

**业绩点评**
**补库逻辑下景气度向好，看好经营杠杆持续释放**

裕元集团 (0551.HK)

2024-03-15 星期五

**主要财务指标**

百万美元	2019A	2020A	2021A	2022A	2023A
销售收入	10,105	8,445	8,533	8,970	7,890
同比增长(%)	4.2%	-16.4%	1.0%	5.1%	-12.0%
毛利率	24.9%	21.7%	24.0%	23.8%	24.4%
归母净利润	301	-91	115	296	275
同比增长(%)	-2.1%	-130.2%	-226.7%	157.5%	-7.3%
归母净利润率	3.0%	-1.1%	1.3%	3.3%	3.5%
每股盈利(HKD)	1.46	-0.44	0.56	1.44	1.33

数据来源: Wind、公司公告、国元证券经纪(香港)整理

**相关报告**
**业绩点评:**

➢ **23Q4 制造端出货迎拐点，产能利用率显著提升，全年派息约 70%:**

于 23Q4，利用率改善带动盈利能力达近 5 年单季新高。Q4 产能利用率环比 +6pp 显著改善至 85%。Q4 制造业务收入同比 -10.1%，鞋履出货量同比 -5.0%，季度制造业务 GPM 和 OPM 为 22.8%/ 11.0%，环比 +3.5 pp/+5.2pp。

**2023 全年**，公司制造业务收入同比 -18% (鞋履 ASP/出货量同比 +2%/ -20%)，全年产能利用率同比 -8pp 至 79%，制造 GPM 同比 +0.8pp 至 19.2%，制造 OPM 同比 +0.16pp 至 5.83% 达 5 年新高；融资成本拖累导致制造业务的股东应占溢利同比 -20%。集团负债率改善，全年每股派息 0.90 HKD (近 70% 派息率)，借贷总额同比 -32% 至 9.7 亿美元，期末现金 +12% 至 11.4 亿美元。

➢ **展望未来，制造订单能见度提升且推进扩产能，宝胜零售利润优先:**

(1) **制造业务**，管理层表示 23Q4 末以来订单能见度改善，复苏力度有所增强，但仍有宏观和苏伊士航运等不确定因素。预计 24 年，鞋履量同比增中单至高单位数，鞋履 ASP 因 23 年高基数或有压力。23 年制造毛利率为 19.2%，随着利用率改善和成本管控，预计制造毛利率有望维持此趋势。产能扩张力度将较 23 年提升，CAPEX 预计在 2-3 亿美金。但需注意 24Q1 制造端数据可能有所波动，原因是中国年及印尼斋戒假日影响。

(2) **宝胜零售方面**，24 年致力于有质量的增长，重点巩固利润。据管理层，宝胜 24 年销售增长预算持平，通过优化折扣和库存管理，GPM 和 OPM 目标较 23 年提升 1pp；2024-26 年目标是利润率逐年提升 1pp，目标 7%。

➢ **24 年 1 月台湾鞋企月度出货呈转正拐点。看好 2024 年鞋履制造企业补库逻辑持续兑现，产能利用率提升，释放经营杠杆和利润潜力:**

**我们的观点:** 尽管 23 全年裕元制造产能利用率同比 -8pp 至 79%，但全年裕元制造业务的 GPM/ OPM 仍呈现同比改善，体现过往 2020-2023 年公司于波动环境下成本精益求精成效释放。裕元 23 年派息率 70%，股息率约 8%。看好鞋履制造业及公司景气度持续向上，24 年 1 月台湾纺服鞋履制造企业月度销售额呈现明显拐点，数据由负转正，丰泰/裕元制造/钰齐/儒鸿分别同比 +16.5%/ +12.5%/ -12.6%/ 25.0%；而 1-2 月 YTD 裕元制造为 -0.2%。

**研究部**

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyqz.com.hk

## 报告正文

### ➤ 23Q4 制造端出货迎拐点，产能利用率显著提升，全年派息约 70%：

于 23Q4，公司制造业务收入同比-10.1%，鞋履出货量同比-5.0%，季度制造业务 GPM 和 OPM 分别为 22.8%/ 11.0%，环比+3.5%/ +5.2%。

于 2023 全年，公司制造业务收入同比-18%（鞋履 ASP/出货量同比+2%/ -20%），全年产能利用率同比-8pp 至 79%，制造毛利率同比改善 0.8pp 至 19.2%，制造 OPM 同比+0.16pp 至 5.83% 达近 5 年新高；融资成本拖累导致制造业务的股东应占溢利同比-20%。负债率改善，全年每股派息 0.90 元港币（近 70% 派息率），借贷总额同比-32% 至 9.7 亿美元，期末现金同比+12% 至 11.4 亿美元。

产能利用率逐季显著改善，带动利润率达到近 5 年单季新高，过往数年的成本管控成效释放。于 23Q4，裕元制造产能利用率同比和环比+6pp 至 85%（23Q1/Q2/Q 为 72%/ 78%/ 79%），其中主要供应高端鞋的中国地区满产，越南和印尼产能利用率环比改善至 80+% 以上。过去几个季度订单及利用率不稳，造成毛利率承压，而成本管控的效益在利用率回升时显著体现，呈正经营杠杆。

### ➤ 展望未来，制造订单能见度提升且推进扩产能，宝胜零售利润优先：

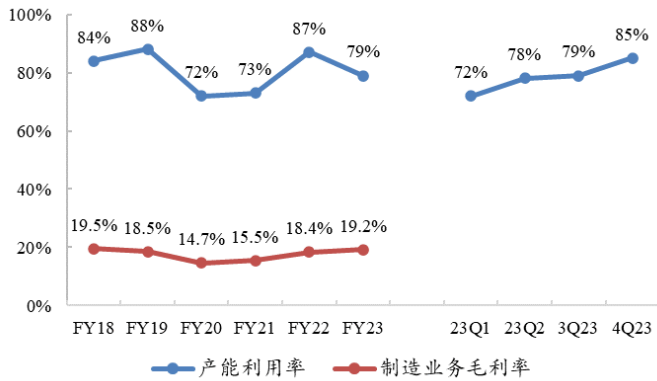
展望未来：（1）制造业务，管理层表示 23Q4 末以来订单能见度改善，复苏力度有所增强，但仍有宏观和苏伊士航运等不确定因素。预计 24 年，鞋履量同比增中单至高单位数，鞋履 ASP 因 23 年高基数或有压力。23 年制造毛利率为 19.2%，随着利用率改善和成本管控，预计制造毛利率有望维持此趋势。产能扩张力度将较 23 年提升，CAPEX 预计在 2-3 亿美金。但需注意 24Q1 制造端数据可能有所波动，原因是中国年及印尼斋戒假日影响。（2）宝胜零售方面，24 年致力于有质量的增长，以巩固利润为首要任务。23 年宝胜拓展了 HOKA、索康尼和波司登的渠道合作。据管理层，宝胜 24 年销售增长预算持平，致力于优化折扣和库存管理，GPM 和 OPM 目标较 2023 提升 1pp。致力于 2024-2026 年将利润率逐年提升 1pp，目标 7%。

### ➤ 看好鞋履制造企业补库逻辑持续兑现，产能利用率提升，释放经营杠杆：

我们的观点：尽管 23 年裕元制造产能利用率同比-8pp 至 79%，但全年裕元制造业务的 GPM/ OPM 仍呈现同比改善，体现过往 2020-2023 年公司于波动环境下成本精益举措成效释放。裕元 23 年派息率 70%，股息率约 8%。看好鞋履制造业及公司景气度持续向上，24 年 1 月台湾纺服鞋履制造企业月度销售额呈明显拐点，由负转正，丰泰/裕元制造/钰齐/儒鸿分别同比+16.5%/ +12.5%/ -12.6%/ 25.0%，2 月数据因假期因素而有所波动；1-2 月 YTD 裕元制造为-0.2%。

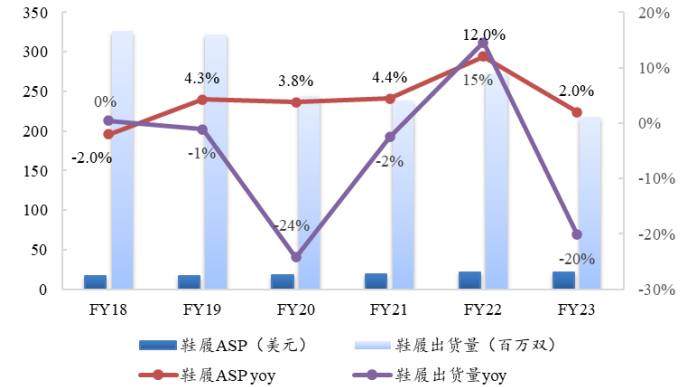
风险提示：需求复苏不及预期、贸易政策/大客户订单/原材料/汇率大幅波动等。

图 1：裕元制造业务产能利用率和毛利率



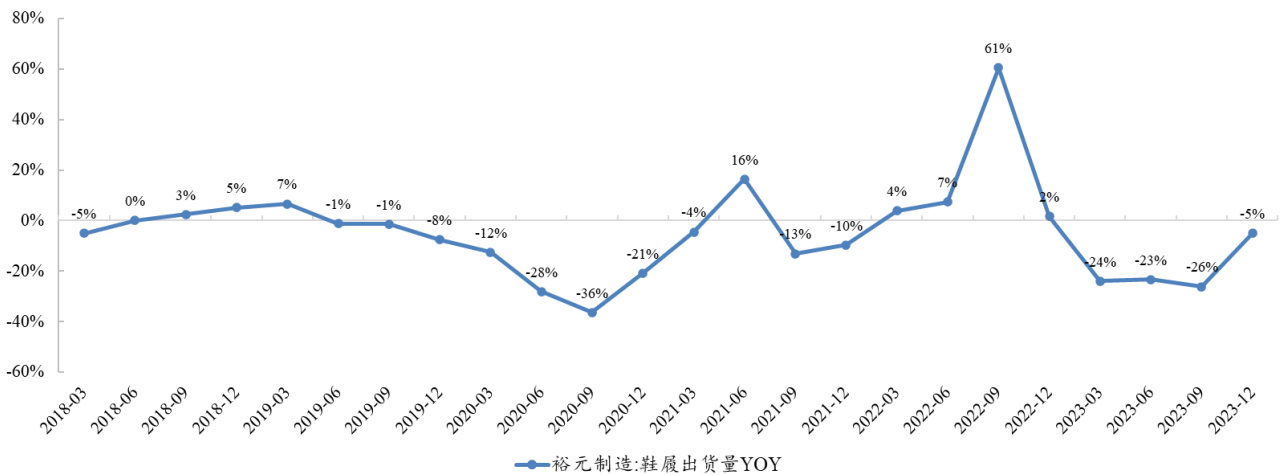
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 2：裕元鞋履 ASP 及出货量



