，企业员工数高达29.85万名。公司股权结构较集中，Wealthplus Holdings Limited（宝成工业全资子公司）持有集团47.96%的股份，大股东占比63.3%。

回顾公司成长简史，主要经历四个发展阶段：

1) 企业初始阶段（1969-1985）：蔡氏家族于中国台湾开始进入鞋履制造业，主要产品为帆布及胶鞋，1970年开始采用代工模式制造运动鞋，1985年在中国香港成立裕元。

2) 拓展海外生产基地（1988-2001）：20世纪80年代末，公司进驻中国大陆地区，成立多个生产基地，随后在越南，印尼设立生产基地，开始生产休闲鞋，2001年在中国大陆地区设立零售业务。

3) 生产领域拓展期（2002-2004）：裕元从宝成收购共67间从事鞋类上游制造(原材料、模具及鞋材等)的公司，裕元收购鹰美(国际)控股有限公司。该公司专门制造运动服装，裕元收购其利工业集团有限公司股权。该公司为知名运动袋、背包及旅行配件之设计开发制造商。

4) 深化拓展海外基地（2009-2015）：2009年，公司在柬埔寨及孟加拉设立生产基地，2015年，公司在缅甸设立生产基地。

图 1：公司四大历史发展阶段



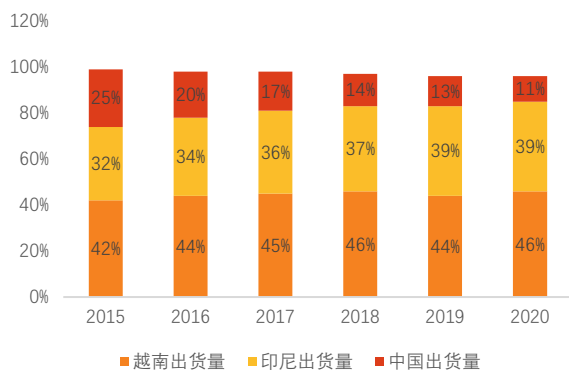
资料来源：公司官网，天风证券研究所

全产业链布局为裕元打造护城河，运动鞋履制造位于行业顶端，公司鞋履制造业务维持全球领先。裕元集团主要负责为国际大型运动品牌代工制造/代工设计制造(OEM/ODM)，制造产品主要品类有运动鞋、休闲/户外鞋、多功能鞋、运动凉鞋、鞋底及配件。2002-2004年，通过大规模收购产业内相关厂商，公司掌握了上下游材料及关键零组件的供货来源，形成完整的产业供应链，构建护城河。公司鞋类年产量约占全球运动鞋及休闲鞋市场的20%，市场占有率较大。其中，制鞋业务以运动鞋为主，2020年运动鞋类营收占整体鞋履制造营收79.2%，占总营收44.4%。

1.2. 产能逐步向东南亚迁移，出货总量远高于同行

越南、印尼及中国大陆地区为主要生产地区，其中越南与印尼占比逐年上升。2020年，越南、印尼及中国大陆地区的出货量分别占公司鞋类总出货量的46%、39%及11%。相比2019年，中国大陆地区的出货贡献持续减少，越南与印尼贡献提升，与集团的产能迁移策略一致。近年来，公司鞋履年出货总量基本稳定在3.2亿双以上，远高于同行，2020年由于受到新冠疫情冲击出货量为2.4亿双，同比减少24.2%。

图 2：2015-2020 越南、印尼、中国大陆地区出货量趋势



资料来源：公司年报，天风证券研究所

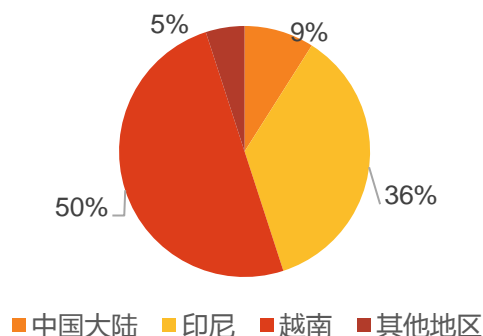
图 3：FY2015-2020 公司鞋履总出货量（亿双）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

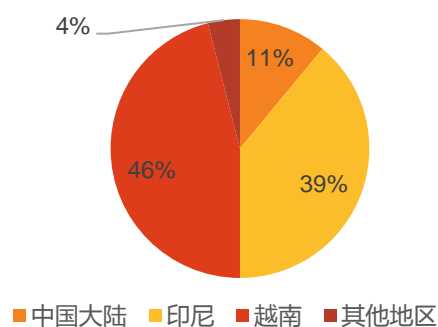
公司目前有越南、中国大陆地区及印尼三大生产基地。从产量贡献来看，中国大陆地区、越南、印尼对鞋类产品的产量贡献分别为11%、46%、39%；从员工数量来看，越南地区人数最多，截至2020年底达到约15万人，占比50%；印尼、中国大陆地区分别为10.7万人、2.7万人，占比分别为36%和9%。

