

开润股份 (300577.SZ)

盈利能力持续改善，看好全年业绩增长弹性

增持

核心观点

2023 年收入增长 13%，归母净利润增长 147%。公司主要有代工和品牌业务，代工业务为耐克、迪卡侬等知名品牌研发生产箱包，子公司上海嘉乐主要从事服装代工，系优衣库核心供应商；品牌业务主要通过小米和线上自有渠道销售包袋。2023 年代工业务受新增服装品类快速增长推动，自有箱包品牌受国内出行消费需求复苏的带动，全年公司收入同比增长 13.3%至 31.05 亿元；归母净利润同比增长 146.7%至 1.16 亿元。整体毛利率提升 2.7 个百分点至 24.4%。费用率有所改善，合计下降 1.0 个百分点。受益于毛利率提升和费用率改善，净利率同比提升 1.7 个百分点至 3.7%。

2024 年一季度收入延续双位数增长，盈利能力持续改善。2024 年第一季度收入同比增长 22.9%至 9.10 亿，归母净利润同比增长 103.0%至 0.71 亿元。毛利率同比提升 2.41 个百分点至 24.2%，总费用率同比下降 3.0 百分点；归母净利率提升 3.4 个百分点至 7.8%。

服装代工业务快速增长，品牌业务增速恢复，毛利率均有提升。1) **代工业务**：在海外终端市场需求疲软、运动休闲客户去库存收紧采购订单及 IT 客户全球 PC 出货量连续同比下滑的压力下，公司代工业务从箱包领域拓展至纺织服装及面料领域，为公司代工制造业务收入带来新的增量。2023 年实现代工收入 24.43 亿元，同比增长 11.2%；其中箱包代工收入 19.72 亿元，同比增长 2.6%；服装代工收入 4.72 亿元，同比增长 70.9%；服装代工毛利率与箱包代工业务相比较低，但基于客户及产品结构优化、供应链效率提升，全年代工业务毛利率提升 1.9 个百分点至 23.9%。2) **品牌业务**：公司品牌业务抓住国内出行消费复苏的市场机遇，差异化布局产品矩阵，通过对各渠道的精细化运营提升业务盈利水平。品牌业务营收增长 22.0%至 6.26 亿元，毛利率同比提升 5.7 个百分点至 26.6%。

风险提示：订单恢复不及预期；海外高通胀；下游去库存进程不及预期。

投资建议：看好公司收入与盈利增长弹性。2024 年公司代工业务主要受益于老客户补库及新客户开拓贡献增量，收入增速有望实现 20%以上增长；品牌业务受益于出行恢复、海外市场开拓和品牌调整完成，收入增速有望实现 30%以上增长；同时代工与品牌业务盈利能力有望持续提升。因此我们上调 2024-2025 年盈利预测，预计公司 2024-2026 年净利润分别 2.5/3.0/3.6 亿元（2024-2025 年前值为 2.2/2.6 亿元），同比+114.6%/21.3%/20.6%，维持“增持”评级，上调合理估值区间至 22.8-23.8 元（前值为 19.3-20.2 元），对应 2024 年 22-23x PE。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	3,823	4,459	5,141
(+/-%)	19.7%	13.3%	23.1%	16.6%	15.3%
净利润(百万元)	47	116	248	301	363
(+/-%)	-74.0%	146.7%	114.6%	21.3%	20.6%
每股收益(元)	0.20	0.48	1.03	1.26	1.51
EBIT Margin	7.5%	11.1%	10.2%	10.5%	10.9%
净资产收益率 (ROE)	2.7%	6.2%	12.5%	14.0%	15.4%
市盈率 (PE)	105.5	42.8	19.9	16.4	13.6
EV/EBITDA	27.2	16.7	15.1	12.9	11.2
市净率 (PB)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁 证券分析师：刘佳琪
0755-81981391 010-88005446
dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn
S0980520040004 S0980523070003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	22.80 - 23.80 元
收盘价	20.62 元
总市值/流通市值	4945/2888 百万元
52 周最高价/最低价	21.48/9.18 元
近 3 个月日均成交额	47.23 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《开润股份 (300577.SZ) - 第三季度收入下滑 14%，毛利率持续提升》——2023-10-31
- 《开润股份 (300577.SZ) - 二季度净利率修复明显，自有品牌毛利率显著提升》——2023-08-27
- 《开润股份 (300577.SZ) - 2023 年一季度收入增长 21%，扣非净利率改善明显》——2023-04-28
- 《开润股份 (300577.SZ) - 全年收入预增 18%，近期出行需求恢复弹性较大》——2023-02-01
- 《开润股份 (300577.SZ) - 三季度收入增长 44%，毛利率降幅环比收窄》——2022-10-28

