

纺织服饰

2024 年 11 月 24 日

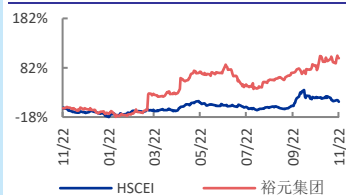
报告原因：首次覆盖

买入 (首次评级)

市场数据：2024 年 11 月 22 日

收盘价 (港币)	16.56
恒生中国企业指数	6887.05
52 周最高/最低 (港币)	17.48/7.32
H 股市值 (亿港元)	266.38
流通 H 股 (百万股)	1,608.55
汇率 (人民币/港币)	1.0818

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
李璇 A0230524070003
lixuan@swsresearch.com

联系人

李璇
(8621)23297818x
lixuan@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

裕元集团 (00551)

——全球第一大运动鞋制造商，制造主业经营拐点已至

- **全球第一大运动鞋制造商，拓展运动零售深度布局产业链。**裕元集团是全球规模最大的运动鞋制造商，旗下宝胜为国内第二大体育用品零售商，通过布局运动制造和零售两大环节，服务 Nike、Adidas 等核心客户，深度布局运动产业链。2013-2023 年集团整体营收 CAGR 为 0.4%、规模稳健，但净利润 CAGR 同比下滑 4.5%、利润率阶段性受损。
- **制造业务订单拐点已现，利润率弹性空间大。**公司从制造业务起家，制造业务发展时间超过 50 年，维持规模行业领先，同时逐步实现优化客户和订单结构、重视核心客户、内部通过信息化和流程管理进行降本增效，2023 年优化调整初步完成，因而 2024 年在补库存周期中实现制造业务营收增长、利润弹性释放，对集团业绩贡献较大。24Q1-3 集团营收、归母净利润同比增长 1.5%、141%，制造业务营收同比增长 9.0%、174%，制造业务净利润率达到 7.3%的较高水平。我们认为，随着公司制造业务订单回归正常化，产能利用率维持较高水平，叠加内部成本费用管控，有望推动制造利润率中枢上行。
- **制造业务商业模式偏传统，裕元在规模、客户和产能多元方面优势突出，强者恒强。**从制造业务商业模式特点来看，头部制造商优势明显。产能规模领先确保规模效应实现；头部制造商客户粘性更强、业绩稳定性更佳。从行业趋势来看，首先运动鞋终端品牌竞争加剧，老牌、新锐品牌周期波动，客户多元化有利于分散制造环节风险，裕元核心客户数超 20 个、客户集中度在行业内处于中等水平；其次为降低单一产地风险当前制造商持续推进全球产地多元化，裕元业内较早进行产能多元化布局，24Q1-3 印尼出货量占比 53%（第一大产地），越南、中国占比 31%、11%，在印尼具备先发优势，也具备多产地管理经验。
- **零售业务短期经营承压，渠道结构优化+成本费用管控，期待零售回暖带来业绩释放。**国内零售环境偏弱，2024 年 1-9 月宝胜收入同比下滑，零售经营反杠杆导致利润率承压，公司通过提升线上占比、关闭经营不善的门店进行渠道结构优化，同时注重内部成本费用管控。10 月消费旺季中宝胜收入增速已转正，未来零售改善将带动经营正向杠杆效应释放。
- **裕元集团是全球最大的运动鞋制造商，拥有国内第二大体育用品零售商，深度布局全球运动产业链，低估值、高股息，首次覆盖，给予“买入”评级。**短期制造业务经营拐点已至、利润率恢复超预期，中长期制造业务有望享受头部供应商优势，零售业务在国内终端改善下有望释放弹性。预计 2024-2026 年归母净利润为 4.4/5.4/6.0 亿美元，对应 PE 为 8/6/6 倍。裕元集团高股息属性突出，测算 2024 年动态股息率高达 9%，具备安全垫。采用分部相对估值，制造业务给予 24 年 13 倍 PE、零售业务 24 年 11 倍 PE，综合后整体目标市值 443 亿港币，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 外需疲软；关税提升；制造利润率低于预期；国内零售低于预期。

财务数据及盈利预测

货币单位：美元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	8,970	7,890	8,204	8,702	9,328
同比增长率 (%)	5%	-12%	4%	6%	7%
归母净利润 (百万元)	296	275	444	536	600
同比增长率 (%)	158%	-7%	62%	21%	12%
每股收益 (美分)	18.41	17.05	27.52	33.26	37.21
市盈率 (倍)	12	13	8	6	6
市净率 (倍)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
ROE (%)	6%	7%	10%	11%	12%

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

投资案件

投资评级与估值

裕元集团是全球最大的运动鞋制造商，拥有国内第二大体育用品零售商，深度布局全球运动产业链，低估值、高股息，首次覆盖，给予“买入”评级。短期制造业务经营拐点已至、利润率恢复超预期，中长期制造业务有望享受头部供应商优势，零售业务在国内终端改善下有望释放弹性。预计 2024-2026 年归母净利润为 4.4/5.4/6.0 亿美元，对应 PE 为 8/6/6 倍。裕元集团高股息属性突出，测算 2024 年动态股息率高达 9%，具备安全垫。采用分部相对估值，制造业务给予 24 年 13 倍 PE、零售业务 24 年 11 倍 PE，综合后裕元集团整体目标市值 443 亿港元，较 2024 年 11 月 22 日市值上涨空间为 66%，首次覆盖，给予“买入”评级。

关键假设点

分业务进行盈利预测。1) 制鞋业务：预计 2024 年量增长中双位数、ASP 在高基数下同比下滑单位数，预计成品鞋收入同比增长约 10%；2025-2026 年订单增速回归常态、ASP 预计稳定，成品鞋收入同比增长 8%/8%；预计 2024-2026 年鞋底、配件及其他收入增长 18%/8%/8%。预计毛利率趋势改善、费用率优化。综合后预计 2024-2026 年制鞋业务归母净利润分别为 4.1/5.0/5.6 亿美元，对应制鞋业务净利率为 7.2%/8.2%/8.6%。**2) 零售业务：**国内 2024 年零售环境承压，明年有望逐步恢复增长，预计 2024-2026 年零售业务收入同比下滑 8.3%/增长 1.9%/增长 5.4%，毛利率、费用率稳定，预计 2024-2026 年零售业务并表层面归母净利润为 0.37/0.38/0.39 亿美元。

有别于大众的认识

1) 关税风险：市场担心中国、越南对美出口关税提升，导致未来订单受损。裕元是行业内最早进行多元化产能的公司之一，目前印尼为最大产地，中国和越南产能合计不足 50%，风险可控。且公司规模大、多地运营经验丰富，未来拓产地具有先发优势。

2) 制造业务利润率稳定性：市场担心裕元制造业务利润率短期提升主要源于产能利用率的爬坡，产能在满产之后利润率有走低的风险。过往裕元制造利润率低于同行主要系毛利率、销管费用率低于同行，其中人工成本影响较大，随着印尼产能占比提升（工资更低）、叠加内部数位化升级管控成本费用，制造净利率有望中枢提升。

股价表现的催化剂

订单超预期增长；降本增效下利润率超预期；Nike、Adidas 等客户上调业绩指引。

核心假设风险

外需疲软；关税提升；制造利润率低于预期；国内零售低于预期。

目录

1. 裕元集团：全球第一大运动鞋制造商，拓展运动零售深度布局产业链	7
1.1 发展历程：经历辉煌、机遇与挑战，行业地位稳固	7
1.2 运动制造、零售双业务，24Q1-3 经营绩效改善明显	8
1.3 宝成工业控股，核心管理层多为家族成员及经验老臣	9
2. 运动鞋需求偏刚性，制造环节壁垒强化	11
2.1 需求：全球运动鞋终端需求具备成长性，品牌端竞争加剧	11
2.2 供给：大规模制鞋企业数量不多，格局较稳定	14
3. 制造业务：产能、客户优势强，效率提升空间大	16
3.1 产能规模领先、产地布局多元化，全球化管厂经验丰富	16
3.2 战略聚焦大客户与高价值订单，2024 年订单反弹启动	19
3.3 订单进入反弹周期，看好盈利能力提升	21
4. 宝胜国际：国内第二大运动鞋零售商，短期销售承压、积极调整期待盈利修复	24
4.1 宝胜梳理：营收规模超 200 亿元，渠道调整优化	24
4.2 宝胜短期压力：国内零售承压，积极优化渠道、控费	26
5. 盈利预测与估值	27
5.1 盈利预测	27
5.2 估值	29
5.3 股息率	30
6. 风险提示	31

图表目录

图 1：裕元集团关键发展阶段	8
图 2：裕元集团业务结构	8
图 3：裕元集团 24Q1-3 收入企稳回升	9
图 4：裕元集团 24Q1-3 归母净利润企稳回升	9
图 5：裕元集团 24Q1-3 收入企稳回升	9
图 6：裕元集团 24Q1-3 归母净利润企稳回升	9
图 7：裕元集团股权结构（截至 2024 年 6 月末）	10
图 8：制造订单强度的影响因素	11
图 9：全球运动鞋行业成长性高	12
图 10：全球运动鞋品牌 CR2、CR5 较稳定	13
图 11：全球运动鞋品牌第 11-20 名合计份额提升	13
图 12：运动品牌库存跟踪（财报口径）	13
图 13：运动鞋制造公司市占率（按收入测算）	16
图 14：运动鞋制造公司市占率（按产量测算）	16
图 15：Nike 运动鞋供应商采购集中度呈提升趋势	16
图 16：Adidas 合作制造商/工厂数量呈收缩趋势	16
图 17：Nike 运动鞋制造工厂地区分布	18
图 18：Adidas 运动鞋制造工厂地区分布	18
图 19：三大运动鞋制造商收入、同比增速对比	20
图 20：裕元制造同核心客户运动鞋收入增速对比	20
图 21：裕元制造部分核心客户近三年运动鞋收入增速	20
图 22：三大运动鞋制造商利润率	21
图 23：华利集团成本明细项占收入比例	22
图 24：裕元制造成本明细项占收入比例	22
图 25：三大运动鞋制造公司费用率对比	23
图 26：三大运动鞋制造商所得税率对比	23
图 27：裕元制鞋业务产能利用率、毛利率、经营利润率趋势趋同	24
图 28：滔搏、宝胜收入对比	24
图：滔搏、宝胜渠道结构对比（）	

图 30：滔搏、宝胜门店数.....	25
图 31：滔搏、宝胜直营门店数同比增速.....	25
图 32：滔搏合作品牌矩阵.....	25
图 33：宝胜合作品牌矩阵.....	25
图 34：滔搏、宝胜合作品牌集中度高	25
图 35：滔搏、宝胜盈利能力对比	25
图 36：宝胜月度营收 YoY 跟踪	26
图 37：滔搏、宝胜直营门店平均店效对比	26
图 38：滔搏、宝胜直营大店对比	26
图 39：宝胜渠道结构变化.....	27
图 40：宝胜全渠道销售占比持续提升	27
图 41：滔搏、宝胜销售分销及行政费用率对比	27
图 42：滔搏、宝胜人效对比	27
图 43：裕元集团分红率统计	31
图 44：裕元集团资本开支统计	31
表 1：裕元集团核心管理层介绍	10
表 2：全球运动鞋品牌市占率.....	12
表 3：主要品牌运动鞋收入同比增速（财报口径）	13
表 4：主要制鞋企业月度营收跟踪	14
表 5：重点运动品牌营收指引	14
表 6：全球运动鞋制造端规模测算	15
表 7：全球重要的运动鞋制造商概况	15
表 8：全球头部运动鞋制造商经营情况（2023 年数据）	15
表 9：三大运动鞋制造商产能规模、增速对比.....	17
表 10：三大运动鞋制造商产能利用率	17
表 11：美国鞋类进口地分布（按进口额计算）	17
表 12：头部运动鞋制造商产能分布（2023）	18
表 13：裕元制鞋产能扩张重要节点.....	19
表 14：裕元历年出货量产地分布	19
表 15：三大运动鞋制造商客户结构.....	20

表 16：三大运动鞋制造商量、价测算对比	21
表 17：裕元制造、华利人效测算对比	22
表 18：裕元集团盈利预测.....	28
表 19：分部可比公司估值表	30
表 20：股息率测算	30

1. 裕元集团：全球第一大运动鞋制造商，拓展运动零售深度布局产业链

裕元集团于 1988 年成立，主业承接于母公司宝成工业的制鞋业务，从凉鞋、拖鞋制造商发展成为全球最大的运动、休闲、户外鞋制造商，深度合作 Nike、Adidas 等全球顶尖的运动品牌，生产基地在中国、越南、印尼、孟加拉、柬埔寨、缅甸等多地布局。裕元集团（或宝成工业）深耕制鞋行业，50 年引领行业发展进步。1992 年拓展运动品牌零售业务，而后做到国内第二大运动零售商（附属公司宝胜国际）。至此，集团已经发展成为了顶尖的运动产业综合服务商，兼备制造和零售。

但发展并非一帆风顺，2012-2019 年外部环境波动导致制造业务发展较波动，近年零售业务也遭遇了疫情对线下业态的深刻影响，制鞋、零售的优势似乎被削弱。集团梳理发展战略，重视信息化赋能，2023 初步完成客户结构调整，制造业务订单优化、效率提升，同时零售业务提效，公司的改革成效在 2024 年运动制造行业景气回升阶段已初步印证，在运动行业增长的背景中依然维持优势地位，公司的价值值得被重视。

