

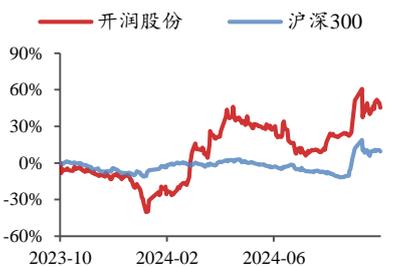
## 开润股份 (300577.SZ)

2024年10月30日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/10/29
当前股价(元)	23.70
一年最高最低(元)	28.95/9.18
总市值(亿元)	56.83
流通市值(亿元)	33.24
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.40
近3个月换手率(%)	73.8

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《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》-2024.8.28

《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

## Q3并表致表观收入高增,品牌业务恢复增长

——公司信息更新报告

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

张霜凝 (分析师)

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号: S0790524070006

### ● Q3并表致表观增速显著增长,品牌业务恢复增长,维持“买入”评级

2024Q3营业收入11.93亿元(同比+64.36%,下同),归母净利润0.72亿元(+57.52%),扣非归母净利润0.66亿元(+27.05%),归母与扣非净利润增速差异主要系套保远期外汇损益同比增多1300万元左右。拟派发前三季度现金红利3470万元,预计全年分红比例提升。考虑汇兑影响,我们维持2024年,略下调2025-2026年盈利预测,预计2024-2026年归母净利润为4.0/4.1/5.2亿元(原为4.0/4.2/5.3亿元),当前股价对应PE14.2/13.9/10.9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,短期看公司箱包及服装代工订单可持续性较强,Q4业绩预计扭亏,长期预计盈利能力提升空间充足,维持“买入”评级。

### ● B2B:箱包代工收入低基数影响下增长亮眼,上海嘉乐受搬厂影响阶段性降速

(1)箱包代工:2024Q3收入增长28%,主要系低基数影响,2023Q3收入下滑23.9%。

分客户看,预计耐克和迪卡侬均增长30%+,IT客户基本持平、VF增长60-70%(H1单位数增长,Q1-Q3高双增长),毛利率同比改善、环比持平,环比持平主要系出货量相对H1旺季减少及费用率上升,全年预计收入增长高双、净利率10-11%。(2)服装代工:2024Q3收入3.8亿元,合并报表后增速超400%,占B2B收入比预计接近40%,2024Q3上海嘉乐收入增长中高单位数,增速环比下降主要系2024Q3印尼工厂为扩建进行搬厂影响接单,预计净利润约为900万元,净利率为2.4%(2024Q2为3.1%),预计全年表观收入受并表影响高增,盈利能力随搬厂结束后快速提升。

### ● B2C:Q3收入恢复增长,小米毛利率随新品推出后有改善

2024Q3品牌收入超过2亿元,同比增长12%以上,相较2024H1收入下滑2%有较大改善,其中预计90分同比持平、小米增长20%以上,小米毛利率随新品推出后有改善。预计除非箱包品类出海基数1300万元影响外,品牌全年收入增长双位数。

### ● 2024Q3毛利率下降受业务结构影响,扣非归母净利率同比下降受汇率影响

盈利能力:2024Q3毛利率为22.0%(-3.2pct)主要系毛利率低的服装代工业务收入因并表大幅增长,期间费用率14.8%(-2.4pct),其中销售/管理/财务/研发费用率分别-1.4/-0.7/-0.04/-0.2pct,归母净利率6.1%(-0.3pct),环比下降系Q2确认收购上海嘉乐一次性收益,扣非净利率5.6%(-1.6pct),同比下降主要系远期外汇损益增加约1300万元,环比下降主要系Q3毛利率下降。

营运能力:截至2024Q3末经营性现金流净额为1.2亿元(-72.3%),变动主要系同期消化库存导致高基数及并表后增加采购;存货为8.4亿元(+96.2%)主要系并表导致,存货周转天数78天(-1天)。

● 风险提示:出行需求复苏不及预期、下游去库不及预期、新品销售不及预期。

### 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	4,119	5,293	6,208
YOY(%)	19.7	13.3	32.7	28.5	17.3
归母净利润(百万元)	47	116	400	409	520
YOY(%)	-74.0	146.7	246.0	2.3	27.0
毛利率(%)	21.6	24.4	23.8	25.8	26.1
净利率(%)	1.7	3.7	9.7	7.7	8.4
ROE(%)	3.1	6.0	17.5	15.3	16.4
EPS(摊薄/元)	0.2	0.5	1.7	1.7	2.2
P/E(倍)	121.3	49.2	14.2	13.9	10.9
P/B(倍)	3.4	3.2	2.6	2.2	1.9

