

2024年09月27日

推荐底部机会，运动鞋制造龙头迎来修复

裕元集团 (0551. HK)

投资要点：

我们分析，公司作为全球运动鞋制造龙头，具有全球头部运动品牌商份额优势，以及通过垂直一体化布局能够有力把控产业链上下游，做到高品控，快交付。1) 短期来看，随着24年品牌去库存结束，全年订单改善确定性较强，产能利用率逐步恢复，叠加控费见效，正经营杠杆有望带来净利弹性；2) 中长期来看，公司有望享受海外产能布局先发优势及规模优势，以及重新聚焦制造业务，进一步提升老客户份额。3) 同时随着海外品牌在中国市场的复苏，及零售业务运营效率持续改善，零售业务有望逐步改善。预计公司24-26年营收为83.7/89.7/96.7亿美元、增速为6.1%/7.2%/7.9%；预计24-26年归母净利润为3.7/4.2/4.7亿美元，对应EPS为0.23/0.26/0.29美元，2024/9/26收盘价14.42港元，对应24-26 PE为7.9/7.2/6.4X，首次覆盖，给予“买入”评级。

► 公司概况：全球最大品牌运动鞋制造商

根据界面新闻，裕元集团是全球最大的运动鞋制造商，2023年鞋产量超过2.18亿双，制造业两大客户占比65.92%。24H1公司收入/净利分别为40.15/1.84亿美元，同比增长-3.4%/120.6%，主要受益于行业回暖，订单能见度改善，带来产能利用率提升，叠加控费见效带来利润弹性。

► 运动鞋代工行业：市场集中度有望继续提升，头部品牌加大东南亚地区采购

根据欧睿数据，23年全球运动鞋市场规模1647亿美元，若以5倍加价率测算，23年制造端市场容量约为329亿美元。根据欧睿数据测算，预计24-28年全球运动鞋市场规模有望保持7%的年复合增长率达2310亿美元、对应制造端462亿美元。

同业对比来看，(1) 裕元手握全球最头部品牌Nike和Adidas客户资源；(2) 裕元生产基地布局在越南、印尼、缅甸、柬埔寨等东南亚地区，相对华利较为分散；(3) 公司近几年毛利率、净利率相对同业较低。

► 公司优势：聚集CR2大客户资源，一体化整合掌控制鞋产业链

1) 客户优质，裕元覆盖全球运动鞋服CR2品牌，与Adidas(1979)、Nike(1990)等品牌保持超30年的长久合作关系；2) 公司通过“垂直整合、水平分工”，把控上下游供应链，以保证产品品质与交期。

► 成长驱动：客户需求旺盛，产能利用率提升

1) 客户自身增长叠加我们认为客户采购份额有望提升；2) 产能利用率提升+单价提升，预计带来较高利润弹性。

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格(港元)：	19.80
最新收盘价(港元)：	14.42
股票代码：	0551
52周最高价/最低价(港元)：	16.76/7.32
总市值(亿港元)	232.48
自由流通市值(亿港元)	232.48
自由流通股数(百万)	1,612.18



分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO: S1120519090002
联系电话：

► **风险提示：**海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产能爬坡不及预期风险；零售业务经营效率改善不及预期风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万美元)	8970.23	7890.17	8368.10	8967.22	9674.14
YoY (%)	5.12%	-12.04%	6.06%	7.16%	7.88%
归母净利润 (百万美元)	296.35	274.71	373.97	416.43	467.07
YoY (%)	157.53%	-7.30%	36.13%	11.35%	12.16%
毛利率 (%)	23.83%	24.40%	24.60%	24.80%	24.90%
每股收益 (美元)	0.18	0.17	0.23	0.26	0.29
ROE (%)	7.07%	6.48%	8.10%	8.28%	8.50%
市盈率	7.64	6.50	7.97	7.16	6.38

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 公司简介：全球最大品牌运动鞋制造商.....	5
1.1. 发展历程：制造业产量 13 年达最高点，后期受产能转移+注重零售有所放缓.....	5
1.2. 资本市场表现：02-19 年 PE 主要在 8-17X 波动，历史最高 PE37X.....	11
1.3. 股权结构：股权结构稳定，宝成工业持股超 51%.....	13
2. 鞋履制造行业：市场集中度有望继续提升，头部品牌加大东南亚地区采购.....	14
2.1. 市场规模：目前全球运动鞋终端市场 1647 亿美元、制造端估计 329 亿美元.....	15
2.2. 运动鞋代工行业：工艺难度更高，品牌与制造商龙头效应进一步凸显.....	15
2.3. 海外布局：头部品牌加大东南亚地区采购份额.....	17
2.4. 竞争格局：裕元规模最大，但增速低于同业.....	21
3. 公司优势：聚集 CR2 大客户资源，一体化整合掌控制鞋产业链.....	24
3.1. 客户：与头部品牌保持长久稳定合作关系.....	24
3.2. 垂直一体化整合，提供稳定供应链系统.....	25
4. 成长驱动：客户需求旺盛，产能利用率提升.....	27
4.1. 行业补库，客户自身增长.....	27
4.2. 产能利用率提升+单价提升，预计带来较高利润弹性.....	29
5. 盈利预测与投资建议.....	30
5.1. 盈利预测.....	30
5.2. 投资建议.....	31
6. 风险提示.....	32

图表目录

图 1 历年公司收入、归母净利润及增速.....	7
图 2 宝胜国际历年收入、归母净利润及增速.....	7
图 3 公司历年制造业务收入及净利.....	7
图 4 公司历年鞋类总产量.....	8
图 5 公司历年鞋类单价.....	8
图 6 公司毛利率、净利率.....	9
图 7 制造端毛利率与产能利用率.....	9
图 8 公司历年汇兑收益（亿美元）.....	9
图 9 制造业毛利率及经营利润率.....	9
图 10 零售业毛利率及经营利润率.....	9
图 11 期间费用率.....	10
图 12 公司成本拆分（亿美元）.....	10
图 13 两大客户收入（亿美元）及增速.....	10
图 14 2023 年按客户划分收入占比.....	10
图 15 历年分地区收入增速.....	11
图 16 历年鞋履分地区出货量增速.....	11
图 17 公司股价走势图（前复权）.....	12
图 18 裕元集团 PE BANDS 走势图.....	12
图 19 裕元集团历史分红率与股息率.....	13
图 20 2020-2025 全球运动鞋市场规模预测.....	15
图 21 全球运动鞋服市场集中度（零售额口径）.....	16
图 22 2015-2023 财年 NIKE 不同产品供应商工厂数量.....	16
图 23 2018-2023 年 ADIDAS 合作伙伴与工厂数量.....	16
图 24 NIKE 鞋履分地区采购量占比.....	21
图 25 ADIDAS 鞋履分地区采购量占比.....	21
图 26 裕元集团以及同业收入及增速对比（亿元）.....	23
图 27 裕元集团以及同业产品单价（元/双）.....	23
图 28 裕元集团以及同业产品销量（万双）.....	23

图 29 裕元集团与同业归母净利率对比	24
图 30 裕元集团与同业毛利率对比	24
图 31 裕元集团制造鞋类部分品牌客户矩阵	25
图 32 裕元集团研发费用率	25
图 33 全球运动鞋品牌市占率	25
图 34 集团花瓣形产业结构	26
图 35 公司前两大客户销售收入及增速 (亿元)	28
图 36 公司制造业月度收入增速	28
图 37 运动品牌库存增速	28
图 38 制造端产能利用率	30
图 39 公司历年鞋类单价 (美元/双)	30
表 1 公司大事记	5
表 2 公司前十大股东 (24H1)	13
表 3 股东及管理层介绍	14
表 4 ADIDAS 独立制造合作伙伴情况	17
表 5 越南、柬埔寨、印尼、中国生产要素价格对比	17
表 6 越南、柬埔寨、印尼服装制造业税率	19
表 7 各服装主要出口地区对中国/越南/柬埔寨/印尼关税政策比较	19
表 8 欧盟/美国/日本原产地监管政策	20
表 9 裕元集团同行业竞争对手 2023 年情况对比	22
表 10 同业竞争对手各产品类别销售收入平均占比情况	错误!未定义书签。
表 11 裕元集团与同业 2023 年费用率对比	24
表 12 公司纵向整合上游鞋材公司	26
表 13 海外品牌近期业绩及库存	28
表 14 按产品收入拆分	30
表 15 可比公司估值 (亿元)	32

1. 公司简介：全球最大品牌运动鞋制造商

1.1. 发展历程：制造业产量13年达最高点，后期受产能转移+注重零售有所放缓

裕元集团 1988 年创立，隶属于中国台湾宝成工业（1978 年开始投入运动鞋生产），1992 年于中国香港证券交易所上市，为全球最大品牌运动鞋、休闲鞋及户外鞋制造商，拥有多元化的品牌客户组合及生产基地：品牌客户包括 Nike、Adidas、NewBalance、Asics、Timberland、Salomon 等，其中甲/乙客户收入占比为 43.76%/22.16%；分地区来看，美国/欧洲/中国/亚洲/其他地区占比 17.65%/16.13%/46.43%/13.26%。公司产量在 2011 年增至峰值 3.27 亿双，2023 年公司出货量 2.18 亿双，其中印尼/越南/中国大陆产量占比分别为 49%/34%/12%。同时，公司依托子公司宝胜国际（2008 年上市）发展运动品零售业务、持股 62.55%，截至 2024H1 公司拥有直营门店 3478 家。2023 年公司收入/归母净利润分别为 79.78/2.75 亿美元，其中制造/零售业务占比分别为 63%/37%，净利率分别为 4.57%/2.44%，净利占比分别为 84%/16%。

24H1 公司收入/净利分别为 40.15/1.84 亿美元，同比增长-3.4%/120.6%，（1）**制造业务**：24H1 制造业务收入为 26.34 亿美元，同比+2.4%，主要受益于下游补库存和需求复苏；鞋履出货量为 1.21 亿双，同比+9.9%，受高基数及产品组合变化，平均单价为 19.98 美元/双，同比-7.8%，其中，24Q2 鞋履平均单价为 20.38 美元/双，同比-6.5%、单价跌幅环比收窄。24H1 产能利用率为 90%，同比+15 pct，带动毛利率同比+1.7PCT 至 19.1%，叠加期间费用率下降带动净利率同比+3.7PCT 至 5.9%；

（2）**零售业务**：24H1 宝胜零售业务收入 13.81 亿美元，同比-12.7%。通过精简及升级宝胜店铺网络，部分抵消人流不振影响，宝胜实体店铺收入同比-13%，24H1 直营门店数量净减少 45 家至 3478 间，其中优质大店（300m²以上）在直营店铺的占比提升到 21%。受益于折扣力度持续改善及通过策略性精简店铺网络优化租金费用，积极推动人效管控，24H1 宝胜毛利率/净利率为 34.2%/3.36%，同比+0.7 /0.6PCT。

表 1 公司大事记

时间	事件
1969-2001 年，母公司早期积累头部运动鞋品牌资源，成立裕元，1992 年开始海外产能布局	
1969 年	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
1978 年	集团开始进入运动鞋制造领域
1979 年	集团拿到 Adidas 订单，开始进入国际品牌供应链
1983 年	由 OEM 转型为 ODM 模式
1985 年	Reebok 指定宝成成为其运动鞋的主要生产商
1988 年	宝成剥离运动鞋制造业务在中国香港注册成立裕元，进驻中国并设立多个生产基地
1990 年	公司拿到 Nike 代工订单
1991 年	在广东中山建立宝元鞋厂
1992 年	1) 与实成工业联合成立宝元工业，开始生产便服鞋并在印尼西冷县设立生产基地； 2) 裕元集团工业股票于中国香港证券交易所挂牌上市
1993 年	1) 在广东东莞黄江和高步镇分别设立裕元集团工业区和宝元工业区； 2) 1993 年宝胜国际作为裕元集团的业务分部开始运营
1994 年	在越南同奈省设立生产基地

