

纺织制造

裕元集团 (00551.HK)

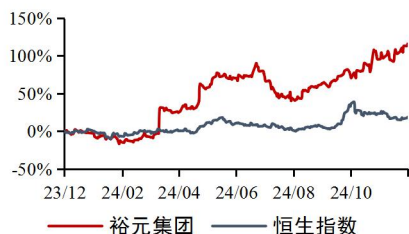
买入-B(首次)

制造业务利润率回升，零售业务静待客流改善

2024年12月4日

公司研究/深度分析

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2024年12月3日

收盘价（港元）：	17.620
总股本（亿股）：	16.09
流通股本（亿股）：	16.09
流通市值（亿港元）：	283.43

来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

投资要点：

➤ **裕元集团：运动鞋履产业链上游制造、下游零售环节共同布局。**公司于1988年成立，1992年在香港交易所主板上市。公司现为运动/户外鞋与休闲鞋制造商龙头，创始人蔡氏家族1969年于中国台湾进入鞋履制造行业，迄今为止，已有55年的鞋履制造经验。同时，公司通过持股宝胜国际62.55%的股份，开展大中华地区运动、户外及休闲用品零售及分销业务，目前为国内第二大整合型运动、户外及休闲用品零售平台。2023年，公司实现营业收入78.90亿美元，其中制造业务、零售业务分别占比64.1%、35.9%；实现归母净利润2.75亿美元，其中制造业务、零售业务分别占比84.5%、15.7%。

➤ **制造业务：全球运动鞋履制造商龙头，效率提升带动利润率向上。**公司为全球最具规模的品牌运动鞋和休闲鞋制造商，凭借整合产业链上游鞋材原材料环节、领先的产品研发能力，保持行业鞋履出货量第一。产能方面，公司1992年在印尼设立生产基地，1994年在越南设立生产基地，海外生产基地布局完善，印尼与越南运营经验丰富。客户方面，1979年，公司与Converse、Adidas品牌开展合作，1987年，与Nike品牌开展合作，与两大国际运动用品公司合作超过40年。我们估算，公司在耐克和阿迪达斯的鞋履采购份额分别为11%、14%，为两大品牌的核心供应商。且客户集中度处于行业适中水平，对单一客户依赖有限。成长空间，2024年行业订单恢复，预计全年鞋履出货量有望达到2.5亿双，同比增长中双位数以上，员工人数自2023年末触底后，连续三个季度回升，鞋履出货量有望伴随订单需求旺盛、新产能投产，实现双位数稳健增长。伴随不断精进生产技术、优化生产效能，对比友商，公司利润率有进一步提升空间。

➤ **零售业务：国内第二大运动用品经销零售商，静待线下客流回暖。**2001年公司在国内开展零售业务，主要为Nike、Adidas、Reebok品牌的分销零售业务。经过多年来的拓展扩张，在大中华区已建立起一定规模的销售网络。目前，宝胜国际为国内第二大运动用品经销零售商，截至2023年末，拥有直营门店3523家，营收规模为200.64亿元。疫情后，公司持续关闭线下低效门店，提升渠道质量，并且对存量门店进行面积升级，300平米以上的大店占比提升。但受到外部宏观环境影响，同店销售持续承压，宝胜于2020年2月正式推出微店，为线下直营门店销售贡献持续提升，2023年泛微店销售占线下直营门店销售比重超过20%，占零售业务整体比重为13%。与国内运动



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

用品第一大零售商滔搏对比，公司毛利率基本在 33%-36% 区间波动，滔搏毛利率稳定在 40% 以上，主要由于加盟门店销售占比较高。宝胜与滔搏销售费用率、管理费用率水平接近。毛利率差异，导致宝胜经营利润率低于滔搏，疫情后，经营利润率为 2%-4% 区间，滔搏基本接近 10%。但宝胜 2023 年、2024 年前九个月经营利润率分别为 3.67%、3.68%，同比提升 1.4pct、0.3pct，经营效率有所回升。

盈利预测、估值分析和投资建议：预计公司 2024-2026 年营业收入为 81.29、88.15、95.64 亿美元，同比增长 3.0%/8.4%/8.5%；归母净利润为 4.50、5.17、5.75 亿美元，同比增长 63.6%/14.8%/11.2%。参考港股运动服饰制造商龙头申洲国际、运动用品零售商滔搏，分别给予公司制造业务 12 倍估值，零售业务 7 倍估值，合理市值为 418 亿港元，较 12 月 3 日相比，具备 48% 的上涨空间。公司同时布局运动鞋履产业链上游制造、下游零售环节，看好公司制造业务新产能持续扩张、订单恢复稳健增长、利润率进一步修复，期待公司零售业务在线下客流回暖后，利润率弹性。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

风险提示：制造业务订单增长不及预期；制造业务产能扩张不及预期；国内消费市场恢复不及预期；国内运动服饰市场竞争加剧；汇率波动对公司经营可能带来的潜在风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,970	7,890	8,129	8,815	9,564
YoY(%)	5.1	-12.0	3.0	8.4	8.5
净利润(百万元)	296	275	450	517	575
YoY(%)	157.4	-7.1	63.6	14.8	11.2
毛利率(%)	23.8	24.4	25.0	25.1	25.2
EPS(摊薄/元)	0.18	0.17	0.28	0.32	0.36
ROE(%)	6.3	6.6	10.0	10.2	10.8
P/E(倍)	12.3	13.2	8.1	7.0	6.3
P/B(倍)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
净利率(%)	3.3	3.5	5.5	5.9	6.0

资料来源：最闻，山西证券研究所（注：币种为美元）

目录

1. 裕元集团：制造业务利润率回升，零售业务静待客流回暖.....	7
2. 制造业务：全球运动鞋履制造商龙头，效率提升带动利润率向上.....	8
2.1 产能：海外生产基地运营经验丰富，中国大陆及印尼生产效率领先越南.....	9
2.2 客户：国际运动服饰品牌核心供应商，客户集中度处于行业中等水平.....	11
2.3 壁垒：垂直整合产业链上游鞋材环节，研发投入保证产品竞争力.....	12
2.4 成长空间：新增产能布局，提质增效带动利润率提升.....	14
3. 零售业务：国内第二大运动用品经销零售商，静待线下客流回暖.....	18
3.1 合作客户：国际知名运动用品品牌，品牌客户重视大中华区市场发展.....	20
3.2 渠道管理：优化低效门店，全渠道运营提升客户粘性.....	21
3.3 数字化运营：数字化运营动作推进，提升终端零售运营效率.....	24
3.4 经营指标：批发渠道收入占比高导致毛利率低于友商，经营利润率低单位数水平.....	24
4. 盈利预测与估值.....	25
5. 风险提示.....	27

图表目录

图 1： 营业收入分业务板块.....	7
图 2： 归母净利润分业务板块（单位：百万美元）.....	7
图 3： 裕元集团涉足制造、零售两大块业务.....	7
图 4： 制造业务营收对比（2023 年）.....	8
图 5： 鞋履出货量对比（2023 年）.....	8
图 6： 鞋履出货量历年同比增速对比.....	9
图 7： 历年鞋履出货量对比（单位：百万双）.....	9
图 8： 制造业务员工人数各地区占比.....	10



图 9: 鞋履出货量各地区占比.....	10
图 10: 两大客户占制造业务营收比重.....	11
图 11: 制造业务合作品牌客户.....	11
图 12: “花瓣型”制鞋产业统合图.....	13
图 13: 运动鞋履生产所需原材料.....	13
图 14: 研发费用及占收入比重.....	13
图 15: 各鞋履制造商研发费用率对比.....	13
图 16: 各鞋履制造商鞋履均价估算对比（2023 年）.....	14
图 17: 制造业务鞋履出货量的变化.....	15
图 18: 制造业务鞋履均价的变化.....	15
图 19: 制造业务员工人数变化.....	15
图 20: 制造业务资本开支.....	15
图 21: 制造业务毛利率与产能利用率.....	16
图 22: 公司数位转型协力传统优势.....	16
图 23: 制造业务人均出货量.....	17
图 24: 制造业务人均出货金额.....	17
图 25: 制造业务期间费用率.....	18
图 26: 制造业务经营利润率.....	18
图 27: 各鞋履制造商毛利率对比.....	18
图 28: 各鞋履制造商经营利润率对比.....	18
图 29: 宝胜与滔搏营收规模对比（单位：亿元）.....	19
图 30: 宝胜与滔搏归母净利润对比（单位：亿元）.....	19
图 31: 宝胜与滔搏直营门店数量对比（单位：家）.....	19



图 32: 宝胜国际合作客户矩阵.....	20
图 33: 宝胜国际五大品牌销售占比.....	20
图 34: 滔搏合作客户矩阵.....	20
图 35: 滔搏主力品牌营收占比 (2024 财年)	20
图 36: 宝胜门店数量减少但大店占比持续提升.....	22
图 37: 宝胜正价直营门店同店销售表现.....	22
图 38: 宝胜国际零售业务月度营收变化.....	22
图 39: 泛微店贡献线下直营销售占比.....	23
图 40: 零售业务各渠道销售表现.....	23
图 41: YYsports 胜道体育会员人数.....	23
图 42: 宝胜泛微店生态圈.....	23
图 43: 宝胜与滔搏毛利率对比.....	24
图 44: 宝胜与滔搏销售费用率对比.....	24
图 45: 宝胜与滔搏管理费用率对比.....	25
图 46: 宝胜与滔搏经营利润率对比.....	25
图 47: 宝胜与滔搏批发业务收入占比 (2023 年)	25
图 48: 宝胜加盟门店数量及占比.....	25
表 1: 各运动鞋履制造商海外布局时间.....	10
表 2: 各运动鞋履制造商各地产能占比 (2023 年)	10
表 3: 各运动鞋履制造商与两大国际运动用品公司合作时间.....	12
表 4: 各运动鞋履制造商客户收入占比.....	12
表 5: 宝胜国际业务渠道 (2023 年)	21



