

纺织服饰

2025 年 08 月 13 日

裕元集团

(00551)

——制造业务量价齐升，零售业务需求短期承压

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025 年 08 月 12 日

收盘价（港币）	13.18
恒生中国企业指数	8916.85
52 周最高/最低（港币）	18.40/9.63
H 股市值（亿港元）	211.48
流通 H 股（百万股）	1,604.56
汇率（人民币/港币）	1.0991

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

刘佩 A0230523070002
liupeil@swsresearch.com

联系人

刘佩
(8621)23297818x
liupeil@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

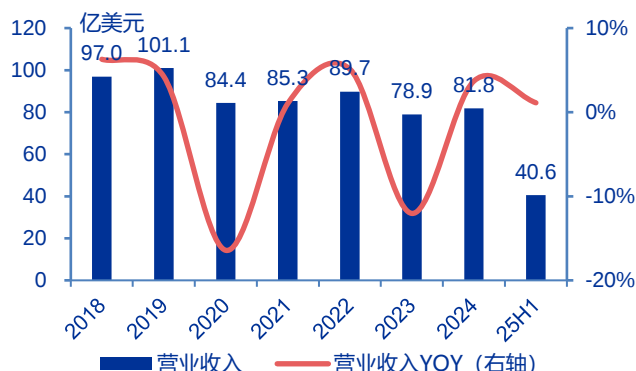
- **裕元集团发布 2025 年中期报告，业绩符合预期。**2025H1 公司收入 40.6 亿美元，同比增长 1.1%，归母净利润 1.71 亿美元，同比下降 7.2%，表现符合预期。利润下滑主要系制造业务人工成本上涨及产能负载不均拖累毛利率，零售业务受客流下降等收入下滑，刚性成本费用影响下利润下滑幅度更大。公司拟派发中期股息 0.4 港元/股，派息比例 48%。
- **制造业务订单稳步增长，优质产品结构驱动均价回升。**2025H1 制造业务实现收入 28.0 亿美元，同比增长 6.2%，产能利用率 93%，同比增加 3pct，**1) 量价维度：**2025H1 出货量 1.3 亿双，同比增长 5.0%，主要系鞋履市场需求呈稳健增长；平均售价 20.61 美元/双，同比增长 3.2%，主要系订单组合优质拉动。**2) 区域维度：**2025H1 来自美国/欧洲/其他地区的收入同比增长 12.7%/12.9%/14.0%，收入占比 28.3%/27.5%/30.8%，中国大陆收入同比下滑 24.0%，占比 13.4%。**3) 产能维度：**印尼、越南、中国大陆出货量占比分别为 53%/32%/10%，出货量分别同比上升 6.1%/7.5%/下跌 12.6%。2025H1 制造业务毛利率同比下降 1.4pct 至 17.7%，主要系产能爬坡、产能负载不均及人力成本上升导致，人工及制费占收入的比例同比提升 0.9pct 至 46.7%，原材料成本占收入比提升 0.5pct 至 35.6%。
- **零售业务需求阶段性承压，线上全域运营寻找增量。**2025H1 零售业务收入 91.6 亿人民币，同比下降 8.3%，归母净利润同比下降 44%至 1.88 亿人民币，主要受国内消费疲软、门店调整等影响。截至 2025 年 6 月 30 日直营店净关店 40 家至 3408 家，线下实体店铺销售收入同比下跌 14%，占比 67%；通过深化与平台伙伴合作，提升销售转化率，2025H1 线上全渠道营收同比增长 16%，其中直播销售获翻倍增长。受限于零售行业促销竞争，平均折扣幅度加大，2025H1 零售业务毛利率同比下降 0.7 pct 至 33.5%。
- **存货周转优化，库存管理良好。**制造业务 2025H1 存货周转天数 51 天，同比持平，应收账款周转天数 56 天，应付账款周转天数 29 天，均同比增加 1 天。零售业务 2025H1 存货周转天数同比增加 16 天至 146 天，应收账款周转天数同比增长 1 天至 19 天，应付账款周转天数同比减少 7 天至 25 天。超过 12 个月库存占比高单位数，库龄健康。
- **制造端费用率管控合理，零售端费用率因收入下滑而被动抬升。**制造业务得益于费用管控得当，2025H1 销售分销及行政开支占比 10.3%，同比下降 0.3pct；经营利润率同比下降 1.3pct 至 5.9%，与毛利率下滑幅度基本一致，但因费用管控合理、其他收入提升，最终净利润率同比下降 0.4pct 至 5.5%。零售业务 2025H1 销售及分销开支占比 31.5%，同比增加 0.9pct，主要系零售营收下降导致费用率被动抬升，其中，人员/租金占比分别为 11.5%/9.1%，经营利润率同比下降 1.7pct 至 3.1%，净利润率同比下降 1.2pct 至 2.2%。
- **裕元集团是全球最大的运动鞋制造商，拥有国内第二大体育用品零售商，深度布局全球运动产业链。**但短期考虑到制造业务产能爬坡及人力成本上涨，零售业务仍面临国内消费力不足压力，我们下调公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 3.6/4.1/4.4 亿美元（原 25-27 年为 4.9/5.5/5.9 亿美元），对应 PE 为 8/7/6 倍。考虑到可比公司 25 年平均 PE 为 13 倍，而公司过往估值相比可比公司略有折价，这里以可比公司中估值较低的晶苑国际为参考，给予其 25 年 10 倍 PE，目标市值较当前仍有 20%以上的空间，维持买入评级。
- **风险提示：**外需需求疲软；关税贸易风险；制造利润率低于预期；国内零售低于预期。

