

开润股份 (300577.SZ)

第三季度收入增长 64%，嘉乐并表贡献部分增量

核心观点

第三季度收入增长 64%，毛利率下降 3 个百分点。公司主要有代工和品牌业务，收入占比约为 8:2。第三季度受益于原有箱包代工业务、品牌业务收入增长提速，以及嘉乐并表，公司收入同比增长 64.4% 至 11.9 亿元；同时由于嘉乐毛利率比公司原有业务毛利率低 10 个百分点左右，并表导致公司整体毛利率 -3.2 个百分点至 22.0%。扣非归母净利润同比增长 27.1% 至 0.7 亿元；受投资净收益增加影响，归母净利润同比增长 57.5% 至 0.7 亿元。公司本次增加期间分红，拟每 10 股派发现金红利人民币 1.46 元（含税），分红率约 10.8%。

费率率下降，归母净利率受投资收益变化扰动。预计主要因品牌收入占比下降，第三季度销售和管理费用率分别同比-1.4/-0.7 百分点。主要受毛利率下滑影响，扣非归母净利率同比-1.6 个百分点至 5.6%；投资收益占收入比例同比增长 7.1 百分点，主要系以套期保值为目的的远期外汇交易损益变化；归母净利率同比-0.3 个百分点至 6.1%。存货金额同比+96.2% 至 8.4 亿元，预计主要系上海嘉乐并表所致；营运效率稳定，存货周转天数同比-2 天至 78 天；应收/应付周转天数分别同比+7/4 天。资本开支同比+17.7% 至 0.4 亿元，未来 2 年公司加大印尼箱包和服装产能扩建，预计资本支出将位于高位。

第三季度箱包代工保持较快增长、嘉乐实现并表贡献增量；品牌业务恢复增长。1) **代工业务：**上半年箱包代工收入同比+22.0%，主要因产能利用率提升，毛利率同比提升 3.1 百分点。第三季度持续受益于下游核心客户订单增速较好，预计箱包代工收入仍维持在较高增速，且毛利率较上半年更高。嘉乐第三季度开始并表，收入端贡献较大增量，嘉乐上半年净利率约为 3%，下半年受产能调整、印尼部分工厂搬厂影响，产能利用率及净利率预计更低，故净利润贡献有限。2) **品牌业务：**上半年品牌业务营收同比下滑 2.5%，毛利率同比-1.2 百分点至 25.2%。第三季度品牌端预计主要受小米带动，收入恢复增长，同时毛利率较上半年改善。

风险提示：订单恢复不及预期；海外高通胀；品牌消费需求不及预期。

投资建议：看好中长期开拓服装代工第二增长曲线，以及盈利改善空间。展望未来两年公司印尼箱包和服装产能将持续扩建和爬坡，代工业务规模有望快速增长；利润端，嘉乐目前盈利水平较服装代工优秀同行以及公司原有业务仍有较大差距，未来随产能爬坡、规模效益提升，利润率有较大提升空间。我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 3.9/3.5/4.0 亿元，剔除今年 0.96 亿元一次性收益贡献后，净利润分别 2.9/3.5/4.0 亿元，同比+151.3%/19.9%/14.3%，维持 22.8-23.8 元目标价，对应 2024 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	4,192	5,248	5,632
(+/-%)	19.7%	13.3%	35.0%	25.2%	7.3%
净利润(百万元)	47	116	387	348	398
(+/-%)	-74.0%	146.7%	234.3%	-9.9%	14.3%
每股收益(元)	0.20	0.48	1.61	1.45	1.66
EBIT Margin	7.5%	11.1%	9.4%	8.3%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	2.7%	6.2%	18.7%	15.5%	16.1%
市盈率 (PE)	115.0	46.6	13.9	15.5	13.5
EV/EBITDA	29.0	17.8	16.2	15.0	13.4
市净率 (PB)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

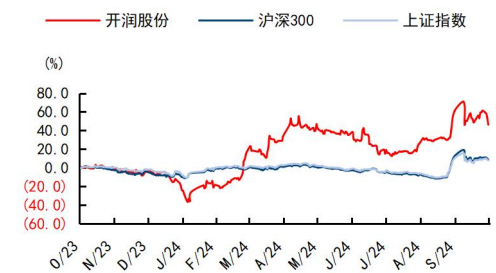
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	22.80 - 23.80 元
收盘价	22.47 元
总市值/流通市值	5388/3151 百万元
52 周最高价/最低价	28.95/9.18 元
近 3 个月日均成交额	39.24 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《开润股份 (300577.SZ) - 上半年收入增长 18%，代工业务快速增长》——2024-09-14

