

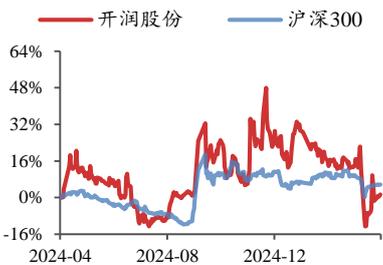
## 开润股份 (300577.SZ)

2025年04月26日

投资评级：买入（维持）

日期	2025/4/25
当前股价(元)	19.94
一年最高最低(元)	30.99/15.20
总市值(亿元)	47.81
流通市值(亿元)	27.96
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.40
近3个月换手率(%)	165.32

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《2024年圆满收官印证代工竞争力，期待嘉乐持续释能—公司信息更新报告》-2025.1.23

《Q3并表致表现收入高增，品牌业务恢复增长—公司信息更新报告》-2024.10.30

《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

## 2024年扣非净利率提升，嘉乐盈利超预期

### —公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

张霜凝（分析师）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790524070006

#### ● 2024年扣非净利率提升，嘉乐盈利超预期，维持“买入”评级

2024年收入42.4亿元（同比+36.56%，下同），归母净利润3.8亿元（+229.5%），扣非归母净利润2.9亿元（+110%），非经常损益增加系并表的一次性收益0.98亿元。2025Q1收入12.3亿元（+35.6%），归母净利润0.85亿元（+20.1%），并表导致收入增速快于利润。公司代工品类从箱包扩展到服装，凭借差异化印尼产能布局，订单成长可持续，叠加订单优化、效率提升，预计箱包稳健增长、服装规模及盈利快速提升，我们维持2025-2026年并新增2027年盈利预测，预计2025-2027年归母净利润为3.66/4.59/5.55亿元，当前股价对应PE为13.1/10.4/8.6倍，维持“买入”评级。

#### ● 代工：量利齐升，箱包代工积极扩产巩固优势、服装代工利润率Q4环比改善

2024年代工收入35.3亿元（+45%），占比83%，毛利率22.6%（-1.3pct）降低系仍在爬坡阶段的嘉乐并表，预计2025Q1收入因并表收入延续高增。（1）箱包代工：2024年收入23.7亿元（+20.3%），Q4预计增长接近10%，2025Q1预计低双增长，预计2025年大客户订单稳健，收入维持双位数增长，新客户拓展持续推进。2024年随精益化管理及数字化提升带动海外效率，产能利用率91.16%（+5pct），叠加产品及客户结构优化，箱包净利率显著提升，预计2025年盈利能力稳中有升。2024年印尼及印度产能占比70.8%，预计2025-2026年印尼箱包产能扩张50-60%，匹配订单增长并巩固印尼产能优势。（2）服装代工：2024H2嘉乐并表落地带动2024年表现收入11.6亿元（+146%），上海嘉乐收入14.9亿元（+15.8%），净利润扭亏至4892万元，净利率3.3%，分季度预计Q1-Q4净利率为3.4%/3.1%/2.5%/3.9%，Q3受印尼搬厂扩产影响，Q4净利率回升明显。2025Q1收入预计双位数增长，净利率4%左右延续Q4态势，预计2025年阿迪达斯、优衣库等订单快速增长，收入有望实现25%+增长，净利率随新客户订单规模化及管理提效有望提至中单。收入预计2025-2026年印尼成衣产能每年扩张30%左右、面料产能每年扩张40-50%。

#### ● 品牌：小米持续推新，自有品牌拓展销售渠道，2025Q1小米增速亮眼

2024年品牌业务收入6.6亿元（+5%），毛利率25.5%（-1pct）主要系产品及渠道结构调整，预计随新品提升及渠道优化改善。（1）小米：2024年推出十余款箱包新品并开设天猫小米箱包旗舰店，2025Q1收入增长30%+；（2）90分：国内入驻苹果全国200多家APR授权门店，海外入驻美亚平台，与菲律宾分销商建立线下门店。

#### ● 2024年扣非净利率提升，营运能力基本稳健

2024年毛利率22.9%（-1.5pct），期间费用率14.5%（-1.4pct），销售/管理/财务/研发费用率分别-1.2/-0.4/+0.1/+0.1pct，资产减值损失3683万元，增加主要系存货跌价准备计提增加，调整信用损失率会计处理导致一次性信用减值损失计提减少，所得税率16.4%（-8.7pct），2024年归母净利率9%（+5.3pct），扣非归母净利率6.9%（+2.4pct）。

● 风险提示：产能扩张不及预期、订单增长不及预期、品牌业务新品销售不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,105	4,240	5,311	6,196	7,184
YOY(%)	13.3	36.6	25.2	16.7	15.9
归母净利润(百万元)	116	381	366	459	555
YOY(%)	146.7	229.5	-4.0	25.4	21.0
毛利率(%)	24.4	22.9	23.5	23.9	24.1
净利率(%)	3.7	9.0	6.9	7.4	7.7
ROE(%)	6.0	15.4	13.0	14.1	14.8
EPS(摊薄/元)	0.5	1.6	1.5	1.9	2.3
P/E(倍)	41.4	12.5	13.1	10.4	8.6
P/B(倍)	2.7	2.3	2.0	1.7	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 2024 年上海嘉乐并表带动表观收入高增，扣非净利率提升.....	3
2、 2024 年扣非净利率提升，营运能力基本稳健.....	3
3、 盈利预测与投资建议.....	4
4、 风险提示.....	4
附：财务预测摘要.....	5

## 图表目录

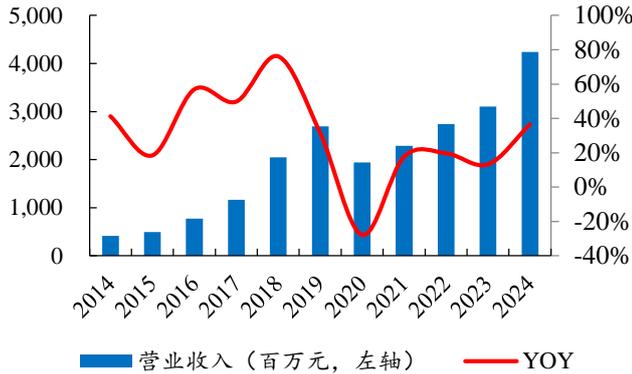
图 1： 2024 年上海嘉乐并表带动收入高增.....	3
图 2： 2024 年上海嘉乐并表贡献一次性收益致归母高增.....	3
图 3： 2025Q1 收入 12.3 亿元，同比+35.6%.....	3
图 4： 2025Q1 归母净利润 0.85 亿元，同比+20.1%.....	3
图 5： 2024 年毛利率下降主要系上海嘉乐并表影响.....	4
图 6： 2024 年期间费用率进一步下降.....	4
图 7： 2024 年存货增加主要系上海嘉乐并表.....	4
图 8： 2024 年资产减值损失增加主要系存货减值增加.....	4

## 1、2024 年上海嘉乐并表带动表观收入高增，扣非净利率提升

公司 2024 年收入 42.4 亿元(同比+36.56%,下同),归母净利润 3.8 亿元(+229.5%),扣非归母净利润 2.9 亿元(+110%),非经常损益增加显著主要系上海嘉乐并表带来一次性收益 0.98 亿元。

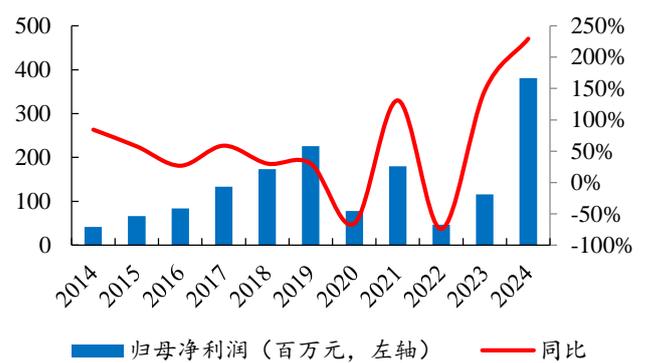
2024Q4/2025Q1 收入 12.2 亿元(+47.9%)/12.3 亿元(+35.6%),归母净利润 0.6/0.85 亿元,同比扭亏/+20.1%。

