

2025 年 01 月 22 日

裕元集团 (00551. HK)

——制造需求强劲利润回升，零售去库调整静待花开

投资评级：买入（首次）

投资要点：

证券分析师

丁一
SAC: S1350524040003
dingyi@huayuanstock.com

联系人

周宸宇
zhouchenyu@huayuanstock.com

市场表现：



基本数据 2025 年 01 月 21 日

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价 (港元) | 16.36 |
| 一年内最高/最低 (港元) | 18.40/7.32 |
| 总市值 (百万港元) | 26,250.54 |
| 流通市值 (百万港元) | 26,250.54 |
| 资产负债率 (%) | 35.99 |

资料来源：聚源数据

- **全球头部鞋履制造商，布局零售拓宽业务范围。**裕元集团于 1988 年成立，1992 年在香港交易所主板上市。公司生产基地遍布多国，创立至今分别在越南、柬埔寨、孟加拉、缅甸、印尼等国设立生产基地。公司共涉及上游鞋履制造及下游零售两块业务：制造业务端，公司已成为运动户外及休闲鞋履头部制造商；零售业务端，通过持股宝胜国际 62.55% 的股份，在大中华区开展运动休闲鞋服零售业务。
- **制造业务：全球头部鞋履制造商，需求强劲利润修复。**伴随海外运动品牌补库需求，公司产能利用率于 2024 年三季度升至 92%，对于制造企业，产能利用率提升将推动经营效率提升，因此公司近年利润率端呈现逐步修复趋势，因此推动公司 ROA/ROE 于 24Q3 分别升至 6.5%/10.8%，为 2018 年以来新高。
- **零售业务：头部运动鞋服零售商，经营有望逐步迎来修复。**除代理国际一线运动巨头外，公司也积极布局新兴且高增的运动品牌，如 Hoka、Saucony、Asics 等，且据 24Q3 财报，公司未来将加大对 Jack Wolfskin 及 UA 的投入，代理品牌有望逐步多元化。**从库存端看**，据 24Q3 财报，公司为年底动销旺季备货而于 Q3 出现季节性库存增长，但整体看自疫情后，公司库存绝对值呈下降趋势，且 12 月及以上库存占比下降至高单位数，整体库存管控良好。**从未来发展看**，公司计划通过全渠道发展、加深战略合作、数位转型、加强会员体系及优化渠道结构提高利润等方式完成升级，推动公司经营提效，实现经营修复。
- **盈利预测与评级：**裕元集团作为世界运动鞋履头部制造商及国内头部运动服饰经销商，业务多元覆盖市场广泛，具备稳定增长空间。因集团业务属性不一致，因此我们采用分部估值法：1) 制造业务，我们选择与公司同属运动鞋履制造商的华利集团及同属港股且为运动服饰头部制造商的申洲国际，可比公司 2024 年 PE 均值 18.3；2) 零售业务，我们选择同属运动服饰经销公司的滔搏及多品牌运营的安踏体育为可比公司，可比公司 2024 年 PE 均值 14.3。综上，可比公司 2024 年加权 PE 为 16.8X，公司 2024 年 PE 为 7.6X，仍有较大空间。我们持续看好公司制造端成长性及零售端伴随内需修复下的经营改善预期，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示。**全球经济下行风险，全球政治环境不确定性风险，国内零售修复不及预期风险。

盈利预测与估值 (美元)

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 89.70 | 78.90 | 81.79 | 88.35 | 96.08 |
| 同比增长率 (%) | 5.12% | -12.04% | 3.66% | 8.02% | 8.76% |
| 归母净利润 (百万元) | 2.96 | 2.75 | 4.50 | 4.98 | 5.56 |
| 同比增长率 (%) | 157.53% | -7.30% | 63.91% | 10.57% | 11.62% |
| 每股收益 (元/股) | 0.18 | 0.17 | 0.28 | 0.31 | 0.35 |
| ROE (%) | 7.07% | 6.48% | 9.63% | 9.62% | 9.70% |
| 市盈率 (P/E) | 11.55 | 12.47 | 7.58 | 6.85 | 6.14 |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

裕元集团作为世界运动鞋履头部制造商及国内头部运动服饰经销商,业务多元覆盖市场广泛,具备稳定增长空间。因集团业务属性不一致,因此我们采用分部估值法: 1) 制造业务,我们选择与公司同属运动鞋履制造商的华利集团及同属港股且为运动服饰头部制造商的申洲国际,可比公司 2024 年 PE 均值 18.3; 2) 零售业务,我们选择同属运动服饰经销公司的滔搏及多品牌运营的安踏体育为可比公司,可比公司 2024 年 PE 均值 14.3。综上,可比公司 2024 年加权 PE 为 16.8X,公司 2024 年 PE 为 7.6X,仍有较大空间。我们持续看好公司制造端成长性及零售端伴随内需修复下的经营改善预期,首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设

1) 销售费用率:公司深耕鞋履制造及运动鞋服代销多年,代工及代理品牌壁垒深厚,且近期呈现改善趋势,因此预计 2024-2026 公司销售费用率分别为 10.30%、10.25%、10.20%;

2) 管理费用率:公司通过科技赋能数字管理体系,管理费用率有望进一步下行,因此预计 2024-2026 管理费用率分别为 6.70%、6.65%、6.60%。

投资逻辑要点

1) 制造端:全球下游运动鞋履需求景气度持续、合作客户品牌力修复及新客户新产能预期;

2) 零售端:国内内需逐步修复带来大中华区运动鞋服购买需求修复及更多元化的代销产品。

核心风险提示

全球经济下行风险,全球政治环境不确定性风险,国内零售修复不及预期风险。

内容目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1. 全球头部鞋履制造商，布局零售拓宽业务范围 | 6 |
| 1.1. 深耕鞋履制造，通过宝胜布局运动鞋服零售业务 | 6 |
| 1.2. 财务数据：伴随制造业务向好公司利润端逐步修复 | 7 |
| 2. 制造业务：全球头部鞋履制造商，需求强劲利润修复 | 8 |
| 2.1. 全球运动鞋需求方兴未艾，品牌严筛头部代工厂壁垒深厚 | 8 |
| 2.2. 夯实核心客户基本盘稳固，效率提升推动利润率上行 | 10 |
| 3. 零售业务：头部运动鞋服零售商，经营有望逐步迎来修复 | 12 |
| 3.1. 国家政策利好及居民消费提升驱动运动行业发展 | 12 |
| 3.2. 经销品牌质量优秀，优化渠道经营有望逐步改善 | 14 |
| 4. 盈利预测与评级 | 17 |
| 4.1. 核心假设与盈利预期 | 17 |
| 4.2. 首次覆盖给予“买入”评级 | 18 |
| 5. 风险提示 | 19 |

图表目录

| | |
|---|----|
| 图表 1: 裕元集团发展历程..... | 6 |
| 图表 2: 裕元集团涵盖制造及零售两大业务..... | 6 |
| 图表 3: 24Q1-Q3 年公司营收同比增长 1.47%..... | 7 |
| 图表 4: 24Q1-Q3 年公司毛利率为 24.23%..... | 7 |
| 图表 5: 1H24 公司销售费率为 6.98%..... | 7 |
| 图表 6: 24Q1-Q3 公司归母净利率为 5.46%..... | 7 |
| 图表 7: 24Q1-Q3 公司制造业务同比+9.0%..... | 8 |
| 图表 8: 24Q1-Q3 公司零售业务同比-11.6%..... | 8 |
| 图表 9: 24Q1-Q3 公司制造业务营收占比为 68.07%..... | 8 |
| 图表 10: 预计 2023-2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7% (单位: 十亿美元) 9 | 9 |
| 图表 11: 世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场..... | 9 |
| 图表 12: Adidas 近年供应商数量呈下降趋势..... | 10 |
| 图表 13: Adidas 长期合作供应商占比不断提升..... | 10 |
| 图表 14: 近年 Nike 鞋履制造厂数量呈下降趋势..... | 10 |
| 图表 15: 公司制造业务主要客户 (截至 24Q3 季报)..... | 11 |
| 图表 16: 近年公司制造业务逐步向印尼迁移..... | 11 |
| 图表 17: 24Q3 公司制造业务员工数为 26.18 万人..... | 11 |
| 图表 18: 24Q3 公司制造业务员工多位于印尼..... | 11 |
| 图表 19: 公司近年头部客户营收占比有增长趋势..... | 11 |
| 图表 20: 公司核心两大客户对制造业务营收贡献稳固..... | 11 |
| 图表 21: 公司近期 ROA 及 ROE 呈修复趋势..... | 12 |
| 图表 22: 伴随产能利用率提升公司利润率逐步向好..... | 12 |
| 图表 23: 公司人均鞋履产量仍有提升空间..... | 12 |
| 图表 24: 2019-2023 年鞋履制造企业中公司人均创收领先..... | 12 |
| 图表 25: 中国户外运动产业国家支持政策梳理..... | 13 |
| 图表 26: 2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%..... | 14 |
| 图表 27: 21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%..... | 14 |
| 图表 28: 宝胜代理的运动品牌 (截至 24Q3 财报)..... | 14 |
| 图表 29: 滔搏代理的运动品牌 (截至 FY24/25 中报)..... | 14 |

