

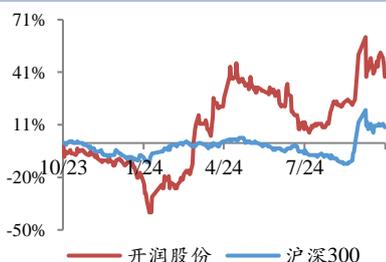
24Q3 并表上海嘉乐，业绩高增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-30

收盘价（元）	22.47
近12个月最高/最低（元）	28.95/9.18
总股本（百万股）	240
流通股本（百万股）	140
流通股比例（%）	58.48
总市值（亿元）	54
流通市值（亿元）	32

公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1. 代工业务多元高增长，自有品牌积极出海 2024-08-29

主要观点：

● 事件：公司发布 2024 年第三季度报告，业绩实现高增长

公司发布 2024 年第三季度报告，2024 年前三季度实现营业收入 30.25 亿元，同比增长 32.48%；实现归母净利润 3.21 亿元，同比增长 164.63%；实现归母扣非净利润 2.25 亿元，同比增长 63.02%。单季度来看，2024Q3 实现营业收入 11.93 亿元，同比增长 64.36%；实现归母净利润 0.72 亿元，同比增长 57.52%；实现扣非归母净利润 0.66 亿元，同比增长 27.05%。公司业绩延续高增长，一方面，公司原代工制造业务依托在印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，持续巩固在箱包制造领域的优势地位，在主要客户中份额稳步增长。同时随着公司品牌经营端推出新品数量提升，收入水平较上半年明显改善。另一方面，2024 年 6 月，公司通过收购将上海嘉乐纳入合并报表范围，上海嘉乐第三季度收入计入公司合并营业收入。

● 优化整合上海嘉乐客户和产能结构，致三季度毛利率下滑

2024 年前三季度毛利率为 23.16%，同比提升 0.37pct；第三季度毛利率为 21.96%，同比下降 3.20pct。公司原代工制造业务和品牌经营业务毛利率同比提升，但公司在收购上海嘉乐后对其客户结构及产能进行了优化和整合，导致短期内上海嘉乐毛利率处于较低水平，对整体毛利率产生影响。2024 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.18%/6.00%/2.19%/1.05%，分别同比-1.07/-0.51/+0.14/+0.39pct；第三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.82%/6.15%/2.27%/1.58%，分别同比-1.43/-0.74/-0.18/-0.04pct。公司各项费用率有所下降，运营能力持续改善。2024 年前三季度归母净利率为 10.60%，同比提升 5.29pct；第三季度归母净利率为 6.07%，同比下降 0.26pct。

● 收购上海嘉乐，进军服装及面料代工市场，增长空间较大

2024 年 6 月，公司通过收购将上海嘉乐纳入合并报表范围，上海嘉乐第三季度收入计入公司合并营业收入。收购上海嘉乐对公司未来发展具有深远意义：1、有助于公司拓展进入纺织面料及服装赛道，拓宽市场空间，提升业务规模及盈利水平；2、上海嘉乐服务于优衣库等全球知名品牌，积累了显著的面辅料研发优势，有助于公司延展客户资源、壮大研发生产能力；3、上海嘉乐主业与公司代工制造业务高度协同，有助于双方资源共享，实现合作共赢，助力公司高质量发展。

● 投资建议

一方面，公司为箱包代工头部企业，依托印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，积极提升在老客户中的份额和开拓新客户，并收购上海嘉乐拓展纺织服装及面料领域收入新增量。另一方面，随着出行消费复苏，公司重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新，自有品牌业务稳步发展。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 42.42/51.83/60.68 亿元，分别同比增长 36.6%/22.2%/17.1%；归母净

利润分别为 4.03/3.64/4.76 亿元（前值为 3.69/3.63/4.72 亿元），分别同比+248.4%/-9.7%/+30.8%。截至 2024 年 10 月 30 日，对应 EPS 分别为 1.68/1.52/1.98 元，对应 PE 分别为 13.38/14.81/11.33 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

客户集中度较高的风险，原材料价格波动与劳动力成本上升风险，经营规模扩张带来的管控风险，汇率波动的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3105	4242	5183	6068
收入同比 (%)	13.3%	36.6%	22.2%	17.1%
归属母公司净利润	116	403	364	476
净利润同比 (%)	146.5%	248.4%	-9.7%	30.8%
毛利率 (%)	24.4%	22.7%	23.6%	24.6%
ROE (%)	6.2%	18.3%	14.3%	16.0%
每股收益 (元)	0.48	1.68	1.52	1.98
P/E	30.56	13.38	14.81	11.33
P/B	1.90	2.44	2.12	1.81
EV/EBITDA	11.41	8.81	8.56	6.18

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 10 月 30 日收盘价计算)

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、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，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。