1996年	公司收购宝成工业旗下投资控股公司宝元工业剩余 55% 的股份，将宝成工业制鞋业务全部合并，从而成为全球最大的品牌运动鞋制造商。
2000年	鞋产量首次超 1 亿双
01 年开始	布局零售业务，08 年宝胜国际上市，12 年二代接班，发力零售业务；制造业产量 13 年达顶峰，14 年开始受行业去库存，员工罢工、产能转移、注重零售业务发展等因素影响，制造业务相对发展停滞
2001年	公司开始大力发展在中国的零售业务，宝胜国际成立北京宝盛道吉体育用品有限公司，在北京经销 Nike、Adidas 及 Reebok 等国际运动服品牌的产品，开始经营零售业务
2002年	1) 随着供货量不断加大，集团提出对上游鞋材的供应实施“纵向整合战略”，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，同年 4 月与物流资讯网络企业合资设立宝线物流公司，从而有力掌控制鞋业上游各个环节； 2) 2002 年，宝胜国际的零售业务扩展至大连，标志着全国业务扩张正式展开
2003年	1) 收购运动及便服制造商 Pro Kingtex 73.00% 股权（后增至 92.00%）； 2) 成立合营企业华坚国际生产女装鞋，且以出口为主
2004年	1) 收购鹰美国际 30.88% 股权（后增至 44.96%），通过投资控股加强运动服装制造业务； 2) 收购休闲包及背包制造商其利工业 30.00% 股权成为第二股东，加强对客户的供应链增值服务 3) 与联泰控股成立合营企业元泰工业，专注于全球市场发展运动服装业务
2005年	成立合营企业 Oftenrich Holdings Limited，制造安全便服鞋
2008年	宝胜国际于中国香港联合交易所挂牌上市（3813.HK）
2009年	在柬埔寨及孟加拉设立生产基地
2011年	宝胜国际营收首次超 100 亿人民币
2012年	二代蔡佩君接班，开始重点发力运动经销业务
2014年	东莞裕元鞋厂发生大规模的工人罢工
2015年	在缅甸设立生产基地
2023年	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：公司公告，华西证券研究所

复盘公司整体发展历史，我们可以将公司发展历程划分为 3 个阶段：

1969-2001 年，母公司早期积累头部运动鞋品牌资源，成立裕元，开始全球产能布局，早期制造收入增速在 20%+。1992-2001 收入/归母净利 CAGR 为 27.57%/20.33%。裕元集团前期主要产品为编织鞋、帆布鞋及塑胶鞋，1978 年进入运动鞋制造领域。

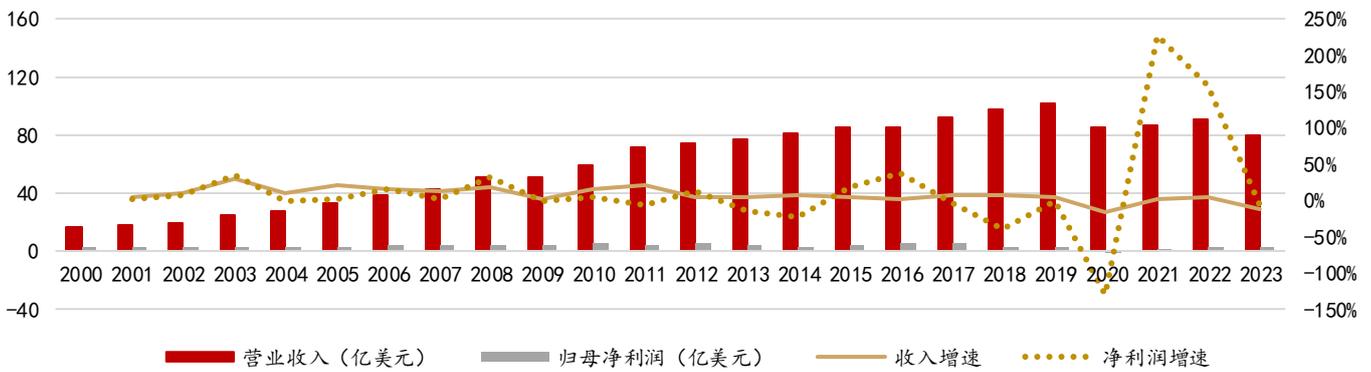
2002-2019 年，制造业垂直整合+产能外迁、收入复合增速降至个位数，大力拓展零售业务。2002-2019 年公司收入/归母净利 CAGR 为 10.3%/1.6%，净利增速低于收入主要由于零售业务发展较快且净利率低于制造业务。2003 年公司收入/归母净利润同比增长 29.4%/34.5%，主要系由于鞋类业务增长 16.80% 以及上年完成上游鞋材公司的收购；2008 年收入/归母净利润同比增长 19%/31%，主要受益于宝胜国际上市；2013 年收入/归母净利润同比下降 16.4%/28.8%，主要受行业去库存及人力成本增加，产能转移等影响。16 年净利同比增长 37%，主要受益于制造业产能利用率提升及石油价格下降带来成本下降，叠加零售业务需求强劲恢复及折扣改善。

分拆来看，1) 制造业务 2002-2019 年公司收入/归母净利 CAGR 为 6.9%/-0.1%，其中 2002-2008 年受益于行业快速增长及公司产能扩张，收入/净利 CAGR 为 12.9%/10.9%；2009-2019 收入/净利 CAGR 为 4.3%/-7.0%，我们分析主要由于公司在老客户份额已较高、外部需求放缓，从而扩产谨慎、而更多致力于产能外迁、上游整合控制成本。产量/单价 CAGR 为 5.5%/0.9%。2002-2013 年，制鞋产量 1.30 亿双增至峰值 3.26 亿双，2014 年开始受中国运动鞋服行业库存危机影响，产量下滑 20%，14-19 产量基本维持 3-3.2 亿双，但随着中国劳动力成本增加及 14 年公司国内工厂罢

工事件，产能逐步转移至越南、印尼等地区，2013-2019 年中国出货量占比从 34%降至 12%。2) 零售业务 2005-2019 年公司收入/归母净利 CAGR 为 23.4%/30.1%，占比从 8.7%提升至 34.95%，2012 年随着二代接班、致力于重点发展运动经销业务。2007-2019 年直营/加盟门店 CAGR 为 13%/15%至 5883/3950 家，平均店效 CAGR 为 5%至 40 万美元/年，11-14 年为去库存阶段，15-19 年为上升周期。

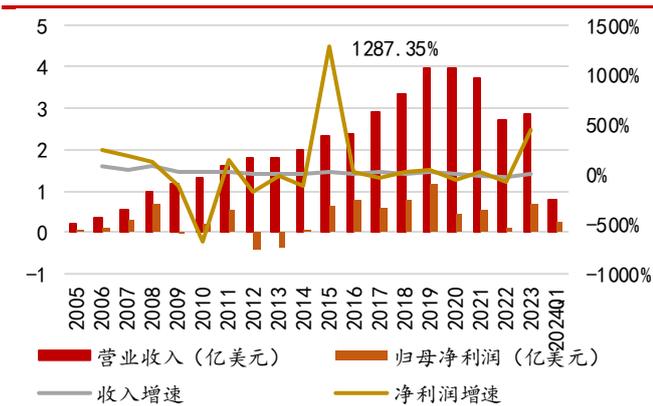
(3) 2020 年至今，疫情期间业绩承压，24 年迎来利润弹性复苏。2020-2023 年收入 CAGR 为-2.2%，归母净利由 3.0 亿美元降至 23 年 2.7 亿美元。1) 制造业务 2020-2023 年先后经历越南疫情停工、航运问题带来运费上涨及延迟发货、海外去库等影响，收入 CAGR 为 2.2%，产量/单价 CAGR 为-3.7%/6.1%，单价增长主要受益于高端需求相对稳健，根据公司官网，产能利用率从 19 年 88%降至 23 年 79%，24H1 随着下游补库已恢复至 90%。2) 零售业务 2020-2023 年公司收入/归母净利 CAGR 为-8.6%/14.5%，宝胜 2019 - 2023 精简及升级实体店舖，2019-2023 年店舖数下降 40.1%，直营门店 CAGR 为-12.4%至 3523 家，300 平方米以上大店比例由 9%扩大至 21%；22 年受疫情封控影响，零售业务收入下降 24%。宝胜 2023 年收入同比增 7.7%，泛微店、私域渠道表现强劲，均同比增长约 40%，平均店效、坪效均双位数增长，店舖平均面积高单位数增长。

图 1 历年公司收入、归母净利及增速



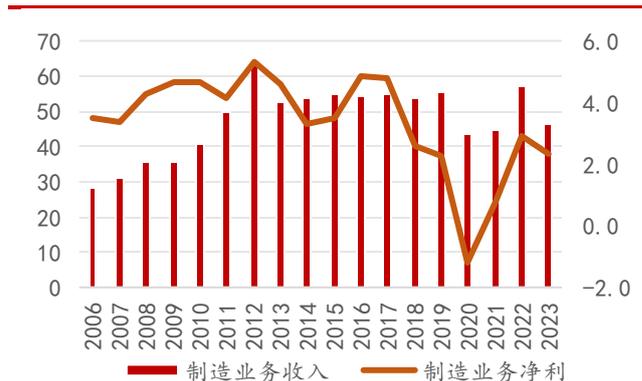
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 2 宝胜国际历年收入、归母净利及增速



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 3 公司历年制造业务收入及净利



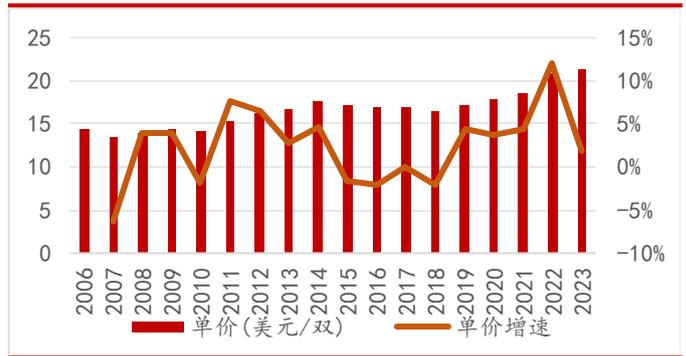
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 4 公司历年鞋类总产量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 公司历年鞋类单价



资料来源：公司公告，华西证券研究所

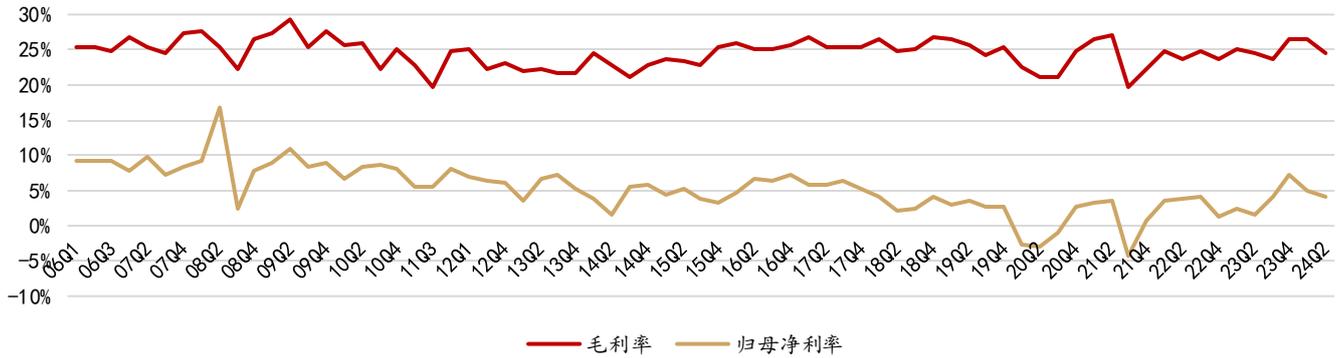
公司历史毛利率/归母净利率正常主要在 20%-27%/2%-10% 区间波动，分拆来看制造/零售业务毛利率主要在 16%-23%/30%-39% 区间波动，净利率正常在 4%-10%/2%-7% 区间波动：

(1) 制造业务毛利率主要受劳动力成本、直接材料、产能利用率、汇率等影响。1) 公司营业成本中直接材料/直接人工及制造费用占 45%/55%，原材料包括纺织布料、皮革、包装材料、人造革及橡胶等，近年皮革价格总体呈下降趋势，11-24 年原材料成本占比从 55% 降至 45%。中国随着 2008 年新劳动法颁发，11 年后国内实施“五险一金条目”强制雇主要为劳工缴纳社保费，进一步加剧制鞋厂成本，08-14 年整体毛利率呈下降趋势，14 年公司国内工厂爆发罢工事件，14Q2 净利率下降主要由于额外支付 0.9 亿美元员工福利。2) 公司历史产能利用率在 69%-91% 区间，疫情前 19 年产能利用率 88%，疫情期间受越南停工影响单季最低降至 47%，对应 21Q3 制造端毛利率降至 6%；22 年产能利用率提升 14PCT 至 87%，23 年受限于疫情后消费复苏波动，运动行业进入去库阶段，产能利用率下滑至 79%；随着下游去库结束，24Q1 产能利用率已恢复至 19 年水平，24H1 增至 90%，对应制造业毛利率 19.1%。3) 汇率：公司收入、材料及配件等成本大多以美元计价，工资、水电等开支以当地货币支付，人民币升值会加大公司成本压力，造成毛利率下降；公司为应对汇率波动采用相应对冲手段，汇率波动会有一定汇兑收益。2005-2014 年中国进行了汇改，人民币升值，其中 07-08 年美元兑人民币从 7.61 降至 6.95，08 年汇兑收益 0.3 亿美元，10-14 年从 6.77 降至 6.14，11-13 年汇兑收益 0.4/0.3/0.2 亿美元；美元兑人民币从 2018 年 6.24 增至 2019 年的 7.18，19 年汇兑亏损 0.15 亿美元。

