

开润股份（300577）

证券研究报告

2025 年 04 月 29 日

嘉乐成长可期

公司发布年报及一季报

25Q1 公司营收 12 亿，同增 36%。归母净利 0.9 亿，同增 20%；扣非后归母净利 0.8 亿，同增 7%；营收增长系服装及箱包收入增加，本期财务费用 0.3 亿，24Q1 为 686 万元，系并购企业并表后未实现汇兑损益增加所致。

24 年公司营收 42 亿，同增 37%。归母净利 3.8 亿，同增 229.5%。扣非后归母净利 2.9 亿，同增 109.7%。

目前，开润美国业务主要为箱包及服装代工制造，占公司收入约 15%，由印尼生产并出口。公司与客户主要采用 FOB，该模式下由客户承担货物装运上船后的运费并自行清关支付关税。

包括印尼在内东南亚国家是继中国之后，当下全球纺织制造产品最主要生产和出口国，美国消费市场及美国纺服品牌客户对其产能依赖度很高。东南亚国家因其人口基数和人力成本优势，成为诸如箱包、鞋、服生产等劳动密集型行业的重要产能地，而美国人力成本显著高于东南亚，通过关税政策倒逼纺服制造行业回流至美国本土的可能性较低。

公司通过在中国、印尼、印度等多地建厂布局全球化产能，目前公司海外产能占比已超过 70%，且该布局从客户视角看存在显著的差异化特征。公司将全球化产能与全球终端消费市场科学合理适配，并持续深入开拓全球市场头部优质客户和业务增量，不断有效构建强大的全球供应链组织能力、海外贸易及关税风险抵抗能力。

代工制造：并购显著提升收入增量，实现客户拓展及生产效能改善

24 年营收 35 亿，同增 45%，毛利率 22.55%，同减 1.3pct。其中箱包代工收入 24 亿同增 20.27%；服装代工收入 12 亿同增 146.43%。

公司控股收购嘉乐股份，帮助公司切入优质客户优衣库供应链，在原有客户 Adidas、PUMA、MUJI 等保持高增基础上，带动服装收入大幅增长。

品牌经营：小米箱包持续推出新品，自有品牌积极拓展销售渠道

24 年营收 6.6 亿元，同增 5%，毛利率 25.5%同减 1pct。

一方面，公司在与“小米”品牌合作中，在产品上新、渠道拓展、销售运营及供应链管理方面更多与箱包行业的优质经验深度融合，24 年内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。

另一方面，“90 分”持续探索国内外新的销售渠道，拓展收入增量。在国内，“90 分”作为首个国货箱包品牌入驻苹果全国 200 多家 APR 授权门店。在海外，“90 分”入驻美国亚马逊等线上平台，在菲律宾与当地分销商合作建立了线下品牌门店，在海外市场销售初具规模。

调整盈利预测，维持“买入”评级

基于公司一季度业绩表现，我们调整盈利预测，预计 25-27 年归母净利润分别为 4.7/5.8/7.0 亿元（25-26 年前值为 3.9/4.7 亿元）；

EPS 分别为 1.96/2.41/2.93 元；

PE 分别为 13/11/9x。

风险提示：行业竞争风险加剧；订单不及预期；关键人才流失风险；

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	19.69 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	239.79
流通 A 股股本(百万股)	140.24
A 股总市值(百万元)	4,721.52
流通 A 股市值(百万元)	2,761.37
每股净资产(元)	8.93
资产负债率(%)	50.30
一年内最高/最低(元)	30.99/15.20

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《开润股份-公司点评:嘉乐利润率改善可期》 2025-01-26
- 2 《开润股份-季报点评:印尼工厂及 Adidas/Uniqlo 客户优势显现》 2024-11-03
- 3 《开润股份-半年报点评:印尼产能卡位优势逐步显现》 2024-08-29

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,104.90	4,240.19	5,860.71	7,425.53	9,341.31
增长率(%)	13.28	36.56	38.22	26.70	25.80
EBITDA(百万元)	331.79	743.57	759.03	794.75	944.47
归属母公司净利润(百万元)	115.62	381.00	470.09	577.94	702.31
增长率(%)	146.69	229.52	23.38	22.94	21.52
EPS(元/股)	0.49	1.60	1.96	2.41	2.93
市盈率(P/E)	52.38	15.90	12.98	10.56	8.69
市净率(P/B)	3.27	2.83	2.45	2.06	1.72
市销率(P/S)	1.95	1.43	1.04	0.82	0.65
EV/EBITDA	10.31	8.99	8.64	8.08	6.76

