

2025 年 03 月 13 日

裕元集团 (00551. HK)

投资评级： 买入（维持）

——制造高景气驱动集团营收增长，鞋履出货量增长近 17%

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 03 月 11 日

收盘价（港元）	15.10
一年内最高/最低（港元）	18.40/8.37
总市值（百万港元）	24,228.80
流通市值（百万港元）	24,228.80
资产负债率（%）	33.37

资料来源：聚源数据

- **集团归母净利润同比增长 42.8%，制造业务景气推动集团营收增长。**公司发布 2024 财年年报，FY24 实现营收 81.8 亿美元，同比+3.7%，其中，制造业务营收同比+11.1%，零售业务按人民币口径营收同比-8.0%；利润端，公司 FY24 实现毛利润 19.9 亿美元，同比+3.5%，实现归母净利润 3.9 亿美元，同比+42.8%。集团资产收益率及股本回报率分别为 5.8%/8.8%，为 2021 财年以来新高。
- **制造业务：鞋履出货量增长近 17%，产能利用率提升推动制造业务毛利率上行。**公司制造业务端 FY24 实现营收 56.21 亿美元，同比+11.1%。受益于 2024 年补库需求带来的纺服制造行业景气度提升，公司 FY24 制造业务鞋履出货量达 2.55 亿双，同比+16.9%，产能利用率提升至 93%，为自 2021 财年来新高，推动制造业务毛利率增至 19.9%，同比+0.7pct。**分区域看**，公司印尼区域鞋履出货量占比不断提升，FY24 鞋履出货量同比+28.6%，占比达 54%，印尼相对较低的人工成本有望助公司利润持续增厚。**分产品看**，运动/户外鞋仍为公司核心品类，FY24 营收占比 53.8%，同比+9.0%，此外，休闲鞋及运动凉鞋品类增速较快，FY24 营收同比+24.2%。
- **零售业务：国际品牌修复有望推动零售业务重拾增长。**受线下消费需求及核心代理品牌影响，FY24 公司零售业务营收-8.0%（人民币口径），但利润端小幅改善，FY24 毛利率为 34.2%，同比+0.5pct。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，且据公司公告，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，且伴随国际品牌品牌力修复预期，公司零售业务有望重拾增长。
- **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。我们预计公司 FY25-FY27 营收分别为 86.7/91.3/95.4 亿美元，预计公司 FY25-FY27 归母净利润分别为 5.0/5.7/6.0 亿美元，对应 FY25-FY27 EPS 分别为 0.31/0.36/0.38 美元。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，维持“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）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7890.17	8182.16	8674.04	9131.03	9541.33
同比增长率（%）	-12.04%	3.70%	6.01%	5.27%	4.49%
归母净利润（百万元）	274.71	392.42	500.95	570.59	603.58
同比增长率（%）	-7.30%	42.85%	27.66%	13.90%	5.78%
每股收益（元/股）	0.17	0.24	0.31	0.36	0.38
ROE（%）	6.48%	8.84%	10.14%	10.36%	9.87%
市盈率（P/E）	11.51	8.05	6.29	5.52	5.22

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

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)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,182	8,674	9,131	9,541	货币资金	757	1,126	1,399	1,686
增长率	3.7%	6.0%	5.3%	4.5%	应收款项	1,587	1,506	1,574	1,619
营业成本	6,189	6,506	6,844	7,142	存货	1,336	1,383	1,436	1,468
%销售收入	75.6%	75.0%	75.0%	74.9%	其他流动资产	165	165	165	165
毛利	1,993	2,169	2,287	2,400	流动资产	3,845	4,180	4,574	4,938
%销售收入	24.4%	25.0%	25.1%	25.2%	权益性投资	590	590	590	590
其他收入	123	153	181	199	固定资产	1,579	1,585	1,598	1,655
%销售收入	1.5%	1.8%	2.0%	2.1%	无形资产	739	826	920	1,024
销售费用	838	889	931	954	非流动资产	3,530	3,683	3,850	4,072
%销售收入	10.2%	10.3%	10.2%	10.0%	资产总计	7,375	7,864	8,425	9,010
管理费用	553	572	594	592	应付款项	500	506	513	516
%销售收入	6.8%	6.6%	6.5%	6.2%	短期借款	358	258	158	58
研发费用	0	173	183	191	其他流动负债	912	940	962	976
%销售收入	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%	流动负债	1,770	1,704	1,633	1,550
财务费用	63	3	-10	-21	长期债务	400	400	400	400
%销售收入	0.8%	0.0%	-0.1%	-0.2%	其他长期负债	292	292	292	292
息税前利润 (EBIT)	635	714	789	815	非流动负债	691	691	691	691
%销售收入	7.8%	8.2%	8.6%	8.5%	负债总计	2,461	2,395	2,324	2,241
投资收益	78	71	74	0	归属母公司股东权益	4,438	4,939	5,510	6,113
%税前利润	13.7%	9.9%	9.3%	0.0%	少数股东权益	476	530	591	656
除税前利润	572	711	800	835	负债股东权益合计	7,375	7,864	8,425	9,010
利润率	7.0%	8.2%	8.8%	8.8%	比率分析				
所得税	147	156	168	167		2024A	2025E	2026E	2027E
所得税率	25.8%	22.0%	21.0%	20.0%	每股指标				
净利润 (含少数股东损益)	425	555	632	668	每股收益	0.24	0.31	0.36	0.38
少数股东损益	32	54	61	65	每股净资产	2.77	3.08	3.43	3.81
归属于母公司的净利润	392	501	571	604	每股经营现金净流	0.33	0.59	0.54	0.61
增长率	42.8%	27.7%	13.9%	5.8%	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利率	4.8%	5.8%	6.2%	6.3%	回报率				
现金流量表					净资产收益率	8.84%	10.14%	10.36%	9.87%
单位: 美元(百万)					总资产收益率	5.32%	6.37%	6.77%	6.70%
	2024A	2025E	2026E	2027E	投入资本收益率	8.32%	9.09%	9.37%	9.02%
净利润	392	501	571	604	增长率				
少数股东损益	32	54	61	65	营业收入增长率	3.70%	6.01%	5.27%	4.49%
营运资金变动	0	67	-92	-60	EBIT增长率	44.04%	12.38%	10.55%	3.17%
其他变动	112	331	331	368	净利润增长率	42.85%	27.66%	13.90%	5.78%
经营活动现金流量净额	537	953	870	976	总资产增长率	0.23%	6.62%	7.13%	6.95%
资本开支	0	-480	-500	-520	资产管理能力				
投资	0	-60	-60	-60	应收账款周转天数	40.1	39.6	39.1	38.9
其他	59	80	83	9	存货周转天数	75.1	75.2	74.2	73.2
投资活动现金流量净额	59	-460	-477	-571	应付账款周转天数	28.4	27.8	26.8	25.9
股权募资	0	0	0	0	固定资产周转天数	71.3	65.7	62.7	61.4
债权募资	0	-100	-100	-100	偿债能力				
其他	631	-24	-21	-18	流动比率	2.17	2.45	2.80	3.19
筹资活动现金流量净额	631	-124	-121	-118	速动比率	1.42	1.64	1.92	2.24
现金净变动	0	369	273	287	净负债/股东权益	0.01%	-8.57%	-13.80%	-18.15%
					EBIT利息保障倍数	10.0	29.8	37.9	46.0
					资产负债率	33.37%	30.45%	27.59%	24.87%

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）。