(2) 零售业务盈利能力主要受商品折扣力度、商品组合结构、开店节奏等影响，20Q2 毛利率下滑主要由于疫情刚解封后为刺激消费增加促销活动；21 年上半年毛利率开始逐季提升，主要由于折控制及销售组合改善；23H1 毛利率下滑主要由于受到渠道组合不利影响（线下占比下滑）。

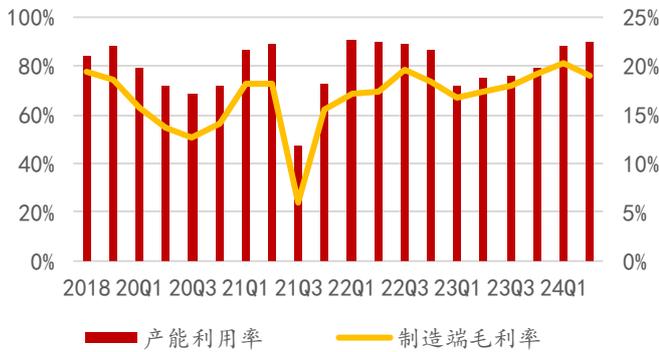
(3) 从期间费用率来看，公司管理费用率及财务费用率相对稳定；公司销售费用率在 11%-14%，于 21 年达到最高值 13.94%，主要由于前期子公司宝胜集团不断投入销售业务、提升产品竞争力，使销售费用增加，23 年销售费用率增长主要由于疫情管控结束，差旅费用及市场推广费用增加所致。

图 6 公司毛利率、净利率



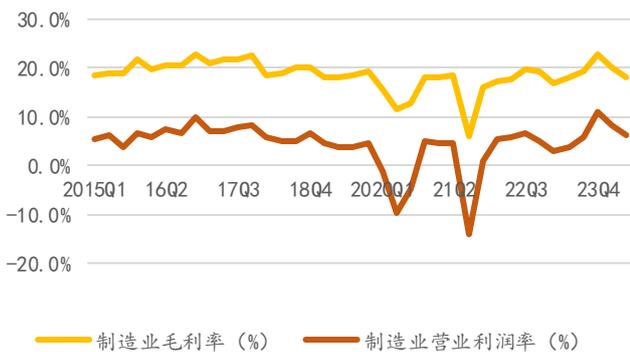
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 制造端毛利率与产能利用率



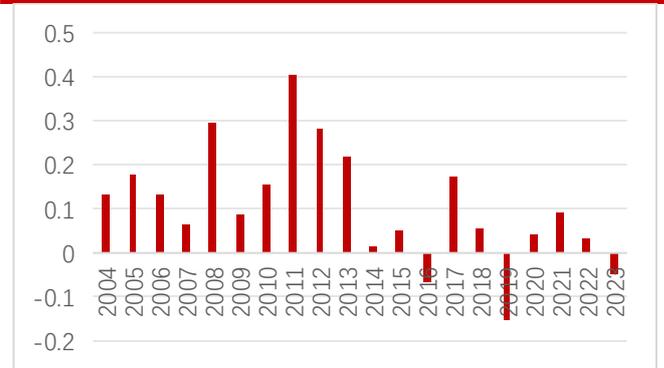
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 9 制造业毛利率及经营利润率



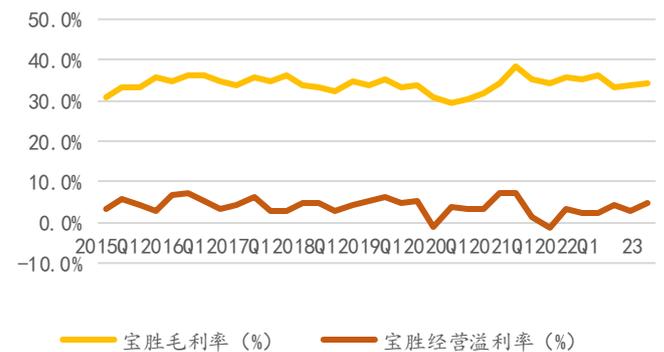
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 8 公司历年汇兑收益 (亿美元)



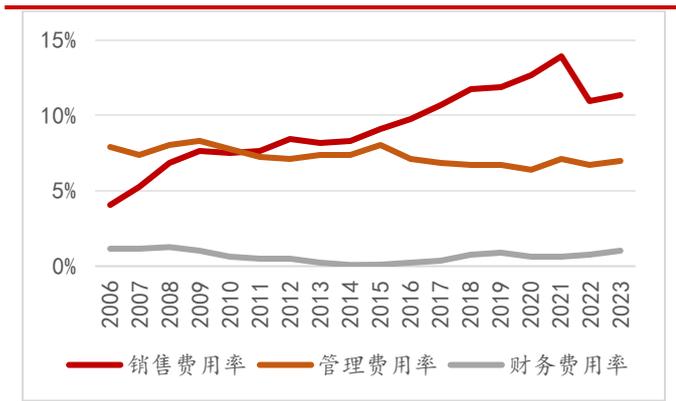
资料来源：wind，华西证券研究所

图 10 零售业毛利率及经营利润率



资料来源：wind，华西证券研究所

图 11 期间费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 公司成本拆分（亿美元）

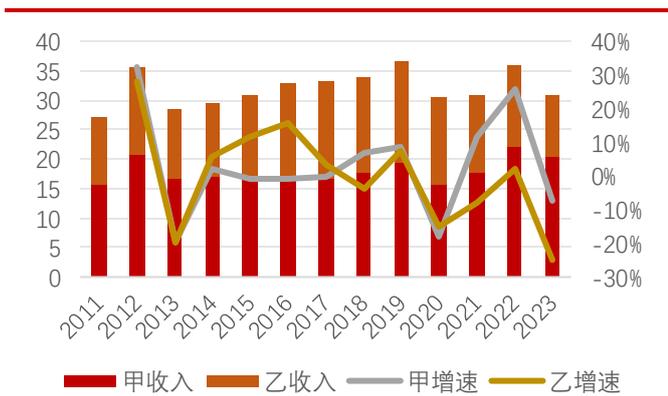


资料来源：wind，华西证券研究所

收入拆分来看：

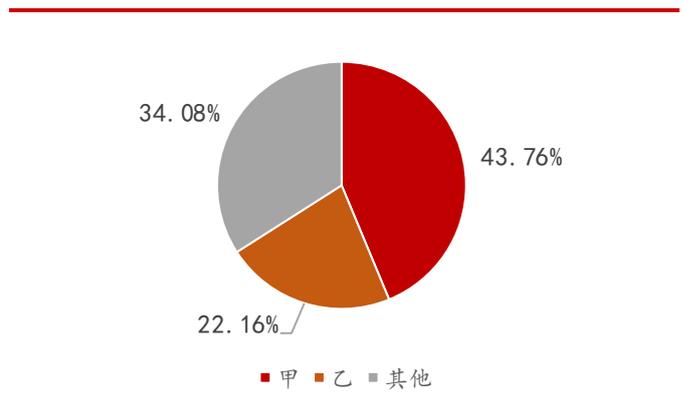
(1) 分客户来看，2023 年甲/乙两大客户收入分别为 20.38/10.32 亿美元，收入增速分别为-7.49%/-24.95%，占比分别为 43.76%/22.16%，合计超过 65%。2011-2023 财年第一/第二大客户收入 CAGR 为 2.2%/-0.9%，占比分别为 27.9%-40.3%/20.6%-20.4%。

图 13 两大客户收入（亿美元）及增速



资料来源：华西证券研究所

图 14 2023 年按客户划分收入占比



资料来源：华西证券研究所

(2) 分地区来看，14 年前美国地区收入占比最大，由于公司在中国零售收入增速较高，14 年起中国地区收入占比最高。2023 年美国/欧洲/中国/亚洲及其他国家收入为 14.08/12.87/37.04/10.58 亿美元，收入增速分别为-31.08%/-22.64%/1.58%/-1.45%，23 年仅中国地区收入有所提升，其他海外市场受运动品牌去库存影响而下滑。从生产端来看，历年来主要生产基地仍为印尼、越南及中国大陆，2013 年印尼/越南/中国大陆/其他地区产量占比 31%/34%/34%/1%，后续公司大力在东南亚扩产，包括孟加拉、缅甸等地，2023 年印尼/越南/中国大陆/其他地区出货量占比变为 49%/34%/12%/5%，印尼进一步提升。

图 15 历年分地区收入增速



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

图 16 历年鞋履分地区出货量增速



资料来源:公司公告, 华西证券研究所

1.2. 资本市场表现: 02-19 年 PE 主要在 8-17X 波动, 历史最高 PE37X

公司自 1992 年 7 月上市至今 (2024 年 9 月 17 日), 股价上涨 740.7%, 跑赢恒生指数 723.4PCT。2024 年 9 月 17 日公司市值约 220 亿港元。公司上市以来累计分红 300 亿元人民币, 累计分红率 67%, 历史最高分红率为 17 年达 202.9%, 主要由于当年派发特别股息每股 3.5 港元, 剔除后当年分红率 61.1%; 22-23 年公司分红率分别为 76.3%/67.5%, 股息率超 10%。

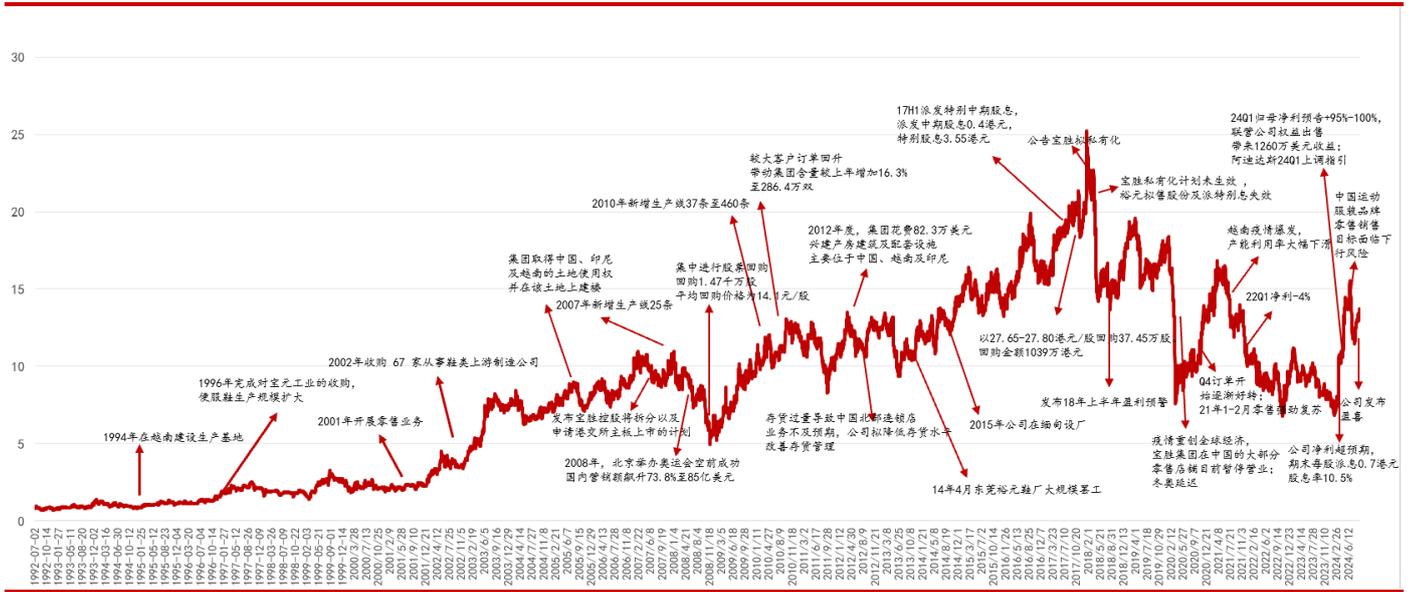
回顾公司历史股价表现, 我们分为 3 个阶段:

(1) 上市-2001 年, 该阶段阶段公司业绩波动大。

(2) 2002-2019 年, 股价上行阶段, 制造业产能持续扩张, 大力发展零售业务。公司 2002 年收购 67 家从事鞋类上游制造公司, 同时开始快速发力零售业务, 推动公司股价持续上涨至 8.67 港元/股 (2004/3/8), 对应 PE 为 16.5X; 2007 年成立宝胜国际, 推动股价上涨至 11.24 港元/股 (2008/4/8), 对应 PE 为 15X; 但受金融危机影响, 股价开始下跌至 4.74 港元/股 (2008/11/24), 对应 PE 为 6X。17H1 公司派发特别中期股息 3.55 港元/股, 分红率达 203%; 18 年 1 月公司及宝胜国际联合公布, 2018 年 1 月 21 日, 宝成要求宝胜董事会向计划股东提呈建议, 拟将宝胜私有化, 推动公司股价涨到历史最高 25.4 港元/股 (2018/1/22), 对应 PE 为 15.5X; 18 年 4 月宝胜国际私有化建议失效, 裕元取消派特息, 股价大幅下跌至 13.4 港元/股 (2018/8/21), 对应 PE 为 8X。

(3) 2020-至今, 2020 年初, 公司受到新冠疫情影响, 最低至 7.54 港元 (2020/3/23)、PE 跌至 7X。但随着国内疫情得到迅速控制, 公司快速复工复产, 叠加国外疫情产生的订单回流, 公司产能利用率逐季回升, 同时受益于海外疫情叠加新疆棉事件抢份额, 股价最高升至 17 港元 (2021/3/25), 对应估值 14.6 倍。21 年下半年东南亚疫情爆发, 叠加终端市场消费需求减弱, 海外进入去库存阶段, 公司业绩、股价双跌, 最低跌至 6.6 港元 (2022/10/25), 对应 PE5X。24H1 公司净利超预期, 派息率超 10%, 受益于高股息、Q1 盈喜预告、大客户阿迪达斯上调指引等股价开始上涨, 7 月开始受零售环境承压影响有所回落。

图 17 公司股价走势图（前复权）



资料来源：wind，华西证券研究所

图 18 裕元集团 PE BANDS 走势图



资料来源：wind，华西证券研究所

图 19 裕元集团历史分红率与股息率



资料来源: wind, 华西证券研究所

1.3. 股权结构: 股权结构稳定, 宝成工业持股超 51%

公司股权结构相对集中稳定。公司控股股东为其母公司宝成工业股份有限公司(实控人为创始人蔡其瑞家族),截至 24H1,宝成工业通过全资子公司 Wealthplus Holdings Limited 和胜运投资有限公司间接合计持有裕元集团 51.12%的股权,其中 Wealthplus 直接持股 47.96%(2000 年持股 259 万股,持股比例 36.67%;2003 年公司拆分股份收购宝成工业股份若干子公司, Wealthplus 持股数量增至 741 万股,持股比例 46.22%;04 年持股比例增至 47.4%;10 年增持至 773.16 万股,此后无增减持)、Win Fortune 直接持股 3.16%。此外还有其他机构投资者持股, Silchester 持股 7.01%(19 年开始成为前五大股东)、美林集团持股 5.79%(08 年开始成为前五大股东)。

公司管理层经验丰富。董事会成员均具有鞋类制造、金融、财务、管理等相关方面的经验。执行董事中大多数在公司平均任职时长超 20 年且均持有公司或母公司宝成工业股份。其中卢金柱 2014 年获委任为执行董事及董事会主席,创始人蔡其瑞之女蔡佩君 2013 年获委任任公司董事总经理。

表 2 公司前十大股东 (24H1)

股东	介绍	持股数量 (百万股)	持股占比 (%)
Wealthplus Holdings Limited	实控人为宝成工业有限公司	773.16	47.96%
Silchester International Investors LLP		112.14	6.96%
Merrill Lynch International		93.29	5.79%
Win Fortune Investments Limited	实控人为宝成工业有限公司	50.99	3.16%
Blackrock, Inc.		5.99	0.37%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

詹陆铭	执行董事	0.63	0.04%
刘鸿志	执行董事	0.61	0.04%
卢金柱	执行董事 董事会主席 总经理	0.53	0.03%
林振铨	执行董事	0.3	0.02%
施志宏	副总经理	0.04	0.00%
Merrill Lynch Portfolio Managers Limited		0.04	0.00%
合计		1037.72	64.37%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 3 股东及管理层介绍

姓名	职务	年龄	简介
卢金柱	执行董事及董事会主席	72	自2014年起为本公司执行董事及董事会主席（此前为蔡其能），亦于1996年至2011年担任本公司之执行董事。卢先生负责本集团之房地产管理业务。彼持有中国台湾国立中兴大学之商业管理硕士学位。卢先生在鞋类及鞋材之生产方面拥有超过46年经验。卢先生目前为宝成的总经理及董事以及房地产部总经理，主要参与董事会层次及策略性事务。卢先生现亦为三芳化学工业之董事。彼仅参与其董事会层次的事务，并未有参与其日常管理事务。卢先生曾于2006年至2018年期间担任日胜化工董事，2018年至2020年期间担任其利工业非执行董事，以及于2007年至2017年担任联泰控股的非执行董事。
詹陆铭	执行董事	69	詹先生毕业于中国台湾国立中兴大学统计系。詹先生在中国台湾拥有43年财务会计经验。彼于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。詹先生亦为Wealthplus及Win Fortune之董事。宝成透过Wealthplus及Win Fortune拥有股份权益，根据证券及期货条例第XV部第2及3分部规定须向本公司披露。彼曾为南山人寿保险股份有限公司之董事。
蔡佩君	执行董事及董事总经理	44	分别自2005年和2013年起为本公司执行董事及董事总经理，著重本集团策略规划及企业发展。彼亦为本公司之提名委员会成员。蔡女士于2002年毕业于美国宾州大学华顿商学院，获颁经济学学士学位，主修财务金融，副修心理学。蔡女士于2002年加入宝成。彼现为宝成及其附属公司名为Wealthplus之董事。宝成及Wealthplus均拥有股份权益，根据证券及期货条例第XV部第2及3分部规定须向本公司披露。蔡女士亦为本公司于联交所主板上市的非全资附属公司宝胜之非执行董事。彼曾为中国台湾证交所上市公司兆丰金融控股股份有限公司的董事。
刘鸿志	执行董事	51	自2013年起加入本公司，并于2013年获委任为本公司执行董事。彼亦为本公司若干附属公司之董事。刘先生持有美国宾州大学华顿商学院之财务及创业管理工商管理硕士学位以及美国耶鲁大学之经济及国际问题研究文学士学位。刘先生现刘先生从耶鲁大学毕业后，曾分别在美国及中国北京任职贝恩咨询公司之管理顾问。彼在2000年至2010年任职于摩根士丹利，主要负责在大中华地区开发并执行交易及提供企业客户服务。刘先生在摩根士丹利离任之前，已跃升至执行董事之职。刘先生于2010年加入中国国际金融有限公司担任董事总经理及中国香港投资银行部门的部门主管。
林振铨	执行董事	64	自2015年起为本公司执行董事。彼亦为本公司若干附属公司之董事。林先生于鞋业拥有逾32年经验。彼于1990年加入宝成，现为宝成之资深执行副总经理，负责若干鞋类品牌客户之生产、销售及市场推广工作。彼曾为宝成一事业单位之主管。

资料来源：wind，华西证券研究所

2. 鞋履制造行业：市场集中度有望继续提升，头部品牌加大东南亚地区采购

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

2.1. 市场规模：目前全球运动鞋终端市场 1647 亿美元、制造端估计 329 亿美元

根据欧睿数据显示，2023 年全球运动鞋市场规模同比增长 8.5% 降至 1647 亿美元，若以 5 倍加价率测算，2023 年制造端市场容量约为 329 亿美元、折合 2323 亿元。随着疫情结束，全球运动鞋行业运动鞋履行业需求迎来复苏，根据欧睿数据测算，预计 2024-2028 年全球运动鞋市场规模有望保持 7% 的年复合增长率，2028 年全球运动鞋市场规模有望达到 2310 亿美元、对应制造端 462 亿美元、折合 3263 亿元。

图 20 2020-2025 全球运动鞋市场规模预测



资料来源：前瞻产业研究院，华西证券研究所

2.2. 运动鞋代工行业：工艺难度更高，品牌与制造商龙头效应进一步凸显

专业化分工趋势明显，品牌运营与制造分离模式成为行业主流模式。国际品牌主要采用 100% 外包方式，例如耐克、阿迪的运动鞋由越南、中国和印尼的代工厂生产；而国内例如安踏、361 度等公司从代工厂起家、自产能力较强，但是安踏、特步等企业也在逐步降低自产比例，外包比重持续扩大，根据华利招股书数据，安踏体育鞋履 2019 年度外包率 67.80%、提升 1.1 PCT，特步鞋履 2019 年度外包率 66%、大幅提升 12 PCT。

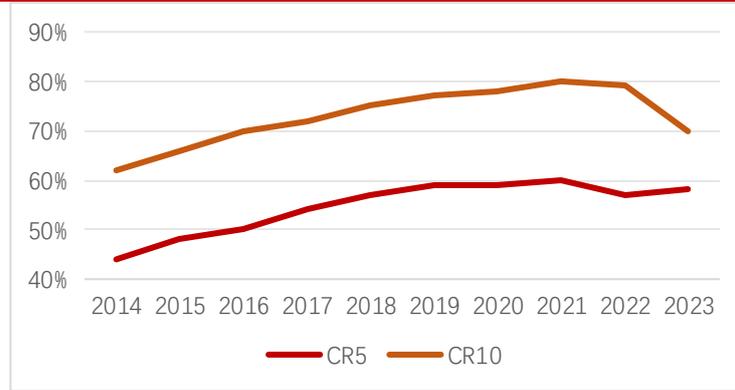
知名品牌运营商更倾向于与大型运动鞋履制造商合作，大型制造商的规模优势有望进一步提高行业集中度。知名鞋履运动品牌企业在选择供应商时综合考察制造成本、开发设计能力、产品质量及交付及时性。与中小制造商相比，大型运动鞋履制造企业资金实力强、产能和订单规模大，更易产生规模效应，有助于其降低设备投入的单位成本，因此其设备更新换代、自动化代替人工的意愿强于中小制造商，并进一步对其成本和效率产生正面反应。

运动鞋履制造工艺难度高于服装制造，鞋履制造商深度参加研发设计，高投入门槛使得鞋履制造集中度更高。一方面，鞋履制造原材料更为复杂，包括布料、皮料、包装材料及橡胶等十余项原料，而成衣制造原材料主要为纱线、其占原材料的比例接近 50%；另一方面，制鞋流程更为复杂，运动鞋履主要鞋型的工序上百道，各部位存在着不同的弧度、高度、长度和宽度，鞋履制造商积累的制鞋技术和经验，对

于新鞋型的开发、新材料和新工艺的运用至关重要，一般来说，一款新鞋从初始设计到上市的周期在 12-18 个月左右，其中需要鞋履制造企业深度参与产品的设计与研发。

从竞争格局来看，2023 年全球运动鞋服零售额 CR5 为 58%；零售额 CR10 为 79%，高集中度聚焦头部品牌。其中 Nike/Adidas/安踏在 2023 年市占率分别为 30%/11%/6%。对比 2014 年行业 CR5 市场份额提升了 13pct，CR10 市场份额提升了 17pct，行业马太效应愈加明显。

