

开润股份(300577)

报告日期: 2025年05月05日

业绩预期亮丽, 服装代工持续放量且效率爬坡

——开润股份点评报告

投资要点

□ 业绩如期靓丽, 嘉乐并表贡献增量

2024年实现收入42.40亿元(同比+36.6%), 归母净利润3.81亿元(同比+229.5%), 扣非后归母净利润2.91亿元(同比+109.7%, 非经主要来自上海嘉乐股权公允价值重估产生的收益)。

25Q1实现收入12.34亿元(同比+35.6%), 归母净利润0.85亿元(同比+20.1%), 扣非后归母净利润0.83亿元(同比+6.6%)。

□ 代工制造: 并购带来收入增量, 生产效率改善

24年代工制造收入35.34亿元(同比+44.6%), 其中箱包代工收入23.72亿元(同比+20.3%), 服装代工收入11.62亿元(同比+146.4%), 高增来自上海嘉乐并表, 嘉乐子公司口径来看, 24年收入14.89亿元(同比+15.8%)。公司依托在印尼、印度、滁州的全球化产能优势, 在Nike、迪卡侬、VF等客户中份额稳步提升, 并不断深化与Adidas、Puma、MUJI等服装客户合作关系。

24年代工制造毛利率22.55%(同比-1.33pp), 下滑主要受嘉乐并表影响。分业务看, 24年箱包代工毛利率30.4%(同比+2.1pp), 来自海外产能利用率提升带动生产效率改善; 服装代工毛利率6.60%(同比+1.2pp), 嘉乐由于印尼生产效率爬坡(24年印尼服装产能利用率49.9%), 毛利率暂处较低水平, 提升空间较大。

□ 品牌经营: 积极拓展新渠道, 小米持续推出新品

24年品牌经营收入6.58亿元(同比+5.1%), 其中分销收入4.98亿元(同比+20.8%), 线上收入1.60亿元(同比-25.2%)。小米合作进一步深化, 推出十余款箱包新品并开设天猫旗舰店; “90分”入驻苹果全国200多家门店及亚马逊等海外平台, 在菲律宾与当地经销商建立线下品牌店, 海外市场初具规模。

24年品牌经营毛利率25.52%(同比-1.03pp), 主要系产品和渠道结构调整影响, 随着新品陆续上市及渠道持续优化, 有望逐步修复。

□ 费用把控正常, 嘉乐一次性投资收益增厚

24年归母净利率9.0%(同比+5.3pp), 扣非后净利率6.9%(同比+2.4pp), 销售/管理/研发/财务费用率分别为5.3%/6.0%/2.3%/1.0%, 同比分别-1.2/-0.4/+0.1/+0.1pp, 总体表现平稳。24年非经常性损益8995万元, 主要系上海嘉乐股权的公允价值重估确认投资收益9631万元。

□ 盈利预测及投资建议

公司印尼产能布局不断深化(24年箱包/服装海外产能占比71%/80%), 客户份额稳步提升, 同时海外生产效率爬坡将带动服装盈利能力持续改善。同时嘉乐并表在25年还将持续增厚报表收入, 但考虑到24年嘉乐产生的一次性投资收益带来的高基数, 25年报表净利润增速短暂低于收入。

预计25-27年公司收入53.4/62.2/71.9亿元, 同比增长26%/16%/16%, 归母净利润3.8/4.8/5.9亿元, 同比增长1%/25%/23%, PE 12/10/8倍, 公司箱包代工壁垒深厚, 服装代工形成第二曲线, 维持“买入”评级。

□ 风险提示: 关税政策变化, 大客户订单不及预期, 原材料价格波动, 汇率波动

投资评级: 买入(维持)

分析师: 马莉
执业证书号: S1230520070002
mali@stocke.com.cn

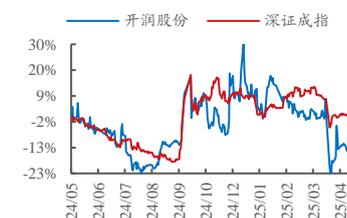
分析师: 詹陆雨
执业证书号: S1230520070005
zhanluyu@stocke.com.cn

分析师: 邹国强
执业证书号: S1230523080010
zouguoqiang@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥19.27
总市值(百万元)	4,620.80
总股本(百万股)	239.79

股票走势图



相关报告

- 《箱包服装代工齐增长, 品牌出海初具规模》2024.10.05
- 《2C端经营减亏明显, 计提减值导致Q4亏损》2023.02.01
- 《单季业绩最低点已过, Q3望进入向上周期——开润股份点评报告》2022.09.04

财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4240.2	5344.7	6221.9	7190.2
(+/-) (%)	36.6%	26.0%	16.4%	15.6%
归母净利润	381.0	383.7	480.1	590.1
(+/-) (%)	229.5%	0.7%	25.1%	22.9%
每股收益(元)	1.59	1.60	2.00	2.46
P/E	12.1	12.0	9.6	7.8

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	2,697	2,720	3,401	4,026
现金	596	687	1,043	1,434
交易性金融资产	40	0	0	0
应收账款	1,051	1,005	1,258	1,357
其它应收款	19	19	26	26
预付账款	25	20	32	28
存货	868	892	945	1,085
其他	98	98	98	98
非流动资产	2,454	2,200	2,145	2,084
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	221	221	221	221
固定资产	1,122	1,062	1,010	954
无形资产	349	348	347	345
在建工程	90	80	80	80
其他	672	488	487	484
资产总计	5,151	4,919	5,546	6,110
流动负债	2,297	1,821	2,107	2,262
短期借款	551	500	500	500
应付款项	634	657	836	879
预收账款	0	0	0	0
其他	1,112	663	770	883
非流动负债	253	236	236	236
长期借款	100	100	100	100
其他	153	136	136	136
负债合计	2,550	2,057	2,343	2,498
少数股东权益	459	459	459	459
归属母公司股东权益	2,142	2,403	2,744	3,153
负债和股东权益	5,151	4,919	5,546	6,110

现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	232	759	664	759
净利润	401	411	526	660
折旧摊销	92	133	138	143
财务费用	61	35	32	28
投资损失	(117)	0	0	0
营运资金变动	(211)	160	(39)	(80)
其它	6	20	8	8
投资活动现金流	(247)	(848)	(474)	(508)
资本支出	524	1244	870	904
长期投资	5	5	5	5
其他	(777)	(2097)	(1349)	(1417)
筹资活动现金流	(51)	180	166	141
短期借款	551	500	500	500
长期借款	100	100	100	100
其他	(702)	(420)	(434)	(459)
现金净增加额	(68)	91	356	391

利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	4,240	5,345	6,222	7,190
营业成本	3,271	4,048	4,683	5,378
营业税金及附加	15	19	22	26
营业费用	223	321	361	403
管理费用	254	321	367	417
研发费用	97	118	137	158
财务费用	42	35	32	28
资产减值损失	(37)	0	0	0
公允价值变动损益	21	0	0	0
投资净收益	117	0	0	0
其他经营收益	17	10	10	10
营业利润	485	493	630	790
营业外收支	(5)	(4)	(4)	(4)
利润总额	480	489	626	786
所得税	79	78	100	126
净利润	401	411	526	660
少数股东损益	20	27	46	70
归属母公司净利润	381	384	480	590
EBITDA	492	655	811	992
EPS (最新摊薄)	1.59	1.60	2.00	2.46

主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	36.56%	26.05%	16.41%	15.56%
营业利润	211.39%	1.67%	27.69%	25.47%
归属母公司净利润	229.52%	0.72%	25.11%	22.92%
获利能力				
毛利率	22.86%	24.26%	24.73%	25.20%
净利率	8.99%	7.18%	7.72%	8.21%
ROE	17.78%	15.04%	17.34%	19.37%
ROIC	12.65%	15.90%	17.91%	19.79%
偿债能力				
资产负债率	49.51%	41.81%	42.25%	40.88%
净负债比率	98.06%	71.86%	73.16%	69.16%
流动比率	1.17	1.49	1.61	1.78
速动比率	0.79	0.99	1.15	1.29
营运能力				
总资产周转率	0.97	1.06	1.19	1.23
应收账款周转率	5.16	5.20	5.50	5.50
应付账款周转率	4.38	4.50	4.50	4.50
每股指标(元)				
每股收益	1.59	1.60	2.00	2.46
每股经营现金	0.11	0.32	0.24	0.24
每股净资产	8.93	10.02	11.44	13.15
估值比率				
P/E	12.13	12.04	9.63	7.83
P/B	2.16	1.92	1.68	1.47
EV/EBITDA	9.50	6.92	5.15	3.82

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>