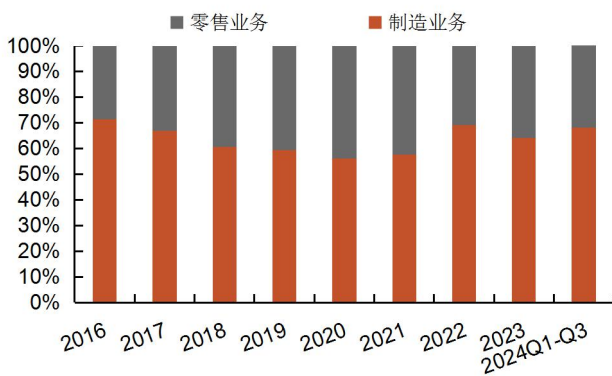
表 6: 盈利预测..... 26

1. 裕元集团：制造业务利润率回升，零售业务静待客流回暖

公司同时布局运动鞋履产业链上游制造业务与下游零售业务。裕元集团于 1988 年成立，并于 1992 年 7 月在香港交易所主板上市。公司现为运动/户外鞋与休闲鞋制造商龙头，同时，通过持股宝胜国际 62.55% 的股份，开展大中华地区运动、户外及休闲用品零售及分销业务。2023 年，公司实现营业收入 78.90 亿美元，其中制造业务、零售业务分别占比 64.1%、35.9%；实现归母净利润 2.75 亿美元，其中制造业务、零售业务分别占比 84.5%、15.7%。

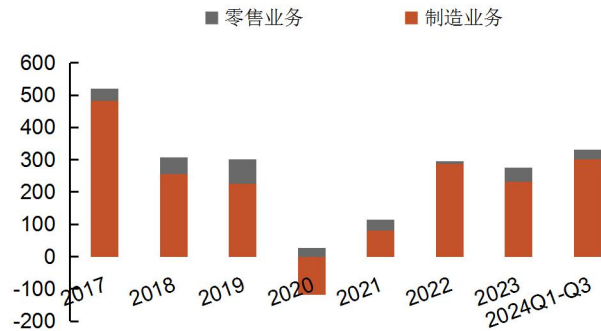
鞋履制造内功深厚，拓展零售业务完善产业链布局。公司控股股东宝成工业，间接持有公司 51.11% 的股份，美国银行、贝莱德等投资机构共持有公司 13.12% 的股份，其它持股为 35.76%。蔡氏家族为宝成工业主要股东，蔡氏家族 1969 年于中国台湾进入鞋履制造行业，起初主要生产编织鞋、凉鞋及拖鞋等产品，1978 年开始生产运动鞋，1988 年在香港成立裕元，制造品牌运动鞋及运动风休闲鞋，1992 年开始生产休闲鞋，迄今为止，已有 55 年的鞋履制造经验。2001 年，集团在中国开展零售业务，目前宝胜国际为国内第二大整合型运动、户外及休闲用品零售平台，合作品牌包括 Nike、Adidas、Skechers 等顶尖运动用品品牌。

图 1：营业收入分业务板块



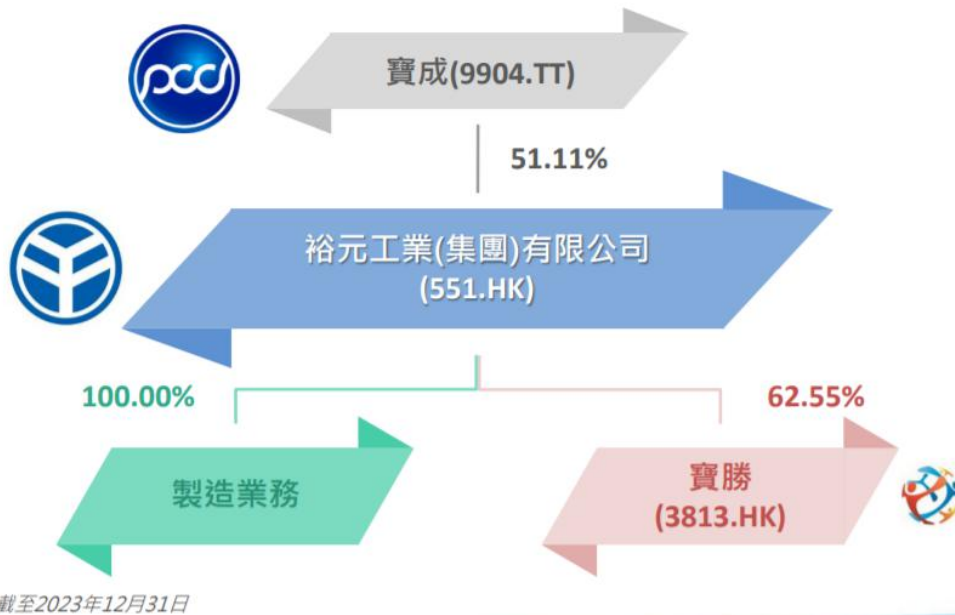
资料来源：公司 2017-2023 年度、2024 年前九个月业绩公告，山西证券研究所

图 2：归母净利润分业务板块（单位：百万美元）



资料来源：公司 2017-2023 年度、2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 3：裕元集团涉足制造、零售两大块业务



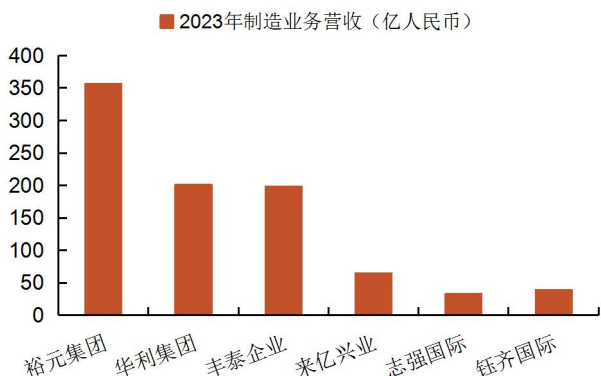
资料来源：公司 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

2. 制造业务：全球运动鞋履制造商龙头，效率提升带动利润率向上

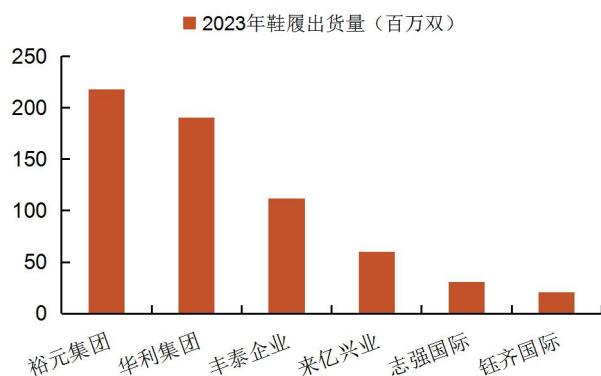
2024 年前三季度，品牌客户订单恢复带动公司鞋履出货量中双位数增长。公司为全球最具规模的品牌运动鞋和休闲鞋制造商，业务范畴以制造运动/户外鞋、休闲鞋、多功能鞋、运动凉鞋、鞋底及配件为主，负责为国际品牌如 Nike, Adidas, Asics, New Balance, Salomon 及 Timberland 等代工制造/代工设计制造（OEM/ODM）。公司在疫情以前，2013-2019 年期间，每年鞋履出货量均超过 3 亿双，2020 年及此后，受到疫情扰动、品牌客户去库存、友商快速成长等方面影响，鞋履出货量明显下滑至 2 亿双以上。2024 年前三季度，伴随下游客户订单恢复正常，公司出货量达到 1.87 亿双，同比增长 16.2%。虽然公司鞋履出货量不及自身高峰水平，但仍为全球最大的运动鞋履制造商，2023 年鞋履出货量、制造业务营收分别为 2.18 亿双、50.59 亿美元，主要竞争对手为华利集团、丰泰企业、来亿兴业，志强国际与钰齐国际分别聚焦足球鞋、户外鞋制造领域，规模体量较小。

图 4：制造业务营收对比（2023 年）

图 5：鞋履出货量对比（2023 年）

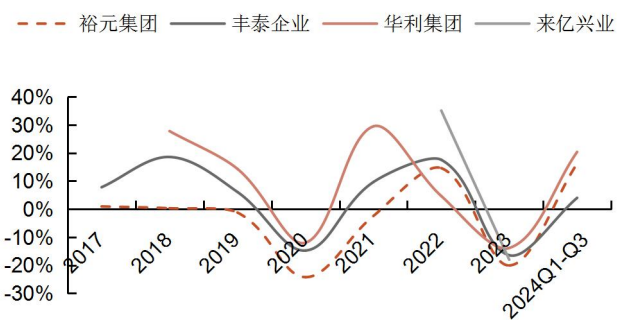


资料来源: Wind, 山西证券研究所 (注: 换算为人民币进行比较)



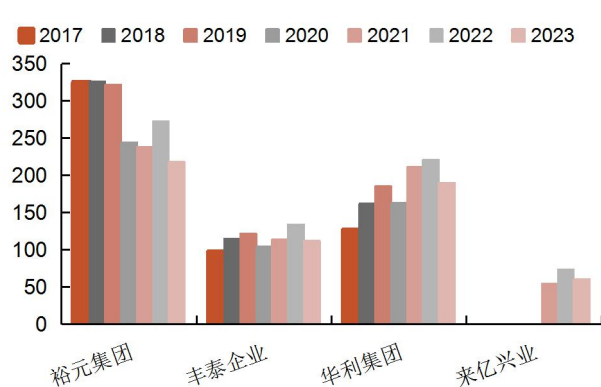
资料来源: 裕元集团/华利集团/丰泰企业/来亿兴业/志强国际/钰齐国际 2023 年年报, 来亿兴业法人说明会资料, 山西证券研究所

图 6: 鞋履出货量历年同比增速对比



资料来源: 裕元集团 2016-2023 年年报, 来亿兴业法人说明会资料, 华利集团招股说明书, 华利集团 2021/2023 年年报, 丰泰企业 2017-2023 年年报, 山西证券研究所

图 7: 历年鞋履出货量对比 (单位: 百万双)



资料来源: 来亿兴业法人说明会资料, 裕元集团 2017-2023 年年报, 华利集团招股说明书, 华利集团 2021/2023 年年报, 丰泰企业 2017-2023 年年报, 山西证券研究所

2.1 产能: 海外生产基地运营经验丰富, 中国大陆及印尼生产效率领先越南

公司海外生产基地多元化布局完善, 印尼与越南运营经验丰富。产能方面, 公司于中国、越南、印尼、孟加拉、柬埔寨、缅甸等国家均设有厂房。1992 年在印尼设立生产基地, 1994

年在越南设立生产基地，1998、2009年分别在墨西哥、柬埔寨及孟加拉设立生产基地，2015年在缅甸设立生产基地。越南与印尼为运动鞋履制造商产能布局的主要区域，相比友商，公司海外建厂时间更早，运营时间长，经验丰富。截至2023年末，公司制造业务员工共有24.26万人，印尼、越南、中国大陆、其它区域占比为46%、39%、10%、5%；鞋履出货量2.18亿双，印尼、越南、中国大陆、其它区域占比为49%、34%、12%、5%。我们以人均鞋履出货量为生产效率衡量指标，从高到低分别为中国大陆、印尼、越南。从人均生产效率角度看，公司在印尼的生产效率处于越南与中国区间。

表 1：各运动鞋履制造商海外布局时间

	印尼	越南	缅甸	柬埔寨	孟加拉	印度
裕元集团	1992	1994	2015	2009	2009	
华利集团	2024	2005				
丰泰企业	1992	1996				2006
来亿兴业	2021	1990	2014			

资料来源：裕元集团 2023 年度业绩 PPT，来亿兴业/丰泰企业/华利集团官网，华利集团 2023 年报，山西证券研究所

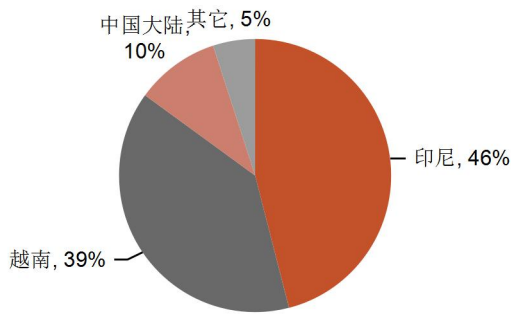
表 2：各运动鞋履制造商各地产能占比（2023 年）

	印尼	越南	印度	中国	缅甸
裕元集团	49%	34%	-	12%	-
华利集团	-	接近 100%	-	-	-
丰泰企业	14%	48%	29%	9%	-
来亿兴业	-	86%	-	7%	7%

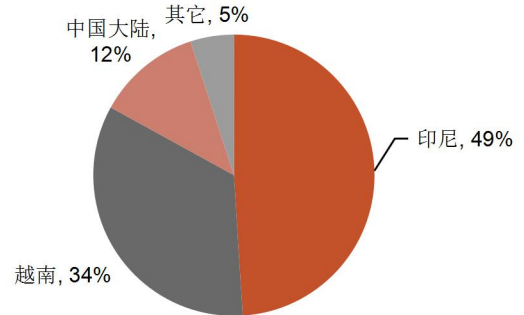
资料来源：丰泰企业、来亿兴业法人说明会资料，裕元集团 2023 年度业绩 PPT，华利集团 2023 年报，山西证券研究所

图 8：制造业务员工人数各地区占比

图 9：鞋履出货量各地区占比



资料来源：公司 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所



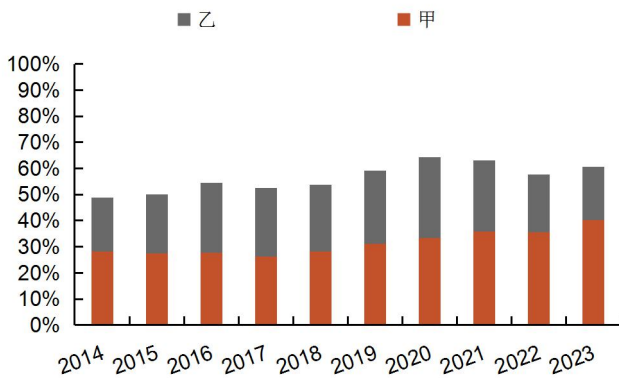
资料来源：公司 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

2.2 客户：国际运动服饰品牌核心供应商，客户集中度处于行业中等水平

与国际运动服饰龙头品牌合作超过 40 年，客户集中度处于运动鞋履代工行业适中水平。客户方面，1979 年，公司与 Converse、Adidas 品牌开展合作，1987 年，与 Nike 品牌开展合作，与两大国际运动用品公司合作超过 40 年。公司前两大客户分别为 Nike、Adidas，2023 年占制造业务收入比重为 40%、20%，疫情后，Nike 收入占比持续提升，Adidas 收入占比有所下滑。2023 年，Nike、Adidas 鞋履采购量分别约为 5.7 亿双，3.1 亿双，我们估算，公司在耐克和阿迪达斯的鞋履采购份额分别为 11%、14%，为两大品牌的核心供应商。另外，公司客户矩阵丰富，包括大众运动品牌 Asics, New Balance, 以及始祖鸟、Salomon 等高端户外品牌，一方面，合作品牌产品工艺复杂，侧面印证公司鞋履制造能力、生产工艺领先；另一方面，公司对单一客户依存度适中，前两大客户收入占比为 60.7%，客户集中度与华利集团接近，较丰泰企业、来亿兴业而言，客户结构更为均衡。

图 10：两大客户占制造业务营收比重

图 11：制造业务合作品牌客户



资料来源：公司 2015-2023 年年报，山西证券研究所

资料来源：公司官网，山西证券研究所

表 3：各运动鞋履制造商与两大国际运动用品公司合作时间

	Nike 品牌	Converse 品牌	Adidas 品牌
裕元集团	1987	二十世纪 70 年代末	1979
华利集团	2012	1995	2024
丰泰企业	1977	-	-
来亿兴业	-	2003	1990

资料来源：宝成工业/丰泰企业 2023 年报，来亿兴业/华利集团官网，环球鞋网，华利集团 2024Q3 业绩交流，山西证券研究所

表 4：各运动鞋履制造商客户收入占比

	第一大	第二大	第三大	第四大	第五大	CR2	CR4	CR5
裕元集团	40.3%	20.4%				60.7%		
华利集团	37.8%	20.2%	11.8%	7.0%	5.6%	58.0%	76.8%	82.4%
丰泰企业	85.0%							
来亿兴业	57.7%	21.3%	13.4%	3.9%		79.1%	96.4%	

资料来源：裕元集团/华利集团/来亿兴业/丰泰企业 2023 年报，山西证券研究所

2.3 壁垒：垂直整合产业链上游鞋材环节，研发投入保证产品竞争力

整合产业链上游鞋材原材料环节，保证产品品质且提升订单相应速度。鞋履产业链上游原材料主要包括纺织品、皮革、化学品等，不同部位的鞋材需要不同原材料生产，如：运动鞋鞋底采用橡胶热压底或 EVA 发泡底，鞋面采用合成皮、网布或皮革（人工皮或真皮）。由于制鞋产业发展已久，鞋材种类又非常多元，且市场庞大，鞋材已发展为一个专门应用领域。公司作

为鞋履 ODM 制造商，负责鞋型开发与生产成品鞋，经过多道生产工序，将鞋材组合成成品鞋。

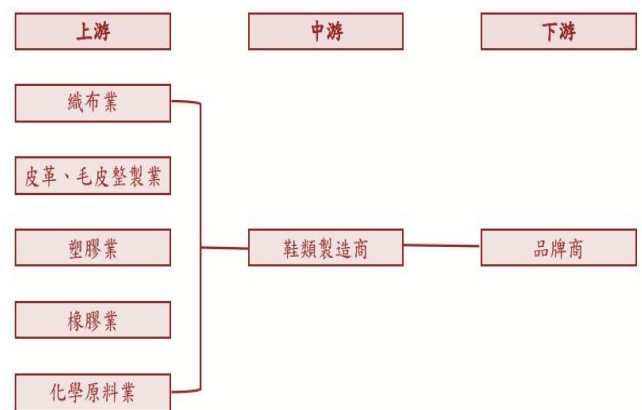
“垂直整合、精准投资”是公司重要的发展策略，2002 年，公司从宝成工业收购共 67 间从事鞋类上游制造（原材料、模具及鞋材）的公司，透过自行发展、投资及并购相关产业项目，以掌握制程、材料及关键零组件之供应，通过垂直整合、水平分工的策略成功地统合各地知识与技术，组构成一种花瓣型产业，以此稳定供货来源，进一步提升整体品质、提高订单响应速度。

图 12：“花瓣型”制鞋产业统合图



资料来源：宝成工业官网，山西证券研究所

图 13：运动鞋履生产所需原材料

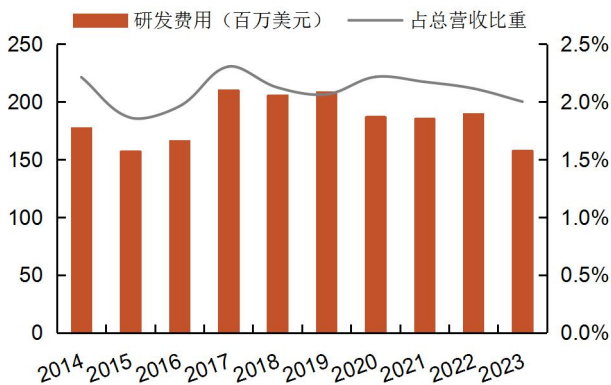


资料来源：丰泰企业 2023 年报，山西证券研究所

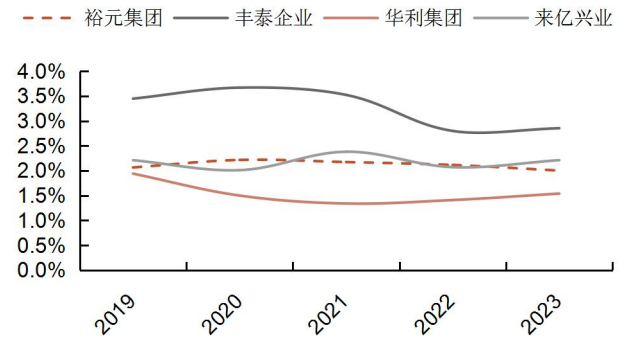
研发能力：研发费用率保持稳定，产品均价处于行业领先水平。近年来，公司每年保持约 2 亿美金的研发费用绝对金额、2%的研发费用率水平，主要用于样品制作及数位打样、技术及流程再造、以及提高生产效率等项目。对于每一个拥有研究及开发团队的品牌客户，公司相应为其研究与开发团队成立独立产品研发中心，协助客户形体开发工作中融入创新科技元素及永续材料，提供产品设计相关建议，致力于满足品牌客户的最高要求与市场需求。从产品均价维度看，2023 年公司产品均价超过 20 美元，仅次于钰齐国际、丰泰企业，印证公司承接高端产品线订单，具备较强的产品研发能力。

图 14：研发费用及占收入比重

图 15：各鞋履制造商研发费用率对比

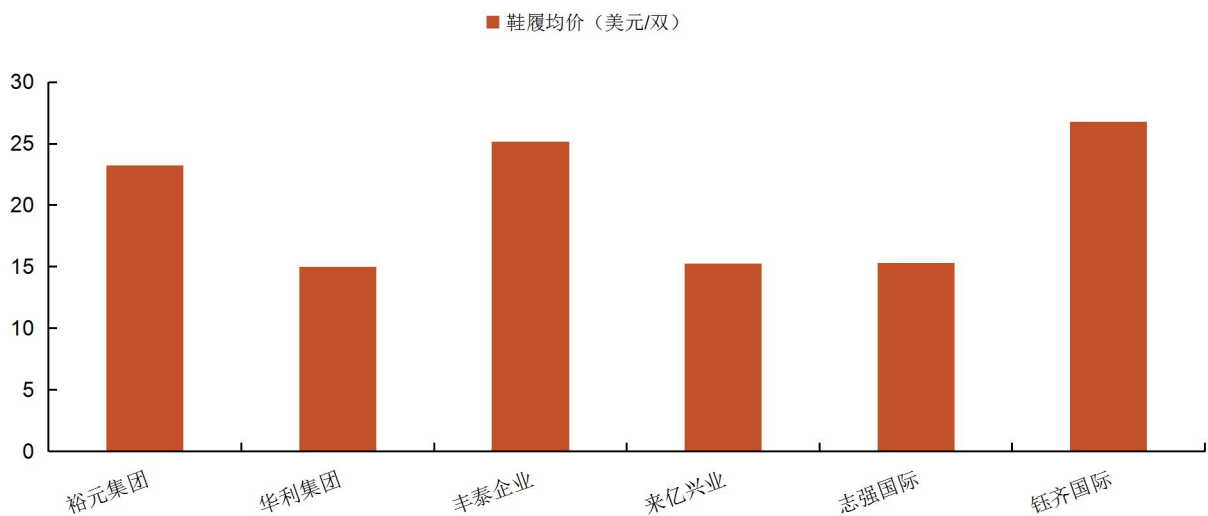


资料来源：公司 2015-2023 年年报，Wind，山西证券研究所



资料来源：来亿兴业 2023 年年报，丰泰企业 2019-2023 年年报，裕元集团 2019-2023 年年报，Wind，山西证券研究所

图 16：各鞋履制造商鞋履均价估算对比（2023 年）



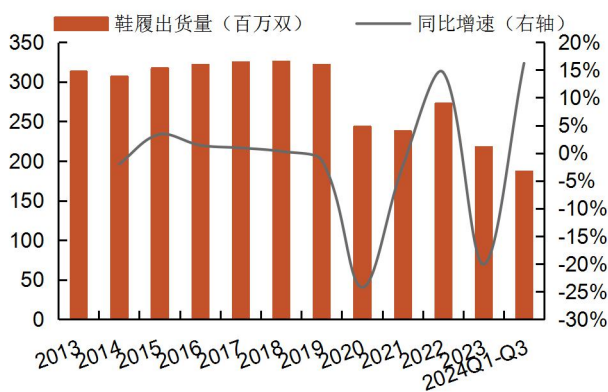
资料来源：裕元集团/华利集团/丰泰企业/来亿/志强国际/钰齐国际 2023 年年报，来亿兴业法人说明会资料，Wind，山西证券研究所

2.4 成长空间：新增产能布局，提质增效带动利润率提升

营收端：越南、印尼新建产能投产，重新聚焦制造业务产能扩张。销量方面，2016-2019

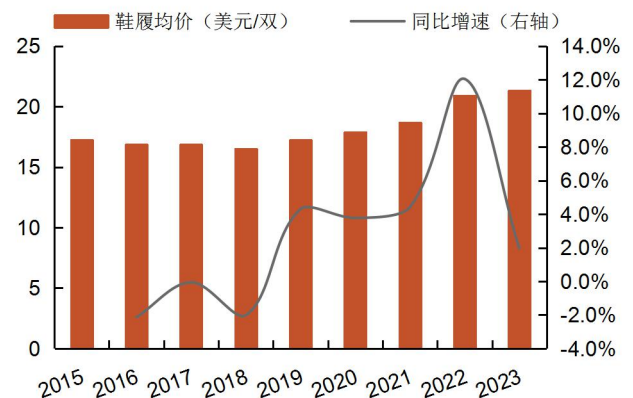
年，公司的鞋履出货量在 3.22-3.26 亿双波动，2020 年疫情开始，2021 年越南停产，2022 年 4 季度开始行业去库存，2024 年订单恢复，预计 2024 年鞋履出货量同比增长中双位数以上，有望达到 2.5 亿双以上，恢复至疫情前约 8 成的水平。公司制造业务员工人数自 2023 年末触底后，连续三个季度回升，截至 2024Q3 末，员工人数年度净增加 1.92 万人；2024 年前三季度，制造业务资本开支为 1.15 亿美元，公司预计后续每年维持 2 亿美元的资本开支，长期投资配合品牌推动多元化产区策略，稳步推进印尼中爪哇及印度新增产能。均价方面，公司的鞋履均价，和产品组合密切相关，2021Q4 开始，南越疫情影响季节性与产品组合，公司均价持续提升，2023Q4 开始，消费趋势两级分化，影响产品组合，预计后续均价稳定在 20-21 美元区间。综上所述我们认为，公司制造业务后续营收增长主要依靠产能扩张带动、均价水平保持平稳。

图 17：制造业务鞋履出货量的变化



资料来源：公司 2013-2023 年年报，2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

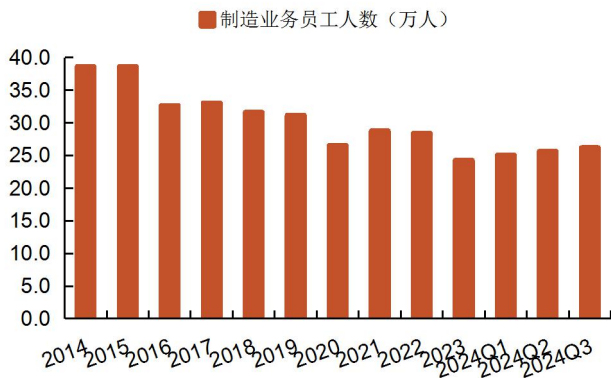
图 18：制造业务鞋履均价的变化



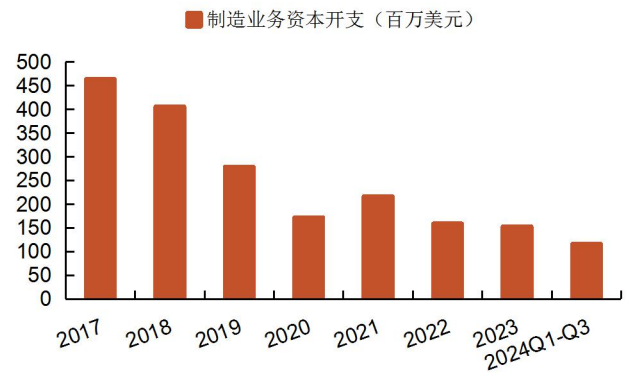
资料来源：公司 2020-2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

