

2026年05月24日

## 裕元集团 (00551.HK)

投资评级：买入（维持）

——26Q1 制造业务营收同降 5.5%，零售业务或逐步筑底

## 证券分析师

符超然  
SAC: S1350525050004  
fuchaoran@huayuanstock.com  
周宸宇  
SAC: S1350526050001  
zhouchenyu@huayuanstock.com

## 联系人

## 市场表现：



## 基本数据 2026年05月22日

收盘价 (港元)	14.40
一年内最高/最低 (港元)	19.10/10.44
总市值 (百万港元)	23,105.61
流通市值 (百万港元)	23,105.61
资产负债率 (%)	32.11

资料来源：聚源数据

## 投资要点：

- **26Q1 集团营收同比-2.2%，分红意愿较强。**公司发布 26Q1 业绩。26Q1 实现营业收入 19.9 亿美元，同比-2.2%；归母净利润 0.4 亿美元，同比-53.6%；毛利率 21.7%，同比-1.1pct，毛利率下降主要系外部因素下短期订单需求波动、26Q1 节假日重叠、人工成本提升等因素影响；归母净利率 1.8%，同比-2.0pct。分红方面，公司 2025 全年累计派息 1.3 港元/股，派息率 70%，延续较强分红意愿。
- **制造业务：营收同比-5.5%，ASP 同比+2.4%。**公司制造业务端 26Q1 实现营收 12.6 亿美元，同比-5.5%。受订单波动、假期重叠等外部因素影响，公司 26Q1 制造业务鞋履出货量达 0.57 亿双，同比-8.1%；受订单波动影响，26Q1 产能利用率为 90%，同比-1pct；26Q1 鞋履 ASP 为 20.5 美元，同比+2.4%，提升明显。**分区域看**，公司越南区域鞋履出货量占比同增 1pct，相对较低的人工成本有望助公司利润持续增厚。**新产能展望**，据公司公告，公司将致力于中长期产能布局策略，现已有序推动印尼中爪哇产能爬坡及推动印度新厂建设。
- **零售业务：营运效率提升或助零售业务重拾增长。**受运营效率提升、动态库存管理、打造全域一站式运营等因素影响，26Q1 公司零售业务营收同比-1.1%至 50.5 亿元（人民币口径），营收跌幅环比收窄。公司 26Q1 折扣同比改善低单位数百分比，老旧库存占比<9%，受益于库龄结构优化及折扣管控良好，公司零售业务毛利率同比+0.9pct 至 33.6%。此外，从经营表现看，公司零售业务客流跌幅明显收窄、同店销售转正、客单价/客单量稳定、坪效及平均门店月单产有所改善，经营指标逐步好转。
- **盈利预测与评级：**裕元集团作为世界运动鞋履头部制造商及国内头部运动服饰经销商，业务多元覆盖市场广泛，具备稳定增长空间。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 80.4/83.7/88.0 亿美元，预计公司 2026-2028 年归母净利润分别为 3.6/3.8/4.1 亿美元，对应 2026-2028 年 EPS 分别为 0.2/0.2/0.3 美元。我们持续看好公司制造端成长性 & 零售端伴随内需修复下的经营改善预期，维持“买入”评级。
- **风险提示。**全球经济下行风险，全球政治环境不确定性风险，国内零售修复不及预期风险。

## 盈利预测与估值 (美元)

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入 (百万美元)	8182.16	8031.35	8039.08	8367.76	8798.15
同比增长率 (%)	3.70%	-1.84%	0.10%	4.09%	5.14%
归母净利润 (百万美元)	392.42	381.08	360.94	381.63	413.03
同比增长率 (%)	42.85%	-2.89%	-5.28%	5.73%	8.23%
每股收益 (美元/股)	0.24	0.24	0.22	0.24	0.26
ROE (%)	8.84%	8.25%	7.64%	7.89%	8.33%
市盈率 (P/E)	7.68	7.88	8.32	7.87	7.27

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测（收盘价按照汇率取 1 港元=0.13 美元调整）

**附录：财务预测摘要**

<b>损益表</b>				<b>资产负债表</b>			
	单位: 美元(百万)				单位: 美元(百万)		
	2026E	2027E	2028E		2026E	2027E	2028E
营业收入	8,039	8,368	8,798	货币资金	479	326	124
增长率	0.1%	4.1%	5.1%	应收款项	1,559	1,546	1,569
营业成本	6,206	6,443	6,757	存货	1,362	1,405	1,464
%销售收入	77.2%	77.0%	76.8%	其他流动资产	176	176	176
<b>毛利</b>	<b>1,833</b>	<b>1,925</b>	<b>2,041</b>	<b>流动资产</b>	<b>3,576</b>	<b>3,453</b>	<b>3,333</b>
%销售收入	22.8%	23.0%	23.2%	权益性投资	589	589	589
其他收入	0	0	0	固定资产	1,555	1,552	1,558
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	552	659	775
销售费用	748	753	792	<b>非流动资产</b>	<b>3,661</b>	<b>3,825</b>	<b>4,006</b>
%销售收入	9.3%	9.0%	9.0%	<b>资产总计</b>	<b>7,237</b>	<b>7,278</b>	<b>7,339</b>
管理费用	527	510	528	应付款项	465	465	469
%销售收入	6.6%	6.1%	6.0%	短期借款	369	269	169
研发费用	141	145	153	其他流动负债	845	854	872
%销售收入	1.8%	1.7%	1.7%	<b>流动负债</b>	<b>1,679</b>	<b>1,588</b>	<b>1,510</b>
财务费用	7	8	9	长期债务	320	320	320
%销售收入	0.1%	0.1%	0.1%	其他长期负债	0	0	0
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>459</b>	<b>483</b>	<b>519</b>	<b>非流动负债</b>	<b>320</b>	<b>320</b>	<b>320</b>
%销售收入	5.7%	5.8%	5.9%	<b>负债总计</b>	<b>1,999</b>	<b>1,908</b>	<b>1,830</b>
投资收益	74	0	0	<b>归属母公司股东权益</b>	<b>4,725</b>	<b>4,838</b>	<b>4,961</b>
%税前利润	16.4%	0.0%	0.0%	少数股东权益	513	531	548
<b>除税前利润</b>	<b>452</b>	<b>475</b>	<b>510</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>7,237</b>	<b>7,278</b>	<b>7,339</b>
利润率	5.6%	5.7%	5.8%				
所得税	72	75	80				
所得税率	16.0%	15.8%	15.6%	<b>比率分析</b>			
<b>净利润(含少数股东损益)</b>	<b>380</b>	<b>400</b>	<b>430</b>		2026E	2027E	2028E
少数股东损益	19	18	17	<b>每股指标</b>			
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>361</b>	<b>382</b>	<b>413</b>	每股收益	0.22	0.24	0.26
增长率	-5.3%	5.7%	8.2%	每股净资产	2.94	3.02	3.09
净利率	4.5%	4.6%	4.7%	每股经营现金净流	0.45	0.44	0.43
				每股股利	0.16	0.17	0.18
				<b>回报率</b>			
				净资产收益率	7.64%	7.89%	8.33%
				总资产收益率	4.99%	5.24%	5.63%
				投入资本收益率	6.51%	6.82%	7.30%
				<b>增长率</b>			
				营业收入增长率	0.10%	4.09%	5.14%
				EBIT增长率	-7.77%	5.10%	7.51%
				净利润增长率	-5.28%	5.73%	8.23%
				总资产增长率	-3.88%	0.57%	0.84%
				<b>资产管理能力</b>			
				应收账款周转天数	41.1	39.4	38.3
				存货周转天数	79.5	77.3	76.4
				应付账款周转天数	27.0	26.0	24.9
				固定资产周转天数	70.0	66.8	63.6
				<b>偿债能力</b>			
				流动比率	2.13	2.17	2.21
				速动比率	1.32	1.29	1.24
				净负债/股东权益	4.00%	4.89%	6.62%
				EBIT利息保障倍数	18.8	22.6	28.4
				资产负债率	27.62%	26.22%	24.93%

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测（收盘价按照汇率取1港元=0.13美元调整）

## 证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人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，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等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或向人作出邀请。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、财务状况和特殊需求，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。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。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。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修改、复制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。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就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。

## 信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

## 投资评级说明

**证券的投资评级：**以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：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。

**行业的投资评级：**以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

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。

**本报告采用的基准指数：**A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。