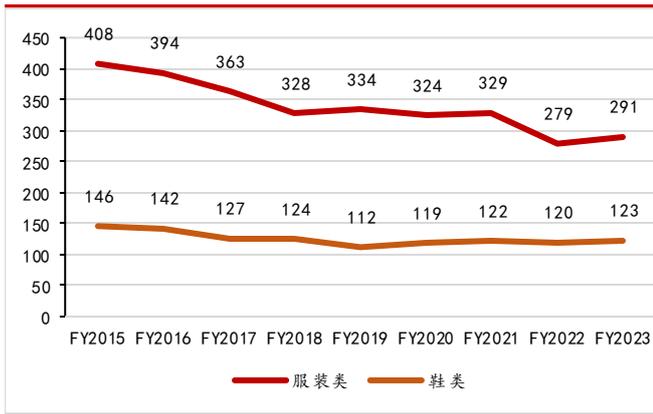
图 21 全球运动鞋服市场集中度（零售额口径）



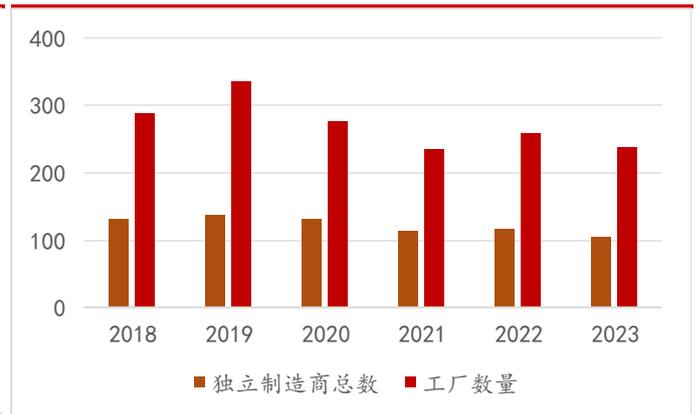
资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

运动鞋服行业中的知名品牌的供应商已经开始向头部集中，以此保证品质的稳定以及降低供应链管理成本。FY2015-FY2023，NIKE 的服装类工厂数量从 408 家减至 291 家；鞋类工厂从 146 家减至 123 家，服装类前五大供应商产能占比从 36% 上升至 52%。2018-2023 年，ADIDAS 的独立制造商从 130 家降至 104 家，其中 74% 合作时间超过 10 年，供应商的生产基地从 289 家下降至 259 家。从目前 NIKE、adidas 等国际主流运动品牌的策略来看，优选精简供应商将是未来趋势，利好制造商龙头企业。

图 22 2015-2023 财年 NIKE 不同产品供应商工厂数量 图 23 2018-2023 年 ADIDAS 合作伙伴与工厂数量



资料来源：公司公告，华西证券研究所



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 4 ADIDAS 独立制造合作伙伴情况

ADIDAS 独立制造合作伙伴情况	2022				2023			
	总计	鞋类	服装类	配件类	总计	鞋类	服装类	配件类
独立制造合作伙伴数量	117	25	62	33	104	24	55	32
作为独立制造合作伙伴的平均年数	20	21.5	19.6	19.5	20.8	22.5	20.0	20.8
合作关系 <10 年	28%	40%	24%	27%	26%	33%	22%	31%
合作关系介于 10-20 年	35%	24%	37%	37%	36%	25%	40%	31%
合作关系 >20 年	37%	36%	39%	36%	38%	42%	38%	38%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.3.海外布局：头部品牌加大东南亚地区采购份额

纺织制造行业为劳动密集型行业，同时也是成本敏感性行业，伴随人力成本变化、经贸协定引起的贸易成本变化以及各国经济发展政策调整，目前全球纺织行业开始向东南亚国家转移。东南亚海外产区的优势主要有：（1）人工和能耗成本低，根据表 5，越南、柬埔寨、印尼最低工资约为国内的 40-65%；（2）税收优惠政策：根据国家税务总局，越南对于满足条件的海外投资项目提供 10%的企业所得税率优惠及“四免九减半”的税收政策；柬埔寨给予会批准的合格投资项目最高 6 年利得税免税等优惠政策；（3）关税优惠，越南是亚洲签署自由贸易协定最多的国家之一。根据第一财经，2020 年越南与欧盟签署的自由贸易协定（EVFTA）已生效，欧盟取消了越南 77%的纺织品关税，同时双方货品 99%的关税将在 10 年内陆续取消、由低关税逐步演变为零关税；日本和欧盟对柬埔寨的服装纺织品出口均免关税，柬埔寨作为欠发达国家享受美国的 GSP 计划优惠。（4）受国际贸易摩擦影响，有海外工厂的纺织企业有望受益。

表 5 越南、柬埔寨、印尼、中国生产要素价格对比

	越南	柬埔寨	中国	印尼
最低工资	2022 年 7 月 1 日起一至四类地区月最低工资标准 195/173/150/133 美元/月	2023 年，柬埔寨将制衣、制鞋业最低工资标准提高至月薪 200 美元	350 美元/月	132 美元/月
水价（美元/立方米）	0.14-0.73	0.5	0.41	0.07-0.95
电价（美元/度）	0.08	0.25	0.08-0.12	0.03-0.04

资料来源：《中国居民赴越南投资税收指南》，《中国居民赴柬埔寨投资税收指南》，中国人社部，华西证券研究所（中国最低工资按浙江一档最低工资）

表 6 越南、柬埔寨、印尼服装制造业税率

国家	政策
柬埔寨	据柬埔寨政府发布的规定：1) 自 2022 年 2 月 24 日起三年内公共投资者自上市公司取得的利息或股息可享受 50% 增值税税收减免优惠；2) 销售和面海关进口关税的产品可享受增值税免税；3) 在柬埔寨境内外发生且直接服务对象为柬埔寨非居民的服务，增值税税率为 0%。
越南	1) 出口加工区享受免增值税待；2) 经济区、高科技区、工业区根据提供货物、服务性质的不同，享受免增值税、零税率和增值税税率为 5% 的不同待遇。
印尼	投资额超过 1 万亿盾的企业可享受为期 10 年至 25 年的减税或者免税 20% 至 100% 的优惠；投资额达到 0.5 万亿盾以上、1 万亿盾以下的企业可享受 5 年至 15 年的减税或者免税 20% 至 100% 优惠。

资料来源：商务部公共信息服务，华西研究证券所

表 7 各服装主要出口地区对中国/越南/柬埔寨/印尼关税政策比较

进口地区/出口国	关税情况	
欧盟	对中国	进口关税 12% CIF
	对越南	已与越南签订《越南与欧盟自由贸易协定》(EVFTA)，协议最快将于 2020 年 7 月生效，在协议生效 3-7 年后，越南将享受零关税优惠。
	对柬埔寨	目前柬埔寨享有免关税政策，但欧盟委员会 2020 年 2 月 12 日晚宣布，欧盟将部分撤销柬埔寨目前享有的“EBA”待遇，涉及部分服装鞋类，决议将从 2020 年 8 月 12 日生效。
	对印尼	进口关税 5-20% cost
美国	对中国	进口关税 14-30% cost，加征 7.5% cost
	对越南	进口关税 13.3% cost
	对柬埔寨	目前柬埔寨享受 GSP 计划优惠，向美国出口旅行用品，如行李箱、背包、手提包和钱包，获得免税优惠。
	对印尼	进口关税 5-20% cost
日本	对中国	进口关税 10-15% cost
	对越南	根据日本与越南自由贸易协定，日本对越南实行零关税政策。
	对柬埔寨	2022 年 1 月 1 日，区域全面经济伙伴关系协定 (RCEP) 对日本和柬埔寨生效，开始削减关税

对印尼	2022年1月1日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）对日本生效； 2023年1月2日起，RCEP对印度尼西亚生效，开始削减关税
-----	--

资料来源：商务部公共信息服务，经济日报，华西证券研究所

表 8 欧盟/美国/日本原产地监管政策

进口地区	原产地监管政策
欧盟	纺织产品的标签须正确标注原产国，一件纺织品的纺纱、织造、整理或者缝制几个制造过程中至少有两个环节在欧盟生产，才被视为是原产于欧盟国家的纺织品；如从第三国进口的产品，应强制规定附有原产标签。
美国	根据 FTC 的原产地规则指南，对于可标注为美国国产商品的，必须符合以下标准：产品必须在美国完成最终和最重要的装配过程；构成产品价值的全部或绝大部分是美国产品，如果有外国部件，该外国部件必须是“可忽略的”；如果含有外国部件或原料，还需考虑该外国部件或原料与最终产品之间的关系，如：用进口钢材在美国铸造的钢管不能被视为美国原产；如果使用外国部件或原料，但是在美国完成最终和最重要的装配过程，则该商品不能被标记为美国原产，但可被标记为美国组装
日本	日本与中国根据 RCEP 协定使用区域累积原则，使得产品原产地价值成分可在 15 个成员国构成的区域内进行累积。根据此前成员国间双边自贸协定原产地规则不能算作某国原产的某一产品，经过区域价值累积后，将可能被认定为 RCEP 区域原产，享受 RCEP 优惠关税。

资料来源：商务部公共信息服务，华西证券研究所

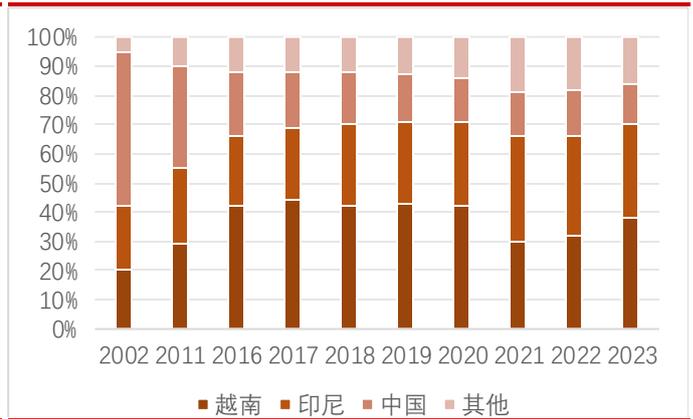
运动鞋制造的产能正在逐渐向东南亚地区转移，这一趋势在品牌端战略调整下愈发明显，品牌方积极调整其全球供应链，从中国向东南亚转移。Nike 和 Adidas 等主要品牌出于长期战略考虑，开始减少在中国的生产比重，加大在越南和印尼等东南亚国家的采购比例。FY1999-FY2011 Nike 在中国的鞋履采购占比从 40%降至 33%，FY2011 越南成为第一大生产地占比达 39%，至 FY2024 越南/印尼/中国产能占比分别为 50%/27%/18%。Adidas 2002-2011 财年中国的产量占比从 53%下降至 35%，而越南和印尼的合计占比则上升至 55%；至 FY2024 越南/印尼/中国产能占比分别为 38%/32%/14%。为顺应客户采购策略的转变，上游制造商也进行产能布局调整。1999 年，裕元在中国的生产线数量占据了绝大部分，但到 2011 财年，随着品牌向东南亚转移采购，裕元的生产线在中国的比例显著下降，从 74.73%降至 47.49%，而在越南和印尼的占比则从 25.3%上升至 51.0%。

图 24 NIKE 鞋履分地区采购量占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 ADIDAS 鞋履分地区采购量占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.4. 竞争格局：裕元规模最大，但增速低于同业

公司同行业上市公司主要有华利股份、丰泰企业、钰齐国际、九兴控股、来亿。裕元的产能最大，但公司近几年由于注重零售业务发展导致制造业有所停滞，而华利近几年收入规模增速较快我们分析主要由于扩产速度高于同行公司，钰齐收入增速高于同业主要由于低基数及受益于户外热。2020-2023 年华利/丰泰/钰齐/裕元/九兴控股收入复合增速分别为 13%/7%/14%/-2%/9%。

从客户构成看，各公司的客户均主要为优质的国际运动品牌、客户集中度高，其中丰泰的 NIKE 销售占比高达 85%；裕元手握全球最头部品牌 NIKE 和 Adidas 客户资源，甲乙两大客户占比 66%，公司对品牌客户自身收入变动更为依赖，我们分析公司近年来在品牌客户供应商体系中的竞争力可能有所下降；而华利受益于小品牌 ON、HOKA 等的成长以及不断拓展新客户，前五大客户销售占比从 96% 降至 78%。

从生产基地看，运动鞋履制造向劳动力资源丰富的国家和地区迁移，公司及同业的产能也主要集中在越南、印尼、缅甸、印度等东南亚、南亚地区。其中裕元、丰泰、钰齐全球布局相对分散，从而更好地分散风险以及享受关税优惠；华利海外布局相对集中，能够更好降低管理成本。

从鞋产量来看，裕元 14 年-19 年基本维持 3-3.2 亿双，20-23 年受疫情影响降至 2.1-2.7 亿双产量，扩产较慢；华利从 17 年 1.28 亿双最高扩张至 2.2 亿双，23 年受行业影响下降至 1.9 亿双；丰泰企业从 14 年 0.8 亿双至 19 年增至 1.23 亿双，疫情期间回落至 1.12 亿双，但整体保持稳定扩张。