1.1 发展历程：经历辉煌、机遇与挑战，行业地位稳固

回顾裕元集团的发展历史，我们能够看到一个制造企业如何实现成功、突破、调整、修复，裕元集团用 50 年的历史证明了自身韧性和行业地位的稳固，大致分为四个阶段：

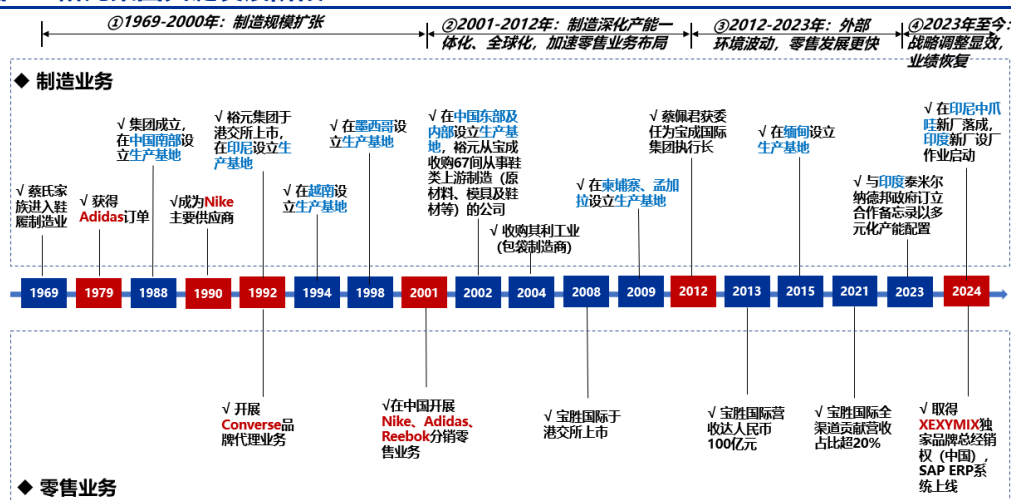
1) 1969-2000 年：制造规模扩张。在 1960 年代起的中国台湾制鞋行业热中，蔡其瑞创立宝成工业，最早生产编织鞋、凉鞋和拖鞋，1978 年投入运动鞋生产，于 1988 年成立了裕元集团（负责宝成的制鞋业务），陆续在中国、东南亚等地投建产能，吸引了 Adidas、Nike 等在当时有潜力的运动品牌合作，裕元在 2001 年产量规模已经达到 1.1 亿双体量。

2) 2001-2012 年：制造深化产能一体化、全球化，加速零售业务布局。从宝成收购了 67 家鞋类上游制造公司提升产业一体化程度，同时在分散单一地区生产风险的考虑下继续发力产能全球化布局，2012 年制造产量规模已达到 3.1 亿双、较 2001 年翻了近 2 倍。彼时，同 Adidas、Nike、Reebok 等制造业务客户开展在中国市场的分销零售业务。

3) 2012-2023 年：外部环境起伏波动，零售发展速度更快。在国内运动行业发展红利期，2012-2019 年宝胜营收复合增速达 12%。彼时，制造业务在 2014、2015 年经历成本上升等冲击，产量规模直到 2018 年才达到前高点 3.3 亿双，而后持续减少。

4) 2023 年至今：战略调整显效，业绩恢复。零售的经营修复需要耐心，内部通过品牌组合、订单优化，同时提升运营管理来提升制造业务质量，作为全球最大的运动鞋制造商，公司在 2024 年纺织制造下游订单恢复周期中，迎来了订单增长、效益提升。

图 1：裕元集团关键发展阶段



资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 运动制造、零售双业务，24Q1-3 经营绩效改善明显

制鞋出口业务贡献超六成收入，具备制造、零售双强的运动产业服务能力。制鞋业务为基础，2023 年贡献了 64% 的收入和主要利润，制造业务合作的重要客户约 20-25 家，覆盖全球顶尖的运动、户外、休闲鞋品牌，同时供应 Nike 和 Adidas，目前产能分布以东南亚为主、中国仍有小部分产能。零售业务（宝胜国际）合作客户主要为运动户外客户，以中国市场、线下渠道为主，线上逐步完善渠道构建。裕元集团通过同时布局运动产业链中的中游制造及下游零售环节深度服务全球运动品牌客户、融入运动产业发展。

图 2：裕元集团业务结构

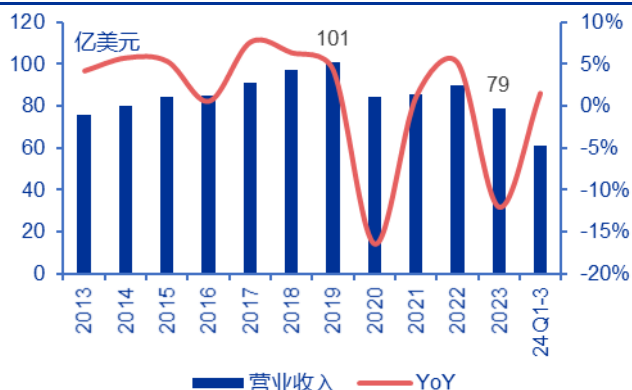


资料来源：公司公告，申万宏源研究

过去 10 年经营稳健，2024 年制造业务驱动进入业绩改善拐点。从裕元集团两业务特点看，制造业务偏出口（欧美需求为主）、零售业务主要为中国市场，虽然都是运动行业但下游景气度周期并不完全重合，业绩层面存在一定的对冲风险的作用。在 2013-2023 年 10 年中，裕元集团规模稳健，营收复合增速为 0.4%，2020 年之前保持中低速增长；2013-2023 年归母净利润复合增速为下滑 4.5%，2014 年下滑受社保金增加等非经常性损失大幅增长的影响，- 年下滑主要受战略调整阶段成本费用增加的影响。

年公司加速优化客户、订单组合，2024 年在海外运动下游品牌订单恢复期制造收入恢复增长并展现出强劲的利润弹性。

图 3：裕元集团 24Q1-3 收入企稳回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究；公司于 2013 年调整过财年截止日，故数据从 2013 年可比口径开始，下同

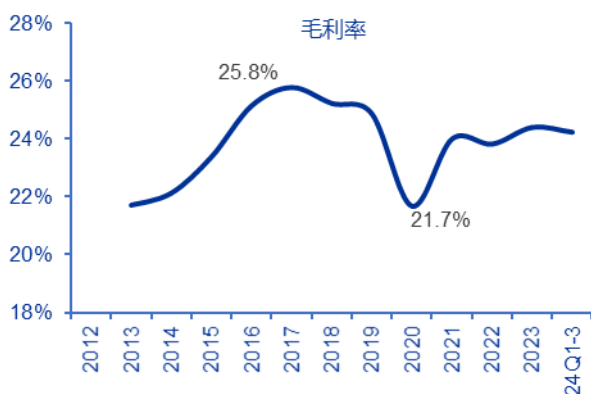
图 4：裕元集团 24Q1-3 归母净利润企稳回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

战略调整期成本费用阶段性走高，24Q1-3 盈利水平明显修复。随着零售业务的发展，集团综合毛利率在 2016 年之后达到较高水平，疫情期间产能利用率低、成本费用高企导致毛利率大幅下滑，2022 年之后毛利率逐步修复，至 24Q1-3 已恢复到 24.2%。2017-2019 年在制造产能布局优化、零售渠道优化的同时成本费用率提升，净利率水平偏低，随外部环境好转、调整见效利润率逐步恢复，24Q1-3 集团归母净利率恢复到 5.5%。

图 5：裕元集团 24Q1-3 收入企稳回升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 6：裕元集团 24Q1-3 归母净利润企稳回升

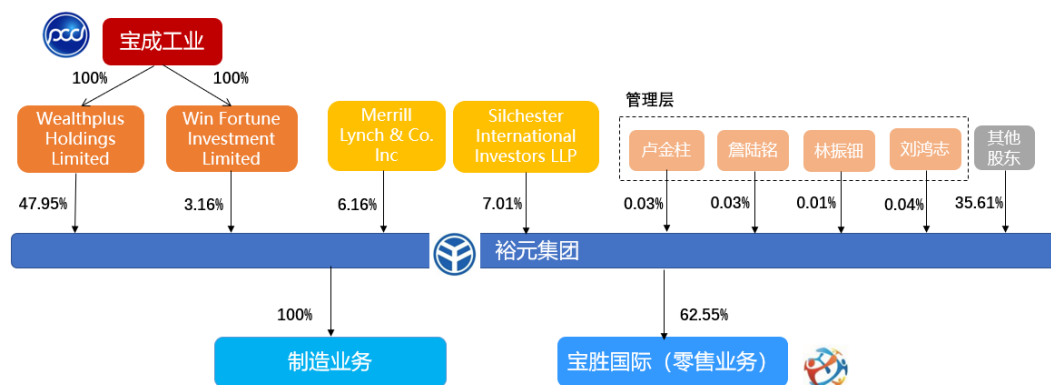


资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.3 宝成工业控股，核心管理层多为家族成员及经验老臣

母公司宝成工业控股，股权结构稳定。截至 2024H1 末，母公司宝成工业通过全资附属子公司合计持有裕元集团 51.11% 的股份，为控股地位。宝成总执行长为其创始人长女蔡佩君，蔡氏家族对集团拥有话语权。此外，裕元集团通过控股宝胜国际 62.55% 的股份开展中国地区的运动品牌零售业务。

图 7：裕元集团股权结构（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

家族领导+宝成老臣的管理层架构，制鞋行业、专业经验丰富。裕元集团 6 位执行董事均在宝成工作长达 20 年以上，卢金柱、詹陆铭为元老级人物，蔡佩君担任裕元集团董事总经理。其他高管也均拥有优秀的学历背景或者丰富的行业经验。

表 1：裕元集团核心管理层介绍

姓名	年龄 (岁)	职务	履历
卢金柱	70	执行董事、董事会主席	1977 年加入宝成工业（现亦为宝成总经理、董事、房地产部总经理），1996-2022 年担任公司执行董事，2014 年起担任公司执行董事及董事会主席。在鞋类及鞋材生产方面拥有超过 46 年经验
蔡佩君	44	执行董事、董事总经理	美国宾州大学沃顿商学院经济学理学士，2002 年加入宝成（现亦为宝成董事），2005 年起担任公司执行董事，2013 年起担任公司董事总经理，主要负责集团策略规划及企业发展
詹陆铭	69	执行董事	1977 年加入宝成（现亦为宝成董事及董事长兼任总管理部总经理），主要负责财务会计工作，拥有 43 年财务会计经验
林振钿	64	执行董事	毕业于英国南田制鞋学校（现为莱斯特学院），1999 年加入宝成（现亦为宝成资深执行副总经理），2015 年起担任公司执行董事，负责若干鞋类品牌客户之生产、销售及市场推广工作，拥有 33 年鞋业经验
刘鸿志	51	执行董事	美国宾州大学沃顿商学院财务及创业管理工商管理硕士、美国耶鲁大学经济及国际问题研究文学士，曾就职于贝恩咨询、摩根士丹利、中金公司，2013 年加入公司，担任执行董事，亦为宝成副总经理，主管若干主要品牌的业务发展及生产管理
施志宏	58	执行董事、首席财务官	1991 年加入宝成（现亦为宝成副总经理之一），2007 年加入公司，2022 年起担任执行董事及首席财务官，负责日常会计及财务管理运作
王克勤	67	独立非执行董事	香港大学社会科学学士，曾就职于德勤，2018 年起担任公司独立非执行董事
何丽康	66	独立非执行董事	香港理工大学工商管理硕士学位，曾就职于瑞穗银行，2019 年起担任公司独立非执行董事
林学渊	61	独立非执行董事	美国波士顿大学企业管理硕士学位，曾就职于花旗银行、渣打银行、澳盛银行，拥有 30 年银行业经验
杨茹惠	47	独立非执行董事	英国剑桥大学经济学博士学位，曾任英国国家科学院研究员等，学术背景深厚，专长于行为经济学，2023 年起担任公司独立非执行董事
宋万方	66	高管	1995 年加入宝成（现亦为宝成副总经理之一），2015 年加入公司，负责若干主要品牌客户业务发展及生产管理，拥有超过 28 年开发及厂务管理经验
廖秀玉	62	高管	1991 年加入公司，现为宝成副总经理之一，负责若干主要品牌业务开发及生产事宜，拥有超过 32 年厂务管理经验
佳德		高管	年加入宝成（现亦为宝成执行协理之一），年加入公司，主要负责公司

于中国、印尼、越南、孟加拉、柬埔寨及缅甸地区行政政策推进与执行，拥有超过 28 年财会及行政管理经验

邹志明	60	高管	香港中文大学工商管理学士学位，曾任集团公司秘书、宝成策略投资部管理课主管，现任财务及司库部高级总监，负责公司日常财务及司库管理运作
蔡珍宝	44	高管	公司会计总监，负责会计与财务报告事务，拥有超过 22 年会计及审计相关经验
游雪芳	63	高管	澳洲查尔斯特大学商业（会计）学士学位，1993 年加入公司，担任会计及项目总监，拥有 32 年会计经验
王琦	43	高管	2017 年加入公司，担任投资者关系总监，负责统筹投关活动策略规划及协调，在资本市场及投资者关系策略方面拥有 17 年经验
吴燕玲	50	高管	2021 年加入公司，曾担任集团公司秘书，担任法务部副总监，负责管理法律事务