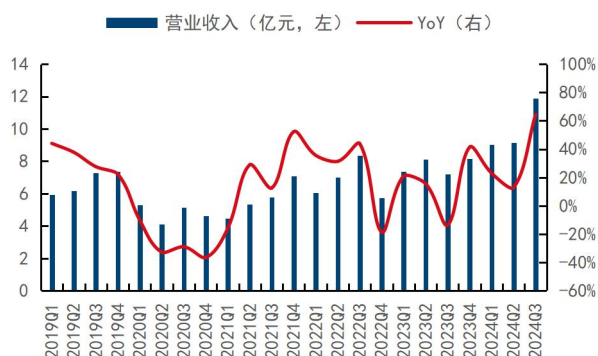
《开润股份 (300577.SZ) - 盈利能力持续改善，看好全年业绩增长弹性》——2024-05-06

《开润股份 (300577.SZ) - 第三季度收入下滑 14%，毛利率持续提升》——2023-10-31

《开润股份 (300577.SZ) - 二季度净利率修复明显，自有品牌毛利率显著提升》——2023-08-27

《开润股份 (300577.SZ) - 2023 一季度收入增长 21%，扣非净利率改善明显》——2023-04-28

图1: 公司分季度营业收入及增速 (单位: 亿元)



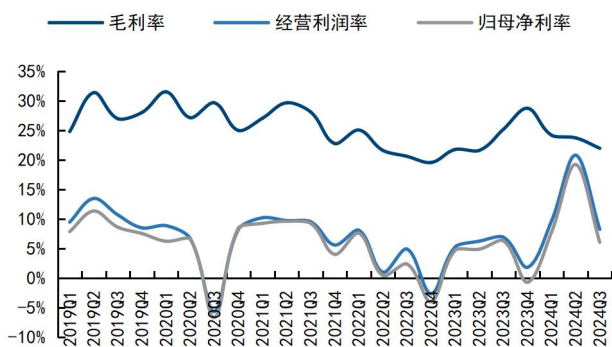
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2: 公司分季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



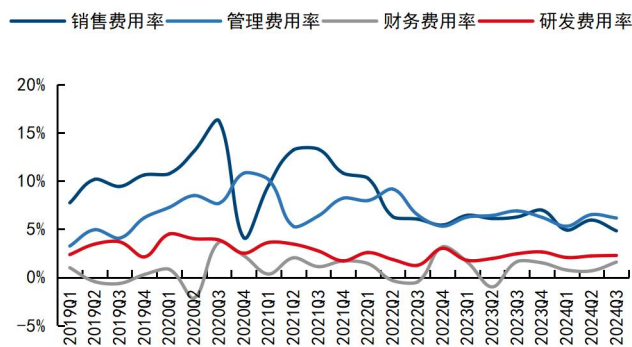
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司分季度毛利率、经营利润率、归母净利率



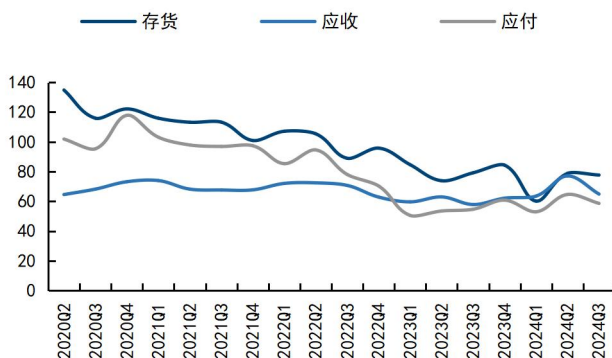
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度四项费用率变化情况



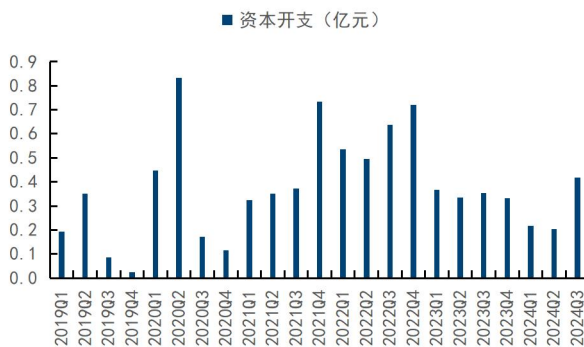
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分季度营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司分季度资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好中长期开拓服装代工第二增长曲线，以及盈利改善空间

2024 年箱包代工业务主要受益于老客户补库及新客户开拓；服装代工业务，上半年由于收购嘉乐带来 0.96 亿元投资收益，下半年嘉乐收入利润并表后增厚公司业绩。展望未来两年公司印尼箱包和服装产能将持续扩建和爬坡，代工业务规模有望快速增长；利润端，嘉乐目前盈利水平较服装代工优秀同行以及公司原有业务仍有较大差距，未来随产能爬坡、规模效益提升，利润率有较大提升空间。品牌业务目前收入占比逐渐降低，预期收入保持稳健增长，盈利也有望进一步改善。

我们维持盈利预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 3.9/3.5/4.0 亿元，剔除今年 0.96 亿元一次性收益贡献后，净利润分别 2.9/3.5/4.0 亿元，同比 +151.3%/19.9%/14.3%，维持 22.8-23.8 元目标价，对应 2024 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

