

## 公司研究

## 24年业绩高增，箱包+服装双轮驱动、海外产能布局优势期待凸显

## ——开润股份（300577.SZ）2024年年报及2025年一季报点评

## 买入（维持）

当前价：19.94元

## 作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001  
021-52523680  
jianghao@ebscn.com

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001  
021-52523672  
sunww@ebscn.com

分析师：朱洁宇

执业证书编号：S0930523070004  
021-52523842  
zhujiayu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.40
总市值(亿元)	47.81
一年最低/最高(元)	15.20/30.99
近3月换手率	96.69%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-7.48	-20.49	-3.24
绝对	-11.18	-21.28	1.26

资料来源：Wind

## 相关研报

上半年业绩表现亮眼，嘉乐并表、印尼布局稀缺性凸显——开润股份（300577.SZ）2024年中报点评（2024-08-30）

业绩表现亮眼，期待2B和2C业务继续提质增效——开润股份（300577.SZ）2023年年报及2024年一季报点评（2024-05-01）

## 要点

## 事件：

**24年收入、归母净利润同比增长37%/230%，25Q1分别增36%/20%**

**开润股份发布2024年年报及2025年一季报。**公司2024年实现营业收入42.4亿元、同比增长36.6%，归母净利润3.8亿元、同比增长229.5%，扣非归母净利润2.9亿元、同比增长109.7%。EPS为1.59元，拟每股派发现金红利0.191元（含税）、24年内两次分红合计派息率为21%。

24年归母净利润增速高于收入，主要为24年并表上海嘉乐带来一次性大额投资收益而23年为投资损失所致。分季度看，24Q1~24Q4公司单季度收入分别同比增长22.9%/12.8%/64.4%/47.9%，24年下半年以来收入增幅提升主要为上海嘉乐自24年7月开始并表所贡献；单季度归母净利润分别同比增长103.0%/341.1%/57.5%/扭亏。

25Q1公司实现营业收入12.3亿元，同比增长35.6%，归母净利润8536万元，同比增长20.1%，扣非归母净利润8334万元，同比增长6.6%。

## 点评：

**24年2B业务受益于嘉乐并表贡献收入增长45%，2C业务增长5%**

**分业务板块来看：**2024年公司2B（包含箱包、服装，服装中包含并表嘉乐的业务）收入为35.3亿元、收入占比为83%、24年收入同比增长44.6%，2C业务收入为6.6亿元、收入占比为16%、24年收入同比增长5.1%。其中2B业务中上海嘉乐自24年7月开始纳入合并报表，24年下半年嘉乐贡献营业收入8.5亿元、净利润2786万元，净利率为3.3%。

**分品类来看：**2024年旅行箱、包袋、服装、其他收入占比分别为19%/52%/27%/1%，收入分别同比增长21.6%/16.7%/146.2%/-22.8%，其中服装收入大增主要为嘉乐并表贡献。

**分地区来看：**2024年国内、国外销售收入占比分别为24%/76%，收入分别同比增长20.1%/42.9%。

**产能方面：**24年公司箱包、服装产能分别为4182万件、3001万件（服装为新增，系嘉乐并表贡献），产能利用率分别为91.2%/53.4%。

**毛利率、费用率双降，存货和应收账款增加，主要为嘉乐并表影响**

**毛利率：**24年毛利率同比下降1.5PCT至22.9%，主要为毛利率更低的上海嘉乐并表影响。**分品类来看，**旅行箱、包袋、服装毛利率分别为26.7%/30.4%/6.6%，分别同比+1.8/+1.3/+1.2PCT；**分地区来看，**国内、国外销售毛利率分别为20.1%/23.8%，分别同比-4.5/-0.5PCT。**分季度来看，**24Q1~25Q1单季度毛利率分别同比+2.4/+2.1/-3.2/-6.6/+0.5PCT。

**费用率：**24年期间费用率为14.5%、同比下降1.4PCT，其中销售、管理、研发、财务费用率分别5.3%/6.0%/2.3%/1.0%，分别同比-1.2/-0.4/+0.1/+0.1PCT。**分季度来看，**24Q1~24Q4单季度期间费用率分别同比-3.0/+1.9/-2.4/-2.6PCT。25Q1期间费用率为15.0%、同比提升1.9PCT，主要为财务费用率和管理费用率各提升1.7/1.2PCT影响。