图 4：越南地区员工人数占比最大



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 5：公司鞋类产品越南产量占比 46%



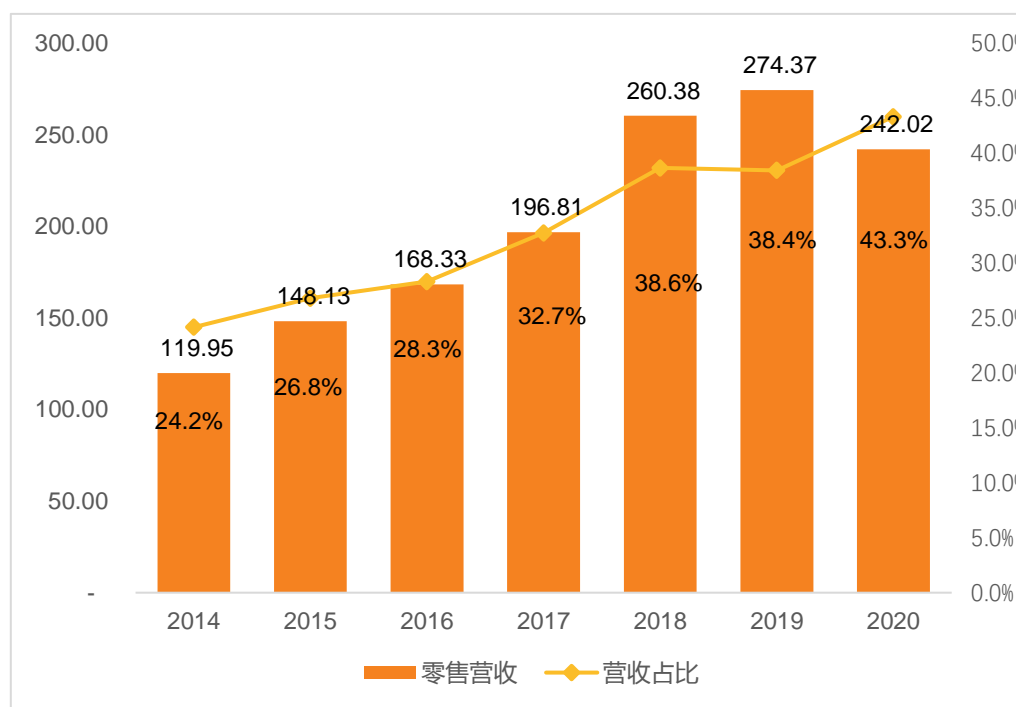
资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.3. 整合线上线下渠道，零售业务持续增长

零售端业务增长强劲，持续拓展店铺网络，线下门店和电商平台进一步整合，优化运营效率。集团附属零售公司宝胜国际（裕元持有62.19%股份）是中国大陆地区最大体育用品经销商之一，具备超二十年零售经验，已建立完善的销售渠道，截止2020年在大中华地区设有5240间直营店铺和3835间加盟店铺。零售业务占比逐年增加，2020年零售收入规模为242.02亿元，占比高达43.9%。在零售业务策略上，公司通过线上线下整合建立完善的消费者资料库，扩大产品共享平台，以提供更贴近客户需求的产品和相关服务；整合全

渠道存货和资源,进一步带动零售增长,优化库存管理,2019-2020 年存货水平减少 26.8%。

图 6: 2014-2020 零售业务营收(亿元)和占比变化



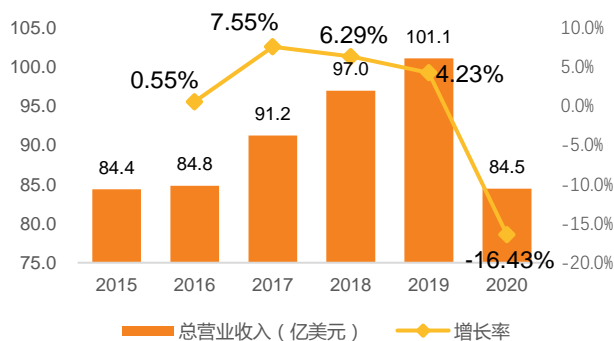
资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

1.4. 收入总体稳步增长, 毛利领先同行

1.4.1. 除 2020 年受疫情影响外, 公司营收稳步增长

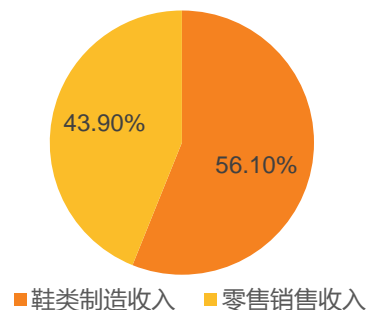
近年来公司营收逐年增长, 至 2019 年超百亿美元。2020 年由于受到新冠疫情影响, 公司营收 84 亿美元 (约合 550 亿人民币), 同比减少 16.4%。公司营业收入中鞋类制造收入占 56.1%, 其中运动鞋类占总收入的 44.4%, 休闲鞋以及户外鞋占 7.4%。

