

2025 年 11 月 13 日

# 毛利率环比改善，高端化带动价格好于预期

## 裕元集团 (0551. HK)

评级:	买入	股票代码:	0551
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价(港元):	18.34/10.44
目标价格(港元):		总市值(亿港元)	237.63
最新收盘价(港元):	14.81	自由流通市值(亿港元)	237.63
		自由流通股数(百万)	1,604.56

### 事件概述

公司前三季度收入/归母净利为 60.17/2.79 亿美元，同比下降 1%/16%；公司 25Q3 收入/归母净利分别为 19.57/1.08 亿美元，同比下降 5%/27%，Q3 销量增速由正转负，我们分析业绩下降主要由于产能转移、中爪哇爬坡导致产能利用率下降以及关税分摊等影响。

### 分析判断:

**Q3 出货量低于市场预期，我们预计 26Q1 订单稳健。**25Q3 制造业收入/归母净利为 14.34/1.09 亿美元，同比-4.5%/-25.7%。1) 分产品来看运动户外鞋/休闲鞋及运动凉鞋/鞋底、配件及其他收入分别增长-3.54%/7.67%/-31.61%；2) 分量价来看，产能利用率/鞋履出货量/单价为 92%/0.63 亿双/21.43 美元，同比-3PCT/-5.2%/+3.38%，Q3 量下降主要由于关税背景下中国区产能转移海外，价格增长主要受益于产品组合改善；3) 25Q3 制造业毛利率/经营净利率/归母净利率为 19.4%/7.9%/7.6%，同比下降 1.2/1.2/2.2PCT，毛利率同比下降主要由于产能转移、中爪哇爬坡导致产能利用率下降以及关税分摊等影响，但环比有所改善，主要由于 Q3 弹性调度产能。4) 25 年 10 月制造业营收同比减少 7.7%，1-10 月累计同比增长 1.2%；5) 截至 25 前三季度公司员工人数增至 29.20 万人，同比增长 3.5%，其中制造业务人数+4.4%。25 前三季度集团整体资本开支为 2.39 亿美元，同比增长 56%，其中制造业务的资本开支为 2.14 亿美元，同比增长 86%。

**零售端 10 月受双十一活动影响降幅收窄。**25Q3 宝胜零售业务收入/归母净利 37.44/-0.17 亿元，同比-6.4%/-342.86%。实体店铺受人流不振影响收入下降 13%，截至 25Q3 末直营门店数量同比下降 3.5%至 3338 间，较 24 年末关闭 110 家；全渠道收入稳健增长同比+13%，其中泛微店+8%，直播+100%以上。25Q3 零售毛利率为 33.4%，同比下降 11.30PCT，Q3 折扣同比维稳。25 年 10 月宝胜收入同比下降 0.7%，降幅环比缩小，我们分析主要受双十一提前影响。

### 投资建议

我们分析，公司作为全球运动鞋制造龙头，具有全球头部运动品牌商份额优势，以及通过垂直一体化布局能够有力把控产业链上下游，做到高品控、快交付。公司对美国出口占比 29%，公司印尼/越南/中国大陆产量占比为 53%/32%/10%，基本可以通过越南及印尼产能覆盖，加征关税主要通过影响终端消费从而影响订单，但公司有望凭借海外产能扩产进一步拓展市场份额。展望未来，1) 短期来看，虽 10 月制造收入仍为负增长，但行业最差时点基本过去、明年奥运等诸多赛事催化下不排除部分品牌有一定补库需求；2) 中期来看，公司在管理改善后重启产能扩张，明后年订单仍有望恢复低至中单增长，主要得益于扩产、价格增速转正、阿迪及 ASICS 驱动；3) 长期来看，对比同行净利率仍有提升空间。维持公司 25-27 年营收预测 82.18/85.47/88.22 亿元；维持

25-27 年归母净利预测 3.7/4.1/4.5 亿美元，对应 25-27 年 EPS 0.23/0.26/0.28 美元，2025/11/12 收盘价 14.81 港元，对应 25-27PE 为 8/7/7X，维持“买入”评级。

