

开润股份 (300577)

证券研究报告
2024年08月29日

印尼产能卡位优势逐步显现

公司发布半年报

24Q2 收入 9 亿同增 13%，归母净利润 1.8 亿同增 341%；扣非归母净利润 0.8 亿同增 59%；

24H1 收入 18 亿同增 18%，归母净利润 2.5 亿同增 230%，扣非归母净利润 1.6 亿同增 85%；

本期非经主要为取得上海嘉乐控制权时，股权按照公允价值计量产生的收益 0.96 亿元。2024H1 公司计提各类资产减值准备共 0.17 亿；

24H1 公司代工制造业务收入 15.3 亿同增 22%，毛利率 23.7%同增 3.1pct

其中箱包代工 12.6 亿同增 22%；服装代工 2.73 亿同增 19.9%。受益代工客户及产品结构优化，随公司海外产能布局深化，海外产能利用率释放，带动供应链端效率提升，代工毛利率 23.71%，取得明显改善。

公司代工制造坚持深耕优质品牌客户战略，推进精益管理和数字信息化建设，依托在印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，巩固在箱包制造领域优势地位，在 Nike、迪卡侬、VF、戴尔、惠普、华硕、Puma、优衣库等客户中份额均稳步提升，订单数量快速增长。同时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，服装收入持续保持高增态势。

24H1 公司品牌收入 2.8 亿同减 2.5%，毛利率 25.24%同减 1pct。

国内有效消费需求不足，公司品牌经营业务收入略有下降，但公司积极改革优化各渠道品牌策略及产品矩阵，一方面，在“小米”箱包持续推出新品，推出米家侧翻盖旅行箱、米家通勤双肩包等 13 款小米箱包新品，并开设天猫小米箱包旗舰店，丰富和扩充“小米”箱包产品的销售渠道；另一方面，“90 分”品牌深化践行“全面出海”，逐步尝试通过跨境电商平台进行推广和销售，入驻美国亚马逊等海外线上平台，海外市场销售初具规模。

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。

调整盈利预测，维持“买入”评级

公司代工制造业务客户逐渐摆脱去库存影响，对于供应商成品采购需求稳步回升。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，加速新老客户份额提升，使得代工业务有较大提升。公司品牌经营业务聚焦“小米”及“90 分”，聚焦拉杆箱及包袋等出行品类产品，公司积极推出新品、形成各渠道差异化产品矩阵，修炼内功，提升精细化运营水平。

基于 24H1 业绩表现，归母净利润大幅提升，以及考虑到行业竞争激烈及公司销售费用投放；我们调整盈利预测，预计 24-26 年归母分别 3.8、3.8 以及 4.7 亿（原值分别为 2.92/3.63/4.56 亿），PE 分别为 12X、12X、10X。

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。

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	19.27 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)	140.48
A 股总市值(百万元)	4,620.80
流通 A 股市值(百万元)	2,707.02
每股净资产(元)	8.24
资产负债率(%)	51.23
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-公司点评:上海嘉乐收购完成后将并表,卡位印尼,丰富增长点》
2024-06-09
- 《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

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	4,431.54	5,147.35	6,006.25
增长率(%)	19.75	13.28	42.73	16.15	16.69
EBITDA(百万元)	210.67	331.79	626.91	521.26	612.13
归属母公司净利润(百万元)	46.87	115.62	380.63	375.49	467.98
增长率(%)	(73.98)	146.69	229.20	(1.35)	24.63
EPS(元/股)	0.20	0.48	1.59	1.57	1.95
市盈率(P/E)	96.39	39.07	11.87	12.03	9.65
市净率(P/B)	2.64	2.44	2.13	1.89	1.65
市销率(P/S)	1.65	1.46	1.02	0.88	0.75
EV/EBITDA	18.45	10.31	7.12	8.41	7.17

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	443.15	531.58	533.47	营业收入	2,740.99	3,104.90	4,431.54	5,147.35	6,006.25
应收票据及应收账款	479.38	591.86	989.04	527.99	1,242.17	营业成本	2,148.25	2,348.80	3,274.91	3,803.89	4,438.62
预付账款	13.59	11.40	49.68	11.18	55.82	营业税金及附加	8.92	15.29	13.29	15.44	18.02
存货	599.77	493.14	1,189.42	720.62	1,549.47	销售费用	189.56	200.08	376.68	437.52	480.50
其他	162.43	168.89	207.67	161.68	219.12	管理费用	198.70	199.78	177.26	257.37	306.32
流动资产合计	1,934.35	1,918.46	2,878.95	1,953.06	3,600.06	研发费用	56.64	68.24	88.63	154.42	180.19
长期股权投资	641.00	632.97	632.97	632.97	632.97	财务费用	20.58	27.64	25.68	6.15	(5.73)
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)	100.00	2.20	2.20
其他	302.70	306.23	302.46	299.45	300.42	其他	117.85	177.00	(171.10)	(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	567.63	478.31	578.15
资产总计	3,516.34	3,587.96	4,571.08	3,940.39	5,624.64	营业外收入	0.89	2.18	2.29	1.79	2.09
短期借款	479.02	299.19	292.78	255.00	281.00	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	1,518.23	558.66	1,910.82	利润总额	78.66	153.64	566.04	475.55	575.97
其他	453.71	296.29	323.64	404.38	347.45	所得税	24.08	38.66	173.29	77.99	95.04
流动负债合计	1,433.48	1,205.94	2,134.66	1,218.04	2,539.26	净利润	54.58	114.98	392.75	397.56	480.94
长期借款	73.25	220.56	0.80	0.60	0.60	少数股东损益	7.71	(0.64)	12.12	22.08	12.96
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	380.63	375.49	467.98
其他	56.45	54.73	56.30	55.83	55.62	每股收益(元)	0.20	0.48	1.59	1.57	1.95
非流动负债合计	315.58	473.04	242.89	246.23	247.33						
负债合计	1,749.06	1,678.98	2,377.55	1,464.28	2,786.60	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	53.92	56.38	67.90	89.61	102.28	成长能力					
股本	239.79	239.79	239.79	239.79	239.79	营业收入	19.75%	13.28%	42.73%	16.15%	16.69%
资本公积	714.73	730.09	730.09	730.09	730.09	营业利润	-57.26%	87.34%	264.30%	-15.74%	20.87%
留存收益	1,495.52	1,605.00	1,885.84	2,146.71	2,495.98	归属于母公司净利润	-73.98%	146.69%	229.20%	-1.35%	24.63%
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	2,193.53	2,476.11	2,838.04	毛利率	21.63%	24.35%	26.10%	26.10%	26.10%
负债和股东权益总计	3,516.34	3,587.96	4,571.08	3,940.39	5,624.64	净利率	1.71%	3.72%	8.59%	7.29%	7.79%
						ROE	2.74%	6.24%	17.91%	15.73%	17.11%
						ROIC	4.64%	7.72%	23.44%	19.54%	21.20%
						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%	52.01%	37.16%	49.54%
净利润	54.58	114.98	380.63	375.49	467.98	净负债率	18.27%	8.49%	7.83%	3.21%	2.55%
折旧摊销	49.27	55.91	33.59	36.79	39.72	流动比率	1.35	1.59	1.35	1.60	1.42
财务费用	38.92	41.24	25.68	6.15	(5.73)	速动比率	0.93	1.18	0.79	1.01	0.81
投资损失	44.42	86.24	(100.00)	(2.20)	(2.20)	营运能力					
营运资金变动	(102.43)	72.28	(289.15)	118.00	(318.02)	应收账款周转率	5.73	5.80	5.61	6.79	6.79
其它	21.91	69.34	(2.32)	34.54	9.46	存货周转率	4.84	5.68	5.27	5.39	5.29
经营活动现金流	106.67	440.00	48.43	568.77	191.21	总资产周转率	0.78	0.87	1.09	1.21	1.26
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	1.59	1.57	1.95
其他	(363.81)	(350.41)	17.44	(180.96)	(94.84)	每股经营现金流	0.44	1.83	0.20	2.37	0.80
投资活动现金流	(226.06)	(217.63)	75.87	(100.49)	(44.63)	每股净资产	7.15	7.73	8.86	9.95	11.41
债权融资	1,002.03	815.29	614.84	611.12	605.71	估值比率					
股权融资	(16.91)	17.62	(33.36)	(6.02)	5.87	市盈率	96.39	39.07	11.87	12.03	9.65
其他	(1,016.19)	(1,086.10)	(915.81)	(984.96)	(756.27)	市净率	2.64	2.44	2.13	1.89	1.65
筹资活动现金流	(31.07)	(253.20)	(334.33)	(379.86)	(144.69)	EV/EBITDA	18.45	10.31	7.12	8.41	7.17
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	22.98	12.22	7.52	9.05	7.67
现金净增加额	(150.45)	(30.83)	(210.02)	88.42	1.89						

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