

行业至暗时刻已过，公司聚焦制造业务经营改善显著

2024年05月30日

► **全球领先的运动鞋制造商。**裕元集团成立于1988年，为制造运动/户外鞋/休闲鞋全球领导者，服务 Nike、Adidas 等国际品牌，生产基地布局中国、印尼、越南等地。2001年，在中国开启零售业务，2022年后继续聚焦制造板块，业务调整日臻完善。2013-2019年，集团营收由75.83亿美元增至101.05亿美元，CAGR为4.9%。2023年因品牌客户去库存影响，实现营收78.90亿美元，同减12.0%，其中，制造业务实现收入50.59亿美元，同减18.4%，营收占比64.1%；零售业务收入28.31亿美元，同增2.30%，营收占比35.9%。

► **重回制造主业，核心优势仍在。**承接优质客户订单能力较强，核心客户稳定，负责为国际品牌 Nike、Adidas、Asics、New Balance、Salomon 及 Timberland 等进行代工制造/代工设计制造，在运动鞋及休闲鞋制造领域具备领先地位。**1) 制鞋经营三代传承，核心管理层经验丰富。**核心管理团队稳定，大部分来自宝成国际并进入裕元集团工作，与集团关系稳定。目前集团将整体策略回归到以 OEM 与 ODM 开发与代工为主，并将工作重心放在把握核心品牌份额、翻新代工厂、提高订单量。**2) 垂直整合、水平分工，具备稳定供应链。**“垂直整合、水平分工”作为集团重要的发展战略，通过掌握上下游材料及关键零组件之供应，稳定供货来源，形成完整供应链，并与国际品牌建立紧密的合作伙伴关系。**3) 产能布局完善，高效布局把握低人力成本红利期。**在产能转移战略下，从中国到越南、印尼再到其他人力成本较低国家，目前厂房建设持续推进，继续聚焦低人力成本国家进行生产。**4) 数字化转型，匹配客户灵活多变需求。**公司在协助品牌客户开发时，融入创新科学新元素并导入数位转型科技以提升开发、产量与交期质量。

► **行业至暗时刻已过+公司主业边际改善，带来较大利润弹性。**行业层面：**品牌销售企稳+品牌去库存步入尾声，行业回暖具备确定性。**Nike、Adidas、Puma、Columbia、Deckers、VF 等国际品牌自22Q4进入去库存阶段，库存金额同比增速回落，但截至23年年底，多个品牌库存金额同比增速有所收窄，且当前库存比百分位数多位于历史的70%及以下，说明库存水平已恢复健康；此外，从销售额同比增速-库存金额同比增速看，品牌销售情况较23年有所好转，代工行业继续维持趋势向上确定性较高。**及时调整切换，聚焦制造主业。****1) 过往制造业务增速趋缓时期，主要受行业趋势与公司战略布局共同影响。**过往制造业务表现不及同行，主要系订单量、毛利率以及费率等因素的共同影响。**订单量上，**过往资源倾斜影响在头部品牌方中的份额，行业去库致使品牌需求订单减少，传导至公司的订单下滑；**单价方面，**裕元集团聚焦高端鞋型，鞋履单价稳中有升；**毛利率方面，**过往聚焦于零售业务的发展，且产能分布多元化叠加品牌服务策略问题，使得制造业务产能利用率低于同行；**费率方面，**因为过往服务品牌过多，且自身业务条线多，致使费率较高。**2) 目前公司已及时战略调整聚焦制造主业，重视核心大客户。**后续行业鞋履制造需求恢复叠加公司聚焦制造重心存在边际改善，有望提升产能利用率，传导至毛利率，同时管理聚焦带动效率提升有望降低费率，促进公司盈利继续释放。目前已看到边际好转：24Q1，制造业务毛利率同比+3.5 pct至20.3%，制造业务净利率为6.76%，同比+4.31 pct，提升明显。复盘历史盈利水平，未来有望回到高个位数~10%净利率水平，利润弹性较大。

► **投资建议：**公司的战略布局已经调整完善，叠加纺织服装行业订单逐步修复，有望受益于行业景气度回暖与自身制造业务增速上行，获取稳健的大客户份额，并扩展新的品牌客户拉动订单增长。我们预计2024-2026年实现营收82.62、87.20、91.69亿美元，同比+4.7%、+5.5%、+5.2%，实现归母净利润3.75、4.10、4.43亿美元，同比+36.6%、+9.2%、+8.0%，5月29日收盘价对应2024-2026年PE为8、8、7倍，此外，公司过往分红率多维持70%以上，若延续该分红比例，预计24年股息率将在8%以上，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**国际贸易风险、劳动力成本上升风险、终端需求不及预期的风险。

盈利预测与财务指标

单位/百万美元	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,890	8,262	8,720	9,169
增长率 (%)	-12.0	4.7	5.5	5.2
归母净利润	275	375	410	443
增长率 (%)	-7.3	36.6	9.2	8.0
EPS	0.17	0.23	0.25	0.27
P/E	11	8	8	7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年5月29日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

14.96 港元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

研究助理 褚菁菁

执业证书：S0100123060038

邮箱：zhujingjing@mszq.com

目录

1 全球领先的鞋履制造商	3
1.1 老牌鞋履制造企业，多元化品牌客户和产能布局	3
1.2 股权结构：宝成工业核心控股，集团分制造与零售板块	4
1.3 业务布局：2001 年在中国开启零售业务，2024 年 OEM 制造板块重整后再出发	5
2 重回制造主业，核心优势仍在	8
2.1 制鞋经营三代传承，核心管理层经营丰富	8
2.2 垂直整合、水平分工，具备稳定供应链	9
2.3 产能布局完善，高效布局把握低人力成本红利期	9
2.4 数位化转型，匹配客户灵活多变需求	10
3 行业至暗时刻已过 + 公司主业边际改善，带来较大利润弹性	11
3.1 行业层面：品牌销售企稳+品牌去库存步入尾声，行业回暖具备确定性	11
3.2 公司层面：及时调整切换，聚焦制造主业	12
4 盈利预测与估值分析	16
4.1 收入拆分与盈利预测	16
4.2 估值分析与投资建议	19
5 风险提示	21
插图目录	23
表格目录	23

1 全球领先的鞋履制造商

1.1 老牌鞋履制造企业，多元化品牌客户和产能布局

裕元集团成立于 1988 年，现为制造运动/户外鞋与休闲鞋全球领导者，拥有多元化组合的品牌客户和生产基地。公司业务涵盖制造与零售，主要客户包括 Nike、adidas、Asics、New Balance、Salomon 及 Timberland 等，于中国、越南、印尼、孟加拉、柬埔寨、缅甸等国家均设有厂房。1978 年，裕元集团母公司宝成工业正式进入运动鞋制造领域，1979 年开始，相继拿到知名品牌拿到 Adidas、Reebok 及 Nike 品牌的订单，制造业务的品牌客户矩阵逐步丰富。

图1：裕元集团制造端主要品牌客户矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院

梳理裕元集团的发展历程，分为成立与扩张阶段、发展零售业务阶段以及零售业务变革后，再次聚焦制造业务布局的阶段。

第一阶段（1988-2000 年）：从中国台湾地区的鞋履制造代工厂到全球重要的鞋履制造商的快速成长期。

1) **成立与扩张**：1988 年，宝成工业剥离运动鞋制造业务，并在中国香港成立裕元集团。集团迅速在中国沿海地区如珠海、东莞、中山等地建立生产基地，利用中国大陆的廉价劳动力和土地资源以及改革开放的优惠政策实现快速扩张。

2) **全球产能布局**：为拓展海外产能，1992 年及 1994 年分别在印尼和越南设立生产基地，逐步成为全球重要的鞋业制造中心之一。

第二阶段（2001-2019 年）：横向扩展&纵向整合，并大力开拓零售业务。

1) **核心战略**：采取“横向扩展、纵向整合”发展策略，通过收购和合资等方式，拓展原材料制造和物流业务，加强了对产业链的控制力。包括裕元集团与和记黄埔港口集团合资成立宝线物流，利用其全球港口和物流网络，优化鞋材供应链的纵向整合。2002 年，裕元集团收购宝成工业旗下共 67 家从事鞋类上游制造（原材料、模具及鞋材等）公司。

2) **零售网络构建**：裕元集团自 1992 年起拓展品牌代理业务，并逐步发展运动用品零售业务，在 2008 年将零售与品牌代理业务分拆，子公司宝胜国际于港交所上市。截至 2019 年底，宝胜在大中华地区设有终端门店 9833 家，包括 5883 家直营店铺及 3950 家加盟店铺，零售业务实现快速增长。

第三阶段（2020-2022 年）：疫情影响零售实体店铺经营以及电商崛起。

布局线上渠道：因疫情影响线下购物场景，加速了购物行为向线上转移，叠加各运动品牌方在线下积极扩张自有专卖店，对宝胜的线下零售业务经营造成较大压力，因此全渠道战略的重要性进一步凸显。线下布局方面，宝胜在 2020 年关闭了 643 家直营店铺，主要在于加速优化宝胜门店网络，关闭表现欠佳的店铺，转而发展大型店铺，并且连接数字渠道，提升运营效率；线上布局方面，宝胜进一步加速线上销售渠道布局，在 2020 年 2 月推出增长迅速的微信商店，拉动线上销售增长。