图1：2024 年上海嘉乐并表带动收入高增



数据来源：Wind、开源证券研究

图2：2024 年上海嘉乐并表贡献一次性收益致归母高增



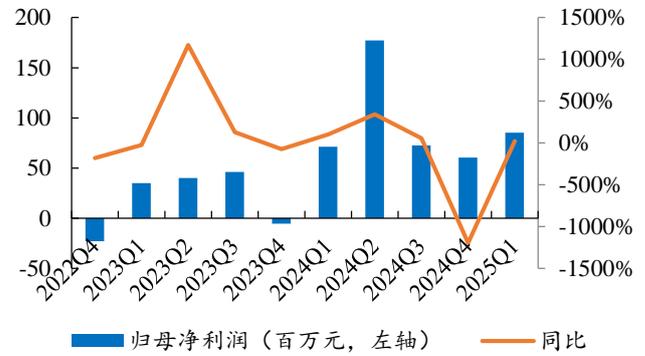
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2025Q1 收入 12.3 亿元，同比+35.6%



数据来源：Wind、开源证券研究

图4：2025Q1 归母净利润 0.85 亿元，同比+20.1%



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、2024 年扣非净利率提升，营运能力基本稳健

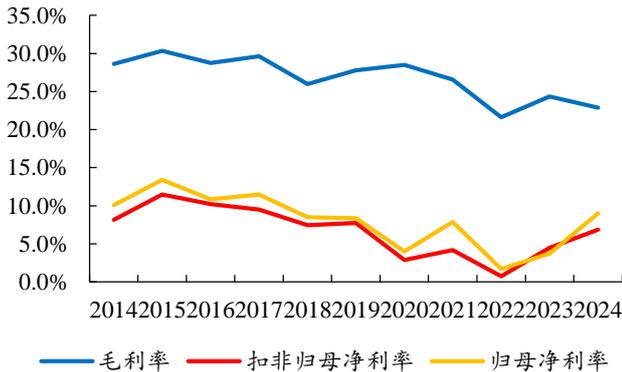
(1) 盈利能力：2024 年毛利率 22.9% (-1.5pct) 主要系上海嘉乐并表影响，期间费用率 14.5% (-1.4pct)，销售/管理/财务/研发费用率分别-1.2/-0.4/+0.1/+0.1pct，财务费用明显增长主要系利息支出增加，2024 年资产减值损失 3683 万元，占收入比 -0.4pct，主要系存货跌价准备计提增加，调整信用损失率会计处理致信用减值损失计提减少，信用减值回拨 2932 万元（同期为损失 899 万元），此外所得税率 16.4% (-8.7pct)，2024 年归母净利率 9% (+5.3pct)，扣非归母净利率 6.9% (+2.4pct)。

2024Q4/2025Q1 毛利率分别为 22.1%/24.7%，同比-6.6/+0.5pct；2024Q4/2025Q1 期间费用率分别为 14.8%/15.0%，同比-2.6/+1.9pct，2024Q4 销售/管理/财务/研发费

用率分别-1.5/-0.3/-0.7/-0.1pct, 2025Q1 销售/管理/财务/研发费用率分别-1.0/+1.2/+1.7pct/持平, 2025Q1 管理及财务费用率提升, 2024Q4/2025Q1 归母净利率 5%/6.9%, 同比+5.6/-0.9pct, 扣非归母净利率为 5.4%/6.8%, 同比+5.3/-1.8pct。

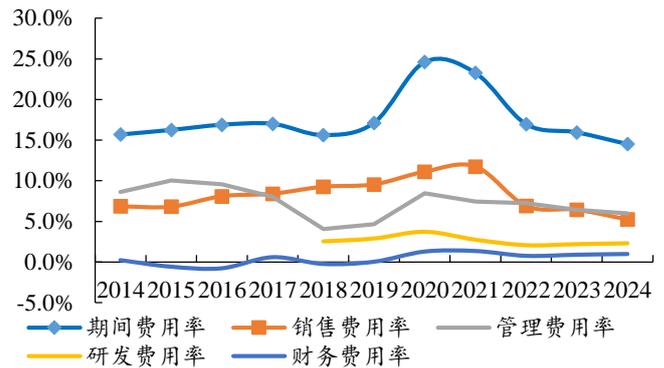
(2) 营运能力: 截至 2024 年存货 8.7 亿元 (+76%) 主要系嘉乐并表, 存货周转天数同比-9 天至 75 天, 应收账款周转天数同比+7.6 天至 69.7 天, 应付账款周转天数同比-2.2 天至 58.6 天, 现金及等价物 5.3 亿元, 经营现金流净额 2.3 亿元(-47%) 主要系备货增加。

图5: 2024 年毛利率下降主要系上海嘉乐并表影响



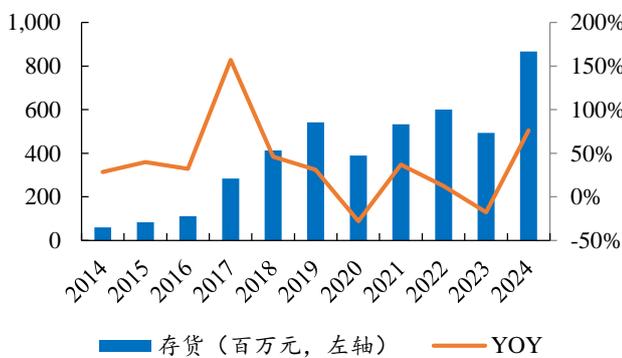
数据来源: Wind、开源证券研究所

图6: 2024 年期间费用率进一步下降



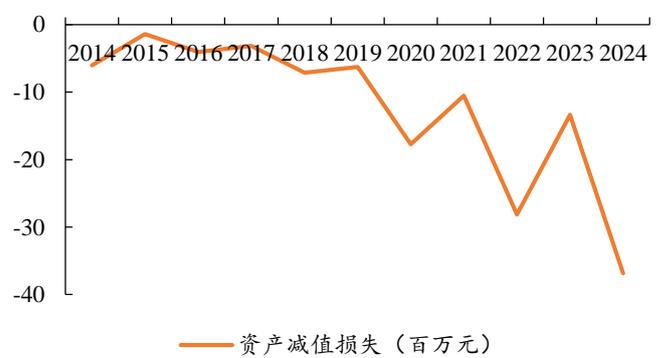
数据来源: Wind、开源证券研究所

图7: 2024 年存货增加主要系上海嘉乐并表



数据来源: Wind、开源证券研究所

图8: 2024 年资产减值损失增加主要系存货减值增加



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测与投资建议

公司代工品类从箱包扩展到服装, 凭借差异化印尼产能布局, 订单成长可持续, 叠加订单优化、效率提升, 预计箱包代工稳健增长、服装代工规模及盈利快速提升, 我们维持 2025-2026 年并新增 2027 年盈利预测, 预计 2025-2027 年归母净利润为 3.66/4.59/5.55 亿元, 当前股价对应 PE 为 13.1/10.4/8.6 倍, 维持“买入”评级