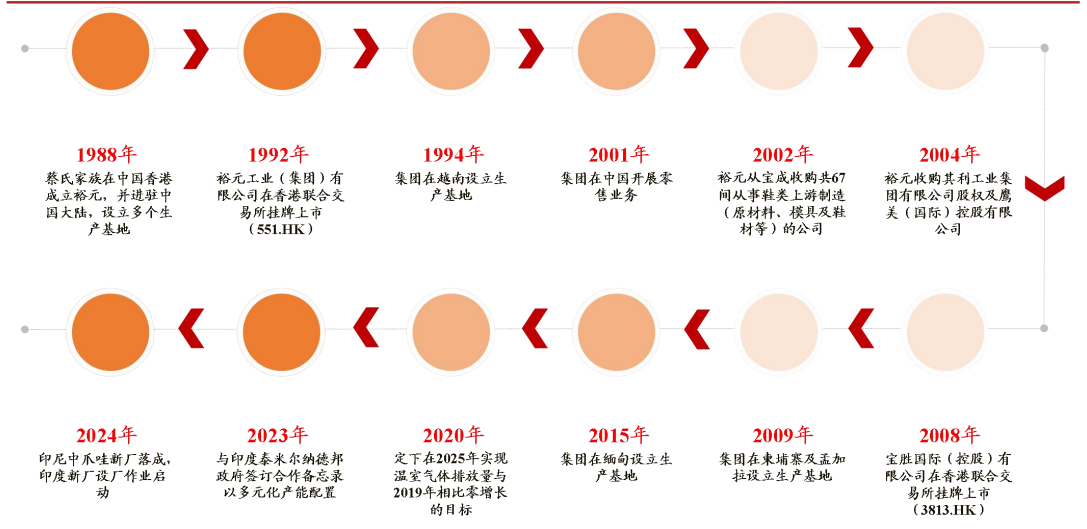
| | |
|--|----|
| 图表 30: 营收规模看宝胜稍逊滔搏 | 15 |
| 图表 31: 24Q3 宝胜销售分销及行政费率为 31.6% | 15 |
| 图表 32: FY25H1 滔搏销售分销及行政费率为 33.1% | 15 |
| 图表 33: 24Q3 宝胜毛利率为 34% | 16 |
| 图表 34: 滔搏毛利率较宝胜更高 | 16 |
| 图表 35: 24Q3 宝胜直营门店数量降至 3459 家 | 16 |
| 图表 36: FY25H1 滔搏直营门店数量降至 5813 家 | 16 |
| 图表 37: 宝胜库存整体管控良好 | 17 |
| 图表 38: 宝胜未来三年发展方向 | 17 |
| 图表 39: 裕元重点费率预测 | 18 |
| 图表 40: 裕元简易预测利润表 (金额单位: 亿美元) | 18 |
| 图表 41: 可比公司估值表 | 18 |

1. 全球头部鞋履制造商，布局零售拓宽业务范围

1.1. 深耕鞋履制造，通过宝胜布局运动鞋服零售业务

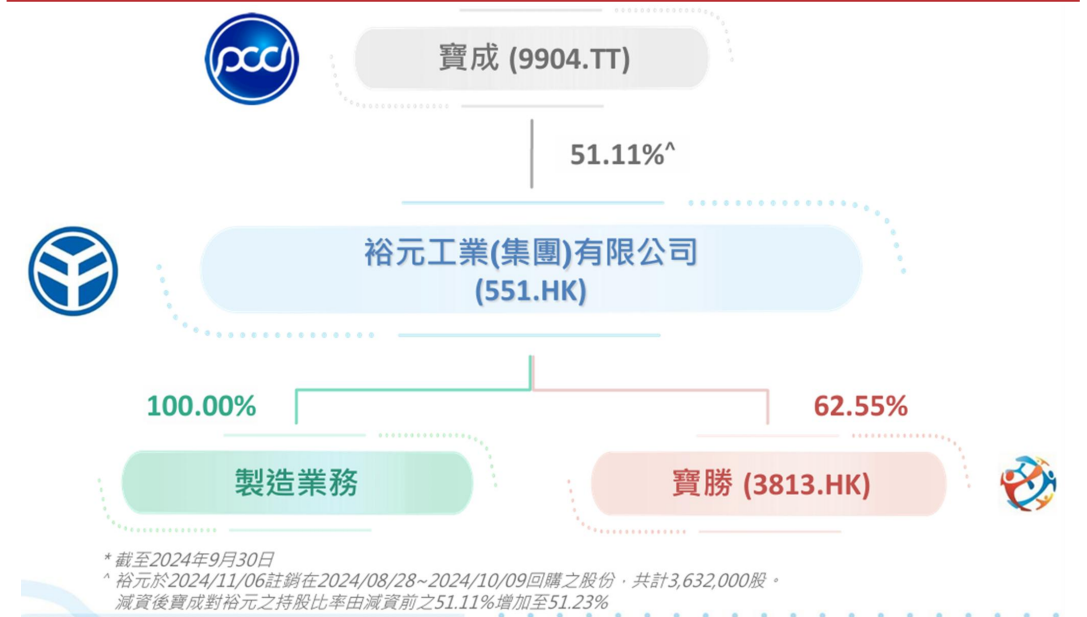
业务涵盖鞋履制造及零售，生产基地遍布多国。裕元集团于1988年成立，并进驻中国大陆，1992年在香港交易所主板上市。公司生产基地遍布多国，创立至今分别在越南、柬埔寨、孟加拉、缅甸、印尼等国设立生产基地。宝成工业为公司控股股东，截至2024年9月30日最终持有公司51.11%股份。公司共涉及上游鞋履制造及下游零售两块业务：**制造业务端**，公司已成为运动户外及休闲鞋履头部制造商；**零售业务端**，通过持股宝胜国际62.55%的股份，公司在大中华区开展运动休闲鞋服零售业务。

图表 1：裕元集团发展历程



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 2：裕元集团涵盖制造及零售两大业务

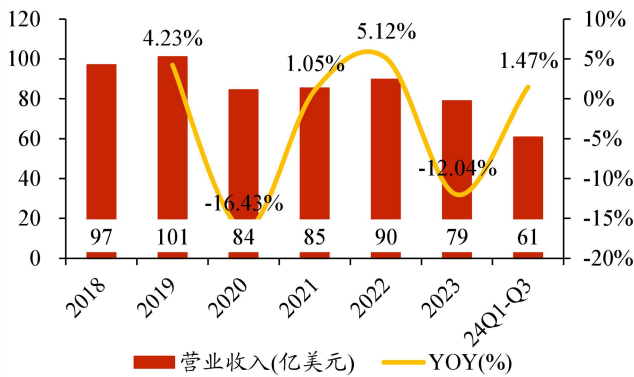


资料来源：公司公告，华源证券研究所

1.2. 财务数据：伴随制造业务向好公司利润端逐步修复

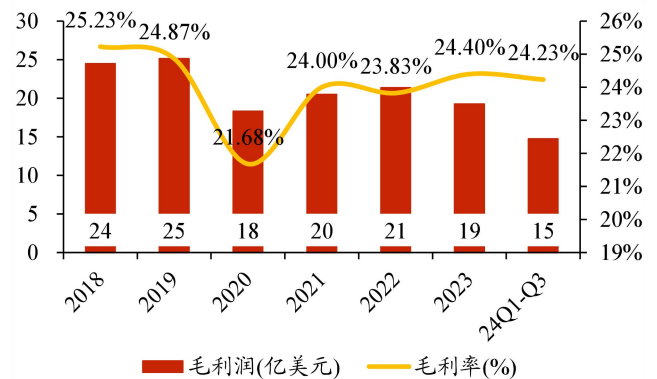
公司营收来自制造、零售两大业务，毛利率 2021 年后维持平稳。公司营收由制造及零售两大业务板块贡献，近年受海外需求（主要影响制造业务）及内需波动影响，整体呈下降趋势，但伴随 2024 年海外运动品牌订单恢复，制造业务收入恢复增长并驱动利润上行。24Q1-Q3 公司营收/毛利分别为 60.75 亿美元/14.72 亿美元，同比分别+1.47%/+4.42%；2018-2023 年公司营收/毛利 CAGR 分别为-4.04%/-4.67%。24Q1-Q3 公司毛利率为 24.23%，自 2021 年后整体维持平稳。