资料来源：公司公告，申万宏源研究

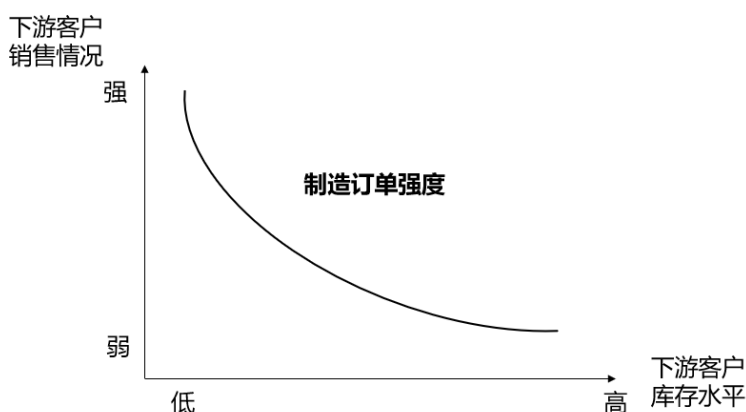
2. 运动鞋需求偏刚性，制造环节壁垒强化

裕元规模位居全球运动鞋制造领域第一，也覆盖了较多的全球头部运动品牌，因此其成长性同全球运动鞋终端需求、品牌份额变化相关度较高。但同时从制造行业竞争格局形成与演绎的角度看，运动鞋制造是一个壁垒渐筑渐深的行业，规模效率优势、交付优势、生产经验优势、客户资源均需要时间沉淀，也决定了制造企业是否具备跑赢行业的能力。

2.1 需求：全球运动鞋终端需求具备成长性，品牌端竞争加剧

运动鞋制造商的订单来自于下游客户终端销售与渠道库存水平的综合考虑。当下游销售好、渠道库存水平低时，制造环节订单景气度最高，反之，当终端动销不畅、渠道库存处于高位时，制造环节订单将承压。边际上，下游客户的预期销售情况、当前的库存水平决定了对制造商未来订单强度的判断。

图 8：制造订单强度的影响因素

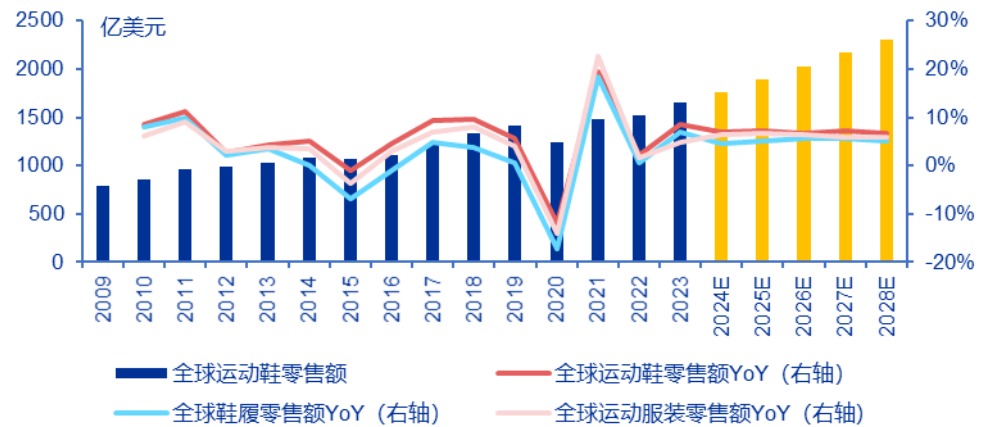


资料来源：申万宏源研究

零售角度：全球运动鞋终端零售规模稳健增长，成长性强于运动服装、其他鞋类。运动服饰较休闲服饰的区别在于功能性更强，适用于运动、户外等特殊场景，运动鞋功能性体验要求高于服装，运动鞋技术、产品迭代速度较快，持续升级匹配需求，因此运动鞋需求更偏刚性。根据欧睿服装数据库，2009-2023 年，全球运动鞋零售额复合增速达 5.4%，

高于同期全球鞋履零售增速（2.1%）和运动服装零售增速（3.9%）。根据欧睿预测，2023 至 2028 年全球运动鞋零售额增速有望达到 7%，依然高于全球鞋履和运动服装市场增速。

图 9：全球运动鞋行业成长性高



资料来源：欧睿服装数据库，申万宏源研究

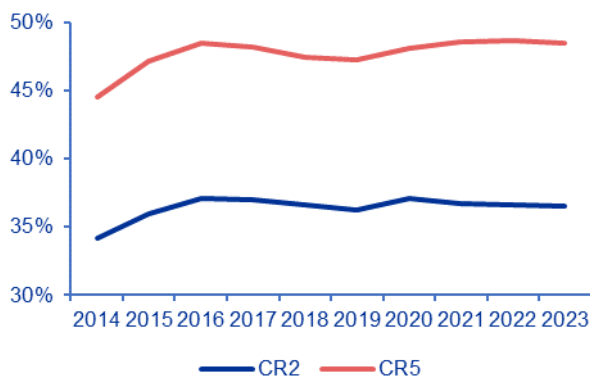
从竞争格局的角度看，运动鞋市场竞争愈发激烈，呈现为两超多强的格局。根据欧睿数据，全球前两大运动鞋品牌（Nike、Adidas）地位稳定、2023 年市占率分别超 20%、超 10%，较后续品牌拉开较大的差距，2019-2023 年前两大品牌合计市占率提升 0.3pct，其中，Nike 提升、Adidas 下滑。同时，值得关注的是，2019-2023 年，全球运动鞋品牌中前五大、前十大、第十一到第二十名品牌合计市占率分别提升了 1.2pct、1.5pct、1.8pct，后续品牌、新锐品牌市占率逐步提升，与头部品牌差距在缩小，反映出全球运动鞋市场品牌端竞争激烈的特点，竞争格局正在发生演变，部分传统的休闲运动品牌 Vans、Converse 阶段性失势，新锐品牌如 On Running 势头强劲。

表 2：全球运动鞋品牌市占率

品牌	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	19-23 年变动
Nike	22.3%	23.9%	23.9%	22.9%	22.6%	22.7%	24.0%	23.9%	24.5%	25.5%	2.8%
adidas	11.9%	12.1%	13.2%	14.1%	14.0%	13.5%	13.1%	12.8%	12.1%	11.0%	-2.5%
Skechers	3.6%	4.3%	4.5%	4.7%	4.9%	5.1%	5.4%	5.8%	5.7%	5.3%	0.2%
Puma					2.7%	2.8%	2.8%	3.2%	3.6%	3.8%	1.0%
New Balance	3.0%	3.3%	3.3%	3.1%	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	2.8%	2.9%	0.2%
ASICS	3.7%	3.6%	3.6%	3.4%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.6%	-0.2%
Jordan	1.3%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.9%	2.3%	2.4%	2.3%	2.5%	0.6%
Vans	2.2%	2.4%	2.4%	2.6%	3.0%	3.2%	2.8%	2.9%	2.5%	2.3%	-0.9%
Converse	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%	2.2%	2.0%	1.9%	-0.2%
李宁	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.6%	1.9%	1.9%	0.9%
安踏	0.8%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.7%	1.8%	1.8%	0.5%
On	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.3%	0.6%	0.8%	1.3%	1.6%	1.3%

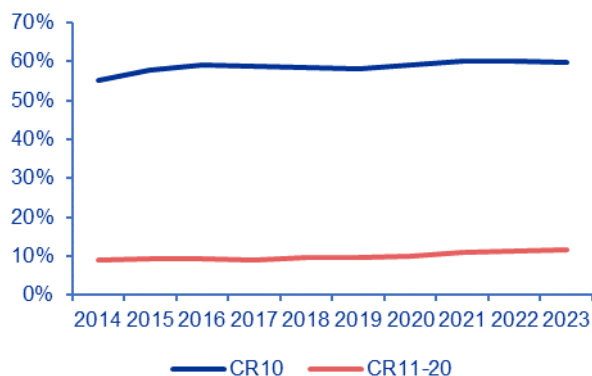
资料来源：欧睿服装数据库，申万宏源研究

图 10：全球运动鞋品牌 CR2、CR5 较稳定



资料来源：欧睿服装数据库，申万宏源研究；注：CR2 代表前两大品牌当年的市占率合计数，其他类似

图 11：全球运动鞋品牌第 11-20 名合计份额提升



资料来源：欧睿服装数据库，申万宏源研究

跟踪近期终端销售、业绩指引，新锐运动鞋品牌增长强劲。近 7 个季度内，新锐运动鞋品牌代表 HOKA、ON 收入增速一直维持 20% 以上的较高水平，而传统老牌 Nike、Adidas、Puma 出现过下滑的压力，Adidas 今年恢复较好、Nike 则承压。

表 3：主要品牌运动鞋收入同比增速（财报口径）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
Nike	19.7%	7.0%	3.8%	1.2%	2.4%	-3.6%	-11.4%
Adidas	0.7%	-3.8%	-2.3%	-3.1%	7.1%	14.7%	10.3%
Puma	28.6%	11.8%	1.9%	-12.3%	-2.4%	-2.6%	2.1%
HOKA	40.3%	27.4%	27.3%	21.9%	34.0%	29.7%	34.7%
On	80.0%	52.6%	47.0%	20.4%	21.0%	26.7%	32.3%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：Nike 最近一期对应 FY25Q1（自然年日期 24.6~24.8）

库存角度：跟踪品牌报表端库存，目前库存维持健康水平。国际运动品牌曾经在 22H2-23H1 经历了一轮较长的去库存周期，彼时单季度报表端（对应直营口径）的库存持续同比高增长，在 23Q3 开始部分品牌去库存效果显现，报表库存开始出现同比下降，目前看，代表性运动品牌库存水平、周转情况维持健康水平。

图 12: 运动品牌库存跟踪 (财报口径)

Nike	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1
自研产品截止时间	2021/8/31	2021/11/30	2022/2/28	2022/5/31	2022/8/31	2022/11/30	2023/2/28	2023/5/31	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29	2024/5/31	2024/8/31
存货金额 (亿美元)	67.0	65.1	64.2	64.2	91.6	93.6	84.1	86.3	79.2	77.2	75.1	75.1	82.5
存货金额YoY	-0.1%	6.8%	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%
存货周转率 (次)	3.9	3.8	3.4	3.3	3.1	3.3	3.3	3.4	3.4	3.6	3.5	3.6	3.2
存货周转天数 (天)	93.1	94.7	106.2	109.0	115.1	108.8	107.8	105.0	106.9	101.1	101.6	101.0	112.1
Adidas	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
自研产品截止时间	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
存货金额 (亿欧元)	36.64	40.09	45.42	54.83	63.15	59.73	56.75	55.40	48.49	45.25	44.27	45.44	45.24
存货金额YoY	-21.6%	-8.8%	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%
存货周转率 (次)	2.6	2.5	2.5	2.3	2.2	2.4	2.0	1.9	2.1	2.1	2.4	2.4	2.6
存货周转天数 (天)	138.6	144.5	145.0	157.2	160.3	151.4	180.1	187.2	170.3	168.1	151.3	147.7	141.0
Lululemon	FY21Q3	FY21Q4	FY22Q1	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3
自研产品截止时间	2021/10/31	2022/1/31	2022/4/30	2022/7/31	2022/10/31	2023/1/31	2023/4/30	2023/7/30	2023/10/31	2024/1/31	2024/4/30	2024/7/31	
存货金额 (亿美元)	9.4	9.7	12.8	14.6	17.4	14.5	15.8	16.6	16.6	13.2	13.5	14.3	
存货金额YoY	22.4%	49.3%	85.1%	74.0%	84.5%	49.8%	23.9%	13.6%	-4.5%	-6.6%	-14.9%	-14.0%	-100.0%
存货周转率 (次)	2.9	3.3	2.7	2.6	2.3	2.2	2.2	2.3	2.8	2.8	2.8	2.8	
存货周转天数 (天)	122.4	109.7	135.7	140.5	154.0	120.0	160.3	158.9	155.1	124.4	128.6	130.9	#DIV/0!
Puma	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3
自研产品截止时间	2021/9/30	2021/12/31	2023/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
存货金额 (亿欧元)	13.6	14.9	16.2	19.8	23.5	22.5	21.5	21.5	18.7	18.0	17.9	19.6	18.1
存货金额YoY	11.6%	31.1%	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-2.0%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	-3.4%
存货周转率 (次)	2.8	2.7	2.6	2.4	2.3	2.4	2.1	2.1	2.3	2.3	2.5	2.8	2.5
存货周转天数 (天)	128.4	133.4	138.6	150.4	155.6	147.5	168.8	168.8	156.0	157.9	146.4	152.0	142.2
VF	FY22Q2	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2	
自研产品截止时间	2021/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
存货金额 (亿美元)	14.6	12.9	14.2	23.4	27.5	25.9	22.9	27.9	24.8	21.5	17.7	21.1	20.8
存货金额YoY	2.1%	19.6%	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.3%	-23.0%	-24.3%	-16.0%
存货周转率 (次)	3.9	4.6	4.3	2.7	2.4	2.7	3.0	1.6	2.1	2.3	2.5	1.9	2.3
存货周转天数 (天)	93.4	79.7	103.9	155.2	142.7	129.7	162.7	174.7	145.1	145.1	157.9	157.9	
Chubb	FY22Q3	FY22Q3	FY22Q4	FY23Q1	FY23Q2	FY23Q3	FY23Q4	FY24Q1	FY24Q2	FY24Q3	FY24Q4	FY25Q1	FY25Q2
自研产品截止时间	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30
存货金额 (亿美元)	6.4	5.5	5.1	8.4	9.3	7.2	5.3	7.4	7.3	5.4	4.7	7.5	7.8
存货金额YoY	31.4%	80.4%	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%
存货周转率 (次)	2.6	3.7	3.9	1.9	2.2	3.0	3.5	2.1	2.7	3.7	3.8	3.2	3.0
存货周转天数 (天)	137.4	96.0	91.6	189.5	166.6	118.1	103.9	174.0	135.2	97.6	95.3	155.5	120.7

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：存货周转率为至该财季的累计周转率，用（期间营业成本/期间存货平均余额）、再进行年化计算得到

制造企业今年收入印证景气周期向上。跟踪已上市的头部鞋类制鞋商月度收入情况，2024 年以来运动鞋制造商订单反弹，具体而言，HOKA、Adidas 的鞋类供应商订单反弹力度更大，印证了下游高景气+库存水位决定了制造商订单景气度。

表 4：主要制鞋企业月度营收跟踪

公司	月份	24-01	24-02	24-03	24-04	24-05	24-06	24-07	24-08	24-09	24-10
丰泰	当月营收 YoY	16.5%	-7.9%	10.9%	4.4%	16.5%	0.8%	3.2%	-8.0%	1.3%	-10.0%
	年度累计营收 YoY	16.5%	4.2%	6.5%	5.9%	8.1%	6.8%	6.2%	4.0%	3.8%	2.2%
裕元制造	当月营收 YoY	12.5%	-12.2%	0.2%	2.5%	8.3%	2.9%	22.0%	21.1%	26.7%	21.3%
	年度累计营收 YoY	12.5%	-0.2%	-0.1%	0.6%	2.3%	2.4%	5.1%	7.1%	9.0%	10.2%
来亿	当月营收 YoY	67.4%	43.0%	15.5%	20.4%	50.3%	17.6%	36.9%	40.0%	39.6%	18.8%
	年度累计营收 YoY	67.4%	55.8%	40.8%	34.4%	38.0%	33.7%	34.2%	35.0%	35.4%	33.2%
志强	当月营收 YoY	6.5%	26.3%	24.6%	9.6%	40.8%	39.5%	45.1%	66.6%	26.1%	61.6%
	年度累计营收 YoY	6.5%	14.7%	19.0%	16.1%	21.0%	23.8%	26.3%	30.5%	30.0%	33.6%
钰齐	当月营收 YoY	-12.6%	-64.2%	-60.3%	-34.8%	-11.6%	8.7%	-9.2%	12.6%	10.6%	9.3%
	年度累计营收 YoY	-12.6%	-40.8%	-47.4%	-44.3%	-37.8%	-31.5%	-28.1%	-24.9%	-22.6%	-20.0%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

展望来看，目前大部分运动品牌对全年有增长预期，但品牌势能分化明显。根据各运动品牌对全年营收增长的判断，Nike、UA 当前阶段有下滑压力，新锐功能性品牌 ON、HOKA 预期增速超 20%，Adidas 恢复较好、年内多次上调业绩指引，Asics 跑鞋、复古休闲鞋销售情况较好带动业绩预期上调。总的来说，专业细分跑鞋、复古休闲鞋是目前终端景气度较高的方向。

表 5：重点运动品牌营收指引

品牌	当财年周期	上次营收指引	最新营收指引	较上期的调整趋势	与预期相比
NIKE	24/6-25/5	-中单位数	等待新管理团队调整指引		低于预期
ADIDAS	24/1-24/12	+高单位数	+10%	↑	好于预期
PUMA	24/1-24/12	+中单位数	+中单位数	→	符合预期
UA	24/4-24/3	-低双位数	-低双位数	→	低于预期
ASICS	24/1~24/12	+15.7%	+19.2%	↑	好于预期
LULULEMON	24/2-25/1	+11%~12%	+8%~9%	↓	低于预期
ON	24/1-24/12	+超 30%	+超 32%	↑	好于预期
HOKA	24/4-25/3	+20%	+24%	↑	好于预期

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：营收口径包括全品类

2.2 供给：大规模制鞋企业数量不多，格局较稳定

根据测算，运动鞋制造端规模约 300-400 亿美元量级。运动产业链分工明确，制造环节委外为主，其中，国际品牌如 Nike、Adidas 基本委外生产，国内品牌如安踏、李宁自产比例也在逐步降低。根据欧睿全球运动鞋市场规模数据，并假设运动鞋平均加价倍率为 4.5 倍，测算得到 2023 年全球运动鞋出厂（制造端）规模大约 366 亿美元，未来行业扩张主要来自于下游终端运动鞋需求扩容。

表 6：全球运动鞋制造端规模测算

单位：亿美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
全球运动鞋零售额	1411	1244	1486	1517	1647	1763	1892	2020	2166	2310
加价倍率	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5	4.5
全球运动鞋出厂规模	314	276	330	337	366	392	420	449	481	513
YoY	5.6%	-11.9%	19.4%	2.1%	8.5%	7.0%	7.3%	6.8%	7.2%	6.7%

资料来源：欧睿服装数据库，申万宏源研究

运动鞋制造商多为老牌代工厂，行业经验丰富、客户粘性高。大型运动鞋制造商基本拥有行业经验 30 年以上，多为中国台湾、中国广东、韩国企业，服务于全球头部的运动鞋品牌。由于运动鞋制造行业较为传统，前期需要重资产投入，行业盈利水平整体偏低偏稳健，近年吸引到的行业新进入者较少，行业格局稳定。

表 7：全球重要的运动鞋制造商概况

制造商	股票代码	进入行业年份	总部地点	简介
裕元集团	0551.HK	1969	中国台湾	全球第一大运动鞋制造商
华利集团	300979.SZ	约 1970 年代	广东中山	全球第二大运动鞋制造商
丰泰	9910.TW	1971	中国台湾	Nike 最大的运动鞋制造商
清禄		1969	中国台湾	Adidas、Nike、FootJoy、Mizuno、Reebok 供应商，员工人数超过 6 万人
来亿	6890.TW	1987	中国台湾	客户包括 Adidas、HOKA、Converse、Vans 等，产能规模 1 亿双
志强国际	6768.TW	1992	中国台湾	全球足球鞋最大制造商，客户包括 Nike、Adidas 等，年产超 4000 万双
钰齐国际	9802.TW	1995	中国台湾	擅长技术含量高的户外鞋
九兴控股	1836.HK	1982	中国台湾	高端鞋履和皮具制造商
中杰鞋业		1983	中国台湾	New Balance、安踏、李宁供应商
隆典		1979	中国台湾	Asics 核心供应商，客户包括 Nike、NB 等，员工数超 6 万人、年产量约 5000 万双
泰光		1971	韩国	年收入约 17 亿美元、产量超 7000 万双，主要代工 Nike
昌信		1981	韩国	年收入约 22 亿美元，员工人数超 7 万，主要代工 Nike

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

表 8：全球头部运动鞋制造商经营情况（2023 年数据）

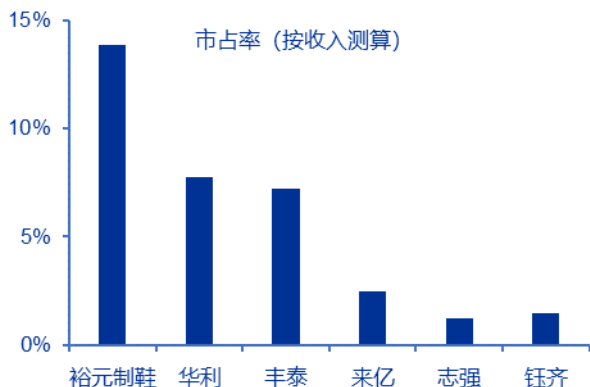
单位：亿双、人民币亿元	年销量	收入	毛利率	净利率
裕元制鞋	2.2	359	19%	5%
华利	1.9	201	26%	16%
丰泰	1.1	187	21%	6%
来亿	0.7	64	13%	5%
志强	0.3	33	17%	4%
钰齐	0.2	39	19%	9%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

从市占率的角度看，行业集中度不高，但头部领先优势明显。我们以前文中测算的运动鞋制造环节的出厂规模（2023 年约 366 亿美元、折合人民币约 2598 亿元）以及代表性运动鞋制造商的收入（ 年制鞋收入），测算行业收入口径的市占率（见图）；进

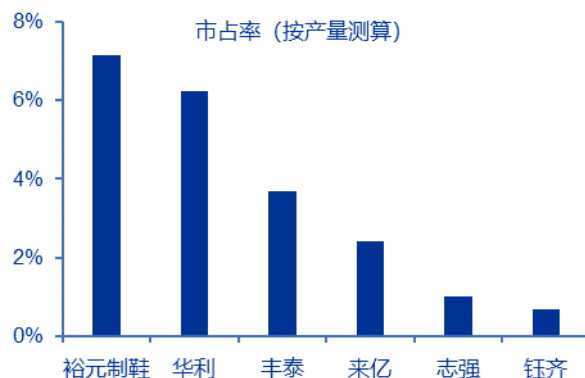
一步假定运动鞋出厂端均价为 12 美元，则计算出运动鞋市场 2023 年大致产量，进而测算行业产量口径的市占率（见图 14）。根据两种测算方法，前三大运动鞋制造商裕元、华利、丰泰的市占率的领先优势明显。

图 13：运动鞋制造公司市占率（按收入测算）



资料来源：欧睿服装数据库，各公司公告，申万宏源研究

图 14：运动鞋制造公司市占率（按产量测算）



资料来源：欧睿服装数据库，各公司公告，申万宏源研究

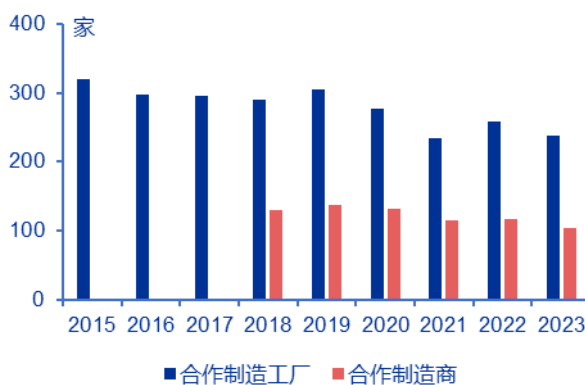
运动制造环节呈集中化趋势。从全球头部运动品牌 Nike、Adidas 的供应商数量、集中度情况看，近 10 年左右供应链端呈集中化趋势，而头部供应商合作稳定性强，份额有望提升。2020 年以来，全球运动产业链经历了疫情导致的工厂停产、大宗原材料成本上涨、港口拥堵导致的供应链中断、终端去库存等一系列的连环冲击，当前全球需求端弱复苏，品牌商运营策略更加谨慎，供应链的稳定、快速反应更加重要，同核心供应商合作更紧密。

图 15：Nike 运动鞋供应商采购集中度呈提升趋势



资料来源：Nike 年报，申万宏源研究

图 16：Adidas 合作制造商/工厂数量呈收缩趋势



资料来源：Adidas 年报，申万宏源研究

3. 制造业务：产能、客户优势强，效率提升空间大

3.1 产能规模领先、产地布局多元化，全球化管厂经验丰富

裕元制鞋规模行业领先，产能恢复第一阶段优先实现产能利用率回升。传统制造行业的商业模式特点是规模效应，产能规模是评价核心供应商的重要要素之一，有助于帮助下游品牌客户优化生产成本。对比头部三家运动鞋制造商的产能规模、扩张速度，裕元较早实现了全球最大产能规模，服务客户的硬实力更强，但由于自身订单结构的调整，近几年

在产能扩张的速度上较弱。当前阶段，各家制造商陆续先行完成产能利用率的恢复，进而再继续产能进一步扩张，因此裕元的规模优势延续。

表 9：三大运动鞋制造商产能规模、增速对比

单位：亿双	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	17-23 CAGR
裕元(出货量)	3.2	3.3	3.2	2.4	2.4	2.7	2.2	-6.4%
	0.8%	0.4%	-1.1%	-24.2%	-2.5%	14.4%	-19.9%	
华利(产能)	1.4	1.8	1.9	1.8	2.2	2.4	2.2	8.0%
		26.0%	10.7%	-7.4%	21.2%	9.1%	-7.2%	
丰泰(产能)	1.1	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5	1.4	3.9%
	8%	7%	5%	7%	4%	8%	-7%	

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

24H1 制鞋订单回升，加快产能利用率提升。制鞋行业在 2021 年经历东南亚产能停产，2022 年产能利用率第一次回升，2023 年全球下游客户普遍经历去库存导致订单收缩、产能利用率再度退坡，2024 年本轮去库存基本完成、订单回暖，制造商产能利用率再度回升。从三家运动鞋制造商产能利用情况来看，华利集团成长性较强、产能偏紧、产能利用率长期处于较高水平，裕元、丰泰产能利用率稍低一些，回升中的弹性较大。

表 10：三大运动鞋制造商产能利用率

	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1
裕元	89%	73%	90%	87%	75%	79%	90%
华利	97%	96%	95%	91%	86%	87%	97%
丰泰		80%		81%		90%	

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

当完成了第一阶段的产能利用率回升，制造商规模突破依赖于对现有工厂的复制，即需要扩展产能。因此我们从运动鞋制造行业产能布局的角度讨论行业未来产能扩展的方向，从而解释裕元的产能分布优势。

全球制鞋产地中心从中国逐步转移至东南亚，且进一步延伸至东南亚多地布局。美国鞋类消费市场高度依赖于进口，因此我们参考美国鞋类进口地区分布情况，2016-2022 年中国和越南进口占比走出两个相反的趋势（尤其是 2020 年之后），期内中国份额降低了 19pct，而越南份额提升了 11pct，印尼份额也提升了 3pct。

表 11：美国鞋类进口地分布（按进口额计算）

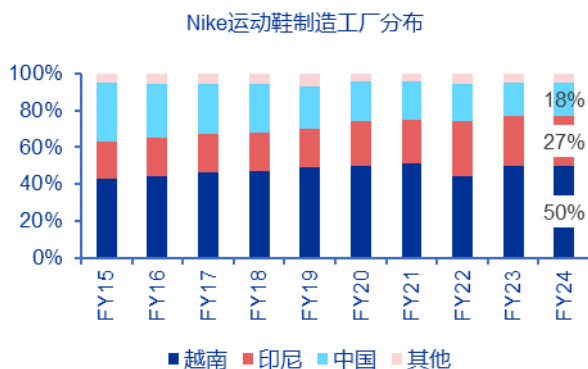
单位：%	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
中国	58%	56%	53%	49%	41%	42%	38%
越南	19%	22%	23%	26%	32%	28%	30%
印度尼西亚	6%	6%	6%	6%	7%	7%	9%
意大利	5%	5%	6%	6%	7%	8%	7%
柬埔寨	1%	1%	1%	2%	2%	3%	3%
墨西哥	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
印度	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
德国	0%	1%	1%	1%	1%	2%	1%
孟加拉国	0%	0%	0%	1%	1%	1%	1%
巴西	%	%	%	%	%	%	%

