

开润股份(300577)

报告日期: 2025年08月26日

印尼产能优势+双业务协同, 增速有望领跑板块

——开润股份推荐报告

投资要点

□ 推荐理由

开润股份是深耕印尼的箱包及服装制造商, 产能稀缺性+双业务协同使其在大客户中份额持续提升, 叠加服装代工利润率不断改善, 业绩增速有望超预期。

□ 超预期点

1、代工业务收入增速超预期

市场担心: 公司大客户 Nike、迪卡侬自身增速放缓, 且美国关税导致后续谈单不确定性增强, 代工收入增速可能无法达到双位数。

我们认为: 公司凭借印尼产能及延伸品类提升在大客户中的份额, 代工业务收入预计保持双位数增长。**预测依据:** 1) 公司海外产能(主要在印尼)占比超70%, 与大部分制造龙头深耕越南形成差异化优势。一方面, 印尼消费活力吸引头部品牌布局门店, 而印尼政府对其提出本地采购比例要求; 另一方面, 印尼劳动力成本低于越南, 美国本轮加征19%关税具有比较优势。我们认为本地采购及出口优势均会驱动大客户倾斜采购份额。2) 公司锚定针织面料及成衣开启第二增长曲线, 与箱包代工在客户资源及管理能力上具备协同效应, 目前已在原有优衣库基础上, 从箱包向服装引入了 Adidas、PUMA、MUJI 三个重要客户。

□ 2、服装代工净利率改善超预期

市场担心: 服装代工尚处于团队磨合、产能建设及客户拓展阶段, 盈利能力预计短期内难以看到明显提升。

我们认为: 服装代工已走出调整压力最大阶段, 利润率预计逐年持续改善。**预测依据:** 1) 公司于2020年投资上海嘉乐后对其客户结构及产能进行了优化整合, 2024年已经走出了2020-2023年的亏损阶段, 实现净利率3.3%; 2) 2024年印尼服装产能利用率仅49.9%, 随着客户订单规模进一步放量、订单结构优化, 我们预计产能利用率有望提升, 将带动利润率上行。

□ 驱动因素

1、大客户箱包采购份额提升以及延伸服装品类, 带动代工业务收入增速超预期。

2、服装产能利用率提升、订单结构改善, 带动服装代工净利率改善超预期。

检验指标: 箱包代工收入增速; 服装代工毛利率及净利率; 印尼产能增长及利用率提升

可能催化剂: 财报主业经营业绩超预期; 新开拓箱包或服装大客户; Nike 季度收入增速回正

□ 盈利预测

预计25-27年实现收入51.6/59.2/67.8亿元, 同比增长21.8%/14.6%/14.5%, 归母净利润3.7/4.6/5.6亿元, 同比增长-2.2%/23.3%/21.3%, PE 14.5/11.7/9.7倍。考虑到24年上海嘉乐股权的公允价值重估确认投资收益9631万元, 若剔除该影响, 25年净利润增速超过30%, 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。

□ 估值分析

我们预计25-27年公司收入保持双位数增长的同时, 净利率改善带动经营净利润复合增速超过20%, 给予20倍目标PE, 对应约75亿市值, 目标价31.05元/股, 对应现价空间38%。

□ 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 | ¥22.49 |
| 总市值(百万元) | 5,392.94 |
| 总股本(百万股) | 239.79 |

股票走势图



相关报告

- 《业绩预期亮丽, 服装代工持续放量且效率爬坡》2025.05.05
- 《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

财务摘要

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 4240.2 | 5164.4 | 5916.0 | 6776.3 |
| (+/-) (%) | 36.6% | 21.8% | 14.6% | 14.5% |
| 归母净利润 | 381.0 | 372.6 | 459.3 | 557.2 |
| (+/-) (%) | 229.5% | -2.2% | 23.3% | 21.3% |
| 每股收益(元) | 1.59 | 1.55 | 1.92 | 2.32 |
| P/E | 14.2 | 14.5 | 11.7 | 9.7 |