图表 3：24Q1-Q3 年公司营收同比增长 1.47%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

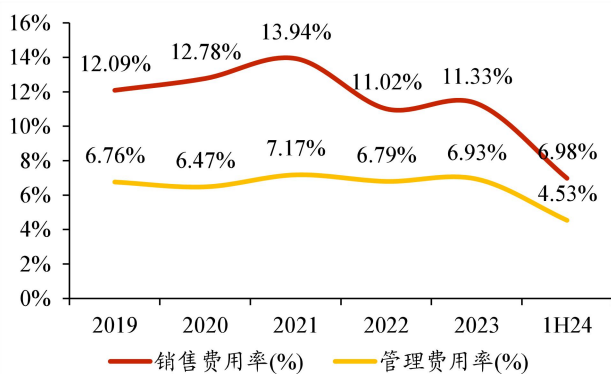
图表 4：24Q1-Q3 年公司毛利率为 24.23%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

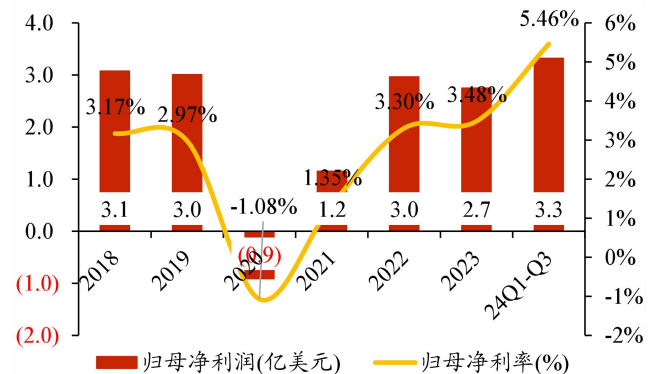
销售费率呈下降趋势，归母净利率近年呈改善趋势。受疫情对全球经济影响，公司 2020 年国内及海外业务拓展，但伴随疫后经济发展及 2024 年海外品牌补库需求，公司鞋履生产需求持续向上，产能利用率提升，驱动运营效率提升，带来利润端修复。费率方面，24H1 销售费率及管理费率分别为 6.98%/4.53%；利润方面，2018-2023 年归母净利润 CAGR 为-2.21%，但 24Q1-Q3 归母净利润同比提升 140.33%，归母净利率升至 5.46%。

图表 5：1H24 公司销售费率为 6.98%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 6：24Q1-Q3 公司归母净利率为 5.46%

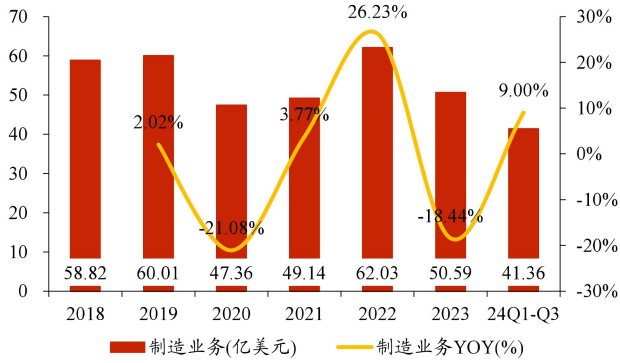


资料来源：公司公告，华源证券研究所

公司制造业务营收贡献 68%左右，结合零售业务全面发展。公司以制造业起家，后涉足零售业务，形成制造业偏出口、零售业偏国内市场的业务覆盖。制造业务至今仍为公司核心

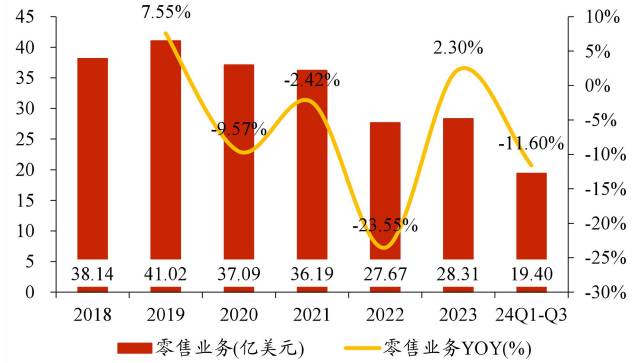
收入来源，24Q1-Q3 营收占比为 68.07%，且因 2024 年海外品牌订单需求持续上行、淡季不淡，24Q1-Q3 制造业务营收增长 9.0%，驱动公司业绩增长；受消费环境影响，零售业务近期仍在调整阶段，24Q1-Q3 营收同比下滑 11.6%，仍需观察主要代理品牌品牌力修复进展。

图表 7：24Q1-Q3 公司制造业务同比+9.0%



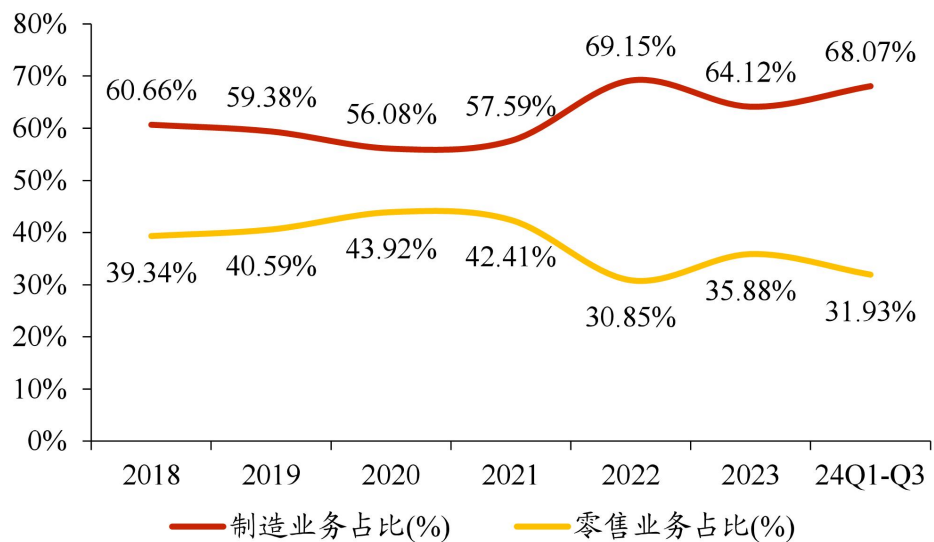
资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 8：24Q1-Q3 公司零售业务同比-11.6%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 9：24Q1-Q3 公司制造业务营收占比为 68.07%



资料来源：公司公告，华源证券研究所

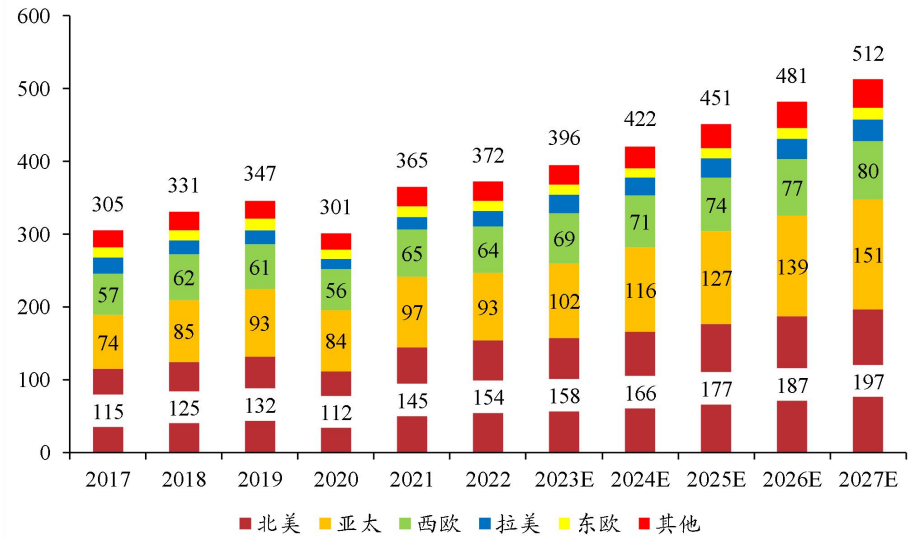
2. 制造业务：全球头部鞋履制造商，需求强劲利润修复

2.1. 全球运动鞋需求方兴未艾，品牌严筛头部代工厂壁垒深厚

新兴市场成为近年世界鞋服市场新增长极。世界运动服饰行业起源可回溯至一、二战后，伴随奥运会及时尚设计的融入，行业迅速发展。2023 年，据 WFSGI，运动品市场发展回暖，行业同比增速边际递增；同时，地区发展分化，形成成熟市场稳健、新兴市场快速发展的格

局，其中，2022–2023 年拉美及亚太增速分别为 22%/11%，为增长较快区域。未来，伴随新兴市场区域经济发展及消费习惯改变，有望带动该地区运动鞋服市场保持高增长。

图表 10：预计 2023–2027 年世界运动品市场年均复合增速为 7%（单位：十亿美元）



资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 2023 年 10 月

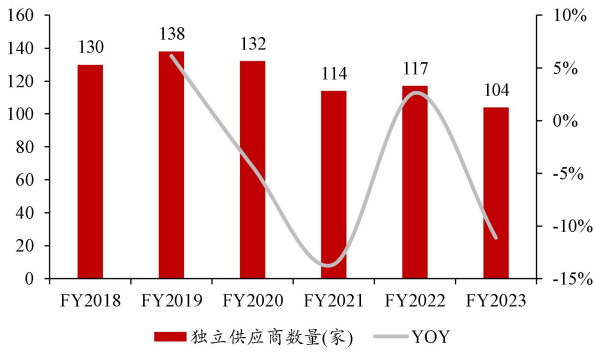
图表 11：世界运动品市场未来增速将主要来自亚太等运动新兴市场

| CAGR, % | 2017–19 | 2021–22 | 2022–23E | 2023E–27E |
|---------|---------|---------|----------|-----------|
| 总计 | 7% | 2% | 6% | 7% |
| 其他地区 | 3% | 6% | 0% | 9% |
| 东欧 | 4% | -6% | -1% | 4% |
| 拉美 | -4% | 20% | 22% | 4% |
| 西欧 | 3% | -3% | 8% | 4% |
| 亚太 | 12% | -4% | 11% | 10% |
| 北美 | 7% | 6% | 2% | 6% |

资料来源：欧睿国际，WFSGI，华源证券研究所 注：数据更新至 2023 年 10 月

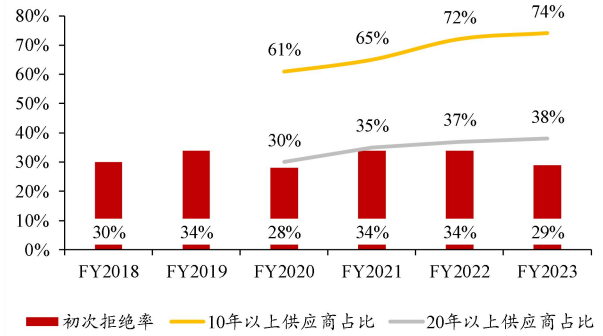
获头部运动品牌认可的供应商订单量更稳定。头部运动品对供应商选取较为严格，但对通过筛选的优质供应商粘性较强：1) 2019–2024 财年，Nike 制鞋厂总数由 112 家下降至 96 家，其中，前四大制鞋生产商产量占比由 61% 下降至 57%，头部供应商仍占据主要份额；2) 2023 年，Adidas 供应商初筛拒绝率在 29% 左右，但与 74% 的供应商合作超过 10 年、与 38% 的供应商合作超过 20 年，且近年公司长期合作供应商占比保持增长趋势。因此，优质供应商更易通过品牌公司筛选并形成长期合作关系，构筑竞争壁垒，并有望长期从品牌公司端获得稳定订单。

图表 12: Adidas 近年供应商数量呈下降趋势



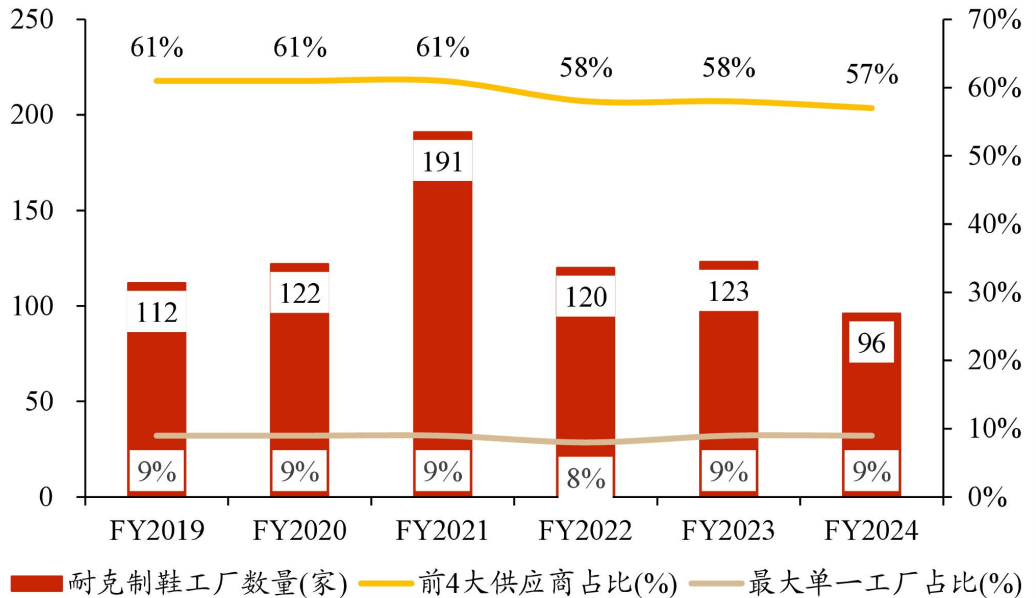
资料来源: Adidas 年报, 华源证券研究所

图表 13: Adidas 长期合作供应商占比不断提升



资料来源: Adidas 年报, 华源证券研究所

图表 14: 近年 Nike 鞋履制造厂数量呈下降趋势



资料来源: Nike 年报, 华源证券研究所

2.2. 夯实核心客户基本盘稳固, 效率提升推动利润率上行

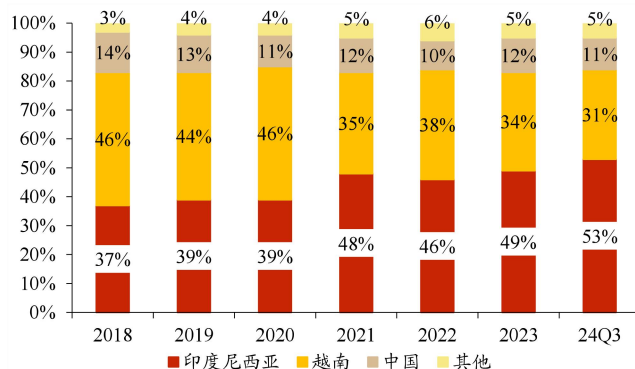
两大核心客户贡献制造端六成收入, 代工厂近年向印尼迁移。从客户占比看, 据 24Q3 财报, 公司客户包含 Nike、Adidas、Asics、New Balance、Salomon 等, 两大核心客户制造业营收占比常年位于六成左右、前五大客户营收占比五成左右, 为公司业务基本盘。从公司代工业务布局看, 公司制造工厂近年向印尼迁移, 24Q3 公司生产的 53% 的鞋履来自印尼, 较 2018 年提升约 16pct, 且公司 24Q3 印尼制造业员工占比为 46%, 占比最高。从员工数量看, 近年公司制造业务员工数量随行业需求波动, 伴随全球补库需求, 2024 年三季度员工数量较 2023 年增长 1.92 万人。

图表 15: 公司制造业务主要客户 (截至 24Q3 季报)



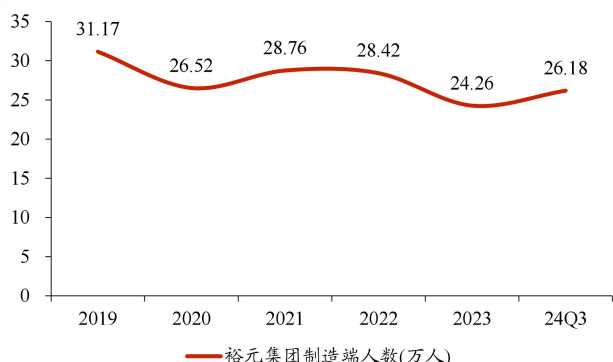
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 16: 近年公司制造业务逐步向印尼迁移



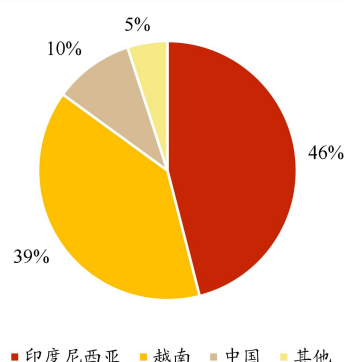
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所 注: 数据为公司鞋履出货量占比

图表 17: 24Q3 公司制造业务员工数为 26.18 万人



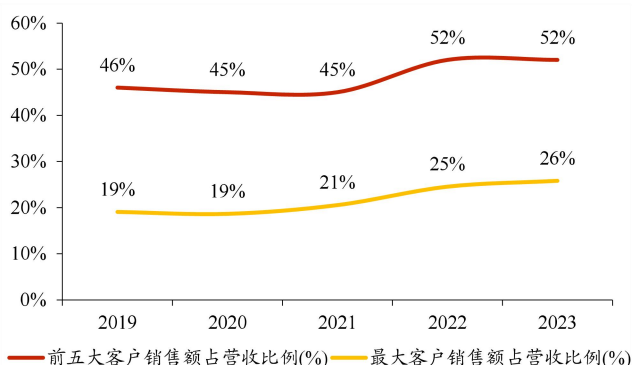
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 18: 24Q3 公司制造业务员工多位于印尼



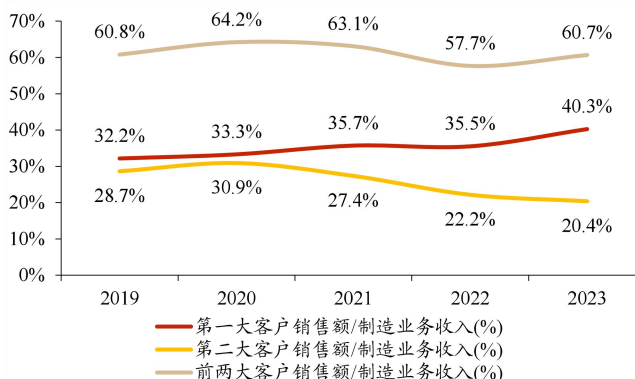
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 19: 公司近年头部客户营收占比有增长趋势



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

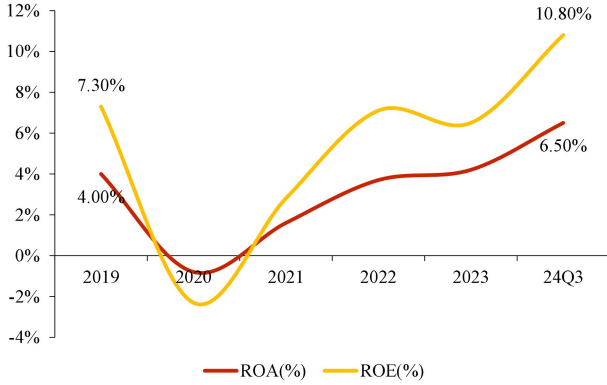
图表 20: 公司核心两大客户对制造业务营收贡献稳固



资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

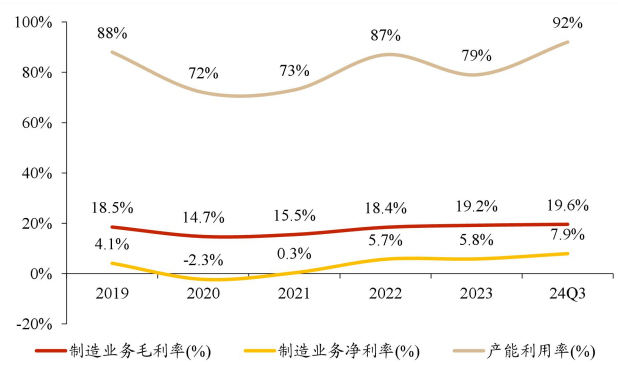
行业需求修复驱动公司产能利用率提升，盈利水平逐步修复。伴随海外运动品牌补库需求，公司产能利用率于 2024 年三季度升至 92%，对于制造企业，产能利用率提升将推动经营效率提升，因此公司近年利润率端呈现逐步修复趋势，因此推动公司 ROA/ROE 于 24Q3 分别升至 6.5%/10.8%，为 2018 年以来新高。

图表 21：公司近期 ROA 及 ROE 呈修复趋势



资料来源：公司公告，华源证券研究所

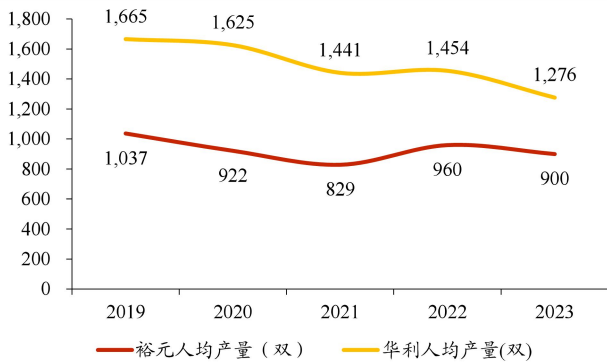
图表 22：伴随产能利用率提升公司利润率逐步向好



资料来源：公司公告，华源证券研究所

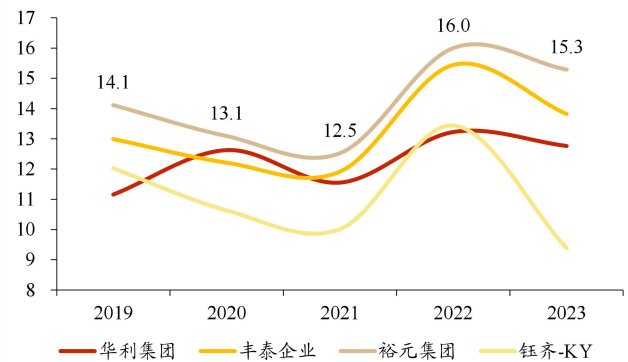
鞋履制造企业中公司人均创收位于前列。从单位员工生产效率看，公司人均创收近年均位于鞋履代工企业头部位置，人均效率相对较高；但 2023 年公司人均鞋履产量为 900 双，而同期华利集团人均鞋履产量为 1276 双，公司人均产量仍有提升空间。

图表 23：公司人均鞋履产量仍有提升空间



资料来源：各公司公告，Wind，华源证券研究所

图表 24：2019-2023 年鞋履制造企业中公司人均创收领先



资料来源：各公司公告，Wind，华源证券研究所 (单位：万元)

3. 零售业务：头部运动鞋服零售商，经营有望逐步迎来修复

3.1. 国家政策利好及居民消费提升驱动运动行业发展

鼓励政策频出为体育产业发展奠定基础。“十四五”以来，国家颁布多项政策以支持体育产业发展。其中覆盖：1) 产业及消费规模目标：根据国家“十四五”规划，截至“十四五”末，体育产业总规模达 5 万亿元，较 2019 年 CAGR 约为 9%，体育消费规模超 2.8 万亿元；

2) 体育服务设施完善: 通过规划、建设、完善户外运动场地, 在“十四五”末将人均体育场地面积较“十三五”末提升 0.4 平方米至 2.6 平方米; 3) 增加旅游休闲需求: 通过优化节假日时间分布及环城市休闲度假带、国家公园等方式, 提振居民旅游休闲需求及相关消费。国家鼓励政策有望培养居民运动观念并促进运动消费, 为运动鞋服行业打开增长空间。