### 风险提示

海外需求不及预期风险；原材料价格波动风险；产能爬坡不及预期风险；零售业务经营效率改善不及预期风险；系统性风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	7890.17	8182.16	8218.22	8546.61	8821.77
YoY (%)	-12.04%	3.70%	0.44%	4.00%	3.22%
归母净利润(百万美元)	274.71	392.42	373.67	414.02	450.05
YoY (%)	-7.30%	42.85%	-4.78%	10.80%	8.70%
毛利率 (%)	24.40%	24.35%	25.85%	26.35%	26.85%
每股收益 (美元)	0.17	0.24	0.23	0.26	0.28
ROE (%)	0.06	0.09	0.08	0.08	0.08
市盈率	6.50	9.12	8.15	7.36	6.77

资料来源：公司公告，华西证券研究所（1 美元=7.8 港元）

分析师：唐爽爽

联系人：王鹤钰

邮箱：tangss@hx168.com.cn

邮箱：wanghk@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

联系电话：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	8182.16	8218.22	8546.61	8821.77	净利润	392.42	373.67	414.02	450.05
YoY (%)	2.56%	0.44%	4.00%	3.22%	折旧和摊销	382.95	204.01	183.61	165.25
营业成本	6189.45	6093.45	6294.21	6452.74	营运资金变动	-	1461.87	-62.82	10.96
营业税金及附加					经营活动现金流	537.08	1882.12	380.70	475.10
销售费用	838.16	947.56	1050.92	1124.72	资本开支	-	0.00	0.00	0.00
管理费用	553.40	528.25	532.27	531.76	投资	54.81	0.00	0.00	0.00
财务费用	63.34	-9.77	-51.18	-62.55	投资活动现金流	-58.54	193.49	193.49	193.49
资产减值损失					股权募资	-15.01	0.00	0.00	0.00
投资收益	78.43	60.22	60.22	60.22	债务募资	-	0.00	0.00	0.00
营业利润					筹资活动现金流	-	-5.36	-5.36	-5.36
营业外收支					现金净流量	-	2070.25	568.83	663.23
					166.37				
利润总额	572.10	510.29	565.38	614.58	<b>主要财务指标</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>
所得税	147.44	105.92	117.35	127.57	<b>成长能力</b>				
净利润	424.65	404.37	448.03	487.02	营业收入增长率	3.70%	0.44%	4.00%	3.22%
归属于母公司净利润	392.42	373.67	414.02	450.05	净利润增长率	42.85%	-4.78%	10.80%	8.70%
YoY (%)	42.85%	-4.78%	10.80%	8.70%	<b>盈利能力</b>				
每股收益(元)	0.24	0.23	0.26	0.28	毛利率	24.35%	25.85%	26.35%	26.85%
					净利率	4.80%	4.55%	4.84%	5.10%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2024A</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	总资产收益率 ROA	5.32%	4.89%	5.06%	5.20%
货币资金	756.85	2827.10	3395.92	4059.16	净资产收益率 ROE	8.84%	7.77%	7.92%	7.93%
预付款项					<b>偿债能力</b>				
存货	1335.97	1317.68	1484.41	1453.66	流动比率	2.17	2.65	2.92	3.32
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.42	1.84	2.06	2.47
流动资产合计	3844.92	4309.75	5045.30	5677.78	现金比率	0.43	1.74	1.96	2.37
长期股权投资	589.80	589.80	589.80	589.80	资产负债率	33.37%	30.35%	29.57%	27.75%
固定资产	1566.02	1409.42	1268.48	1141.63	<b>经营效率</b>				
无形资产	474.11	426.70	384.03	345.63	总资产周转率	1.11	1.09	1.08	1.05
非流动资产合计	3530.43	3326.42	3142.80	2977.55	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	7375.35	7636.16	8188.11	8655.34	每股收益	0.24	0.23	0.26	0.28
短期借款	357.62	357.62	357.62	357.62	每股净资产	2.77	3.00	3.26	3.54
应付账款及票据	500.45	460.37	532.11	485.37	每股经营现金流	0.33	1.17	0.24	0.30
其他流动负债	801.58	805.11	837.28	864.24	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1769.78	1626.22	1730.13	1710.35	<b>估值分析</b>				
长期借款	399.68	399.68	399.68	399.68	PE	9.12	8.15	7.36	6.77
其他长期负债	291.54	291.54	291.54	291.54	PB	0.81	0.63	0.58	0.54
非流动负债合计	691.22	691.22	691.22	691.22					
负债合计	2461.00	2317.44	2421.35	2401.57					
股本	51.80	51.80	51.80	51.80					
少数股东权益	476.16	506.86	540.87	577.85					
股东权益合计	4914.35	5318.72	5766.75	6253.77					
负债和股东权益合计	7375.35	7636.16	8188.11	8655.34					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。