

港股研究 | 公司点评 | 裕元集团 (00551.HK)

制造产能爬坡形成拖累, 关店及客流影响零售承压

报告要点

裕元集团 2025 年前三季度实现营收 60.2 亿美元, 同比-1.0%, 归母净利润 2.8 亿美元, 同比-16.0%。其中制造业务实现营收 42.3 亿美元, 同比+2.3%, 归母净利润 2.6 亿美元, 同比-12.6%; 宝胜实现营收 17.9 亿美元, 同比-7.9%, 归母净利润 0.2 亿美元, 同比-50.3%。

裕元集团 2025Q3 实现营收 19.6 亿美元, 同比-5.0%, 归母净利润 1.1 亿美元, 同比-27.0%。其中制造业务实现营收 14.3 亿美元, 同比-4.5%, 归母净利润 1.1 亿美元, 同比-25.7%; 宝胜实现营收 5.2 亿美元, 同比-6.3%, 归母净利润-218.7 万美元, 同比转亏。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



魏杏梓

SAC: S0490524020003

裕元集团 (00551.HK)

2025-11-16

制造产能爬坡形成拖累，关店及客流影响零售承压

港股研究 | 公司点评

投资评级 买入 | 维持

事件描述

裕元集团 2025 年前三季度实现营收 60.2 亿美元，同比-1.0%，归母净利润 2.8 亿美元，同比-16.0%。其中制造业务实现营收 42.3 亿美元，同比+2.3%，归母净利润 2.6 亿美元，同比-12.6%；宝胜实现营收 17.9 亿美元，同比-7.9%，归母净利润 0.2 亿美元，同比-50.3%。

裕元集团 2025Q3 实现营收 19.6 亿美元，同比-5.0%，归母净利润 1.1 亿美元，同比-27.0%。其中制造业务实现营收 14.3 亿美元，同比-4.5%，归母净利润 1.1 亿美元，同比-25.7%；宝胜实现营收 5.2 亿美元，同比-6.3%，归母净利润-218.7 万美元，同比转亏。

事件评论

- 制造业务：价升量减收入下滑，产能爬坡形成拖累。** 产品组合优化及消费趋势带动下 2025Q3 平均单价同比+3.4%，但出货量同比-5%拖累制造业务 Q3 收入同比-4.5%。受产能负载不均及部分产线效率不及预期影响，2025Q3 产能利用率同比/环比均-3pct 至 92%，在人工成本上涨的共同作用下，Q3 毛利率同比-1.2pct 至 19.4%，但环比+1.6pct 凸显经营韧性。2025Q3 经营溢利同比-16.7%，但所得税率同比+5.7pct，拖累归母净利率同比-2.2pct 至 7.6%。
- 零售业务：零售折扣维稳，线下为主要拖累。** 2025Q3 收入同比-6.3%预计主要受持续关店及客流疲软影响，线下直营及加盟营收皆明显下滑，全渠道继续延续稳健表现。Q3 折扣同比维稳，毛利率仅略降 0.1pct 至 33.4%，归母净利率同比转负至-0.4%，预计主要受经营反杠杆影响。2025Q3 末库存同比-6%，老旧库存占比约 9%，预计库龄结构保持健康。
- 综合来看，公司制造业务短期承压，后续印尼中爪哇产能爬坡及印度新产能建设有望贡献增量，同时有望解决区域间产能负载不均问题。零售业务持续磨底，全渠道运营及多维度品牌矩阵打造有望重启增长。综合预计 2025-2027 年裕元集团实现归母净利润 3.6/3.9/4.3 亿美元，现价对应 PE 为 9/8/7X，70%分红率假设下 2026 年股息率约 9%，Nike 修复有望带来业绩及估值弹性，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、市场需求疲软风险；
- 2、产能利用率波动风险；
- 3、多品牌整合不及预期风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 15.14

注：股价为 2025 年 11 月 13 日收盘价

相关研究

- 《制造业务收入和盈利均环比改善，零售业务受同店销售及费用影响仍承压》2025-08-15
- 《“织”道系列 4——裕元集团：“裕”火重生，制造零售双驱动》2025-08-04


 更多研报请访问
 长江研究小程序

表 1: 裕元集团盈利预测与估值表

单位/百万美元	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	8182	8095	8449	8818
(+/-)(%)	4%	-1%	4%	4%
归母净利润	392	364	389	431
(+/-)(%)	43%	-7%	7%	11%
EPS	0.24	0.23	0.24	0.27
P/E	9.10	8.59	8.03	7.26

资料来源: Wind, 长江证券研究所

风险提示

- 1、市场需求疲软风险：若市场需求不振，或影响制造业务接单情况以及零售业务销售情况，进而影响公司整体表现；
- 2、产能利用率波动风险：当前公司产能利用率处于较高水平，若后续接单不能满足现有产能利用，或导致利润率回落；
- 3、多品牌整合不及预期风险：公司零售业务包含 Nike、Adidas 等多个品牌，多品牌运作可能存在资源分配不合理等问题。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。