

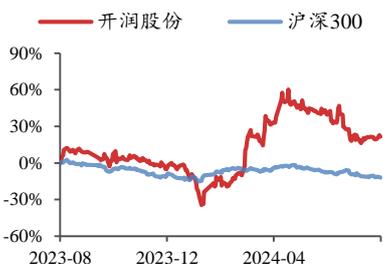
开润股份 (300577.SZ)

2024年08月28日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/8/27
当前股价(元)	18.09
一年最高最低(元)	24.65/9.18
总市值(亿元)	43.38
流通市值(亿元)	25.41
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.40
近3个月换手率(%)	55.44

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

- 《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
- 《拟收购上海嘉乐落地后将并表, 一体化服装代工展翼—公司信息更新报告》-2024.6.6
- 《2023 年代工韧性凸显、90 分扭亏, 2024Q1 扣非净利率超预期—公司信息更新报告》-2024.4.29

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

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

● Q2 扣非净利率维持高位, 收购嘉乐致一次性收益增厚利润, 维持“买入”评级

2024H1 营收 18.31 亿元 (同比+17.6%, 下同), 归母净利润 2.48 亿元 (+230.15%), 扣非归母净利润 1.59 亿元 (+85%), 主要系收购嘉乐带来的一次性收益 9631 万元。2024Q1/Q2 营收 9.1 亿元 (+22.9%) /9.2 亿元 (+12.8%), 扣非归母净利润 0.78 亿元 (+121%) /0.8 亿元 (+59.4%)。考虑 2024H1 收购嘉乐的一次性利益以及 2024H2 嘉乐将并表, 我们上调盈利预测, 预计 2024-2026 年归母净利润为 4.0/4.2/5.3 亿元 (此前为 3.0/4.1/5.2 亿元), 当前股价对应 PE 为 10.9/10.4/8.1 倍, 公司代工品类从箱包扩展到空间更大的服装领域, 箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花, 同时预计上海嘉乐盈利能力提升空间充足, 维持“买入”评级。

● 代工: 2024H1 箱包制造持续高增长, 上海嘉乐利润同比大幅改善

2024H1 B2B 业务收入 15.3 亿元 (+21.6%), 占比 83.5%, 毛利率 23.71% (+3.07pct)。分业务看: 箱包代工收入 12.6 亿元, 同比+21.99%, 服装代工收入 2.7 亿元, 同比+19.9%。上海嘉乐: 2024H1 收购上海嘉乐 15.9% 股权完成交割后通过全资子公司持有其 51.848% 股权, 穿透持有 69.4%, 2024H1 收入 6.4 亿元 (+17.3%), 净利润 2105.9 万元 (+168%), 净利率 3.29% (+1.85pct), 其中 Q1/Q2 收入预计 3.2/3.2 亿元, 对应净利率为 3.4%/3.1%, 预计由于印尼搬厂短期影响部分接单, 长期盈利提升空间广阔。

● 品牌: H1 收入受消费需求不足及基数影响略下滑, 渠道&产品优化品牌经营

2024H1 B2C 业务收入 2.8 亿元 (-2.47%), 占比 15.4% (-3.2pct), 毛利率 25.24% (-1.23pct), 收入下滑主要系国内消费需求疲软与 2023H1 有非箱包品类出海基数约 1300 万元。**分品牌:** 预计 2024H1 小米、90 分营收分别为 1.7 亿元 (+4%)、1.1 亿元 (同比持平)。**分渠道看:** 2024H1 线上收入 0.86 亿元 (+25.18%), 毛利率 38.58% (+1.8pct) 主要系渠道精细化运营及跨境电商平台毛利率较高; 分销收入 1.96 亿元 (-11.1%), 毛利率 19.39% (-3.88pct), 主要系短期内分销价格调整影响。

● Q2 扣非净利率维持高位, 嘉乐并表致存货及应收增长, 预计 Q3 现金流显著改善

2024H1 毛利率为 23.94% (+2.27pct) 主要系代工毛利率改善, Q1/Q2 毛利率同比 +2.4pct/+2.1pct。2024H1 期间费用率为 14.2% (-0.5pct), 销售/管理/研发/财务费用率同比 -0.84/-0.43/+0.28/+0.49pct。2024H1 归母净利率/扣非归母净利率为 13.55% (+8.7pct)/8.66% (+3.15pct), 2024Q1/Q2 扣非净利率 8.6% (+3.8pct)/8.7% (+2.55pct)。2024H1 经营性现金流净额 606 万元 (-97.5%) 预计系回款周期及生产备货影响, 预计 2024Q3 将有显著改善, 嘉乐并表导致存货增长至 7.2 亿元 (+82.8%), 存货周转天数 79 天 (+5 天), 箱包去库存效果明显, 存货同比 -9.58%。

