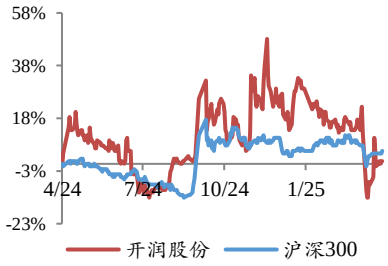
# 业绩增长亮眼，盈利能力有望进一步提升

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2025-4-28

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 19.94 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 30.99/15.20 |
| 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） | 48 |
| 流通市值（亿元） | 28 |

**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.开润股份：24Q3 并表上海嘉乐，业绩高增长 2024-10-31
2.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 年年报和 2025 年一季度报，业绩实现高增长**

公司发布 2024 年年报，2024 年实现营业收入 42.40 亿元，同比增长 36.56%；实现归母净利润 3.81 亿元，同比增长 229.52%。单季度来看，2024 年第四季度实现营业收入 12.15 亿元，同比增长 47.91%；实现归母净利润 0.6 亿元，同比扭亏为盈。单季度来看，2025 年第一季度实现营业收入 12.34 亿元，同比增长 35.57%；实现归母净利润 0.85 亿元，同比增长 20.12%。

**● 加速提升新老客户市场份额，代工业务表现亮眼**

分业务来看，2024 年，公司代工制造业务实现收入 35.34 亿元，同比增长 44.61%。客户对成品采购的需求稳步回升，尤其是在运动领域，巴黎奥运会等国际赛事为公司带来了新的业务契机。公司充分发挥全球化布局优势和先进制造能力，一方面巩固箱包品类的市场竞争力，另一方面积极拓展服装品类代工业务，加速提升新老客户市场份额，同时优化生产经营效率，推动代工制造业务实现较大突破。公司品牌经营业务实现收入 6.58 亿元，同比增长 5.07%，公司聚焦“小米”及“90 分”品牌，聚焦拉杆箱、包袋等出行核心品类产品。通过持续推出创新产品、IP 联名，跨界合作，构建多渠道差异化产品矩阵，公司进一步提升了精细化运营能力，同时加速推动“90 分”品牌在国内外市场的渠道拓展，为自主品牌全面发展注入新动能。

**● 嘉乐并表影响 24H2 毛利率，未来盈利能力提升空间较大**

2024 年公司毛利率为 22.86%，同比-1.49pct；销售/管理/研发/财务费用率为 5.26%/5.99%/2.3%/0.98%，同比-1.19/-0.45/+0.1/+0.09pct；归母净利率为 8.99%，同比+5.26pct。2024 年第四季度公司毛利率为 22.12%，同比-6.59pct；销售/管理/研发/财务费用率为 5.44%/5.96%/2.57%/0.79%，同比-1.53/-0.26/-0.05/-0.71pct；归母净利率为 4.97%，同比+5.64pct。公司毛利率下滑主要系下半年嘉乐股份收入并表影响，嘉乐由于印尼生产效率爬坡等因素影响，毛利率暂处于较低水平。2025 年第一季度公司毛利率为 24.71%，同比+0.54pct；销售/管理/研发/财务费用率为 3.95%/6.47%/2.1%/2.43%，同比-0.95/+1.17/+0.05/+1.68pct；归母净利率为 6.92%，同比-0.89pct。未来，随着客户订单规模逐步提升、供应链效率不断改善，嘉乐盈利能力提升空间较大。

**● 海外产能占比超 70%，关税影响较低**

公司的美国市场业务主要为箱包及服装的代工制造业务，占公司收入比重约为 15%，由印尼基地生产并出口上述产品。公司与客户主要采用 FOB 合作模式，该模式下由客户承担货物装运上船后的运费并自行清关支付关税，关税税率提升不会直接增加公司相关成本。东南亚国家因其人口基数优势和人力成本优势，成为诸如箱包、鞋、服生产等的劳动密集型行业的重要产能地，而美国人力成本显著高于东南亚国家，通过关

税政策倒逼纺服制造行业回流至美国本土的可能性较低，美国关税政策难以对全球纺织制造格局产生实质影响。公司通过在中国、印尼、印度等多地建厂布局全球化产能，目前公司海外产能占比已超过 70%，竞争优势显著。

## ● 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 2025-2027 年营收分别为 52.34/61.40/70.55 亿元，分别同比增长 23.4%/17.3%/14.9%；归母净利润分别为 3.67/4.60/5.57 亿元，分别同比-3.6%/+25.1%/+21.1%。截至 2025 年 4 月 25 日，对应 EPS 分别为 1.53/1.92/2.32 元，对应 PE 分别为 13/10/9 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 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 4240 | 5234 | 6140 | 7055 |
| 收入同比（%） | 36.6% | 23.4% | 17.3% | 14.9% |
| 归属母公司净利润 | 381 | 367 | 460 | 557 |
| 净利润同比（%） | 229.5% | -3.6% | 25.1% | 21.1% |
| 毛利率（%） | 22.9% | 23.9% | 24.0% | 24.1% |
| ROE（%） | 17.8% | 15.2% | 16.6% | 17.3% |
| 每股收益（元） | 1.59 | 1.53 | 1.92 | 2.32 |
| P/E | 15.63 | 13.01 | 10.40 | 8.59 |
| P/B | 2.78 | 1.98 | 1.72 | 1.49 |
| EV/EBITDA | 13.34 | 7.98 | 6.21 | 4.93 |

资料来源： wind，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 25 日收盘价计算）

## 财务报表与盈利预测

**资产负债表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 2697 | 3379 | 4213 | 5108 |
| 现金 | 596 | 1101 | 1551 | 1949 |
| 应收账款 | 1051 | 1065 | 1306 | 1553 |
| 其他应收款 | 19 | 27 | 27 | 33 |
| 预付账款 | 25 | 25 | 29 | 36 |
| 存货 | 868 | 1002 | 1130 | 1355 |
| 其他流动资产 | 138 | 159 | 171 | 182 |
| **非流动资产** | 2454 | 2308 | 2161 | 2014 |
| 长期投资 | 221 | 211 | 201 | 191 |
| 固定资产 | 1122 | 1005 | 884 | 757 |
| 无形资产 | 349 | 340 | 331 | 322 |
| 其他非流动资产 | 762 | 751 | 746 | 743 |
| **资产总计** | 5151 | 5686 | 6375 | 7122 |
| **流动负债** | 2297 | 2522 | 2803 | 3061 |
| 短期借款 | 551 | 571 | 591 | 611 |
| 应付账款 | 634 | 725 | 869 | 1004 |
| 其他流动负债 | 1112 | 1225 | 1342 | 1446 |
| **非流动负债** | 253 | 272 | 292 | 312 |
| 长期借款 | 100 | 120 | 140 | 160 |
| 其他非流动负债 | 153 | 152 | 152 | 152 |
| **负债合计** | 2550 | 2794 | 3095 | 3373 |
| 少数股东权益 | 459 | 478 | 503 | 532 |
| 股本 | 240 | 240 | 240 | 240 |
| 资本公积 | 701 | 702 | 702 | 702 |
| 留存收益 | 1201 | 1472 | 1835 | 2275 |
| 归属母公司股东权 | 2142 | 2414 | 2777 | 3217 |
| **负债和股东权益** | 5151 | 5686 | 6375 | 7122 |

**现金流量表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **经营活动现金流** | 232 | 589 | 549 | 524 |
| 净利润 | 401 | 387 | 484 | 586 |
| 折旧摊销 | 107 | 137 | 140 | 144 |
| 财务费用 | 61 | 35 | 37 | 39 |
| 投资损失 | -117 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -210 | 16 | -127 | -261 |
| 其他经营现金流 | 601 | 385 | 626 | 863 |
| **投资活动现金流** | -247 | -2 | -6 | -9 |
| 资本支出 | -166 | -10 | -14 | -17 |
| 长期投资 | -110 | 8 | 8 | 8 |
| 其他投资现金流 | 29 | 0 | 0 | 0 |
| **筹资活动现金流** | -51 | -84 | -94 | -116 |
| 短期借款 | 252 | 20 | 20 | 20 |
| 长期借款 | -121 | 20 | 20 | 20 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -29 | 1 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -153 | -125 | -134 | -156 |
| **现金净增加额** | -68 | 505 | 449 | 399 |

**利润表** 单位:百万元

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 4240 | 5234 | 6140 | 7055 |
| 营业成本 | 3271 | 3985 | 4664 | 5356 |
| 营业税金及附加 | 15 | 21 | 25 | 28 |
| 销售费用 | 223 | 280 | 316 | 360 |
| 管理费用 | 254 | 330 | 381 | 430 |
| 财务费用 | 42 | 23 | 15 | 8 |
| 资产减值损失 | -37 | -2 | -2 | -2 |
| 公允价值变动收益 | 21 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 117 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 485 | 468 | 585 | 708 |
| 营业外收入 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 7 | 4 | 4 | 4 |
| **利润总额** | 480 | 466 | 583 | 706 |
| 所得税 | 79 | 79 | 99 | 120 |
| **净利润** | 401 | 387 | 484 | 586 |
| 少数股东损益 | 20 | 19 | 24 | 29 |
| **归属母公司净利润** | 381 | 367 | 460 | 557 |
| EBITDA | 497 | 626 | 738 | 858 |
| EPS（元） | 1.59 | 1.53 | 1.92 | 2.32 |

**主要财务比率**

| 会计年度 | 2024A | 2025E | 2026E | 2027E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | 36.6% | 23.4% | 17.3% | 14.9% |
| 营业利润 | 211.4% | -3.5% | 25.0% | 21.0% |
| 归属于母公司净利 | 229.5% | -3.6% | 25.1% | 21.1% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率（%） | 22.9% | 23.9% | 24.0% | 24.1% |
| 净利率（%） | 9.0% | 7.0% | 7.5% | 7.9% |
| ROE（%） | 17.8% | 15.2% | 16.6% | 17.3% |
| ROIC（%） | 8.4% | 9.6% | 10.7% | 11.5% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 49.5% | 49.1% | 48.5% | 47.4% |
| 净负债比率（%） | 98.1% | 96.6% | 94.3% | 90.0% |
| 流动比率 | 1.17 | 1.34 | 1.50 | 1.67 |
| 速动比率 | 0.74 | 0.89 | 1.04 | 1.17 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.97 | 0.97 | 1.02 | 1.05 |
| 应收账款周转率 | 5.16 | 4.95 | 5.18 | 4.94 |
| 应付账款周转率 | 6.14 | 5.87 | 5.85 | 5.72 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 1.59 | 1.53 | 1.92 | 2.32 |
| 每股经营现金流 | 0.97 | 2.46 | 2.29 | 2.19 |
| 每股净资产 | 8.93 | 10.07 | 11.58 | 13.42 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 15.63 | 13.01 | 10.40 | 8.59 |
| P/B | 2.78 | 1.98 | 1.72 | 1.49 |
| EV/EBITDA | 13.34 | 7.98 | 6.21 | 4.93 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 4 月 25 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。