

裕元集团(00551)

报告日期: 2025年05月14日

## 制造订单充沛量价齐升, 零售业务短期承压静待拐点

### ——裕元集团点评报告

#### 投资要点

- 公司发布 25 年一季报, 25Q1 实现收入 20.3 亿美元, 同比+1.3%, 归母净利润 7576 万美元, 同比-24.2%, 其中, 制造业务收入 13.3 亿美元, 同比+5.9%, 归母净利润 6388 万美元, 同比-24.7%, 零售业务收入 7.0 亿美元, 同比-6.5%, 归母净利润 1900 万美元, 同比-21.5%。制造订单充沛, 收入稳健靓丽, 利润波动主要系产能负载不均, 加班和外包较多, 以及人工工资上涨; 零售业务主要系中国消费疲软、线下客流下降致收入承压, 负向经营杠杆下利润率下降。
- 制造业务量价齐升收入持续增长, 关税战下中国区收入承压**  
25Q1 制造业务收入 13.3 亿美元, 其中出货量达 6190 万双 (同比+5.3%), ASP 为 20.0 美元 (同比-2.5%), 量价齐升收入稳步增长, 4 月制造收入同比+10.5%, 主力客户 Adidas、Asics 零售持续向上, 25 年订单有望稳健增长。  
分地区来看, 25Q1 美国、欧洲、中国大陆、其他地区制造收入分别同比 +14.3%、+11.0%、-19.3%、+10.9%, 占制造收入比重分别为 28.9%、26.9%、14.8%、29.4%, 预计中国大陆收入承压主要系中美贸易摩擦下输美订单向东南亚转移, 美国收入如期增长展现制鞋龙头韧性。
- 制造业务产能利用率高企, 产能负载不均下利润率承压**  
25Q1 产能利用率 91%, 同比+3pct, 订单充沛下产能利用率高位运行, 但由于不同厂区产能负载不均, 产能爬坡不及预期, 部分地区加班和外包较为严重, 叠加工资上涨等成本压力, 25Q1 人工及制造费用率同比+2.7pct 至 47.6%, 致使毛利率率同比-2.6pct 至 17.7%, 持续精细化运营下 SG&A 费用率同比-0.2pct 至 10.8%, 归母净利率率同比-1.3pct 至 4.1%, 利润率暂时承压, 期待印尼新工厂投产缓解产能负载释放利润弹性。
- 需求疲软下零售业务线下承压, 线上逆势高增, 降本增效保利润**  
25Q1 零售业务收入 7.0 亿美元 (同比-6.5%), 分渠道来看, 线下直营门店数量 3437 家 (同比-44 家), 同店销售同比-13.9%, 线下客流疲软+关店致收入承压; 线上零售收入逆势同比+20%, 其中直播收入同比+230%, 全渠道运营能力持续向上。  
25Q1 毛利率 32.7% (同比-0.5pct), 主要系折扣同比扩大低单位数, 负向经营杠杆下 SG&A 费用率 29.2% (同比+0.2pct), 归母净利率 2.7% (-0.5pct), 24 年老旧库存占比小于 8%, 库存周转天数 138 天 (同比+19 天), 受需求复苏不及预期影响库存有所增加。
- 盈利预测及估值**  
制造业务主力客户订单充沛保障稳健成长, 印尼和印度新产能有序扩张, 零售业务期待国际运动品牌龙头新产品拉动销售, 25 年 4 月制造业务和零售业务累计收入分别同比+10.5%、-15.3%, 预计 25-27 年公司实现收入 85/90/96 亿美元, 同比+3%/6%/7%, 归母净利润分别为 4.1/4.6/5.2 亿美元, 对应增速 5%/13%/12%, 对应 PE 为 6.2/5.5/4.9X, 24 年分红率 68%, 对应股息率 11%, 维持“买入”评级。

风险提示: 美国需求不及预期、贸易摩擦风险

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

研究助理: 周敏  
zhoumin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$12.22
总市值(百万港元)	19,607.68
总股本(百万股)	1,604.56

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《制造订单充沛收入如期增长, 零售轻装上阵值得期待》 2025.03.16
- 《主力客户回流催化收入增长加速, 制造业务利润率创历史新高》 2024.11.13
- 《全球第一大制鞋龙头, 聚焦主业催化业绩弹性》 2024.10.14

## 财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,182.2	8,463.1	9,010.5	9,602.1
(+/-) (%)	3.70%	3.43%	6.47%	6.57%
归母净利润	392.4	412.6	464.2	519.9
(+/-) (%)	42.85%	5.14%	12.50%	12.01%
每股收益(美元)	0.24	0.26	0.29	0.32
P/E	6.5	6.2	5.5	4.9

资料来源：浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,845</b>	<b>4,091</b>	<b>4,296</b>	<b>4,553</b>
现金	757	833	916	1,007
交易性金融资产	38	40	42	44
应收账款	939	963	1,039	1,048
其他应收款	649	653	733	744
预付账款	0	0	0	0
存货	1,336	1,485	1,422	1,579
其他	127	117	145	130
<b>非流动资产</b>	<b>3,530</b>	<b>3,153</b>	<b>3,342</b>	<b>3,572</b>
金融资产类	3	2	2	2
权益法核算的投资	590	605	601	599
固定资产	1,566	1,723	1,895	2,084
商誉及无形资产	474	501	488	495
在建工程	0	0	0	0
其他	897	323	357	392
<b>资产总计</b>	<b>7,375</b>	<b>7,244</b>	<b>7,638</b>	<b>8,124</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,770</b>	<b>2,082</b>	<b>2,020</b>	<b>2,062</b>
短期借款	358	504	431	467
应付款项	500	515	541	568
其他	912	1,063	1,047	1,026
<b>非流动负债</b>	<b>691</b>	<b>726</b>	<b>762</b>	<b>800</b>
长期借款	400	420	441	463
其他	292	306	321	337
<b>负债合计</b>	<b>2,461</b>	<b>2,808</b>	<b>2,782</b>	<b>2,862</b>
少数股东权益	476	473	475	474
归属母公司股东权益	4,438	3,963	4,382	4,789
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,375</b>	<b>7,244</b>	<b>7,638</b>	<b>8,124</b>

### 利润表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>8182</b>	<b>8463</b>	<b>9010</b>	<b>9602</b>
营业成本	6189	6386	6792	7240
毛利润	1993	2078	2219	2362
销售费用	838	889	901	903
管理费用	553	550	577	615
其他收入及收益	123	129	135	142
<b>营业利润</b>	<b>546</b>	<b>551</b>	<b>616</b>	<b>684</b>
财务费用	63	63	68	72
以权益法核算的投资收益	11	2	6	13
<b>除税前溢利</b>	<b>572</b>	<b>559</b>	<b>628</b>	<b>698</b>
所得税	147	112	126	140
<b>净利润</b>	<b>425</b>	<b>447</b>	<b>503</b>	<b>558</b>
少数股东损益	32	35	39	39
<b>归属母公司净利润</b>	<b>392</b>	<b>413</b>	<b>464</b>	<b>520</b>
EBITDA	984	1061	1194	1335
EPS (最新摊薄)	0.24	0.26	0.29	0.32

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.70%	3.43%	6.47%	6.57%
营业利润	35.29%	0.75%	11.86%	11.13%
归属母公司净利润	42.85%	5.14%	12.50%	12.01%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.35%	24.55%	24.62%	24.60%
净利率	5.19%	5.29%	5.58%	5.82%
ROE	8.15%	8.82%	9.99%	10.28%
ROIC	3.17%	3.55%	3.84%	4.03%

### 现金流量表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>537</b>	<b>660</b>	<b>831</b>	<b>843</b>
净利润	392	413	464	520
折旧摊销	383	423	453	490
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(11)	(2)	(6)	(13)
营运资金变动	(211)	(164)	(66)	(151)
其它	(17)	(10)	(14)	(2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(59)</b>	<b>(130)</b>	<b>(115)</b>	<b>(98)</b>
资本支出	(213)	(236)	(218)	(218)
长期投资	272	225	269	255
其他	(118)	(119)	(166)	(134)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(631)</b>	<b>(904)</b>	<b>(359)</b>	<b>(204)</b>
债务的增加	3313	2844	3079	2961
股息及利息支付	227	289	325	364
其他	(2910)	(2229)	(3044)	(3121)
<b>现金净增加额</b>	<b>(166)</b>	<b>76</b>	<b>83</b>	<b>92</b>

### 偿债能力

资产负债率	33.37%	38.76%	36.42%	35.23%
净负债比率	0.01%	2.05%	-0.91%	-1.47%
流动比率	2.17	1.96	2.13	2.21
速动比率	1.42	1.25	1.42	1.44

### 营运能力

总资产周转率	1.07	1.16	1.21	1.22
应收账款周转率	8.97	8.90	9.00	9.20
应付账款周转率	16.77	16.66	17.05	17.31

### 每股指标(美元)

每股收益	0.24	0.26	0.29	0.32
每股经营现金	0.33	0.41	0.52	0.52
每股净资产	2.75	2.46	2.72	2.97

### 估值比率

P/E	6.49	6.17	5.48	4.89
P/B	0.57	0.64	0.58	0.53
EV/EBITDA	1.28	1.36	1.18	1.12

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>