图 7: 2020 年公司营收 84 亿美元 (约合人民币 550 亿元)



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

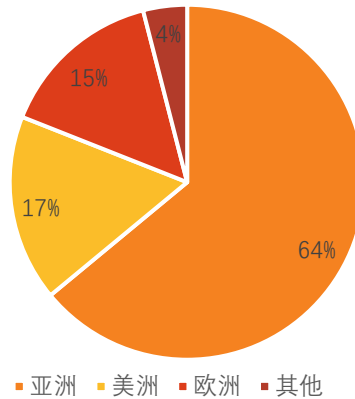
图 8: 2020 年公司营收中鞋类制造收入占 56.1%



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

公司营收主要来自亚洲地区。分地区来看, 亚洲地区收入约占公司营收一半以上, 达到 64%。美洲、欧洲和其他地区收入分别占 17%、15%和 4%。

图 9：2020 年亚洲地区收入约占公司营收一半以上，达到 64%

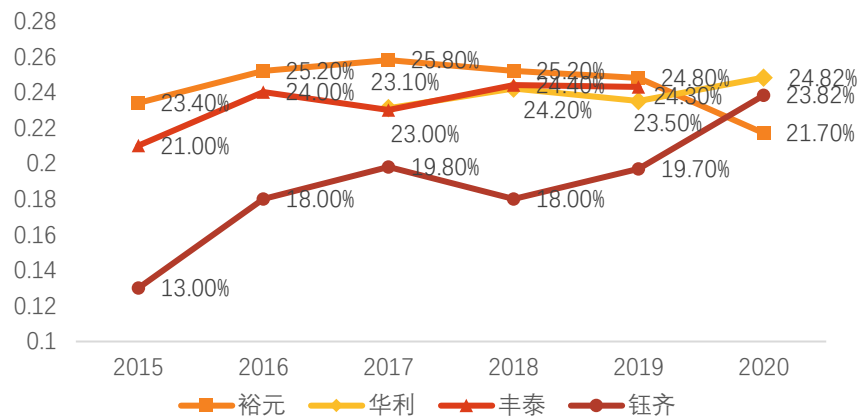


资料来源：公司年报，天风证券研究所

1.4.2. 高毛利率奠定盈利能力，处于行业领先水平

公司毛利率常年维持在高位，领先同行水平。2019 年毛利率 24.8%，居行业前列，受益于公司大部分产能布局海外且仍有进一步向东南亚迁移的趋势，有效降低生产成本。2020 年，公司受疫情影响毛利率下滑至 21.7%。

图 10：公司毛利率水平居行业前列（%）

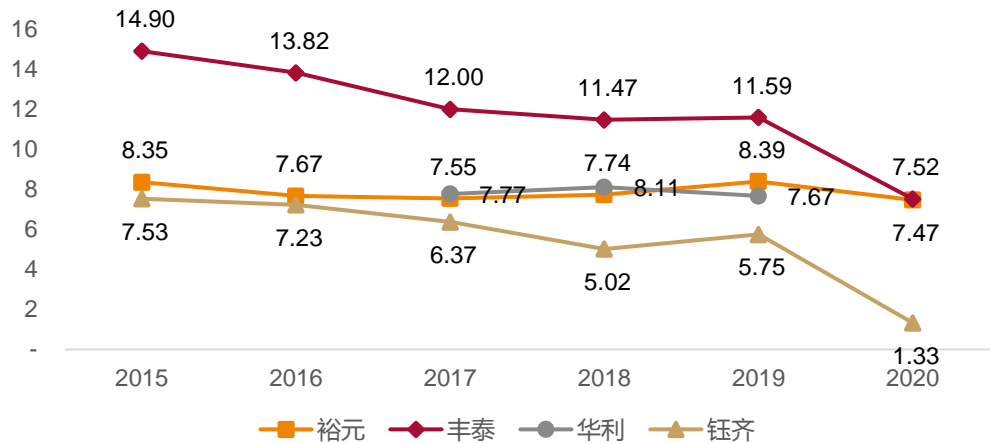


资料来源：Wind，天风证券研究所，注：华利取的是 2017-2019 三年数据

1.4.3. 回款能力强，应收账款周转率处于行业中上水平

公司应收账款回款能力领先同行水平。2020 年公司应收账款周转率为 7.47 次，应收账款周转天数为 48.21 天，近五年公司平均应收账款周转率 7.86 次，处于行业中上水平。公司应收账款回款能力较强，运营情况健康。

图 11：主要鞋履制造商应收账款周转率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所，注：华利取的是 2017-2019 三年数据

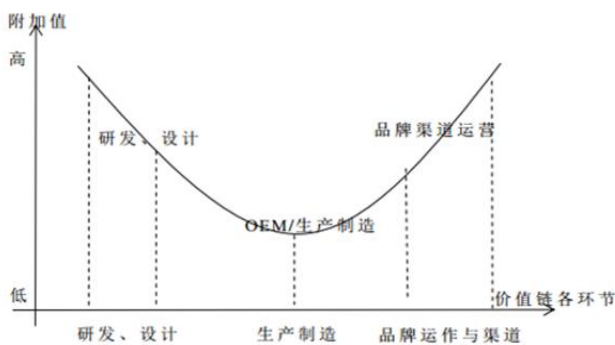
2. 运动鞋履市场增长强劲，行业集中度持续提升

2.1. 我国制鞋产业逐渐外移，运动鞋行业呈集中化趋势

2.1.1. 制鞋业产能向东南亚地区转移，中国大陆地区鞋业产业升级趋势明显

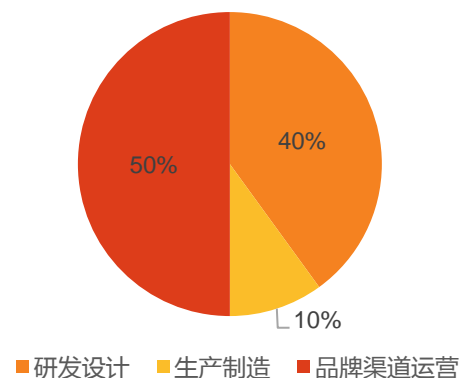
制鞋业产能向劳动力资源丰富的国家转移。2019 年制鞋业 87.4%的产量集中在亚洲，产能逐渐向东南亚国家转移。中国大陆地区鞋产量虽占全球总产量 50%以上，但自 2014 年起中国大陆地区鞋产量出现明显下滑，从 2014 年的 155 亿双下滑至 2019 年的 134.75 亿双。2019 年越南鞋产量虽占比只有 5.8%，但出口比例高达 101.4%。以越南为首的东南亚国家鼓励发展劳动密集型产业，在外贸环境的驱动下发挥其成本优势和税收政策红利，以 OEM 代加工形式为主进行生产制造，凭借更低的劳动力成本占据了市场。

图 12：全球鞋业价值链分析



资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 13：价值链利润结构



资料来源：中国报告网，天风证券研究所

中国大陆地区鞋履制造业产业升级趋势明显。从产业价值链看，生产制造环节附加值最低，品牌运营和研发设计的利润空间最大。一般利润结构是研发设计占 40%，生产制造 10%，品牌渠道运营 50%。近年来，终端消费者对运动鞋履功能、舒适度、审美和时尚的追求也在不断增长。为了满足消费者个性化和多样化需求的增长，运动鞋履制造厂商不断加大开发设计投入，进行技术创新，推进了运动鞋履制造行业升级。中国大陆地区鞋业逐步从单纯代加工走向附加值更高的自行研发设计、自有品牌的产业链环节和运营模式。从鞋履产

业链看，上游原料供给能力较强，价格波动较小，行业技术水平成熟，为中游制造商经营发展创造了良好条件。

2.1.2. 专业化分工趋势明显，行业集中度提高

在市场专业化分工的趋势下，大型运动品牌趋向于品牌运营和制造分离。多数全球领先的运动品牌运营商均着力于品牌的运营和产品设计，将生产制造服务委托给专业的制造商。一些运营制造一体化和运营制造分离并存的企业也增加了外包的比例。其中安踏体育和特步鞋履 2019 年度外包率分别较 2018 年度增长 1.1，12 个百分点至 67.80%，66.00%。在品牌运营和制造分离的模式下，效率和质量都得到大幅度增长。

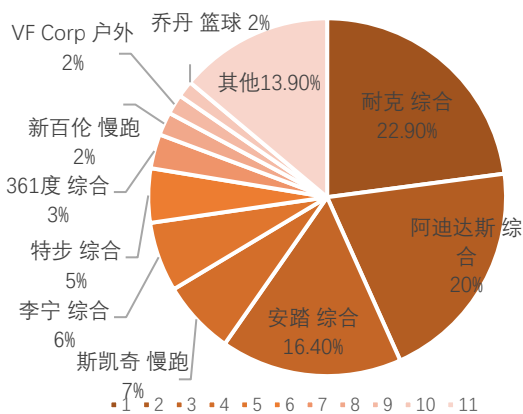
表 1：行业经营模式主要分三种

行业主要商业模式	代表企业
品牌运营和制造分离模式	Nike、Adidas、Puma 等主要鞋履品牌 裕元集团、丰泰企业
品牌运营和制造一体模式	贵人鸟、万里马
运营制造一体化和运营制造分离并存	安踏体育、特步

资料来源：华利招股说明书，天风证券研究所

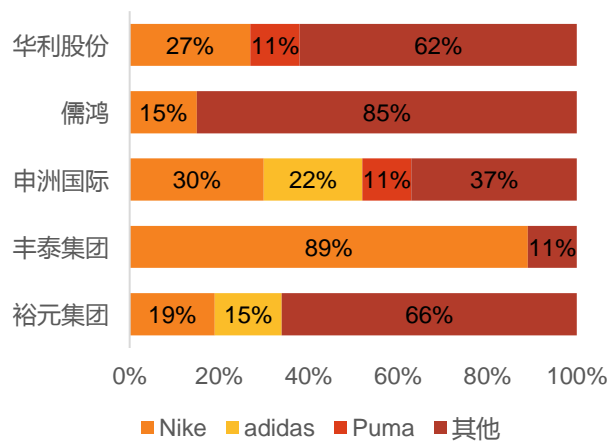
中国大陆地区运动鞋行业集中度较高，国际品牌 CR2 高于本土品牌 CR4。2019 年中国大陆地区本土运动品牌代表 CR4(安踏、李宁、特步、三六一度)在中国大陆地区运动鞋市场占有率达到 30.7%，相比 2013 年上升 4.1%。实力较强的两大国际运动鞋品牌 CR2 依旧领先，Nike(包括 Air Jordan 和 Converse)以 22.9%的市占率位列第一，Adidas(包括 Reebok)以市占率 20.4%位列第二。前十大品牌在中国大陆地区市场市占率高达 86%，行业集中度较高。

图 14：2019 年中国大陆地区运动鞋市场各大品牌市场占有率(%)



资料来源：欧睿国际，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 15：2019 年主要运动鞋服代工企业主要客户占比



资料来源：各公司公告，元气资本，天风证券研究所

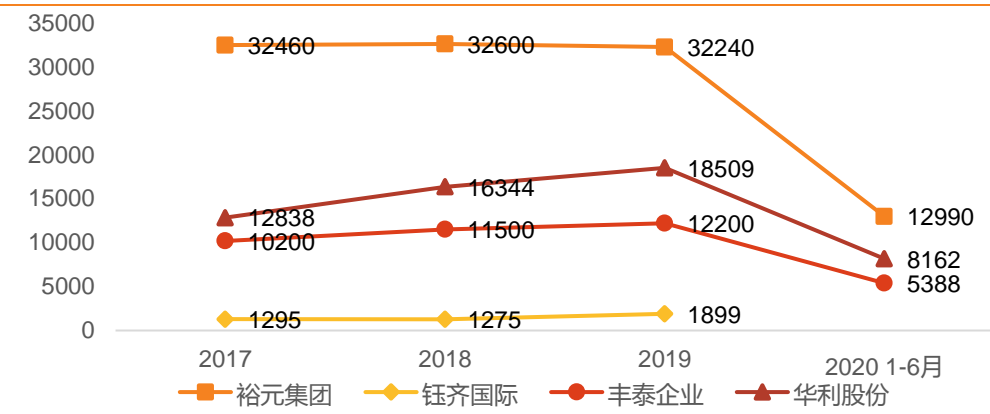
知名运动品牌偏向与大型制造商维持长期合作关系。具有大规模供货能力的运动鞋履制造企业的市场份额呈集中化趋势，客户集中度也普遍较高。中国大陆地区主要鞋履制造商丰泰企业、华利股份、申洲国际、裕元集团中，丰泰企业客户集中度最高，2019 年第一大客户 Nike 销售占比 89%；华利股份 2019 年前四大客户占比 80.77%，销量增速高于同行业水平；裕元集团客户集中度较低，2019 年主要客户占比 46%，服务品牌较为多元化，销量同业稳居第一，变动幅度较小。从各制造商生产品类来看，裕元和华利均以生产运动休闲鞋（运动类）为主，2017-2019 营收平均占比分别为 79.22%，66.70%；钰齐以户外鞋靴为主，占比高达 87.73%。

表 2：2017-2019 年大型运动鞋履制造商各产品类别销售收入平均占比

公司	运动休闲鞋（运动类）	运动休闲鞋（休闲类）	户外靴鞋	运动凉鞋、拖鞋及其他
裕元集团	79.22%	19.07%		1.71%
华利股份	66.70%	8.11%	16.11%	9.08%
丰泰集团		100%		
钰齐国际	10.73%	-	87.73%	1.53%