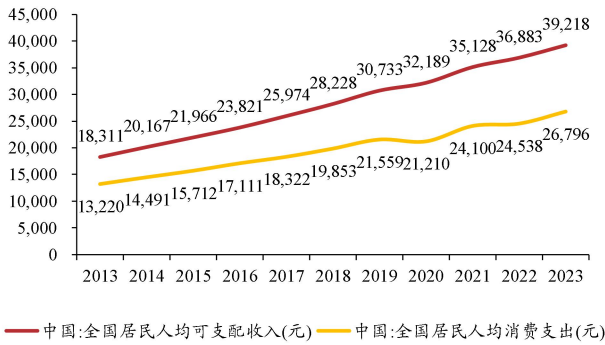
图表 25: 中国户外运动产业国家支持政策梳理

| 产业政策 | 颁布机构 | 颁布时间 | 主要内容 |
|------------------------------------|-----------|---------|--|
| 《促进户外运动设施建设与服务提升行动方案(2023—2025 年)》 | 发改委、体育总局等 | 2023.10 | 实施“户外运动活力山水”计划, 增加户外优质供给、丰富消费场景、提升服务设施, 以更丰富的赛事、更专业的人才队伍、更健全的监管体系扩大参与人群范围, 推动户外运动产业总规模至 2025 年达 3 万亿。 |
| 《户外运动产业发展规划(2022—2025 年)》 | 体育总局、发改委 | 2022.10 | 我国户外运动产业主要目标为 2025 年产业总规模超过 3 万亿元, 具体实施方法包含六大主要任务, 通过开放郊野公园及加强露营配套基建等方式增加露营地供给; 并通过技能培训、完善消费政策等方式释放消费潜力。 |
| 《国民旅游休闲发展纲要(2022—2030 年)》 | 发改委、文旅部 | 2022.07 | 优化全国年节和法定节假日时间分布格局、规划建设环城市休闲度假带、完善休闲服务设施、发展新兴休闲业态、实施旅游休闲高品质服务行动等一系列具体举措。 |
| 《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》 | 国务院办公厅 | 2022.04 | 充分挖掘县乡消费潜力, 提升乡村游、民宿经济、户外运动等服务品质; 强化用地用房保障, 适应户外运动营地及相关基建小规模用地需求。 |
| 《“十四五”旅游业发展规划》 | 发改委 | 2022.03 | 完善旅游产品供给体系; 优化城乡旅游休闲空间; 充分发挥国家公园教育、游憩功能, 开展户外运动等项目; 推进自驾车旅居车旅游, 形成网络化营地服务体系及完善的自驾车旅居车产业链。 |
| 《“十四五”体育发展规划》 | 体育总局 | 2021.10 | “十四五”末, 体育产业总规模达 5 万亿元, 体育消费规模超 2.8 万亿元, 人均体育场地面积提升至 2.6 平方米, 经常参与体育锻炼人数占比至 38.5%; 优化节假日时间分布及旅游景区, 提振相关消费。 |
| 《全民健身计划(2021—2025 年)》 | 国务院 | 2021.08 | 十四五期间, 加大对冰雪、山地户外、航空、水上运动、马拉松、自行车等户外运动项目的推广, 通过完善相关基础设施建设拓展户外运动品类及服务供给。 |
| 《“十四五”时期全民健身设施补短板工程实施方案》 | 发改委、体育总局 | 2021.04 | 国家新增对户外体育公园、健康步道、户外运动公共服务设施的支持方向。 |

资料来源: 体育总局, 发改委等, 华源证券研究所

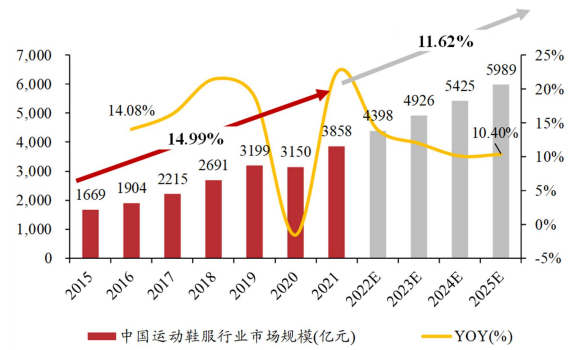
经济发展带动国内居民人均支出提升, 国内鞋服市场发展有望延续。2023 年, 我国居民人均可支配收入增至 3.92 万元, 经济发展及健康观念转变带来参与人数提升推动居民运动服饰相关消费开支不断增长; 据艾媒咨询、欧睿国际及科尔尼, 我国运动服饰行业市场规模于 2021 年增至 3858 亿元, 2015—2021 年 CAGR 为 14.99%。展望未来, 据艾媒咨询预计, 至 2025 年, 中国运动鞋服行业市场规模有望增至 5989 亿元, 2021—2025 年预期年化增速为 11.62%。

图表 26: 2013-2022 年人均消费支出 CAGR 为 7.11%



资料来源: Wind, 华源证券研究所

图表 27: 21-25 年中国运动鞋服市场预期 CAGR 为 11.62%



资料来源: 艾媒咨询, 科尔尼, 欧睿国际, 华源证券研究所

3.2. 经销品牌质量优秀, 优化渠道经营有望逐步改善

国内头部运动品牌经销商, 代理品牌有望逐步多元化。从规模看, 滔搏营收较宝胜略高, 两家公司均为国内头部运动服饰经销商。从代理品牌看, 宝胜与滔搏具有类似的代理品牌选择, 如 Nike、Adidas、Puma 等; 但除了代理国际一线运动巨头外, 公司也积极布局新兴且高增的运动品牌, 如 Hoka、Saucony、Asics 等, 且据 24Q3 财报, 公司未来将加大对 Jack Wolfskin 及 UA 的投入, 代理品牌有望逐步多元化。

图表 28: 宝胜代理的运动品牌 (截至 24Q3 财报)



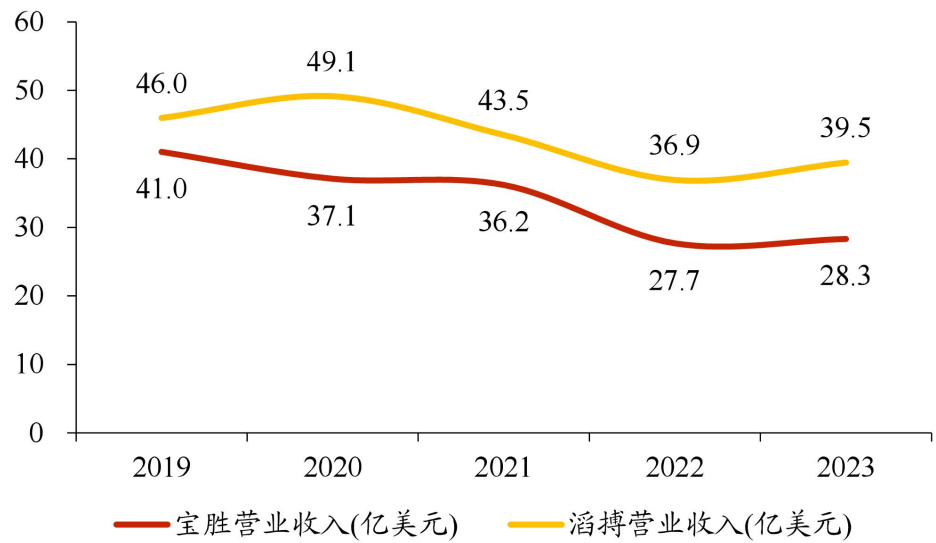
资料来源: 公司公告, 华源证券研究所

图表 29: 滔搏代理的运动品牌 (截至 FY24/25 中报)



资料来源: 滔搏 24/25 财年财报, 华源证券研究所

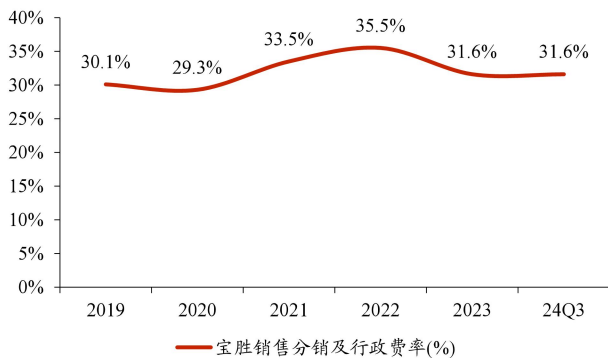
图表 30：营收规模看宝胜稍逊滔搏



资料来源：各公司公告，Wind，华源证券研究所 注：滔搏营收为 FY20-FY24 且调整为美元计价，对应汇率取 1 美元=7.33 人民币

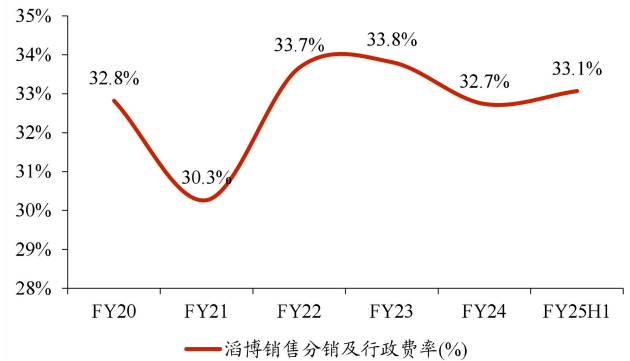
销售及行政费率宝胜略低，但滔搏整体利润率更优。从费率端看，24Q3 宝胜销售分销及行政费率为 31.6%，且除个别年份外该费率整体略低于滔搏；但从利润端看，因渠道结构等问题，公司毛利率及净利率均低于滔搏。未来，公司有望通过提高运营效率、优化店铺结构等方式持续提升利润。

