

纺织服饰

2026年05月22日

裕元集团

(00551)

——制造业务出货承压，零售业务盈利回升

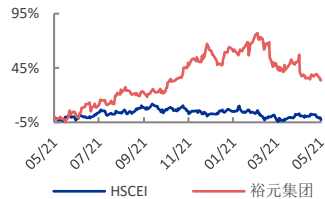
报告原因：有业绩公布需要点评

买入 (维持)

市场数据：2026年05月21日

收盘价 (港币)	14.34
恒生中国企业指数	8475.32
52周最高/最低 (港币)	19.10/10.44
H股市值 (亿港元)	230.09
流通H股 (百万股)	1,604.56
汇率 (港币/人民币)	0.8727

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：制造业务表现稳健，全年维持高分红比例》 2026/03/18

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

朱本伦 A0230125090001
zhubl@swsresearch.com

联系人

朱本伦 A0230125090001
zhubl@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

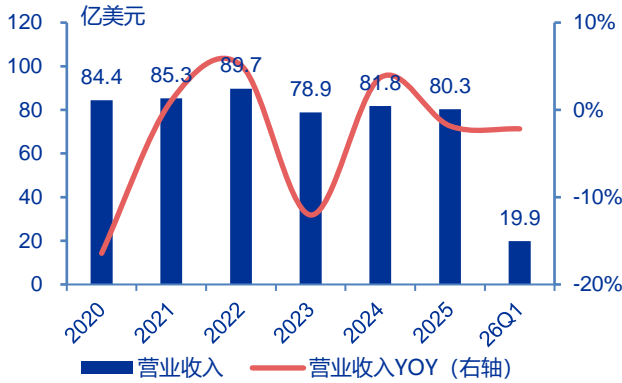
- **裕元集团发布 26Q1 业绩，符合预期。** 26Q1 公司收入 19.9 亿美元，同比下降 2.2%，归母净利润 0.35 亿美元，同比下降 53.6%，符合此前业绩预告，业绩下滑系制造业务承压。
- **制造业务：出货有所承压，随假期错位消退及高价订单放量，毛利率有望回升。** 26Q1 制造业务收入 12.6 亿美元，同比下降 5.5%，毛利率 14.8%，同比下降 2.9pct，系出货量下降及农历新年与印尼斋戒月假期重叠，导致生产排程紊乱、产能利用率不均，单位成本显著上升。最终净利率 1.5%，同比下降 3.2pct。1) **量价维度：** 26Q1 出货量 5690 万双，同比下降 8.1%，平均售价 20.52 美元/双，同比增长 2.4%。2) **类别维度：** 26Q1 运动及户外鞋收入 9.7 亿美元，同比下降 6%，收入占比 48.9%，贡献主要收入。休闲鞋及运动凉鞋/鞋底及配件收入分别为 2.0/0.9 亿美元，同比下降 4.7%/1.5%，收入占比分别为 9.9%/4.4%。3) **区域维度：** 26Q1 来自美国/欧洲/中国大陆/其他地区的收入同比下降 4.8%/4.9%/17.2%/0.8%，收入占比分别为 29.1%/27.1%/13.0%/30.8%。
- **零售业务：提质增效成效显著，归母净利润逆势增长。** 26Q1 零售业务收入 50.5 亿元人民币，同比下降 1.1%，归母净利润 1.8 亿元人民币，同比增长 32.5%，毛利率 33.6%，同比增加 0.9pct，公司强化跨渠道协同、动态库存管理及严控终端折扣，有效提升销售品质与毛利空间。截至 26Q1，直营店较年初净关店 105 家至 3205 家，门店网络持续优化。
- **费用管控持续优化，零售业务利润率改善。** 26Q1 公司整体销售及分销开支率 10.2%，行政开支率 6.9%，同比基本持平，费用端整体保持稳定。分业务看，26Q1 制造业务经营利润率 2.0%，同比下降 3.7pct，销售、分销及行政开支率 10.7%，同比下降 0.1pct，费用管控严谨且效益提升。零售业务 26Q1 经营利润率 5.8%，销售、分销及行政开支率 28.5%，同比下降 1.0pct，费用率优化主要系门店网络优化、租金管控及人效提升，最终净利率 3.8%，同比上升 0.9pct。
- **裕元集团是国际化的运动鞋制造商，并拥有国内大型体育用品零售商，深度布局全球运动产业链。** 考虑制造业务订单能见度较低，我们下调盈利预测，预计 26-28 年归母净利润 3.3/3.8/4.1 亿美元 (26-28 年原为 3.7/3.9/4.2 亿美元)，对应 PE 为 9/8/7 倍，参考鞋服制造类公司平均 PE，给予裕元集团 26 年 12 倍 PE，看好制造业务订单修复及终端需求回暖后，公司释放盈利弹性，维持买入评级。
- **风险提示：** 订单需求波动；人工成本提升；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

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,182	8,031	8,109	8,408	8,886
同比增长率 (%)	3.70	-1.84	0.97	3.69	5.69
归属普通股股东净利润	392	381	329	380	407
同比增长率 (%)	42.85	-2.89	-13.68	15.44	7.13
每股收益 (美元/股)	0.24	0.24	0.21	0.24	0.25
ROE (%)	8.84	8.25	6.65	7.13	7.10
市盈率	7	8	9	8	7

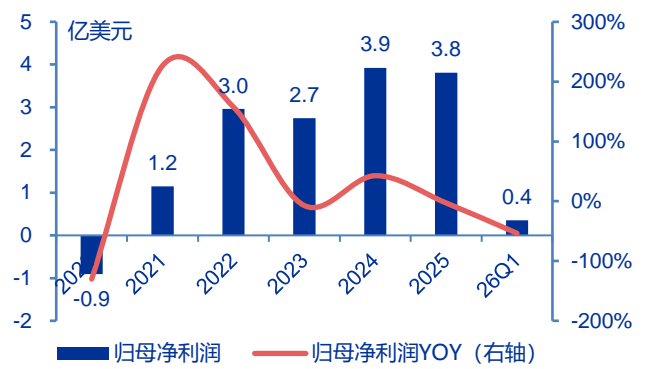
注：“每股收益”为归属普通股股东净利润除以总股本 单位：百万元 (美元)

图 1: 26Q1 营收 19.9 亿美元, 同比-2.2%



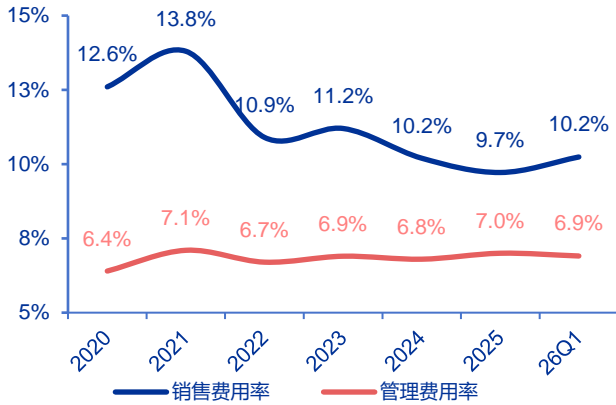
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 26Q1 归母净利润 0.4 亿美元, 同比-53.6%



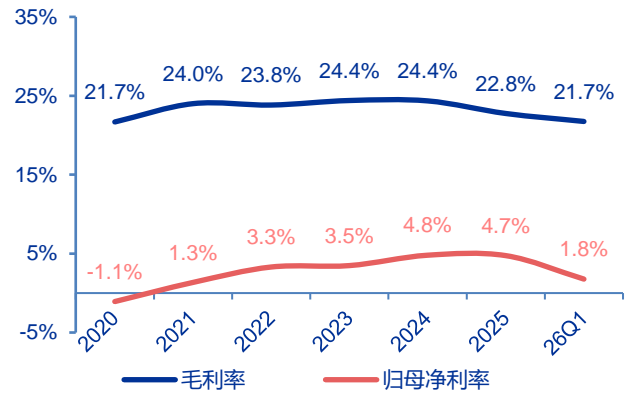
资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 26Q1 销售费用率 10.2%, 管理费用率 6.9%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 26Q1 毛利率 21.7%, 归母净利率 1.8%



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2026/5/21		归母净利润 (亿元)			PE		
		股价 (元)	总市值 (亿元)	26E	27E	28E	26E	27E	28E
2313.HK	申洲国际	46.30	696	60.3	65.2	69.0	11	10	9
300979.SZ	华利集团	37.36	436	34.5	29.6	35.9	13	15	12
平均值							12	12	11
0551.HK	裕元集团	14.34	230	3.3	3.8	4.1	9	8	7

资料来源: Wind、申万宏源研究; 注: 申洲国际市值单位为港币、归母净利润单位为人民币; 裕元集团股价、市值单位为港币, 归母净利润单位为美元; 计算 PE 时按港元兑人民币和美元兑人民币的即期汇率换算; 盈利预测均为申万宏源预测

合并利润表

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	8,182	8,031	8,109	8,408	8,886
主营收入	8,182	8,031	8,109	8,408	8,886
营业成本	-6,189	-6,204	-6,409	-6,546	-6,883
销售和管理费用	-1,392	-1,343	-1,379	-1,429	-1,511
研发费用	0	0	0	0	0
其他经营损益	133	120	120	120	120
财务费用	-63	-53	-56	-56	-55
投资收益	78	70	70	73	71
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他非经常性损益	-177	-156	-11	-64	-93
除税前利润	572	466	445	505	536
所得税	-147	-70	-89	-101	-107
净利润	425	395	356	404	429
少数股东损益及其他	32	14	27	25	22
归属普通股股东净利润	392	381	329	380	407

资料来源：聚源数据，申万宏源研究 单位：百万元（美元）

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	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@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 (A 股)、恒生中国企业指数 (H 股)、纳斯达克指数 (美股)

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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。