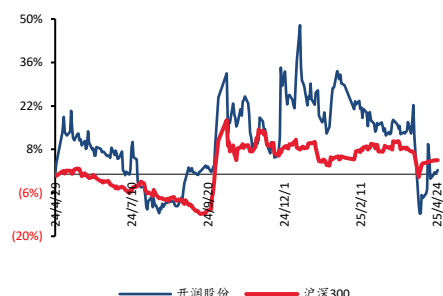


24 年及 25Q1 财报点评：业绩如期兑现，期待嘉乐持续释放经营弹性

走势比较



股票数据

总股本/流通(亿股) 2.4/1.4
总市值/流通(亿元) 47.81/27.96
12 个月内最高/最低价 30.99/15.2 (元)

相关研究报告

<<24Q3 财报点评: Q3 并表增厚收入, 期待公司经营弹性兑现>>--2024-11-03

<<2024H1 财报点评: 代工业务增长强劲, 收购嘉乐贡献收益>>--2024-09-03

<<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

事件: 近期公司公布 2024 年及 25Q1 财报, 24 年营收 42.4 亿元/同比+36.6%, 归母净利润 3.8 亿元/同比+229.5%, 扣非归母净利润 2.9 亿元/同比+110%, 其中非经常损益为 0.98 亿元, 主要系嘉乐并表带来的一次性收益。**25Q1** 营收 12.3 亿元/同比+35.6% (存在并表贡献), 归母净利润 0.85 亿元/同比+20.1%。年末拟派发现金红利 1.91 元/股, 叠加前三季度分红, 全年每股分红为 0.34 元, 分红比例为 21%。**24 年业绩表现亮眼, 嘉乐利润率改善超预期, 25Q1 延续靓丽表现。**

代工业务实现强劲增长, 品牌业务整体稳健, 小米增速亮眼。 24 年代工/品牌业务收入分别同比+45%/+5%至 35.5/6.6 亿元, 25Q1 收入分别同比+40%/+约 15%。分业务来看, 1) **箱包代工稳健增长:** 24 年收入同比+20.3%至 23.7 亿元, 毛利率同比+2pct 至约 30%, 核心大客户的订单稳健以及公司在大客户的供应链份额持续提升, 叠加高毛利新客户的拓展顺利, 进而带动箱包代工盈利向上。2) **服装代工: 嘉乐并表带动表现收入高增,** 24 年收入同比+146%至 11.6 亿元, 其中上海嘉乐收入同比+15.8%至 14.9 亿元, 净利润扭亏至 4892 万元, 净利率 3.3% (Q1/2/3/4 净利率分别为 3.4%/3.1%/2.5%/3.9%), 嘉乐并表后, 公司逐步梳理其印尼产能、优化产品结构和客户结构, 在生产、管理和技术等方面赋能持续提高人效, 有望带动嘉乐利润率逐步改善。3) **品牌业务:** 24 年收入同比+5%至 6.6 亿元, 毛利率同比-1pct 至 25.5%, 其中小米品牌收入同比+超 20%至约 4.5 亿元 (25Q1 增速超 30%), 主要系上新数十款箱包 (SKU 占比达 60%) 以及独立开设天猫旗舰店; 90 分品牌入驻苹果全国 200 多家 APR 授权门店, 海外方面, 入驻美国亚马逊等电商平台、与菲律宾分销商开展线下合作。

嘉乐并表影响毛利率, 费用管控得当, 投资收益增加带动净利率提升。 1) 24 年毛利率同比-1.5pct 至 22.9%, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.1/-0.4/+0.1/+0.1pct, 投资净收益比例同比+5.5pct, 归母净利率/扣非归母净利率分别同比+5.3/+2.4pct 至 9.0%/6.9%。2) **25Q1** 毛利率同比+0.55pct 至 24.7%, 销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.95/+1.2/+0.04/+1.7pct, 财务费用率增加主要系并表带来的汇兑损失增加 (约 1800 万), 归母净利率同比-0.9pct 至 6.9%。

盈利预测与投资建议: 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。**展望 25 年,** 我们预计 1) **箱包代工:** 受老客订单稳健+新客快速成长, 收入有望维持双位数增长; 2) **服装代工:** 随着嘉乐供应链和客户资源的理顺, 新客户如 adidas、puma 等有望快速放量, 叠加核心大客户优衣库的稳健增长, 收入有望实现 20%+增长, 此外随着产能利用率提升以及订单规模化, 净利率有望达到中单位数水平; 3) **品牌业务:** 小米合作方式调整后利润弹性持续释放, 90 分渠道调整及拓展有序推进。**中长期来看,** 公司具备成熟制造基础、产能建设稳步推进, 客户资源稳定, 壁垒深厚, 布局空间更大的服装代工, 未来盈利提升空间充足, 成长天花板向上打开。我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为

4.08/5.21/6.32 亿元，对应 PE 分别为 12/9/8 倍，维持“买入”评级。

风险提示：贸易摩擦风险，客户拓展不及预期，新业务进展不及预期等。

■ 盈利预测和财务指标

	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	4240	5202	6183	7175
营业收入增长率(%)	37%	23%	19%	16%
归母净利（百万元）	381	408	521	632
净利润增长率(%)	230%	7%	28%	21%
摊薄每股收益（元）	1.59	1.70	2.17	2.64
市盈率（PE）	12.5	11.7	9.2	7.6

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。

太平洋证券股份有限公司

云南省昆明市盘龙区北京路 926 号同德广场写字楼 31 楼



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

免责声明

太平洋证券股份有限公司（以下简称“我公司”或“太平洋证券”）具备中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告仅向与太平洋证券签署服务协议的客户发布，为太平洋证券签约客户的专属研究产品，若您并非太平洋证券签约客户，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息；太平洋证券不会因接收人收到、阅读或关注媒体推送本报告中的内容而视其为太平洋证券的客户。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机构和个人的投资建议，投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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研究人员的个人观点。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。