图表 31：24Q3 宝胜销售分销及行政费率为 31.6%

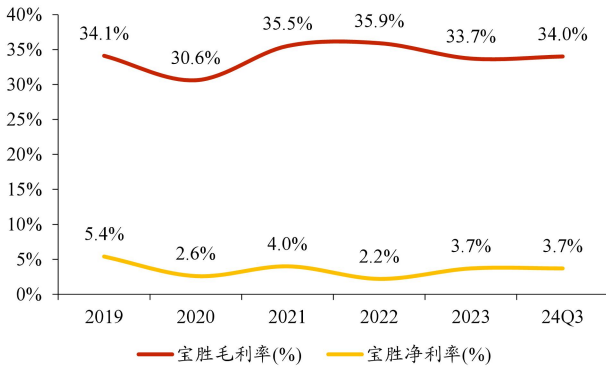


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

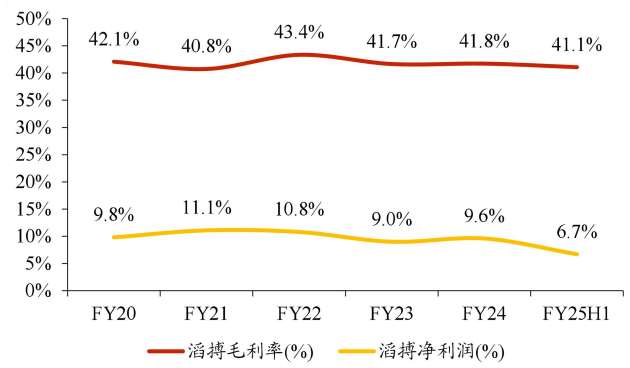
图表 32：FY25H1 滔搏销售分销及行政费率为 33.1%



资料来源：各公司公告，华源证券研究所

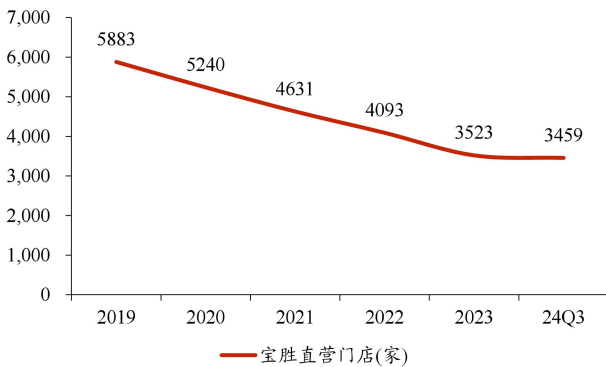
图表 33：24Q3 宝胜毛利率为 34%


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

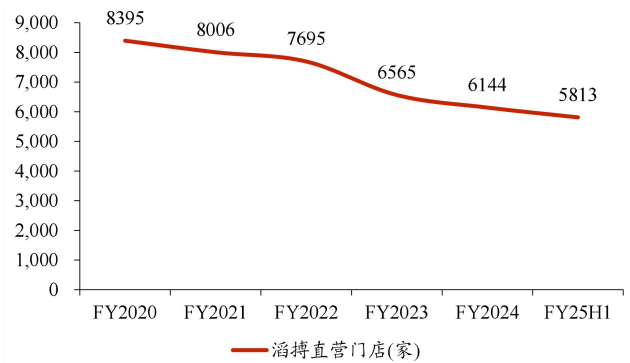
图表 34：滔搏毛利率较宝胜更高


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

线下门店数量因出清低效店持续收缩。伴随宏观环境及线下消费不确定性，近年宝胜与滔搏均执行“关闭低效店”政策，近年线下渠道呈现持续收缩状态。24Q3 宝胜线下直营渠道缩减至 3459 家，较 2019 减少 41%，而滔搏 FY25H1 线下直营渠道缩减至 5813 家，较 FY20 减少 31%。门店持续缩减为公司线下经营带来部分压力。

图表 35：24Q3 宝胜直营门店数量降至 3459 家


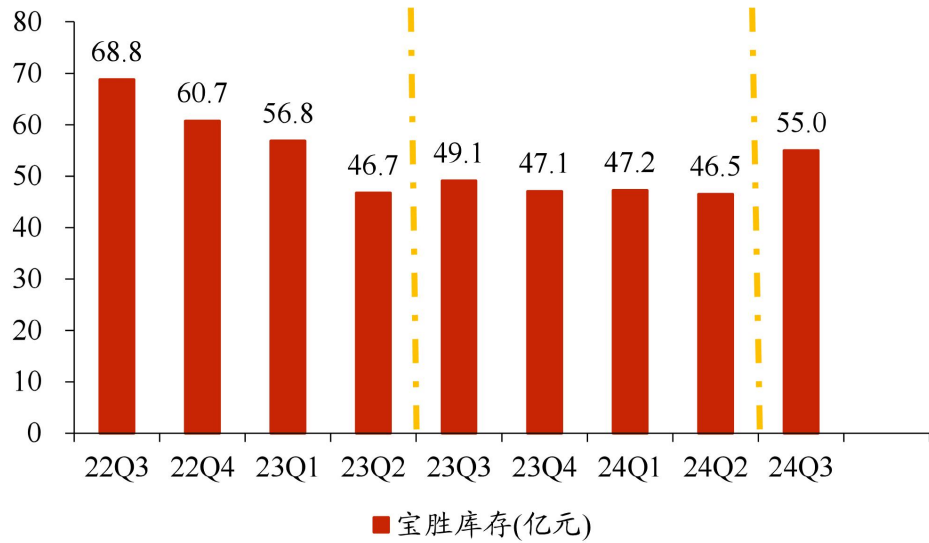
资料来源：各公司公告，华源证券研究所

图表 36：FY25H1 滔搏直营门店数量降至 5813 家


资料来源：各公司公告，华源证券研究所

库存管控初见成效，未来有望通过提高经营效率等方式推动公司经营修复。从库存端看，据 24Q3 财报，公司为年底动销旺季备货而于 Q3 出现季节性库存增长，但整体看自疫情后，公司库存绝对值呈下降趋势，且 12 月及以上库存占比下降至高单位数，整体库存管控良好。**从未来发展看**，公司计划通过全渠道发展、加深战略合作、数位转型、加强会员体系及优化渠道结构提高利润等方式完成升级，推动公司经营提效，实现经营修复。

图表 37：宝胜库存整体管控良好



资料来源：公司公告，华源证券研究所

图表 38：宝胜未来三年发展方向



资料来源：公司公告，华源证券研究所

4. 盈利预测与评级

4.1. 核心假设与盈利预期

期间费率端：1) **销售费用率**，公司深耕鞋履制造及运动鞋服代销多年，代工及代理品牌壁垒深厚，且近期呈现改善趋势，因此预计 2024–2026 公司销售费用率分别为 10.30%、10.25%、10.20%；2) **管理费用率**，公司通过科技赋能数字管理体系，管理费用率有望进一步下行，因此预计 2024–2026 管理费用率分别为 6.70%、6.65%、6.60%。

图表 39：裕元重点费率预测

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 11.33% | 10.30% | 10.25% | 10.20% |
| 管理费用率 | 6.93% | 6.70% | 6.65% | 6.60% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

最终，我们预计公司 2024–2026 营业收入分别为 81.79 亿美元/88.35 亿美元/96.08 亿美元，同比分别增长 3.66%/8.02%/8.76%；归母净利润分别 4.50 亿美元/4.98 亿美元/5.56 亿美元，同比分别增长 63.91%/10.57%/11.62%。

图表 40：裕元简易预测利润表（金额单位：亿美元）

| | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 78.90 | 81.79 | 88.35 | 96.08 |
| YOY | -12.04% | 3.66% | 8.02% | 8.76% |
| 营业成本 | 59.65 | 61.10 | 65.91 | 71.58 |
| YOY | -12.71% | 2.43% | 7.87% | 8.61% |
| 毛利率 | 24.40% | 25.30% | 25.40% | 25.50% |
| 归母净利润 | 2.75 | 4.50 | 4.98 | 5.56 |
| YOY | -7.30% | 63.91% | 10.57% | 11.62% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所