西班牙	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
葡萄牙	0%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
多米尼加共和国	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%
泰国	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
缅甸	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
其他	3%	2%	2%	3%	3%	2%	2%

资料来源：美国国际贸易委员会，申万宏源研究

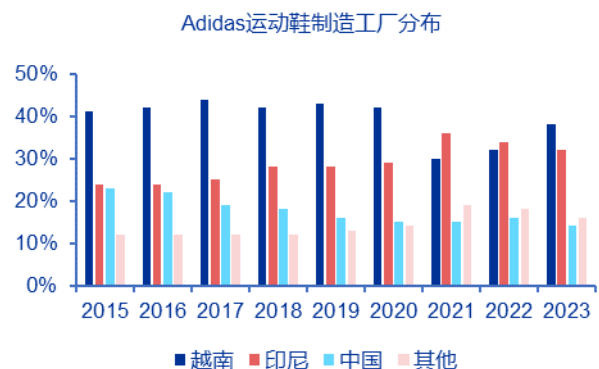
从 Nike、Adidas 运动鞋制造工厂地区分布也能观察到类似结论。对于品牌商而言，供应链的稳定、安全是极为重要的，除了追求更低的生产成本的考虑，产能多地分布有利于提升订单排产的灵活度、降低贸易风险。FY2024，Nike 前两大运动鞋制造所在地为越南和印尼（合计占比高达 77%），印尼占比于 FY2020 首度超过了中国成为第二大产地。FY15-FY24，Nike 运动鞋制造工厂中越南占比提升了 7pct、印尼占比提升了 7pct、而中国占比降低了 14pct，东南亚两大基地基本承接了中国产能转移。2023 年，Adidas 前两大运动鞋产地为越南和印尼（合计占比高达 70%），2015 年印尼运动鞋制造占比已经略超中国，而后印尼持续增长、中国持续下滑。2015-2023 年，Adidas 运动鞋制造工厂中越南占比降低了 3pct、印尼占比提升了 8pct、中国占比降低了 9pct，印尼的扩张幅度同中国的减少幅度较为一致。

图 17: Nike 运动鞋制造工厂地区分布



资料来源：Nike 年报，申万宏源研究

图 18: Adidas 运动鞋制造工厂地区分布



资料来源：Adidas 年报，申万宏源研究

在上述行业背景下，头部运动鞋制造商也早已启动东南亚产能布局，在这一过程中积累全球化工厂管理经验。对比四家制造商产地分布，裕元产能主要在印尼和越南，最契合 Nike、Adidas 的产地安排；华利更集中于越南，正在加快印尼基地的扩张；丰泰产能集中于越南和印度；来亿集中于越南。裕元在印尼的布局更有先发优势，且在越南、印尼、中国三大重要产地都进行了规模化的产能布局，积累了不同地区的工厂管理经验。

表 12: 头部运动鞋制造商产能分布 (2023)

	越南	中国	印尼	印度	缅甸	其他
裕元	34%	12%	49%			5%
华利	约 100%		24H1 投产			
丰泰	47%	10%	12%	31%		
来亿	90%	5%			5%	

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

进一步聚焦裕元的产地分布变化，强化东南亚、印尼占比提升。裕元产地多元化布局启动很早，具体看 2013-2023 年的产地分布变化，越南占比持平、中国占比降低 22pct、印尼占比提升 18pct、其他地区占比提升 4pct。从占比上分析，中国产地产出规模基本转移到了印尼。从裕元 2023 年的产能结构看，越南+印尼的组合既符合东南亚的转移趋势，也符合东南亚产地多元化的趋势，在行业产能转移的过程中走在前列，具备先发优势。

表 13：裕元制鞋产能扩张重要节点

年份	1988	1992	1994	1998	2002	2009	2015	2024
产能地布局	中国南部	印尼	越南	墨西哥	中国东部	柬埔寨 孟加拉	缅甸	印尼中爪哇 印度

资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 14：裕元历年出货量产地分布

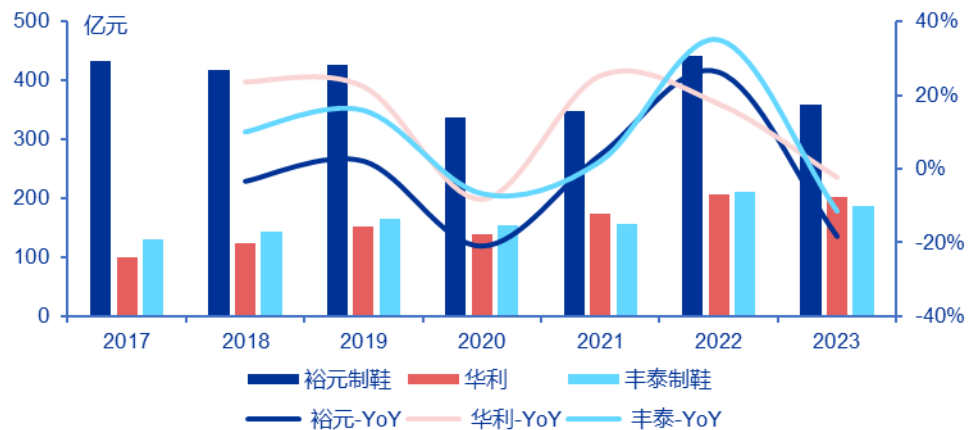
单位：百万双	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
出货量	313	307	318	322	325	326	322	244	238	273	218
YoY		-2.0%	3.4%	1.4%	0.8%	0.4%	-1.1%	-24.2%	-2.5%	14.4%	-19.9%
按地区出货量增速：											
越南	107	120	133	142	144	149	142	112	83	104	74
YoY		12.4%	11.3%	6.2%	1.9%	2.8%	-4.0%	-22.2%	-25.4%	23.8%	-26.3%
中国	107	89	79	65	55	47	42	27	29	27	26
YoY		-16.4%	-10.9%	-17.6%	-16.1%	-14.0%	-8.3%	-38.6%	5.0%	2.6%	-10.7%
印尼	97	95	102	108	116	120	126	95	114	125	107
YoY		-2.0%	6.7%	6.2%	7.4%	3.8%	2.8%	-22.2%	19.7%	8.0%	-13.9%
其他	3	3	3	7	9	10	13	10	12	16	11
YoY		-2.0%	3.4%	123.1%	34.1%	7.1%	28.4%	-16.9%	17.0%	38.3%	-41.4%
按地区出货量占比：											
越南	34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%
中国	34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%
印尼	31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%
其他	1%	1%	1%	2%	3%	3%	4%	4%	5%	6%	5%

资料来源：公司公告，申万宏源研究

3.2 战略聚焦大客户与高价值订单，2024 年订单反弹启动

对于制造商而言，产能消化需要依赖于客户订单，一旦规模达到较高水平，既要考虑稳定的客户订单，也要考虑单一客户的风险。因此，在产能既定的条件下，从客户成长性角度能够帮助判断制造商的规模增长情况。绑定核心客户、同时潜力客户多元化，是制造商抵御订单波动的一种方式。

图 19：三大运动鞋制造商收入、同比增速对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：货币单位统一为人民币亿元，裕元原始美元收入按美元兑人民币汇率 7.1 换算、丰泰原始新台币收入按新台币兑人民币汇率 0.23 换算

裕元两大客户贡献约 2/3 收入，多元客户结构有助于提升业绩稳健性。三大运动鞋制造商采取了不同的客户策略，丰泰聚焦于 Nike 单一大客户；华利客户最分散，深度合作 Nike、Deckers、VF、Puma 等老牌运动鞋品牌，且合作 HOKA、ON 等极具潜力的新锐运动品牌，非前五大客户占比有降低趋势；裕元则介于前两者之间，既有 Nike、Adidas 贡献约 2/3 的收入基本盘，也有 Asics、NB、Salmon 等当下成长性很强的运动品牌客户。

表 15：三大运动鞋制造商客户结构

		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
裕元	CR1	30%	33%	35%	36%	39%	39%	44%
	CR2	61%	63%	66%	70%	70%	63%	66%
华利	CR1	28%	25%	27%	32%	35%	39%	38%
	CR2	51%	54%	53%	56%	54%	55%	50%
	CR5	83%	85%	86%	93%	92%	91%	83%
丰泰	CR1	83%	84%	89%	88%	87%	85%	85%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：CR1 代表第一大客户收入贡献占比，其他类推

裕元订单变化同核心客户终端存在趋同性，且 24Q1 拐点明确。而近几年，全球运动鞋终端竞争激烈，品牌经营出现周期波动，客户的多元化组合重要性显现。

图 20：裕元制造同核心客户运动鞋收入增速对比

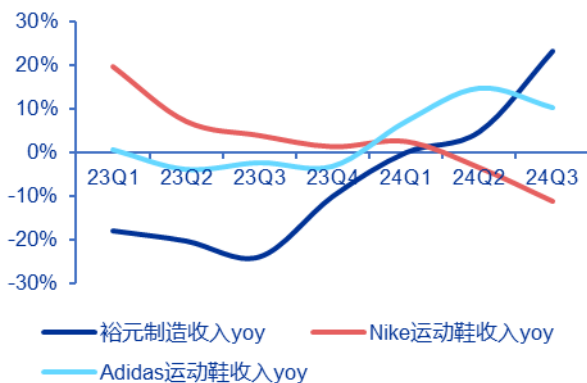
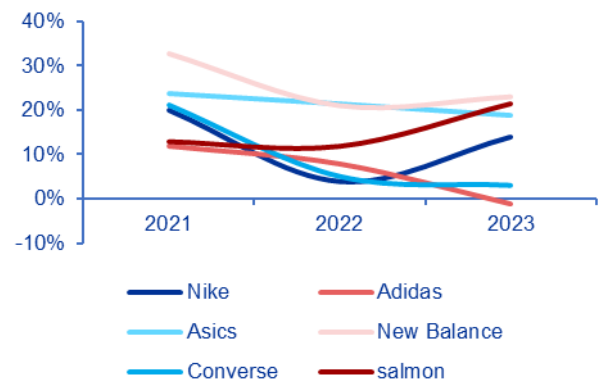


图 21：裕元制造部分核心客户近三年运动鞋收入增速



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：Nike 财年截止日为 月 日，Q 自然月选取 年 - 月

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：Nike 为财年口径数据

聚焦高价值鞋款，均价处于行业内较高水平。裕元、丰泰订单均价超过 150 元/双，主要做中高端鞋款，华利订单均价略低。裕元在订单策略上倾斜于高价值鞋款，2019-2023 年均价持续提升，且新客户鞋型较为复杂，均价也更高。

表 16：三大运动鞋制造商、价测算对比

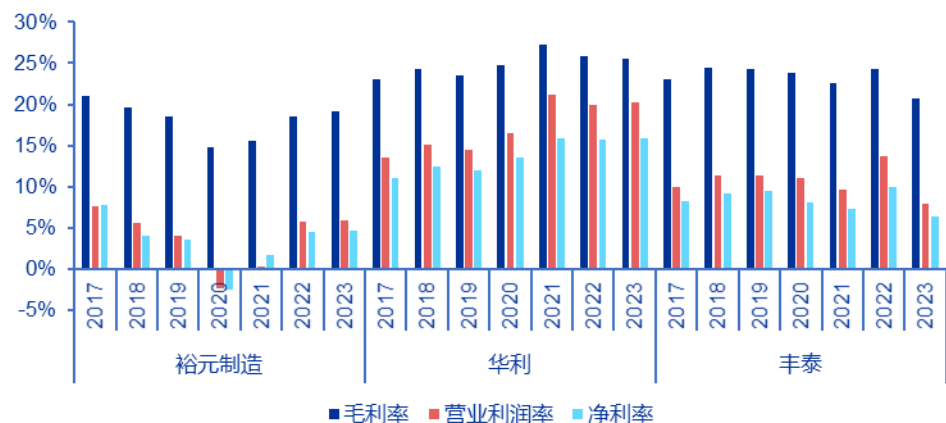
货币单位：人民币		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
裕元制鞋 (不含鞋底和配件等)	营收 (亿元)	389	383	395	310	316	405	331
	YoY		-2%	3%	-21%	2%	28%	-18%
	出货量 (亿双)	3.2	3.3	3.2	2.4	2.4	2.7	2.2
	YoY		0%	-1%	-24%	-2%	14%	-20%
	均价 (元/双)	120	117	122	127	133	149	151
	YoY		-2%	4%	4%	4%	12%	2%
华利	营收 (亿元)	100	124	152	139	175	206	201
	YoY		24%	22%	-8%	25%	18%	-2%
	销量 (亿双)	1.3	1.6	1.9	1.6	2.1	2.2	1.9
	YoY		-3%	7%	4%	-3%	13%	14%
	均价 (元/双)	79	77	82	86	83	93	106
	YoY		-3%	7%	4%	-3%	13%	14%
丰泰	营收 (亿元)	129	142	165	154	157	212	187
	YoY		10%	16%	-7%	2%	35%	-12%
	销量 (亿双)	1.0	1.1	1.2	1.1	1.1	1.3	1.1
	YoY		12%	7%	-9%	-1%	21%	-16%
	均价 (元/双)	126	124	134	137	141	158	167
	YoY		-2%	8%	2%	3%	12%	6%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：货币单位统一为人民币，裕元原始美元收入按不变美元兑人民币汇率 7.1 测算、丰泰原始新台币收入按不变新台币兑人民币汇率 0.23 测算

3.3 订单进入反弹周期，看好盈利能力提升

裕元制造盈利水平逐步恢复。制造环节处于运动鞋产业链的中间环节，盈利中枢不高。三家制鞋公司中，华利盈利能力最强，裕元的毛利率、净利率水平偏弱，23 年逐步回升。

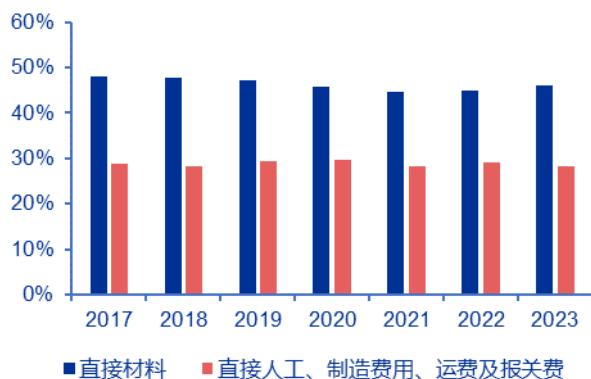
图 22：三大运动鞋制造商利润率



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

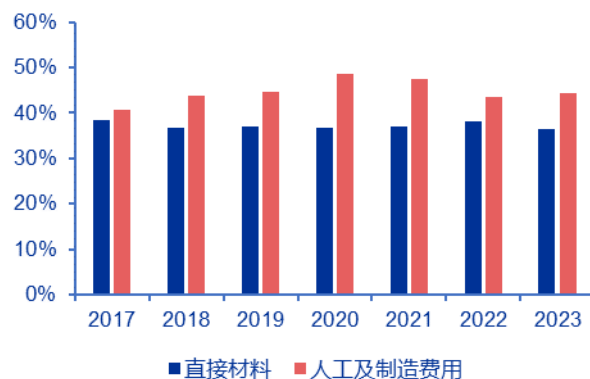
成本对比：裕元的人工和制造费用偏高。华利直接材料成本占营收的 45%-50%，而裕元占比 35%-40%，主要源于裕元母公司宝成下属企业或控股企业经营制鞋材料，内部垂直一体化能够给裕元优化材料成本。华利人工及制造费用占比接近 30%，而裕元这一比例达到 40%-50%。进一步对比人效情况，华利人均产量和利润高于裕元，生产的饱和度高于裕元，规模效应释放更充分。

图 23：华利集团成本明细项占收入比例



资料来源：华利集团年报，申万宏源研究

图 24：裕元制造成本明细项占收入比例



资料来源：裕元集团年报，申万宏源研究

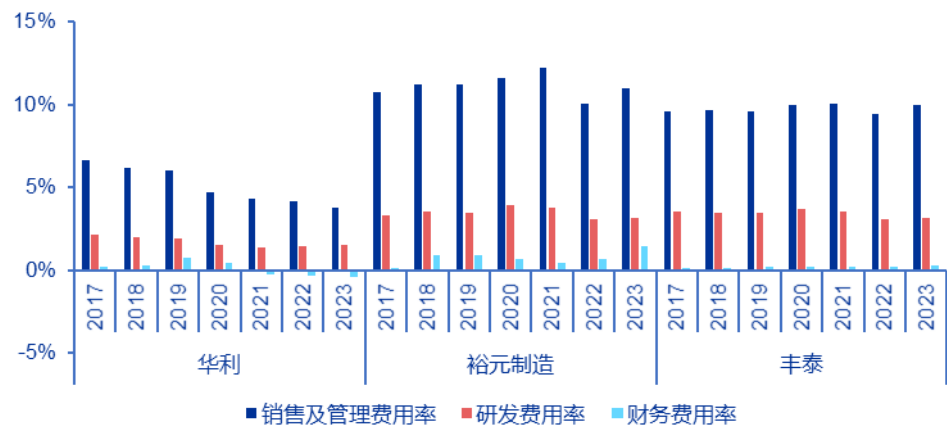
表 17：裕元制造、华利人效测算对比

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
裕元制造	人均产量 (双/年)	982	1032	1037	922	829	960
	YoY		5.0%	0.5%	-11.1%	-10.1%	15.8%
	人均创收 (万元)	13	13	14	13	12	15
	YoY		1.0%	3.7%	-7.4%	-4.3%	27.7%
	人均创利 (万元)	1.0	0.5	0.5	-0.3	0.2	0.7
	YoY		-46.7%	-8.9%	-164%	165%	237%
华利	人均产量 (双/年)	1131	1343	1366		1386	1395
	YoY		19%	2%			1%
	人均创收 (万元)	9	10	11		12	13
	YoY		10.8%	12.0%			14.5%
	人均创利 (万元)	1.0	1.2	1.3		1.8	2.1
	YoY		23.7%	8.8%			13.4%

资料来源：各公司公告，申万宏源研究

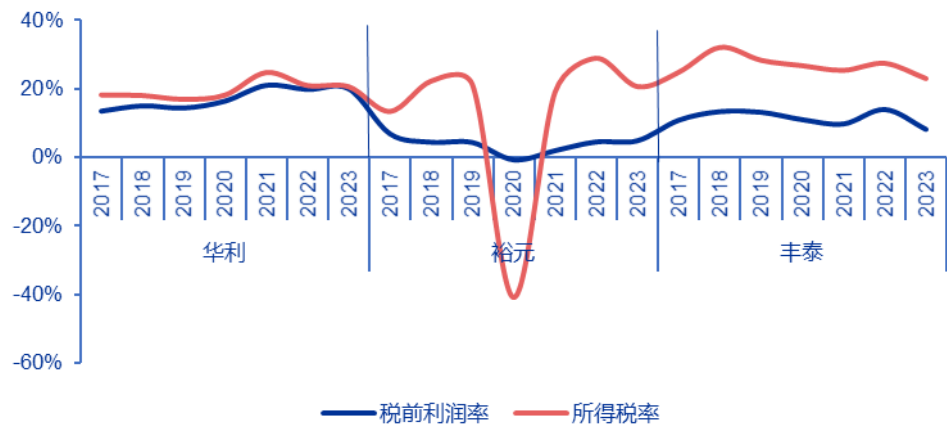
期间费用对比：裕元的销管费用偏高。裕元的费用率水平跟丰泰较为接近，华利费用率的优势在于销售及管理费用率水平较低。裕元近年来致力于推动业务数位化升级、上线 SAP 等信息系统，帮助管控费用，管销费用率在 2021 年之后明显降低。三家制造商的所得税率差异不大。

图 25：三大运动鞋制造公司费用率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

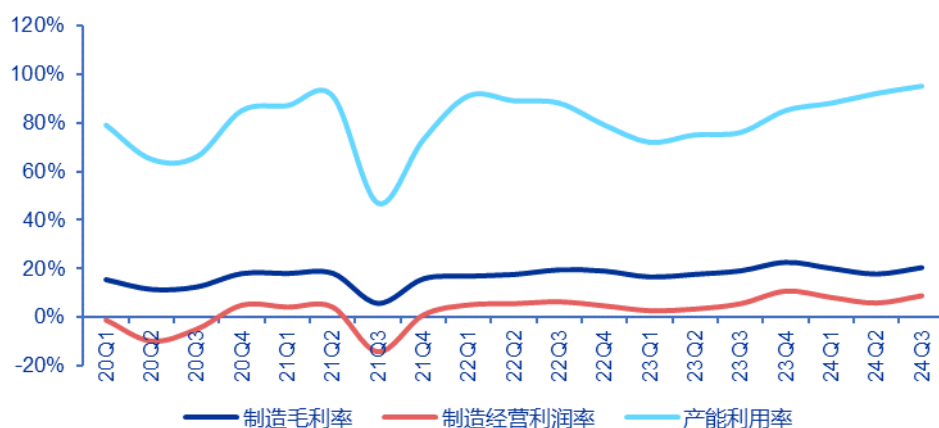
图 26：三大运动鞋制造商所得税率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

随着产能利用率提升，裕元制造毛利率、经营利润率显著改善。制造行业规模效应明显，裕元的产能利用率水平在近 5 年时间内波动较大，导致了利润率水平不稳定，从其产能利用率、毛利率、经营利润率季度走势来看，三者趋势上较为趋同，23Q4 随着产能利用率回升至 85%，毛利率、经营利润率分别恢复到 23%、11%，24Q3 产能利用率继续爬坡至 95%、制造毛利率已恢复至 21%、制造经营利润率达到 9.1%，外部扰动因素减少，24Q3 制造净利率攀升至接近 10%的较高水平。

图 27：裕元制鞋业务产能利用率、毛利率、经营利润率趋势趋同



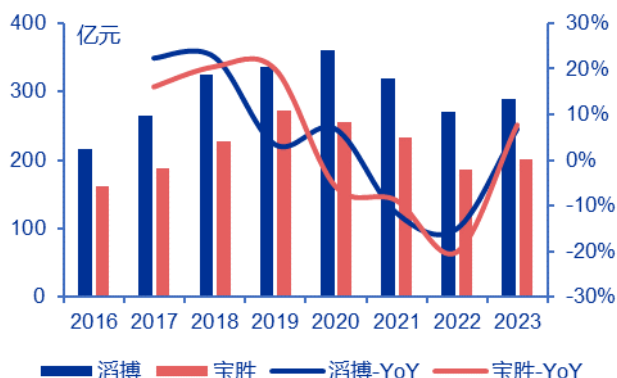
资料来源：公司公告，申万宏源研究

4. 宝胜国际：国内第二大运动鞋零售商，短期销售承压、积极调整期待盈利修复

4.1 宝胜梳理：营收规模超 200 亿元，渠道调整优化

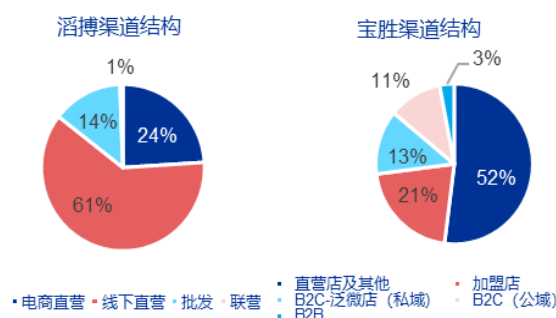
宝胜营收规模超 200 亿元人民币，渠道结构多元。滔搏、宝胜为国内前两大体育用品零售商，2023 年滔搏营收 289 亿元、宝胜营收 201 亿元，2016-2023 年滔搏、宝胜营收复合增速为 4.2%/3.1%，增速相当。从渠道结构角度看，宝胜较滔搏更多元，按 2023 年数据口径，滔搏收入的 61%为线下直营、电商直营占比 24%，直营合计占比高达 85%；宝胜直营店收入占比 52%，21%为加盟店收入，加盟占比高于滔搏，此外全渠道（即线上渠道，包括 B2B、B2C）营收占比已提升至 27%。

图 28：滔搏、宝胜收入对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；注：滔搏财年截止日为 2 月 28 日，其 FY24 对应图中 2023 年，下同

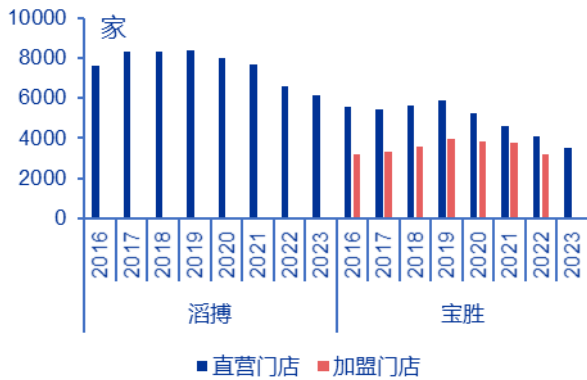
图 29：滔搏、宝胜渠道结构对比 (2023)



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

门店经历 4 年收缩调整，线下零售承压。2023 年滔搏、宝胜直营门店分别为 6144、3523 家，较 2019 年分别减少 27%、40%，门店持续处于净关状态，宝胜的调整幅度更大。

图 30：滔搏、宝胜门店数



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 31：滔搏、宝胜直营门店数同比增速



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

合作全球头部体育用品品牌，客户集中度高。滔搏、宝胜同全球头部的运动品牌均有合作，包括 Nike、Adidas 运动巨头，也包括势能强劲的专业运动品牌 HOKA，且存在重合客户。两家零售商均较依赖于头部品牌，2023 年滔搏前两大品牌收入贡献高达 86%，宝胜前五大品牌收入贡献 96%。