2023 年收入增长 13%，盈利能力显著提升

2023 年代工业业务受新增服装品类快速增长推动，自有箱包品牌受国内出行消费需求复苏的带动，全年公司收入同比增长 13.3%至 31.05 亿元；归母净利润同比增长 146.7%至 1.16 亿元，扣非归母净利润同比增长 588.6%至 1.39 亿元。整体毛利率提升 2.7 个百分点至 24.4%。费用率整体有所改善，合计下降 1.0 个百分点。受益于毛利率提升和费用率改善，净利率同比提升 1.7 个百分点至 3.7%。

图1：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



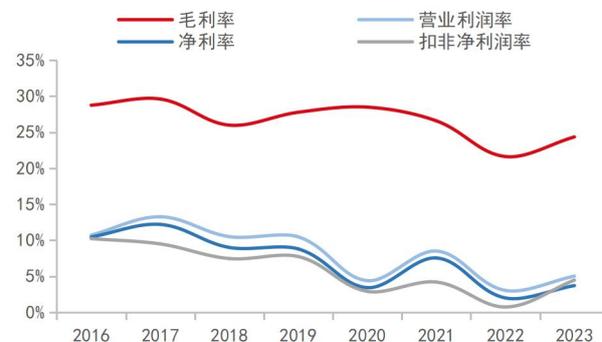
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司扣非后归母净利润及增速（单位：亿元、%）



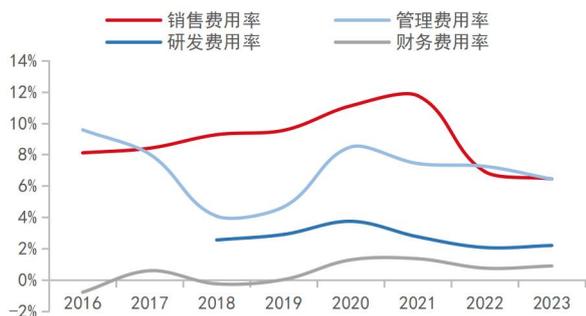
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司利润率水平及变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 公司费用率与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营运资金周转与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023 年第四季度收入同比增长 41.4%至 8.22 亿, 归母净利润同比增长 76.0%至 -0.06 亿元。毛利率同比提升 9.16 个百分点至 28.7%, 总费用率同比增加 0.4 百分点, 其中销售费用率和管理费用率分别同比增加 1.5 和 0.9 百分点; 归母净利率提升 2.5 百分点至-0.3%。

2024 年第一季度收入同比增长 22.9%至 9.10 亿, 归母净利润同比增长 103.0%至 0.71 亿元。毛利率同比提升 2.41 百分点至 24.2%, 总费用率同比下降 3.0 百分点; 归母净利率提升 3.4 百分点至 7.8%。

图7: 公司单季度收入及增速 (单位: 亿元、%)



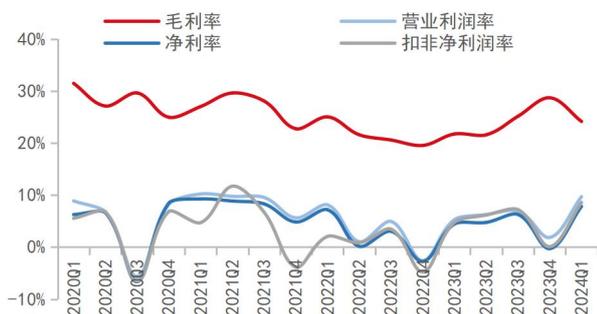
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 公司单季度归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度利润率水平



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度费用率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

由于收入增长及毛利率改善好于预期，上调盈利预测

2024 年公司业绩增长点明确，收入端来看，2023 年箱包代工开拓新客户优衣库，服装代工开拓阿迪、PUMA、MUJI 等新客户，新客户放量叠加老客户进入补库周期，代工业务 2024 年预计增速达到 20% 以上；品牌业务经历 2022-2023 年调整后，小米和 90 分进入健康发展轨道，同时受益于出行市场恢复以及海外市场开拓，品牌业务预计增速达到 30% 以上。

利润端来看，公司盈利能力持续改善，2023 年代工和品牌业务毛利率均有提升，代工业务毛利率预计受益于客户及产品结构优化、供应链效率提升，有望进一步提升；品牌业务毛利率受益于渠道精细化运营、小米供应链改革、产品结构优化，也有望持续增长。

我们上调收入及毛利率预期，下调费用率预期，调整后假设如下：

- 1) 预计 2024-2026 年收入同比变动+23.1%/16.6%/15.3%至 38.2/44.6/51.4 亿元（原 2024-2025 年为 33.8/38.2 亿元）。
- 2) 预计 2024-2026 年公司毛利率分别为 24.9%/25.1%/25.5%（原 2024-2025 年为 23.8%/23.9%）。
- 3) 预计 2024-2026 年期间费用率分别为 15.1%/15.0%/14.9%（原 2024-2025 年为 15.7%/15.6%）。

综上所述，预计 2024-2026 年归母净利润为 2.5/3.0/3.6 亿元（原 2024-2025 年为 2.2/2.6 亿元），同比增长 114.6%/21.3%/20.6%。

图11：公司盈利预测拆分假设

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入 (百万元)	2,694.8	1,943.8	2,289.0	2,741.0	3,104.9	3,823.2	4,459.2	5,140.8
YoY	31.6%	-27.9%	17.8%	19.7%	13.3%	23.1%	16.6%	15.3%
代工	1,318.9	1,180.7	1,464.4	2,198.0	2,443.5	2,947.0	3,353.3	3,762.0
YoY	49.5%	-10.5%	24.0%	50.1%	11.2%	20.6%	13.8%	13.1%
占比	48.9%	60.7%	64.0%	80.2%	78.7%	77.1%	75.2%	73.2%
品牌	1287.3	732.9	756.3	513.5	626.3	837.6	1063.3	1332.0
YoY	25.5%	-43.1%	3.2%	-32.1%	22.0%	33.7%	27.0%	25.3%
占比	47.8%	37.7%	33.0%	18.7%	20.2%	21.9%	23.8%	25.9%
毛利率	27.8%	28.5%	26.6%	21.6%	24.4%	24.9%	25.1%	25.5%
代工	16.2%	29.2%	26.0%	22.0%	23.9%	24.4%	24.6%	24.9%
品牌	24.5%	27.8%	28.3%	20.9%	26.6%	27.1%	27.2%	27.4%
费用率	17.1%	24.6%	23.3%	17.0%	16.0%	15.1%	15.0%	14.9%
销售费用	9.5%	11.1%	11.8%	6.9%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
管理费用	4.7%	8.5%	7.4%	7.2%	6.4%	6.0%	5.9%	5.9%
研发费用	2.9%	3.7%	2.8%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
财务费用	0.0%	1.3%	1.4%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%
其他								
其他经营收益率	0.3%	1.0%	5.6%	-1.3%	-2.9%	-0.6%	-0.6%	-0.6%
所得税率	16.2%	20.4%	11.3%	30.6%	25.2%	25.2%	25.2%	25.2%
归母净利润	226.0	78.0	180.1	46.9	115.6	248.1	301.0	363.0
YoY	30.1%	-65.5%	131.0%	-74.0%	146.7%	114.6%	21.3%	20.6%
归母净利率	8.4%	4.0%	7.9%	1.7%	3.7%	6.5%	6.7%	7.1%

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

投资建议：看好公司收入与盈利增长弹性

2024年公司代工与品牌业务受多重因素带动，收入与盈利增长弹性充足。代工业务主要受益于老客户补库及新客户开拓贡献增量，收入增速有望实现20%以上增长；品牌业务受益于出行恢复、海外市场开拓和品牌调整完成，收入增速有望实现30%以上增长；同时代工与品牌业务盈利能力有望持续提升。因此我们上调2024-2025年盈利预测，预计公司2024-2026年净利润分别2.5/3.0/3.6亿元（2024-2025年前值为2.2/2.6亿元），同比增长114.6%/21.3%/20.6%，维持“增持”评级，上调合理估值区间至22.8-23.8元（前值为19.3-20.2元），对应2024年22-23x PE。