图 19：制造业务员工人数变化

图 20：制造业务资本开支



资料来源：公司 2018 年、2024 年前九个月、上半年、第一季度业绩 PPT，山西证券研究所

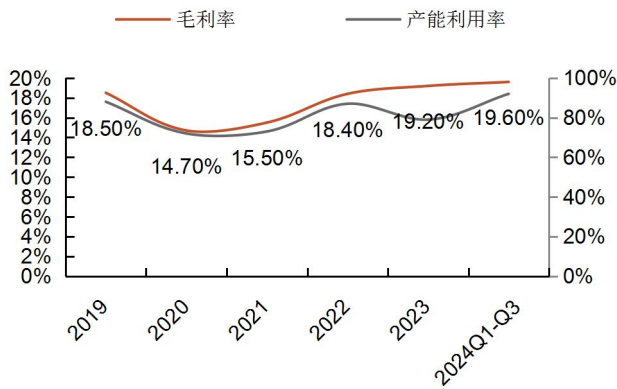


资料来源：公司 2024 年前九个月、2018 年度业绩 PPT，山西证券研究所

盈利能力：产能利用率回升带动毛利率向上，SAP 系统助力提质增效。毛利率方面，短期看，公司的毛利率与产能利用率高度相关，同时受到新工厂爬坡的影响，2024 年前三季度，公司产能利用率提升至 92%，毛利率达到 19.6%的近年来新高水平。2023 年，公司产能利用率下滑，但毛利率提升，主因公司降本增效效果明显、灵活调度生产安排并因需求动态优化人力，抵销因需求不振导致产能利用率下降的负面影响。展望后续，2024Q3 产能利用率已达 95.0%，预计后续仍会继续提升，但空间有限。中长期看，公司鞋履均价预计维持稳定，生产端提质增效带动毛利率上升。公司持续大力推进制造业务的数位化转型，执行智能工厂策略，作为智能制造策略的一部分，公司将制造管理系统整合于一体化作业平台（OCP）中，以强化现行的生态智能及智能制造策略，提高生产效率，提供更有效率的生产交期、订单准交能力、端对端能力。疫情前，公司人均产出量及人均产出金额均持续增长，印证效率提升，疫情后，人均产出量有所下滑，但鞋型变化，带动均价提升，人均产出金额仍呈增长趋势，保持生产效率领先。

图 21：制造业务毛利率与产能利用率

图 22：公司数位转型协力传统优势

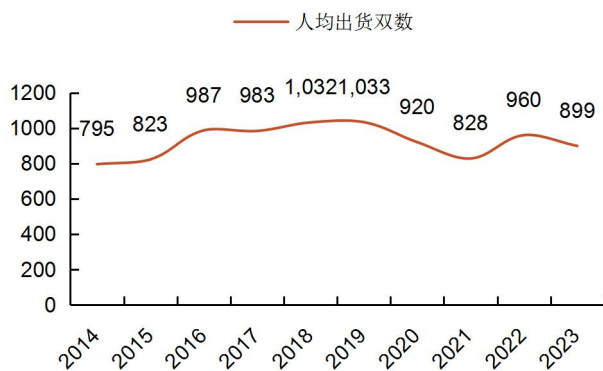


资料来源：公司 2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所



资料来源：公司 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

图 23：制造业务人均出货量



资料来源：公司 2014-2023 年年报，2018 年度业绩 PPT，山西证券研究所

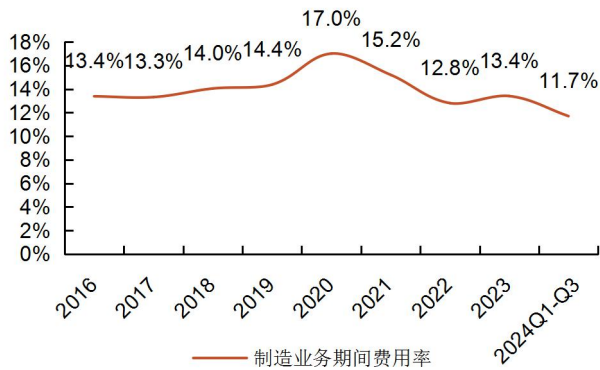
图 24：制造业务人均出货金额



资料来源：公司 2014-2023 年年报，2018 年度业绩 PPT，山西证券研究所

经营利润率方面，疫情前，公司制造业务期间费用率基本维持 13-14% 区间，近年来，期间费用率有所优化，2024 年前三季度为 11.7%，带动经营利润率底部回升，2024 年前三季度经营利润率为 7.9%，创新高水平。综上，预计公司制造业务不断精进生产技术及研发效率，持续优化生产效能，利润率有进一步提升空间。对比友商，公司毛利率与来亿兴业接近，低于丰泰企业与华利集团，经营利润率低于来亿兴业，费用率仍然有进一步优化空间。

图 25：制造业务期间费用率



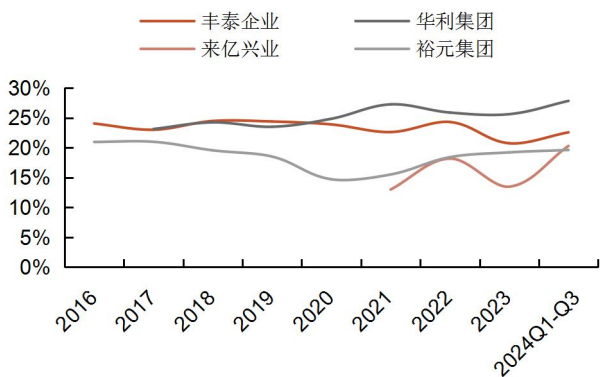
资料来源：公司 2017-2023 年度业绩 PPT，2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 26：制造业务经营利润率



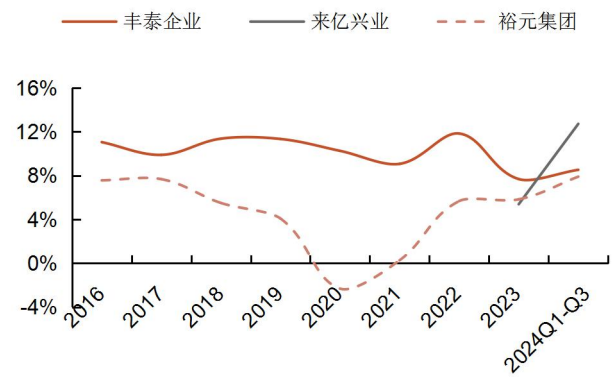
资料来源：公司 2017-2023 年度业绩 PPT，2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 27：各鞋履制造商毛利率对比



资料来源：Wind，公司 2017-2023 年度业绩 PPT，2024 年前九个月业绩 PPT，来亿兴业法人说明会资料，山西证券研究所

图 28：各鞋履制造商经营利润率对比



资料来源：Wind，公司 2017-2023 年度业绩 PPT，2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

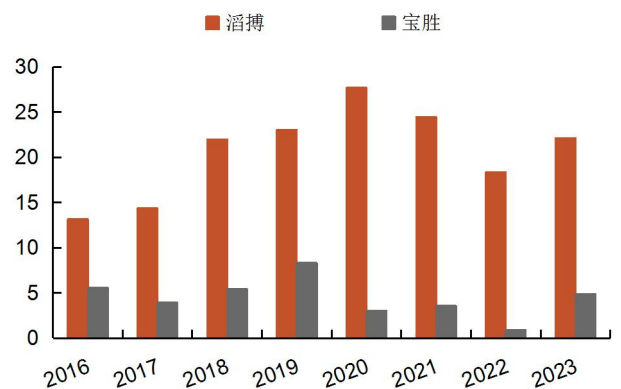
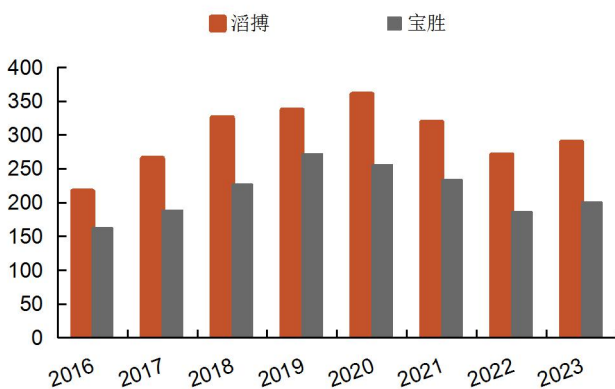
3. 零售业务：国内第二大运动用品经销零售商，静待线下客流回暖

国内第二大运动用品经销零售商，营收规模超过 200 亿元。宝成工业集团自 1992 年起由品牌代理业务开端，后来逐步发展运动用品零售业务，2001 年集团在中国开展零售业务，主

要为耐克、阿迪达斯、锐步品牌的分销零售业务。经过多年来的拓展扩张，在大中华区已建立起一定规模的销售网络，与国际众多优秀品牌密切合作，为消费者提供优质的商品选择及多元化的消费体验。2008年宝成国际将零售及品牌代理业务独立分拆，由裕元工业转投资宝胜国际专注经营发展。目前，宝胜国际为国内第二大运动用品经销零售商，截至2023年末，拥有直营门店3523家，营收规模为200.64亿元，归母净利润为4.90亿元。

图 29：宝胜与滔搏营收规模对比（单位：亿元）

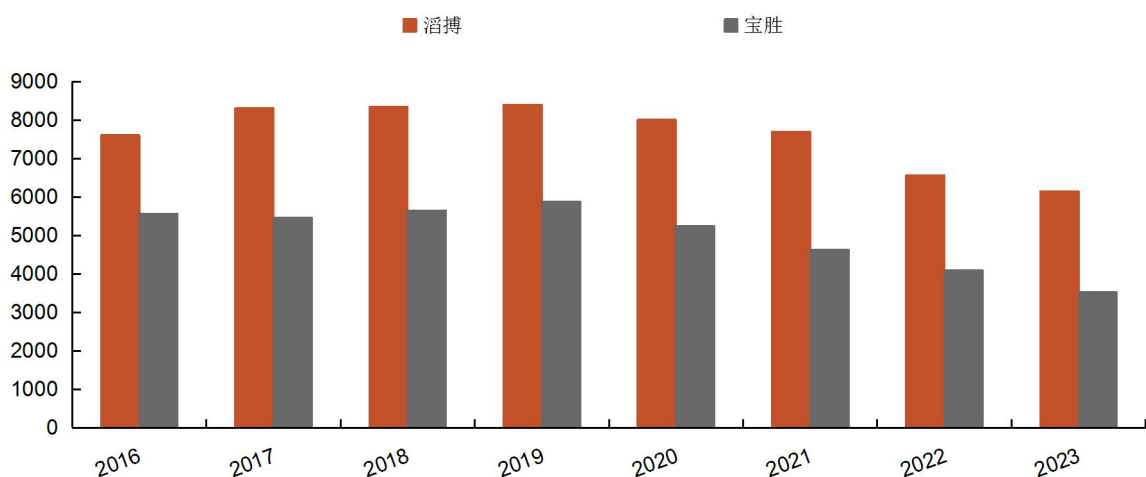
图 30：宝胜与滔搏归母净利润对比（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

图 31：宝胜与滔搏直营门店数量对比（单位：家）



资料来源：宝胜国际 2016-2023 年年度业绩公告，滔搏截至 2024/2 与 2020/2 月末年度业绩公告，山西证券研

究所

3.1 合作客户：国际知名运动用品品牌，品牌客户重视大中华区市场发展

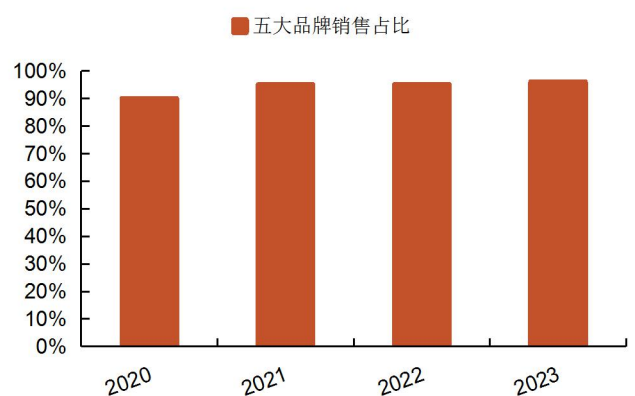
与 Nike、Adidas 两大国际运动品牌合作超过 20 年，客户矩阵丰富。宝胜国际的客户矩阵涵盖时尚运动、运动/休闲、专业运动品牌，前五大品牌销售占比超过 95%。国内第一大运动用品经销零售商滔搏的客户包括 14 个，其中 Nike 和 Adidas 两大品牌贡献收入的 86%，滔搏 1999 年与耐克建立合作关系，2004 年成为耐克在中国最大的零售合作伙伴及客户；2004 年与阿迪达斯建立合作关系，2012 年成为阿迪达斯在中国最大的零售合作伙伴及客户；2006-2007 年期间开始与诸如彪马等品牌合作，2015 年开始 The North Face、添柏岚、亚瑟士及鬼冢虎在内的多个品牌合作。对比宝胜与滔搏的合作客户，二者客户重叠度较高，与两大国际运动品牌合作时间接近。

图 32：宝胜国际合作客户矩阵



资料来源：宝胜国际 2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

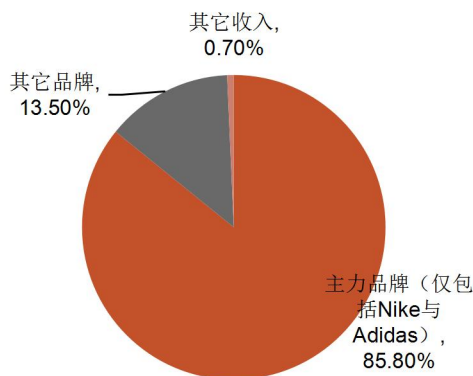
图 33：宝胜国际五大品牌销售占比



资料来源：宝胜国际 2020-2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

图 34：滔搏合作客户矩阵

图 35：滔搏主力品牌营收占比（2024 财年）



资料来源：滔搏官网，山西证券研究所

资料来源：滔搏截至 2024/2 月末年报，山西证券研究所

3.2 渠道管理：优化低效门店，全渠道运营提升客户粘性

宝胜国际业务销售渠道包括实体店铺与全渠道两大类，全渠道经营包括 B2B、B2C 公域、B2C 私域。2019 年开展天猫、京东、唯品会全渠道销售，2020 年开展微店运营。2023 年，直营门店、加盟门店、泛微店、三方电商平台、B2B 渠道收入占比分别为 52%、21%、13%、11%、3%。

表 5：宝胜国际业务渠道（2023 年）

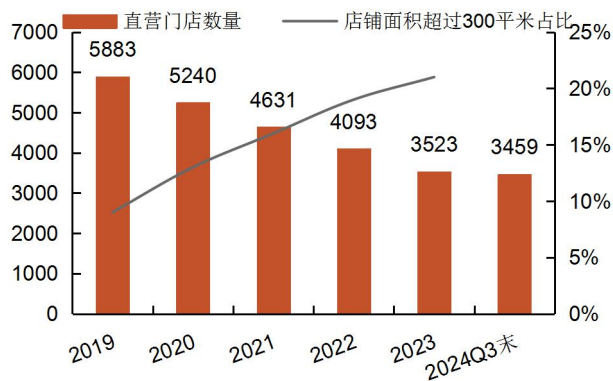
宝胜业务渠道		具体包括	占整体收入比重
实体店铺	直营店及其它	共 3523 家，其中单品店 3506 家，多品店 17 家	52%
	加盟店	-	21%
全渠道	B2B	-	3%
	B2C（公域）	第三方平台（天猫、京东、唯品会等平台）	11%
	B2C（私域）	微店、抖音直播带货、商场会员平台	13%

资料来源：宝胜国际 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

实体店铺：线下直营渠道仍处于门店调整阶段，2024 年客流疲软致同店销售承压。疫情后，公司持续关闭线下低效门店，提升渠道质量，并且对存量门店进行面积升级，300 平方米以上的大店占比提升。但受到外部宏观环境影响，同店销售持续承压，疫情前，直营门店同店销售保持中个位数以上的增长。2024 年以来，公司持续实行严格的折扣管控，抵销部分客流下

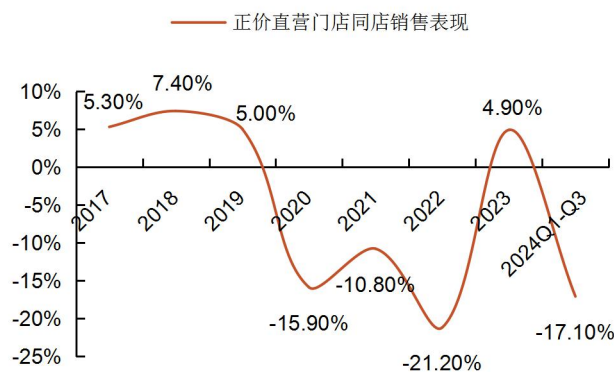
滑的负面影响，2024 年前九个月线下直营门店折扣同比改善低单位数，2024 年 10 月零售业务营收增速由负转正。

图 36：宝胜门店数量减少但大店占比持续提升



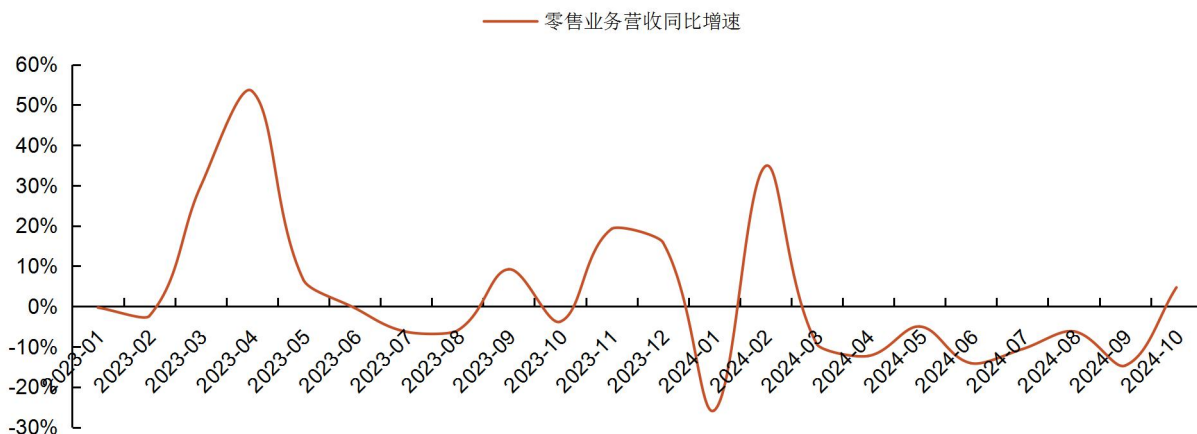
资料来源：宝胜国际 2023 年度、2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 37：宝胜正价直营门店同店销售表现