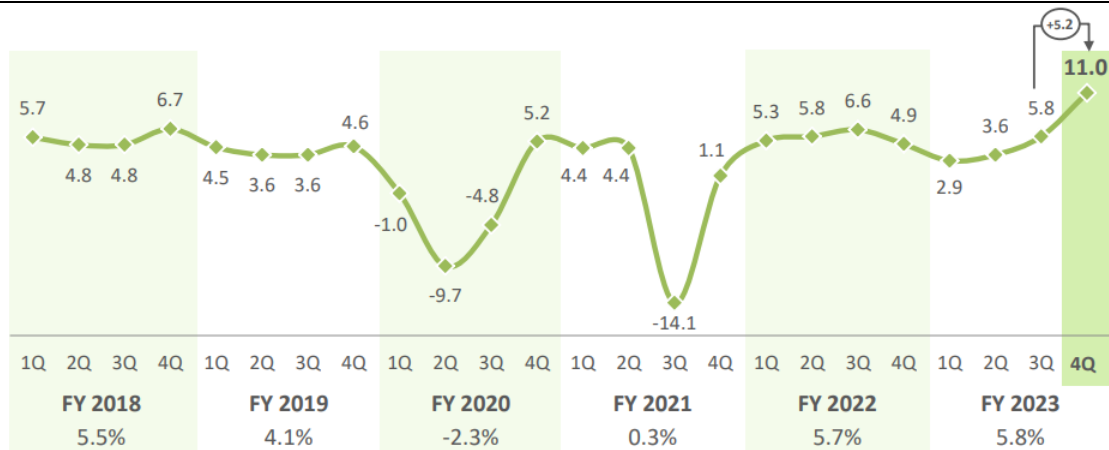
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 3：裕元鞋履出货量 YOY (按季度)



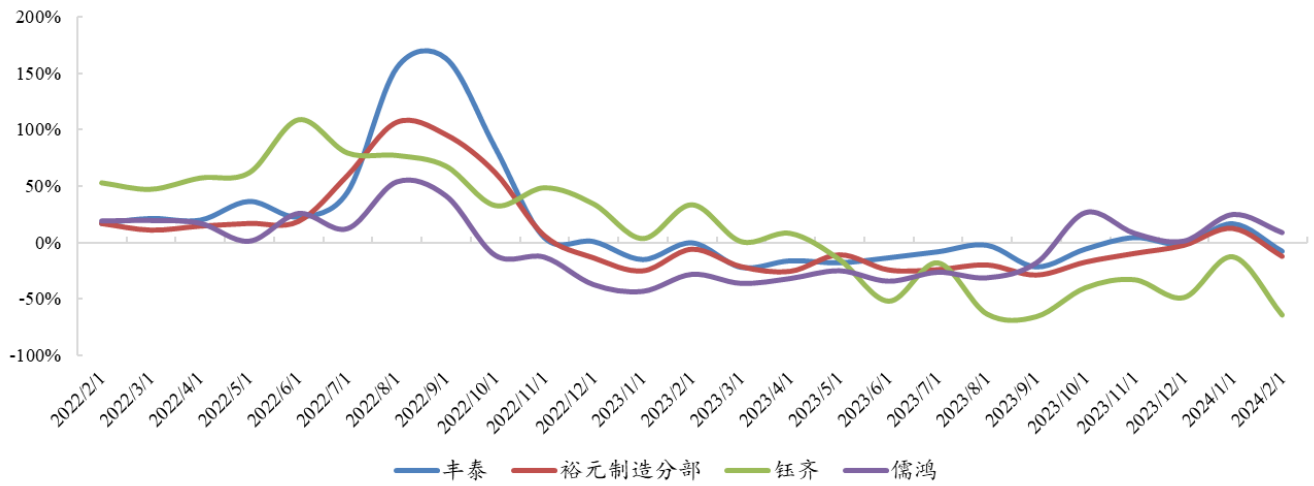
资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 4：裕元制造业务经营溢利率 (单位：%)



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图 5: 台湾鞋服制造企业销售额 YOY (按月度)



资料来源: 公司公告、国元证券经纪(香港)整理

## 免责声明

### 一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构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、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。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或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。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。在不同时期，国元证券经纪（香港）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。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）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。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、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不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

### 特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）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。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

### 分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。