

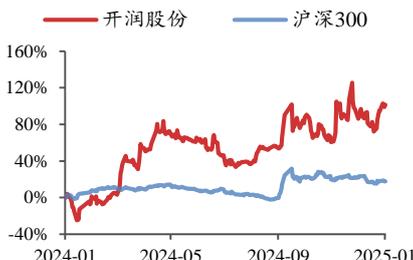
开润股份 (300577.SZ)

2025年01月23日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2025/1/23
当前股价(元)	26.00
一年最高最低(元)	30.99/9.18
总市值(亿元)	62.35
流通市值(亿元)	36.46
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.40
近3个月换手率(%)	205.62

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《Q3 并表致表现收入高增, 品牌业务恢复增长 — 公司信息更新报告》
-2024.10.30

《Q2 扣非净利率维持高位, 收购嘉乐致一次性收益增厚利润 — 公司信息更新报告》
-2024.8.28

《箱包代工壁垒坚实, 一体化服装代工锦上添花 — 公司信息更新报告》
-2024.7.11

2024 年圆满收官印证代工竞争力, 期待嘉乐持续释能

——公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

周嘉乐 (分析师)

zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790522030002

张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

● 2024 年业绩预告符合预期, 期待嘉乐持续释能, 维持“买入”评级

公司披露 2024 年业绩预告, 2024 年预告收入区间为 41-43 亿元, 同比 +32.05%-38.49%, 其中 2024Q4 预告收入区间为 10.75-12.75 亿元, 同比 +30.8%-55.2%。2024 年预告归母净利润区间为 3.7-4.2 亿元, 同比 +220.01%-263.25%, 其中 2024Q4 归母净利润预告区间为 0.49-0.99 亿元, 扭亏为盈。核心业绩预告符合预期, 考虑上海嘉乐并表后摊销费用预计提升, 我们下调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 3.9/3.66/4.59 亿元 (此前为 4.0/4.1/5.2 亿元), 当前股价对应 PE 为 14.6/15.5/12.4 倍, 公司代工品类从箱包扩展到空间更大、盈利更好的服装领域, 凭借差异化印尼产能布局, 订单可持续性较强, 预计 2025 年箱包代工稳健增长、服装代工规模及盈利有望快速提升, 维持“买入”评级。

● 箱包代工: 2024 年竞争力及成长性进一步凸显, 预计 2025 年维持双位数增长

(1) 收入端: 预计 2024 年收入 23-24 亿元, 增长 20% 左右, 其中 2024Q4 预计收入增长双位数, 预计软包 Q4 接单好于我们预期。预计 2025 年大客户订单稳健, 收入端维持双位数增长。(2) 利润端: 2024 年随海外效率提升、产品及客户结构优化, 预计箱包净利率同比提升显著, 预计全年净利率 10-11%, 预计 2025 年盈利能力随精细化管理进一步提升。(3) 产能: 预计 2025-2026 年印尼箱包产能扩张 50-60%。

● 服装代工: 2024 年嘉乐并表带动表现高增, 预计 2025 年收入及利润快速增长

(1) 收入端: 2024 年上海嘉乐完成并表后带动表现收入显著提升, 预计上海嘉乐全年收入规模 14-15 亿元, 其中 2024Q4 预计收入增长接近 20%, 环比 Q3 加速。预计 2025 年阿迪达斯、优衣库等订单快速增长, 收入端有望实现 25%+ 增长。(2) 利润端: 预计 2024 年上海嘉乐净利率 2-3%, 预计 2025 年盈利能力随新客户订单规模化、精细化管理能力提升后明显改善。(3) 产能: 依托万隆成衣工厂、哲帕拉的面料成衣一体化工厂以及新产业园, 预计 2025-2026 年印尼成衣产能每年扩张 30% 左右、面料产能每年扩张 40-50%。

● 风险提示: 产能扩张不及预期、订单增长不及预期、品牌业务新品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	4,138	5,329	6,229
YOY(%)	19.7	13.3	33.3	28.8	16.9
归母净利润(百万元)	47	116	390	366	459
YOY(%)	-74.0	146.7	237.4	-6.1	25.4
毛利率(%)	21.6	24.4	22.8	23.0	23.3
净利率(%)	1.7	3.7	9.4	6.9	7.4
ROE(%)	3.1	6.0	17.2	14.0	15.0
EPS(摊薄/元)	0.2	0.5	1.6	1.5	1.9
P/E(倍)	121.3	49.2	14.6	15.5	12.4
P/B(倍)	3.4	3.2	2.6	2.3	1.9

数据来源: 聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1934	1918	3004	3049	3954
现金	679	653	746	967	1068
应收票据及应收账款	479	592	882	983	1199
其他应收款	20	11	48	20	55
预付账款	14	11	40	19	44
存货	600	493	1140	911	1435
其他流动资产	143	158	148	150	152
非流动资产	1582	1670	1905	2099	2236
长期投资	641	633	702	710	733
固定资产	441	571	738	922	1039
无形资产	87	86	76	66	56
其他非流动资产	413	380	389	402	409
资产总计	3516	3588	4908	5149	6190
流动负债	1433	1206	2182	2110	2788
短期借款	479	299	791	774	1013
应付票据及应付账款	501	610	1112	970	1443
其他流动负债	454	296	279	366	332
非流动负债	316	473	449	416	342
长期借款	259	418	392	360	286
其他非流动负债	56	55	56	56	56
负债合计	1749	1679	2631	2526	3130
少数股东权益	54	56	57	58	60
股本	240	240	240	240	240
资本公积	715	730	730	730	730
留存收益	781	875	1138	1409	1734
归属母公司股东权益	1713	1853	2220	2564	3001
负债和股东权益	3516	3588	4908	5149	6190

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	107	440	-183	579	185
净利润	55	115	391	367	460
折旧摊销	49	56	58	68	81
财务费用	21	28	37	53	59
投资损失	44	86	-137	-16	-31
营运资金变动	-158	106	-526	115	-376
其他经营现金流	96	49	-6	-9	-9
投资活动现金流	-226	-218	-133	-249	-177
资本支出	240	140	164	189	114
长期投资	-12	-81	-69	-33	-23
其他投资现金流	2	-159	-37	-94	-86
筹资活动现金流	-31	-253	53	-123	-170
短期借款	-51	-180	137	-31	-25
长期借款	-105	159	-26	-32	-74
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	15	0	0	0
其他筹资现金流	113	-248	-58	-60	-72
现金净增加额	-151	-30	-262	206	-162

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2741	3105	4138	5329	6229
营业成本	2148	2349	3193	4102	4775
营业税金及附加	9	15	20	26	31
营业费用	190	200	232	287	334
管理费用	199	200	255	336	391
研发费用	57	68	91	123	143
财务费用	21	28	37	53	59
资产减值损失	-28	-13	-12	-13	-16
其他收益	50	9	10	11	11
公允价值变动收益	-10	12	6	8	9
投资净收益	-44	-86	137	16	31
资产处置收益	-0	-1	0	0	0
营业利润	83	156	451	424	531
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	4	3	4	4
利润总额	79	154	450	422	529
所得税	24	39	58	55	69
净利润	55	115	391	367	460
少数股东损益	8	-1	1	1	1
归属母公司净利润	47	116	390	366	459
EBITDA	154	236	533	524	644
EPS(元)	0.20	0.48	1.63	1.53	1.91

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	19.7	13.3	33.3	28.8	16.9
营业利润(%)	-57.3	87.3	189.4	-5.9	25.2
归属于母公司净利润(%)	-74.0	146.7	237.4	-6.1	25.4
获利能力					
毛利率(%)	21.6	24.4	22.8	23.0	23.3
净利率(%)	1.7	3.7	9.4	6.9	7.4
ROE(%)	3.1	6.0	17.2	14.0	15.0
ROIC(%)	2.6	5.0	11.6	10.3	11.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.7	46.8	53.6	49.1	50.6
净负债比率(%)	20.9	10.9	25.6	12.5	13.1
流动比率	1.3	1.6	1.4	1.4	1.4
速动比率	0.9	1.1	0.8	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	5.7	5.8	5.6	5.7	5.7
应付账款周转率	3.9	4.2	3.7	3.9	4.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.48	1.63	1.53	1.91
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	1.83	-0.76	2.41	0.77
每股净资产(最新摊薄)	6.87	7.45	8.99	10.42	12.24
估值比率					
P/E	121.3	49.2	14.6	15.5	12.4
P/B	3.4	3.2	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	39.1	24.8	11.7	11.4	9.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn