

裕元集团(00551)

报告日期: 2025年11月23日

## 制造利润率逐季向上, 零售收入降幅收窄

### ——裕元集团点评报告

#### 投资要点

❑ **公司发布 25 三季报**, 25Q1-3 实现收入 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, 制造业务收入 42.3 亿美元, 同比+2.3%, 归母净利润 2.6 亿美元, 同比-12.6%, 零售业务收入 17.9 亿美元, 同比-7.9%, 归母净利润 2367 万美元, 同比-50.3%; 25Q3 实现收入 19.6 亿美元, 同比-5.0%, 归母净利润 1.1 亿美元, 同比-27.0%, Q3 制造业务高基数下出货量下滑, 但产效提升叠加 ASP 逆势向上下利润率环比改善幅度超预期, 零售收入降幅环比收窄, 期待后续企稳。

❑ **Q3 制造业务高基数下出货量下滑中单, 产品组合优化 ASP 向上**

25Q1-3 制造业务收入同比+2.3%至 42 亿美元, 其中出货量达 1.89 亿双 (同比+1.3%), ASP 为 20.88 美元 (同比+3.2%), 25Q3 制造业务收入 14.3 亿美元, 同比-4.5%, 其中出货量达 62.7 百万双 (同比-5.3%), ASP 为 21.4 美元 (同比+3.4%), 我们预计出货量下滑主要系 24Q3 淡季不淡高基数, ASP 增长系高单价产品组合占比提升。

制造业务收入分地区来看, 25Q1-3 美国同比+5.4% (占比 28.5%), 欧洲同比+11.7% (占比 27.7%), 中国大陆同比-25.9% (占比 13.4%), 其他地区同比+9.2% (占比 30.4%), 我们预计中国收入下滑主要系贸易摩擦和需求疲软影响, 欧美和其他地区收入均有双位数增长, 公司作为全球制鞋龙头订单充沛。

❑ **Q3 制造业务产能利用率饱满, 利润率环比改善超预期**

25Q1-3 产能利用率 93%, 同比+1pct, 毛利率 18.3% (同比-1.3pct), 主要系人工工资上涨和生产效率不及预期, SG&A 费用率 10.2% (同比-0.2pct), 费用管控成效显著, 净利率 6.2% (同比-1.1pct)。

25Q3 毛利率 19.4% (同比-1.2pct, 环比+1.6pct), 预计毛利率环比改善主要系工厂生产效率环比改善以及产品组合优化, SG&A 费用率 10.2% (同比+0.1pct), 精简运营管理效率提升抵消部分经营负向杠杆, 归母净利润 1.1 亿 (-25.7%), 归母净利率 7.6% (同比-2.2pct), 利润率环比改善超预期。

❑ **零售业务收入降幅环比收窄, 线上持续逆势增长**

25Q1-3 零售业务收入 17.9 亿美元 (同比-7.9%), 受零售环境疲软和竞争加剧影响, 同店销售下滑双位数, 同时线下直营门店数量 3338 家 (同比-3.5%); 25Q1-3 线上收入逆势增长 13% (占比 33%), 其中直播收入同比增长超过 100%, 全渠道运营能力持续向上。25Q3 零售业务收入同比-6.3%至 5.2 亿美元, 降幅环比收窄, 10 月收入同比-0.7%, 环比改善显著。

25Q1-3 毛利率 33.5% (同比-0.5pct), 主要系折扣同比扩大低单位数, 降本增效使得 SG&A 费用总额同比-6.1%, 但负向经营杠杆下 SG&A 费用率同比提升 0.7pct 至 32%, 折扣加深叠加负向经营杠杆使得净利率同比-1.1pct 至 1.4%。

25Q1-3 老旧库存占比 9%, 库存周转天数 161 天 (同比+9 天), 受销售不及预期库存周转有所放缓, 但仍处健康范围内。

❑ **盈利预测及估值**

制造业务产品组合持续优化稳健成长, 印尼和印度新产能有序扩张, 零售业务库存仍相对健康收入降幅明显收窄, 25 年 1-10 月制造业务和零售业务累计收入分别同比+1.2%、-7.0%, 预计 25-27 年公司实现收入 83/88/94 亿美元, 同比+1.4%/6.5%/6.6%, 归母净利润分别为 3.9/4.4/4.9 亿美元, 对应增速+0.1%/12.2%/10.6%, 截止 25/11/21 收盘价, 对应 PE 为 8/7/7X, 24 年分红率 68%, 对应股息率 8%, 维持“买入”评级。

❑ **风险提示: 美国需求不及预期、贸易摩擦风险**

#### 投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉  
执业证书号: S1230520070002  
mali@stocke.com.cn

分析师: 詹陆雨  
执业证书号: S1230520070005  
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 周敏  
执业证书号: S1230525080004  
zhoumin@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	HK\$15.78
总市值(百万港元)	25,319.90
总股本(百万股)	1,604.56

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《制造利润超预期, 零售疲软暂时承压》 2025.08.28
- 《制造订单充沛量价齐升, 零售业务短期承压静待拐点》 2025.05.14
- 《制造订单充沛收入如期增长, 零售轻装上阵值得期待》 2025.03.16

## 财务摘要

(百万美元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	<b>8,182.2</b>	<b>8,293.4</b>	<b>8,835.8</b>	<b>9,416.7</b>
(+/-) (%)	3.70%	1.36%	6.54%	6.57%
归母净利润	<b>392.4</b>	<b>392.9</b>	<b>441.0</b>	<b>487.5</b>
(+/-) (%)	42.85%	0.13%	12.24%	10.55%
每股收益(美元)	0.24	0.24	0.27	0.30
P/E	<b>8.3</b>	<b>8.3</b>	<b>7.4</b>	<b>6.7</b>

资料来源: 浙商证券研究所

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>3,845</b>	<b>4,020</b>	<b>4,247</b>	<b>4,480</b>
现金	757	833	916	1,007
交易性金融资产	38	40	42	44
应收账款	939	946	974	1,029
其他应收款	649	678	702	724
预付账款	0	0	0	0
存货	1,336	1,406	1,468	1,546
其他	127	117	145	130
<b>非流动资产</b>	<b>3,530</b>	<b>3,778</b>	<b>3,997</b>	<b>4,238</b>
金融资产类	3	2	2	2
权益法核算的投资	590	605	601	599
固定资产	1,566	1,723	1,895	2,084
商誉及无形资产	474	498	508	518
在建工程	0	0	0	0
其他	897	951	992	1,035
<b>资产总计</b>	<b>7,375</b>	<b>7,797</b>	<b>8,244</b>	<b>8,718</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,770</b>	<b>2,082</b>	<b>2,020</b>	<b>2,062</b>
短期借款	358	504	431	467
应付款项	500	515	541	568
其他	912	1,063	1,047	1,026
<b>非流动负债</b>	<b>691</b>	<b>726</b>	<b>762</b>	<b>800</b>
长期借款	400	420	441	463
其他	292	306	321	337
<b>负债合计</b>	<b>2,461</b>	<b>2,808</b>	<b>2,782</b>	<b>2,862</b>
少数股东权益	476	473	475	474
归属母公司股东权益	4,438	4,516	4,988	5,382
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,375</b>	<b>7,797</b>	<b>8,244</b>	<b>8,718</b>

### 利润表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>8182</b>	<b>8293</b>	<b>8836</b>	<b>9417</b>
营业成本	6189	6287	6691	7126
毛利润	1993	2007	2145	2291
销售费用	838	887	884	885
管理费用	553	556	583	612
其他收入及收益	123	129	135	142
<b>营业利润</b>	<b>546</b>	<b>540</b>	<b>604</b>	<b>664</b>
财务费用	63	62	66	71
以权益法核算的投资收益	11	(25)	(20)	(15)
<b>除税前溢利</b>	<b>572</b>	<b>523</b>	<b>592</b>	<b>651</b>
所得税	147	105	118	130
<b>净利润</b>	<b>425</b>	<b>418</b>	<b>474</b>	<b>520</b>
少数股东损益	32	25	33	33
<b>归属母公司净利润</b>	<b>392</b>	<b>393</b>	<b>441</b>	<b>488</b>
EBITDA	984	986	1135	1288
EPS (最新摊薄)	0.24	0.24	0.27	0.30

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	3.70%	1.36%	6.54%	6.57%
营业利润	35.29%	-1.23%	11.89%	9.95%
归属母公司净利润	42.85%	0.13%	12.24%	10.55%
<b>获利能力</b>				
毛利率	24.35%	24.20%	24.28%	24.33%
净利率	5.19%	5.04%	5.36%	5.53%
ROE	8.15%	7.93%	8.44%	8.61%
ROIC	3.17%	2.84%	3.18%	3.46%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	33.37%	36.01%	33.74%	32.83%
净负债比率	0.01%	1.83%	-0.81%	-1.32%
流动比率	2.17	1.93	2.10	2.17
速动比率	1.42	1.26	1.38	1.42
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.07	1.09	1.10	1.11
应收账款周转率	8.97	8.80	9.20	9.40
应付账款周转率	16.77	16.33	16.72	16.97
<b>每股指标(美元)</b>				
每股收益	0.24	0.24	0.27	0.30
每股经营现金	0.33	0.44	0.49	0.52
每股净资产	2.75	2.80	3.09	3.34
<b>估值比率</b>				
P/E	8.29	8.28	7.37	6.67
P/B	0.73	0.72	0.65	0.60
EV/EBITDA	1.29	1.46	1.24	1.16

### 现金流量表

(百万美元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	<b>537</b>	<b>711</b>	<b>789</b>	<b>839</b>
净利润	392	393	441	488
折旧摊销	383	422	457	494
财务费用	0	0	0	0
投资损失	(11)	25	20	15
营运资金变动	(211)	(92)	(88)	(128)
其它	(17)	(37)	(39)	(31)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(59)</b>	<b>(130)</b>	<b>(115)</b>	<b>(98)</b>
资本支出	(213)	(236)	(218)	(218)
长期投资	272	225	269	255
其他	(118)	(119)	(166)	(134)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(631)</b>	<b>(890)</b>	<b>(343)</b>	<b>(181)</b>
债务的增加	3313	2844	3079	2961
股息及利息支付	227	275	309	341
其他	(2910)	(2229)	(3044)	(3121)
<b>现金净增加额</b>	<b>(166)</b>	<b>76</b>	<b>83</b>	<b>92</b>

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>