

2025年04月26日

Q1 业绩有嘉乐并表贡献，剔除汇兑损失影响 增速更高

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:	30.99/15.2
目标价格:		总市值(亿)	47.81
最新收盘价:	19.94	自由流通市值(亿)	27.96
		自由流通股数(亿)	140.24

事件概述

公司 24 年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 42.40/3.81/2.91/2.32 亿元、同比增长 36.56%/229.52%/109.67%/-47.16%，符合业绩预告（归母/扣非净利 3.7-4.2/2.8-3.1 亿），业绩大幅增长主要来自：1) 2B 箱包代工行业补库存、产能利用率提升带来净利率修复；2) 小米盈利模式变化带来净利率提升；3) 嘉乐 6 月开始并表。非经主要来自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 0.98 亿元；经营性现金流低于归母净利主要由于投资收益以及经营性应收项目增加。2024Q4 收入/净利/扣非净利分别为 12.15/0.60/0.66 亿元，同比增长 47.91%/1198.61%/7846.95%。

2025Q1 收入/净利/扣非净利分别为 12.34/0.85/0.83 亿元，同比增长 35.57%/20.12%/6.64%，收入和利润增长主要来自嘉乐并表贡献及箱包代工稳健增长，业绩符合市场预期；且 **Q1 包含汇兑亏损影响 1800 万元，加回后则归母净利为 1.03 亿元、同比增长 45%**。

公司拟每 10 股派发现金红利 1.91 元，结合前三季度分红，24 年每股派发 0.34 元，分红率 21%，股息率 1.88%。

截止 25Q1，公司剩余可转换公司债券为 221.6 万张，剩余票面总金额为 2.2 亿元，转股价 29.5 元/股。

分析判断：

2B 箱包代工 24 年受益于补库存、同比增长 20%，利润率改善显著。1) 24 年公司 2B 收入为 35.34 亿元、同比增长 44.61%。分产品来看，箱包/服装代工收入分别为 23.72/11.62 亿元，同比增长 20.27%/146.43%，箱包业务持续深化与 Nike、迪卡侬、VF 集团、PUMA 等新老客户的协作关系，优化订单结构，拓展业务增量。从产能来看，24 年公司箱包总产能 4182.45 万件、同比增长 10.95%，产能利用率同比上升 5.06PCT 至 91.16%，箱包国内/海外（印度、印尼）产能占比分别为 29%/71%，产能利用率分别为 94%/90%，同比增加-3.37/9.98PCT。2) 2B 毛利率为 22.55%，同比下降 1.33PCT，主要受嘉乐印尼产能爬坡影响。

嘉乐 24 年 6 月并表、25Q1 存在并表效应，24 年扭亏。子公司上海嘉乐 24 年收入 14.89 亿元，同比增长 15.81%；服装代工收入增长主要来自收购嘉乐，来自优衣库、Adidas、Puma、MUJI 等客户贡献。服装国内/海外（印尼）产能占比分别为 20%/80%，产能利用率分别为 68%/50%。净利润 0.49 亿元，对应净利率 3.29%，同比大幅扭亏；并表贡献收入/净利 8.48/0.14 亿元。

2C 增长主要受小米驱动。2C 业务收入为 6.58 亿元、同比增长 5.07%；其中线上（90 分品牌）/分销（小米渠道）收入分别为 1.60/4.98 亿元、同比增长-25.19%/20.79%。1) 公司在与“小米”品牌的合作中，在产品上新、渠道拓展、销售运营及供应链管理更多与箱包行业的优质经验深度融合，推出了米家侧翻盖旅行箱、米家通勤双肩包等十余款小米箱包新品，并开设天猫小米箱包旗舰店，使得小米品牌势能在箱包行业得以较好延伸；90 分践行全面出海战略，入驻了美国亚马逊等海外线上平台，在菲律宾与当地分销商合作建立了线下品牌门店。2) 2C 毛利率为 25.52%，同比下降 1.03PCT，主要受产品结构及渠道结构调整影响，其中 2C 线上（90 分品牌）/分销（小米渠道）毛利率分别为 33.77%/22.87%，同比增加-0.11/0.13PCT。

