

裕元集团

551 HK

中国消费品行业

本文内容由 Ryan Lee (李昊谦) 提供

中信证券财富管理(香港)

产品及投资方案部

电话: (852) 2237 9250 / 电邮: wminvestmentsolutions@citics.com.hk

下行空间有限

摘要

中信证券财富管理与中信里昂研究观点一致。根据中信里昂研究在 2026 年 5 月 6 日发布的题为《Limited downside》的报告，裕元集团 (YY) 一季度盈利预警显示净利润同比下跌 50-55% (与华利集团一季度调整后净利润同比跌 52% 表现相似)。2026 年一季度销售额同比下降 2%，其中制造业务 (MFG) / Pou Sheng (宝胜) 销售额按美元计同比降 5.6%/按人民币计同比降 1%。公司将于 5 月 13 日公布一季度完整业绩，但中信里昂认为一季度压力已反映在股价中。分析仍看好裕元制造业务凭借强大的产品开发能力和成本效益优势实现市场份额增长；尽管面临宏观逆风，研究指出，裕元制造业务在 2026 年前 3 个月的订单趋势仍优于台湾同业。宝胜的零售业务 2026 年收入或维持温和增长，但折扣管控和售罄率改善可能为盈利能力提供支撑。

2026 年制造业务：订单能见度疲弱 订单量与毛利率或环比改善

制造业务一季度销售额同比降 5.6%。制造业务销售中断源于节假日重叠导致的生产瓶颈，而毛利率压力则来自经营杠杆下降、关税分担和产能爬坡（员工人数同比低个位数增长）推高人力成本。回顾 2026 年指引，在较高基数和产能爬坡（通常从简单鞋型开始）及低个位数关税分担影响下，ASP 指引为同比持平至低个位数下降，且上半年表现优于下半年。

2026 年零售业务：严格管控折扣与库存 对宏观前景保持谨慎

宝胜 2026 年一季度销售额按美元/人民币计同比+4%/-1%，环比有所改善。分析预计 2026 年销售额将在折扣管控和售罄率推动下实现低个位数同比增长，主要驱动力包括：1) 线上线下库存一体化；2) 加强线上价格管控；3) 线下独家产品带动线下客流改善。分析对 2026 年收入增长仍持谨慎态度，预计毛利率将略有改善但销售管理费用节省空间有限。裕元集团在越南的产能布局低于行业平均水平，而当地原油短缺问题持续升级。研究指出制造业务短期仍面临压力，但对中期市场份额提升前景保持建设性看法。

催化因素

1) 订单复苏：去库存周期接近尾声。核心客户补库存周期启动将提升裕元产能利用率；2) 核心客户持续获取市场份额及优化产品组合以增加高单价产品；3) 零售业务库存出清压力释放；4) 数字化与自动化：裕元持续提升工厂数字化与自动化水平，这将支持灵活的生产周转；5) 线下客流回升：线下客流增加利好零售业务。

投资风险

若无法改善订单能见度与利用率，以及产品组合差于预期，可能影响核心代工业务利润率。零售业务意外疲软、渠道结构不利及竞争压力加剧可能影响旗下零售子公司表现。

公司概况

裕元集团是全球主要品牌运动及休闲鞋制造商，为包括耐克、阿迪达斯、锐步、亚瑟士、New Balance、彪马、添柏岚、匡威、Merrell、Salomon 和 Arc'teryx 在内的 50 个品牌客户提供 OEM/ODM 服务。公司在中国大陆、印尼、越南、柬埔寨、孟加拉和缅甸设有生产线。裕元还通过子公司宝胜在大中华区开展零售业务，分销耐克、阿迪达斯、彪马等品牌的运动及休闲鞋服产品。

收入按产品分类		收入按地区分类	
制造业务	68.7%	亚洲	59.3%
零售业务	31.3%	美洲	21.2%
		欧洲	17.5%
		中东及非洲	2.1%

资料来源: 中信里昂

股票信息



资料来源: 彭博, 路孚特

股价(@ 2026 年 5 月 5 日): 14.53 港元

市场共识目标价 (路孚特): 16.53 港元

12 个月最高/最低价: 19.0 港元/10.52 港元

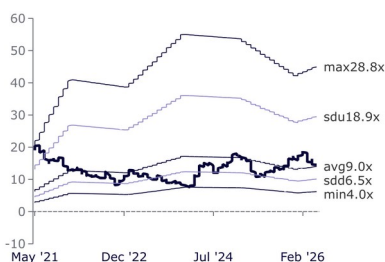
主要股东:

宝成工业 51.12%

市值: 29.90 亿美元

3 个月日均成交额: 12.19 百万美元

市盈率区间



资料来源: 彭博

市净率区间



资料来源: 彭博

企业价值/息税折旧摊销前利润区间



资料来源: 彭博

同业比较

公司	代码	市值 (亿美元)	股价 (Icc)	市盈率 (倍)			市净率 (倍)			股息收益率 (%)			股本回报率 (%)		
				FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F	FY25F	FY26F	FY27F
儒鸿企业	1476 TT	29.4	336.50	16.7	13.6	12.4	3.1	2.9	2.7	4.5	5.5	6.0	18.8	21.9	22.3
波司登	3998 HK	64.1	4.31	12.6	12.2	11.4	2.6	2.6	2.4	6.4	6.6	7.1	22.9	21.5	21.9

资料来源: 彭博、路孚特 注: 截至 2026 年 5 月 5 日的收盘价。Icc: 当地货币

免责声明

本文由中信证券财富管理（香港）（“**中信证券财富管理（香港）**”）撰写。中信证券财富管理（香港）是中信证券经纪（香港）有限公司（“**中信证券经纪（香港）**”）的财富管理品牌。本文为一般性资讯，仅供参考之用。本文具有教学性质，但不被视为对任何司法管辖区的任何特定投资产品、策略、计划特征或其他目的的建议或推荐，中信证券财富管理（香港）或其任何子公司也不承诺会参与任何此处提及的交易。任何示例都是通用的、假设的并且仅用于说明目的。本文尚未经香港证券及期货事务监察委员会审核。

本文是由投资/产品专员而非分析师撰写的文章汇编。它不构成研究报告，也不应被解释为研究报告，也不旨在提供专业、投资或任何其他类型的建议或推荐。本文件所载观点为投资/产品专员个人观点，或投资/产品专员对公司观点的理解，可能与中信证券财富管理（香港）的官方观点和利益（包括投资研究部门的观点）存在差异，也可能不存在差异。

适合性、风险及适当性

本文不含足够资讯以支持投资决策，并且不得依赖本文来评估投资任何证券或产品的优劣。本文仅提供一般资讯，未针对任何接收者量身定制，亦未考虑任何接收者的投资目标、投资组合持仓、策略、财务状况或需求。本文具有教育性质，并非中信证券经纪（香港）或其附属公司参与任何交易的建议、推荐或承诺。任何范例均为通用、假设及仅供参考之用。

读者应自行独立评估法律、监管、税务、信用及会计方面的影响，并与其财务专业人员共同决定本文提及的任何投资是否适合其个人目标。投资者应确保在进行任何投资前获取所有相关资讯。本文中所涉及的任何预测、数据、观点、技术或策略仅供参考，基于某些假设及当前市场状况，可能会在未通知的情况下发生变更。

信息来源被认为是可靠的，但不保证其准确性，也不对任何错误或遗漏承担责任。请注意，投资涉及风险，投资的价值和收益可能会根据市场情况和税收协议而波动，投资者可能无法收回投资的全部金额。过去的表现和收益率都不是当前和未来结果的可靠指标。

本文不应被解释为在任何司法管辖区向任何不合法接受此类邀请或招揽的人发出购买或出售任何证券的邀请或招揽。此处包含的信息均未在任何司法管辖区获得批准。

责任限制

中信证券财富管理（香港）对于您或任何第三方在使用此材料或其内容时遭受的任何损失或损害（包括但不限于直接损失、间接损失、或由此导致的间接损失、利润损失或机会损失）不承担任何责任。此材料是根据您的请求提供给您的，并适用于熟悉相关市场且愿意并能够承担投资相关风险的个人。在您充分了解所有涉及风险并独立确定该投资适合您之前，请勿进行任何交易。请注意，我们并非您指定的投资顾问。

法律主体声明

香港：本资料由中信证券经纪（香港）有限公司（中央编号 AAE879）在香港发布及分发，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。

附属披露

本文可能包含先前发布的信息，包括由 CLSA Limited（中央编号 AAB893）发布的信息，该公司受香港证券及期货事务监察委员会监管。中信证券经纪（香港）与 CLSA Limited 是关联实体，均属于中信证券国际有限公司（“**CSI**”）的共同所有或控制之下。

中信证券经纪（香港）与 CSI 及其子公司（“**CSI 集团**”）内的其他实体之间可能存在潜在的利益冲突，这些冲突可能涉及多个领域，包括投资产品、企业咨询服务、证券交易以及提供给本文提及公司（们）的其他金融服务。此外，CSI 集团可能在本文讨论的公司（们）中持有利益或头寸。

中信证券经纪（香港）遵循一项整个集团的政策（可能会不时更新），该政策阐明了 CSI 集团实体如何管理或消除任何实际或潜在的利益冲突。此政策旨在确保 CSI 集团发布的任何研究报告或评论保持公正。

针对不同司法管辖区的声明

香港：根据任何时间下所适用的法律和法规，中信证券财富管理（香港）、其各自的关联公司或与中信证券财富管理（香港）有关联的公司或个人可能在发布本资料前使用了此处包含的信息，并且可能不时购买、出售或在所提及的任何证券或相关证券中拥有重大利益，或在目前或将来可能产生或曾经有业务或财务关系，或可能或已经向本文提及的实体、其顾问和/或任何其他关联方提供投资银行、资本市场和/或其他服务。因此，投资者应注意中信证券财富管理（香港）和/或其各自的关联公司或公司、或此等个人可能存在一项或多项利益冲突。

未经中信证券经纪（香港）有限公司事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、分发或销售本文。

版权所有 2026。中信证券经纪（香港）有限公司。保留所有权利。