

2025 年 09 月 22 日

进一步收购嘉乐 20%股权至 81%，增厚业绩

开润股份(300577)

评级:	买入	股票代码:	300577
上次评级:	买入	52 周最高价/最低价:	30.99/15.2
目标价格:		总市值(亿)	59.16
最新收盘价:	24.67	自由流通市值(亿)	34.59
		自由流通股数(亿)	140.21

事件概述

公司公告拟以自有资金或自筹资金 2.8 亿元收购“玖安投资”（公司对其间接持股 39.9%）持有的“上海嘉乐”20%股份,对应收购 PE 约为 13X, 交易完成后滁州米润将持有上海嘉乐 71.8480%股份, 公司对“上海嘉乐”合计持股比例从 69.4%提升至 81.4%, 预计 25Q4 带来业绩增厚。

25/9/17 公司公告控股股东、实际控制人提前终止减持计划公告, 对市场有一定激励作用。

分析判断:

根据我们测算, Q3 公司利润有望高增长, 主要由于: 1) 在 Q2 净利率提升基础上, 服装下半年收入端加速; 2) 高占比的箱包净利率提升, 叠加高净利率的拉杆箱更快增长。

投资建议

考虑到当前贸易环境, 公司对美国出口收入占比 15%, 全部由印尼出口, 目前美国与印度尼西亚达成协议, 美国将对印尼征收 19%关税, 我们认为公司的印尼先发布局优势愈发凸显, 构成目前主要贡献点的 2B 箱包代工业务仍有利润弹性空间, 嘉乐成长性刚刚开启, 2C 端运营主导权的变化带来盈利提升空间。(1) 根据我们测算, 25 年 2B 箱包业务有望实现双位数增长、且净利率 25 年依然存在修复空间, 主要来自产能利用率修复和汇兑影响减弱, 公司 2B 业务核心优势来自印尼布局, 核心驱动在于净利率修复、下游补库存、公司老客户份额有望提升以及新客户拓展存在空间。(2) 根据我们测算, 2C 业务核心驱动在于小米业务分成模式变化带来的利润率提升。(3) 收购上海嘉乐进入服装代工更大赛道, 打开公司第二增长曲线, 且净利率仍存在修复空间。

考虑到虽然收购带来业绩增厚, 但此前预期较为乐观, 调整 25/26/27 年收入预测 55.33/63.14/71.42 亿元至 52.38/60.02/68.74 亿元; 调整 25/26/27 年归母净利预测 4.60/5.84/7.12 亿元至 4.28/5.73/6.92 亿元; 对应调整 25/26/27 年 EPS 1.92/2.44/2.97 元至 1.78/2.39/2.89 元。2025 年 9 月 22 日收盘价 24.67 元对应 25/26/27 年 PE 为 14/10/9X, 维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动和劳动力成本上升; 汇率波动; 产能扩张不及预期; 本次拟收购事项尚未完成存在不确定性; 系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024E	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,105	4,240	5,238	6,002	6,874
YoY (%)	13.3%	36.6%	23.5%	14.6%	14.5%
归母净利润(百万元)	116	381	428	573	692
YoY (%)	146.5%	229.5%	12.3%	33.8%	20.9%
毛利率 (%)	24.4%	22.9%	22.8%	23.0%	23.2%
每股收益 (元)	0.48	1.59	1.78	2.39	2.89

ROE	6.2%	17.8%	16.8%	18.6%	18.5%
市盈率	41.35	15.53	13.83	10.33	8.55

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2024E	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024E	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4,240	5,238	6,002	6,874	净利润	401	452	604	729
YoY (%)	36.6%	23.5%	14.6%	14.5%	折旧和摊销	107	26	40	49
营业成本	3,271	4,046	4,624	5,282	营运资金变动	-210	679	-72	-28
营业税金及附加	15	19	16	11	经营活动现金流	232	1,063	568	744
销售费用	223	328	370	416	资本开支	-166	-83	-115	-115
管理费用	254	297	171	185	投资	-110	0	0	0
财务费用	42	2	-27	-38	投资活动现金流	-247	48	-103	-101
研发费用	97	136	150	172	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-37	-20	-10	-10	债务募资	883	-551	0	0
投资收益	117	131	12	14	筹资活动现金流	-51	-595	-31	-41
营业利润	485	542	725	876	现金净流量	-68	516	434	602
营业外收支	-5	2	2	2	主要财务指标				
利润总额	480	544	727	879	成长能力 (%)				
所得税	79	92	124	149	营业收入增长率	36.6%	23.5%	14.6%	14.5%
净利润	401	452	604	729	净利润增长率	229.5%	12.3%	33.8%	20.9%
归属于母公司净利润	381	428	573	692	盈利能力 (%)				
YoY (%)	229.5%	12.3%	33.8%	20.9%	毛利率	22.9%	22.8%	23.0%	23.2%
每股收益	1.59	1.78	2.39	2.89	净利率	9.5%	8.6%	10.1%	10.6%
资产负债表（百万元）					总资产收益率 ROA	7.4%	7.5%	8.8%	9.2%
货币资金	596	1,112	1,546	2,149	净资产收益率 ROE	17.8%	16.8%	18.6%	18.5%
预付款项	25	22	26	29	偿债能力 (%)				
存货	868	1,053	1,267	1,447	流动比率	1.17	1.32	1.47	1.63
其他流动资产	1,208	970	1,091	1,230	速动比率	0.79	0.87	0.99	1.14
流动资产合计	2,697	3,158	3,930	4,855	现金比率	0.26	0.47	0.58	0.72
长期股权投资	221	221	221	221	资产负债率	49.5%	46.6%	44.8%	42.9%
固定资产	1,122	1,124	1,124	1,126	经营效率 (%)				
无形资产	349	349	349	349	总资产周转率	0.82	0.92	0.92	0.92
非流动资产合计	2,454	2,513	2,589	2,657	每股指标 (元)				
资产合计	5,151	5,670	6,519	7,512	每股收益	1.59	1.78	2.39	2.89
短期借款	551	0	0	0	每股净资产	8.93	10.62	12.87	15.59
应付账款及票据	883	1,397	1,621	1,852	每股经营现金流	0.97	4.43	2.37	3.10
其他流动负债	863	992	1,044	1,118	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	2,297	2,389	2,665	2,970	估值分析				
长期借款	100	100	100	100	PE	15.53	13.83	10.33	8.55
其他长期负债	153	153	153	153	PB	2.78	2.32	1.92	1.58
非流动负债合计	253	253	253	253					
负债合计	2,550	2,642	2,918	3,223					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	459	483	514	551					
股东权益合计	2,601	3,028	3,601	4,289					
负债和股东权益合计	5,151	5,670	6,519	7,512					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。