4.2. 首次覆盖给予“买入”评级

从相对估值角度看：裕元集团作为世界运动鞋履头部制造商及国内头部运动服饰经销商，业务多元覆盖市场广泛，且深耕行业多年，合作品牌资源、集团认可度与知名度等均处于行业领先地位，竞争壁垒深厚，未来在全球运动鞋履制造需求景气及国内零售环境逐步改善预期下，增长空间较大。因集团业务属性不一致，因此我们采用分部估值法：**1）制造业务**，我们选择与公司同属运动鞋履制造商的华利集团及同属港股且为运动服饰头部制造商的申洲国际，可比公司 2024 年 PE 均值 18.3；**2）零售业务**，我们选择同属运动服饰经销公司的滔搏及多品牌运营的安踏体育为可比公司，可比公司 2024 年 PE 均值 14.3。我们持续看好公司制造端成长性及零售端伴随内需修复下的经营改善预期，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 41：可比公司估值表

| 股票代码 | 公司简称 | 收盘价 | | EPS | | | | PE | | | |
|-------------------|------|-----------|-----|-----|-----|-----|------|------|------|------|--|
| | | 2025-1-21 | 23A | 24E | 25E | 26E | 23A | 24E | 25E | 26E | |
| 0551.HK | 裕元国际 | 2.1 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 0.3 | 12.5 | 7.6 | 6.9 | 6.1 | |
| 可比公司 | | | | | | | | | | | |
| 2313.HK | 申洲国际 | 55.8 | 3.0 | 3.9 | 4.4 | 4.9 | 18.4 | 14.3 | 12.7 | 11.3 | |
| 300979.SZ | 华利集团 | 73.7 | 2.7 | 3.3 | 3.9 | 4.4 | 26.9 | 22.2 | 19.2 | 16.8 | |
| 可比公司 PE 均值 | | | | | | | 22.7 | 18.3 | 15.9 | 14.0 | |
| 6110.HK | 滔搏 | 2.7 | 0.4 | 0.2 | 0.3 | 0.3 | 7.6 | 12.4 | 10.1 | 8.8 | |
| 2020.HK | 安踏体育 | 77.1 | 3.6 | 4.8 | 4.9 | 5.5 | 21.4 | 16.2 | 15.8 | 14.1 | |
| 可比公司 PE 均值 | | | | | | | 14.5 | 14.3 | 13.0 | 11.4 | |

资料来源：Wind，华源证券研究所 注：可比公司数据为 Wind 一致预期，裕元国际股价调整、EPS 保留为美元计价，申洲国际、安踏体育、滔搏收盘价调整为人民币计价，对应汇率取 1 人民币=1.06 港元、1 人民币=0.14 美元、1 港元=0.13 美元，滔搏财年与日历年不同，表内 EPS 及 PE 数据实际为 FY24A-FY27E

5. 风险提示

全球经济下行风险。公司制造业务主要面向海外头部运动品牌，如经济下行则对全球运动鞋服购买需求有不利影响。

全球政治环境不确定性风险。伴随地缘政治不确定性，部分国家或存在出台提高关税等贸易保护办法，对纺织制造企业出口造成不利影响。

国内零售修复不及预期风险。公司零售业务集中于大中华区，若国内零售修复不及预期，或存在零售端经营状况进一步恶化风险。

附录：财务预测摘要

| 损益表 | | | | | 资产负债表 | | | | |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 美元(百万) | | | | | 单位: 美元(百万) | | | | |
| | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 7,890 | 8,179 | 8,835 | 9,608 | 货币资金 | 923 | 958 | 1,129 | 1,340 |
| 增长率 | -12.0% | 3.7% | 8.0% | 8.8% | 应收款项 | 1,401 | 1,426 | 1,533 | 1,658 |
| 营业成本 | 5,965 | 6,110 | 6,591 | 7,158 | 存货 | 1,247 | 1,281 | 1,383 | 1,502 |
| %销售收入 | 75.6% | 74.7% | 74.6% | 74.5% | 其他流动资产 | 212 | 212 | 212 | 212 |
| 毛利 | 1,925 | 2,069 | 2,244 | 2,450 | 流动资产 | 3,784 | 3,878 | 4,256 | 4,713 |
| %销售收入 | 24.4% | 25.3% | 25.4% | 25.5% | 权益性投资 | 609 | 609 | 609 | 609 |
| 其他收入 | 88 | 92 | 97 | 102 | 固定资产 | 1,663 | 1,672 | 1,689 | 1,711 |
| %销售收入 | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 1.1% | 无形资产 | 529 | 617 | 714 | 818 |
| 销售费用 | 894 | 842 | 906 | 980 | 非流动资产 | 3,574 | 3,581 | 3,754 | 3,941 |
| %销售收入 | 11.3% | 10.3% | 10.3% | 10.2% | 资产总计 | 7,358 | 7,459 | 8,010 | 8,654 |
| 管理费用 | 547 | 548 | 587 | 634 | 应付款项 | 476 | 492 | 538 | 593 |
| %销售收入 | 6.9% | 6.7% | 6.7% | 6.6% | 短期借款 | 643 | 543 | 443 | 343 |
| 研发费用 | 158 | 164 | 177 | 192 | 其他流动负债 | 866 | 900 | 955 | 1,029 |
| %销售收入 | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 2.0% | 流动负债 | 1,985 | 1,936 | 1,936 | 1,964 |
| 财务费用 | 51 | 5 | 1 | -7 | 长期债务 | 330 | 330 | 330 | 330 |
| %销售收入 | 0.6% | 0.1% | 0.0% | -0.1% | 其他长期负债 | 334 | 0 | 0 | 0 |
| 息税前利润 (EBIT) | 441 | 634 | 698 | 772 | 非流动负债 | 664 | 330 | 330 | 330 |
| %销售收入 | 5.6% | 7.8% | 7.9% | 8.0% | 负债总计 | 2,648 | 2,265 | 2,266 | 2,294 |
| 投资收益 | 62 | 68 | 71 | 74 | 归属母公司股东权益 | 4,240 | 4,675 | 5,173 | 5,729 |
| %税前利润 | 15.9% | 10.7% | 10.1% | 9.5% | 少数股东权益 | 470 | 518 | 571 | 631 |
| 除税前利润 | 390 | 629 | 697 | 779 | 负债股东权益合计 | 7,358 | 7,459 | 8,010 | 8,654 |
| 利润率 | 4.9% | 7.7% | 7.9% | 8.1% | | | | | |
| 所得税 | 81 | 131 | 146 | 164 | 比率分析 | | | | |
| 所得税率 | 20.8% | 20.8% | 20.9% | 21.0% | | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 净利润 (含少数股东损益) | 309 | 498 | 551 | 615 | 每股指标 | | | | |
| 少数股东损益 | 34 | 48 | 53 | 60 | 每股收益 | 0.17 | 0.28 | 0.31 | 0.35 |
| 归属于母公司的净利润 | 275 | 450 | 498 | 556 | 每股净资产 | 2.63 | 2.91 | 3.22 | 3.57 |
| 增长率 | -7.3% | 63.9% | 10.6% | 11.6% | 每股经营现金净额 | 0.59 | 0.51 | 0.48 | 0.52 |
| 净利率 | 3.5% | 5.5% | 5.6% | 5.8% | 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | | | | 回报率 | | | | |
| | | | | | 净资产收益率 | 6.48% | 9.63% | 9.62% | 9.70% |
| | | | | | 总资产收益率 | 3.73% | 6.04% | 6.22% | 6.42% |
| | | | | | 投入资本收益率 | 6.15% | 8.28% | 8.47% | 8.67% |
| | | | | | 增长率 | | | | |
| | | | | | 营业收入增长率 | -12.04% | 3.66% | 8.02% | 8.76% |
| | | | | | EBIT增长率 | -4.93% | 43.78% | 9.99% | 10.63% |
| | | | | | 净利润增长率 | -7.30% | 63.91% | 10.57% | 11.62% |
| | | | | | 总资产增长率 | -7.27% | 1.36% | 7.40% | 8.03% |
| | | | | | 资产管理能力 | | | | |
| | | | | | 应收账款周转天数 | 41.5 | 39.5 | 38.6 | 38.5 |
| | | | | | 存货周转天数 | 86.7 | 74.5 | 72.8 | 72.6 |
| | | | | | 应付账款周转天数 | 27.2 | 28.5 | 28.1 | 28.4 |
| | | | | | 固定资产周转天数 | 78.8 | 73.4 | 68.5 | 63.7 |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 流动比率 | 1.91 | 2.00 | 2.20 | 2.40 |
| | | | | | 速动比率 | 1.28 | 1.34 | 1.48 | 1.63 |
| | | | | | 净负债/股东权益 | 1.05% | -1.64% | -6.20% | -10.50% |
| | | | | | EBIT利息保障倍数 | 5.2 | 21.0 | 25.7 | 32.1 |
| | | | | | 资产负债率 | 35.99% | 30.37% | 28.28% | 26.51% |

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。