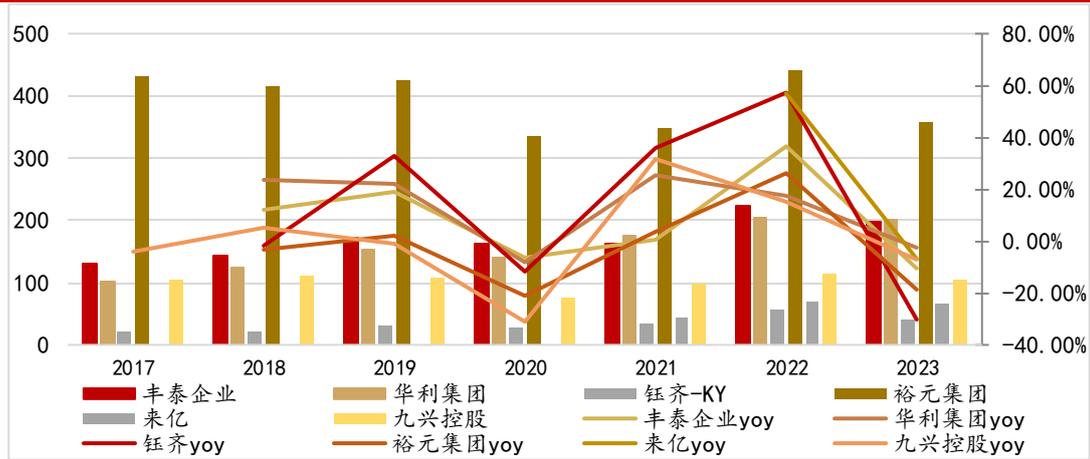
从销售单价来看，钰齐国际和九兴控股平均销售单价较高，我们分析主要由于钰齐的国际户外鞋收入占比超过 80%，而户外鞋普遍强调防水透气、保暖、防滑等功能性作用，通常对材料有特定要求，且户外鞋的鞋型和生产工艺较运动休闲鞋更为复杂，因此销售价格也更高；九兴控股单价最高主要由于公司主要做偏高端的系列，承接运动品牌、时尚品牌的限量版、收藏版产品的生产，也为高级时装品牌开发制造鞋履。裕元单价低于丰泰主要由于丰泰企业第一大客户 Nike 销售占比超 85%；销售单价高于华利、来亿主要由于品类和客户结构不同，客户结构的差异导致裕元产品单价更高。

表 9 裕元集团同行业竞争对手 2023 年情况对比

公司名称	收入 (亿元)	净利 (亿元)	毛利率	净利率	鞋履销量 (亿双)	人效 (万元)	单价(元/ 双)	主要客户	生产基地
华利集团	201.14	32.00	25.59%	15.91%	1.9	12.77	105.86	Nike、VF、Deckers、Puma、Under Armour 等	越南
裕元集团	565.06 (制造业 业务 357 亿 元)	19.46	24.40%	3.88%	2.18	12.79	164.39	Nike、Adidas、NewBalance、Asics、Timberland、Salomon 等	印尼、越南、中国
丰泰企业	199.09	11.51	20.73%	6.33%	1.12	-	177.76	Nike(85%)	中国、越南、印尼、印度
钰齐国际	39.30	3.46	18.91%	8.82%	0.19	-	206.84	The North Face、DKL、Meindl、Salewa、La Sportiva 等全球 50 多户外运动品牌	中国、越南、柬埔寨
来亿	62.22	2.91	13.47%	4.67%	0.60	11.16	118.33	Adidas、converse、vans、HOKA 等	越南、中国、缅甸、印尼
九兴控股	106.20	9.99	24.57%	9.35%	0.49	26.62	209.68	Nike、Saucony、Merrell、Timberlan、Coach、Cole Haan、Kate Spade、Michael Kors 等	越南、中国、印尼、菲律宾、孟加拉

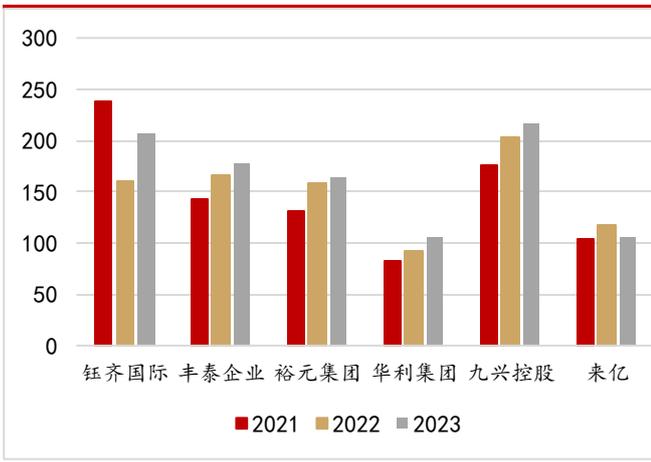
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 26 裕元集团以及同业收入及增速对比（亿元）



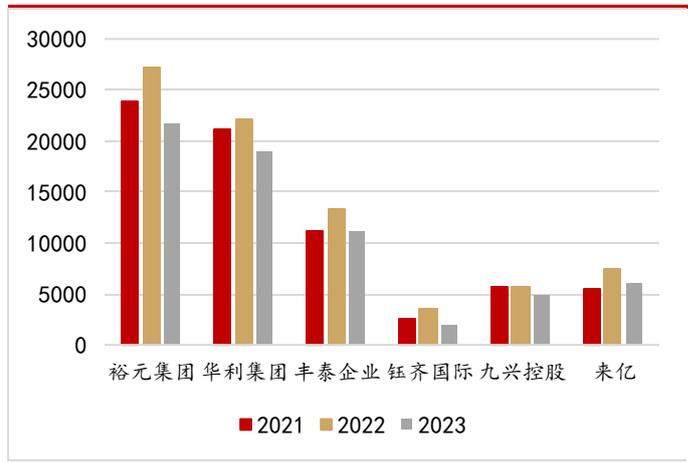
资料来源：wind，华西证券研究所。注：裕元集团采用鞋履制造业务收入

图 27 裕元集团以及同业产品单价（元/双）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 28 裕元集团以及同业产品销量（万双）



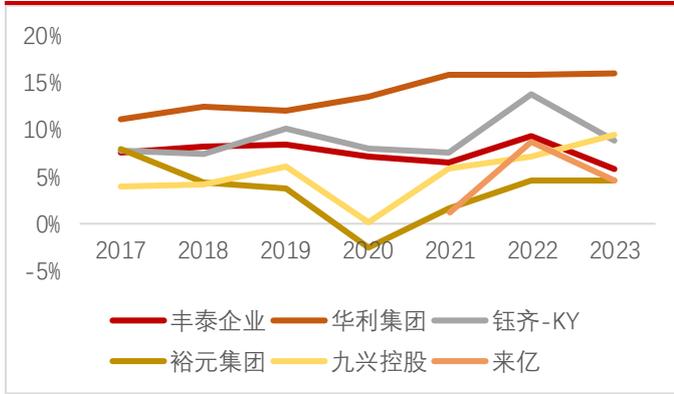
资料来源：公司公告，华西证券研究所

对比盈利能力来看，公司制造业务和同业相比毛利率相对较低、我们判断主要由于：1) 公司近几年由于注重发展零售业务，制造业务拓展停滞，受疫情影响更严重，产能利用率相对降幅更明显；2) 公司服务品牌客户数量多于同业，承接较多小订单客户，导致规模效应不及同业。

裕元集团制造业 2021-2023 年净利率为 1.63%/4.64%/4.57%，低于大多同业公司，拆分来看，主要由于裕元除了毛利率较低外，销售、管理费用率也较高，我们分析：1) 主要裕元集团零售业务占比高达 35%+，零售业务店铺销售费用相对刚性及线上拓展营销产生较大销售费用；2) 制造业务由于承接客户较多，整体管理团队较冗杂，产生更多销售管理费用；3) 公司产能布局中国、越南、印尼、柬埔寨、缅甸、孟加拉等地，对比华利股份产能主要集中在越南，公司多国布局生产经营导致其管理半径更大、各项费用支出相对较大；4) 公司研发费用率仅低于丰泰企业，主要由于

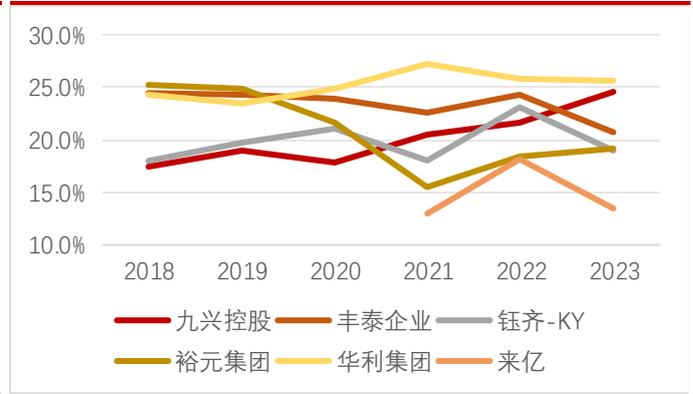
丰泰企业为 NIKE 提供包含高新技术的高端产品（如 Kobe 9 Elite、LeBron XXI 及 Jordan Luka2 等系列）、研发费用率更高。

图 29 裕元集团与同业归母净利润率对比



资料来源：wind，华西证券研究所（裕元净利率为制造业净利率）

图 30 裕元集团与同业毛利率对比



资料来源：wind，华西证券研究所（裕元毛利率为制造业毛利率）

表 10 裕元集团与同业 2023 年费用率对比

	华利集团	裕元集团	钰齐	来亿	九兴控股	丰泰企业
产能利用率	87%	79%	73%	—	—	—
毛利率	25.59%	24%	18.91%	13.5%	24.57%	20.73%
销售费用率	0.35%	11.21%	2%	1.7%	2.94%	10%
管理费用率	3.43%	6.85%	5%	4.2%	10.14%	
研发费用率	1.54%	1.98%	1.07%	2.2%	2.66%	3.12%
财务费用率	-0.44%	0.64%	0.12%	0.7%	-0.62%	0.15%
所得税/收入	4.15%	1.02%	2%	2.0%	0.84%	2.18%
净利率	15.91%	3.88%	8.82%	4.7%	9.35%	6.33%

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 公司优势：聚集 CR2 大客户资源，一体化整合掌控制鞋产业链

3.1. 客户：与头部品牌保持长久稳定合作关系

裕元覆盖全球运动鞋服 CR2 品牌（23 年合计市占率 17.6%），与 Adidas（1979）、Nike（1990）等品牌保持超 30 年的长久合作关系，23 年甲乙两大客户占比达 66%，并且与全球运动鞋服市场份额前十名公司中的多家均建立了长期稳定的合作关系。国际知名品牌供应商核心体系考察周期长、进入壁垒高，其在选择供应

商时一般会经过 1 年左右的考察和验厂，重点考察合作供应商的开发设计实力、快速响应能力、批量生产能力、产品质量性能及准时交付能力等。在全球运动鞋品牌向头部集中化（CR2 市占率由 2014 年 12% 持续提升至 23 年的 17.6%），及头部品牌精简供应商数量（根据各公司官网，FY2015-FY2023，NIKE 鞋类工厂从 146 家减 123 家；2018-2023 年，ADIDAS 的独立制造商从 130 家降至 104 家，其中 74% 合作时间超过 10 年，供应商的生产基地从 289 家下降至 259 家。FY2014-FY2022 PUMA 的独立供应商数量从 203 家降至 141 家）背景下，裕元能够更好享受头部效应红利。

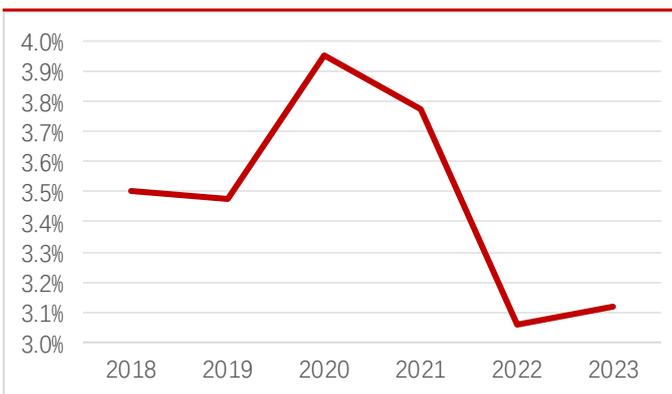
深度参与品牌研发，研发费用率维持 3%。裕元为协助品牌客户发展独特且新颖之优质鞋履产品，由产品原型期间起与品牌客户紧密合作，为品牌客户提供专属之产品研发团队及产品研发中心，更因本身具备高度专业制造知识，提供产品设计方面之建议，满足品牌客户的最高要求与市场需求，实现与客户的深度绑定。公司持续每年投入可观资源于研究开发，包括鞋型与鞋材之创新开发、新技术及制程开发，以及各项原物料的物性研究等。2023 年公司制造业务投入研发费用 1.5 亿美元，研发费用率基本维持 3.0%，23 年工程技术人员达 1.5 万人，具备强大研发储备。

图 31 裕元集团制造鞋类部分品牌客户矩阵



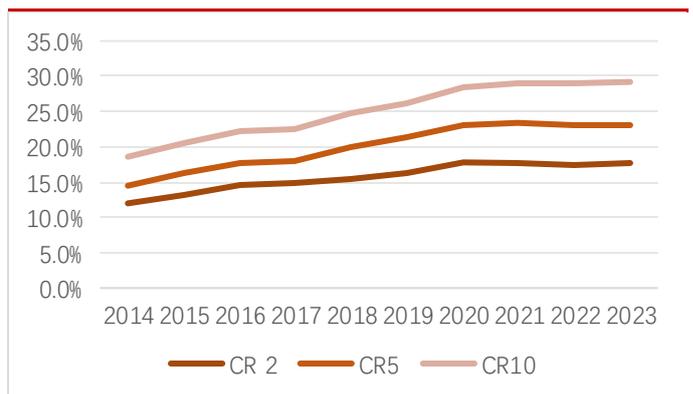
资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 32 裕元集团研发费用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所（研发费用率=研发费用/制造业收入）

图 33 全球运动鞋品牌市占率



资料来源：欧睿，华西证券研究所

3.2. 垂直一体化整合，提供稳定供应链系统

“垂直整合、水平分工”，把控上下游供应链。公司通过自行发展、投资或并购产业内相关厂商，构建花瓣型产业结构，从而向上游整合原材料生产商控制资源，不仅能保证稳定的货源从而确保产品质量和及时交付，并且能通过规模效益降低生产成本。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，包括原料、模具、粘合剂、鞋盒生产公司，同年4月与物流资讯网络企业合资设立宝线物流公司，从物流过程上进一步完善纵向整合战略。

我们分析垂直一体化有利于：1) 公司通过构建自给自足的供应链体系，能够确保原材料的稳定供应和高效流通，增强供应链的韧性和抗风险能力。在下游品牌对交期要求愈发严苛背景下（20年阿迪达斯要求30%新款产品需在30天内交货，此前为45至60天），裕元具备更稳定更快的交付能力；2) 成本效益，通过内部整合和流程优化，裕元集团能够有效降低交易成本、库存成本和生产成本，实现了成本规模效益。同时还能裕元集团开拓新的利润来源。

图 34 集团花瓣形产业结构



资料来源：宝成国际官网，华西证券研究所

表 11 公司纵向整合上游鞋材公司

企业名称	主要业务
Bangladesh Pou Hung Industrial Ltd	制造与销售鞋类
Dah-Chen Shoe Materials Ltd.	制造鞋垫
Foream Company Ltd.	制造鞋模
Gold Plenty International Limited	制造与销售鞋类
意式（澳门离岸商业服务）有限公司	制造与销售鞋类
Myanmar Pou Chen Company Limited	制造鞋类
P.T. Glostar Indonesia	制造与销售鞋类
P.T. Nikomas Gemilang	制造与销售鞋类
P.T. Pou Chen Indonesia	制造与销售鞋类

P.T. Sukespermata Indonusa	制造鞋模及剪裁工具
P.T. Pou Yuen Indonesia	制造鞋类
Pou Yuen Cambodia Enterprise Limited	制造与销售鞋类
Pou Chen Vietnam Enterprise Ltd.	制造与销售鞋类
Pou Sung Vietnam Co., Ltd	制造与销售鞋类
Pouyuen Vietnam Company Limited	制造与销售鞋类
Prime Asia China Leather Corporation	制造及销售皮革
Prime Asia (S.E. Asia) Leather Corporation	制造及销售皮革
Pro Kingtex Industrial Company Limited	制造服装
上高裕盛工业有限公司	制造与销售鞋类
Solar Link International Inc.	制造与销售鞋类
盈达（澳门离岸商业服务）有限公司	制造与销售鞋类
Upturn Investments Limited	制造纸箱内盒及硬纸鞋盒

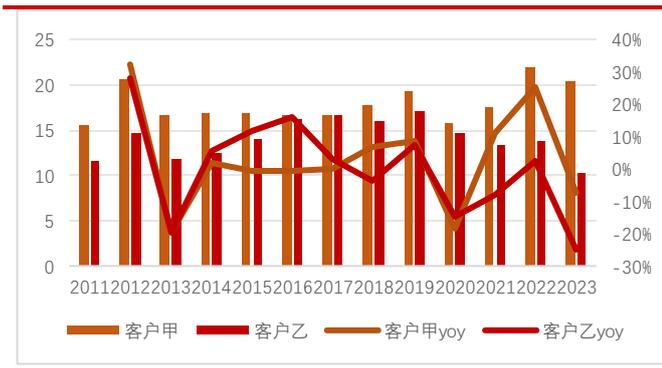
资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 成长驱动：客户需求旺盛，产能利用率提升

4.1. 行业补库，客户自身增长

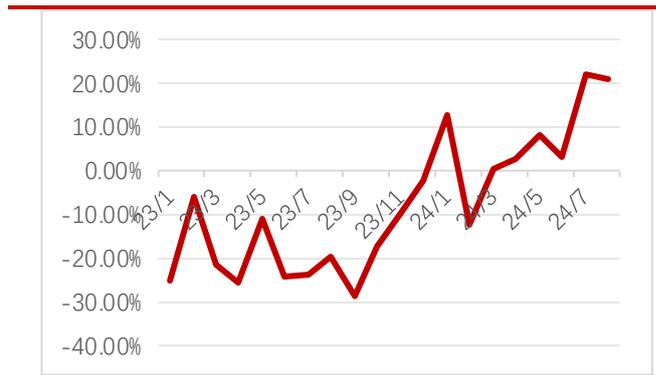
高质量客户自身销售业绩开始恢复增长。疫情前 2014-2019 年公司第一/第二大客户销售收入 CAGR 为 2.6%/6.6%，疫情期间 19-23 年客户甲/乙 CAGR 为 1.4%/-12%，我们分析客户乙销售收入下降主要由于品牌自身在疫情期间受影响较为严重，叠加在裕元的采购份额有所下滑。疫情期间，由于消费者对于运动休闲服装需求增长，以及品牌公司对消费复苏节奏较为乐观，为避免物流受限导致缺货风险，各品牌 21 年末开始增加备货，但 22 年随着疫情缓和，物流受阻压力减小，库存商品集中到岸，导致各品牌终端库存压力大幅增长，叠加欧美通货膨胀导致消费疲软，行业库存压力进一步加深。海外市场 22Q3 开始进入去库存阶段，根据各品牌库存数据，23Q3 各品牌增速开始回落转负，结合各运动品牌 24 业绩展望，Adidas、Deckers、Asics 上调业绩指引，我们认为品牌自身业绩增长及补库能够带来订单改善弹性，从公司月度数据来看今年 3 月开始制造业正在逐月复苏。

图 35 公司前两大客户销售收入及增速（亿元）



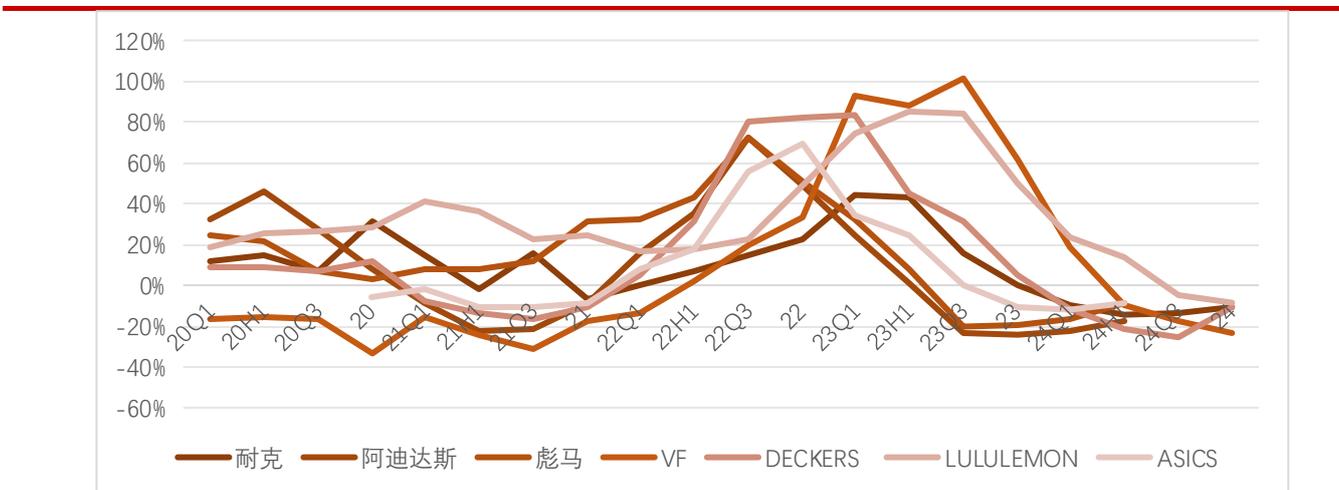
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 36 公司制造业月度收入增速



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 37 运动品牌库存增速



资料来源：wind，华西证券研究所（NikeQ1-Q4 数据分别为截至 2/28、5/31、8/31、11/30 期间数据）

表 12 海外品牌近期业绩及库存

		23Q4	24Q1	24Q2	最新业绩指引
	收入增速 (剔除汇率影响)	1% (至 23/11/30)	基本持平 (至 24/2/29)	1% (至 24/5/31)	耐克预计 2025 财年第一财季营收将下降约 10%，预计 2025 财年收入将下降中等个位数；耐克预计上半年销售额将下降高个位数，此前预测下降低个位数。
	中华区收入增速 (剔除汇率影响)	4%	6%	8%	
	存货及增速	79.79 亿美元 (-14.4%)	77.26 亿美元 (-13.2%)	75.19 亿美元 (-11.1%)	
阿迪达斯	收入增速	-7.6% (剔除汇率影响)	+4% (剔除汇率影响 +8%)	11%	基于第二季度业绩好于预期，阿迪达斯上调全年业绩指引。阿迪达斯预计，2024 年营收将以高个位数的速度增长（此前指引中高单增长），营业利润达 10 亿欧元左右（此前指引 7 亿欧元）。
	中华区收入增速	+36.8%	+8% (剔除汇率影响)	+8% (剔除汇率影响)	
	存货增速	45.25 亿欧 (-24%)	44.3 亿欧 (-22%)	45.4 亿欧 (-18%)	

PUMA	收入增速 (剔除汇率影响)	-6.05%	+0.5%	-0.2%	彪马调整了2024年的业绩预期,将全年EBIT预期范围缩至6.2亿-6.7亿欧元(此前预期6.2-7亿欧元),维持销售额增长预测,即经货币调整后的销售额将实现中个位数增长。
	亚太地区收入增速	+13.6%	+0.6%	+1.9%	
	存货增速	18.04 亿欧元 (-19.63%)	17.86 亿欧元 (-16.8%)	19.61 亿欧元 (-8.6%)	
VF	收入增速	-8.93%	-9.97%	-8.58%	
	存货增速	21.48 亿美元 (-17.12%)	17.66 亿美元 (-22.96%)	21.11 亿美元 (-24.27%)	
lululemon	收入增速	+15.6% (至24/1/28)	+10.4% (至24/4/28)	+8.8% (至24/7/28)	公司下调FY24指引,短期由于美国地区销售表现的低迷,公司预计FY24全年营收在103.75-104.75亿美元,增速为8%-9%(此前指引107至108亿美元),净利预计17.69-17.94亿美元(此前指引17.3至17.6亿美元)。
	存货增速	13.24 亿美元 (-8.55%)	13.45 亿美元 (-14.87%)	14.29 亿美元 (-13.95%)	
Deckers	收入增速	+16.0%	21.3%	22.1%	公司上调业绩指引,公司维持FY25收入增长10%至47亿美元,预计全年毛利率54%(此前指引53.5%),上调FY25净利至7.6-7.9亿美元(此前指引7.6-7.7亿美元),同比增长2%-3%。
	存货增速	5.39 亿美元 (-25.49%)	4.74 亿美元 (-10.99%)	7.53 亿美元 (+1.72%)	
Asics	收入增速	-5.1%	1.0%	10.5%	上调FY2024营收指引至+4.8%
	存货增速	8.60 亿美元 (-15.67%)	7.78 亿美元 (-22.23%)	8.04 亿美元 (-17.64%)	

