

开润股份 (300577)

2024 年三季报点评: Q3 嘉乐并表增厚收入, 印尼扩产有序推进中

买入 (上调)

2024 年 10 月 31 日

证券分析师 汤军

执业证书: S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003
zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	2741	3105	4148	5034	6059
同比 (%)	19.75	13.28	33.61	21.36	20.36
归母净利润 (百万元)	46.91	115.62	394.24	396.14	479.19
同比 (%)	(73.95)	146.49	240.97	0.48	20.96
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.20	0.48	1.64	1.65	2.00
P/E (现价&最新摊薄)	112.98	45.83	13.44	13.38	11.06

投资要点

- **公司公布 2024 年三季报:** 前三季度营收 30.25 亿元/yoy+32.48%, 归母净利润 3.21 亿元/yoy+165%。分季度看, 24Q1/Q2/Q3 营收分别同比 +22.92%/+12.81%/+64.4%, 归母净利润分别同比 103%/341%/58%, Q3 由于 6 月底上海嘉乐并表收入大增, 利润增长略低于收入主因嘉乐当前处于效率爬坡期利润率偏低。
- **Q3 嘉乐并表贡献主要收入增量, 箱包代工和品牌业务亦实现较快增长。** 我们预计 Q3 品牌业务收入同比增长双位数以上至约 2 亿元、好于上半年低个位数增速, 主要来自小米分销贡献 (小米收入占品牌约 65%, 预计 Q3 收入同比增长近 25%)。代工业务中, 我们预计在补库需求带动下箱包制造收入同比增长近 30%至近 6 亿元, 其中主要客户耐克、迪卡侬订单增长较快; 服装制造业务随嘉乐团队整合、工厂搬迁产能爬坡, 我们估计收入同比翻 5 番至 3.8 亿元, 并表对公司收入形成主要增量贡献。
- **Q3 毛利率同比-3.2pct, 费用率同比-2.39pct, 归母净利率同比-0.26pct。**
 - 1) 毛利率:** 24Q3 同比-3.2pct 至 21.96%, 其中我们估计箱包制造/服装代工/品牌毛利率分别约 27-29%/不足 15%/25-27%, 上海嘉乐当前毛利率较低 (估计低于 15%) 对总体毛利率有所影响, 预计未来随产能爬坡及供应链优化毛利率有望改善。
 - 2) 期间费用率:** 24Q3 同比-2.39pct 至 14.81%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.43/-0.74/-0.18/-0.04pct 至 4.82%/6.15%/2.27%/1.58%, 费用率降低主因嘉乐代工业务期间费用率低于原有 2C 业务。
 - 3) 归母净利率:** 结合投资净收益同比增多 (23Q3 为投资净亏损), 24Q3 同比-0.26pct 至 6.07%。
- **盈利预测与投资评级:** 公司正在推进印尼新产业有建设, 预计未来两年分批投产, 预计 2026-2027 年印尼箱包产能提升 50%-60%, 成衣产能扩大 65%-70%, 面料产能实现翻番。客户方面, 嘉乐在专注服务优衣库、阿迪达斯、MUJI 等核心客户的基础上, 积极拓展新客户资源。考虑嘉乐并表对业绩的增厚, 我们将 24-25 年归母净利润预测值从 2.2/2.8 亿元上调至 3.94/3.96 亿元, 增加 26 年预测值 4.79 亿元, 对应 24-26 年 PE 分别为 13/13/11X, 上调为“买入”评级。
- **风险提示:** 产能扩张不及预期, 客户拓展不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	22.10
一年最低/最高价	9.18/28.95
市净率(倍)	2.58
流通 A 股市值(百万元)	3,099.35
总市值(百万元)	5,299.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	8.57
资产负债率(%LF)	49.16
总股本(百万股)	239.79
流通 A 股(百万股)	140.24

相关研究

- 《开润股份(300577): 2023 年三季报点评: 国内 2C 业务显著回暖、服装代工贡献增量, 毛利率加速修复》
2023-11-01
- 《开润股份(300577): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩承压、23Q1 恢复较好, 看好全年业绩修复》
2023-04-27

开润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,918	3,161	3,846	4,672	营业总收入	3,105	4,148	5,034	6,059
货币资金及交易性金融资产	745	1,451	1,793	2,210	营业成本(含金融类)	2,349	3,207	3,871	4,641
经营性应收款项	603	913	1,109	1,335	税金及附加	15	17	20	24
存货	493	685	828	997	销售费用	200	216	257	309
合同资产	4	21	25	30	管理费用	200	249	297	357
其他流动资产	72	91	90	100	研发费用	68	87	106	127
非流动资产	1,670	1,714	1,753	1,788	财务费用	28	32	29	26
长期股权投资	633	633	633	633	加:其他收益	9	12	15	18
固定资产及使用权资产	589	633	673	707	投资净收益	(86)	133	25	12
在建工程	74	74	74	74	公允价值变动	12	(2)	(2)	0
无形资产	86	86	86	86	减值损失	(22)	(22)	(23)	(23)
商誉	84	84	84	84	资产处置收益	(1)	0	0	0
长期待摊费用	5	5	5	5	营业利润	156	462	469	581
其他非流动资产	199	199	199	199	营业外净收支	(2)	0	0	0
资产总计	3,588	4,875	5,599	6,460	利润总额	154	462	469	581
流动负债	1,206	1,875	2,180	2,536	减:所得税	39	55	61	87
短期借款及一年内到期的非流动负债	397	397	397	397	净利润	115	406	408	494
经营性应付款项	610	1,054	1,273	1,526	减:少数股东损益	(1)	12	12	15
合同负债	17	96	116	139	归属母公司净利润	116	394	396	479
其他流动负债	182	328	394	474	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.48	1.64	1.65	2.00
非流动负债	473	684	695	706	EBIT	259	373	484	600
长期借款	221	421	421	421	EBITDA	324	433	549	671
应付债券	198	202	206	210	毛利率(%)	24.35	22.69	23.11	23.41
租赁负债	11	18	25	32	归母净利率(%)	3.72	9.50	7.87	7.91
其他非流动负债	44	44	44	44	收入增长率(%)	13.28	33.61	21.36	20.36
负债合计	1,679	2,559	2,875	3,242	归母净利润增长率(%)	146.49	240.97	0.48	20.96
归属母公司股东权益	1,853	2,247	2,643	3,122					
少数股东权益	56	69	81	96					
所有者权益合计	1,909	2,315	2,724	3,218					
负债和股东权益	3,588	4,875	5,599	6,460					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	440	510	458	542	每股净资产(元)	7.45	9.10	10.75	12.75
投资活动现金流	(218)	16	(92)	(103)	最新发行在外股份(百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	(253)	170	(34)	(32)	ROIC(%)	7.04	10.78	11.81	12.68
现金净增加额	(30)	696	332	407	ROE-摊薄(%)	6.24	17.55	14.99	15.35
折旧和摊销	64	61	66	71	资产负债率(%)	46.79	52.50	51.35	50.19
资本开支	(138)	(105)	(105)	(105)	P/E(现价&最新股本摊薄)	45.83	13.44	13.38	11.06
营运资本变动	116	113	(59)	(77)	P/B(现价)	2.97	2.43	2.06	1.73

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5% 以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>