表1：盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	4,192	5,248	5,632
(+/-%)	19.7%	13.3%	35.0%	25.2%	7.3%
净利润(百万元)	47	116	387	348	398
(+/-%)	-74.0%	146.7%	234.3%	-9.9%	14.3%
每股收益(元)	0.20	0.48	1.61	1.45	1.66
EBITMargin	7.5%	11.1%	9.4%	8.3%	8.8%
净资产收益率 (ROE)	2.7%	6.2%	18.7%	15.5%	16.1%
市盈率 (PE)	115.0	46.6	13.9	15.5	13.5
EV/EBITDA	29.0	17.8	16.2	15.0	13.4
市净率 (PB)	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2：可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS	PE			g		PEG	总市值人民币亿元	
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023-2025	2024	
300577.SZ	开润股份	优于大市	22.47	0.48	1.61	1.45	46.8	14.0	15.5	73.8%	0.19	57
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	55.49	3.03	3.93	4.57	18.3	14.1	12.1	22.8%	0.62	835
002003.SZ	伟星股份	优于大市	13.83	0.48	0.61	0.69	28.8	22.7	20.0	19.9%	1.14	165
300979.SZ	华利集团	优于大市	67.62	2.74	3.35	3.79	24.7	20.2	17.8	17.6%	1.15	808

资料来源：wind，国信证券经济研究所

风险提示

订单恢复不及预期、海外高通胀、品牌消费需求不及预期

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	679	653	1135	1196	1368	营业收入	2741	3105	4192	5248	5632
应收款项	499	603	814	1018	1093	营业成本	2148	2349	3209	4076	4351
存货净额	600	493	671	853	909	营业税金及附加	9	15	20	25	27
其他流动资产	66	77	105	131	140	销售费用	190	200	231	289	310
流动资产合计	1934	1918	2817	3290	3602	管理费用	198	205	343	424	450
固定资产	551	644	436	519	580	财务费用	21	28	34	42	45
无形资产及其他	87	86	83	79	76	投资收益	(44)	(86)	126	37	39
投资性房地产	303	306	306	306	306	资产减值及公允价值变动	18	25	(41)	(36)	(38)
长期股权投资	641	633	633	633	633	其他收入	(66)	(91)	16	19	20
资产总计	3516	3588	4275	4827	5197	营业利润	83	156	457	412	471
短期借款及交易性金融负债	743	397	500	500	500	营业外净收支	(5)	(2)	(3)	(4)	(4)
应付款项	501	610	831	1056	1125	利润总额	79	154	454	409	467
其他流动负债	190	198	292	369	393	所得税费用	24	39	68	61	70
流动负债合计	1433	1206	1623	1925	2018	少数股东损益	8	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	259	418	478	538	598	归属于母公司净利润	47	116	387	348	398
其他长期负债	56	55	55	55	55						
长期负债合计	316	473	533	593	653	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1749	1679	2156	2518	2671	净利润	47	116	387	348	398
少数股东权益	54	56	56	55	55	资产减值准备	14	(8)	348	47	50
股东权益	1713	1853	2064	2254	2471	折旧摊销	42	52	72	89	104
负债和股东权益总计	3516	3588	4275	4827	5197	公允价值变动损失	(18)	(25)	41	36	38
						财务费用	21	28	34	42	45
关键财务与估值指标						营运资本变动	(70)	97	246	(64)	3
每股收益	0.20	0.48	1.61	1.45	1.66	其它	(16)	8	(349)	(47)	(51)
每股红利	0.24	0.22	0.73	0.66	0.75	经营活动现金流	(2)	238	745	409	543
每股净资产	7.15	7.73	8.61	9.40	10.30	资本开支	0	(153)	(250)	(250)	(250)
ROIC	7%	13%	17%	19%	20%	其它投资现金流	(50)	(2)	0	0	0
ROE	3%	6%	19%	15%	16%	投资活动现金流	(13)	(147)	(250)	(250)	(250)
毛利率	22%	24%	23%	22%	23%	权益性融资	(1)	1	0	0	0
EBIT Margin	7%	11%	9%	8%	9%	负债净变化	(118)	147	50	50	50
EBITDA Margin	9%	13%	11%	10%	11%	支付股利、利息	(59)	(53)	(176)	(158)	(181)
收入增长	20%	13%	35%	25%	7%	其它融资现金流	175	(332)	103	0	0
净利润增长率	-74%	147%	234%	-10%	14%	融资活动现金流	(154)	(118)	(13)	(98)	(121)
资产负债率	51%	48%	52%	53%	52%	现金净变动	(168)	(26)	482	60	172
息率	1.1%	1.0%	3.3%	2.9%	3.4%	货币资金的期初余额	848	679	653	1135	1196
P/E	115.0	46.6	13.9	15.5	13.5	货币资金的期末余额	679	653	1135	1196	1368
P/B	3.1	2.9	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	0	253	402	147	280
EV/EBITDA	29.0	17.8	16.2	15.0	13.4	权益自由现金流	0	69	550	183	314

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032