

2025 年 02 月 11 日

Q4 制造业净利率受加班影响，1 月春节错位

裕元集团 (0551. HK)

评级:	买入	股票代码:	0551
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	18.34/7.62
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	258.65
最新收盘价(港元):	16.12	自由流通市值(亿港元)	258.65
		自由流通股数(百万)	1,604.56

事件概述

公司发布 24 年盈喜预告，预计 24 年归母净利同比增长 55%-60%，即 24 年归母净利预计为 4.3-4.4 亿美元，业绩低于市场预期，我们分析主要由于成本提升以及汇率影响。根据公司官网，24 年公司收入 81.8 亿美元，同比增长 3%。单季来看，24Q4 归母净利 0.94-1.08 亿美元，同比下降 21.5%-31.5%；根据公司官网，24Q4 公司收入 21.1 亿美元，同比增长 9.7%，由此计算 24Q4 归母净利率预计为 4.5-5.1%，同比下降 2.1-2.7PCT，我们分析主要由于 23 年员工人数下降 14.6%带来劳动力成本下降，而 24 年随着订单增加，24 年前三季度员工人数已增加 6%。

根据公司公告，公司两家位于印尼附属公司存在争议税款，分别为 0.757/0.13 亿美元，若考虑该争议税款，预计对 24 年净利有 5-10%不利影响。

分析判断：

24Q4 制造业延续双位数增长，1 月由于春节错位影响增速放缓。24 年 10-12 月制造业收入同比增长 21.3%/17.0%/13.5%，25 年 1 月制造业增长 1.1%，增速放缓我们分析主要受春节时间影响。

零售业务 11-12 月收入下滑，25 年 1 月增长 24.2%。24 年 10-12 月零售业收入同比增长 4.7%/-11.9%/-3.9%，25 年 1 月零售业增长 24.2%，我们分析主要受春节影响。

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。展望来看，1) 短期来看，虽然 24 年补库已过，但公司上半年订单仍有望维持双位数增长，得益于扩产、价格降幅收窄、阿迪及 ASICS 驱动；2) 中期来看，公司在管理改善后重启产能扩张；3) 长期来看，对比同行净利率仍有提升空间。下调公司 24-26 年营收预测 83.3/91.4/99.9 亿美元至 81.8/86.9/90.9 亿美元；下调 24-26 年归母净利预测 4.7/5.1/5.7 亿美元至 4.3/5.0/5.6 亿美元，对应下调 EPS 0.29/0.32/0.35 美元至 0.27/0.31/0.35 美元，2025/2/11 收盘价 16.12 港元，对应 24-26 PE 为 8/7/6X，股息率 5.4%，维持“买入”评级。

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	8179.71	8692.11	9091.96
YoY (%)	5.12%	-12.04%	3.67%	6.26%	4.60%
归母净利润(百万美元)	296.35	274.71	431.22	501.14	557.89
YoY (%)	157.53%	-7.30%	56.97%	16.21%	11.32%
毛利率 (%)	23.83%	24.40%	24.90%	25.40%	25.90%
每股收益 (美元)	0.18	0.17	0.27	0.31	0.35
ROE (%)	7.07%	6.48%	9.23%	9.69%	9.74%
市盈率	7.64	6.50	7.69	6.62	5.94

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1美元=7.8港元）

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万美元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	7978.07	8276.40	8798.47	9208.96	净利润	274.71	431.22	501.14	557.89
YoY (%)	-11.96%	3.74%	6.31%	4.67%	折旧和摊销	407.67	219.19	197.27	177.55
营业成本	5964.85	6142.85	6484.19	6737.01	营运资金变动	257.61	719.51	480.21	-575.04
营业税金及附加					经营活动现金流	944.66	1353.68	1171.16	160.06
销售费用	894.16	842.46	925.00	1010.97	资本开支	-	0.00	0.00	0.00
管理费用	546.62	550.32	567.41	575.33	201.26				
财务费用	50.94	-8.82	-37.30	-62.13	投资	-	0.00	0.00	0.00
资产减值损失					125.14				
投资收益	62.18	62.18	62.18	62.18	投资活动现金流	-	80.04	80.04	80.04
营业利润					151.69				
营业外收支					股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	390.20	612.50	711.82	792.43	债务募资	-	0.00	0.00	0.00
所得税	80.99	127.13	147.75	164.48	467.01				
净利润	309.21	485.37	564.07	627.95	筹资活动现金流	-	-9.65	-9.65	-9.65
归属于母公司净利润	274.71	431.22	501.14	557.89	859.67				
YoY (%)	-7.30%	56.97%	16.21%	11.32%	现金净流量	-71.56	1424.07	1241.55	230.45
每股收益 (美元)	0.17	0.27	0.31	0.35					
资产负债表 (百万美元)					主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	923.22	2347.29	3588.84	3819.29	成长能力				
预付款项					营业收入增长率	-	3.67%	6.26%	4.60%
存货	1247.00	1860.45	1504.80	2084.81	12.04%				
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	-7.30%	56.97%	16.21%	11.32%
流动资产合计	3783.86	4419.90	5305.80	6116.26	盈利能力				
长期股权投资	609.06	609.06	609.06	609.06	毛利率	24.40%	24.90%	25.40%	25.90%
固定资产	1663.05	1496.74	1347.07	1212.36	净利率	3.48%	5.27%	5.77%	6.14%
无形资产	528.87	475.98	428.38	385.54	总资产收益率 ROA	3.73%	5.55%	5.92%	6.13%
非流动资产合计	3574.37	3355.18	3157.91	2980.37	净资产收益率 ROE	6.48%	9.23%	9.69%	9.74%
资产合计	7358.23	7775.08	8463.71	9096.63	偿债能力				
短期借款	643.16	643.16	643.16	643.16	流动比率	1.91	2.31	2.60	2.99
应付账款及票据	475.51	453.86	527.15	492.11	速动比率	1.28	1.34	1.86	1.97
其他流动负债	789.50	818.47	869.74	909.75	现金比率	0.47	1.22	1.76	1.87
流动负债合计	1984.67	1916.16	2040.72	2045.69	资产负债率	35.99%	33.18%	31.95%	29.78%
长期借款	329.50	329.50	329.50	329.50	经营效率				
其他长期负债	334.03	334.03	334.03	334.03	总资产周转率	1.03	1.08	1.07	1.04
非流动负债合计	663.53	663.53	663.53	663.53	每股指标 (美元)				
负债合计	2648.20	2579.69	2704.25	2709.22	每股收益	0.17	0.27	0.31	0.35
股本	52.04	52.04	52.04	52.04	每股净资产	2.63	2.91	3.22	3.57
少数股东权益	469.76	523.91	586.84	656.89	每股经营现金流	0.59	0.84	0.73	0.10
股东权益合计	4710.03	5195.39	5759.46	6387.41	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
负债和股东权益合计	7358.23	7775.08	8463.71	9096.63	估值分析				
					PE	6.50	7.69	6.62	5.94
					PB	0.42	0.71	0.64	0.58

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。