

➤ **事件概述。** 2024 年 11 月 11 日，裕元集团发布 2024 年前三季度未经审核综合业绩。24Q1-Q3，集团实现营收 60.75 亿美元，同比+1.5%，毛利率为 24.2%，同比+0.7 pct，归母净利润为 3.32 亿美元，同比+140.9%。其中，24Q3，实现营收 20.60 亿美元，同比+12.5%，毛利率为 24.1%，同比+0.6 pct，归母净利润为 1.47 亿美元，同比+172.3%。

➤ **集团整体情况。** 1) **收入拆分：** 24Q1-Q3，集团总收入 60.75 亿美元，同比+1.5%。制造业务收入 41.36 亿美元，同比+9.0%，其中，运动鞋/户外鞋收入 32.48 亿美元，同比+7.2%，休闲鞋及运动凉鞋收入 5.35 亿美元，同比+15.1%，鞋底、配件及其他收入 3.53 亿美元，同比+18.3%；宝胜零售业务收入 19.40 亿美元，同比-11.6% (以人民币计算，同比-9.5%)。2) **毛利率端：** 24Q1-Q3，集团毛利率为 24.2%，同比+0.7 pct，24Q3，毛利率为 24.1%，同比+0.6 pct。3) **费用率端：** 24Q1-Q3，销售费率为 10.3%，同比-1.1 pct，管理费率为 6.8%，同比-0.2 pct；24Q3，销售费率为 9.7%，同比-1.6 pct，管理费率为 6.8%，同比-0.5 pct。基于毛利率及费率情况，24Q1-Q3，集团归母净利率为 5.5%，同比+3.2 pct；24Q3，集团归母净利率为 7.1%，同比+4.2 pct。

➤ **制造业务：产能利用率及出货量良好，费用管控及优化，带动净利率提升。** 1) **收入端：** 24Q3，随着全球鞋履市场进一步常态化，对集团供应的鞋履产品需求大幅提升，制造业务订单满载推动整体产能利用率及生产效率继续上升，集团制造业务 Q3 营运淡季不淡，产能持续处于供不应求状态，鞋履出货增长强劲，单价跌幅逐季收窄。24Q1-Q3，制造业务营收为 41.36 亿美元，同比+9.0%，鞋履出货量为 1.87 亿双，同比+16.2%，由于高基期效应及产品结构变化，平均售价为 20.24 美元/双，同比-6.8%。2) **毛利率端：** 24Q1-Q3，产能利用率为 92% (23Q1-Q3 为 76%)，制造业务毛利率为 19.6%，同比+1.6 pct；随产能利用率提升带动毛利率上行，24Q3，制造业务毛利率为 20.6%，同比+1.4 pct。3) **利润端：** 24Q1-Q3，制造业务归母净利润为 3.02 亿美元，同比+174.2%，归母净利率为 7.30%，同比+4.40 pct；24Q3，制造业务归母净利润为 1.47 亿美元，同比+170.8%，归母净利率为 9.76%，同比+5.33 pct。

➤ **零售业务：保利润与严控折扣力度，数位转型提升经营效率。** 1) **收入端：** 全渠道表现仍相对稳健，但宝胜线下店铺客流量疲弱，24Q1-Q3，零售业务实现营收 139.84 亿元人民币，同比-9.5%。通过精简及升级宝胜店铺网络，部分抵消人流不振影响，宝胜实体店营收收入同比-14%，贡献收入占比为 73%，全渠道表现稳健，收入同比+13%，收入占比为 27%。2) **毛利率端：** 由于折扣管控有成及库存管理高效，24Q1-Q3，宝胜毛利率为 34.0%，同比改善 0.9 pct，24Q3，宝胜毛利率为 33.6%，同比+1.5 pct。3) **利润端：** 24Q1-Q3，零售业务经营溢利率为 3.7%，同比+0.4 pct。

➤ **投资建议：** 我们预计 24-26 年实现营收 84.41、88.34、92.56 亿美元，同比+7.0%、+4.7%、+4.8%，实现归母净利润 4.48、4.82、5.35 亿美元，同比+63.0%、+7.6%、+11.0%，11 月 12 日收盘价对应 PE 为 8、8、7 倍，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：** 国际贸易风险、汇率波动风险、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	8,441	8,834	9,256
增长率(%)	-12.0	7.0	4.7	4.8
归母净利润	275	448	482	535
增长率(%)	-7.3	63.0	7.6	11.0
EPS	0.17	0.28	0.30	0.33
P/E	14	8	8	7
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2024 年 11 月 12 日收盘价，财年为自然年)

推荐

维持评级
当前价格：
16.82 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

相关研究

- 裕元集团 (0551.HK) 2024 年半年报点评：24Q2 制造业务产能利用率环比提升，零售业务费用管控良好-2024/08/13
- 裕元集团 (0551.HK) 深度报告：行业至暗时刻已过，公司聚焦制造业务经营改善显著-2024/05/30

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	3,752	4,034	4,355
现金及现金等价物	923	742	907	1,113
应收账款及票据	885	938	982	1,028
存货	1,247	1,329	1,385	1,446
其他	728	744	760	768
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	7,326	7,608	7,929
流动负债合计	1,985	1,461	1,518	1,579
短期借贷	643	0	0	0
应付账款及票据	476	531	554	578
其他	866	929	964	1,000
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	2,124	2,181	2,242
普通股股本	52	52	52	52
储备	4,188	4,636	4,813	5,020
归属母公司股东权益	4,240	4,688	4,865	5,073
少数股东权益	470	514	562	615
股东权益合计	4,710	5,202	5,427	5,687
负债和股东权益合计	7,358	7,326	7,608	7,929

现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	945	791	810	886
净利润	275	448	482	535
少数股东权益	34	44	48	53
折旧摊销	408	420	440	460
营运资金变动及其他	228	-121	-160	-162
投资活动现金流	-152	-274	-290	-303
资本支出	-201	-420	-440	-460
其他投资	50	146	150	157
筹资活动现金流	-860	-699	-354	-377
借款增加	-597	-643	0	0
普通股增加	0	0	0	0
已付股利	-185	0	-305	-328
其他	-77	-56	-50	-49
现金净增加额	-72	-182	166	206

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	8,441	8,834	9,256
其他收入	88	117	125	133
营业成本	5,965	6,378	6,649	6,940
销售费用	894	866	906	944
管理费用	547	570	589	612
研发费用	158	169	177	185
财务费用	51	10	14	10
权益性投资损益	62	68	71	74
其他损益	-36	-12	-27	-19
除税前利润	390	621	670	753
所得税	81	129	141	166
净利润	309	492	529	588
少数股东损益	34	44	48	53
归属母公司净利润	275	448	482	535
EBIT	441	632	684	763
EBITDA	849	1,052	1,124	1,223
EPS (元)	0.17	0.28	0.30	0.33

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力(%)				
营业收入	-12.04	6.98	4.66	4.77
归属母公司净利润	-7.30	63.05	7.56	10.99
盈利能力(%)				
毛利率	24.40	24.44	24.74	25.02
净利率	3.48	5.31	5.45	5.78
ROE	6.48	9.55	9.90	10.54
ROIC	6.15	9.04	9.38	9.90
偿债能力				
资产负债率(%)	35.99	28.99	28.67	28.28
净负债比率(%)	1.05	-7.92	-10.65	-13.78
流动比率	1.91	2.57	2.66	2.76
速动比率	1.18	1.53	1.62	1.72
营运能力				
总资产周转率	1.03	1.15	1.18	1.19
应收账款周转率	8.67	9.26	9.20	9.21
应付账款周转率	13.22	12.67	12.25	12.26
每股指标 (元)				
每股收益	0.17	0.28	0.30	0.33
每股经营现金流	0.59	0.49	0.50	0.55
每股净资产	2.64	2.91	3.02	3.15
估值比率				
P/E	14	8	8	7
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.46	3.60	3.37	3.10

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。本报告清晰准确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