**其他财务指标:** 1) **存货** 24 年末同比增加 76.0%至 8.7 亿元, 25 年 3 月末同比增加 97.8%、较年初减少 3.2%至 8.4 亿元, 主要为 24 年 7 月开始上海嘉乐并表所致; 24 年、25Q1 存货周转天数分别为 75/83 天, 分别同比-9/+23 天。2) **应收账款** 24 年末同比增加 77.6%至 10.5 亿元, 25 年 3 月末同比增加 49.7%、较年初减少 1.4%至 10.4 亿元, 24 年、25Q1 应收账款周转天数分别为 70/76 天, 分别同比+8/+13 天。3) **投资收益** 24 年为 1.2 亿元、较 23 年的-8624 万元大幅增加, 主要为确认上海嘉乐并表时原有股权按公允价值重新计量产生利得 9631 万元所贡献。4) **经营净现金流** 24 年同比减少 47.2%至 2.3 亿元, 25Q1 同比增加 80.5%至 675 万元。

### 箱包+服装双轮驱动, 期待海外产能布局优势凸显

公司 24 年业绩高增长, 并表上海嘉乐后 2B 业务的品类进一步拓宽, 25 年随着嘉乐全年并表, 以及原有的 2B 业务继续保持稳健增长, 预计 25 年收入端增速仍较高。同时, 嘉乐 24 年下半年净利率约为 3.3%、对合并报表造成拖累, 期待后续公司整合下进一步提升盈利能力, 从而逐步提升公司总体的净利率。

近期美国加征关税对公司影响有限, 公司 24 年收入中美国市场销售收入占比约为 15%并主要由印尼产能生产, 且公司与客户主要采用 FOB 模式交易、即客户承担货物装运上船后的运费并自行清关, 因此目前美国加征关税事项对公司直接影响有限。长期来看箱包和服装代工制造产业链头部格局已经初步形成, 下游品牌客户与头部供应商合作关系紧密, 结合公司作为头部制造商拥有更强的规模效应和全球化产能布局能力 (公司箱包产能中境外占比 71%、服装产能中境外占比 80%, 境外主要在印尼、印度等), 长期来看行业集中度可能进一步向头部制造商集中、公司将受益。

我们暂维持公司 25~26 年盈利预测、新增 27 年盈利预测, 预计 25~27 年归母净利润分别为 3.9/4.8/5.8 亿元, EPS 分别为 1.62/2.01/2.40 元, 对应 25 年 PE 为 12 倍, 维持“买入”评级。

**风险提示:** 国内外终端消费疲软; 关税事件升级、影响超预期; 原材料价格上涨; 品类和客户拓展不及预期; 并购后整合不及预期。

表 1: 公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,105	4,240	5,403	6,110	6,728
营业收入增长率	13.3%	36.6%	27.4%	13.1%	10.1%
归母净利润 (百万元)	116	381	388	482	576
归母净利润增长率	146.7%	229.5%	1.7%	24.4%	19.6%
EPS (元)	0.48	1.59	1.62	2.01	2.40
ROE (归属母公司) (摊薄)	6.2%	17.8%	15.8%	17.0%	17.4%
P/E	41	13	12	10	8
P/B	2.6	2.2	2.0	1.7	1.4

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2025-04-25

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,105	4,240	5,403	6,110	6,728
营业成本	2,349	3,271	4,151	4,683	5,144
折旧和摊销	52	92	122	127	132
税金及附加	15	15	22	24	27
销售费用	200	223	276	295	311
管理费用	200	254	319	342	363
研发费用	68	97	119	134	148
财务费用	28	42	31	33	24
投资收益	-86	117	20	20	20
营业利润	156	485	492	606	719
利润总额	154	480	488	602	715
所得税	39	79	80	99	117
净利润	115	401	408	503	597
少数股东损益	-1	20	20	21	21
归属母公司净利润	116	381	388	482	576
EPS(元)	0.48	1.59	1.62	2.01	2.40