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	653.18	596.34	586.07	692.49	759.13
应收票据及应收账款	591.86	1,050.99	1,387.47	1,042.80	2,014.48
预付账款	11.40	24.97	34.00	31.25	53.64
存货	493.14	868.01	1,185.05	1,316.29	1,946.66
其他	168.89	157.11	190.84	171.63	204.58
流动资产合计	1,918.46	2,697.43	3,383.44	3,254.47	4,978.49
长期股权投资	632.97	220.97	220.97	220.97	220.97
固定资产	570.82	1,121.99	1,150.49	1,183.58	1,206.41
在建工程	73.52	90.12	90.07	102.04	91.23
无形资产	85.96	348.77	324.03	299.29	274.55
其他	306.23	672.02	591.06	595.13	601.96
非流动资产合计	1,669.50	2,453.88	2,376.63	2,401.02	2,395.12
资产总计	3,587.96	5,151.30	5,760.07	5,910.49	7,654.61
短期借款	299.19	551.39	369.02	335.00	281.00
应付票据及应付账款	610.46	883.15	1,497.21	1,232.13	2,253.29
其他	296.29	862.87	616.29	598.49	773.86
流动负债合计	1,205.94	2,297.41	2,482.52	2,165.62	3,308.15
长期借款	220.56	99.88	80.00	60.00	60.00
应付债券	197.75	0.00	127.88	108.54	78.81
其他	54.73	153.12	88.10	98.65	113.29
非流动负债合计	473.04	253.00	295.98	267.19	252.10
负债合计	1,678.98	2,550.42	2,778.49	2,432.81	3,560.25
少数股东权益	56.38	459.14	488.58	509.42	544.81
股本	239.79	239.79	239.79	239.79	239.79
资本公积	730.09	700.99	700.99	700.99	700.99
留存收益	1,605.00	1,899.80	2,253.20	2,728.47	3,309.76
其他	(722.29)	(698.84)	(700.99)	(700.99)	(700.99)
股东权益合计	1,908.98	2,600.89	2,981.58	3,477.68	4,094.37
负债和股东权益总计	3,587.96	5,151.30	5,760.07	5,910.49	7,654.61

现金流量表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	114.98	400.98	470.09	577.94	702.31
折旧摊销	55.91	97.45	56.28	59.68	62.73
财务费用	41.24	61.37	45.32	18.32	(3.14)
投资损失	86.24	(116.74)	(130.00)	(2.20)	(2.20)
营运资金变动	72.28	(145.85)	(5.08)	(62.60)	(541.24)
其它	69.34	(64.72)	68.49	46.39	28.81
经营活动现金流	440.00	232.50	505.10	637.53	247.26
资本支出	140.81	653.72	125.02	69.45	35.36
长期投资	(8.03)	(412.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(350.41)	(489.17)	(123.13)	(169.37)	(67.62)
投资活动现金流	(217.63)	(247.44)	1.89	(99.92)	(32.26)
债权融资	815.29	1,247.87	896.32	841.48	837.79
股权融资	17.48	(76.27)	(47.47)	(18.32)	3.14
其他	(1,085.97)	(1,222.67)	(1,366.10)	(1,254.34)	(989.31)
筹资活动现金流	(253.20)	(51.08)	(517.26)	(431.18)	(148.37)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(30.83)	(66.02)	(10.27)	106.42	66.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	3,104.90	4,240.19	5,860.71	7,425.53	9,341.31
营业成本	2,348.80	3,270.89	4,372.09	5,554.29	7,005.98
营业税金及附加	15.29	15.20	18.17	22.28	28.02
销售费用	200.08	222.92	498.16	594.04	747.30
管理费用	199.78	253.95	310.62	389.84	477.34
研发费用	68.24	97.45	134.80	148.51	186.83
财务费用	27.64	41.52	45.32	18.32	(3.14)
资产/信用减值损失	(13.37)	(36.83)	(8.37)	8.90	8.90
公允价值变动收益	11.87	20.54	37.50	25.20	(7.39)
投资净收益	(86.24)	116.74	130.00	2.20	2.20
其他	177.00	(247.36)	(334.99)	(54.80)	10.38
营业利润	155.81	485.20	657.43	716.75	884.89
营业外收入	2.18	1.98	3.29	5.73	5.86
营业外支出	4.36	7.38	5.71	5.81	6.30
利润总额	153.64	479.81	655.01	716.66	884.45
所得税	38.66	78.82	153.93	117.53	145.93
净利润	114.98	400.98	501.08	599.13	738.51
少数股东损益	(0.64)	19.98	30.99	21.19	36.20
归属于母公司净利润	115.62	381.00	470.09	577.94	702.31
每股收益（元）	0.49	1.60	1.96	2.41	2.93

主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入	13.28%	36.56%	38.22%	26.70%	25.80%
营业利润	87.34%	211.39%	35.50%	9.02%	23.46%
归属于母公司净利润	146.69%	229.52%	23.38%	22.94%	21.52%
获利能力					
毛利率	24.35%	22.86%	25.40%	25.20%	25.00%
净利率	3.72%	8.99%	8.02%	7.78%	7.52%
ROE	6.24%	17.79%	18.86%	19.47%	19.79%
ROIC	7.72%	25.06%	18.76%	20.82%	22.39%
偿债能力					
资产负债率	46.79%	49.51%	48.24%	41.16%	46.51%
净负债率	8.49%	25.05%	10.41%	4.28%	1.92%
流动比率	1.59	1.17	1.36	1.50	1.50
速动比率	1.18	0.80	0.89	0.89	0.92
营运能力					
应收账款周转率	5.80	5.16	4.81	6.11	6.11
存货周转率	5.68	6.23	5.71	5.94	5.73
总资产周转率	0.87	0.97	1.07	1.27	1.38
每股指标（元）					
每股收益	0.49	1.60	1.96	2.41	2.93
每股经营现金流	1.85	0.98	2.12	2.68	1.04
每股净资产	7.78	9.00	10.40	12.38	14.80
估值比率					
市盈率	52.38	15.90	12.98	10.56	8.69
市净率	3.27	2.83	2.45	2.06	1.72
EV/EBITDA	10.31	8.99	8.64	8.08	6.76
EV/EBIT	12.22	10.26	9.34	8.74	7.25

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com