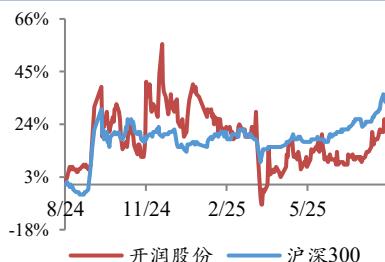


# 25H1 业绩高增长，代工业务利润率进一步提升

**投资评级：买入（维持）**

报告日期：2025-08-28

收盘价 (元)	22.93
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 (%)	58.47
总市值 (亿元)	55
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. 业绩增长亮眼，盈利能力有望进一步提升 2025-04-28
2. 开润股份：24Q3 并表上海嘉乐，业绩高增长 2024-10-31
3. 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 2025 年中报**

公司发布 2025 年中报，2025H1 实现营业收入 24.27 亿元，同比增长 32.53%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比下降 24.77%；扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 13.98%。单季度来看，2025 年第二季度实现营业收入 11.94 亿元，同比增长 29.54%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 42.78%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比增长 21.12%。公司归母净利润同比下降主要系去年同期取得上海嘉乐控制权时，按照公允价值计量产生的一次性投资收益增加了去年同期基数所致，剔除影响后公司扣非归母净利润稳健增长。

**● 服装代工业务持续高增长，小米赋能推动品牌经营业务增长**

2025H1，代工制造业务方面，公司实现收入 20.98 亿元，同比增长 37.22%；其中，箱包制造业务实现收入 14.19 亿元，同比增长 13.03%，保持稳健增长；服装制造业务实现收入 6.79 亿元，同比增长 148.25%，公司打造面料加成衣第二增长曲线的战略持续有效实施。代工制造业务毛利率为 24.67%，同比提升 0.96pct，主要系公司产品结构不断优化、生产效率持续提升，尤其随着管理的不断强化和整合，服装业务毛利率得以显著提升。品牌经营业务方面，公司实现收入 3.06 亿元，同比增长 8.87%，在小米不断提升的品牌势能下，公司通过众筹等多种方式持续推出了米家斜挎包、米家前开盖旅行箱等多款新品，加强与小米宣传矩阵合作，有效提升了箱包品类关注度和影响力。品牌经营业务毛利率为 24.14%，同比下滑 1.10pct，主要系产品结构及渠道结构变化影响，随着新产品陆续上市及销售渠道的持续优化，品牌经营毛利率有望逐步提升。

**● 毛利率进一步提升，上海嘉乐并表影响各项费用率**

2025H1 公司毛利率为 24.66%，同比+0.72pct；销售/管理/研发/财务费用率为 3.83%/5.76%/2.19%/1.84%，同比-1.59/-0.15/+0.06/+1.13pct；扣非归母净利润率为 7.44%，同比-1.21pct。2025 年第二季度公司毛利率为 24.61%，同比+0.90pct；销售/管理/研发/财务费用率为 3.72%/5.02%/2.28%/1.23%，同比-2.22/-1.48/+0.07/+0.55pct；扣非归母净利润率为 8.15%，同比-0.57pct。公司研发费用率提升主要系上海嘉乐并表导致的研发人员薪酬增加所致；财务费用率提升主要系上海嘉乐并表导致的汇兑损失增加所致。

**● 海外产能占比超 70%，关税影响较低**

公司生产基地全球化布局于印尼、中国、印度等人力成本或关税政策具备优势、终端消费需求高潜力的区域，并结合订单情况有序推进产能扩建工作。公司的产能布局充分考虑了市场、贸易政策、客户需求等要素，可以根据市场情况、客户需求等灵活调配产能，可以有效降低海外贸易风险，减少海外物流运输成本、关税成本、人力成本等，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 52.34/61.4/70.55 亿元，分别同比增长 23.4%/17.3%/14.9%；归母净利润分别为 3.67/4.59/5.57 亿元，分别同比-3.6%/+24.9%/+21.3%。

截至 2025 年 8 月 27 日，对应 EPS 分别为 1.53/1.91/2.32 元，对应 PE 分别为 14.96/11.98/9.87 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	459	557
净利润同比 (%)	229.5%	-3.6%	24.9%	21.3%
毛利率 (%)	22.9%	23.9%	24.0%	24.1%
ROE (%)	17.8%	15.0%	16.0%	16.6%
每股收益 (元)	1.59	1.53	1.91	2.32
P/E	15.63	14.96	11.98	9.87
P/B	2.78	2.24	1.92	1.63
EV/EBITDA	13.34	9.06	7.07	5.59

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 27 日收盘价计算）

## 财务报表与盈利预测

资产负债表				利润表				单位:百万元	
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2697	3333	4216	5172	营业收入	4240	5234	6140	7055
现金	596	1060	1558	2018	营业成本	3271	3985	4664	5356
应收账款	1051	1065	1306	1553	营业税金及附加	15	21	25	28
其他应收款	19	27	27	33	销售费用	223	280	316	360
预付账款	25	25	29	36	管理费用	254	330	381	430
存货	868	1002	1130	1355	财务费用	42	23	16	8
其他流动资产	138	154	166	177	资产减值损失	-37	-2	-2	-2
非流动资产	2454	2309	2163	2015	公允价值变动收益	21	0	0	0
长期投资	221	211	201	191	投资净收益	117	0	0	0
固定资产	1122	1005	884	757	营业利润	485	468	584	708
无形资产	349	340	331	322	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	762	752	747	745	营业外支出	7	4	4	4
资产总计	5151	5642	6379	7187	利润总额	480	466	582	706
流动负债	2297	2441	2722	2980	所得税	79	79	99	120
短期借款	551	571	591	611	净利润	401	387	483	586
应付账款	634	725	869	1004	少数股东损益	20	19	24	29
其他流动负债	1112	1144	1261	1365	归属母公司净利润	381	367	459	557
非流动负债	253	271	291	311	EBITDA	497	626	738	858
长期借款	100	120	140	160	EPS (元)	1.59	1.53	1.91	2.32
其他非流动负债	153	151	151	151					
负债合计	2550	2712	3013	3291					
少数股东权益	459	478	503	532					
股本	240	240	240	240					
资本公积	701	703	703	703					
留存收益	1201	1509	1922	2422					
归属母公司股东权益	2142	2452	2864	3364					
负债和股东权益	5151	5642	6379	7187					
现金流量表				主要财务比率					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E	会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	232	593	548	524	成长能力				
净利润	401	387	483	586	营业收入	36.6%	23.4%	17.3%	14.9%
折旧摊销	107	137	140	144	营业利润	211.4%	-3.5%	24.8%	21.2%
财务费用	61	35	37	39	归属于母公司净利润	229.5%	-3.6%	24.9%	21.3%
投资损失	-117	0	0	0	盈利能力				
营运资金变动	-210	21	-127	-261	毛利率 (%)	22.9%	23.9%	24.0%	24.1%
其他经营现金流	601	379	625	863	净利率 (%)	9.0%	7.0%	7.5%	7.9%
投资活动现金流	-247	-3	-6	-9	ROE (%)	17.8%	15.0%	16.0%	16.6%
资本支出	-166	-10	-14	-17	ROIC (%)	8.4%	9.7%	10.7%	11.4%
长期投资	-110	8	8	8	偿债能力				
其他投资现金流	29	-1	0	0	资产负债率 (%)	49.5%	48.1%	47.2%	45.8%
筹资活动现金流	-51	-123	-44	-56	净负债比率 (%)	98.1%	92.5%	89.5%	84.5%
短期借款	252	20	20	20	流动比率	1.17	1.37	1.55	1.74
长期借款	-121	20	20	20	速动比率	0.74	0.90	1.08	1.22
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-29	2	0	0	总资产周转率	0.97	0.97	1.02	1.04
其他筹资现金流	-153	-165	-84	-96	应收账款周转率	5.16	4.95	5.18	4.94
现金净增加额	-68	463	499	459	应付账款周转率	6.14	5.87	5.85	5.72

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 8 月 27 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形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。