表1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	3,823	4,459	5,141
(+/-%)	19.7%	13.3%	23.1%	16.6%	15.3%
净利润(百万元)	47	116	248	301	363
(+/-%)	-74.0%	146.7%	114.6%	21.3%	20.6%
每股收益(元)	0.20	0.48	1.03	1.26	1.51
EBIT Margin	7.5%	11.1%	10.2%	10.5%	10.9%
净资产收益率(ROE)	2.7%	6.2%	12.5%	14.0%	15.4%
市盈率(PE)	105.5	42.8	19.9	16.4	13.6
EV/EBITDA	27.2	16.7	15.1	12.9	11.2
市净率(PB)	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
开润股份	增持	22.61	0.20	0.48	1.03	1.26	113.1	47.1	22.0	17.9	62.0%	0.35
可比公司												
申洲国际	买入	76.93	3.04	3.03	3.58	4.24	25.3	25.4	21.5	18.1	18.3%	1.17
伟星股份	买入	12.15	0.47	0.48	0.56	0.64	25.8	25.5	21.8	18.9	16.0%	1.36
华利集团	买入	70.62	2.77	2.74	3.29	3.82	25.5	25.8	21.5	18.5	18.1%	1.19

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所

风险提示

订单恢复不及预期、海外高通胀、下游去库存进程不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	679	653	1087	1155	1268	营业收入	2741	3105	3823	4459	5141
应收款项	499	603	742	865	998	营业成本	2148	2349	2872	3339	3832
存货净额	600	493	600	696	798	营业税金及附加	9	15	19	22	25
其他流动资产	66	77	95	111	128	销售费用	190	200	229	268	308
流动资产合计	1934	1918	2616	2920	3284	管理费用	198	205	317	365	416
固定资产	551	644	444	529	597	财务费用	21	28	34	40	45
无形资产及其他	87	86	83	79	76	投资收益	(44)	(86)	(38)	(45)	(51)
投资性房地产	303	306	306	306	306	资产减值及公允价值变动	18	25	(26)	(30)	(25)
长期股权投资	641	633	633	633	633	其他收入	(66)	(91)	45	52	50
资产总计	3516	3588	4082	4467	4896	营业利润	83	156	333	404	487
短期借款及交易性金融负债	743	397	500	500	500	营业外净收支	(5)	(2)	(3)	(3)	(4)
应付款项	501	610	742	861	988	利润总额	79	154	330	401	484
其他流动负债	190	198	263	305	350	所得税费用	24	39	83	101	122
流动负债合计	1433	1206	1505	1666	1838	少数股东损益	8	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	259	418	478	538	598	归属于母公司净利润	47	116	248	301	363
其他长期负债	56	55	55	55	55						
长期负债合计	316	473	533	593	653	现金流量表（百万元）					
负债合计	1749	1679	2038	2259	2491	净利润	47	116	248	301	363
少数股东权益	54	56	56	55	55	资产减值准备	14	(8)	356	50	57
股东权益	1713	1853	1988	2152	2350	折旧摊销	42	52	72	89	104
负债和股东权益总计	3516	3588	4082	4467	4896	公允价值变动损失	(18)	(25)	26	30	25
						财务费用	21	28	34	40	45
关键财务与估值指标						营运资本变动	(70)	97	288	(25)	(23)
每股收益	0.20	0.48	1.03	1.26	1.51	其它	(16)	8	(356)	(50)	(57)
每股红利	0.24	0.22	0.47	0.57	0.69	经营活动现金流	(2)	238	634	395	468
每股净资产	7.15	7.73	8.29	8.98	9.80	资本开支	0	(153)	(250)	(250)	(250)
ROIC	7%	13%	15%	18%	20%	其它投资现金流	(50)	(2)	0	0	0
ROE	3%	6%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(13)	(147)	(250)	(250)	(250)
毛利率	22%	24%	25%	25%	25%	权益性融资	(1)	1	0	0	0
EBIT Margin	7%	11%	10%	11%	11%	负债净变化	(118)	147	50	50	50
EBITDA Margin	9%	13%	12%	13%	13%	支付股利、利息	(59)	(53)	(113)	(137)	(165)
收入增长	20%	13%	23%	17%	15%	其它融资现金流	175	(332)	103	0	0
净利润增长率	-74%	147%	115%	21%	21%	融资活动现金流	(154)	(118)	50	(77)	(105)
资产负债率	51%	48%	51%	52%	52%	现金净变动	(168)	(26)	434	68	113
息率	1.2%	1.1%	2.3%	2.8%	3.3%	货币资金的期初余额	848	679	653	1087	1155
P/E	105.5	42.8	19.9	16.4	13.6	货币资金的期末余额	679	653	1087	1155	1268
P/B	2.9	2.7	2.5	2.3	2.1	企业自由现金流	0	253	401	165	251
EV/EBITDA	27.2	16.7	15.1	12.9	11.2	权益自由现金流	0	69	549	201	286

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032