

纺织服饰

2025年11月14日

裕元集团

(00551)

——优质订单驱动均价回升，看好体育赛事提振需求

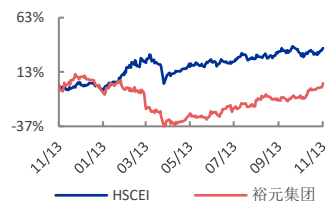
报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2025年11月13日

收盘价（港币）	15.14
恒生中国企业指数	9599.06
52周最高/最低（港币）	18.40/9.63
H股市值（亿港元）	242.93
流通H股（百万股）	1,604.56
汇率（港币/人民币）	0.9114

一年内股价与基准指数对比走势：



资料来源：Bloomberg

相关研究

《裕元集团 (00551) 点评：制造业务量价齐升，零售业务需求短期承压》
2025/08/13

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

朱本伦 A0230125090001
zhuubl@swsresearch.com

联系人

朱本伦 A0230125090001
zhuubl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

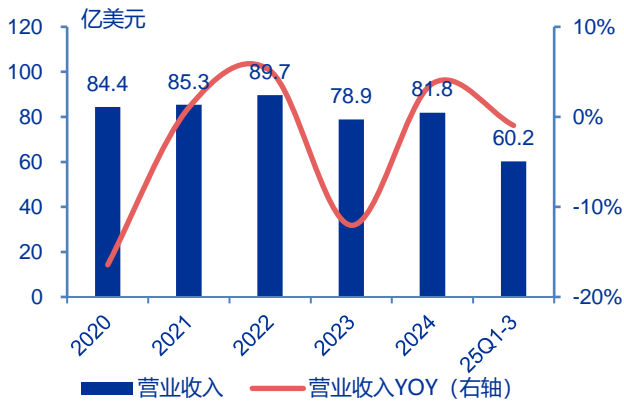
- **裕元集团发布 2025 年三季度报告，业绩符合预期。**25Q1-3 公司收入 60.2 亿美元，同比下降 1.0%，归母净利润 2.8 亿美元，同比下降 16.0%，利润下降主要系制造业务人工成本上涨及产能负载不均，零售业务受线下消费疲软及折价竞争影响。25Q1-3 经营性现金流 3.4 亿美元，自由现金流 1.0 亿美元，现金流表现稳健。
- **优质订单组合驱动 ASP 逐步回升，看好 26 年多项体育赛事举办带动 Q4 传统旺季出货量提升。**25Q1-3 制造业务收入 42.3 亿美元，同比增长 2.3%，毛利率 18.3%，同比下降 1.3pct，产能负载不均及人力成本上升导致盈利承压。**1) 量价维度：**25Q1-3 出货量 1.9 亿双，同比增长 1.3%，平均售价 20.88 美元/双，同比增长 3.2%，主要系优质订单组合拉动。**2) 区域维度：**25Q1-3 来自美国/欧洲/其他地区的收入同比增长 5.4%/11.7%/9.2%，收入占比 28.5%/27.7%/30.4%，中国大陆收入同比下滑 25.9%，占比 13.4%。
- **零售业务需求阶段性承压，线上全域运营增长亮眼。**25Q1-3 零售业务收入 129.0 亿人民币，同比下降 7.7%，归母净利润 1.71 亿人民币，同比下降 50.1%，毛利率 33.5%，同比下降 0.5pct，国内消费疲软、折价竞争拖累业绩。截至 25Q3 末，直营店较年初净关店 110 家至 3338 家，线下实体店销售同比下降 14%。通过深化与平台伙伴合作，25Q1-3 线上全渠道营收同比增长 13%，其中直播销售同比增长超 100%。
- **存货周转优化，库存管理良好。****1) 制造业务：**25Q1-3 存货周转天数 53 天，同比增加 1 天，应收账款周转天数 54 天，同比降低 2 天，应付账款周转天数 32 天，同比增加 2 天。**2) 零售业务：**25Q1-3 存货周转天数同比增加 9 天至 161 天，应收账款周转天数 18 天，同比持平，应付账款周转天数同比减少 13 天至 26 天。12 个月以上库存占比高单位数，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。**25Q1-3 制造业务经营利润率 6.6%，同比下降 1.3pct，销售、分销及行政开支率 10.2%，同比下降 0.2pct，费用管控收紧，最终净利润率 6.3%，同比下降 1.1pct。零售业务 25Q1-3 经营利润率 2.3%，同比下降 1.4pct，销售、分销及行政开支率同比增加 0.7pct，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 12.0%/9.1%，最终净利润率 1.4%，同比下降 1.1pct。
- **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。**考虑制造业务高价订单增加且公司高价鞋履开发能力强，零售业务折扣维稳，我们上调公司 25-27 年盈利预测，预计 25-27 年归母净利润 3.9/4.4/4.8 亿美元（原 25-27 年为 3.6/4.1/4.4 亿美元），对应 PE 为 8/7/7 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**外需疲软；关税提升；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	8,362	8,805	9,305
同比增长率（%）	-12%	4%	2%	5%	6%
归母净利润（百万元）	275	392	388	439	476
同比增长率（%）	-7%	43%	-1%	13%	8%
每股收益（元/股）	17.05	24.37	24.15	27.38	29.66
市盈率	11	8	8	7	7

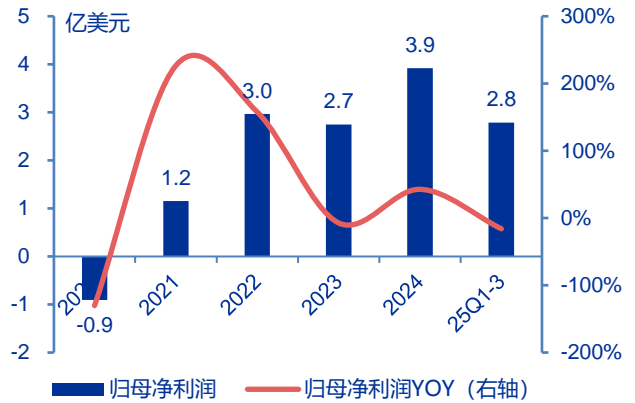
注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本

图 1: 25Q1-3 营收 60.2 亿美元, 同比-1.0%



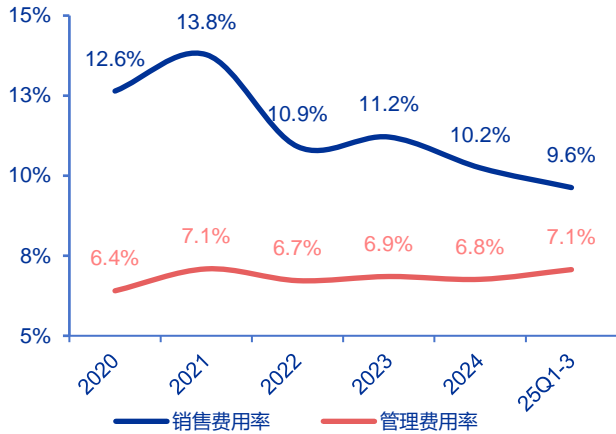
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1-3 归母净利润 2.8 亿美元, 同比-16.0%



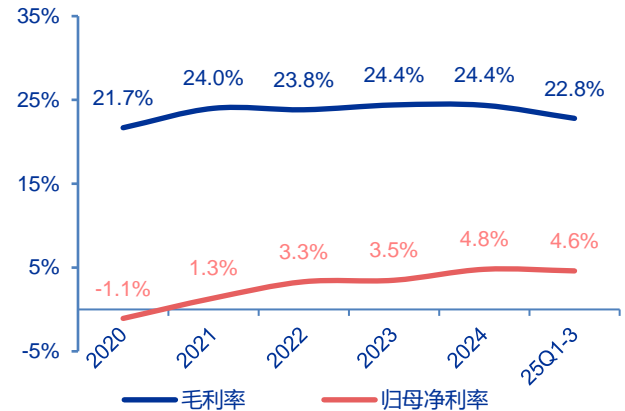
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1-3 销售费用率 9.6%, 管理费用率 7.1%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1-3 毛利率 22.8%, 归母净利率 4.6%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

合并损益表

百万元 (美元)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	8,533	8,970	7,890	8,182	8,362	8,805	9,305
销售成本	6,485	6,833	5,965	6,189	6,472	6,779	7,136
毛利	2,048	2,137	1,925	1,993	1,890	2,026	2,169
销售、分销及行政开支	1,801	1,598	1,441	1,391	1,374	1,439	1,524
净其他收入及开支	-85	-123	-81	-55	-51	-57	-61
营业利润	162	417	404	546	464	531	584
融资成本	53	68	85	63	55	58	58
应占联营公司及合营企业业绩	12	63	62	78	78	78	78
其他收益	55	2	9	11	11	11	11
税前利润	175	413	390	572	498	563	615
所得税	33	120	81	147	86	97	107
净利润	142	293	309	425	412	466	508
归母净利润	115	296	275	392	388	439	476
少数股东损益	27	-3	34	32	25	26	32

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

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘焯明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com
华南创新团队	邵景丽	0755-82579627	shaojingli@swhysc.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”）在中华人民共和国内地（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。