

信义山证汇通天下

证券研究报告

纺织制造

裕元集团 (00551. HK)

买入-A(维持)

2025Q3 制造业务营收表现符合预期，盈利能力改善超预期

2025 年 11 月 14 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



来源：最闻，山西证券研究所

市场数据：2025 年 11 月 13 日

收盘价（元）：	15.140
年内最高/最低（元）：	18.400/9.630
流通 A 股/总股本（亿）：	16.05/16.05
流通 A 股市值（亿）：	242.93
总市值（亿）：	242.93

来源：最闻，山西证券研究所

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

孙萌

执业登记编码：S0760523050001

邮箱：sunmeng@sxzq.com

事件描述

➤ 11 月 12 日，公司披露 2025 年三季报，2025 年前三季度，公司实现收入 60.17 亿美元，同比下降 1.0%，实现归母净利润 2.79 亿美元，同比下降 16.0%。

事件点评

➤ **2025Q3 制造业务鞋履产品组合高端化趋势延续，盈利能力环比明显提升。**制造业务方面，2025 年前三季度，制造业务实现收入 42.32 亿美元，同比增长 2.3%。量价拆分看，2025 年前三季度，公司成品鞋履出货量为 1.89 亿双，同比增长 1.3%，销售均价同比增长 3.2%至 20.88 美元/双。2025 年前三季度，制造业务产能利用率为 93%，同比提升 1pct，其中 2025Q3，产能利用率环比下滑 3pct 至 92%。2025 年前三季度，制造业务毛利率同比下滑 1.3pct 至 18.3%，主因部分制造厂区的订单满单率及产能利用率分化明显、新厂区处于爬坡阶段、人工工资上升，但 2025Q3 毛利率环比回升 1.6pct 至 19.4%。公司致力推行组织重整及降本增效计划，强化数位化智能制造管理，2025 年前三季度，销售、分销及行政开支占营收比重同比下滑 0.2pct 至 10.2%，经营利润率为 6.6%，同比下滑 1.3pct。2025 年前三季度，制造业务实现归母净利润 2.64 亿美元，同比下降 12.6%，归母净利润率 6.2%，同比下滑 1.1pct。

➤ **2025Q3 零售业务全渠道板块表现优异，零售折扣同比保持稳定。**零售业务方面，2025 年前三季度，零售业务实现收入 129.03 亿元，同比下降 7.7%，收入下降一方面由于实体店铺客流下滑导致同店销售下降，另一方面由于公司继续精简店铺，截至 2025Q3 末，中国大陆直营门店为 3338 家，较年初净减少 110 家；全渠道表现稳健，整体增长 13%。2025 年前三季度，零售折扣同比加深低单位数，其中 2025Q3 零售折扣同比保持稳定。2025 年前三季度，零售业务毛利率为 33.5%，同比下滑 0.5pct；零售业务经营利润率为 2.3%，同比下滑 1.4pct。2025 年前三季度，零售业务实现归母净利润 1.71 亿元，同比下降 50.1%，归母净利润率 1.3%，同比下滑 1.2pct。

投资建议

➤ 2025 年第三季度，公司制造业务营收在高基数情况下，同比小幅下滑，但受益于各地及各厂区订单调配有所改进、产品组合高端化趋势延续，季度销售毛利率回升明显。零售业务，10 月单月营收同比持平略微下滑，较 Q3 季度有所改善，零售折扣同比保持稳定，线下门店关闭预计接近尾声。维持公司盈利预测，预计公司 2025-2027 年营业收入分别为 81.35/85.88/90.51 亿美元，同比增长 -0.6%/5.6%/5.4%；归母净利润为



请务必阅读最后股票评级说明和免责声明

1

3.53/3.80/4.11 亿美元，同比增长-10.1%/7.9%/8.0%，11 月 12 日收盘价对应公司 2025-2027 年 PE 分别为 8.7、8.0、7.4 倍，维持“买入-A”评级。