● 风险提示: 出行需求复苏不及预期、接单及效率提升不及预期。

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	4,057	5,320	6,145
YOY(%)	19.7	13.3	30.7	31.1	15.5
归母净利润(百万元)	47	116	400	418	533
YOY(%)	-74.0	146.7	245.6	4.6	27.5
毛利率(%)	21.6	24.4	24.0	26.1	26.4
净利率(%)	1.7	3.7	9.8	7.9	8.7
ROE(%)	3.1	6.0	17.5	15.6	16.7
EPS(摊薄/元)	0.2	0.5	1.7	1.7	2.2
P/E(倍)	92.6	37.5	10.9	10.4	8.1
P/B(倍)	2.6	2.4	2.0	1.7	1.4

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 Q2 扣非净利率维持高位，收购嘉乐致一次性收益增厚利润	3
2、 2024H1 B2B 业务毛利率提升，嘉乐并表导致存货增长	4
2.1、 盈利能力：B2B 业务毛利率显著提升	4
2.2、 营运能力：嘉乐并表致存货及应收增长，预计 Q3 现金流显著改善	5
3、 产能：生产基地全球化布局，海外产能占比提升	5
4、 盈利预测与投资建议	5
5、 风险提示	5
附：财务预测摘要	6

图表目录

图 1： 2024H1 公司收入 18.31 亿元 (+17.6%)	3
图 2： 2024H1 公司归母净利润 2.48 亿元 (+230.15%)	3
图 3： 2024H1 公司毛利率 23.94%/归母净利率 13.55%	4
图 4： 2024H1 公司期间费用率为 14.2% (-0.5pct)	4
图 5： 2024H1 公司存货金额 7.2 亿元 (同比+82.8%)	5
图 6： 2024H1 公司应收账款 9.8 亿元 (同比+59.9%)	5

1、Q2 扣非净利率维持高位，收购嘉乐致一次性收益增厚利润

2024H1 公司收入 18.31 亿元（同比+17.6%，下同），归母净利润 2.48 亿元（+230.15%），扣非归母净利润 1.59 亿元（+84.96%），主要系收购嘉乐带来的一次性收益 9631 万元。

分季度看，2024Q1/2024Q2 公司收入 9.1/9.2 亿元，同比+22.9%/+12.8%，归母净利润分别为 0.71 亿元（+103%）/1.77 亿元（+341.1%），扣非归母净利润为 0.78/0.80 亿元，分别同比+121.43%/+59.43%。

图1：2024H1 公司收入 18.31 亿元（+17.6%）

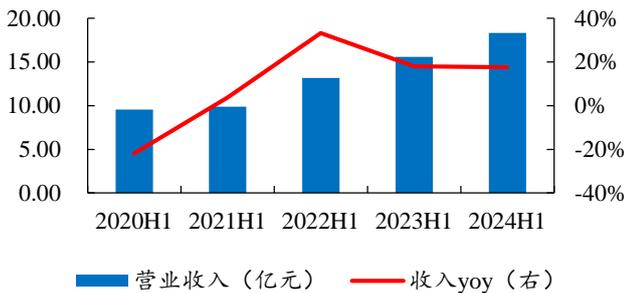
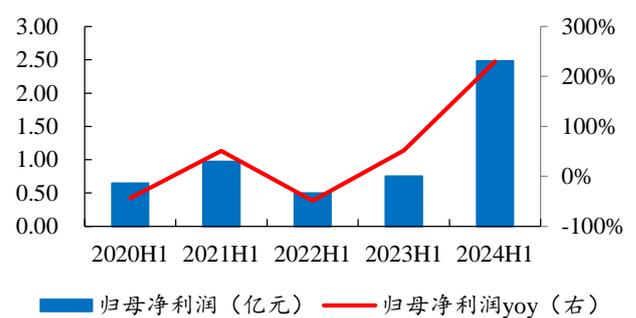


图2：2024H1 公司归母净利润 2.48 亿元（+230.15%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

（1）B2B 业务：收入持续增长，产品结构及生产效能不断改善

2024H1 营收 15.3 亿元，yoy+21.6%，占比 83.5%（+2.7pct）。分业务看：

箱包代工收入 12.6 亿元，同比+21.99%，在迪卡侬、Nike 等客户中份额均稳步提升，订单数量快速增长。

依托印尼产能布局优势不断深化与 Adidas、Puma、MUJI 等服装客户合作关系，服装代工收入持续保持高增长态势，2024H1 实现收入 2.7 亿元，同比+19.9%。

上海嘉乐 2024H1 收入 6.4 亿元（+17.3%），净利润 2105.9 万元（+168%），净利率 3.29%（+1.85pct）。上海嘉乐为垂直一体化服装代工企业，拥有优质客户资源、面辅料研发、全球运作管理优势，并表后有利于双方资源共享，在箱包生产经验、客户、产能布局上深度协同，预计上海嘉乐盈利能力提升空间充足，并表后有望增厚集团利润。

（2）B2C 业务：国内消费需求疲软及同期基数导致收入略下滑，自有品牌出海，小米增加新品投放。

2024H1 实现收入 2.8 亿元（-2.47%），占比 15.4%（-3.2pct），收入下滑主要系国内消费需求疲软与 2023H1 有非箱包品类出海基数约 1300 万元，预计 2024H1 小米/90 分营收分别为 1.7 亿元（+4%）/1.1 亿元（同比持平）。分渠道看：线上收入 0.86 亿元（+25.18%），分销收入 1.96 亿元（-11.10%）。

“小米”箱包 2024 年上半年推出了米家侧翻盖旅行箱、米家通勤双肩包等 13 款小米箱包新品，进一步丰富和扩充了“小米”箱包产品的销售渠道；另一方面，“90 分”品牌践行“全面出海”战略，入驻美国亚马逊等海外线上平台，海外市场销售初具规模。

(3) 分产品看，2024H1 旅行箱包实现收入 3.1 亿元 (-3.37%)，包袋实现收入 12.2 亿元 (+25.56%)，服装实现收入 2.7 亿元 (+19.9%)，其他品类实现收入 0.2 亿元 (-28.26%)。

(4) 分地区看，2024H1 公司在国内实现收入 4.25 亿元 (+8.00%)，国外实现收入 14.06 亿元 (+20.87%)。

2、2024H1 B2B 业务毛利率提升，嘉乐并表导致存货增长

2.1、盈利能力：B2B 业务毛利率显著提升

(1) 毛利率：2024H1 公司整体毛利率为 23.94% (+2.27pct)，分季度看，2024Q1/Q2 毛利率分别 24.16%/23.71%，同比+2.41pct/+2.12pct。

分业务看：

B2B 业务毛利率为 23.71% (+3.07pct)，主要受益于代工制造业务客户及产品结构的持续优化，同时随着海外产能利用率持续释放，带动供应链端效率显著提升。

B2C 业务毛利率为 25.24% (-1.23pct)，品牌经营业务毛利率下滑主要系短期内渠道价格调整影响，未来随着高毛利产品的陆续上市，品牌经营毛利率有望逐步恢复。分渠道看，线上渠道业务毛利率 38.58% (+1.8pct)，主要系渠道精细化运营及跨境电商平台毛利率较高，分销渠道业务毛利率 19.39% (-3.88pct)，主要系短期内分销价格调整影响。

分产品看，2024H1 旅行箱包/包袋/服装/其他毛利率分别为 25.1%/28.2%/4.2%/16.1%，同比-0.06/+3.55/-1.34/+4.87pct。

分地区看，2024H1 国内/国外毛利率分别为 20.9%/24.9%，同比-1.77pct/+3.53pct。

(2) 费用端：2024H1 公司期间费用率为 14.2% (-0.5pct)。销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 5.4%/5.9%/2.1%/0.7%，同比-0.84/-0.43/+0.28/+0.49pct，财务费用率提升主要系汇兑收益减少。分季度看，2024Q1/2024Q2 期间费用率 13.0%/15.3%，同比-3pct/+1.9pct。

(3) 归母净利率：2024H1 归母净利率为 13.55% (+8.7pct)，扣非净利率 8.66% (+3.2pct)。分季度看，2024Q1/2024Q2 归母净利率 7.8%/19.2%，同比+3.08pct/+14.3pct，扣非净利率 8.6%/8.7%，同比+3.8pct/+2.55pct，扣非净利率保持稳定。

图3：2024H1 公司毛利率 23.94%/归母净利率 13.55%

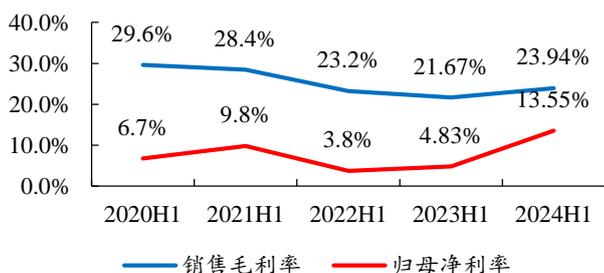
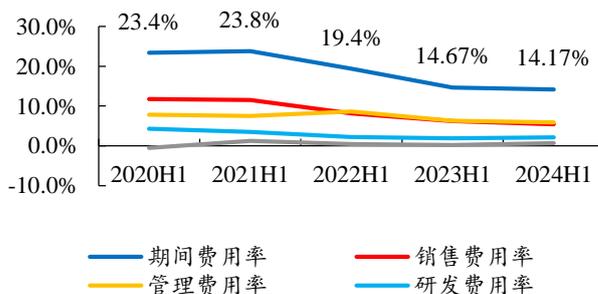


图4：2024H1 公司期间费用率为 14.2% (-0.5pct)



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、营运能力：嘉乐并表致存货及应收增长，预计 Q3 现金流显著改善

(1) **存货**：截至 2024H1，公司存货金额为 7.2 亿元，同比+82.8%，主要系嘉乐并表影响，其中箱包存货余额同比-9.58%，主要系销售规模增加，消耗前期库存。存货周转天数为 79 天，同比+5 天。

(2) **应收账款**：2024H1 公司应收账款为 9.8 亿元，同比+59.9%，主要系合并范围变动及销售收入上涨所致，应收账款周转天数为 77 天，同比+14 天。

(3) **现金流**：2024H1 经营活动现金流净额 606 万元（同比-97.5%），预计系回款周期及生产备货影响，预计 2024Q3 将有显著改善。

图5：2024H1 公司存货金额 7.2 亿元（同比+82.8%）

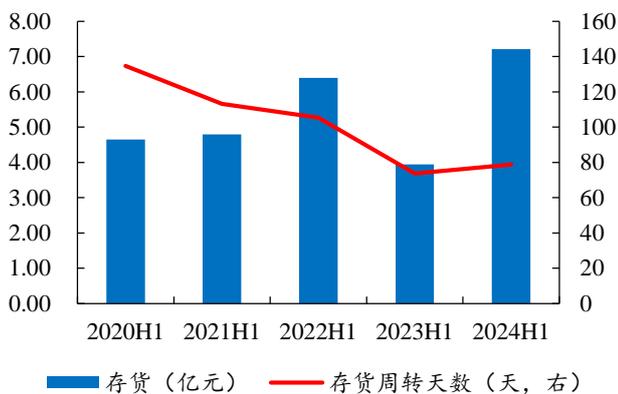
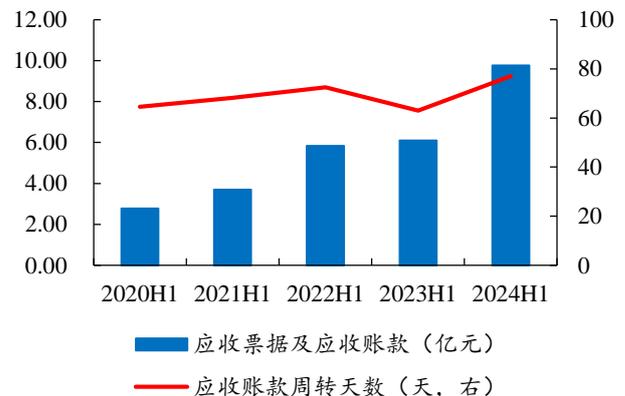


图6：2024H1 公司应收账款 9.8 亿元（同比+59.9%）



数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、产能：生产基地全球化布局，海外产能占比提升

生产基地全球化布局，海外产能占比提升。2024H1 公司总产能 2131.6 万件（+9.5%），产能利用率 91.24%（+8.53pct）。分地区看，境内产能占比 33.84%（-0.7pct），产能利用率 93.59%（+6.93pct），主要布局在滁州。境外产能占比 66.16%（+0.7pct），产能利用率 90.03%（+9.4pct），主要布局在印度、印尼。

预计未来海外产能占比持续提升，并持续提升毛利率。未来公司将有序推进印尼箱包生产基地及产业园项目建设，逐步推动自有服装产能建设、客户结构优化及生产效率提升，逐步改善服装业务毛利率水平。

4、盈利预测与投资建议

考虑 2024H1 收购嘉乐的一次性利益以及 2024H2 嘉乐将并表，我们上调盈利预测，预计 2024-2026 年归母净利润为 4.0/4.2/5.3 亿元（此前为 3.0/4.1/5.2 亿元），当前股价对应 PE 为 10.9/10.4/8.1 倍，公司代工品类从箱包扩展到空间更大的服装领域，箱包代工壁垒坚实、一体化服装代工锦上添花，同时预计上海嘉乐盈利能力提升空间充足，维持“买入”评级。

5、风险提示

出行需求复苏不及预期、接单及效率提升不及预期。

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