2) 宝胜分渠道的销售表现：2020 年，宝胜线上销售渠道营收同比+27.6%，占总营收的 17%；2022 年，线上渠道营收持续增长占总营收比例提升至 24%。

第四阶段 (2023 年至今)：聚焦制造主业，业务调整日臻完善。1) 战略布局：

集团对制造业务的长期发展前景保持乐观态度，2022-2023 年，因全球需求疲软影响订单能见度（品牌的预告订单及实际下单情况）加之品牌方的库存高企，影响集团制造业务的短期表现，公司继续积极管理供应链及产能，平衡需求、订单排产及劳动力供应。**2) 业绩表现：**2023 年，集团实现营业收入 78.9 亿美元，归母净利润 2.75 亿美元。其中，制造业务营收占比达 64.1%，零售业务营收占比 35.9%。24Q1，随着全球鞋履行业逐步回暖，订单趋于常态化，集团的制造业务的产能利用率及鞋履出货量迎来良好复苏，裕元的降本增效有成加之 23 年同期低基数效应，带来利润端的快速增长，24Q1，集团实现归母净利润 1 亿美元，同比+96.9%，其中制造业务归母净利润 0.85 亿美元，同比+175.8%，随产能布局优化推升整体生产效益，盈利能力有望持续提升。

表1：公司发展历程

年份	事件
1969	蔡氏家族于中国台湾开始进入鞋履制造业，主要产品为帆布鞋及凉鞋
1970	蔡氏家族开始采用代工模式制造运动鞋
1988	成立裕元集团，进驻中国并设立多个生产基地
1992	开始生产休闲鞋并在印尼设立生产基地
1994	在越南设立生产基地
2001	在中国开展零售业务
2002	收购 67 家从事鞋类上游制造公司
2008	于中国香港联合交易所挂牌上市(3813.HK)
2009	在柬埔寨及孟加拉设立生产基地
2015	在缅甸设立生产基地
2023	与印度泰米尔纳德邦政府签订合作备忘录以多元化产能配置

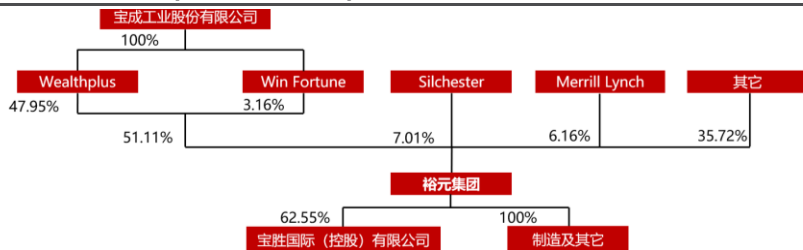
资料来源：公司官网，民生证券研究院

1.2 股权结构：宝成工业核心控股，集团分制造与零售板块

公司股权结构集中稳定。公司控股股东为宝成工业股份有限公司，截至 24Q1 末，宝成工业通过全资附属公司 Wealthplus Holdings Limited 和 Win Fortune Investments Limited 间接合计持有裕元集团 51.11%的股权，为裕元集团控股股

东, 其中 Wealthplus 直接持股 47.95%, Win Fortune 直接持股 3.16%。宝胜国际(控股)有限公司为裕元集团旗下独立零售公司, 截至 24Q1 末, 裕元集团持有宝胜 62.55% 的股权。宝胜国际(控股)有限公司作为大中华地区领先的运动服装和鞋类产品零售商及经销商, 是中国最大的运动用品经销商之一。公司凭借超过二十年的零售经营经验, 通过胜道体育多品店及品牌单品店的形式, 已在中国各地区建立了完善的销售渠道。

图2: 公司股权结构 (截至 24Q1 末)



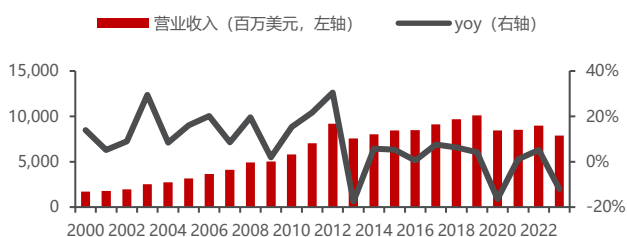
资料来源: 公司公告, 民生证券研究院

1.3 业务布局: 2001 年在中国开启零售业务, 2024 年 OEM 制造板块重整后再出发

2013-2019 年, 裕元集团营业收入由 75.83 亿美元增长至 101.05 亿美元, 期间 CAGR 为 4.9%。2020 年受疫情影响收入下滑, 2021 与 2022 年营收表现有所恢复, 同比增速为 1.0%和 5.1%。2023 年因纺织服装行业去库存周期扰动, 公司实现营收 78.90 亿美元, 同减 12.0%。其中制造业务实现营收 50.59 亿美元, 同减 18.4%, 零售业务收入为 28.31 亿美元, 同增 2.30%。

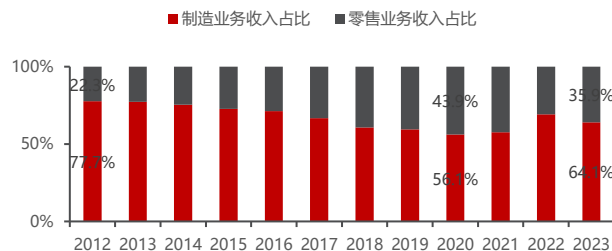
2001 年起, 裕元集团通过控股子公司宝胜国际迅速扩张零售规模。2012-2020 年期间, 集团制造业务营收占比由 77.7%下降至 56.1%, 零售业务营收占比则由 22.3%增长至 43.9%, 零售业务营收增速明显高于制造业务。2020-2023 年, 集团制造业务收入逐年恢复, CAGR 为 1.67%, 零售业务收入 CAGR 为-6.53%。2023 年, 公司制造业务营收占比 64.1%; 零售业务营收占比 35.9%。

图3: 裕元集团营业收入 (百万美元) 及增速



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; (注: 2000-2011 年为前一年度 10.1-次年 9.30 期间, 2012 年为 2011.10.1-2012.12.31, 2013 年及之后为当年 1.1-12.31 为财报期间)

图4: 裕元集团制造业务及零售业务收入占比



资料来源: 公司公告, 民生证券研究院; (注: 2012 年为 2011.10.1-2012.12.31, 2013 年及之后为当年 1.1-12.31 为财报期间)

1.3.1 制造业务：Nike、Adidas 为集团核心客户，2020-2023 年产能利用率处较低水平

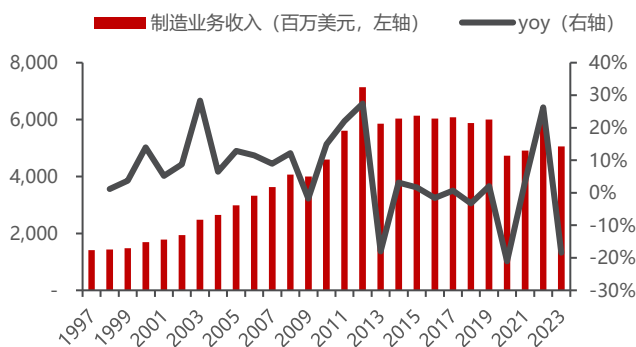
1) 制造业务收入角度：1997-2013 年，制造业务收入由 14.14 亿美元增至 58.56 亿美元，CAGR 为 9.29%。2014-2019 年，制造业务增速放缓，CAGR 仅为 0.44%，系期间公司鞋厂出现大规模罢工事件及疫情影响工厂生产等原因导致。2020 年受疫情影响，制造业务收入下跌至 47.36 亿美元，同减 23.3%；此后两年有所回升，2022 年增至 62.03 亿美元。2023 年，行业库存周期波动，制造业务营收再次下跌至 50.59 亿美元，同减 18.4%。

2) 客户角度：第一大客户 (Nike) 销售额占集团制造业务收入比重趋势向上，占比由 2010 年的 28.4% 提升至 2023 年的 40.3%，说明了裕元集团具备较强承接头部运动品牌高价值订单的能力；而第二大客户 (Adidas) 的销售额份额先增后降，2010 年为 20.5%，2020 年阶段性占比峰值达近 31%，23 年受行业去库以及 Adidas 自身新疆棉事件等影响，占比回落到 2023 年的 20.4%。前五大客户销售额占制造业务比例持续提升，由 2010 年的 64.1% 增至 2023 年的 81.1%。

3) 产能角度：1988 年，集团的制造业务进驻中国大陆并设立多个生产基地；1992 年，裕元集团在印尼设立生产基地，开始海外产能布局；1994 年，裕元在越南同奈省设立鞋厂；2009 年，进入柬埔寨；2015 年，进入缅甸建厂。2013 年，裕元集团鞋履产量 34% 分布于中国、34% 于越南、11% 于印尼。此后，公司加速产能往东南亚市场转移，越南和印尼的产量占比进一步提升，中国的产量占比下滑。2023 年，越南、印尼和中国的产量占比分别为 49%，34%，12%。

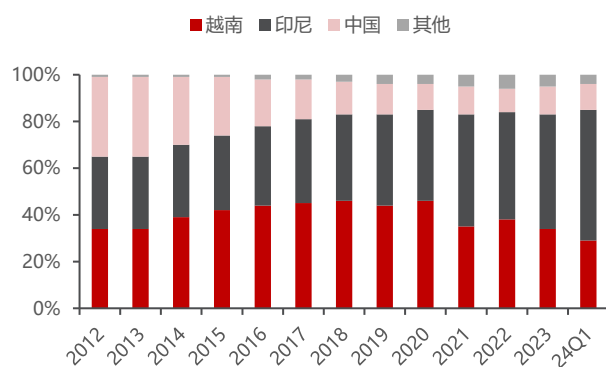
4) 出货量角度：2005-2012 年，鞋履出货量稳步上涨，CAGR 为 11.3%；2013-2019 年，出货量增速趋缓，基本稳定在 3.2 亿双左右，CAGR 仅为 0.5%。2020-2021 年及 2023 年，产能利用率下滑至 70%+，出货量降至 3 亿双以下，2020-2023 年，制造业务毛利率降至 20% 以下。

图5：制造业务收入（百万美元）及增速

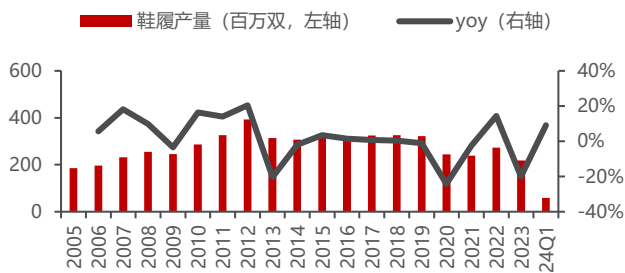


资料来源：公司公告，民生证券研究院

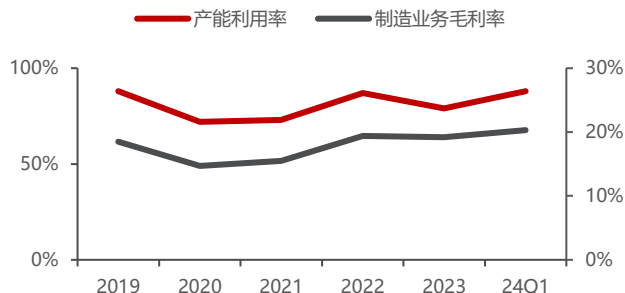
图6：裕元集团分地区产量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图7：制造业务鞋履产量（百万双）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图8：制造业务毛利率与产能利用率


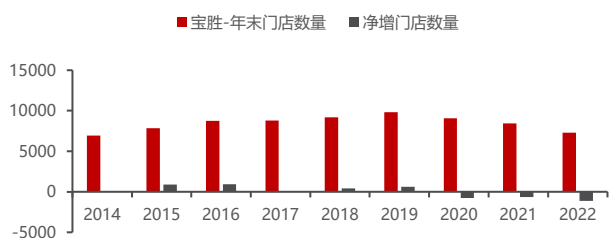
资料来源：裕元集团微信公众号，民生证券研究院

1.3.2 零售业务：由门店快速拓张转向全渠道经营与门店精细化运营

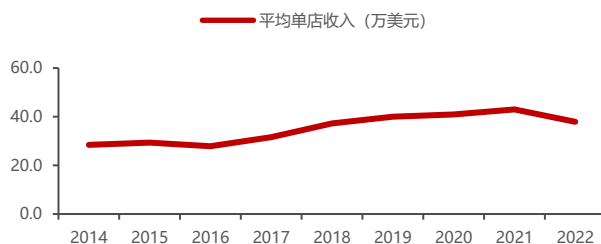
1) 收入变化情况：2002-2013年，公司零售业务规模持续提升，其营收由0.32亿美元增至17.27亿美元，CAGR达43.7%，营收占比由1.0%增至22.8%。2014-2019年，管理层看好运动鞋类产品及运动服装板块的需求旺盛，将主要的工作重心放在扩充实体店铺网络上，零售业务持续增长，营收从19.60亿美元增至41.05亿美元，CAGR为15.9%，且占营收比例逐年上升至40.6%。2020年，零售业务受疫情影响较大，同比下降9.64%至37.09亿美元，2022年进一步减少至27.67亿美元，2023年有所回升，达28.31亿美元。2019-2023年，收入占比逐年下降至35.88%，累计下降4.74 pct。

2) 门店数量角度：裕元集团自2014年起持续投资店铺网络，截至2019年年末，宝胜国际在中国大陆主要城市拥有9833家门店，较2014年底增加约4000家门店。2019年以后，宝胜销售业务受到疫情与电商冲击较大，门店明显缩减。截至2023年底，子公司宝胜国际在大中华地区拥3523家直营店铺，较2019年底的5883家减少约2000家。

3) 门店效益看：宝胜单店收入由2014年的28万美元增至2022年的38万美元，2023年净关直营店570家，其中，优质大店（300㎡以上）对宝胜直营店铺的占比提升至20.6%（22年为18.6%）。自此，优质大店经营与门店精细化运营成为重要的发展战略，从量增的快速拓店阶段步入到质增的优质发展阶段。

图9：宝胜门店数量及净变动（家）


资料来源：公司公告，民生证券研究院

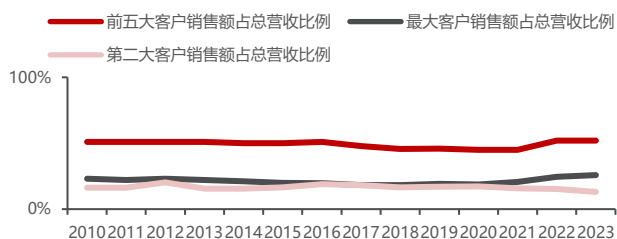
图10：宝胜单店收入（万美元）


资料来源：公司公告，民生证券研究院；（注：单店收入按宝胜收入/期末门店数量计算）

2 重回制造主业，核心优势仍在

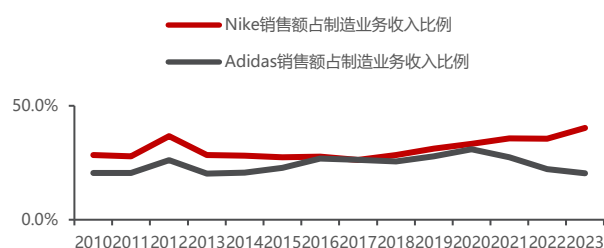
承接优质客户订单能力较强，核心客户稳定。负责为国际品牌如 Nike、Adidas、Asics、New Balance、Salomon 及 Timberland 等代工制造/代工设计制造 (OEM/ODM)，在运动鞋及休闲鞋市场具备领先地位。裕元集团客户结构多元化，2010-2023 年，裕元集团前五大客户的销售额占总营收比例在 46%-52% 区间，前两大客户销售额占总营收比例在 36%-43% 之间。

图11：客户销售额占总营收比例



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图12：裕元集团两大核心客户销售额占比情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.1 制鞋经营三代传承，核心管理层经营丰富

核心管理团队稳定，大部分来自宝成国际并进入裕元工作，与集团关系稳定。

- 1) 从管理层构成看：**均在公司任职多年，且最早在宝成任职，后续进入集团工作，管理团队较为稳定，采取家族企业培养体系+职业经理人方式，团队具备强稳定性。
- 2) 董事总经理的思路转变：**宝成的开创人为蔡裕元先生，2012 年蔡佩君女士成为宝成国际集团执行长，其接手后注重变革，通过宝胜重点发展零售业务，希望通过发展利润率更高的零售业务提高集团利润率；而 2020 年后，因为疫情影响+电商冲击，零售业务的利润率压缩，考虑到宏观经济与行业发展背景，整体策略回归到以 OEM 与 ODM 开发与代工为主，工作重心放在把握品牌份额、翻新代工厂、提高订单量，促进制造业务的长期稳定增长。

表2：管理层履历

姓名	年龄 (岁)	职位	简介
卢金柱	70	2014 年起任公司执行董事及董事会主席，1996 年-2011 年任公司执行董事	多年来曾推动各项成本控制项目、创新生产管理及经验分享计划，带动业绩持续增长
蔡佩君	44	分别自 2005 年和 2013 年担任公司执行董事及董事总经理	注重集团策略规划及企业发展
詹陆铭	69	2001 年起为公司执行董事，1977 年加入宝成，现为宝成董事及董事长兼任总管理部总经理	负责财务会计工作
林振钿	64	2015 年起为公司执行董事，在鞋业拥有超过 33 年经验；现为宝成之自身执行副总经理	负责若干鞋类品牌客户之生产、销售及市场推广工作
刘鸿志	51	2013 年加入公司并担任公司执行董事，现为宝成副总经理	主管若干主要品牌之业务发展及生产管理
施志宏	58	2007 年加入集团，2022 年委任为执行董事及首席财务官，1991 年加入宝成，纤维宝成副总经理之一	负责日常会计及财务管理运作

资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.2 垂直整合、水平分工，具备稳定供应链

“垂直整合、水平分工”作为集团重要的发展战略，通过掌握上下游材料及关键零组件之供应，稳定供货来源，形成完整供应链，并与国际品牌建立紧密的合作伙伴关系。

1) 从采购端看：供应商合作关系稳定，核心原材料依赖度不高，且有较大自主生产比例。鞋类制造的主要原料鞋底及鞋面两大类，鞋底部分如橡胶发泡底、EVA 发泡底，大部分为公司自行生产，少部分向其他厂商采购；鞋面的主要原料如人造皮革、网布及天然皮革，部分向公司投资公司或国内其他厂商采购，部分按照品牌客户要求或者考量价格及产量等因素而从国外进口。

2) 从制造端看：持续投入资本开支于自动化和智能工厂以及产品开发及流程重整等研发中心项目。在面部生产、底部生产与面底贴合环节引入自动化设备以提升效率，持续的研发投入支撑公司在自动化设备等方面业内领先。

3) 从零售端看：在制造业务与品牌客户达成友好的合作关系的基础上，进一步承接经销商业务。1992 年，获得 Converse 在大陆分销的特许经营资格，成立宝胜开始经营零售与经销业务，之后逐步代理 Nike、Adidas、Reebok、李宁等知名品牌，并在 2010 年成立自有品牌 Footzone 宝元鞋匠，为集各种鞋类精品、多元多品类的鞋类平台。

表3：供应商采购结构

供应商结构	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
前五大供应商采购额占比	<30%	<30%	<30%	<30%	<30%	<30%	<30%	<30%	40%	40%	50%	55%	32%	41%
最大客户采购额占比	-	-	-	-	-	-	-	-	20%	20%	20%	22%	20%	25%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

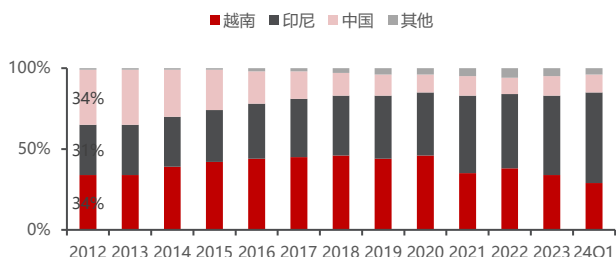
2.3 产能布局完善，高效布局把握低人力成本红利期

产能转移战略：从中国到越南、印尼及其他人力成本较低的国家。裕元集团较早察觉到中国内地的人力成本上涨趋势，较早开始产能转移的布局步伐，在 1996 年、2000 年分别在越南、墨西哥建厂，2010 年在柬埔寨与孟加拉建厂，2015 年在缅甸建厂，集团在中国内地的生产产能逐步外溢。中国地区产量占比由 2012 年的 34%降低至 2018 年的 14%，相应的，越南/印尼的产量占比由 2012 年的 34%/31%增至 2018 年的 46%/37%。2021 年开始越南产量占比缩减，印尼产能进一步增加，到 24Q1，越南、印尼、中国产量分别占比 29%、56%、11%。

目前厂房建设持续推进，进一步聚焦低人力成本国家进行生产。已经在东南亚国家如印尼、柬埔寨、泰国、越南等地布局生产基地；中国台湾设立开发中心；中

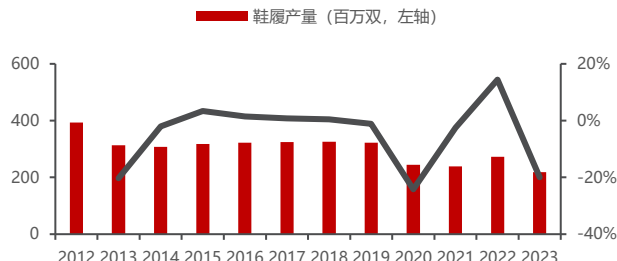
国大陆的华南地区主要生产具有开发性质的产品；华东地区生产简单系列、利润比较少的产品；生产基地逐步向人力成本较低的越南、印度尼西亚等地进行搬迁。

图13：分地区产量占比



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图14：裕元集团鞋履产量及同比增速



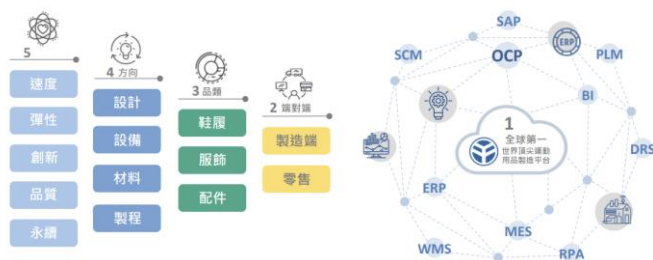
资料来源：公司公告，民生证券研究院

2.4 数字化转型，匹配客户灵活多变需求

不同类型客户需求周期有所差异：国际品牌的制造订单一般需时约十至十二周完成，为配合快时尚趋势，缩短交期仍然为众多国际运动品牌长远成功之关键，30-45天的较短交期订单与日俱增，品牌客户对灵活性及更短交期需求不断增加。

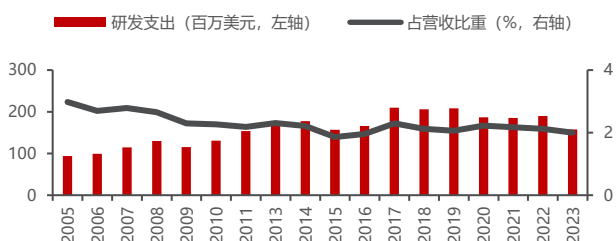
针对性成立产品研发中心，导入数字化转型，保质保量交付。公司针对每一个拥有研发和开发团队的主要品牌客户，对相应为其研发和开发团队分别成立产品研发中心，协助其开发工作中融入创新科技新元素。此外，公司和客户合作，导入数位转型科技以提升开发、产量、交期质量。

图15：数字化转型



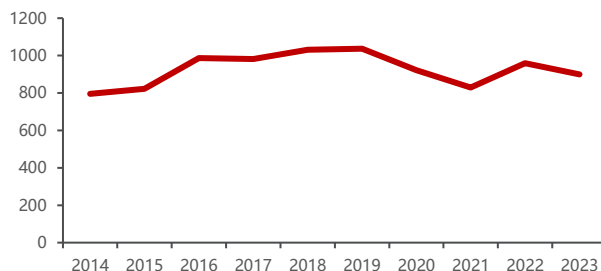
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图16：裕元集团研发支出与营收占比



资料来源：ifind，民生证券研究院

图17：裕元集团制造业务人均产量 (双鞋)



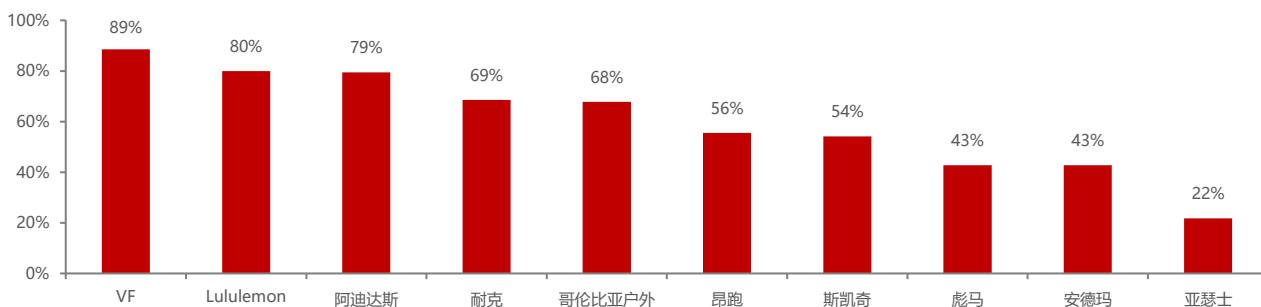
资料来源：公司官网，民生证券研究院

3 行业至暗时刻已过 + 公司主业边际改善，带来较大利润弹性

3.1 行业层面：品牌销售企稳+品牌去库存步入尾声，行业回暖具备确定性

品牌端销售企稳+品牌去库存步入尾声。1) 结合库存金额同比和库销比分位数看，品牌去库存步入尾声。Nike、Adidas、Puma、Columbia、Deckers、VF 等国际品牌自 22Q4 开始进入去库存阶段，库存金额同比增速集体回落，23Q3 库存同比增速均已转负，截至 23 年年底，多个品牌库存金额同比增速有所收窄。结合库销比分位数情况看，23Q4，多数运动品牌处于 70%及以下分位数，库存情况基本恢复。2) 从销售额同比增速-库存金额同比增速看，品牌销售情况有所好转。其中销售恢复表现相对突出的为 Nike、Deckers、Adidas。

图18：23Q4 各品牌库销比分位数情况



资料来源：各公司公告，民生证券研究院

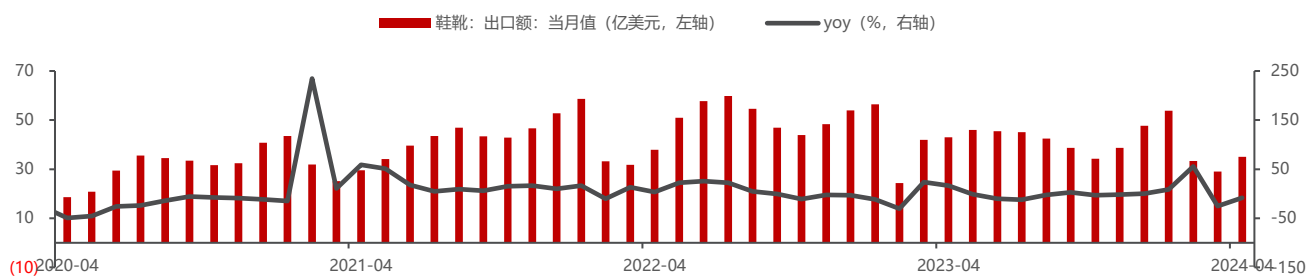
图19：分品牌销售及库存情况

品牌	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1
Nike																					
库存金额yoy	-2.70%	3.40%	9.70%	14.20%	7.80%	32.60%	17.70%	1.20%	20.70%	-2.80%	0.80%	5.70%	11.10%	17.40%	38.50%	38.40%	14.30%	2.00%	-5.90%	-10.40%	-7.54%
销售金额yoy	9.68%	0.64%	-2.54%	-4.04%	-2.67%	-70.61%	-18.32%	7.68%	-18.20%	98.33%	14.81%	-4.69%	-6.14%	-18.29%	-34.92%	-21.16%	-0.33%	2.83%	7.89%	10.95%	7.85%
库销比	2.00%	5.00%	14.00%	19.00%	32.00%	46.00%	27.00%	8.00%	-9.00%	-22.00%	-22.00%	-9.00%	15.00%	35.00%	72.00%	49.00%	25.00%	1.00%	-23.00%	-24.00%	-22.00%
库存金额yoy	4.04%	-0.29%	-4.86%	-7.44%	-51.21%	-81.03%	-33.94%	-12.98%	19.84%	55.78%	18.43%	24.18%	-14.35%	-29.66%	-60.60%	-42.99%	-25.53%	-3.57%	16.62%	19.18%	25.49%
销售金额yoy	19.30%	19.40%	28.40%	21.30%	24.50%	21.20%	7.20%	2.50%	8.30%	7.70%	11.60%	31.10%	32.20%	42.90%	72.30%	50.50%	32.70%	8.10%	-20.30%	-19.63%	
库销比	-2.70%	-2.50%	-9.40%	-0.70%	-26.00%	-53.50%	0.00%	0.30%	10.90%	83.50%	8.40%	-14.90%	-8.70%	-16.90%	-48.40%	-26.20%	-18.30%	-2.20%	18.50%	9.87%	
库存金额yoy	28.24%	32.58%	16.23%	16.13%	10.86%	6.68%	7.57%	-8.16%	-8.91%	-16.22%	-6.59%	15.96%	35.90%	42.44%	46.62%	59.37%	34.27%	20.73%	-16.25%	-27.44%	-36.68%
销售金额yoy	-20.45%	-23.32%	-2.29%	-12.07%	-24.05%	-46.51%	-30.26%	4.05%	19.01%	95.11%	21.37%	7.42%	-14.17%	-40.37%	-27.93%	-55.85%	-26.51%	-13.32%	19.46%	18.08%	30.51%
库销比	-6.93%	8.69%	8.53%	6.99%	11.76%	-8.12%	-13.37%	-16.57%	-10.71%	5.23%	31.42%	80.40%	82.14%	83.42%	45.39%	31.34%	5.14%	-11.79%	-21.48%	-25.49%	
库存金额yoy	5.30%	1.79%	-0.50%	0.44%	-16.64%	10.41%	28.37%	31.38%	60.40%	73.00%	-15.64%	-70.19%	-50.99%	-61.67%	-24.10%	-18.05%	2.41%	21.77%	46.18%	41.45%	
销售金额yoy	4.38%	-16.49%	-15.89%	-16.14%	10.30%	-15.75%	-24.11%	-31.25%	-17.94%	-13.26%	2.08%	19.63%	33.61%	92.42%	87.74%	101.36%	61.62%	19.03%	-9.78%	-17.12%	
库销比	9.62%	36.49%	29.89%	28.14%	-17.30%	-36.25%	14.11%	25.25%	30.94%	123.26%	5.92%	-11.63%	-33.54%	-99.59%	-100.42%	-113.95%	-75.16%	-41.14%	-11.57%	-10.79%	

资料来源：各品牌公告，民生证券研究院；(Nike 对应 24Q1 为 23.12.1-24.2.29)

全球纺织、鞋履行业逐渐回暖。根据我国海关数据，2023 年 5-11 月，我国服装和鞋靴的单月出口额经历了长期的负增长阶段；23Q3，服装、鞋靴单月出口降幅逐步收窄至个位数；随着国际品牌去库存周期接近尾声，服装、鞋靴情况逐步走出低谷，企稳向好；2023 年 12 月，服装、鞋靴出口额转为正增长，24 年 1-2 月，我国服装与鞋靴出口额单月值延续正增长趋势。

图20: 中国鞋靴出口额 (亿美元) 及同比

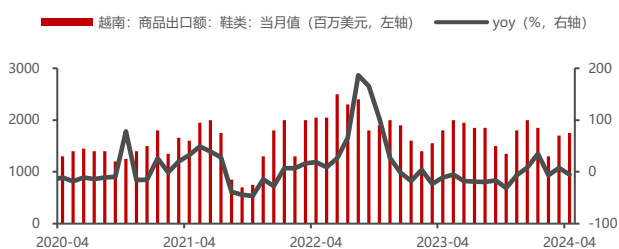


资料来源: 我国海关数据, 民生证券研究院

24Q1 越南纺织品出口数据同比增幅转正, 行业景气度回升。据越南海关数据, 23 年 3-11 月, 鞋类、纺织品和服装出口情况持续表现低迷; 经历下滑后, 越南鞋类、纺织品和服装出口数据于 23 年 12 月开始改善, 鞋类单月出口额同比增长 8.04%, 纺织品和服装 23 年 12 月的单月出口额降幅收窄 6.91 pct 至 4.22%, 于 24Q1 出口额同比增幅转正。

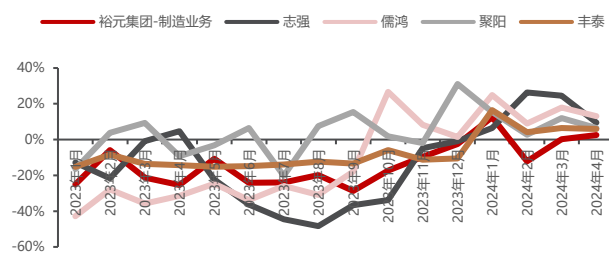
制造行业订单恢复: 品牌产品库存水平趋于正常驱动制造企业订单恢复增长。裕元 (制造) 收入 24 年 4 月+3%, 3 月+0.2%, 2 月-12%, 1 月+13%, 23 年全年累计-18%; 丰泰 4 月+6%, 3 月+6%, 2 月+4%, 1 月+16%, 23 年全年累计-11%; 志强 4 月+10%, 3 月+19%, 2 月+26%, 1 月+3.9%, 23 年全年累计-23%; 钰齐 4 月-35%, 3 月-47%, 2 月-64%, 1 月-13%, 23 年全年累计-30%; 儒鸿 4 月+13%, 3 月+18%, 2 月+9%, 1 月+25%, 23 年全年累计-23%; 聚阳 4 月+6%, 3 月+10%, 2 月+3%, 1 月+15%, 23 年全年累计+1%。

图21: 越南鞋类出口额 (百万美元) 及同比



资料来源: 越南海关数据, 民生证券研究院

图22: 各纺服制造公司单月营收同比增速



资料来源: 各公司公告, 民生证券研究院

3.2 公司层面: 及时调整切换, 聚焦制造主业

3.2.1 过往公司制造业务发展增速表现一般

整体表现:2014-2023 年, 裕元集团制造业务收入由 60.38 亿美元降至 50.59 亿美元, 期间 CAGR 为-1.9%, 而同期间丰泰企业鞋类制造收入 CAGR 为 7.2%, 2017-2023 年, 华利集团收入 CAGR 为 12.3%。我们认为, 过往制造业表现不及同行, 主要系订单量、毛利率以及费率等因素的共同影响。

1) 订单量方面：过往战略布局存在偏离及品牌去库影响整体份额。2018年前，尾部小客户分布零散、客户重心倾斜、疫情影响，在核心大客户的份额存在下滑；且从19Q1以来Adidas高库存问题的开始显现，疫情后从22Q4再次进入去库存节奏，也对公司订单量有所影响。**2) 单价方面：裕元集团聚焦高端鞋型，鞋履单价稳中有升。**对比裕元集团、华利集团与丰泰企业的鞋履单价数据，2014-2023年，裕元集团与丰泰企业的鞋履单价CAGR为1.8%与2.9%，2017-2023年，华利集团的鞋履单价CAGR为3.1%；裕元集团的鞋履单价由2014年的19.7美元/双增至2023年的23.2美元/双，与裕元集团不断优化产品结构，把握高价值订单的举措及核心品牌的产品升级有关。**3) 毛利率方面：较同行更低。**其一，过往经营不够聚焦于制造业；其二，产能利用率表现低于华利集团，分析主要系裕元集团过往收购宝成工业旗下过多鞋类上游制造公司，但多个鞋厂分散管理，致使管理较为低效；且服务品牌较多（华利服务品牌10个，裕元服务远超10个），致使产能利用率提升存在困难。两者因素叠加，公司人工及制造成本占比较同行更高。**4) 费率方面：因为业务条线多，且组织庞大，管理效率低于同行。**裕元集团制造业务的销售费率与管理费率高于华利集团与丰泰企业的水平，主要系过去承接较多小客户的订单，从主要客户的销售额占比可以看出其订单较为分散；整体的管理团队较为冗杂，组织庞大的管理体系中存在较大费用投入造成整体费率偏高。

表4：裕元集团、华利集团、丰泰企业制造业务对比

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
裕元集团制造业务收入 (百万美元)	6037.7	6136.7	6039.3	6346.1	6273.6	6172.4	4735.7	4914.0	6203.1	5059.4
出货量 (百万双)	307.1	317.5	322.0	324.6	326.0	322.4	244.4	238.0	272.7	218.3
单价 (美元/双)	19.7	19.3	18.8	19.6	19.2	19.2	19.4	20.7	22.8	23.2
产能利用率	-	-	-	-	84%	88%	72%	73%	87%	79%
制造业务毛利率	19.8%	19.7%	20.9%	21.7%	20.7%	19.0%	14.7%	15.5%	18.4%	19.2%
制造业务净利率	-	5.5%	7.6%	7.7%	5.5%	4.1%	-2.3%	0.3%	5.7%	5.8%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
华利集团收入 (百万元)	-	-	-	10009.2	12388.5	15165.7	13931.1	17469.6	20569.3	20113.7
出货量 (百万双)	-	-	-	126.7	161.9	185.1	165.5	199.5	228.1	190.1
单价 (元/双)	-	-	-	79.0	76.5	81.9	84.2	87.6	90.2	94.7
产能利用率	-	-	-	90.2%	94.9%	95.3%	80.0%	95.9%	91.0%	81.0%
毛利率	-	-	-	23.1%	24.2%	23.5%	24.8%	27.2%	25.9%	25.6%
净利率	-	-	-	11.1%	12.4%	12.0%	13.5%	15.8%	15.7%	15.9%
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
丰泰鞋类制造销售收入 (百万元新台币)	43458.5	51936.0	55869.1	56061.3	62072.5	71617.7	67083.5	68225.7	91702.3	81555.9
出货量 (百万双)	77.2	84.2	90.0	97.0	115.0	122.0	110.0	114.0	134.0	112.0
单价 (新台币/双)	562.9	616.7	620.8	578.0	539.8	587.0	609.9	598.5	684.3	728.2
毛利率	-	-	-	23.0%	24.5%	24.4%	23.9%	22.6%	24.3%	20.7%
净利率	-	-	-	8.2%	9.1%	9.5%	8.1%	7.3%	10.2%	6.4%

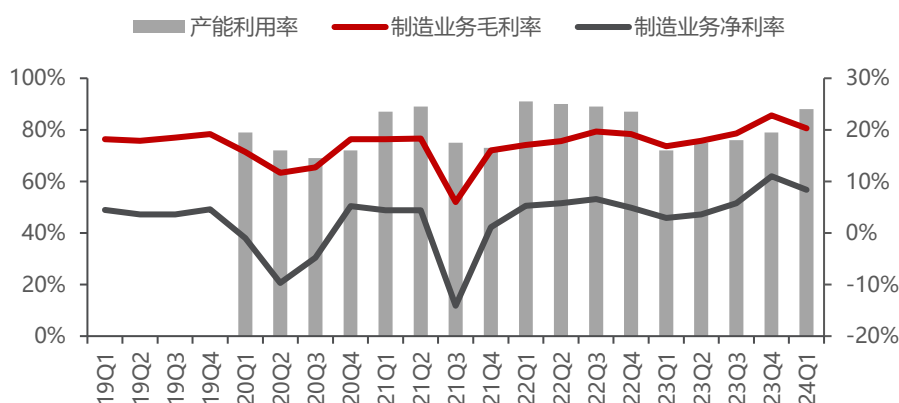
资料来源：各公司公告，民生证券研究院

3.2.2 战略调整，回归制造主业，边际改善显著

公司业务布局边际改善显著：过去重零售&轻代工+尾部客户过多，目前都已经充分改善调整，23Q4 已呈现逐步改善。24Q1，制造业务毛利率同比+3.5 pct 至 20.3%，制造业务净利率为 6.76%，同比+4.31 pct，提升明显，随制造业务经营调整改善，未来有望回到高个位数~10%净利率水平，带来较大的利润弹性。

重回制造主业，制造业务经营能力持续改善。2019 年以来，宝胜销售业务受到疫情与电商冲击较大，制造业务生产短暂受到疫情影响，经营策略存在边际转变，尤其以 22 年以来，回归到制造主业聚焦发展，制造业务经营能力持续改善。首先对于宝胜的发展聚焦于提高直营大店的经营效率，而非快速扩张的展店逻辑；而对制造业务，追求高工艺与高端化的潮流，发挥裕元集团的制造能力，承接优质订单，2023 年以来，单季度表现已呈现一定环比改善。

图23：制造业务产能利用率、毛利率、净利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院；（注：产能利用率为季度累计值）

基于制造主业更为聚焦+品牌客户更为集中的角度，我们认为公司制造业务经营或迎来以下几点的边际改善。

1) 聚焦核心大客户策略下，在 Nike 中的份额有望企稳回升。Nike 作为公司核心大客户之一，过往受到行业去库调整+公司经营重心等方面影响公司来自 Nike 的订单量，随着公司重视核心大客户，凭借公司的技术与研发实力与承接优质订单的能力，提高订单响应速度，公司在 Nike 的份额订单量有望企稳回升。2) 过往工厂数量冗杂问题一定程度上得到解决，或将对产能利用率产生正面影响。2002 年，裕元集团收购宝成工业旗下共 67 家从事鞋类上游制造（原材料、模具及鞋材等）公司，工厂数量较多，管理效率降低对产能利用率造成一定影响；2020 年，战略性关闭位于中国湖北省的生产设施，随制造业务经营趋稳以及疫情后对产能布局进行调整与优化，对产能利用率有正向促进作用。3) 更聚焦于核心大品牌，而非多样化小品牌的发展思路，有望提升产能利用率与费率管控水平。过往在开拓品牌客户时，承接较多小品牌订单，生产较为分散，对产能利用率与费用的管控造

成拖累，目前聚焦于大客户的发展战略，将进一步促进经营效率提升。

3.2.3 行业向好与公司边际改善，带动公司利润弹性释放

我们认为，行业层面鞋履制造需求恢复叠加公司聚焦制造业务重心边际改善，有望提升公司产能利用率，传导至毛利率端，此外，数字化管理系统+制造主业管理聚焦，效率一定程度得到提升，有望降低费率，盈利能力进一步释放。

聚焦裕元集团 OEM 业务高速发展时，OPM 保持在 9%-10%。公司的业务聚焦与制造业务的调整已经在 2023 年末充分完成，复盘其历史发展过程中，在行业需求向好与公司聚焦于制造业务发展时，制造业务毛利率保持在 20%以上，经营净利率在 9%-10%之间。目前的净利率水平仍有较大盈利释放空间。

表5：裕元集团制造业务产能利用率、毛利率、经营净利率及归母净利率

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产能利用率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	84%	88%	72%	73%	87%	79%
毛利率	22%	21%	21%	21%	23%	22%	19%	20%	19%	20%	20%	21%	22%	21%	19%	15%	16%	18%	19%
经营净利率	9%	9%	9%	9%	10.8%	9.1%	7.2%	7.3%	6.7%	6.2%	5.4%	7.5%	7.5%	5.5%	4.0%	-2.4%	0.0%	5.5%	5.3%
归母净利率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	8.0%	7.6%	4.1%	3.7%	-2.5%	1.6%	4.6%	4.6%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 盈利预测与估值分析

4.1 收入拆分与盈利预测

我们将公司分为制造业务与零售业务进行拆分，核心假设如下：

1) **制造业务**：公司制造业务按照产品拆分为运动、户外鞋，休闲及运动凉鞋，鞋底、配件及其他，2023年，受到运动品牌的去库存节奏影响，公司出货订单受到部分抑制且公司制造业务处在调整期，故运动、户外鞋，休闲及运动凉鞋，鞋底、配件及其他产品均有不同程度的收入下滑，而今年品牌端库存水位处于良性区间且终端销售情况趋好，我们认为随着公司订单修复，出货量稳中向好，将带动运动、户外鞋，休闲及运动凉鞋，鞋底、配件及其他产品的收入增速逐步恢复稳健增速。因此，我们预计2024-2026年，运动、户外鞋实现收入43.96、46.57、48.91亿美元，分别同比+8.8%、+5.9%、+5.0%；休闲及运动凉鞋实现收入6.46、6.65、6.86亿美元，分别同比+4.9%、+3.0%、+3.0%，鞋底、配件及其他实收入4.34、4.73、4.92亿美元，分别同比+8.0%、+9.0%、+4.0%。综上所述，预计2024-2026年制造业务实现营收54.76、57.95、60.69亿美元，分别同比+8.2%、+5.8%、+4.7%。制造业务的营业成本按原材料成本、人工成本与其他成本项目进行拆分，随收入规模提升与管理效率优化，原材料成本占制造业务收入比例有望持续缩减，预计24-26年原材料成本占比分别为36.0%、35.9%与35.8%；而今年以来随产能恢复而增加员工数量，人工成本占比或有小幅上扬，但仍在合理区间，预计24-26年分别为31.9%、32.1%与32.2%；其他成本占比有望随管理优化而逐年递减，预计24-26年分别为12.5%、12.2%与12.0%。因此，受益于产能利用率提升，降本增效效果显现叠加公司SAP系统的导入，制造业务毛利率有望实现逐步修复，预计2024-2026年制造业务毛利率分别为19.6%、19.8%与20.0%。