25Q1 净利率下降主要受财务费用率增加（汇兑损失）影响。（1）24 年公司毛利率为 22.86%、同比下降 1.49PCT；24 年公司归母净利率/扣非归母净利率为 8.99%/6.86%、同比增长 5.27/2.38PCT。从费用来看，24 年

销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.26%/5.99%/2.3%/0.98%、同比增加-1.18/-0.44/0.1/0.09PCT，管理费用率、销售费用率、研发费用率变动主要因为本年合并范围发生变动，财务费用率增加主要因为本年利息支出增加。投资净收益/收入为 2.75%，同比增加 5.53PCT，主要由于收购嘉乐股份产生的长期股权投资收益；资产减值损失计提占比增加 0.44PCT；信用减值损失冲回占比增加 0.98PCT；所得税/收入同比增加 0.61PCT。（2）24Q4 毛利率/归母净利率为 22.12%/4.97%、同比提升-6.6/5.64PCT；24Q4 销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.44%/5.96%/2.57%/0.79%，分别同比 1.53/0.27/0.05/0.71PCT；投资收益/收入同比增加 6.4PCT；公允价值变动净收益/收入同比增加 1.47PCT；资产减值损失计提占比增加 1.59PCT；信用减值损失冲回占比增加 4.06PCT；所得税/收入同比增加 0.8PCT。（3）25Q1 毛利率/归母净利率为 24.71%/6.92%、同比提升 0.55/-0.89PCT；25Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.95%/6.47%/2.1%/2.43%，分别同比增加-0.95/1.17/0.04/1.68PCT，财务费用率增加主要由于并购企业并表后导致的未实现汇兑损益增加所致，剔除汇兑损失（1800 万）影响 25Q1 净利率 8.2%、同比提升 0.4PCT；公允价值变动净收益/收入同比增加 0.7PCT；信用减值损失冲回占比增加 0.53PCT；所得税占比增加 0.09PCT。

库存增加受并表影响，存货周转天数减少。公司 24 年末存货金额为 8.68 亿元，同比增加 76%，主要由于箱包增加备货及嘉乐并表影响，公司存货周转天数 75 天，同比减少 9 天。应收账款为 10.51 亿元，同比增加 78%，应收账款周转天数为 70 天，同比增加 8 天。应付账款为 6.34 亿元，同比增加 47%，应付账款周转天数 59 天，同比下降 2 天。

投资建议

考虑到当前贸易环境，公司对美国出口收入占比 15%，全部由印尼出口，目前印尼加征关税处于暂缓 90 天，并于 4 月 18 日，印尼和美国同意在 60 天内完成贸易和投资伙伴关系的谈判，我们认为公司的印尼先发布局优势愈发凸显，构成目前主要贡献点的 2B 箱包代工业务仍有利润弹性空间，嘉乐成长性刚刚开启，2C 端运营主导权的变化带来盈利提升空间。（1）根据我们测算，25 年 2B 箱包业务有望实现双位数增长、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分成模式变化带来的利润率提升。（3）收购上海嘉乐进入服装代工更大赛道，打开公司第二增长曲线，且净利率仍存在修复空间。下调 25/26 年收入预测 65.85/75.70 亿元至 60.69/69.70 亿元，新增 27 年收入预测 79.19 亿元；维持 25/26 年归母净利预测 4.61/5.65 亿元，新增 27 年归母净利预测 6.66 亿元；维持 25/26 年 EPS/1.92/2.36 元，新增 27 年 EPS2.78 元。2025 年 4 月 25 日收盘价 19.94 元对应 25/26/27 年 PE 为 10/8/7X，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	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,105	4,240	6,069	6,970	7,919
YoY (%)	13.3%	36.6%	43.1%	14.8%	13.6%
归母净利润(百万元)	116	381	461	565	666
YoY (%)	146.5%	229.5%	21.0%	22.6%	17.8%
毛利率 (%)	24.4%	22.9%	22.8%	23.0%	23.2%
每股收益 (元)	0.48	1.59	1.92	2.36	2.78
ROE	6.2%	17.8%	17.9%	18.2%	17.8%
市盈率	41.35	12.55	10.37	8.46	7.18