资料来源：宝胜国际 2017 年度、2023 年度、2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 38：宝胜国际零售业务月度营收变化



资料来源：裕元集团官网，山西证券研究所

全渠道：及时推出泛微店，销售占比持续上升。宝胜于 2020 年 2 月正式推出微店，为线下直营门店销售贡献持续提升，2023 年泛微店销售占线下直营门店销售比重超过 20%，占零售业务整体比重为 13%。泛微店生态圈作为实体店网络的延伸场景，提供优质、全面而有温度的客户服务，具备更高的转换率，回报率及当季正价销售，跨区覆盖库存全打通，透过蚂蚁雄

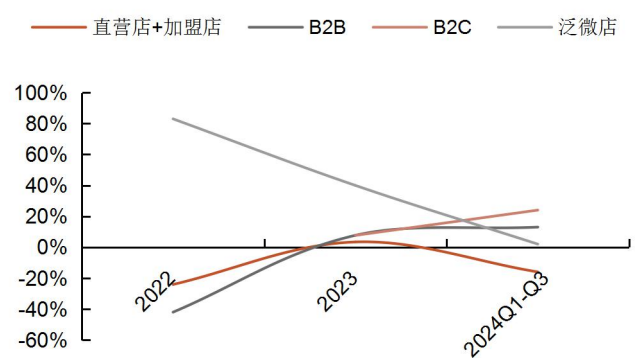
兵(KOS) 及丰富会员服务内容与会员建立深厚关系，并继续透过与品牌伙伴的会员整合计划为泛微店生态圈引入更多增值服务、多元化内容及会员专属福利，实现增量销售与带动复购，以此提升全方位消费者体验。截至 2023 年末，YYsports 胜道体育会员约有 5140 万。

图 39：泛微店贡献线下直营销售占比



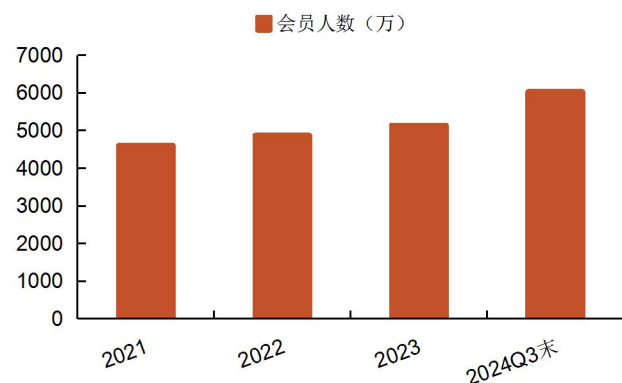
资料来源：宝胜国际 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

图 40：零售业务各渠道销售表现



资料来源：宝胜国际 2022、2023 年度、2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 41：YYsports 胜道体育会员人数



资料来源：宝胜国际 2021-2023 年度、2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

图 42：宝胜泛微店生态圈



资料来源：宝胜国际 2024 年前九个月业绩 PPT，山西证券研究所

3.3 数字化运营：数字化运营动作推进，提升终端零售运营效率

2023 年，公司进一步投资升级 ERP 系统，2024 年 1 月 1 日正式导入 SAP 多项模组，实现业务财务一体化，SAP 多项模组涵盖多种功能，包括数据分析、商品管理、销售管理、财务运作、预算监测。此外，公司结合商业智能系统，以数位云端财务大屏即时督导经营全局，并运用其他数位化工具，尤其在店内实时效率、资源优化及数位化赋能会员服务等方面，推动未来的卓越零售。公司同时在实体店引进个人数位化助理（“PDA”），数据仪表盘有助销售导购更有效地管理库存，提高店效。

3.4 经营指标：批发渠道收入占比高导致毛利率低于友商，经营利润率低单位数水平

批发渠道占比较高，零售业务毛利率较滔搏有一定差距。横向对比看，与国内运动用品第一大零售商滔搏对比，公司毛利率水平较低，剔除 2020 年疫情影响，毛利率基本处于 33%-36% 区间波动，滔搏毛利率稳定在 40% 以上，我们预计主要由于加盟门店销售占比较高，2023 年，公司加盟门店与 B2B 收入占比为 24%，同期间滔搏批发业务收入占比为 13.9%。期间费用率方面，宝胜与滔搏销售费用率、管理费用率水平接近。毛利率差异，导致宝胜经营利润率低于滔搏，疫情后，经营利润率为 2%-4% 区间，滔搏基本接近 10%。纵向对比看，宝胜 2023 年、2024 年前九个月经营利润率分别为 3.67%、3.68%，同比提升 1.4pct、0.3pct，经营效率有所回升。

图 43：宝胜与滔搏毛利率对比

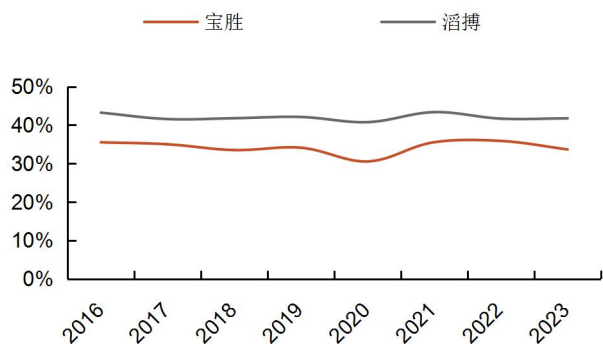
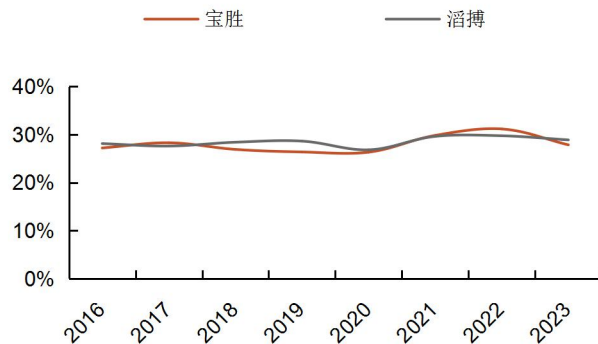
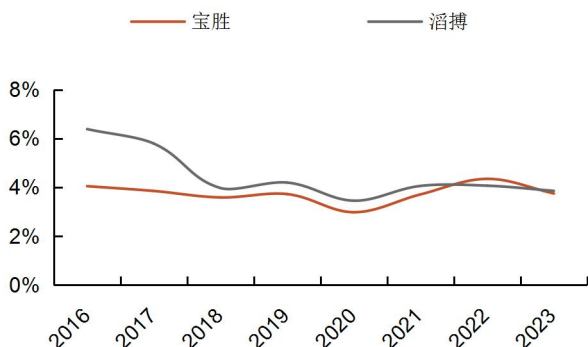


图 44：宝胜与滔搏销售费用率对比



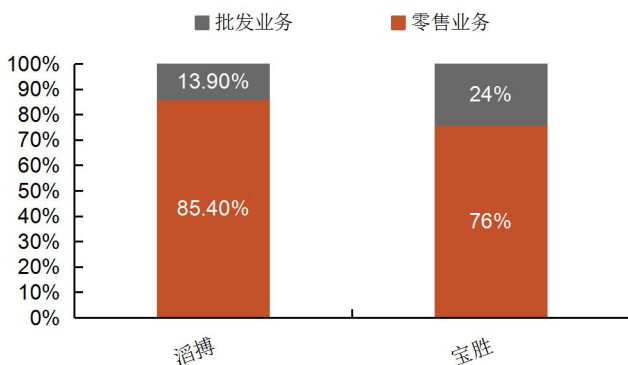
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 45：宝胜与滔搏管理费用率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

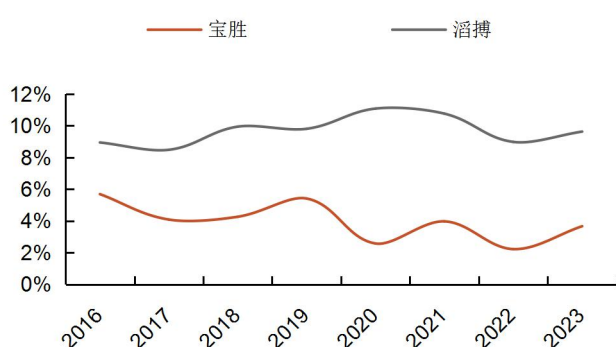
图 47：宝胜与滔搏批发业务收入占比（2023 年）



资料来源：滔搏 2024/2 月末年度业绩公告，宝胜国际 2023 年度业绩 PPT，山西证券研究所

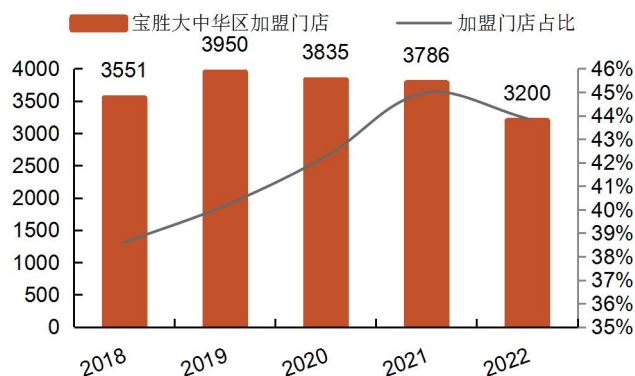
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 46：宝胜与滔搏经营利润率对比



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 48：宝胜加盟门店数量及占比



资料来源：宝胜国际 2018-2022 年年报，山西证券研究所

4. 盈利预测与估值

制造业务：考虑 2024 年品牌客户补库需求，预计鞋履出货量延续 2024 年前三季度的中双

位数以上的增长趋势，2025-2026年，结合产能扩张与订单稳健增长，预计鞋履出货量双位数增长；预计鞋履销售均价2024年同比下跌低至中单位数，2025-2026年保持平稳，预计2024-2026年营业收入为55.96、61.55、67.71亿美元。考虑生产端提质增效持续推进、经营端费用管控，预计归母净利润增速快于营收，预计2024-2026年归母净利润为4.11、4.74、5.28亿美元。

零售业务：考虑国内消费市场恢复情况，预计2024年直营门店继续收缩，但净关店幅度有所降低，预计2025-2026年线下渠道数量平稳。预计全渠道业务，即B2B、B2C（公域）、B2C（私域）营收稳健增长。预计2024-2026年营业收入为183.67、192.86、202.50亿元。考虑2024年以来，线下直营门店折扣同比恢复，预计毛利率稳中有升，经营利润率在降本增效措施、数字化举措持续推进情况下，预计小幅提升。预计2024-2026年归母净利润为4.52、5.01、5.39亿元。

假设美元兑人民币汇率为7.25，考虑裕元集团持股宝胜国际62.55%的股权，预计裕元集团2024-2026年整体营业收入为81.29、88.15、95.64亿美元，同比增长3.0%/8.4%/8.5%；归母净利润为4.50、5.17、5.75亿美元，同比增长63.9%/14.8%/11.1%。

我们采用分部估值法，对公司进行估值，参考港股运动服饰制造商龙头申洲国际、运动用品零售商滔搏，分别给予公司制造业务12倍估值，零售业务7倍估值，合理市值为418亿港元，较12月3日相比，具备48%的上涨空间。公司同时布局运动鞋履产业链上游制造、下游零售环节，看好公司制造业务新产能持续扩张、订单恢复稳健增长、利润率进一步修复，期待公司零售业务在线下客流回暖后，利润率弹性。首次覆盖，给予“买入-B”评级。

表6：盈利预测

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
	制造业务					
营收（百万美元）	4914	6203	5059	5596	6155	6771
YOY		26.2%	-18.4%	10.6%	10.0%	10.0%
其中：鞋履出货量（百万双）	238	273	218	253	278	306
YOY		14.6%	-20.1%	16.0%	10.0%	10.0%
鞋履均价（美元/双）	18.68	20.93	21.34	20.38	20.38	20.38
YOY		12.0%	2.0%	-4.5%	0.0%	0.0%
鞋底、配件及其它收入	464	496	402	442	486	535
YOY		7.1%	-19.0%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	15.50%	18.40%	19.20%	20.0%	20.2%	20.4%
OPM	0.27%	5.67%	5.83%	8.5%	8.6%	8.7%

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润（百万美元）	81	288	232	411	474	528
零售业务						
营收（亿人民币）	233.50	186.38	200.64	183.67	192.86	202.50
YOY		-20.2%	7.7%	-8.5%	5.0%	5.0%
其中：直营门店收入		104.37	104.33	90.98	95.53	100.30
YOY			0.0%	-13%	5%	5%
加盟门店收入		37.28	42.13	42.13	44.24	46.45
YOY			13.0%	0%	5%	5%
B2B		5.59	6.02	6.32	6.64	6.97
YOY			7.7%	5%	5%	5%
B2C（公域）		20.50	22.07	23.17	24.33	25.55
YOY			7.7%	5%	5%	5%
B2C（私域）		18.64	26.08	27.39	28.76	30.19
YOY			39.9%	5%	5%	5%
毛利率	35.5%	35.9%	33.7%	34.0%	34.0%	34.0%
OPM	4.0%	2.2%	3.7%	3.7%	3.9%	4.0%
归母净利润（亿人民币）	3.57	0.89	4.90	4.52	5.01	5.39
营收合计（百万美元）	8533	8970	7890	8129	8815	9564
YOY		5.1%	-12.0%	3.0%	8.4%	8.5%
归母净利润合计（百万美元）	115	296	275	450	517	575
YOY		157.5%	-7.3%	63.9%	14.8%	11.1%

资料来源：Wind，山西证券研究所（2024-2026 年汇率假设：美元兑人民币为 7.25）

5. 风险提示

制造业务订单增长不及预期

若品牌客户终端销售表现不及预期，或对公司订单及营业收入造成负面影响。

制造业务产能扩张不及预期

若公司新工厂投产不及预期，将对鞋履出货量持续增长带来负面影响。

国内消费市场恢复不及预期

若国内消费市场表现疲软，公司国内同店销售恢复将面临较大压力。

国内运动服饰市场竞争加剧

若国内运动服饰市场竞争加剧，公司零售业务合作的主力品牌份额下滑，公司国内同店销售恢

复将面临较大压力。

汇率波动对公司经营可能带来的潜在风险

公司制造业务销售主要以美元计价结算，主要生产基地位于越南、印尼等地，以当地货币支付工人工资，若美元对越南盾、印尼卢比汇率发生较大波动，将会对公司利润产生一定影响。公司零售业务销售主要以人民币计价结算，换算为美元计入裕元集团合并报表，若美元兑人民币汇率发生较大波动，将会对公司营收、利润产生一定影响。

财务报表预测和估值数据汇总（注：币种为美元）

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	4144	3784	4823	4912	5829
现金	1018	1105	1626	1763	2070
应收票据及应收账款	1431	1394	1425	1594	1744
存货	1625	1247	1688	1491	1953
其他流动资产	69	38	84	64	62
非流动资产	3792	3574	3396	3199	3020
长期投资	615	609	641	686	730
固定资产	1871	1676	1392	1182	957
无形资产	9	12	13	14	14
其他非流动资产	1297	1277	1350	1317	1320
资产总计	7935	7358	8219	8110	8849
流动负债	2003	1985	2601	2206	2586
短期借款	506	643	850	639	610
应付票据及应付账款	1223	1137	1400	1268	1629
其他流动负债	274	205	351	299	348
非流动负债	1290	664	637	506	413
长期借款	929	330	238	141	46
其他非流动负债	361	334	400	365	366
负债合计	3293	2648	3238	2711	2999
少数股东权益	453	470	518	554	611
股本	52	52	52	52	52
资本公积	4138	4188	4188	4188	4188
留存收益	0	0	338	653	952
归属母公司股东权益	4190	4240	4463	4845	5239
负债和股东权益	7935	7358	8219	8110	8849

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	908	945	663	733	780
净利润	293	309	498	553	632
折旧摊销	0	0	340	361	393
财务费用	68	85	25	28	21
投资损失	-62	-62	-62	-62	-62
营运资金变动	0	0	-134	-150	-204
其他经营现金流	609	613	-6	2	0
投资活动现金流	-92	-152	-136	-89	-149
筹资活动现金流	-627	-860	-254	-313	-269
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.17	0.28	0.32	0.36
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.59	0.41	0.46	0.49
每股净资产(最新摊薄)	2.60	2.64	2.77	3.01	3.26

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8970	7890	8129	8815	9564
营业成本	6833	5965	6095	6602	7152
营业费用	988	894	855	906	967
管理费用	609	547	528	573	622
财务费用	68	85	25	28	21
投资净收益	62	62	62	62	62
营业利润	417	404	709	779	878
营业外收入	131	136	136	134	135
营业外支出	254	216	216	216	216
利润总额	413	390	629	698	798
所得税	120	81	131	145	166
税后利润	293	309	498	553	632
少数股东损益	-3	34	48	36	57
归属母公司净利润	296	275	450	517	575
EBITDA	968	825	983	1059	1174

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	5.1	-12.0	3.0	8.4	8.5
营业利润(%)	157.4	-3.1	75.5	9.9	12.7
归属于母公司净利润(%)	157.4	-7.1	63.6	14.8	11.2
获利能力					
毛利率(%)	23.8	24.4	25.0	25.1	25.2
净利率(%)	3.3	3.5	5.5	5.9	6.0
ROE(%)	6.3	6.6	10.0	10.2	10.8
ROIC(%)	5.7	6.0	8.5	9.2	9.9
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	36.0	39.4	33.4	33.9
流动比率	2.1	1.9	1.9	2.2	2.3
速动比率	1.3	1.3	1.2	1.5	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.0	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	6.2	5.6	5.8	5.8	5.7
应付账款周转率	5.0	5.1	4.8	4.9	4.9
估值比率					
P/E	12.3	13.2	8.1	7.0	6.3
P/B	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7
EV/EBITDA	4.9	5.1	4.0	3.3	2.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。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,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一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,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