2) **零售业务**：公司零售业务来源于宝胜的零售门店与加盟业务收入，2023年，公司零售业务收入同比+2.3%，主要系聚焦运营与成长，全渠道的泛微店生态圈表现稳健并叠加低基数效应，有平稳增长的表现。随着公司零售业务聚焦单店效率的提升与优化，我们认为零售业务有望在阶段性调整后继续开启上升轨道，预计2024-2026年公司零售业务实现营收27.85、29.25、31.00亿美元，分别同比-1.6%、+5.0%、+6.0%，毛利率水平随着门店效益优化与SAP系统的应用实现稳中有升的增长态势，预计2024-2026年公司零售业务的毛利率分别为34.5%、35.3%与35.8%。

综上所述，预计2024-2026年公司实现营收82.62、87.20、91.69亿美元，分别同比+4.7%、+5.5%与+5.2%，对应公司的毛利率水平分别为24.6%、25.0%与25.3%。

表6：公司收入拆分与盈利预测

单位：百万美元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	8533.34	8970.23	7890.17	8261.80	8719.95	9169.15
yoy	1.1%	5.1%	-12.0%	4.7%	5.5%	5.2%
营业成本	6485.10	6833.01	5964.85	6227.46	6540.07	6845.49
yoy	-2.0%	5.4%	-12.7%	4.4%	5.0%	4.7%
毛利	2048.24	2137.22	1925.32	2034.34	2179.88	2323.66
毛利率	24.0%	23.8%	24.4%	24.6%	25.0%	25.3%
制造业务						
营业收入	4914.04	6203.14	5059.44	5476.36	5795.24	6068.96
yoy	3.8%	26.2%	-18.4%	8.2%	5.8%	4.7%
运动、户外鞋	3762.2	4890.55	4041.08	4395.89	4656.56	4891.25
yoy	2.6%	30.0%	-17.4%	8.8%	5.9%	5.0%
休闲及运动凉鞋	688.32	816.09	616.38	646.34	665.47	685.56
yoy	-2.5%	18.6%	-24.5%	4.9%	3.0%	3.0%
鞋底、配件及其他	463.53	496.49	401.98	434.14	473.21	492.14
yoy	27.8%	7.1%	-19.0%	8.0%	9.0%	4.0%
营业成本	4152.22	5058.86	4086.87	4402.99	4647.78	4855.17
yoy	2.8%	21.8%	-19.2%	7.7%	5.6%	4.5%
原材料成本	1824.40	2368.20	1843.80	1971.49	2080.49	2172.69
占比	37.1%	38.2%	36.4%	36.0%	35.9%	35.8%
人工成本	1531.14	1899.28	1569.06	1746.96	1860.27	1954.20
占比	31.2%	30.6%	31.0%	31.9%	32.1%	32.2%
其他成本	796.68	791.38	674.01	684.55	707.02	728.27
占比	16.2%	12.8%	13.3%	12.5%	12.2%	12.0%
毛利	761.82	1144.28	972.57	1073.37	1147.46	1213.79
毛利率	15.5%	18.4%	19.2%	19.6%	19.8%	20.0%
零售业务						
营业收入	3619.29	2767.09	2830.73	2785.44	2924.71	3100.19
yoy	-2.4%	-23.5%	2.3%	-1.6%	5.0%	6.0%
营业成本	2334.44	1773.70	1876.77	1824.46	1892.29	1990.32
yoy	-9.3%	-24.0%	5.8%	-2.8%	3.7%	5.2%
毛利	1284.85	993.39	953.96	960.98	1032.42	1109.87
毛利率	35.5%	35.9%	33.7%	34.5%	35.3%	35.8%

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

费用率假设:

1) 我们分制造业务与零售业务对公司的管理费用及销售费用进行预测。在制造业务方面, 2021-2023 年, 制造业务的 SG&A 费用占制造业务收入占比分别为 12.1%、10.1%、10.9%, 主要与公司降本增效举措有关, 我们认为随着公司持续推进数字化转型, 制造业务的 SG&A 有望在营收规模增长的摊薄下企稳, 预计 24-26 年制造业务的 SG&A 保持在 10.6%左右; 零售业务方面, 2021-2023 年, 零售业务的 SG&A 占比分别为 33.2%、35.2%与 31.4%, 自 24 年 1 月, 宝胜零售业务正式导入 SAP 多项模组, 实现业务财务一体化, 有望继续提升管理决策效率, 且门店更聚焦于单店的管理优化, SG&A 占比仍有进一步降低的空间, 我们预计 24-26 年, 零售业务的 SG&A 占比保持缩减趋势, 分别为 31.2%、31.1%及 31.0%。

综上所述, 我们认为随着公司在制造业务板块的重心调整以及优化零售业务, 整体的销售费率水平仍有进一步优化的空间, 销售费率稳中有降, 预计 2024-2026 年, 公司的销售费率分别为 10.9%、10.8%、10.8%。我们认为公司持续推进人员优化, 提升管理效率, 应用 SAP 系统提升自动化水平等举措密切相关, 管理费率的管控效果将趋于优质, 预计 2024-2026 年, 管理费率保持在 6.7%的水平。

2) 研发费用率: 公司一直以来注重研发费用的投入, 在产品创新等方面保持稳健的投入, 因此我们预计公司的研发费用将与公司收入保持相近的增长速度, 预计 2024-2026 年, 公司的研发费率保持在 2.0%的水平。

3) 财务费用率: 预计公司的财务费用率保持在过往 0.4%~0.6%的水平, 预计 2024-2026 年分别为 0.6%、0.6%与 0.5%。

表7: 公司费用率水平

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	13.9%	11.0%	11.3%	10.9%	10.8%	10.8%
管理费用率	7.2%	6.8%	6.9%	6.7%	6.7%	6.7%
销售费用率+管理费用率 (SG&A 占比)	21.1%	17.8%	18.3%	17.6%	17.5%	17.5%
制造业务 SG&A 占比	12.1%	10.1%	10.9%	10.6%	10.6%	10.6%
零售业务 SG&A 占比	33.2%	35.2%	31.4%	31.2%	31.1%	31.0%
研发费用率	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
财务费用率	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%

资料来源: ifind, 民生证券研究院预测

4.2 估值分析与投资建议

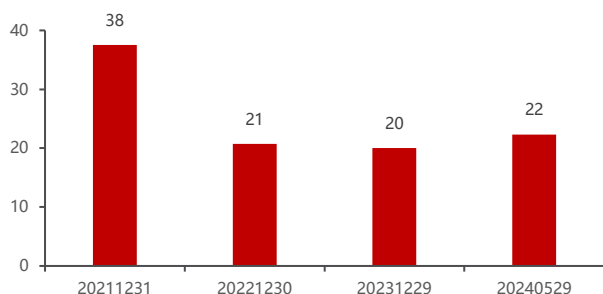
4.2.1 估值分析

裕元集团相较于华利集团的优势：1) **头部运动品牌商的份额优势：**裕元集团在 Adidas 与 Nike 中占据的供应比例较高；2) **产能布局较早，管理层有前瞻性，充分享受人力成本低价红利。**裕元集团较早将中国地区的产能扩展到越南及印尼等区域，相比较而言，华利集团的产能更多聚焦在越南地区。

裕元集团相较于华利集团的劣势：1) **订单的成长性：**华利集团自身持续进行技术进步与产品创新，希望获取更多高价值量订单，有望进一步提升单价与大客户份额中；相比较而言，裕元集团在头部品牌商中份额相对稳定，实现订单份额的大幅度扩张较难，更多在于维稳，通过巩固已有客户需求的同时，扩展尾部客户订单量以实现订单增长；2) **客户成长性的差异性：**近年来，华利布局 On 昂跑等高成长性的品牌，成为驱动公司收入快速增长的一大核心要素，而裕元集团在尾部客户的布局与把握的节奏相对偏慢。

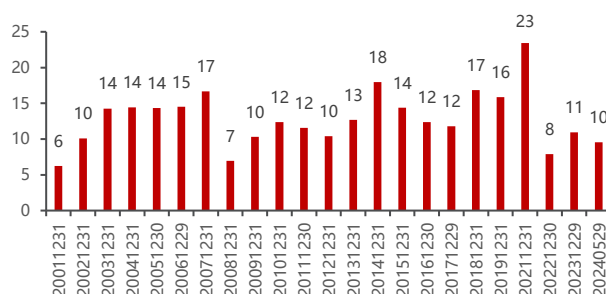
基于两家公司的成长性对比以及裕元集团的自身估值情况，我们认为目前裕元集团处在较低的 PE 估值中枢，在聚焦制造主业发展时候，核心优势仍在，且在行业驱动下，有望回升到 PE 估值 12-15x 的水平。

图24：华利集团 PE (TTM)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图25：裕元集团 PE (TTM)



