


公司评级 **增持（首次）**

报告日期 2025 年 04 月 30 日

基础数据

04 月 29 日收盘价（元）	19.40
总市值（亿元）	46.52
总股本（亿股）	2.40

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究
分析师：赵宇

 S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

 S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

开润股份(300577.SZ)

2024 年并表嘉乐业绩高增，2025Q1 延续高质量成长

投资要点：

- **事件：**公司发布 2024 年年报及 2025 年一季报。①2024 年公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 42.40/3.81/2.91 亿元，同比变动 +36.56%/+229.52%/+109.67%。2024Q4 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 12.15/0.60/0.66 亿元，同比变动 +47.91%/扭亏/+7846.95%。②2025Q1 公司实现营业收入/归母净利润/扣非归母净利润分别为 12.34/0.85/0.83 亿元，同比变动 +35.57%/+20.12%/+6.64%。
- **2024 年嘉乐并表，加码面料生产及服装代工业务，品牌经营业务海外扩张。**收入分拆下，代工制造业务 35.3 亿元，同比 +44.6%，毛利率 22.55%，同比变动 -1.33pct。主因是从箱包代工业务扩展到服装代工业务，影响毛利率。单看箱包代工业务，收入 23.7 亿元，同比增长 20.27%。品牌经营业务收入 6.6 亿元，同比增长 5.1%，毛利率 25.52%，同比变动 -1.03pct，利率变动原因，主要系产品结构及渠道结构调整影响。公司合作品牌“小米”与自有品牌“90 分”双管齐下，2024 年线上渠道收入 1.6 亿元，同比下滑 25.2%，分销渠道收入 5.0 亿元，同比增长 20.8%，报告期内“小米”品牌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，“90 分”持续探索国内外新的销售渠道，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。
- **2024 年受益于下游客户补库存和并表，净利率提升，并表子公司产生一次性投资收益。**2024 年公司毛利率/归母净利率分别为 22.86%/8.99%，同比变动 -1.49pct/+5.26pct，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.26%/5.99%/2.30%/0.98%，同比变动 -1.19/-0.45/+0.10/+0.09pct，主要是 2024 年 6 月后报表合并影响以及下游客户补库存拉高产能利用率。另外，“投资收益”项目因非同一控制下合并，原有股权按公允价值重新计量产生大额利得 0.96 亿元，预计为一次性影响。资产减值损失全年 0.37 亿元，占比收入 0.87%。
- **2025 年一季度并表效应仍在，毛利率小幅上升。**2025Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 24.71%/6.92%，同比变动 +0.54pct/-0.89pct；销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.95%/6.47%/2.1%/2.43%，同比变动 -0.95/+1.17/+0.05/+1.68pct，财务费用增加主要是并表后导致的未实现汇兑损益增加，公允价值变动 -35.6 万元。
- **印尼产能布局领先，美国对等关税政策影响可控。**截至 2024 年底，箱包境内产能占比 29.16%，主要在滁州，境外产能占比 70.84%，主要分布在印尼、印度；服装产能主要在印尼，占比达到 79.96%（产能利用率 49.86%），箱包、服装印尼产能布局领先，公司对美国出口占比 15%，主要由印尼出口，与客户采用 FOB 定价，根据 4 月 18 日新闻，印尼计划 60 天内完成贸易谈判。美国对等关税对公司盈利能力、收入规模的影响可控。
- **盈利预测与投资建议：**印尼产线进入爬坡期，随着客户对公司的信任增强，订单质量稳步提升，发展即将进入快车道。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.60/1.93/2.36 元，对应市盈率分别为 12.1/10.0/8.2 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

- 风险提示：1、海外客户需求不及预期；2、劳动力成本上升风险；3、贸易摩擦及地缘政治风险；4、出行需求减弱。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4240	5048	5922	6930
同比增长	36.6%	19.0%	17.3%	17.0%
归母净利润（百万元）	381	384	463	565
同比增长	229.5%	0.7%	20.7%	22.0%
毛利率	22.9%	25.6%	25.8%	26.1%
ROE	17.8%	16.0%	16.7%	17.5%
每股收益（元）	1.59	1.60	1.93	2.36
市盈率	12.2	12.1	10.0	8.2

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表
资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2697	3376	4168	5047
货币资金	596	923	1349	1804
交易性金融资产	40	40	40	40
应收票据及应收账款	1051	1239	1446	1686
预付款项	25	26	31	36
存货	868	1013	1161	1333
其他	117	135	141	148
非流动资产	2454	2349	2240	2138
长期股权投资	221	221	221	221
固定资产	1122	1093	1051	998
在建工程	90	76	70	68
无形资产	349	302	254	207
商誉	325	325	325	325
其他	347	332	319	319
资产总计	5151	5726	6408	7185
流动负债	2297	2602	2851	3099
短期借款	551	751	751	751
应付票据及应付账款	883	980	1184	1381
其他	863	871	916	967
非流动负债	253	212	212	212
长期借款	100	60	60	60
其他	153	152	152	152
负债合计	2550	2814	3063	3311
股本	240	240	240	240
未分配利润	1138	1326	1627	1994
少数股东权益	459	511	575	652
股东权益合计	2601	2912	3345	3874
负债及权益合计	5151	5726	6408	7185

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	381	384	463	565
折旧和摊销	107	254	269	272
营运资金的变动	-210	-295	-155	-215
经营活动产生现金流量	232	449	698	756
资本支出	-166	-153	-163	-173
长期投资	-110	0	0	0
投资活动产生现金流量	-247	-133	-143	-153
债权融资	97	169	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-51	72	-128	-149
现金净变动	-68	391	427	455

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4240	5048	5922	6930
营业成本	3271	3754	4395	5124
税金及附加	15	44	52	61
销售费用	223	252	296	346
管理费用	254	303	355	416
研发费用	97	116	136	159
财务费用	42	21	17	9
投资收益	117	20	20	20
公允价值变动收益	21	0	0	0
信用减值损失	29	-9	-9	-9
资产减值损失	-37	-30	-30	-30
营业利润	485	548	661	806
营业外收支	-5	-3	-3	-3
利润总额	480	545	658	803
所得税	79	109	132	161
净利润	401	436	526	642
少数股东损益	20	52	63	77
归属母公司净利润	381	384	463	565
EPS(元)	1.59	1.60	1.93	2.36

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	36.6%	19.0%	17.3%	17.0%
营业利润增长率	211.4%	13.0%	20.6%	21.9%
归母净利润增长率	229.5%	0.7%	20.7%	22.0%
盈利能力				
毛利率	22.9%	25.6%	25.8%	26.1%
归母净利率	9.0%	7.6%	7.8%	8.2%
ROE	17.8%	16.0%	16.7%	17.5%
偿债能力				
资产负债率	49.5%	49.1%	47.8%	46.1%
流动比率	1.17	1.30	1.46	1.63
速动比率	0.74	0.86	1.01	1.15
营运能力				
资产周转率	97.0%	92.8%	97.6%	102.0%
每股资料(元)				
每股收益	1.59	1.60	1.93	2.36
每股经营现金	0.97	1.87	2.91	3.15
估值比率(倍)				
PE	12.2	12.1	10.0	8.2
PB	2.2	1.9	1.7	1.4

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于 -5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业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。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn