

2024 年 10 月 29 日

业绩符合预期，首次 Q3 分红

开润股份(300577)

评级：	买入	股票代码：	300577
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	28.95/9.18
目标价格：		总市值(亿)	56.83
最新收盘价：	23.7	自由流通市值(亿)	33.24
		自由流通股数(亿)	140.24

事件概述

24Q3 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 11.93/0.72/0.66 亿元、同比增长 64.36%/57.52%/27.05%，业绩符合预期，扣非净利增幅低于归母净利主要由于 Q3 套期保值为目的的远期外汇交易收益增加（23/24Q3 为 -0.1/0.02 亿元）。24 年前三季度公司收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流净额分别为 30.25/3.21/2.25/1.20 亿元，同比增长 32.48%/164.63%/63.02%/-72.32%，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；经营现金流低于净利主要由于存货及应收增加。

公司拟每 10 股派发现金红利人民币 1.46 元，对应分红率 10.83%。

分析判断：

嘉乐并表带来收入高增。公司 Q1-3 收入增速分别为 22.92%/12.81%/64.36%，Q3 增速大幅提升，我们分析主要受益于上海嘉乐并表增厚收入。

24Q3 毛利率及扣非净利率主要由于嘉乐并表，净利率降幅低于毛利率主要由于期间费用率减少及投资净收益增加。24Q3 公司毛利率/净利率为 21.96%/6.07%、同比下降 3.2/0.26PCT，我们分析毛利率下滑主要受低毛利的嘉乐并表影响；24Q3 销售/管理/研发/财务费用率分别为 4.82%/6.15%/2.27%/1.58%、同比减少 1.44/0.73/0.17/0.04PCT；投资收益/收入同比上升 2.64PCT；公允价值变动收益/收入同比下降 0.75PCT，主要是本期远期结售汇业务公允价值变动减少；资产减值损失/收入同比减少 0.40PCT；信用减值损失/收入同比增加 0.50PCT，主要由于并购企业并表后导致的增加；所得税/收入同比增加 0.60PCT。

存货金额上升。24Q3 公司存货为 8.39 亿元，同比增加 96.19%，也由于嘉乐并表；存货周转天数 78 天，同比减少 1 天；应收账款为 8.61 亿元，同比增加 72.76%，应收账款周转天数为 65 天，同比增加 7 天；应付账款为 7.97 亿元，同比增加 54.3%、应付账款周转天数为 59 天，同比增加 4 天。

投资建议

我们分析：（1）根据我们测算，24 年 2B 业务有望实现高双位数增长、且净利率 25 年依然存在修复空间，主要来自产能利用率修复和汇兑影响减弱，公司 2B 业务核心优势来自印尼布局，核心驱动在于净利率修复、下游补库存、公司老客户份额有望提升以及新客户拓展存在空间。（2）根据我们测算，2C 业务核心驱动在于小米业务运营模式变化带来的利润率提升。（3）收购上海嘉乐，有助于增厚业绩，并做大服装代工业务。维持 24/25/26 年收入预测 46.39/65.85/75.70 亿元；维持 24/25/26 年归母净利预测 4.14/4.61/5.65 亿元；对应 24/25/26 年 EPS 1.73/1.92/2.36 元。2024 年 10 月 29 日收盘价 23.7 元对应 24/25/26 年 PE 为 14/12/10X，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动和劳动力成本上升；汇率波动；产能扩张不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	4,639	6,585	7,570
YoY (%)	19.7%	13.3%	49.4%	42.0%	14.9%
归母净利润(百万元)	47	116	414	461	565
YoY (%)	-74.0%	146.5%	257.9%	11.4%	22.6%
毛利率 (%)	21.6%	24.4%	24.3%	24.5%	24.7%
每股收益 (元)	0.20	0.48	1.73	1.92	2.36
ROE	2.7%	6.2%	18.5%	17.2%	17.7%
市盈率	121.15	49.15	13.73	12.33	10.06

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,105	4,639	6,585	7,570	净利润	115	437	486	595
YoY (%)	13.3%	49.4%	42.0%	14.9%	折旧和摊销	64	26	40	49
营业成本	2,349	3,514	4,975	5,704	营运资金变动	116	169	-107	-33
营业税金及附加	15	23	26	22	经营活动现金流	440	545	415	604
销售费用	200	345	484	548	资本开支	-138	-83	-115	-115
管理费用	200	230	398	447	投资	-81	0	0	0
财务费用	28	-4	-16	-20	投资活动现金流	-218	33	-102	-100
研发费用	68	121	165	189	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-13	-20	-10	-10	债务募资	577	-299	0	0
投资收益	-86	116	13	15	筹资活动现金流	-253	-334	-31	-41
营业利润	156	524	583	715	现金净流量	-30	244	281	464
营业外收支	-2	2	2	2	主要财务指标				
利润总额	154	526	585	717	成长能力 (%)				
所得税	39	89	100	122	营业收入增长率	13.3%	49.4%	42.0%	14.9%
净利润	115	437	486	595	净利润增长率	146.5%	257.9%	11.4%	22.6%
归属于母公司净利润	116	414	461	565	盈利能力 (%)				
YoY (%)	146.5%	257.9%	11.4%	22.6%	毛利率	24.4%	24.3%	24.5%	24.7%
每股收益	0.48	1.73	1.92	2.36	净利率	3.7%	9.4%	7.4%	7.9%
资产负债表 (百万元)					总资产收益率 ROA	3.2%	9.3%	8.3%	8.7%
货币资金	653	897	1,179	1,642	净资产收益率 ROE	6.2%	18.5%	17.2%	17.7%
预付款项	11	19	28	32	偿债能力 (%)				
存货	493	915	1,363	1,563	流动比率	1.59	1.64	1.62	1.73
其他流动资产	761	891	1,200	1,357	速动比率	1.17	1.08	1.02	1.13
流动资产合计	1,918	2,722	3,770	4,593	现金比率	0.54	0.54	0.51	0.62
长期股权投资	633	633	633	633	资产负债率	46.8%	47.8%	50.2%	48.5%
固定资产	571	573	573	575	经营效率 (%)				
无形资产	86	86	86	86	总资产周转率	0.87	1.04	1.18	1.17
非流动资产合计	1,670	1,728	1,805	1,873	每股指标 (元)				
资产合计	3,588	4,450	5,574	6,466	每股收益	0.48	1.73	1.92	2.36
短期借款	299	0	0	0	每股净资产	7.73	9.35	11.14	13.33
应付账款及票据	610	1,213	1,745	2,000	每股经营现金流	1.83	2.27	1.73	2.52
其他流动负债	296	443	580	662	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	1,206	1,656	2,325	2,662	估值分析				
长期借款	221	221	221	221	PE	49.15	13.73	12.33	10.06
其他长期负债	252	252	252	252	PB	1.90	2.13	1.78	1.49
非流动负债合计	473	473	473	473					
负债合计	1,679	2,129	2,798	3,135					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	56	79	104	134					
股东权益合计	1,909	2,322	2,776	3,331					
负债和股东权益合计	3,588	4,450	5,574	6,466					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。