资料来源：华利招股说明书，天风证券研究所

图 16：2017-2020 年主要鞋履制造商销量变动（万双）



资料来源：Wind，天风证券研究所

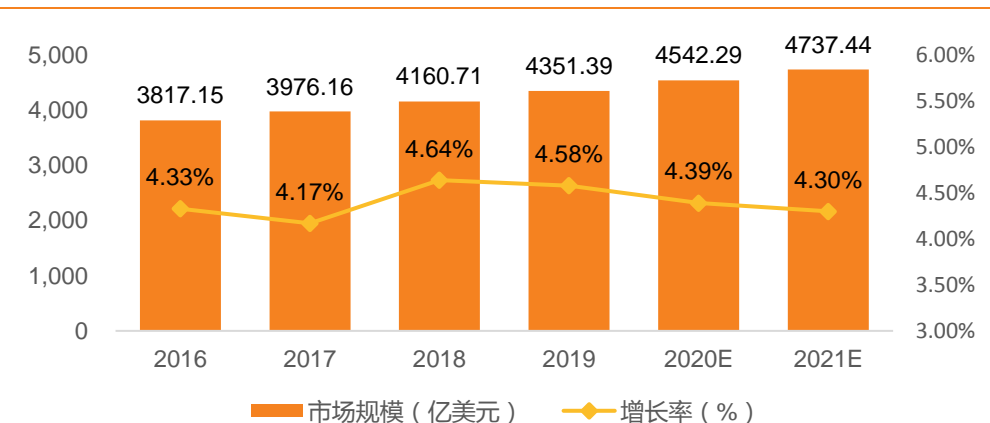
知名运动品牌存在精简供应商的趋势。头部运动品牌运营商更注重制造商的开发设计能力、产品质量以及交付及时性，因此倾向于和大型制造商长期合作。Nike 供应商从 2014 年 150 家减少至 2020 年 122 家，前四大供应商产能占比长期超过 60%；adidas 至 2019 年公司鞋履核心供应商仅有 11 家，其中 72% 的供应商合作年限超过 10 年。大型鞋履制造商和头部品牌运营商之间形成互依互存的关系，头部品牌份额也为制造商构筑了护城河。

2.2. 政策红利持续释放，运动鞋履市场维持高增长

2.2.1. 运动鞋履市场空间大，多样化需求推动行业发展

全球鞋履行业市场规模巨大且维持稳定增长。根据 Statista 数据统计，2019 年全球鞋履市场规模已达到 4,351.39 亿美元，并且预计 2021 年规模将增至 4737.44 亿美元。

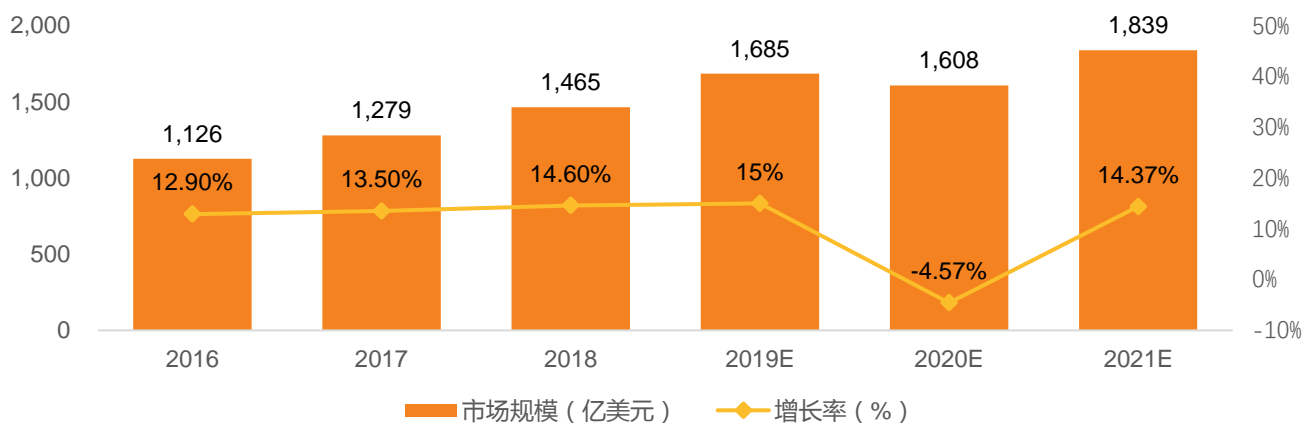
图 17：2016-2021 年全球鞋履市场规模及预测



资料来源：Statista，天风证券研究所

运动鞋履作为鞋服市场增速最快的细分赛道，产能充分、持续扩张的头部鞋履供应商有望受益。随着消费意愿及购买力水平提升，健康意识增强及运动风气盛行，运动人群和体育产业规模明显增长，消费者对运动鞋履的需求持续增长，运动鞋履市场需求将快速增长。根据 Grand View Research 数据显示，2019 年全球运动鞋履市场规模 1684.7 亿美元，2010-2015 年增速约为 6%-10%，自 2016 年以来，运动鞋履市场规模复合增长率超过 13%。

图 18：2016-2021E 全球运动鞋市场规模及预测



资料来源：Grand View Research 天风证券研究所

中国大陆地区运动鞋履市场增速显著，消费者多样化需求持续推动行业发展。2019 年中国大陆地区运动鞋市场规模已达到 1830 亿元，同比增长 61.4%。在全民健身和二胎开发的驱动下，我国运动鞋市场规模维持高速增长发展。近年来，终端消费者对运动鞋履功能、舒适度、审美和时尚的追求不断提升。为满足消费者个性化和多样化需求的增长，运动鞋履制造厂商不断加大开发设计投入，进行技术创新，推进了运动鞋履制造行业升级。

2.2.2. 国内外政策支持，为体育行业和鞋履制造业提供良好政策环境

近年来，国内出台了一系列扶持体育行业的政策，为运动鞋行业发展提供了良好的政策环境。2014 年开始，国务院把全民健身上升为国家战略，并提出了《关于加快发展体育产业促进体育消费的若干意见》，其中表明将积极扩大体育产品和服务供给，推动体育产业经济转型升级。从 2016 年国家体育总局发布的“十三五”规划来看，“全民健身”的战略已表现出较大成效。2019 年 9 月，国务院重申《关于促进全民健身和体育消费推动体育产业高质量发展的意见》，明确指出进一步完善体育产业政策，优化产业结构、布局，并加强平台支持以促进体育消费。以上政策红利全方位鼓励体育相关产业发展，将促进运动鞋制造行业规模的进一步扩张。

图 19：2019 年体育消费新政策



资料来源：中国政府网，天风证券研究所

图 20：国家鼓励体育用品投资与贸易的政策

2012年5月31日	《关于鼓励和引导民间资本投资体育产业的实施意见》(体经字[2012]204号)	国家体育总局	鼓励和引导民间资本投资体育产业，支持民间资本投资生产体育用品，建设各类体育场馆及健身设施，从事体育健身、竞赛表演等活动，促进我国体育产业投资主体多元化
2010年5月7日	《国务院关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》(国发[2010]13号)	国务院	鼓励民间资本投资生产体育用品，建设各类体育场馆及健身设施，从事体育健身、竞赛表演等活动；推动民营企业加强自主创新和转型升级；鼓励和引导民营企业积极参与国际竞争
2010年3月19日	《国务院办公厅关于加快发展体育产业的产业政策、指导意见指导意见》(国办发[2010]22号)	国务院办公厅	大力发展体育健身市场，努力开发体育竞赛和体育表演市场，积极培育有关内容体育中介市场，做大做强体育用品业，大力促进体育服务贸易，协调推进体育产业与相关产业互动发展

资料来源：中国报告网，天风证券研究所

海外重要产区越南也为外资投资者提供了优惠的税收政策。如鼓励投资项目所得税率为 10%，减免期限为 4-15 年；鼓励投资项目所得税率为 15%，减免期限为 2-10 年；普通投资项目所得税率为 20%，减免期限为 2 年。对于投资额达到 3 亿美元，或年销售额达到 5 亿美元，或提供就业岗位 3,000 个以上的企业，越南政府给予所得税“四免九减半”的特殊优惠。在贸易方面，越南几乎拥有全球大多数发达国家的 GSP 优惠关税率，美国、欧盟进口原产地为越南的鞋履产品关税为零或几乎为零。在上述税收政策和贸易政策的催化下，当地鞋履生产投资规模进一步扩大，我国鞋履制造业将逐渐外移。

3. 成长启示：研发+数字化+一体化，稳固龙头地位

3.1. 独立产品研发中心提供差异化服务，稳定头部客户，确保多元化

客制化产品研发中心，提高服务附加值，确保客户多元化。裕元针对主要品牌客户，开发团队为品牌商成立了独立的产品研发中心，为客户提供更具弹性的多样化、客制化优质商品；创造差异化，为长期合作的客户带来更大附加值以及一站式代工设计制造服务。至 2020 年，公司保留了多元化优质品牌客户资源，包括 Nike, Adidas, 彪马, 锐步, 亚瑟士等国际运动品牌。2020 年占集团营收超过 10%之前两大客户分别贡献收入 15.8 亿美元和 14.6 亿美元，两者收入合计占比 36.01%。在稳定头部品牌客户合作的同时，确保了多元化客户组合。

图 21：2020 年公司品牌客户

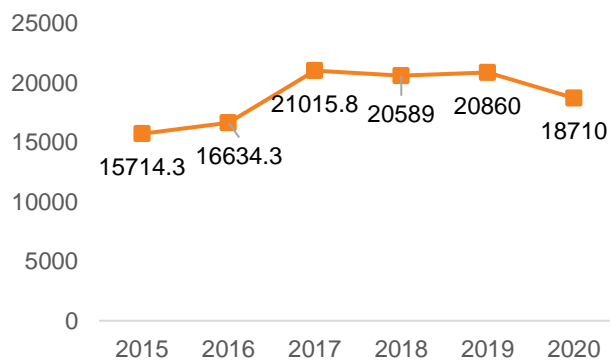


资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.2. 加大产品创新、技术创新及数字化开发，优化生产效率