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 | 2,633 | 3,313 | 3,846 |
| 现金 | 596 | 731 | 1,030 | 1,453 |
| 交易性金融资产 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 1,051 | 935 | 1,216 | 1,248 |
| 其它应收款 | 19 | 17 | 25 | 24 |
| 预付账款 | 25 | 18 | 31 | 25 |
| 存货 | 868 | 833 | 914 | 998 |
| 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 | 4,832 | 5,458 | 5,929 |
| 流动负债 | 2,297 | 1,744 | 2,045 | 2,132 |
| 短期借款 | 551 | 500 | 500 | 500 |
| 应付款项 | 634 | 614 | 807 | 809 |
| 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1,112 | 630 | 738 | 822 |
| 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 | 1,980 | 2,282 | 2,368 |
| 少数股东权益 | 459 | 459 | 459 | 459 |
| 归属母公司股东权 | 2,142 | 2,393 | 2,718 | 3,102 |
| 负债和股东权益 | 5,151 | 4,832 | 5,458 | 5,929 |

现金流量表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 经营活动现金流 | 232 | 800 | 599 | 777 |
| 净利润 | 401 | 398 | 502 | 622 |
| 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) | 214 | (80) | (23) |
| 其它 | 6 | 20 | 8 | 8 |
| 投资活动现金流 | (247) | (846) | (469) | (500) |
| 资本支出 | 524 | 1241 | 865 | 896 |
| 长期投资 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 其他 | (777) | (2092) | (1339) | (1401) |
| 筹资活动现金流 | (51) | 180 | 169 | 147 |
| 短期借款 | 551 | 500 | 500 | 500 |
| 长期借款 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| 其他 | (702) | (420) | (431) | (453) |
| 现金净增加额 | (68) | 135 | 299 | 424 |

利润表

| (百万元) | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 4,240 | 5,164 | 5,916 | 6,776 |
| 营业成本 | 3,271 | 3,912 | 4,455 | 5,068 |
| 营业税金及附加 | 15 | 19 | 21 | 24 |
| 营业费用 | 223 | 300 | 331 | 373 |
| 管理费用 | 254 | 318 | 355 | 400 |
| 研发费用 | 97 | 114 | 130 | 149 |
| 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 | 478 | 601 | 744 |
| 营业外收支 | (5) | (4) | (4) | (4) |
| 利润总额 | 480 | 474 | 597 | 740 |
| 所得税 | 79 | 76 | 96 | 118 |
| 净利润 | 401 | 398 | 502 | 622 |
| 少数股东损益 | 20 | 26 | 42 | 64 |
| 归属母公司净利润 | 381 | 373 | 459 | 557 |
| EBITDA | 492 | 635 | 774 | 935 |
| EPS (最新摊薄) | 1.59 | 1.55 | 1.92 | 2.32 |

主要财务比率

| | 2024 | 2025E | 2026E | 2027E |
|----------------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 36.56% | 21.80% | 14.55% | 14.54% |
| 营业利润 | 211.39% | -1.46% | 25.73% | 23.82% |
| 归属母公司净利润 | 229.52% | -2.21% | 23.28% | 21.31% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 22.86% | 24.25% | 24.69% | 25.21% |
| 净利率 | 8.99% | 7.21% | 7.76% | 8.22% |
| ROE | 17.78% | 14.61% | 16.64% | 18.45% |
| ROIC | 12.65% | 15.46% | 17.22% | 18.88% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 49.51% | 40.97% | 41.80% | 39.93% |
| 净负债比率 | 98.06% | 69.41% | 71.82% | 66.48% |
| 流动比率 | 1.17 | 1.51 | 1.62 | 1.80 |
| 速动比率 | 0.79 | 1.02 | 1.16 | 1.32 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.97 | 1.03 | 1.15 | 1.19 |
| 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 | 1.55 | 1.92 | 2.32 |
| 每股经营现金 | 0.11 | 0.33 | 0.22 | 0.25 |
| 每股净资产 | 8.93 | 9.98 | 11.33 | 12.94 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.15 | 14.48 | 11.74 | 9.68 |
| P/B | 2.52 | 2.25 | 1.98 | 1.74 |
| EV/EBITDA | 11.06 | 8.28 | 6.41 | 4.85 |

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>