

裕元集团 (00551)

证券研究报告
2025年11月19日

预计 FOB 价格有望保持正增

公司发布 2025 年九个月营运概要

25M9 公司营业收入同比下降 1.0%至 6,017.4 百万美元，其中制造业务营收同比增长 2.3%；鞋履出货量同比增长 1.3%至 189.4 百万双，受益于优质的订单组合，平均售价同比上升 3.2%至每双 20.88 美元。

制造业务毛利率同比下降 1.3 个百分点至 18.3%，主要由于各个制造厂区的产能负载不均、部分生产线生产效率未达设定标准，加上在各地新增人力及薪资上涨，推高人工成本。

来自宝胜贡献的营业收入较去年同期的 1,939.8 百万美元下降 7.9%至 1,785.7 百万美元。以人民币（宝胜的申报货币）计算，营业收入较去年同期的人民币 13,984.2 百万元下降 7.7%至人民币 12,902.8 百万元。

盈利能力按季提升、利润率改善

2025 年第三季度，制造业务展现其经营韧性，虽受淡季影响盈利能力按季仍有提升。全球消费景气呈现稳健发展，美国市场返校季销售优于预期，然而新一轮的关税政策及地缘政治动荡继续带来不确定性，导致经营环境面临诸多挑战。因应复杂多变的全球经济格局，品牌客户采购策略更趋谨慎，加上 2024 年第三季度表现异常强劲所产生的高基期效应，出货量因此同比下降。

尽管面临对等关税相关负面影响，第三季度公司的优质订单组合继续推升平均单价，部分抵销出货量下跌对制鞋营收的负面影响。我们预计，四季度 FOB 仍有望保持正增。

部分制造产区的订单满单率及产能利用率与均值差异显著，造成产能负载不均情况，并产生额外加班需求及其他无效成本。制造业务人数按年上升 4.4%，加上各地薪资上涨高单位数百分比，大幅推高人工成本。上述因素对制造业务的短期盈利能力产生负面影响，其中第三季度虽受淡季影响，产能利用率环比下降，但公司秉持需求导向的生产规划策略，并强化产能调度弹性，有助平衡生产排程，加上各区产效提升，推动第三季度利润率按季改善。

对长期前景保持乐观

近年运动休闲趋势持续升温，带动多个领导品牌客户缔造良好业绩，而随着二零二六年国际足联世界杯、亚洲运动会及冬季奥林匹克运动会等多项国际体育盛事陆续举行，预期全球对运动与健康意识的关注将持续提升，并为相关产业及领域注入长期增长动能。公司对运动行业的长期前景保持乐观，亦对其策略性供应商的角色及高阶鞋履开发实力充满信心，有助巩固其与国际领导品牌的永续伙伴关系。

调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑消费弱增长和关税影响，我们小幅调整盈利预测。预计公司 25-27 年营收为 82 亿美元、86 亿美元、91 亿美元（原值为 83 亿美元、88 亿美元、94 亿美元）；归母净利润分别为 3.7 亿美元、4.1 亿美元、4.6 亿美元（原值为 4.0 亿美元、4.3 亿美元、4.8 亿美元）；对应 PE 分别为 9x、8x、7x。

风险提示：消费景气度不及预期，关税变化，产能爬坡进度不及预期，市场竞争激烈等。

投资评级

行业 非必需性消费/纺织及服饰

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 15.63 港元

目标价格 港元

基本数据

港股总股本(百万股) 1,604.56

港股总市值(百万港元) 25,079.22

每股净资产(港元)

资产负债率(%)

一年内最高/最低(港元) 18.40/9.63

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《裕元集团-公司点评:关注下半年关税影响》 2025-08-19
- 《裕元集团-公司点评:制造韧性凸显，关注关税进展》 2025-07-18
- 《裕元集团-公司点评:25Q1 鞋履制造量价稳增》 2025-05-20

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com