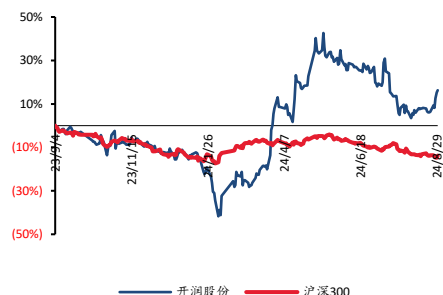


2024H1 财报点评：代工业务增长强劲，收购嘉乐贡献收益

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通股(亿股)	2.4/2.4
总市值/流通(亿元)	46.66/46.66
12个月内最高/最低价(元)	24.65/9.18

相关研究报告

<<开润股份深度报告：箱包代工壁垒深厚，服装代工扬帆起航>>—2024-08-14

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

研究助理：龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122070007

事件：公司近期公布 2024 年中报。公司 24H1 收入 18.3 亿元/同比+17.6%，归母净利润 2.5 亿元/同比+230%，扣非归母净利润 1.6 亿元/同比+85%，其中非经常性损益 8960 万元，主要来自于取得上海嘉乐控制权时，股权按照公允价值计量产生 9631 万元的收益。其中 24Q2 收入 9.2 亿元/同比+12.8%，归母净利润 1.8 亿元/同比+341%，扣非归母净利润 0.8 亿元/同比+59%。Q2 业绩表现亮眼。

代工业务表现强劲，品牌业务调整期略有波动。分业务来看，1) **代工业务**：收入同比+21.6%至 15.3 亿元，其中箱包/服装收入分别同比+22%/+20%至 12.55/2.73 亿元；箱包代工业务强劲增长主要来自于老客的份额提升以及新客的合作加深带来的增量贡献；公司 24H1 箱包总产能同比+9.5%至 2131.6 万件，产能利用率同比提升 8.5pct 至 91.24%；**服装代工**收入增长主要来自优衣库、Adidas、Puma、Muji 等客户贡献。2) **品牌业务**：收入同比-2.5%至 2.81 亿元，其中线上/分销渠道收入分别同比+25.2%/-11.1%至 0.86/1.96 亿元，其中分销渠道下滑主要系优化 90 分品牌的海外分销渠道，淘汰了部分非核心品类线下分销商。

收购嘉乐并表增厚业绩，嘉乐生产效率提升带动盈利能力向上。公司 24 年 7 月收购嘉乐 15.9%的股权并完成交割，直接持有嘉乐 51.85%的股权，上海嘉乐正式并表。嘉乐是垂直一体化服装代工企业，作为优衣库的核心供应商，卡位印尼稀缺优质产能，具备优质的客户资源、面辅料研发能力、全球化的运营管理能力。24H1 嘉乐收入同比+17.3%至 6.4 亿元，净利润同比+168%至 0.21 亿元，净利率同比+1.8pct 至 3.3%，盈利能力持续向好，看好后续老客合作份额提升和新客拓展带来产能释放。

产能利用率&生产效率提升带动毛利率向上，叠加降本增效持续推进，净利率大幅提升。24H1 公司毛利率同比+2.3pct 至 23.94%，其中代工/品牌业务毛利率分别+3.1/-1.2pct，主因代工业务客户结构优化、生产效率提升以及产能利用率提升。**费用端**，24H1 销售/管理费用率分别同比-0.8/-0.2pct 至 5.4%/8.0%，扣非净利率同比+3.13pct 至 8.6%。

投资建议及盈利预测：公司作为箱包代工龙头，收购嘉乐布局服装代工以打造第二增长曲线；同时自主品牌业务步入快速增长通道；实现 2B&2C 双轮驱动增长。**短期来看**，24 年收购上海嘉乐增厚收入利润，嘉乐受益于产能释放和生产效率提升，有望带来经营弹性；小米合作方式调整、90 分渠道调整和布局海外市场，有望带来利润弹性；看好 24 年业绩弹性释放。**中长期来看**，公司作为箱包代工龙头，具备成熟制造基础、产能建设稳步推进，客户资源稳定，壁垒深厚，在产业链中的份额有望持续提升；服装代工空间大，嘉乐卡位印尼稀缺产能、服装一体化的生产基础和良好的客户美誉度，有望实现成长为公司的第二增长极。我们预计公司 2024/25/26 年归母净利润分别为 3.90/4.02/5.00 亿元，对应 2024 年 8 月 30 日收盘价的 PE 分别为 12/12/10 倍，给予“买入”评级。

(注：如剔除取得上海嘉乐控制权时带来的一次性收益 9631 万元，则 24/25/26 年归母净利润分别为 2.94/4.02/5.00 亿元。)

风险提示：订单增长不及预期，产能建设进展不及预期，销售不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3105	4135	5188	5816
营业收入增长率(%)	13%	33%	25%	12%
归母净利（百万元）	116	390	402	500
净利润增长率(%)	146%	237%	3%	24%
摊薄每股收益（元）	0.48	1.63	1.68	2.08
市盈率（PE）	30.6	12.0	11.6	9.3

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。