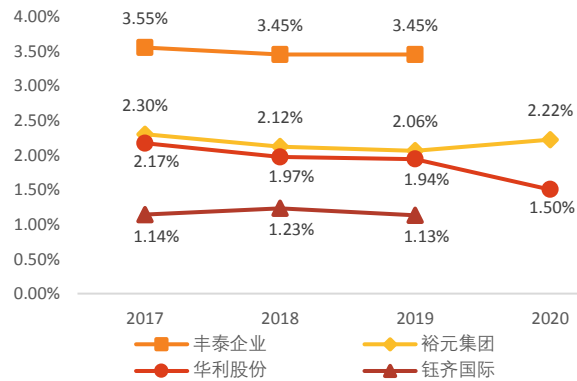
加大产品创新、技术创新与数字化开发，研发投入占比处于行业中上水平。公司着力于开发新鞋型、新材料及新制程与技术，以提高产品品质。2015年起公司加大了打样、高科技及数字化开发的投入，2015-2017年产品开发支出持续上涨至2.102亿美元，2020年受疫情影响研发支出同比缩减10.3%。从同业对比情况看，公司研发费用占营收比例处于行业中上水平，2019-2020研发比例有增长。

图 22：2015-2020 年研发费用情况（万美元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

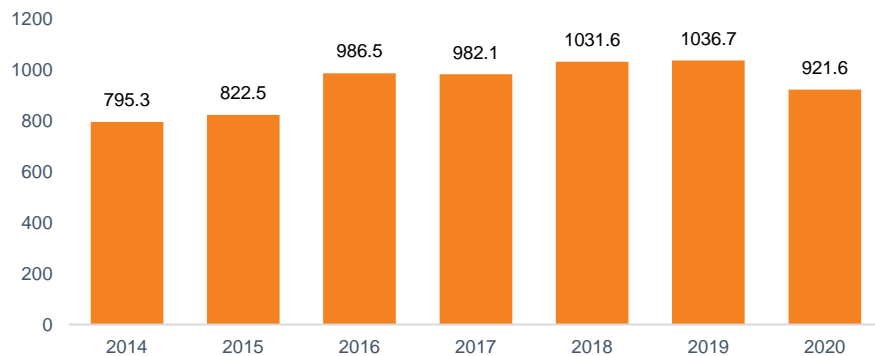
图 23：研发支出占营收比例与同业对比情况（%）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

在可观的研发投入下，公司鞋履生产效率大幅增长。人均产量从2014年795双/人/年增长至2019年1037双/人/年，2020年受疫情影响产量和人均均有下滑。

图 24：2014-2020 年每年人均产量（双）



资料来源：公司官网，天风证券研究所

数字化进程缩短生产交期，发挥灵活性优势。公司通过流程改造以灵活调整产线，推进SAP企业资源规划系统以优化制造策略，提高流程效率及产能，并配合快时尚趋势，满足客户30-45天的生产交期要求。在生产制造各环节中，自动化得以广泛运用。在自动化生产中，公司还通过物联网的整合为生产基地提供预测性维护，实现全面数字化生产的智能工厂。

表 3：运动鞋制造环节数字化改进

生产环节	改进措施
鞋面制造环节	在原材料裁剪中引入自动裁断机；在印刷、高周波、电脑针车、电绣等加工流程中引入智能装置。
鞋底制造环节	引入自动化设备，进行流程改善。
面底贴合环节	导入 RFID、自动化手臂及视觉辨识系统于各流程，更进一步结合流程段合并与工站效率增长。

资料来源：公司官网，天风证券研究所

3.3. 深度纵向一体化，稳固产业链龙头地位

公司制造端业务占总收入的 56.1%，下游零售端业务占 43.9%。2020 年，裕元集团有近 56.1% 收入来自生产运动鞋及其他鞋类产品，超过 43.9% 来自零售子公司宝胜国际。

制造端：一体化产业链龙头公司竞争优势显著。裕元集团负责为 Adidas、Nike、Puma 等国际品牌提供 OEM/ODM，“垂直整合、水平分工”是裕元集团制造业务板块的发展战略，通过自行发展、投资及并购产业内相关厂商，掌握上游材料及关键零组件的供应，以进一步提升整体品质，稳定供货来源，成功串连制鞋上、中、下游，形成一个完整的产业供应链。

图 25：2020 年运动服务平台



资料来源：公司官网，天风证券研究所

零售端：会员计划促进全渠道销售增长。2019 年公司重新推出 YYSports 应用程序，通过会员计划加强 2C 端客户忠诚度以及提高销售转换率；2020 年进一步推出微信商城拓展线上客户，至 2021 年微信小程序会员数量达 690 万。销售策略及会员计划有明显成效，2020 年全年渠道销售增长 27.6%。

图 26：2020 新推出微信商城和微信小程序



资料来源：公司官网，天风证券研究所

4. 风险提示

- 1) 原材料价格波动上升。公司接受客户订单后的利润空间受原材料价格影响，原材料价格波动上升会导致利润空间被挤压。
- 2) 人力成本波动上升。制鞋仍属于劳动密集型产业，对人力依赖程度较高，且公司在越南、印尼等海外地区的人数占比较高，若此类国家人力成本上升也会影响公司的利润水平。
- 3) 政治风险、贸易政策影响。公司海外生产基地区位集中，且在亚洲以外的销售收入占比达 36%，在海外的产能和销售情况均会受到政策影响。

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	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com