资料来源：ifind，民生证券研究院

在可比公司的选择上，我们选择与裕元集团同在纺织服装行业的华利集团、申洲国际、丰泰企业、鸿儒、聚阳作为可比公司。其中，华利集团发展稳健，产能利用率常年处于较高水平，且客户结构较为多元；丰泰企业主要承接 Nike 集团订单，核心大客户份额稳健；裕元集团的大客户主要为 Nike 与 Adidas，且和 Asics、New Balance、Salomon 及 Timberland 等也有稳定合作关系。而申洲国际的主要客户中包括 Nike、Adidas 等，Nike 也为鸿儒的主要客户，聚阳与裕元集团同属纺织服装板块，因此上述公司均与裕元集团具备估值可比性。根据 Wind 及 Bloomberg 一致预期，5 月 29 日收盘价对应 2024 年可比公司 PE 均值为 21 倍，而裕元集团为 8 倍，考虑港股、台股与 A 股的流动性差异情况下，公司的估值仍低于可比公司估值，在行业趋势稳健向好，公司制造业务边际改善明显，产能利用

率不断提升的预期下，公司估值仍有较大提升空间。

表8：可比公司 PE 估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元/ 港元/台币)	EPS (元/港元/台币)			PE (倍)		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
300979.SZ	华利集团	67.10	2.74	3.28	3.80	24	20	18
2313.HK	申洲国际	76.65	3.32	3.97	4.60	23	19	17
9910.TW	丰泰企业	150.50	5.04	6.67	7.80	30	23	19
1476.TW	儒鸿	485.00	18.87	23.36	26.85	26	21	18
1477.TW	聚阳	378.50	16.50	18.37	20.54	23	21	18
平均值						25	21	18
0551.HK	裕元集团	14.96	1.31	1.79	1.95	11	8	8

资料来源：Wind, Bloomberg, 民生证券研究院；(注：收盘价为 2024 年 5 月 29 日，其中华利集团收盘价及 EPS 为人民币，申洲国际、裕元集团为港元，丰泰企业、儒鸿、聚阳为台币；可比公司均采用 Wind 及 Bloomberg 一致预期)

4.2.2 投资建议

5 月 29 日收盘价对应 24 年 PE 为 8 倍，低于可比公司均值，从分红角度看，19/21/22/23 年公司分红比例为 75.8%/36.0%/76.5%/67.7%，分红比例维持较高水平，结合 5 月 29 日收盘价对应 24 年 PE 为 8 倍，公司若维持过往分红比例，则 24 年对应股息率预计达 8% 以上，具备较强安全性。且目前公司战略布局已经调整到位，叠加纺服制造行业订单逐步修复，公司有望受益于行业景气度回暖与自身制造业务增速上行，有望获取稳健的大客户份额，并扩展新的品牌客户拉动订单增长，共同助力公司收入增长，预计 2024-2026 年实现营收 82.62、87.20、91.69 亿美元，同比+4.7%、+5.5%、+5.2%，实现归母净利润 3.75、4.10、4.43 亿美元，同比+36.6%、+9.2%、+8.0%，5 月 29 日收盘价对应 2024-2026 年 PE 为 8、8、7 倍，**首次覆盖，给予“推荐”评级。**

5 风险提示

1) 国际贸易风险。公司的主要客户为全球知名的运动休闲品牌，销售遍及全球多个国家和地区，公司制鞋工厂主要设于越南、印尼等人力成本相对较低的国家，如果国际政治、经济环境或者进出口国的贸易政策发生重大变化，将可能对公司业务的发展产生重要影响。

2) 劳动力成本上升的风险。鞋履制造属于劳动密集型产业，公司的主要生产基地位于劳动力充足的越南、印尼等地，人力成本相对较低，但随着越南经济的发展，以及更多企业将生产制造环节转移至越南，越南的劳动力成本不断上升。如果公司不能有效应对劳动力成本上升带来的挑战，合理规划和布局，将对公司经营产生不利影响。

3) 终端需求不及预期的风险。公司的制造业务与品牌客户的订单需求关联度较高，零售业务与终端消费者对鞋履的需求高度相关，若终端需求不及预期，则会影响到制造业务与零售业务的经营，最终对公司业务造成影响。

公司财务报表数据预测汇总

资产负债表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产合计	3,784	4,097	4,360	4,633
现金及现金等价物	923	1,149	1,276	1,426
应收账款及票据	885	918	969	1,019
存货	1,247	1,297	1,363	1,426
其他	728	733	753	762
非流动资产合计	3,574	3,574	3,574	3,574
固定资产	1,663	1,663	1,663	1,663
商誉及无形资产	529	529	529	529
其他	1,382	1,382	1,382	1,382
资产合计	7,358	7,672	7,934	8,207
流动负债合计	1,985	2,072	2,139	2,205
短期借贷	643	643	643	643
应付账款及票据	476	519	545	570
其他	866	909	951	991
非流动负债合计	664	664	664	664
长期借贷	330	330	330	330
其他	334	334	334	334
负债合计	2,648	2,735	2,803	2,868
普通股股本	52	52	52	52
储备	4,188	4,378	4,532	4,696
归属母公司股东权益	4,240	4,430	4,584	4,748
少数股东权益	470	507	547	591
股东权益合计	4,710	4,936	5,131	5,339
负债和股东权益合计	7,358	7,672	7,934	8,207

现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	945	687	687	729
净利润	275	375	410	443
少数股东权益	34	37	41	44
折旧摊销	408	420	420	420
营运资金变动及其他	228	-145	-183	-177
投资活动现金流	-152	-188	-218	-214
资本支出	-201	-420	-420	-420
其他投资	50	232	202	206
筹资活动现金流	-860	-273	-342	-365
借款增加	-597	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-185	-186	-255	-279
其他	-77	-87	-87	-86
现金净增加额	-72	226	127	150

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,890	8,262	8,720	9,169
其他收入	88	0	0	0
营业成本	5,965	6,227	6,540	6,845
销售费用	894	901	942	988
管理费用	547	552	582	612
研发费用	158	165	174	183
财务费用	51	48	45	41
权益性投资损益	62	103	97	103
其他损益	-36	71	44	39
除税前利润	390	543	577	640
所得税	81	130	127	154
净利润	309	412	450	486
少数股东损益	34	37	41	44
归属母公司净利润	275	375	410	443
EBIT	441	591	622	681
EBITDA	849	1,011	1,042	1,101
EPS (元)	0.17	0.23	0.25	0.27

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-12.04	4.71	5.55	5.15
归属母公司净利润	-7.30	36.62	9.16	8.05
盈利能力(%)				
毛利率	24.40	24.62	25.00	25.34
净利率	3.48	4.54	4.70	4.83
ROE	6.48	8.47	8.94	9.32
ROIC	6.15	7.60	7.95	8.20
偿债能力				
资产负债率(%)	35.99	35.65	35.33	34.95
净负债比率(%)	1.05	-3.58	-5.91	-8.49
流动比率	1.91	1.98	2.04	2.10
速动比率	1.18	1.26	1.31	1.37
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.10	1.12	1.14
应收账款周转率	8.67	9.16	9.24	9.23
应付账款周转率	13.22	12.52	12.29	12.27
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.23	0.25	0.27
每股经营现金流	0.59	0.43	0.43	0.45
每股净资产	2.63	2.75	2.84	2.95
估值比率				
P/E	11	8	8	7
P/B	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA	3.69	3.10	3.01	2.85

插图目录

图 1: 裕元集团制造端主要品牌客户矩阵	3
图 2: 公司股权结构 (截至 24Q1 末)	5
图 3: 裕元集团营业收入 (百万美元) 及增速	5
图 4: 裕元集团制造业务及零售业务收入占比	5
图 5: 制造业务收入 (百万美元) 及增速	6
图 6: 裕元集团分地区产量占比	6
图 7: 制造业务鞋履产量 (百万双)	7
图 8: 制造业务毛利率与产能利用率	7
图 9: 宝胜门店数量及净变动 (家)	7
图 10: 宝胜单店收入 (万美元)	7
图 11: 客户销售额占总营收比例	8
图 12: 裕元集团两大核心客户销售额占比情况	8
图 13: 分地区产量占比	10
图 14: 裕元集团鞋履产量及同比增速	10
图 15: 数字化转型	10
图 16: 裕元集团研发支出与营收占比	10
图 17: 裕元集团制造业务人均产量 (双鞋)	10
图 18: 23Q4 各品牌库销比分位数情况	11
图 19: 分品牌销售及库存情况	11
图 20: 中国鞋靴出口额 (亿美元) 及同比	12
图 21: 越南鞋类出口额 (百万美元) 及同比	12
图 22: 各纺服制造公司单月营收同比增速	12
图 23: 制造业务产能利用率、毛利率、净利率变化	14
图 24: 华利集团 PE (TTM)	19
图 25: 裕元集团 PE (TTM)	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司发展历程	4
表 2: 管理层履历	8
表 3: 供应商采购结构	9
表 4: 裕元集团、华利集团、丰泰企业制造业务对比	13
表 5: 裕元集团制造业务产能利用率、毛利率、经营净利率及归母净利率	15
表 6: 公司收入拆分与盈利预测	17
表 7: 公司费用率水平	18
表 8: 可比公司 PE 估值	20
公司财务报表数据预测汇总	22

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026