风险提示

➤ 制造业务订单不及预期；国内消费恢复不及预期；汇率大幅波动；关税风险。

财务数据与估值：

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万美元)	7,890	8,182	8,135	8,588	9,051
YoY(%)	-12.0	3.7	-0.6	5.6	5.4
净利润(百万美元)	275	392	353	380	411
YoY(%)	-7.1	42.5	-10.1	7.9	8.0
毛利率(%)	24.4	24.4	22.9	23.0	23.2
EPS(摊薄/元)	0.17	0.24	0.22	0.24	0.26
ROE(%)	6.6	8.6	7.5	7.7	8.0
P/E(倍)	11.1	7.8	8.7	8.0	7.4
P/B(倍)	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
净利率(%)	3.5	4.8	4.3	4.4	4.5

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	3784	3845	4555	5036	5184
现金	1105	881	1948	1718	2277
应收票据及应收账款	1394	1556	1266	1783	1421
预付账款	0	0	0	0	0
存货	1247	1336	1282	1478	1423
其他流动资产	38	72	60	57	63
非流动资产	3574	3530	3221	3043	2847
长期投资	609	590	655	720	783
固定资产	1676	1579	1237	987	718
无形资产	12	13	12	12	11
其他非流动资产	1277	1349	1316	1324	1335
资产总计	7358	7375	7776	8079	8030
流动负债	1985	1770	2071	2299	2130
短期借款	643	358	502	686	454
应付票据及应付账款	1137	1203	1251	1316	1366
其他流动负债	205	209	317	297	311
非流动负债	664	691	595	465	337
长期借款	330	400	266	147	24
其他非流动负债	334	292	329	318	313
负债合计	2648	2461	2666	2764	2467
少数股东权益	470	476	505	536	569
股本	52	52	52	52	52
资本公积	4188	4386	4386	4386	4386
留存收益	0	0	198	365	581
归属母公司股东权益	4240	4438	4605	4779	4994
负债和股东权益	7358	7375	7776	8079	8030

现金流量表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	908	945	1100	47	1247
净利润	309	425	381	411	445
折旧摊销	0	0	336	346	367
财务费用	85	63	45	36	31
投资损失	-62	-78	-78	-78	-78
营运资金变动	0	0	437	-674	479
其他经营现金流	576	535	-21	4	4
投资活动现金流	-92	-152	60	-87	-98
筹资活动现金流	-627	-860	-93	-376	-404

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	0.17	0.24	0.22	0.24	0.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.59	0.69	0.03	0.78
每股净资产(最新摊薄)	2.64	2.77	2.87	2.98	3.11

利润表(百万美元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	7890	8182	8135	8588	9051
营业成本	5965	6189	6272	6613	6951
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	894	838	834	886	935
管理费用	547	553	537	567	604
财务费用	85	63	45	36	31
资产减值损失	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	62	78	78	78	78
营业利润	404	546	533	571	616
营业外收入	136	123	130	130	128
营业外支出	216	177	177	177	177
利润总额	390	572	486	524	566
所得税	81	147	104	113	122
税后利润	309	425	381	411	445
少数股东损益	34	32	29	31	33
归属母公司净利润	275	392	353	380	411
EBITDA	912	1001	817	858	911

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	-12.0	3.7	-0.6	5.6	5.4
营业利润(%)	-3.1	35.1	-2.4	7.3	7.8
归属于母公司净利润(%)	-7.1	42.5	-10.1	7.9	8.0
获利能力					
毛利率(%)	24.4	24.4	22.9	23.0	23.2
净利率(%)	3.5	4.8	4.3	4.4	4.5
ROE(%)	6.6	8.6	7.5	7.7	8.0
ROIC(%)	6.0	8.1	6.6	6.8	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	36.0	33.4	34.3	34.2	30.7
流动比率	1.9	2.2	2.2	2.2	2.4
速动比率	1.3	1.4	1.6	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.0	1.1	1.1	1.1	1.1
应收账款周转率	5.6	5.5	5.8	5.6	5.6
应付账款周转率	5.1	5.3	5.1	5.2	5.2
估值比率					
P/E	11.1	7.8	8.7	8.0	7.4
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
EV/EBITDA	4.0	3.6	3.3	3.5	2.3

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：**上海**

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

