

开润股份 (300577)

证券研究报告
2024年06月09日

上海嘉乐收购完成后将并表，卡位印尼，丰富增长点

公司拟以2亿人民币收购上海嘉乐15.9%股份

公司拟以募集资金1.37亿元收购安徽省泰合智能出行股权投资合伙企业持有的上海嘉乐股份有限公司10.9%股份；拟以6300万元收购淮安玖安创业投资合伙企业持有的上海嘉乐股份有限公司5.0%股份。

本次交易完成后，滁州米润（上市公司全资子公司）将持有上海嘉乐51.848%股份，上海嘉乐将成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。

此前，2021年12月公司全资子公司宁波浦润投资合伙企业（有限合伙）参与投资设立的珠海玖菲特玖安股权投资基金以人民币2.86亿元收购上海嘉乐49%股份；2020年9月公司全资子公司滁州米润拟以自人民币3.26亿元收购上海嘉乐28.70%股权。

切入纺织服装及面料生产领域，打开市场空间

上海嘉乐主营业务为纺织服装生产加工以及织物面料开发制造等，此次交易将推进公司代工制造业务的产品品类从箱包领域进一步延伸至纺织服装及面料生产制造领域，为公司未来长期发展提供新的品类和市场空间。

纺织服装零售市场规模在万亿美金以上，成衣及面料生产制造市场空间大，在全球经济中占据重要地位，行业前景稳定，具备较强的规模效应。在全球运动和休闲头部客户供应链体系中，孕育和诞生了一批百亿规模以上、净利润水平和现金流水平卓越、市值空间在千亿以上的公司。

上海嘉乐依托其优秀的生产制造能力、差异化的全球产能布局，快速拓展全球品牌客户并提升份额，2023年在全球纺织服装品牌客户缩减采购的背景下逆势取得26.87%销售收入增长。上海嘉乐在服装制造领域具备的面料及成衣垂直一体化生产能力，已形成产业链纵向一体化优势，有助于开润股份拓宽利润空间、提升盈利水平。

延展全球优质客户资源，壮大研发生产能力

上海嘉乐创建于1993年，具备从面料研发、织造、染整、印（绣）花到成衣的垂直一体化生产能力，主要生产和销售各类中高档纺织休闲时装和运动系列产品，产能服务于全球知名客户UNIQLO（优衣库）、Adidas、Puma、MUJI等，具有显著的客户资源优势。其中，上海嘉乐于2006年开始与优衣库合作，至今已近18年，是优衣库纺织服装核心供应商之一。

上海嘉乐在上海和印尼均建有“纺织面料+服装”的垂直一体化生产基地，在安徽建有成衣制造基地，全球化运营和管理经验丰富，拥有出色的产品研发、设计及制造能力，设有“院士工作站”和“上海市企业技术中心”，产、研、学相结合，为其产品研发设计提供有力支撑。

上海嘉乐2023年收入12.9亿元，净利-0.75亿元；2024年1-3月收入3.2亿，净利0.1亿元。

业务高度协同，合作共赢助力高质量发展

上海嘉乐在纺织服装领域的发展理念、未来规划，与开润股份的全球化布局战略、优质品牌客户战略等高度协同，有助于实现相互赋能、互利共赢。在全球制造端，公司在印尼、安徽等布局工厂，与上海嘉乐生产基地的布局方向高度一致。在生产工艺上，箱包与服饰及面辅料同属纺织业，制造工艺、供应链及工厂管理、研发设计等方面具有一定相似度。在人才储备上，开润股份代工制造业务的核心团队曾在大型纺织服装及面辅料生产公司任职，具备充足的行业运营及管理经验。

通过此次交易，开润股份将深度挖掘、充分融合双方的经营管理经验、行业技术经验，在发展战略、客户资源、生产经验等方面协同配合、互相支

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	21.55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)	5,167.53
流通A股市值(百万元)	3,018.57
每股净资产(元)	7.70
资产负债率(%)	46.65
一年内最高/最低(元)	24.65/9.18

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-年报点评报告:业务发展多点开花，看好业绩加速兑现》2024-05-10
- 《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

持、实现共赢。此次交易将对于公司未来经营业绩及长远发展具有积极意义，有助于开润股份高质量发展，提升长期投资价值，提高股东回报。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司完成此次交易后，主营业务将全面进入纺织服装及面料生产制造领域，打开新市场空间，对提升公司发展质量及投资价值起到促进作用。我们预计公司 24-26 年归母净利分别为 2.92/3.63/4.56 亿元，EPS 分别为 1.22/1.51/1.90 元/股，对应 PE 分别为 18/14/11X。

风险提示：收购整合风险，目标资产评估增值率较高的风险，商誉减值风险等。

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	503.26	533.88	636.59
归属母公司净利润(百万元)	46.87	115.62	291.70	363.16	456.14
增长率(%)	(73.98)	146.69	152.29	24.50	25.60
EPS(元/股)	0.20	0.48	1.22	1.51	1.90
市盈率(P/E)	110.26	44.69	17.72	14.23	11.33
市净率(P/B)	3.02	2.79	2.51	2.23	1.95
市销率(P/S)	1.89	1.66	1.38	1.12	0.90
EV/EBITDA	18.45	10.31	9.98	9.15	7.47

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	804.75	993.77	1,112.66	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	2,647.63	3,272.08	4,063.53
预付账款	13.59	11.40	37.98	14.37	46.97	营业税金及附加	8.92	15.29	14.86	23.09	28.69
存货	599.77	493.14	867.14	775.86	1,302.40	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	2,652.55	2,564.26	3,750.09	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	34.28	34.39	33.30
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	435.39	462.70	563.57
资产总计	3,516.34	3,587.96	4,344.68	4,296.60	5,493.67	营业外收入	0.89	2.18	2.29	1.79	2.09
短期借款	479.02	299.19	255.00	220.00	185.00	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	1,110.51	676.03	1,584.77	利润总额	78.66	153.64	433.80	459.94	561.40
其他	453.71	296.29	301.85	406.40	330.87	所得税	24.08	38.66	132.80	75.43	92.63
流动负债合计	1,433.48	1,205.94	1,667.36	1,302.43	2,100.63	净利润	54.58	114.98	300.99	384.51	468.77
长期借款	73.25	220.56	310.00	350.00	395.00	少数股东损益	7.71	(0.64)	9.29	21.35	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	291.70	363.16	456.14
其他	56.45	54.73	56.30	55.83	55.62	每股收益(元)	0.20	0.48	1.22	1.51	1.90
非流动负债合计	315.58	473.04	552.09	595.63	641.73						
负债合计	1,749.06	1,678.98	2,219.45	1,898.07	2,742.37	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	53.92	56.38	65.21	86.21	98.55	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%	179.43%	6.27%	21.80%
留存收益	1,495.52	1,605.00	1,820.23	2,072.54	2,412.96	归属于母公司净利润	-73.98%	146.69%	152.29%	24.50%	25.60%
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	2,125.23	2,398.53	2,751.31	毛利率	21.63%	24.35%	29.39%	29.14%	29.18%
负债和股东权益总计	3,516.34	3,587.96	4,344.68	4,296.60	5,493.67	净利率	1.71%	3.72%	7.78%	7.86%	7.95%
						ROE	2.74%	6.24%	14.16%	15.71%	17.20%
						ROIC	4.64%	7.72%	18.55%	21.71%	24.56%
						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%	51.08%	44.18%	49.92%
净利润	54.58	114.98	291.70	363.16	456.14	净负债率	18.27%	8.49%	3.84%	-2.85%	-7.58%
折旧摊销	49.27	55.91	33.59	36.79	39.72	流动比率	1.35	1.59	1.59	1.97	1.79
财务费用	38.92	41.24	34.28	34.39	33.30	速动比率	0.93	1.18	1.07	1.37	1.17
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	(130.67)	(70.11)	(201.86)	应收账款周转率	5.73	5.80	5.61	6.79	6.79
其它	21.91	69.34	(5.16)	33.81	9.14	存货周转率	4.84	5.68	5.51	5.62	5.52
经营活动现金流	106.67	440.00	256.35	395.84	334.23	总资产周转率	0.78	0.87	0.95	1.07	1.17
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	1.51	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	1.07	1.65	1.39
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	8.59	9.64	11.06
债权融资	1,002.03	815.29	886.27	925.52	904.11	估值比率					
股权融资	(16.91)	17.62	(41.95)	(34.25)	(33.16)	市盈率	110.26	44.69	17.72	14.23	11.33
其他	(1,016.19)	(1,086.10)	(892.36)	(997.61)	(1,041.65)	市净率	3.02	2.79	2.51	2.23	1.95
筹资活动现金流	(31.07)	(253.20)	(48.05)	(106.34)	(170.71)	EV/EBITDA	18.45	10.31	9.98	9.15	7.47
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.98	12.22	10.69	9.83	7.97
现金净增加额	(150.45)	(30.83)	151.58	189.01	118.89						

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