数据来源:聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1934	1918	2965	2977	3915
现金	679	653	743	960	1065
应收票据及应收账款	479	592	875	978	1197
其他应收款	20	11	48	20	55
预付账款	14	11	39	19	44
存货	600	493	1111	851	1402
其他流动资产	143	158	148	150	152
<b>非流动资产</b>	1582	1670	1901	2092	2233
长期投资	641	633	702	710	733
固定资产	441	571	734	915	1035
无形资产	87	86	76	66	56
其他非流动资产	413	380	389	401	409
<b>资产总计</b>	3516	3588	4866	5069	6148
<b>流动负债</b>	1433	1206	2131	1980	2631
短期借款	479	299	772	708	896
应付票据及应付账款	501	610	1083	910	1406
其他流动负债	454	296	277	361	329
<b>非流动负债</b>	316	473	447	413	341
长期借款	259	418	391	358	286
其他非流动负债	56	55	56	56	56
<b>负债合计</b>	1749	1679	2578	2393	2972
少数股东权益	54	56	57	58	60
股本	240	240	240	240	240
资本公积	715	730	730	730	730
留存收益	781	875	1145	1448	1816
<b>归属母公司股东权益</b>	1713	1853	2230	2618	3115
<b>负债和股东权益</b>	3516	3588	4866	5069	6148

现金流量表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	107	440	-168	604	219
净利润	55	115	401	411	521
折旧摊销	49	56	58	68	81
财务费用	21	28	35	46	53
投资损失	44	86	-136	-26	-50
营运资金变动	-158	106	-522	113	-381
其他经营现金流	96	49	-4	-7	-6
<b>投资活动现金流</b>	-226	-218	-131	-237	-165
资本支出	240	140	160	185	117
长期投资	-12	-81	-69	-33	-23
其他投资现金流	2	-159	-40	-85	-70
<b>筹资活动现金流</b>	-31	-253	53	-117	-162
短期借款	-51	-180	137	-31	-25
长期借款	-105	159	-27	-33	-72
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	15	0	0	0
其他筹资现金流	113	-248	-56	-52	-65
<b>现金净增加额</b>	-151	-30	-246	249	-108

利润表(百万港元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2741	3105	4119	5293	6208
营业成本	2148	2349	3139	3926	4585
营业税金及附加	9	15	20	26	31
营业费用	190	200	243	344	400
管理费用	199	200	247	344	397
研发费用	57	68	86	111	127
财务费用	21	28	35	46	53
资产减值损失	-28	-13	-23	-24	-28
其他收益	50	9	10	11	11
公允价值变动收益	-10	12	6	8	9
投资净收益	-44	-86	136	26	50
资产处置收益	-0	-1	-2	-2	-3
<b>营业利润</b>	83	156	476	515	654
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	4	3	4	4
<b>利润总额</b>	79	154	475	513	652
所得税	24	39	74	103	130
<b>净利润</b>	55	115	401	411	521
少数股东损益	8	-1	1	1	1
<b>归属母公司净利润</b>	47	116	400	409	520
EBITDA	154	236	558	613	761
EPS(元)	0.20	0.48	1.67	1.71	2.17

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.7	13.3	32.7	28.5	17.3
营业利润(%)	-57.3	87.3	205.5	8.2	26.9
归属于母公司净利润(%)	-74.0	146.7	246.0	2.3	27.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.6	24.4	23.8	25.8	26.1
净利率(%)	1.7	3.7	9.7	7.7	8.4
ROE(%)	3.1	6.0	17.5	15.3	16.4
ROIC(%)	2.6	5.0	11.9	11.3	12.2
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.7	46.8	53.0	47.2	48.4
净负债比率(%)	20.9	10.9	24.7	9.9	9.1
流动比率	1.3	1.6	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.9	1.1	0.8	1.0	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	5.7	5.8	5.6	5.7	5.7
应付账款周转率	3.9	4.2	3.7	3.9	4.0
<b>每股指标(港元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.48	1.67	1.71	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	1.83	-0.70	2.52	0.91
每股净资产(最新摊薄)	6.87	7.45	9.03	10.64	12.72
<b>估值比率</b>					
P/E	121.3	49.2	14.2	13.9	10.9
P/B	3.4	3.2	2.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	39.1	24.8	11.2	9.7	7.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 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