图 32：滔搏合作品牌矩阵



资料来源：滔搏财报，申万宏源研究

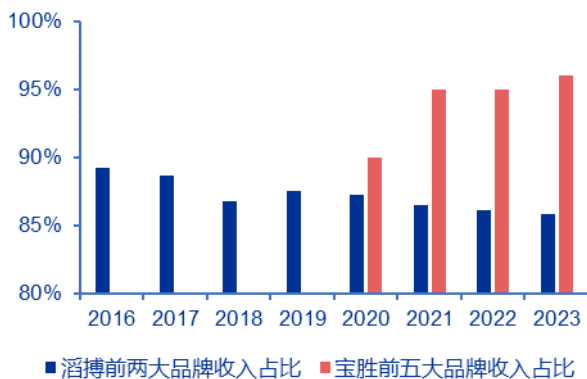
图 33：宝胜合作品牌矩阵



资料来源：裕元集团财报，申万宏源研究

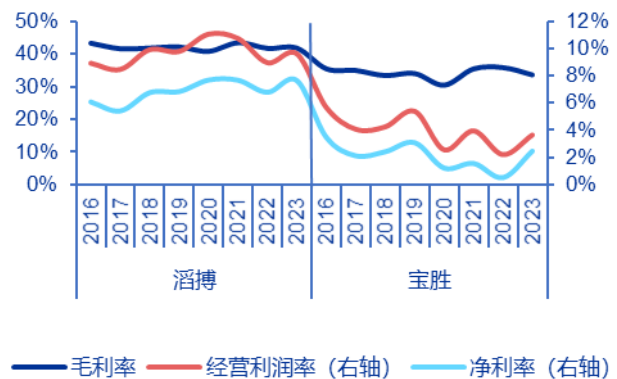
宝胜毛利率、净利率趋势改善。滔搏直营渠道占比高于宝胜，因此毛利率水平高于宝胜，进而导致宝胜经营利润率、净利率低于滔搏。但从趋势来看，宝胜持续进行渠道优化、成本费用管控，2023 年盈利水平同比提升明显。

图 34：滔搏、宝胜合作品牌集中度高



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 35：滔搏、宝胜盈利能力对比

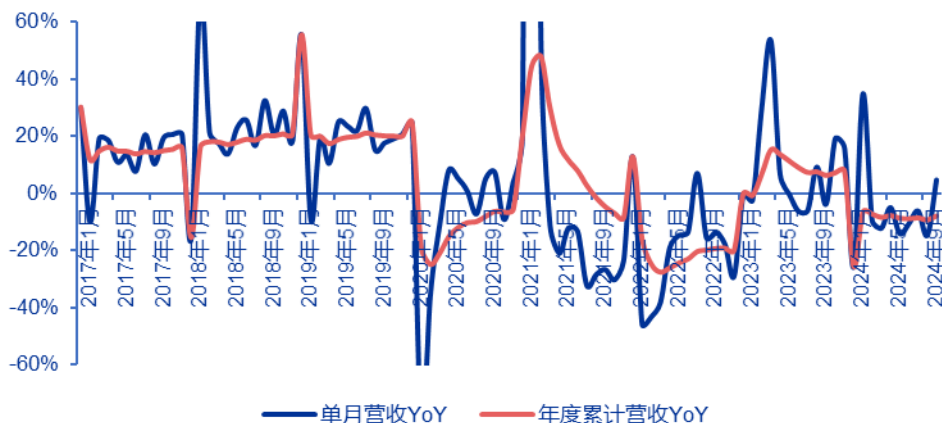


资料来源：各公司公告，申万宏源研究

4.2 宝胜短期压力：国内零售承压，积极优化渠道、控费

弱零售环境下宝胜销售承压。2020 年以来，国内零售环境恢复较弱，宝胜营收表现整体偏弱（尤其是线下渠道占比高），2023 年经历阶段性反弹后，2024 年 1-10 月营收同比下滑，10 月在电商大促提前拉动下营收同比转为正增长。

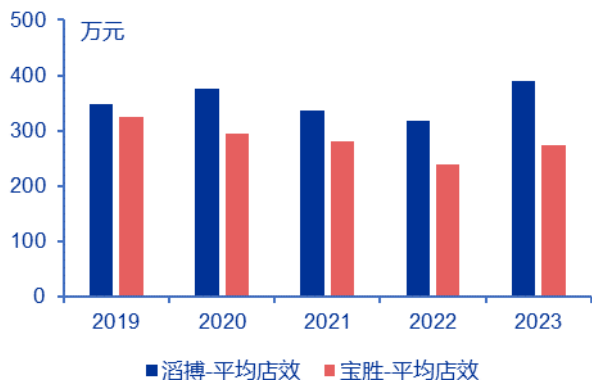
图 36：宝胜月度营收 YoY 跟踪



资料来源：公司公告，申万宏源研究

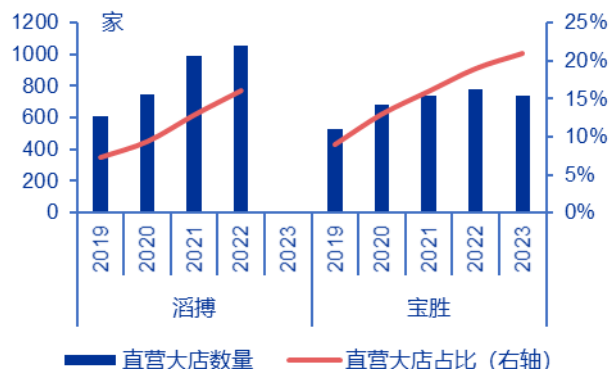
渠道调整、降本增效，店效趋势改善。宝胜在疫情后店效受损严重，通过门店结构调整、控制渠道成本费用提升店效水平，店效水平仍在恢复中，2023 年尚未恢复至 2019 年水平。2023 年宝胜 300 平以上面积的大店占比提升至 21%，高于滔搏的 16%。

图 37：滔搏、宝胜直营门店平均店效对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

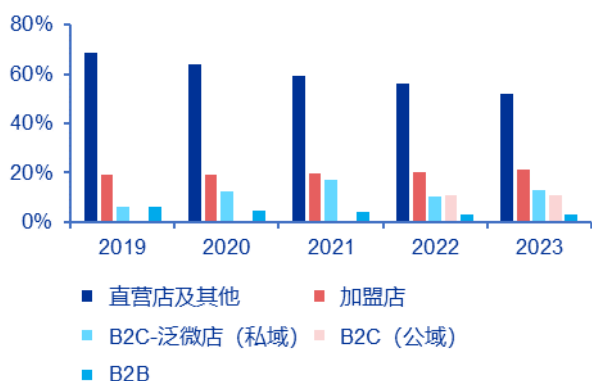
图 38：滔搏、宝胜直营大店对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究；大店定义为门店面积超过 300 平方米

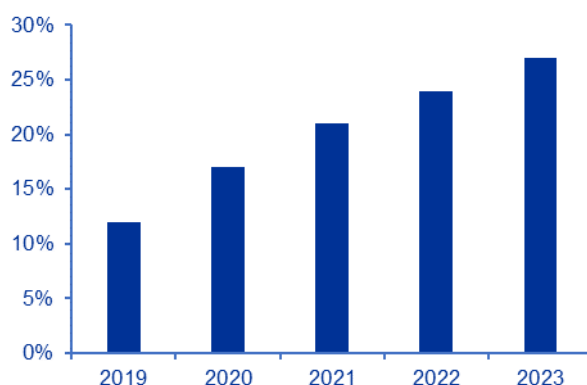
线下加盟、全渠道收入占比提升。对比 2019-2023 年宝胜的渠道结构来看，整体方向是直营占比降低、加盟稳中有升、全渠道占比提升。一方面公司大力调整直营门店，关闭低效店铺；另一方面，逐步完善对线上各个渠道的布局，2019-2023 年全渠道销售收入占比从 12% 提升至 27%，对冲线下渠道的零售风险。全渠道中以 B2C 模式为主（2023 年收入占比 24%），包括公域第三方电商平台，也包括私域渠道，凭借数位化升级，实现更好的消费体验，全渠道收入表现好于整体。

图 39：宝胜渠道结构变化



资料来源：公司公告，申万宏源研究

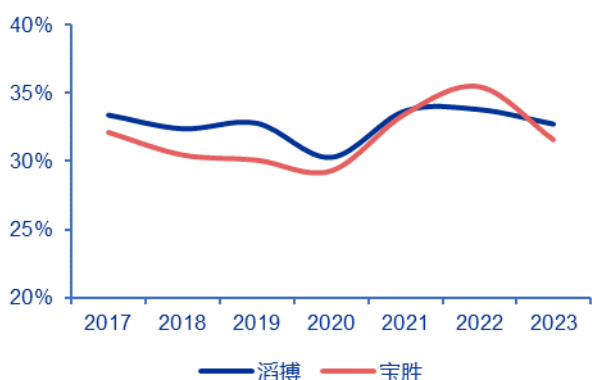
图 40：宝胜全渠道销售占比持续提升



资料来源：公司公告，申万宏源研究

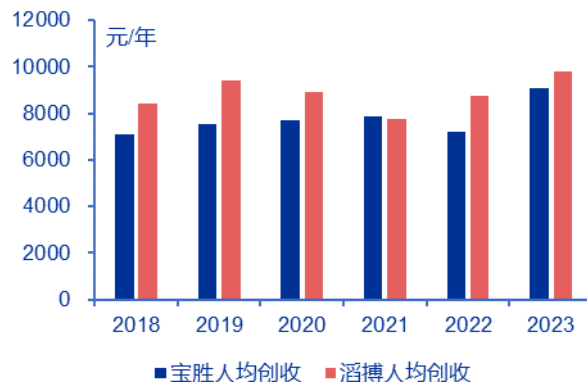
销管费用率优化，人效提升。两家运动零售商销管费用率接近，2023 年宝胜致力于费用管控，优化效果明显，销管费用率已低于滔搏。对比人均创收来看，2023 年宝胜同滔搏差距正在缩小。

图 41：滔搏、宝胜销售分销及行政费用率对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

图 42：滔搏、宝胜人效对比



资料来源：各公司公告，申万宏源研究

5. 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

盈利预测：

预计公司 2024-2026 年营业收入同比增长 4.0%/6.1%/7.2%至 82/87/93 亿美元，归母净利润同比增长 61.5%/20.8%/11.9%至 4.4/5.4/6.0 亿美元。

费用预测：

公司主要费用为销售、分销及行政开支，费用整体占比不高、呈优化趋势，预计 2024-2026 年销售、分销及行政开支费用率为 17.0%/16.5%/16.4%。

具体逻辑如下：

公司运营模式稳定，分为制鞋和运动零售（宝胜）两大业务，两大业务之间模式不同，故分业务进行盈利预测。

1) 制鞋业务：2024 年随着下游客户去库存逐步完成、订单反弹，预计全年量增长中双位数、ASP 在高基数下同比下滑单位数，预计成品鞋收入同比增长约 10%，2025-2026 年订单增速回归常态，ASP 预计稳定，预计 2025-2026 年成品鞋收入同比增长 8%/8%。预计 2024-2026 年鞋底、配件及其他收入增长 18%/8%/8%。随着产能利用率回升，预计毛利率趋势改善，预计 2024-2026 年制鞋业务毛利率分别为 20.5%/21.5%/22.0%。费用管控之下预计销管费用率改善，预计 2024-2026 年制鞋销售、分销及行政开支费用率分别为 10.3%/10.0%/10.0%。综合后预计 2024-2026 年制鞋业务归母净利润分别为 4.1/5.0/5.6 亿美元，对应制鞋业务净利率为 7.2%/8.2%/8.6%。

2) 零售业务：国内 2024 年零售环境承压，预计线下线上渠道收入均下滑，预计 2024 年宝胜营收同比下滑高单位数，明年有望逐步恢复增长，由于规模尚小、预计线上渠道增速更高，预计 2024-2026 年零售业务收入同比下滑 8.3%、增长 1.9%、增长 5.4%，毛利率稳定在 33.5%，销售、分销及行政开支费用率稳定在 31.5%，综合后预计 2024-2026 年零售业务归母净利润为 0.60/0.60/0.62 亿美元，假设裕元集团对宝胜的持股比例稳定为 62.6%，综合后预计零售业务并表层面归母净利润为 0.37/0.38/0.39 亿美元。

表 18：裕元集团盈利预测

单位：百万美元	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
制造业务预测								
营收	6001	4736	4914	6203	5059	5609	6058	6543
YoY	2.0%	-21.1%	3.8%	26.2%	-18.4%	10.9%	8.0%	8.0%
其中：①成品鞋收入	5558	4373	4451	5707	4657	5134	5544	5988
YoY	3.1%	-21.3%	1.8%	28.2%	-18.4%	10.2%	8.0%	8.0%
- 出货量(百万双)	322	244	238	273	218	253	273	295
YoY	-1.1%	-24.2%	-2.5%	14.4%	-19.9%	16.0%	8.0%	8.0%
- 均价(美元/双)	17	18	19	21	21	20	20	20
YoY	4.3%	3.8%	4.4%	12.0%	2.0%	-5.0%	0.0%	0.0%
②鞋底、配件及其他收入	443	363	464	496	402	476	514	555
YoY	-13.3%	-18.0%	27.8%	7.1%	-19.0%	18.3%	8.0%	8.0%
毛利率	18.4%	14.7%	15.5%	18.4%	19.2%	20.5%	21.5%	22.0%
销售、分销及行政开支费用率	11.2%	11.6%	12.2%	10.0%	10.9%	10.3%	10.0%	10.0%
归母净利润	216	-118	81	288	231	406	499	561
YoY	-10.2%	-154.8%	-168.3%	257.0%	-19.7%	75.6%	22.7%	12.6%
归母净利率	3.6%	-2.5%	1.6%	4.6%	4.6%	7.2%	8.2%	8.6%
零售业务预测								
营收	3697	3249	2996	2767	2831	2595	2644	2786
YoY	8.0%	-12.1%	-7.8%	-7.6%	2.3%	-8.3%	1.9%	5.4%
其中：直营店及其他	2700	2371	2144	1550	1472	1251	1251	1314
YoY		-12.2%	-9.5%	-27.7%	-5.0%	-15%	0%	5%
加盟店	761	708	715	553	594	535	535	562
YoY		-7.0%	0.9%	-22.6%	7.4%	-10%	0%	5%
BC- 泛微店（私域）								

YoY					40%	10%	10%	10%
B2C (公域)				304	311	318	324	330
YoY					5%	2%	2%	2%
B2B	236	170	137	83	85	87	88	90
YoY				-42%	26%	2%	2%	2%
毛利率	34.1%	30.6%	35.5%	35.9%	33.7%	33.5%	33.5%	33.5%
销售、分销及行政开支费用率	30.0%	29.0%	33.2%	35.2%	31.4%	31.5%	31.5%	31.5%
归母净利润	121	44	55	13	69	60	60	62
YoY	47.1%	-63.6%	26.0%	-76.1%	423.3%	-13.9%	1.0%	3.0%
归母净利率	3.3%	1.3%	1.8%	0.5%	2.4%	2.3%	2.3%	2.2%
裕元集团对宝胜持股比例	62.2%	62.2%	62.6%	62.6%	62.6%	62.6%	62.6%	62.6%
并表零售业务利润	75	27	35	8	43	37	38	39
YoY	46.8%	-63.6%	26.7%	-76.1%	423.3%	-13.9%	1.0%	3.0%

集团整体								
营业收入	10105	8445	8533	8970	7890	8204	8702	9328
YoY	4.2%	-16.4%	1.0%	5.1%	-12.0%	4.0%	6.1%	7.2%
占比:								
制造业务	59%	56%	58%	69%	64%	68%	70%	70%
零售业务	41%	44%	42%	31%	36%	32%	30%	30%
毛利率	25%	22%	24%	24%	24%	25%	25%	25%
销售、分销及行政开支费用率	19%	19%	21%	18%	18%	17%	17%	16%
归母净利润	301	-91	115	296	275	444	536	600
YoY	-2.1%	-130.2%	226.7%	157.5%	-7.3%	61.5%	20.8%	11.9%
净利率	3.0%	-1.1%	1.3%	3.3%	3.5%	5.4%	6.2%	6.4%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

5.2 估值

裕元集团为全球最大的运动鞋制造商, 拥有国内第二大体育用品零售商, 服务 Nike、Adidas 等全球运动品牌巨头, 分部进行可比公司相对估值。

1) 制鞋业务: 选取运动供应链头部公司儒鸿、丰泰企业、申洲国际、华利集团为可比公司。儒鸿和丰泰分别为中国台湾的服装、运动鞋制造商, 申洲国际和华利集团是国内的服装、运动鞋制造商, 主要供应 Nike 等全球顶尖品牌客户, 同裕元制造的下游需求景气度可比, 且以上可比公司均为客户的核心供应商, 行业地位亦可比, 故估值层面可比。可比公司 2024 年平均 PE 为 20 倍, 但港股申洲国际估值折价较为严重, 考虑到港股折价, 给予裕元制鞋业务 2024 年 13 倍 PE 估值, 制鞋业务目标市值 411 亿港币。

2) 零售业务: 选取滔搏、Foot Locker 为可比公司。滔搏是国内最大的体育用品零售商, Foot Locker 是美国最大的体育用品零售商之一, 滔搏、Foot Locker 销售 Nike、Adidas 等头部运动品牌的产品, 产业链景气度和地位同宝胜均可比。可比公司 2024 年平均 PE 为 13 倍, 滔搏估值低于 Foot Locker, 考虑到国内零售环境存在不确定性, 给予裕元零售业务 2024 年 11 倍 PE 估值, 制鞋业务目标市值 32 亿港币。

综合后裕元集团整体目标市值 443 亿港元，较 2024 年 11 月 22 日市值上涨空间为 66%，首次覆盖，给予“买入”评级。公司 2024 年在订单恢复周期中制鞋业务利润弹性释放，利润率超预期，看好公司聚焦核心客户、订单增长、效率提升带来的业绩增长机会。

表 19：分部可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			PE		
		2024/11/22		24E	25E	26E	24E	25E	26E
制造业务									
1476.TW	儒鸿	544.00	1,493	66.6	73.8	83.0	22	20	18
9910.TW	丰泰企业	132.50	1,308	63.0	71.7	80.4	21	18	16
2313.HK	申洲国际	61.00	917	58.5	65.3	72.3	15	13	12
300979.SZ	华利集团	69.37	810	39.1	45.2	52.6	21	18	15
平均值							20	17	15
裕元制造业务				4.1	5.0	5.6			
零售业务									
6110.HK	滔搏	2.29	142	13.2	16.7	19.3	10	8	7
FL.N	Foot Locker	23.13	22	1.4	2.0	2.5	16	11	9
平均值							13	9	8
宝胜并表部分				0.4	0.4	0.4			
集团整体									
0551.HK	裕元集团	16.56	266	4.4	5.4	6.0	8	6	6

资料来源：Wind、彭博终端，申万宏源研究；注：所列台股和美股股价、市值、归母净利润单位均为本位币，申洲国际和滔搏股价、市值单位为港币、归母净利润单位为人民币，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 换算；申洲国际、华利集团、滔搏盈利预测为申万宏源预测，其他可比公司盈利预测为彭博一致预测，由于财年截止日不同、滔搏 24-26E 对应 FY25-27；裕元集团股价、市值单位为港币，归母净利润单位为美元，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 和美元兑人民币的即期汇率 (7.2) 换算

5.3 股息率

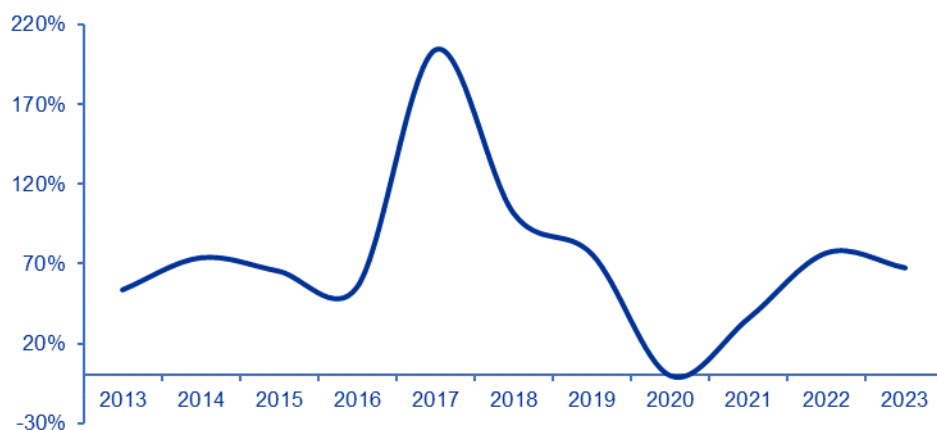
高股息属性突出，测算裕元集团 2024 年动态股息率高达 9%。公司发展历史较长，行业地位稳定，制造、零售业务投资趋于常态，当下资本开支压力不大，正常年份公司分红率维持约 70% 的较高水平，按前述盈利预测和 70% 分红率测算，裕元集团 2024 年动态股息率高达 9%，为行业内第一梯队，因此我们认为公司股价具备安全垫。

表 20：股息率测算

证券代码	证券简称	股价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)			23 年分	24H1	24 年预计	24E 股
		2024/11/22		24E	25E	26E	红率	分红率	分红率	息率
2313.HK	申洲国际	61.00	917	58.5	65.3	72.3	60%	58%	60%	4%
300979.SZ	华利集团	69.37	810	39.1	45.2	52.6	44%	-	55%	3%
6110.HK	滔搏	2.29	142	13.2	16.7	19.3	101%	100%	100%	10%
0551.HK	裕元集团	16.56	266	4.4	5.4	6.0	68%	45%	70%	9%

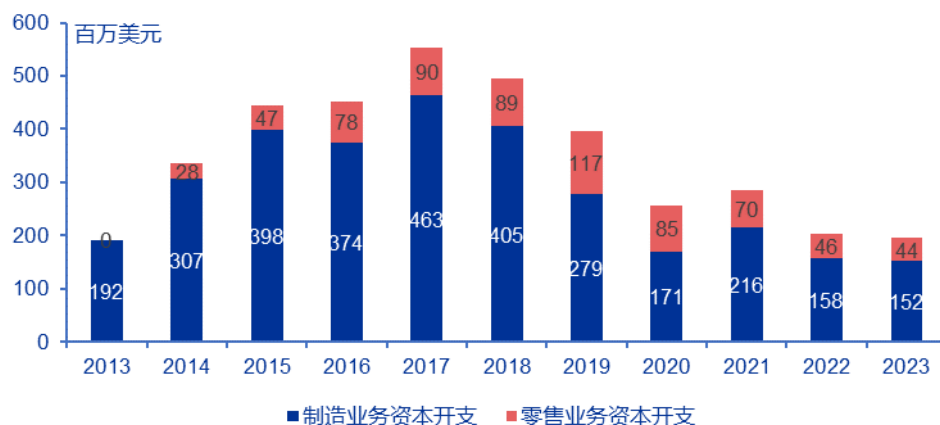
资料来源：Wind、申万宏源研究；注：申洲国际和滔搏股价、市值单位为港币、归母净利润单位为人民币，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 换算；裕元集团股价、市值单位为港币，归母净利润单位为美元，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 和美元兑人民币的即期汇率 (7.2) 换算；盈利预测均为申万宏源预测，滔搏 24-26E 对应 FY25-27

图 43：裕元集团分红率统计



资料来源：公司公告，申万宏源研究；注：2017 年派发特别股息，剔除后股息率约 61%

图 44：裕元集团资本开支统计



资料来源：公司公告，申万宏源研究

6. 风险提示

海外经济下行压力下，面临外需疲软的风险。若欧美经济衰退，公司出口欧美占比较高，下游需求不足将导致中游订单下滑，可能导致业绩不达预期。

全球局势存在不确定性，可能导致关税提升，影响供应链稳定性。当前贸易冲突存在不确定性，可能导致部分产地出口关税提升，虽然运动鞋制造商与下游客户结算采取 FOB 的模式并不承担关税，但提升关税可能导致部分产地的优势减弱，进而影响供应链稳定性。

订单持续性低于预期，导致制造业务利润率恢复弹性弱。2024 年进入制造业务补库存周期，订单反弹较好，带动产能利用率恢复以及制造业务利润率的恢复，24Q3 制造业务利润率创阶段性新高。若订单增长低于预期，可能导致制造利润率回落。

国内零售恢复低于预期，导致零售业务持续承压。国内零售环境偏弱，宝胜业务受影响较大，收入、利润表现较弱，若零售恢复持续低于预期，宝胜仍有业绩承压风险。

合并利润表

百万元 (美元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,533	8,970	7,890	8,204	8,702	9,328
销售成本	6,485	6,833	5,965	6,185	6,514	6,956
毛利	2,048	2,137	1,925	2,019	2,188	2,373
销售、分销及行政开支	1,801	1,598	1,441	1,395	1,439	1,532
净其他收入及开支	-85	-123	-81	-35	-41	-47
营业利润	162	417	404	589	709	794
融资成本	53	68	85	53	56	61
应占联营公司及合营企业业绩	12	63	62	62	62	62
其他收益	55	2	9	0	0	0
税前利润	175	413	390	599	715	795
所得税	33	120	81	124	147	163
净利润	142	293	309	475	568	632
归母净利润	115	296	275	444	536	600
少数股东损益	27	-3	34	31	31	32

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并现金流量表

百万元 (美元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
除税前利润	175	413	390	599	715	795
调整：						
物业、机器及设备之折旧	369	323	272	280	292	308
使用权资产之折旧	198	170	134	122	117	113
摊销无形资产	16	1	1	1	1	1
存货拨备变动净额	4	26	-12	8	2	2
融资成本	53	68	85	53	56	61
利息收入	-17	-17	-34	-36	-40	-42
分占联营公司及合营企业业绩	-12	-63	-62	-62	-62	-62
营运资金变动前经营现金流量	774	935	788	970	1086	1182
营运资本变动	-216	53	288	-193	-94	-126
业务所产生现金净额	546	981	1045	777	992	1056
已付税款	-83	-73	-100	-93	-110	-122
来自经营活动之现金净额	463	908	945	684	881	933
用于投资活动之现金净额	-97	-92	-152	-320	-366	-413
用于融资活动之现金净额	-431	-627	-860	-363	-432	-481
本年度终之现金及等同现金项目	838	995	923	924	1008	1047

资料来源：公司公告，申万宏源研究

合并资产负债表

百万元 (美元)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
非流动资产	4119	3792	3574	3570	3609	3686
投资物业	234	246	257	252	247	242
物业、机器及设备	2025	1871	1676	1646	1654	1696
使用权资产						

无形资产	11	9	12	11	9	8
商誉	267	260	258	258	258	258
于联营公司之权益	431	432	433	448	463	478
于合营企业之权益	198	184	176	179	183	187
超过三个月的银行存款	0	0	38	73	108	143
递延税项资产	125	120	114	114	114	114
流动资产	4519	4144	3784	4071	4335	4605
存货	2058	1625	1247	1473	1551	1656
应收货款及其他应收款项	1478	1431	1394	1439	1527	1637
超过三个月的银行存款	0	0	181	196	211	226
现金及等同现金项目	838	1018	923	924	1008	1047
资产总计	8638	7935	7358	7641	7944	8291
流动负债	2468	2003	1985	2103	2214	2349
应付货款及其他应付款项	1517	1223	1137	1225	1299	1392
合约负债	80	73	45	45	45	45
应付税款	57	86	70	101	138	178
银行借款	656	506	643	643	643	643
租赁负债	156	113	89	89	89	89
非流动负债	1565	1290	664	664	664	664
银行借贷	1061	929	330	330	330	330
递延税项负债	53	56	55	55	55	55
租赁负债	301	218	178	178	178	178
负债合计	4034	3293	2648	2767	2878	3012
股东权益	4604	4642	4710	4874	5066	5278
股本	52	52	52	52	52	52
储备	4046	4138	4188	4321	4482	4662
非控制性权益	506	453	470	501	532	564
负债和股东权益合计	8638	7935	7358	7641	7944	8291

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swwhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swwhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swwhysc.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swwhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swwhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swwhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读完整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。