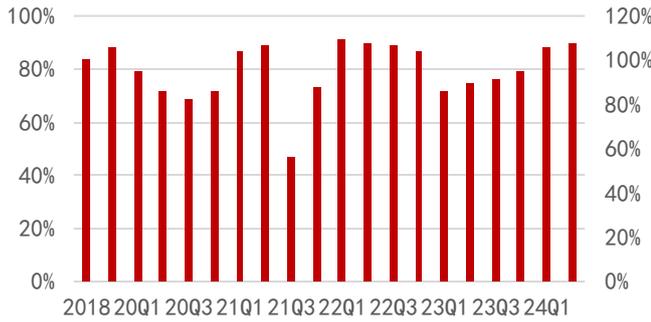
资料来源:公司公告, 华西证券研究所 (NikeQ1-Q4数据分别为截至2/28、5/31、8/31、11/30期间数据)

4.2.产能利用率提升+单价提升, 预计带来较高利润弹性

公司近年ASP水平持续提升。18—23年公司制鞋业务ASP的CAGR达5.2%,我们分析主要由于公司聚焦高端鞋类,近几年产品结构不断优化,高附加值鞋类占比提升,其中22年ASP增长12%,主要由于公司以有品质的增长及更高附加值订单为优先,23年高端需求抵销高基数效应,持续增长2%;24H1因高基数及产品组合变化ASP有所下滑,但我们认为长期来看,未来随着公司进一步调整高附加产品占比,加大高端复杂化产品生产,单价整体预计呈上升趋势。

产能利用率方面,随着24年品牌业绩复苏,走出去库存阶段,公司订单能见度改善,制造业务鞋类产能需求旺盛,公司灵活调度产能及有序加班计划,带动产能利用率持续复苏,至24H1公司制造业产能利用率同比+15PCT至90%,带动制造业毛利率+1.7PCT至19.1%,但24Q2由于产能负载不均衡及新增产能爬坡影响导致人工及制造费率提升,24Q2毛利率仅同比改善0.1PCT至18.0%、环比下降2.3PCT。公司7-8月营收仍在持续增长,我们预计随着产能爬坡,产能利用率持续增长,毛利率有望恢复至疫情前水平超19%,从而带来较高利润弹性。

图 38 制造端产能利用率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 39 公司历年鞋类单价（美元/双）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测

1) 制造业务：随着海外运动品牌去库存阶段结束，公司订单能见度改善，制造业务鞋类产能需求旺盛，预计制造业产能利用率持续复苏，我们预计 2024—2026 年公司制造业产能为 268/276/285 百万双，假设 24—26 年产能利用率逐步提升至 90.0%/92.0%/95.0%，则预计 24-26 年销量分别达 265.5/279.6/297.4 百万双；24 受高基及产品组合变化影响全年 ASP 预计有所下滑，但我们认为高附加值产品占比提升趋势不变，假设 24-26 年单价增速为-3.0%/1.0%/1.0%，则预计 24—26 年运动鞋单价达 20.7/20.9/21.1 美元/双；由此预计 24—26 年制造业收入为 55.0/58.5/62.8 亿美元，增速分别为 8.6%/6.3%/7.4%。随着产能利用率提升及产能爬坡预计毛利率有望恢复至疫情前水平，叠加公司进行费用精简见效，假设 24—26 年制造业净利率逐步提升至 5.9%/6.1%/6.3%，则预计 24-26 年制造业贡献净利 3.2/3.6/3.9 亿美元。

2) 零售业务：此前零售业务受疫情影响及行业库存积压影响业绩持续下滑，24H1 受客流疲软影响有所下滑，但公司过去几年持续关闭低效店聚焦提升单店店效，叠加零售业务全渠道的泛微店生态圈表现稳健，零售业务有望迎来改善趋势。我们假设 2024—2026 年公司零售业门店数为 6578/6578/6578；店效增速-1.0%/9.0%/9.0%，即店效分别为 42.3/46.1/50.3 万美元，则预计 24—26 年零售业收入为 27.8/30.3/33.1 亿美元，增速分别为-1.7%/9.0%/9.0%。随着单店经营效率提升及折扣改善，我们假设 24—26 年零售业净利率逐步提升至 2.9%/3.2%/3.5%，则预计 24-26 年零售业贡献净利 0.5/0.6/0.7 亿美元。

3) 综上，我们预计 2024—2026 年公司总收入为 83.7/89.7/96.7 亿美元，增速为 6.1%/7.2%/7.9%；归母净利为 3.7/4.2/4.7 亿美元，增速为 36.1%/11.4%/12.2%，对应归母净利率为 4.5%/4.6%/4.8%。

表 13 按产品收入拆分

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
--	------	------	-------	-------	-------

总收入 (亿美元)	89.7	78.9	83.7	89.7	96.7
增速	3.9%	-12.0%	6.1%	7.2%	7.9%
归母净利 (亿美元)	3.0	2.8	3.7	4.2	4.7
增速	157.4%	-7.1%	36.0%	11.4%	12.2%
归母净利率	3.3%	3.4%	4.5%	4.6%	4.8%
1、制造业务收入 (亿美元)	62.0	50.6	55.0	58.5	62.8
增速	26.2%	-18.4%	8.6%	6.3%	7.4%
产能 (百万双)	313	276	268	276	285
产能利用率	87%	79%	90%	92%	95%
销量 (百万双)	296.4	237.1	265.5	279.6	297.4
单价 (美元/双)	20.9	21.3	20.7	20.9	21.1
增速	12.0%	2.0%	-3.0%	1.0%	1.0%
净利率	4.6%	4.6%	5.9%	6.1%	6.3%
净利	2.9	2.3	3.2	3.6	3.9
2、零售业务收入 (亿美元)	27.7	28.3	27.8	30.3	33.1
增速	-23.5%	2.3%	-1.7%	9.0%	9.0%
门店数量	7293	6623	6578	6578	6578
店效 (万美元)	37.9	42.7	42.3	46.1	50.2
增速	-11.8%	12.7%	-1.0%	9.0%	9.0%
净利率	0.5%	2.4%	2.9%	3.2%	3.5%
归母净利	0.1	0.4	0.5	0.6	0.7

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2.投资建议

我们分析，公司作为全球运动鞋制造龙头，具有全球最头部运动品牌商份额优势，以及通过垂直一体化布局能够有力把控产业链上下游，做到高品控，快交付。随着24年品牌去库存结束，全年订单改善确定性较强，产能利用率逐步恢复，叠加控费见效，正经营杠杆有望带来净利弹性；中长期来看，公司有望享受海外产能布局先发优势及规模优势，以及重新聚焦制造业务，进一步提升老客户份额。同时随着海外品牌在中国市场的复苏，及零售业务运营效率持续改善，零售业务有望逐步改善。预计公司24-26年营收为83.7/89.7/96.7亿美元、增速为6.1%/7.2%/7.9%；预计24-26

年归母净利润为 3.7/4.2/4.7 亿美元，对应 EPS 为 0.23/0.26/0.29 美元，2024/9/26 收盘价 14.42 港元，对应 24-26 PE 为 7.9/7.2/6.4X。参考同业，虽然公司近几年成长性弱于同业，但考虑公司产业链一体化布局、规模优势、头部客户资源以及强研发能力，以及公司过往高分红比例，我们给予裕元制造业务/零售业务 12x/5x，目标市值看 319 亿港元，目标股价约 19.8 港元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 14 可比公司估值 (亿元人民币)

行业	公司名称	市值	24E 净利	2025E 净利	2026E 净利	2024E PE	2025E PE	2026E PE
制造	华利集团	755.28	39.00	45.60	52.40	19.37	16.56	14.41
	儒鸿	337.74	14.30	16.40	19.00	23.62	20.59	17.78
	丰泰企业	343.87	14.90	17.20	19.60	23.08	19.99	17.54
	钰齐集团	51.05	4.5	5.4	7	11.34	9.45	7.29
	均值					19.35	16.65	14.26
零售	滔搏	136.05	25.3	28.5	30.8	5.38	4.77	4.42
	宝胜国际	25.59	5.5	6.3	8.2	4.65	4.06	3.12
	均值					5.02	4.42	3.77

资料来源: wind, Bloomberg, 华西证券研究所。(注: 市值和 PE 数据截至 2024 年 9 月 23 日)

6. 风险提示

海外需求不及预期风险; 原材料价格波动风险; 产能爬坡不及预期风险; 零售业务经营效率改善不及预期风险; 系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7978.07	8368.10	8967.22	9674.14	净利润	309.21	420.93	527.33	661.71
YoY (%)	-11.96%	4.89%	7.16%	7.88%	折旧和摊销	407.67	230.59	280.75	318.64
营业成本	5964.85	6309.43	6743.22	7265.14	营运资金变动	257.61	-70.61	-272.86	-137.14
营业税金及附加					经营活动现金流	944.66	566.36	519.70	826.35
销售费用	894.16	965.05	1016.21	1076.98	资本开支	-201.26	-756.80	-681.12	-613.01
管理费用	546.62	621.37	613.33	565.73	投资	-125.14	188.02	188.02	188.02
财务费用	50.94	-108.56	-132.63	-144.51	投资活动现金流	-151.69	-538.74	-463.06	-394.95
资产减值损失					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	62.18	12.18	12.18	12.18	债务募资	-467.01	-554.18	-88.98	0.00
营业利润	361.10	392.58	502.79	660.49	筹资活动现金流	-859.67	-569.67	-103.50	-13.18
营业外收支	17.86	17.86	17.86	17.86	现金净流量	-71.56	-542.05	-46.86	418.22
利润总额	390.20	531.18	665.46	835.04	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
所得税	80.99	110.26	138.13	173.33	成长能力				
净利润	309.21	420.93	527.33	661.71	营业收入增长率	-12.04%	6.06%	7.16%	7.88%
归属于母公司净利润	274.71	373.97	468.50	587.89	净利润增长率	-7.30%	36.13%	25.28%	25.48%
YoY (%)	-7.30%	36.13%	25.28%	25.48%	盈利能力				
每股收益 (元)	0.17	0.23	0.29	0.36	毛利率	24.40%	24.60%	24.80%	24.90%
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	净利率	3.48%	4.47%	5.22%	6.08%
货币资金	923.22	381.17	334.31	752.53	总资产收益率 ROA	3.73%	5.11%	6.11%	6.97%
预付款项					净资产收益率 ROE	6.48%	8.10%	9.22%	10.37%
存货	1247.00	1319.04	1409.73	1518.84	偿债能力				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	流动比率	1.91	2.12	2.35	2.51
流动资产合计	3783.86	3210.71	3172.94	3637.82	速动比率	1.28	1.25	1.30	1.46
长期股权投资	609.06	609.06	609.06	609.06	现金比率	0.47	0.25	0.25	0.52
固定资产	1663.05	2215.70	2641.20	2959.43	资产负债率	35.99%	29.82%	26.27%	25.06%
无形资产	528.87	502.42	477.30	453.44	经营效率				
非流动资产合计	3574.37	4100.59	4500.96	4795.33	总资产周转率	1.08	1.14	1.17	1.15
资产合计	7358.23	7311.30	7673.90	8433.15	每股指标 (元)				
短期借款	643.16	88.98	0.00	0.00	每股收益	0.17	0.23	0.29	0.36
应付账款及票据	475.51	502.97	364.50	382.38	每股净资产	2.92	3.18	3.51	3.92
其他流动负债	789.50	837.32	897.27	968.01	每股经营现金流	0.59	0.35	0.32	0.51
流动负债合计	1984.67	1516.82	1352.08	1449.62	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	329.50	329.50	329.50	329.50	估值分析				
其他长期负债	334.03	334.03	334.03	334.03	PE	6.50	7.82	6.24	4.97
非流动负债合计	663.53	663.53	663.53	663.53	PB	0.38	0.57	0.52	0.46
负债合计	2648.20	2180.35	2015.61	2113.15					
股本	52.04	52.04	52.04	52.04					
少数股东权益	469.76	516.72	575.55	649.37					
股东权益合计	4710.03	5130.95	5658.29	6320.00					
负债和股东权益合计	7358.23	7311.30	7673.90	8433.15					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。