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)					现金流量表 (百万元)				
	2024E	2025E	2026E	2027E		2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,240	6,069	6,970	7,919	净利润	401	486	596	701
YoY (%)	36.6%	43.1%	14.8%	13.6%	折旧和摊销	107	26	40	49
营业成本	3,271	4,688	5,370	6,085	营运资金变动	-210	660	-82	-29
营业税金及附加	15	22	18	13	经营活动现金流	232	1,059	548	713
销售费用	223	380	429	480	资本开支	-166	-83	-115	-115
管理费用	254	386	313	362	投资	-110	0	0	0
财务费用	42	8	-18	-24	投资活动现金流	-247	69	-101	-99
研发费用	97	158	174	198	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-37	-20	-10	-10	债务募资	883	-551	0	0
投资收益	117	152	14	16	筹资活动现金流	-51	-595	-31	-41
营业利润	485	584	715	843	现金净流量	-68	532	415	574
营业外收支	-5	2	2	2	主要财务指标	2024E	2025E	2026E	2027E
利润总额	480	586	717	845	成长能力 (%)				
所得税	79	100	122	144	营业收入增长率	36.6%	43.1%	14.8%	13.6%
净利润	401	486	596	701	净利润增长率	229.5%	21.0%	22.6%	17.8%
归属于母公司净利润	381	461	565	666	盈利能力 (%)				
YoY (%)	229.5%	21.0%	22.6%	17.8%	毛利率	22.9%	22.8%	23.0%	23.2%
每股收益	1.59	1.92	2.36	2.78	净利率	9.5%	8.0%	8.5%	8.9%
资产负债表 (百万元)	2024E	2025E	2026E	2027E	总资产收益率 ROA	7.4%	7.7%	8.2%	8.5%
货币资金	596	1,129	1,544	2,118	净资产收益率 ROE	17.8%	17.9%	18.2%	17.8%
预付款项	25	26	30	34	偿债能力 (%)				
存货	868	1,220	1,471	1,667	流动比率	1.17	1.30	1.43	1.57
其他流动资产	1,208	1,102	1,245	1,396	速动比率	0.79	0.83	0.93	1.06
流动资产合计	2,697	3,477	4,290	5,215	现金比率	0.26	0.42	0.51	0.64
长期股权投资	221	221	221	221	资产负债率	49.5%	48.9%	47.3%	45.5%
固定资产	1,122	1,124	1,124	1,126	经营效率 (%)				
无形资产	349	349	349	349	总资产周转率	0.82	1.01	1.01	1.01
非流动资产合计	2,454	2,513	2,589	2,657	每股指标 (元)				
资产合计	5,151	5,989	6,879	7,872	每股收益	1.59	1.92	2.36	2.78
短期借款	551	0	0	0	每股净资产	8.93	10.75	12.98	15.59
应付账款及票据	883	1,618	1,883	2,134	每股经营现金流	0.97	4.41	2.28	2.98
其他流动负债	863	1,055	1,116	1,196	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	2,297	2,673	2,999	3,330	估值分析				
长期借款	100	100	100	100	PE	12.55	10.37	8.46	7.18
其他长期负债	153	153	153	153	PB	2.78	1.85	1.54	1.28
非流动负债合计	253	253	253	253					
负债合计	2,550	2,926	3,252	3,583					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	459	485	515	551					
股东权益合计	2,601	3,063	3,628	4,289					
负债和股东权益合计	5,151	5,989	6,879	7,872					

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跨部门、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。