证券研究报告

纺织服装

兴业证券 INDUSTRIAL SECURITIES

551.HK 裕元集团 港股通（沪、深）

未评级

制造业务量价下降，零售业务增长较好

2018 年 08 月 13 日

市场数据

日期	20180810
收盘价（港元）	22.20
总股本（百万股）	1,635
总市值（亿港元）	363
净资产(百万美元)	4,528
总资产(百万美元)	8,307
每股净资产(美元)	2.77

数据来源：Wind

相关报告

主要财务指标

会计年度	2015A	2016A	2017A	1H2018
营业收入(百万美元)	8,435	8,481	9,121	4,769
同比增长(%)	5.3	0.5	7.6	7.2
净利润(百万美元)	390	535	519	150
同比增长(%)	17.9	37.0	-2.9	-41.9
毛利率(%)	23.4	25.1	25.8	25.0
净利率(%)	4.6	6.3	5.7	3.1
净资产收益率 (%)	8.8	11.6	11.5	3.6
每股收益(美元)	0.23	0.32	0.31	0.09

数据来源：公司资料、兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **制造业务收入下滑，经销业务取得高增长：**公司 1H18 取得营业收入 47.7 亿美元，同比+7.2%。分业务看，制造业务（即鞋服生产和制造）取得收入 28.3 亿美元，同比-5.5%，占总收入比重为 59.2%；零售业务（即鞋服零售及批发）收入为 19.4 亿美元，同比+33.3%，占总收入比重为 40.8%。分产品看，制造业务分产品收入同比均下降，1H18 运动鞋产品收入为 20.0 亿美元，同比-3.6%；休闲鞋和户外鞋产品收入为 5.2 亿美元，同比-8.2%；运动凉鞋产品收入为 0.4 亿美元，同比-0.2%；鞋底、配件及其他产品收入为 2.6 亿美元，同比-14.2%。此外，制造业务中数量和 ASP 均有下降情况，分别为 158.9 百万双和 16.13 美元/双。而经销业务板块则取得高增长，鞋类、服装及租赁的零售产品取得收入 17.5 亿美元，同比+27.1%；服装批发产品取得收入 1.9 亿美元，同比+143.9%。
- **毛利润微增，净利润大幅减少：**1H18 公司毛利润为 11.9 亿美元，同比+5.3%；净利润为 1.5 亿美元，同比-41.9%。由于订单波动以及产品组合的不利变动，1H18 制造业务的毛利润为 5.3 亿美元，同比-14.9%。零售业务毛利润 1H18 为 6.6 亿美元，同比+6.0%。公司净利润的大幅减少有三方面原因：一是公司取得非经常性亏损 1,490 万美元；二是实际税率由去年同期的 11.5%升至 20.6%，同比+9.1ppt；三是银行借贷不断增加，导致财务费用大幅增长。
- **我们的观点：**公司 1H18 制造业务虽量价下降，但零售业务同比增长幅度较大。尽管收入取得中单位数增长，但毛利润受订单波动和产品组合的不利变动所拖累导致毛利率下降，净利润受金融资产减值、财务费用大幅增长和有效税率提高影响大幅减少。此外，公司不断通过银行渠道扩充资金，以改善公司的资金成本和零售业务的营运资金。

风险提示：零售网络拓展不及预期，客户信用风险，美元汇率波动，利率波动

海外消费研究

张忆东
兴业证券经济与金融研究院
副院长
zhangyd@xyzq.com.cn
SFC：BIS749
SAC：S0190510110012

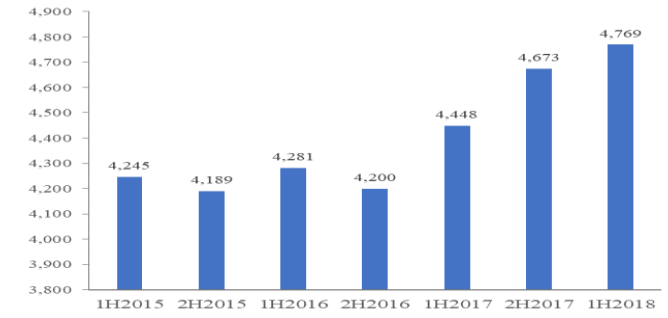
联系人：
王源
wangyuanyjs@xyzq.com.cn
SAC：S0190118060055

报告正文

- **制造业务收入下滑，经销业务取得高增长**

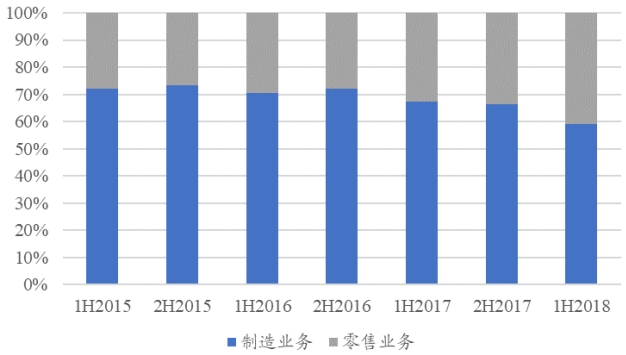
公司 1H18 取得营业收入 47.7 亿美元，同比+7.2%。分业务看，制造业务（即鞋服生产制造）取得收入 28.3 亿美元，同比-5.5%，占总收入比重为 59.2%；零售业务（即鞋服零售及批发）收入为 19.4 亿美元，同比+33.3%，占总收入比重为 40.8%。分产品看，制造业务板块分产品收入同比均下跌，1H18 运动鞋产品收入为 20.0 亿美元，同比-3.6%；休闲鞋和户外鞋产品收入为 5.2 亿美元，同比-8.2%；运动凉鞋产品收入为 0.4 亿美元，同比-0.2%；鞋底、配件及其他产品收入为 2.6 亿美元，同比-14.2%。此外，制造业务的生产数量和 ASP 在 1H18 均下跌，分别为 158.9 百万双和 16.13 美元/双。而经销业务板块则取得高增长，鞋类、服装及租赁的零售产品取得收入 17.5 亿美元，同比+27.1%；服装批发产品取得收入 1.9 亿美元，同比+143.9%。

图 1、1H18 公司取得收入 47.7 亿美元，同比+7.2%



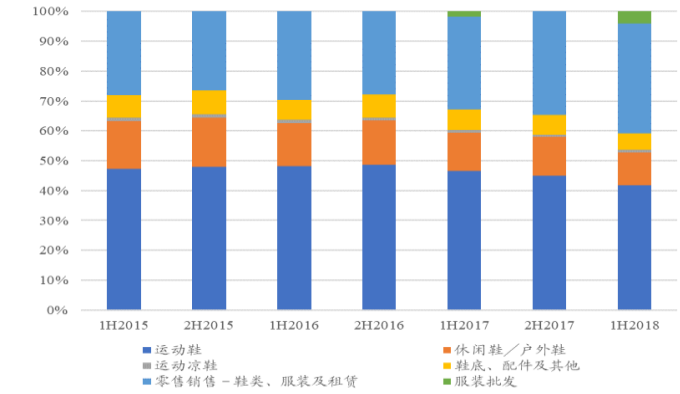
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、1H18 公司制造与零售业务逐渐均衡



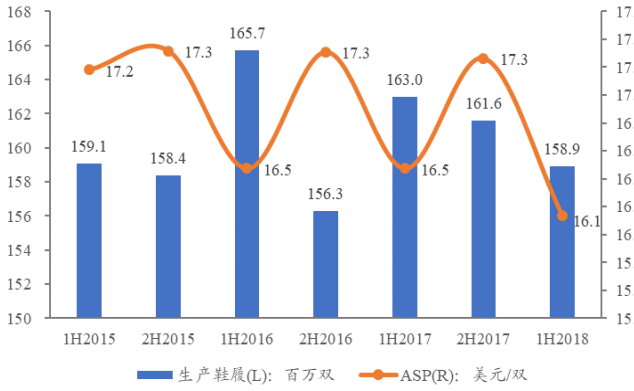
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、1H18 运动鞋仍为公司收入占比最大的品类



数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、1H18 公司制造业务较去年同期的 ASP 与产量略有下降



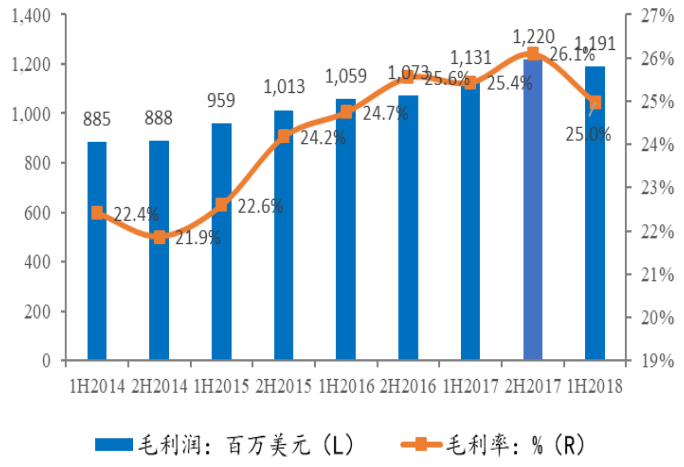
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **1H18 毛利润微增，净利润减少**

1H18 公司毛利润为 11.9 亿美元，同比+5.3%；净利润为 1.7 亿元，同比-39.3%；所有人应占溢利为 1.5 亿美元，同比-41.9%，若扣除非经常损益，所有应占经常性溢利为 1.65 亿美元，同比-31.5%。由于订单波动以及产品组合的不利变动，1H18 制造业务的毛利润为 5.3 亿美元，同比-14.9%。零售业务毛利润 1H18 为 6.6 亿美元，同比+6.0%。

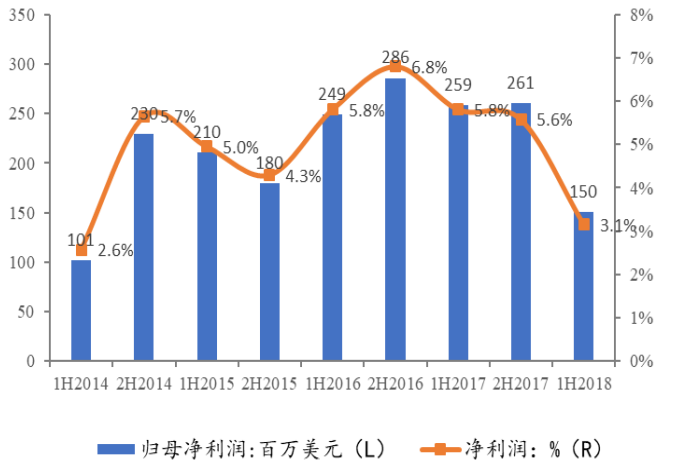
公司净利润下降主要有：一是公司取得非经常性亏损 1,490 万美元，包括衍生金融工具公平值造成账面亏损 2,250 万美与出售联营及附属公司所产生的一次性收益的抵销；二是实际税率由去年同期的 11.5%升至 20.6%，同比+9.1ppt；三是银行借贷增加，导致财务费用增长。公司 1H18 银行借贷总额为 8.74 亿美元，同比+111.7%，造成公司财务费用大幅增长，1H18 财务费用约为 3,594 万美元，同比+100.7%。截至 2018 年 6 月 30 日，公司资产负债率为 45.49%，为 1H16 以来的最高水平。公司大幅增加银行借款，主要用于改善集团的资金成本，以及集团旗下资产宝胜国际的营运资金。

图 5、1H18 公司取得毛利润 11.9 亿美元，同比+5.3%



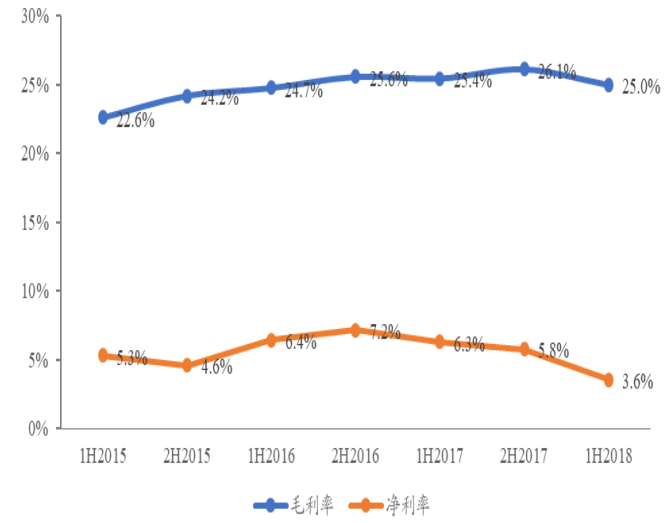
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、1H18 公司取得净利润 1.7 亿美元，同比-39.3%



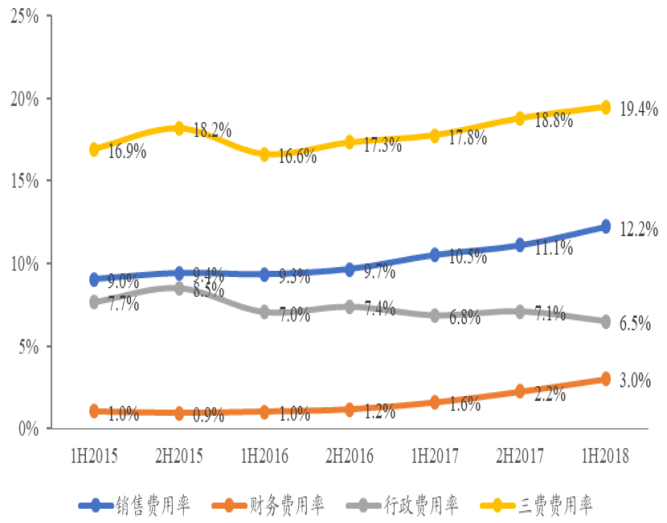
数据来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、1H18 公司取得毛利率与净利率同比均下跌



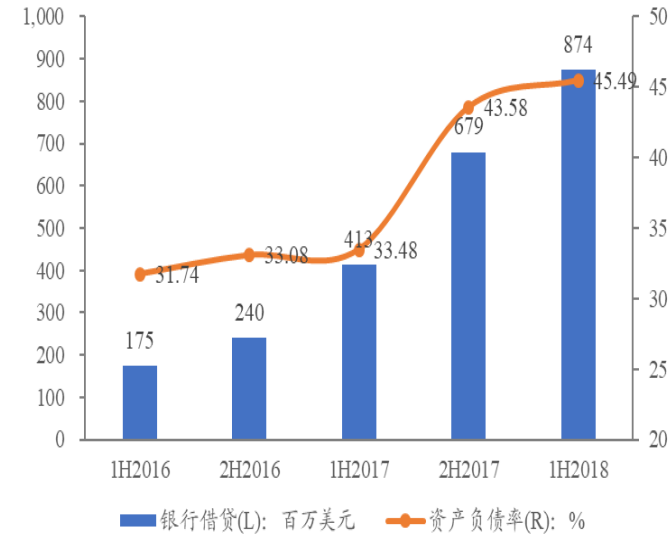
数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、1H18 公司销售费用与财务费用同比增长较大



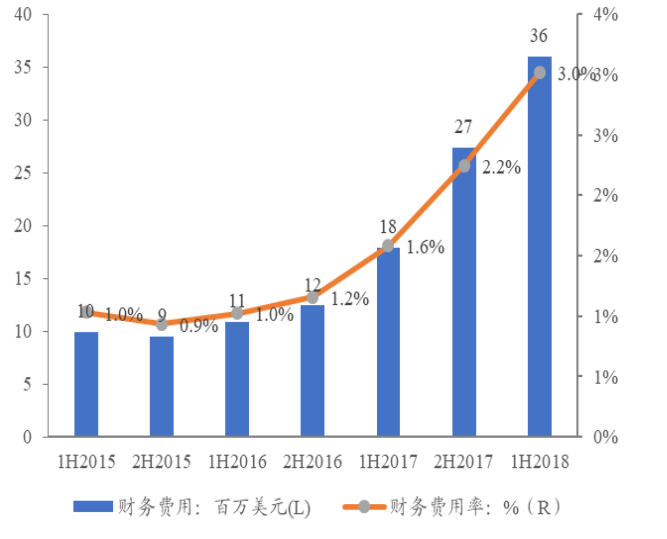
数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司银行贷款不断上升



数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、公司财务费用同比大幅增长



数据来源:公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **我们的观点**

公司 1H18 制造业务虽量价下降，但零售业务同比增长幅度较大。尽管收入取得中单位数增长，但毛利润率受订单波动和产品组合的不利变动所拖累导致毛利率下降，净利润受金融资产减值、财务费用大幅增长和有效税率提高影响大幅减少。此外，公司不断通过银行渠道扩充资金，以改善公司的资金成本和零售业务的营运资金。

- **风险提示：**零售网络拓展不及预期，客户信用风险，美元汇率波动，利率波动。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	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
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、中国和谐新能源汽车控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司 、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、靛蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司和融创中国控股有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当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、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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和/或交易观点。本公司没有将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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。