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	440	232	199	506	619
净利润	116	381	388	482	576
折旧摊销	52	92	122	127	132
净营运资金增加	-68	722	512	244	207
其他	340	-963	-823	-348	-296
投资活动产生现金流	-218	-247	-100	-100	-100
净资本支出	-138	-166	-120	-120	-120
长期投资变化	633	221	0	0	0
其他资产变化	-713	-303	20	20	20
融资活动现金流	-253	-51	115	-299	-427
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	-187	433	226	-177	-292
无息负债变化	117	439	308	180	156
净现金流	-30	-68	214	106	93

## 主要指标

盈利能力 (%)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
毛利率	24.4%	22.9%	23.2%	23.4%	23.5%
EBITDA 率	11.3%	12.5%	12.7%	13.3%	13.8%
EBIT 率	9.5%	10.2%	10.5%	11.3%	11.8%
税前净利润率	4.9%	11.3%	9.0%	9.9%	10.6%
归母净利润率	3.7%	9.0%	7.2%	7.9%	8.6%
ROA	3.2%	7.8%	6.8%	7.8%	8.8%
ROE (摊薄)	6.2%	17.8%	15.8%	17.0%	17.4%
经营性 ROIC	12.9%	10.6%	12.0%	13.7%	15.2%

偿债能力	2023	2024	2025E	2026E	2027E
资产负债率	47%	50%	51%	48%	44%
流动比率	1.59	1.17	1.26	1.40	1.61
速动比率	1.18	0.80	0.85	0.95	1.10
归母权益/有息债务	2.27	1.72	1.66	2.19	3.29
有形资产/有息债务	4.13	3.52	3.58	4.41	6.06

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	3,588	5,151	6,012	6,429	6,780
货币资金	653	596	810	917	1,009
交易性金融资产	92	40	40	40	40
应收账款	592	1,051	1,384	1,565	1,723
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	11	19	29	33	36
存货	493	868	1,155	1,283	1,387
其他流动资产	77	122	139	144	149
流动资产合计	1,918	2,697	3,558	3,981	4,344
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	633	221	221	221	221
固定资产	571	1,122	1,157	1,177	1,187
在建工程	74	90	68	51	38
无形资产	86	349	326	304	284
商誉	84	325	325	325	325
其他非流动资产	222	347	358	370	381
非流动资产合计	1,670	2,454	2,455	2,448	2,436
总负债	1,679	2,550	3,084	3,087	2,951
短期借款	299	551	777	600	308
应付账款	431	634	809	913	1,003
应付票据	179	249	332	375	412
预收账款	0	0	1	1	1
其他流动负债	296	863	912	946	975
流动负债合计	1,206	2,297	2,831	2,834	2,698
长期借款	221	100	100	100	100
应付债券	198	0	0	0	0
其他非流动负债	55	153	153	153	153
非流动负债合计	473	253	253	253	253
股东权益	1,909	2,601	2,928	3,342	3,829
股本	240	240	240	240	240
公积金	786	762	801	821	821
未分配利润	819	1,138	1,407	1,779	2,245
归属母公司权益	1,853	2,142	2,449	2,842	3,307
少数股东权益	56	459	479	500	521

费用率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
销售费用率	6.4%	5.3%	5.1%	4.8%	4.6%
管理费用率	6.4%	6.0%	5.9%	5.6%	5.4%
财务费用率	0.9%	1.0%	0.6%	0.5%	0.4%
研发费用率	2.2%	2.3%	2.2%	2.2%	2.2%
所得税率	25.2%	16.4%	16.4%	16.4%	16.4%

每股指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股红利	0.09	0.34	0.37	0.46	0.55
每股经营现金流	1.83	0.97	0.83	2.11	2.58
每股净资产	7.73	8.93	10.21	11.85	13.79
每股销售收入	12.95	17.68	22.53	25.48	28.06

估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PE	41	13	12	10	8
PB	2.6	2.2	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	13.7	12.7	10.0	8.3	7.0
股息率	0.5%	1.7%	1.9%	2.3%	2.7%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区新闻路 1508 号  
静安国际广场 3 楼

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP