

纺织服饰

2025年05月15日

开润股份 (300577)

——24年营收净利双创新高，印尼产能战略价值凸显

报告原因：有业绩公布需要点评
增持 (维持)

投资要点：

市场数据： 2025年05月15日

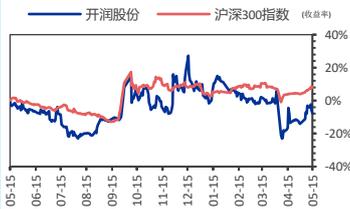
收盘价(元)	20.80
一年内最高/最低(元)	30.99/15.20
市净率	2.3
股息率(分红/股价)	1.15
流通A股市值(百万元)	2,917
上证指数/深证成指	3,380.82/10,186.45

注：“股息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2025年03月31日

每股净资产(元)	8.93
资产负债率%	50.30
总股本/流通A股(百万)	240/140
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《开润股份(300577)点评：嘉乐并表后24Q3收入提速，首次派发中期股息》
2024/10/31

《开润股份(300577)点评：24Q2嘉乐并表贡献收益，全面进军服装制造领域》
2024/08/28

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com
求佳峰 A0230523060001
qiujf@swsresearch.com

联系人

求佳峰
(8621)23297818x
qiujf@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

● **公司发布24年报和25年一季报，24年营收、利润均创历史新高，符合预期。**1) 24年营收42.4亿元(同比+36.6%)，归母净利润3.81亿元(同比+229.5%)，扣非归母净利润2.91亿元(同比+109.7%)，非经常性损益主要系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。2) 25Q1营收12.3亿元(同比+35.6%)，归母净利润0.85亿元(同比+20.1%)，扣非归母净利润0.83亿元(同比+6.6%)，延续增长。3) 24年末拟派息0.191元/股，叠加此前中期分红0.146元/股，全年合计0.337元/股，对应现金分红总额约0.8亿元，分红比率达21%。

● **代工业务增长强劲，小米放量支撑品牌增长。**分拆业务看：1) **代工制造业务**：24年代工收入35.3亿元(+44.6%)，毛利率22.55%(同比-1.3pct)，其中箱包代工收入23.7亿元(同比+20.3%)，服装代工收入11.6亿元(同比+146.4%)，其中上海嘉乐于6月30日完成并表，贡献服装代工业务较大增量，但受印尼生产效率爬坡影响，毛利率尚处于较低水平，随着订单放量和供应链优化，未来盈利能力还有较大提升空间。24年上海嘉乐实现收入14.9亿元、净利润0.49亿元，当前净利率仅约3.3%。2) **品牌经营业务**：24年品牌经营业务收入6.6亿元(同比+5.1%)，毛利率25.5%(同比-1.0pct)，小米品牌业务是驱动增长的主要动力。

● **全球产能布局持续优化，印尼基地战略价值凸显。**除了中国基地之外，公司在印尼、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%。印尼基地凭借显著的劳动力成本优势及对美出口FOB模式下的关税规避效应，战略地位尤为突出。未来公司明确将继续加大对印尼的资本投入，包括新建箱包厂区及提升服装产能效率，进一步巩固和放大其在全球供应链中的战略支点作用，保障长期竞争力和增长空间。

● **公司深耕箱包行业，箱包代工稳步增长，服装代工打造新增长极，品牌业务盈利改善，维持“增持”评级。**考虑到代工业务盈利改善节奏，我们略下调25-26年、新增27年盈利预测，预计25-27年归母净利润为3.8/4.6/5.6亿元(原25-26年为4.0/5.1亿元)，对应PE为13/11/9倍。参照可比制造代工企业平均PE估值，给予25年16倍PE，目标市值59亿元，较5/15总市值有19%上涨空间，维持“增持”评级。

● **风险提示**：全球箱包需求增长放缓；原材料成本波动压制盈利能力；汇率大幅波动。

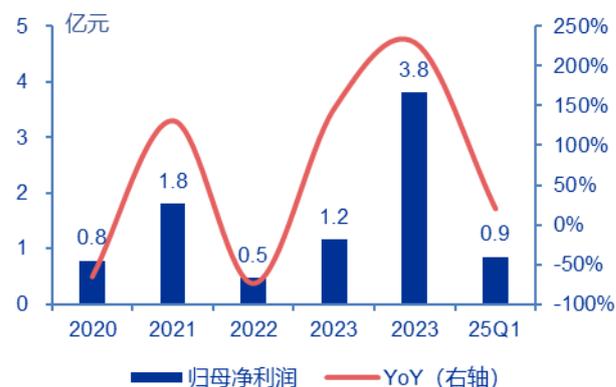
财务数据及盈利预测

	2024	2025Q1	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	4,240	1,234	5,310	6,018	6,823
同比增长率(%)	36.6	35.6	25.2	13.3	13.4
归母净利润(百万元)	381	85	381	460	559
同比增长率(%)	229.5	20.1	0.1	20.7	21.3
每股收益(元/股)	1.59	0.36	1.59	1.92	2.33
毛利率(%)	22.9	24.7	24.1	24.3	24.5
ROE(%)	17.8	3.9	16.0	16.7	17.3
市盈率	13		13	11	9

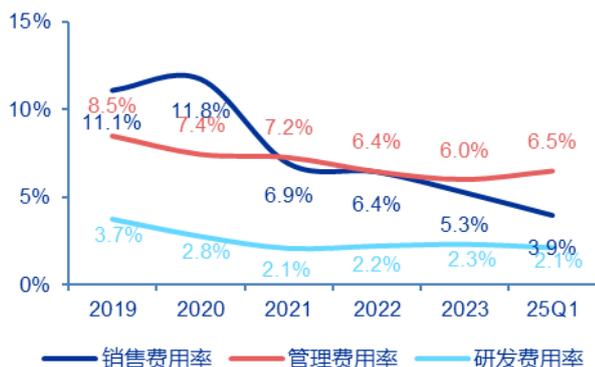
注：“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

图 1: 25Q1 营业收入同比增长 35.6%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 2: 25Q1 归母净利润同比增长 20.1%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 3: 25Q1 销售费用率 3.9%, 管理费用率 6.5%, 研发费用率 2.1%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 4: 25Q1 毛利率 24.7%, 净利率 7.6%


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

表 1: 可比公司估值表

证券代码	证券简称	2025/05/15		归母净利润 (亿元)				PE			
		股价 (元)	总市值 (亿元)	24A	25E	26E	27E	24A	25E	26E	27E
300979.SZ	华利集团	54.40	635	38.4	41.5	48.2	55.3	17	15	13	11
605080.SH	浙江自然	30.55	43	1.9	2.7	3.7	4.7	23	16	12	9
平均值								20	16	13	10
300577.SZ	开润股份	41.48	50	3.8	3.8	4.6	5.6	13	13	11	9

资料来源: Wind, 申万宏源研究; 注: 华利集团盈利预测为申万宏源预测, 浙江自然盈利预测为 Wind 一致预期

财务摘要

百万元, 百万股	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	3,105	4,240	5,310	6,018	6,823
其中: 营业收入	3,105	4,240	5,310	6,018	6,823
减: 营业成本	2,349	3,271	4,030	4,556	5,152
减: 税金及附加	15	15	21	24	27
主营业务利润	741	954	1,259	1,438	1,644
减: 销售费用	200	223	303	343	382
减: 管理费用	200	254	303	337	375
减: 研发费用	68	97	116	126	136
减: 财务费用	28	42	54	42	30
经营性利润	245	338	483	590	721
加: 信用减值损失 (损失以“-”填列)	-9	29	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以“-”填列)	-13	-37	-20	-20	-20
加: 投资收益及其他	-77	134	34	32	32
营业利润	156	485	498	602	731
加: 营业外净收入	-2	-5	0	0	0
利润总额	154	480	498	602	731
减: 所得税	39	79	96	117	143
净利润	115	401	402	485	588
少数股东损益	-1	20	20	24	29
归属于母公司所有者的净利润	116	381	381	460	559

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swsresearch.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swsresearch.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swsresearch.com
华南组	张晓卓	13724383669	zhangxiaozhuo@swsresearch.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swsresearch.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的

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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。