裕元集团(00551)

报告日期：2024 年 11 月 12 日

主力客户回流催化收入增长加速，制造业务利润率创历史新高

——裕元集团点评报告

投资要点

- **公司发布 24 年三季报，**24Q1-3 实现收入 61 亿美元，同比+1.5%，归母净利润 3.3 亿美元，同比+141%，其中，制造业务收入 41 亿美元，同比+9%，归母净利润 3.0 亿美元，同比+174%，零售业务收入 19 亿美元，同比-12%，归母净利润 0.5 亿美元，同比+7.8%。单 Q3 来看，实现收入 21 亿美元，同比+13%，归母净利润 1.5 亿美元，同比+172%，其中，制造业务收入 15 亿美元，同比+23%，归母净利润 1.5 亿美元，同比+171%，零售业务收入 5.6 亿美元，同比-9%，归母净利润 0.01 亿美元。业绩超预期主要来自制造业务靓丽表现，全球制鞋龙头聚焦主业卓有成效。

- **制造业务收入增长显著加速，主力品牌订单加速回流，ASP 降幅收窄**
24Q3 制造业务收入 15.0 亿美元，同比+23%，其中出货量达 66 百万双（同比+29.4%），ASP 为 20.73 美元（同比-5%）。我们预计收入增速显著领跑主要系主力客户零售回暖、订单回流加速，主力客户 Adidas、Asics 三季报再度上调全年业绩指引：Adida 预计 24 年收入同比+10%（此前高单），营业利润 12 亿欧元（此前预计 10 亿欧元）；Asics 预计 24 年收入+19%（此前+16%），归母净利润 630 亿日元（此前 580 亿日元）。

- **制造业务毛利率创近 7 年历史新高，产能利用率高企，费用率走低**
24Q3 产能利用率 95%，同比+16pct，对应产能约 69 百万双（同比+8%），期末制造业员工人数达 2.62 亿人（同比+7.5%），产能爬坡顺畅，规模效应显著，24Q3 毛利率达 20.6%（同比+1.3pct），24Q1-3 毛利率达 19.6%，创近 7 年新高。
24Q3 SG&A 费用率 10.1%（同比-1.4pct），预计费用率下降与产能布局向人力成本更低的印尼转移有关，24Q1-3 印尼产量占比 53%（+5pct），越南 31%（-4pct），中国 11%（-1pct）。24Q3 制造业务归母净利润 1.5 亿（+171%），归母净利率达 9.8%（+5.3pct），创历史新高。

- **零售业务收入暂时承压，降本增效保利润**
24Q3 零售业务实现收入 5.6 亿美元（同比-9%），分渠道来看，线下直营门店数量 3459 家（同比-97 家），24Q1-3 同店增长-17.1%，线下客流疲软+关店致收入承压；24Q1-3 线上零售收入逆势同比+13%，线上销售韧性凸显。
24Q3 零售业务毛利率 33.6%（同比+1.5pct），SG&A 费用率 33.9%（同比-1.0pct），控折扣+降本增效双管齐下，使得 Q1-3 零售业务在收入下滑情况下，归母净利润同比+7.8%至 4758 万美元。

- **盈利预测及估值**
制造业务主力客户订单份额提升保障成长，零售业务精细化运营降本增效成效渐显，10 月制造业务和零售业务单月收入分别同比+21%、+5%，预计 24-26 年公司实现收入 82/89/94 亿美元，同比+4%/8%/6%，归母净利润分别为 4.7/5.4/5.9 亿美元，对应增速 72%/13%/10%，截止 2024/11/11 市值对应 PE 为 7.3/6.5/5.9X。裕元集团作为全球第一大运动鞋制造商，主力品牌订单回流收入超预期、利润率恢复打开业绩空间，维持“买入”评级。

- **风险提示：消费需求不及预期、贸易摩擦风险、劳动力工资上涨风险。**

投资评级：买入(维持)

分析师：马莉
执业证书号：S1230520070002
mali@stocke.com.cn

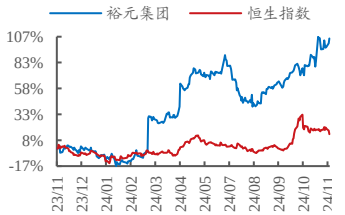
分析师：詹陆雨
执业证书号：S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理：周敏
zhoumin@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	HK$16.82
总市值(百万港元)	27,055.84
总股本(百万股)	1,608.55

股票走势图



相关报告

1 《全球第一大制鞋龙头，聚焦主业催化业绩弹性》 2024.10.14

财务摘要

(百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	**7,890.2**	**8,169.4**	**8,850.4**	**9,407.7**
(+/-) (%)	-12.04%	3.54%	8.34%	6.30%
归母净利润	**274.7**	**473.6**	**535.6**	**587.5**
(+/-) (%)	-7.30%	72.39%	13.10%	9.69%
每股收益(美元)	0.17	0.29	0.33	0.36
P/E	**12.7**	**7.3**	**6.5**	**5.9**