财务数据及盈利预测

货币单位：美元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	7,890	8,182	8,274	8,603	8,967
同比增长率（%）	-12%	4%	1%	4%	4%
归母净利润（百万元）	275	392	361	411	439
同比增长率（%）	-7%	43%	-8%	14%	7%
每股收益（美分/股）	.	.	.	.	.
市盈率	10	7	8	7	6

注：“每股收益”为归属于母公司所有者的净利润除以总股本

图 1：2025H1 营收 40.6 亿美元，同比+1.1%



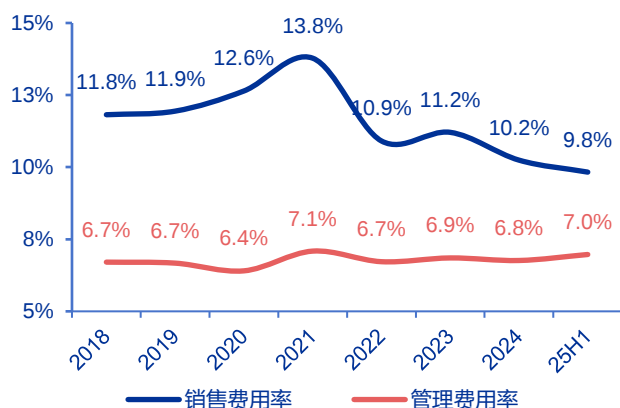
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 2：2025H1 归母净利润 1.71 亿美元，同比-7.2%



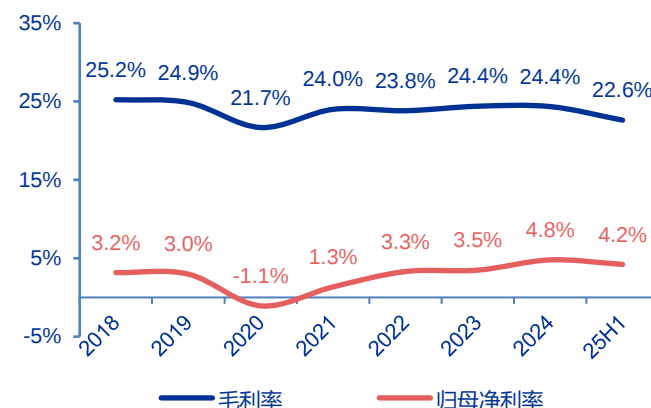
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：2025H1 销售费用率 9.8%，管理费用率 7.0%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 4：2025H1 毛利率 22.6%，归母净利率 4.2%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 1：可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/8/12			归母净利润 (亿元)			PE		
		股价 (元)	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	25E	26E	27E	25E	26E	27E
2313.HK	申洲国际	57.60	15.03	866	66.1	74.0	83.6	12	11	10
300979.SZ	华利集团	51.64	11.67	603	38.5	45.2	52.5	16	13	11
2232.HK	晶苑国际	6.00	28.53	171	16.5	19.1	22.0	10	8	7
平均值								13	11	9
0551.HK	裕元集团	13.18	16.05	211	3.6	4.1	4.4	8	7	6

资料来源：Wind、申万宏源研究；注：申洲国际、晶苑国际市值单位为港币、归母净利润单位为人民币，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 换算；裕元集团股价、市值单位为港币，归母净利润单位为美元，计算 PE 时按港元兑人民币的即期汇率 (0.9) 和美元兑人民币的即期汇率 (7.3) 换算；盈利预测晶苑国际为 wind 一致预期，其余均为申万宏源预测

合并损益表

百万元 (美元)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,970	7,890	8,182	8,274	8,603	8,967
销售成本	6,833	5,965	6,189	6,429	6,655	6,919
毛利	2,137	1,925	1,993	1,845	1,949	2,048
销售、分销及行政开支	1,598	1,441	1,391	1,347	1,380	1,436
净其他收入及开支	-123	-81	-55	-52	-56	-60
营业利润	417	404	546	446	512	552
融资成本	68	85	63	55	57	57
应占联营公司及合营企业业绩	63	62	78	78	78	78
其他收益	2	9	11	11	11	11
税前利润	413	390	572	481	544	584
所得税	120	81	147	99	112	120
净利润	293	309	425	382	433	464
归母净利润	296	275	392	361	411	439
少数股东损益	-3	34	32	21	22	25

资料来源：公司公告，申万宏源研究

信息披露 证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。