

开润股份 (300577)

 证券研究报告
2024年05月10日

业务发展多点开花，看好业绩加速兑现

公司发布年报及一季报

24Q1 公司收入 9 亿同增 23%，归母 0.7 亿，同增 103%，扣非后 0.8 亿，同增 121%；23A 收入 31 亿，同增 13%，归母 1.2 亿，同增 146%，扣非后 1.4 亿，同增 587%；其中 23Q4 收入 8 亿同增 41%，归母-0.06 亿，扣非后 0.01 亿。

2023 年公司代工客户面对全球经济及消费压力，处于消化库存阶段，对于供应商采购放缓。公司依托全球化优势和先进制造能力，在巩固箱包品类竞争优势的同时积极拓展服装品类代工，加速推进新老客户份额提升，在困境中逆势取得行业中亮眼增长表现。

公司品牌经营业务聚焦“小米”及“90分”品牌，聚焦拉杆箱及包袋等出行品类产品，受益于国内市场终端出行需求的快速释放，积极推出新品、形成各渠道差异化产品矩阵，经营业绩显著提升。

23 年业绩增长一方面代工制造端海外布局优势放大，巩固与优质客户合作，优化客户结构及订单结构，毛利率水平及供应链端生产效率有效增长；另一方面，品牌大幅扭亏为盈，抓住国内出行消费回暖，基于用户消费趋势洞察、新品上新、渠道精细化运营，强化品牌定位，注重运营成效。

23 年代工收入 24 亿，同增 11%，毛利率 24%，同增 2pct；其中箱包代工 20 亿，同增 2.59%；服装代工 4.7 亿，同增 71%。

公司代工制造业务坚持深耕优质品牌客户战略，持续推进精益管理和数字化信息化建设。一方面持续巩固在箱包制造领域的竞争优势，订单规模、市场地位逆势增长，在 Nike、迪卡侬、VF 集团、戴尔、惠普、华硕等老客户中份额稳步提升，并拓展成为优衣库、JR286、YETI 等新客户的包袋类供应商。另一方面深化 Adidas、Puma、Muji 等服装客户合作关系，不断拓展纺织服装及面料领域收入新增量

公司依托印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，不断提升产品设计研发及生产制造能力，加大自动化、数字化投入，SAP 等系统在海外工厂启动上线，打造高标准的订单交付水平和交付品质。

23 年品牌经营收入 6.3 亿，同增 22%；毛利率 27%，同增 6pct；其中线上 2.1 亿，同增 -6%，毛利率 34%，同增 12pct；分销 4 亿，同增 44%，毛利率 23%，同增 2pct。

线上收入减少系公司聚焦核心品类，优化渠道布局，缩减去年同期部分线上销售的运动及出行配件类产品所致；线上毛利率增长系聚焦核心品类及新品销售毛利率较高所致；

分销收入增长系国内出行旅游市场恢复，以出行箱包品类为主的分销渠道销售收入增长所致。分销毛利率增长系新品毛利率较高及终端销售渠道推行科学有效的价格机制所致。

公司品牌经营抓住国内出行消费市场回暖的发展机会和各地文旅发展的蓬勃态势，聚焦出行拉杆箱及背包品类，重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新，依托品牌力及产品力快速抢占市场份额。

公司充分结合各销售渠道的用户画像和属性特点，形成差异化产品矩阵和渠道精细化运营模式，重点抓运营成效。通过产品力、品牌力、渠道力等核心发展要素的能力打造和持续强化，提升组织效能和发展质量。

制造业务供需在外，铆钉大客户

公司制造端需求与供应均主要来自全球，不受单一国家区域限制，聚焦箱包及服装品类，锚定“大客户”战略，与耐克、阿迪达斯、迪卡侬、VF 集

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22.48 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	239.79
流通 A 股股本(百万股)	140.07
A 股总市值(百万元)	5,390.54
流通 A 股市值(百万元)	3,148.84
每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	46.65
一年内最高/最低(元)	24.08/9.18

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《开润股份-公司点评:品牌业务扭亏，代工效率提升，拟推出股份回购》2024-02-05
- 《开润股份-季报点评:海外产能有序开拓，优质客户合作稳健》2023-11-09
- 《开润股份-半年报点评:2C 疫后快速复苏，服装代工贡献新增量》2023-09-11

团、彪马、优衣库等全球知名运动休闲品牌保持良好合作，依托印尼、中国、印度的差异化全球产能布局不断提升新老客户订单份额。同时，通过数字化提升及精益管理，加强供应链成本竞争优势，持续巩固并提升行业竞争优势。

2024 自有品牌加大露出及出海

自有品牌端将继续巩固提升拉杆箱核心战场的竞争优势，在新功能、新材料等方面深化创新，并加大包袋市场投入，推出多场景打通的品类爆款，提升双肩包销售额贡献。通过品牌联名、内容营销等多元推广方式塑造高识别度、强记忆性、强化消费者心智占领的品牌认知。

同时，公司将探索自有品牌出海，将触角延伸至广阔海外市场，随着品牌自身不断的发展壮大，公司将持续着力于推动技术创新和产业链协同联动，真正助力中国箱包品牌和箱包产业迈向更高台阶、站上世界舞台。

上调盈利预测，维持“买入”评级

公司 2005 年以 IT 包袋代工制造起家，产品逐步延展至运动和休闲包袋领域，2015 年进入小米生态链开拓 B2C 业务，2019 年收购 Nike 核心供应商切入 Nike 供应链体系，将生产基地延伸至印尼并积极扩建产能，五年时间印尼产值增长 8 倍，构建并巩固了进入全球头部运动客户的核心竞争力。基于长期战略部署的关键行动落地，助力公司实现弯道超车，以行业后来者的身份快速成长为箱包行业的龙头。公司 24Q1 业绩超预期，净利创历史新高，净利率显著增长约 3.4pct。公司依托全球化布局优势和先进生产制造能力，在巩固箱包品类竞争优势的同时积极拓展服装品类代工业务，加速推进新老客户份额提升，在困境中逆势取得行业中亮眼的增长表现。品牌经营业务聚焦“小米”及“90 分”品牌，聚焦拉杆箱及包袋等出行品类产品，受益于国内市场终端出行需求的快速释放，公司积极推出新品、形成各渠道差异化产品矩阵，经营业绩显著提升，因此我们上调盈利预测，预计 24-26 年归母净利分别为 2.9/3.6/4.6 亿元（24-25 年前值分别为 2.32/2.85 亿元），EPS 分别为 1.22/1.52/1.90 元/股，对应 PE 分别为 19/15/12X。

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；汇率波动的风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,740.99	3,104.90	3,749.66	4,617.67	5,737.82
增长率(%)	19.75	13.28	20.77	23.15	24.26
EBITDA(百万元)	210.67	331.79	508.89	532.95	645.19
归属母公司净利润(百万元)	46.87	115.62	292.20	363.50	456.39
增长率(%)	(73.98)	146.69	152.72	24.40	25.55
EPS(元/股)	0.20	0.48	1.22	1.52	1.90
市盈率(P/E)	115.63	46.87	18.55	14.91	11.87
市净率(P/B)	3.16	2.93	2.61	2.29	1.97
市销率(P/S)	1.98	1.75	1.45	1.17	0.94
EV/EBITDA	18.45	10.31	11.34	9.71	9.21

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	679.18	653.18	374.97	761.08	459.03	营业收入	2,740.99	3,104.90	3,749.66	4,617.67	5,737.82
应收票据及应收账款	479.38	591.86	745.78	615.14	1,075.92	营业成本	2,148.25	2,348.80	2,642.01	3,273.01	4,054.92
预付账款	13.59	11.40	37.87	14.49	46.72	营业税金及附加	8.92	15.29	14.86	23.09	28.69
存货	599.77	493.14	864.25	779.22	1,294.64	销售费用	189.56	200.08	352.47	461.77	573.78
其他	162.43	168.89	196.89	165.13	212.15	管理费用	198.70	199.78	149.99	230.88	292.63
流动资产合计	1,934.35	1,918.46	2,219.77	2,335.05	3,088.45	研发费用	56.64	68.24	74.99	138.53	172.13
长期股权投资	641.00	632.97	632.97	632.97	632.97	财务费用	20.58	27.64	39.16	33.02	41.60
固定资产	441.20	570.82	599.50	635.61	663.18	资产/信用减值损失	(28.12)	(13.37)	(7.00)	8.90	8.90
在建工程	110.08	73.52	80.11	96.07	87.64	公允价值变动收益	(10.13)	11.87	(14.45)	12.46	(3.49)
无形资产	87.01	85.96	77.10	68.24	59.37	投资净收益	(44.42)	(86.24)	(32.60)	2.20	2.20
其他	302.70	306.23	302.46	299.45	300.42	其他	117.85	177.00	94.09	(29.32)	2.58
非流动资产合计	1,581.99	1,669.50	1,692.13	1,732.34	1,743.58	营业利润	83.17	155.81	436.13	463.13	563.88
资产总计	3,516.34	3,587.96	3,911.90	4,067.39	4,832.03	营业外收入	0.89	2.18	2.29	1.79	2.09
短期借款	479.02	299.19	403.72	225.00	640.94	营业外支出	5.39	4.36	3.88	4.54	4.26
应付票据及应付账款	500.75	610.46	593.13	588.79	537.57	利润总额	78.66	153.64	434.54	460.38	561.71
其他	453.71	296.29	301.66	406.63	330.30	所得税	24.08	38.66	133.03	75.50	92.68
流动负债合计	1,433.48	1,205.94	1,298.50	1,220.43	1,508.82	净利润	54.58	114.98	301.51	384.88	469.02
长期借款	73.25	220.56	226.83	152.00	221.81	少数股东损益	7.71	(0.64)	9.31	21.37	12.63
应付债券	185.88	197.75	185.79	189.81	191.11	归属于母公司净利润	46.87	115.62	292.20	363.50	456.39
其他	56.45	54.73	56.30	55.83	55.62	每股收益(元)	0.20	0.48	1.22	1.52	1.90
非流动负债合计	315.58	473.04	468.92	397.63	468.55						
负债合计	1,749.06	1,678.98	1,767.42	1,618.06	1,977.36	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	53.92	56.38	65.23	86.24	98.60	成长能力					
股本	239.79	239.79	239.79	239.79	239.79	营业收入	19.75%	13.28%	20.77%	23.15%	24.26%
资本公积	714.73	730.09	730.09	730.09	730.09	营业利润	-57.26%	87.34%	179.91%	6.19%	21.75%
留存收益	1,495.52	1,605.00	1,839.46	2,123.30	2,516.28	归属于母公司净利润	-73.98%	146.69%	152.72%	24.40%	25.55%
其他	(736.68)	(722.29)	(730.09)	(730.09)	(730.09)	获利能力					
股东权益合计	1,767.29	1,908.98	2,144.48	2,449.33	2,854.67	毛利率	21.63%	24.35%	29.54%	29.12%	29.33%
负债和股东权益总计	3,516.34	3,587.96	3,911.90	4,067.39	4,832.03	净利率	1.71%	3.72%	7.79%	7.87%	7.95%
						ROE	2.74%	6.24%	14.05%	15.38%	16.56%
						ROIC	4.64%	7.72%	18.77%	17.08%	23.85%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	资产负债率	49.74%	46.79%	45.18%	39.78%	40.92%
净利润	54.58	114.98	292.20	363.50	456.39	净负债率	18.27%	8.49%	26.90%	-1.17%	25.50%
折旧摊销	49.27	55.91	33.59	36.79	39.72	流动比率	1.35	1.59	1.71	1.91	2.05
财务费用	38.92	41.24	39.16	33.02	41.60	速动比率	0.93	1.18	1.04	1.27	1.19
投资损失	44.42	86.24	32.60	(2.20)	(2.20)	营运能力					
营运资金变动	(102.43)	72.28	(645.25)	353.99	(1,151.13)	应收账款周转率	5.73	5.80	5.61	6.79	6.79
其它	21.91	69.34	(5.14)	33.83	9.14	存货周转率	4.84	5.68	5.52	5.62	5.53
经营活动现金流	106.67	440.00	(252.84)	818.95	(606.48)	总资产周转率	0.78	0.87	1.00	1.16	1.29
资本支出	174.54	140.81	58.44	80.47	50.21	每股指标(元)					
长期投资	(36.80)	(8.03)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.20	0.48	1.22	1.52	1.90
其他	(363.81)	(350.41)	(115.16)	(180.96)	(94.84)	每股经营现金流	0.44	1.83	-1.05	3.42	-2.53
投资活动现金流	(226.06)	(217.63)	(56.72)	(100.49)	(44.63)	每股净资产	7.15	7.73	8.67	9.85	11.49
债权融资	1,002.03	815.29	951.81	732.52	1,186.86	估值比率					
股权融资	(16.91)	17.62	(46.83)	(32.89)	(41.46)	市盈率	115.63	46.87	18.55	14.91	11.87
其他	(1,016.19)	(1,086.10)	(873.63)	(1,031.97)	(796.34)	市净率	3.16	2.93	2.61	2.29	1.97
筹资活动现金流	(31.07)	(253.20)	31.35	(332.34)	349.06	EV/EBITDA	18.45	10.31	11.34	9.71	9.21
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.98	12.22	12.14	10.43	9.82
现金净增加额	(150.45)	(30.83)	(278.21)	386.12	(302.06)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com