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	**3,784**	**4,173**	**4,169**	**4,638**
现金	923	1,016	1,117	1,229
交易性金融资产	21	22	23	24
应收账项	885	930	1,015	1,030
其他应收款	516	505	581	526
预付账款	0	0	0	0
存货	1,247	1,619	1,331	1,704
其他	191	81	102	125
非流动资产	**3,574**	**3,254**	**3,460**	**3,713**
金融资产类	1	1	1	1
权益法核算的投资	609	618	614	614
固定资产	1,663	1,866	2,053	2,258
商誉及无形资产	529	562	546	554
在建工程	0	0	0	0
其他	773	207	247	287
资产总计	**7,358**	**7,427**	**7,629**	**8,351**
流动负债	**1,985**	**2,038**	**2,137**	**2,111**
短期借款	643	581	578	579
应付款项	476	471	478	462
其他	866	987	1,081	1,069
非流动负债	**664**	**725**	**762**	**800**
长期借款	330	346	363	381
其他	334	379	398	418
负债合计	**2,648**	**2,763**	**2,899**	**2,911**
少数股东权益	470	461	465	463
归属母公司股东权益	4,240	4,203	4,265	4,977
负债和股东权益	**7,358**	**7,427**	**7,629**	**8,351**

现金流量表

(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	**945**	**615**	**1185**	**803**
净利润	275	474	536	588
折旧摊销	408	461	494	534
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(9)	(21)	(27)	(24)
营运资金变动	258	(358)	135	(349)
其它	14	59	49	54
投资活动现金流	**(152)**	**(133)**	**(155)**	**(148)**
资本支出	(201)	(251)	(249)	(235)
长期投资	309	179	194	228
其他	(259)	(61)	(100)	(140)
筹资活动现金流	**(860)**	**(855)**	**(608)**	**(492)**
短期借款	1520	1444	1482	1463
长期借款	185	331	375	411
其他	(845)	(921)	(1249)	(1382)
现金净增加额	**(72)**	**21**	**102**	**112**

利润表

(百万美元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**7890**	**8169**	**8850**	**9408**
营业成本	5965	6150	6638	7050
毛利润	1925	2019	2212	2357
销售费用	894	776	832	884
管理费用	547	523	562	602
其他收入及收益	136	142	149	157
营业利润	**404**	**599**	**677**	**753**
财务费用	85	65	66	71
以权益法核算的投资收	9	21	27	24
除税前溢利	**390**	**617**	**701**	**769**
所得税	81	123	140	154
净利润	**309**	**494**	**561**	**616**
少数股东损益	35	20	25	28
归属母公司净利润	**275**	**474**	**536**	**588**
EBITDA	892	1182	1312	1405
EPS（最新摊薄）	0.17	0.29	0.33	0.36

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	-12.04%	3.54%	8.34%	6.30%
营业利润	-3.10%	48.23%	13.14%	11.21%
归属母公司净利润	-7.30%	72.39%	13.10%	9.69%
获利能力				
毛利率	24.40%	24.72%	24.99%	25.06%
净利率	3.92%	6.04%	6.33%	6.54%
ROE	6.41%	10.10%	11.40%	11.55%
ROIC	2.76%	3.86%	4.32%	4.08%
偿债能力				
资产负债率	35.99%	37.20%	38.00%	34.86%
净负债比率	1.05%	-1.91%	-3.71%	-4.93%
流动比率	1.91	2.05	1.95	2.20
速动比率	1.28	1.25	1.33	1.39
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.06	1.18	1.18
应收账款周转率	9.49	9.00	9.10	9.20
应付账款周转率	16.68	13.00	14.00	15.00
每股指标(美元)				
每股收益	0.17	0.29	0.33	0.36
每股经营现金	0.59	0.38	0.74	0.50
每股净资产	2.63	2.61	2.65	3.09
估值比率				
P/E	12.67	7.35	6.50	5.92
P/B	0.82	0.83	0.82	0.70
EV/EBITDA	1.62	1.18	1.08	1.01

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.买 入： 相对于沪深 300 指数表现 + 20 %以上；
2.增 持： 相对于沪深 300 指数表现 + 10 % ~ + 20 %；
3.中 性： 相对于沪深 300 指数表现 - 10 % ~ + 10 %之间波动；
4.减 持： 相对于沪深 300 指数表现 - 10 %以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1.看 好： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上；
2.中 性： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
3.看 淡： 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。
本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。
本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。
本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层
北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层
深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层
上海总部邮政编码：200127
上海总部电话：(8621) 80108518
上海总部传真：(8621) 80106010
浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn