

裕元集团（00551）

证券研究报告

2025 年 05 月 20 日

25Q1 鞋履制造量价稳增

公司发布 25 财年一季度未经审计业绩和 25 年四月收益公告

25Q1：营收同比+1%至 20 亿美金，毛利率 23%，同比-2.2pct，归母净利润同比-24%至 0.8 亿美金。

其中制造业务营收同比+6%，毛利率 18%，同比-2.6pct，归母净利润同比-25%；零售业务营收同比-5%，毛利率 33%，同比-0.5pct，归母净利润同比-21%。

制造毛利率和利润下滑系各厂区产能负载不均，新造产线及新设鞋面加工厂爬坡不如预期，生产效率未达设定标准，无法如期降低加班需求及相关成本；人数同增 8%+各地薪资上涨高单位数百分比导致人工成本上升。

25M4：整体营收同比+1%（1-4 月累计同比+1%），其中制造同比+11%（1-4 月累计同比+7%），宝胜营收同比-15%（1-4 月累计同比-8%），零售业务仍在修复中。

1）制造（25Q1）

市场分布：美国收入同比+14%，占比 29%，欧洲收入同比+11%，占比 27%；中国大陆收入同比-19%，占比 15%。欧美为营收主要贡献地区。

量价拆分：鞋履出货量同比+5%至 6200 万双；ASP 同比+3%至 20 美元，得益于优质订单组合，一反连续五个季度的下跌趋势。

产能分布：按鞋底双数计，印尼、越南和中国大陆是主要生产地区，分别占总出货量 55%、31%和 10%。印尼出货量持续提升同比+4%；越南出货量同比+13%；中国大陆同比-8%，跌幅显著。

2）零售（25Q1）

经营：直营店铺 3437 家，同比-1%。

库存：库存周转天数 138 天，同比+19 天。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计公司 25-27 年营收分别为 84 亿美元、89 亿美元以及 95 亿美元；

归母净利润分别为 4.0 亿美元、4.3 亿美元以及 4.8 亿美元；

对应 EPS 分别为 0.25 美元、0.27 美元以及 0.30 美元；

对应 PE 分别为 6x、6x、5x。

风险提示：公司公告的业绩数据未经审计风险；外部贸易环境变化；市场需求不足；人工成本增长；核心高管流失；市场竞争激烈等。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 12 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 1,604.56

港股总市值(百万港元) 19,254.68

每股净资产(港元)

资产负债率(%)

一年内最高/最低(港元) 18.40/9.63

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《裕元集团-公司点评:生产效率及人工成本拖累 25Q1 业绩》 2025-04-18
- 2 《裕元集团-公司点评:展望 2025 机遇挑战并存》 2025-03-15
- 3 《裕元集团-公司点评:乐观看待 2025 订单趋势》 2025-02-16

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com