### 4、风险提示

产能扩张不及预期、订单增长不及预期、品牌业务新品销售不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	1918	2697	3162	3915	4355
现金	653	596	1077	1239	1549
应收票据及应收账款	592	1051	858	1392	1264
其他应收款	11	19	33	21	39
预付账款	11	25	27	27	37
存货	493	868	1022	1088	1322
其他流动资产	158	138	146	147	144
<b>非流动资产</b>	1670	2454	2548	2789	2976
长期投资	633	221	69	-122	-374
固定资产	571	1122	1350	1512	1684
无形资产	86	349	585	809	1021
其他非流动资产	380	762	545	591	645
<b>资产总计</b>	3588	5151	5710	6704	7331
<b>流动负债</b>	1206	2297	2543	3053	3081
短期借款	299	551	1171	1641	1322
应付票据及应付账款	610	883	1068	1146	1409
其他流动负债	296	863	304	265	349
<b>非流动负债</b>	473	253	177	182	186
长期借款	418	100	89	83	73
其他非流动负债	55	153	88	99	113
<b>负债合计</b>	1679	2550	2720	3235	3267
少数股东权益	56	459	482	514	559
股本	240	240	240	240	240
资本公积	730	701	701	701	701
留存收益	875	1199	1550	2017	2573
<b>归属母公司股东权益</b>	1853	2142	2507	2955	3505
<b>负债和股东权益</b>	3588	5151	5710	6704	7331

现金流量表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	440	232	723	86	990
净利润	115	401	389	491	600
折旧摊销	56	97	115	148	181
财务费用	28	42	29	25	18
投资损失	86	-117	-11	-11	-11
营运资金变动	106	-211	250	-560	206
其他经营现金流	49	20	-49	-6	-4
<b>投资活动现金流</b>	-218	-247	-223	-359	-337
资本支出	140	171	356	413	415
长期投资	-81	11	152	198	252
其他投资现金流	-159	-66	285	252	330
<b>筹资活动现金流</b>	-253	-51	-748	-46	20
短期借款	-180	252	-108	-12	44
长期借款	159	-318	-11	-6	-10
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	15	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-248	44	-629	-28	-14
<b>现金净增加额</b>	-30	-68	-247	-320	673

利润表(百万元)	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	3105	4240	5311	6196	7184
营业成本	2349	3271	4062	4714	5452
营业税金及附加	15	15	19	22	26
营业费用	200	223	290	335	383
管理费用	200	254	326	376	431
研发费用	68	97	122	139	155
财务费用	28	42	29	25	18
资产减值损失	-13	-37	-24	-22	-19
其他收益	9	17	16	16	16
公允价值变动收益	12	21	16	12	11
投资净收益	-86	117	11	11	11
资产处置收益	-1	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	156	485	480	604	737
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	4	7	7	7	7
<b>利润总额</b>	154	480	475	598	732
所得税	39	79	85	108	132
<b>净利润</b>	115	401	389	491	600
少数股东损益	-1	20	23	32	45
<b>归属母公司净利润</b>	116	381	366	459	555
EBITDA	236	599	620	800	963
EPS(元)	0.48	1.59	1.53	1.91	2.32

主要财务比率	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	13.3	36.6	25.2	16.7	15.9
营业利润(%)	87.3	211.4	-1.1	25.8	22.1
归属于母公司净利润(%)	146.7	229.5	-4.0	25.4	21.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.4	22.9	23.5	23.9	24.1
净利率(%)	3.7	9.0	6.9	7.4	7.7
ROE(%)	6.0	15.4	13.0	14.1	14.8
ROIC(%)	5.0	12.1	10.8	11.2	12.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	46.8	49.5	47.6	48.2	44.6
净负债比率(%)	10.9	28.3	8.9	16.6	-1.3
流动比率	1.6	1.2	1.2	1.3	1.4
速动比率	1.1	0.7	0.8	0.9	0.9
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
应收账款周转率	5.8	5.2	5.6	5.5	5.4
应付账款周转率	4.2	4.4	4.2	4.3	4.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.59	1.53	1.91	2.32
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	0.97	3.02	0.36	4.13
每股净资产(最新摊薄)	7.45	8.66	10.18	12.05	14.34
<b>估值比率</b>					
P/E	41.4	12.5	13.1	10.4	8.6
P/B	2.7	2.3	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	21.0	9.9	8.8	7.3	5.4

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