

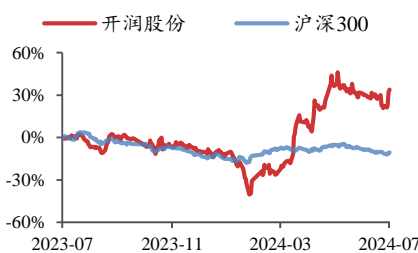
## 开润股份 (300577.SZ)

2024年07月11日

投资评级：买入（维持）

日期	2024/7/11
当前股价(元)	21.88
一年最高最低(元)	24.65/9.18
总市值(亿元)	52.47
流通市值(亿元)	30.74
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.40
近3个月换手率(%)	89.92

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《拟收购上海嘉乐落地后将并表，一体化服装代工展翼——公司信息更新报告》-2024.6.6

《2023年代工韧性凸显、90分扭亏，2024Q1扣非净利率超预期——公司信息更新报告》-2024.4.29

《2023年业绩预告符合预期，期待2024年蓄力向上——公司信息更新报告》-2024.1.31

## 箱包代工壁垒坚实，一体化服装代工锦上添花

### ——公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

张霜凝（分析师）

zhangshuangning@kysec.cn

证书编号：S0790524070006

#### ● 收购上海嘉乐股权完成交割，箱包服装两翼齐飞，维持“买入”评级

公司回购稳步推进，此前收购15.9%上海嘉乐股份有限公司（以下简称“上海嘉乐”）股权完成交割，将直接持有上海嘉乐51.848%股权（此前为35.944%），上海嘉乐正式并表。长期看，公司代工品类从箱包扩展到空间更大的服装领域，上海嘉乐为垂直一体化服装代工企业，拥有优质客户资源、面辅料研发、全球运作管理优势，并表后有利于双方资源共享，在箱包生产经验、客户、产能布局上深度协同，预计上海嘉乐盈利能力提升空间充足，并表后有望增厚集团利润。短期看，受益于奥运会、欧洲杯等赛事，预计2024Q2服装和箱包端订单充沛且在高产能利用率下维持较高盈利能力，我们维持盈利预测，预计2024-2026年归母净利润为3.0/4.1/5.2亿元，对应EPS为1.3/1.7/2.2元，当前股价对应PE 17.5/12.8/10.1倍，维持“买入”评级。

#### ● 代工制造全球化产能布局并卡位印尼，区位优势突出，顺势而为无惧竞争

公司箱包及服装代工全球布局，预计海外产能布局约70%且以印尼为主，印尼供应链优势在于：（1）成本低，体现在人力成本及税率，截至2023年12月，印尼是全球第四大人口国，拥有2.8亿人口，年龄中位数不足30岁，年轻的人口结构为制造业提供充足的人力资源，劳动力成本低于越南；印尼已与22个国家签署了多双边自贸协定，同时被纳入美国普惠制，同时出台了相关法律及优惠政策并建立经济特区，以鼓励外商投资。（2）高潜力消费市场：受城市化进程加快助推，中产阶层人群快速增长，第一数据预计2024-2029年纺织品市场规模CAGR超5.54%，根据世界银行，2002年以来印尼中产群体消费每年增长12%，预计印尼2030年中产阶层人群数量将达1.4亿人，占总人口近50%。下游客户预计会进一步加大对印尼本地工厂的采购，一方面印尼保护本土制造业，另一方面中国的进口成品关税可能提高。

#### ● 箱包代工壁垒坚实制造，上海嘉乐成长路径明确，并表协同下盈利亟待释放

（1）**箱包**：客户结构优质且集中度高，预计订单维持双位数增长，同时公司优化客户及产能结构并提升精细化管理能力，2024Q1箱包盈利能力提升显著，预计2024Q2维持较好盈利能力。（2）**服装**：印尼以服装加工为主，纺织产业链织造及染整加工的中上游环节较为薄弱，嘉乐2003年于印尼建厂，垂直一体化的产业链布局优势明显。同时，嘉乐服务于全球知名客户优衣库、Adidas、Puma、MUJI等，客户集中度高于箱包，2023年收入12.85亿元（+26.9%），规模提升空间广阔，预计并表后与箱包协同下盈利能力逐步释放，2024Q1净利率3.4%，预计2024Q2环比改善。

#### ● 风险提示：出行需求复苏不及预期、订单不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	3,902	4,676	5,509
YOY(%)	19.7	13.3	25.7	19.8	17.8
归母净利润(百万元)	47	116	300	410	520
YOY(%)	-74.0	146.7	159.4	36.6	27.0
毛利率(%)	21.6	24.4	26.4	26.8	27.0
净利率(%)	1.7	3.7	7.7	8.8	9.4
ROE(%)	3.1	6.0	14.7	16.6	17.5
EPS(摊薄/元)	0.2	0.5	1.3	1.7	2.2
P/E(倍)	111.9	45.4	17.5	12.8	10.1
P/B(倍)	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1934	1918	2705	2603	3519
现金	679	653	703	848	945
应收票据及应收账款	479	592	798	839	1091
其他应收款	20	11	45	15	51
预付账款	14	11	37	15	41
存货	600	493	974	737	1239
其他流动资产	143	158	148	150	152
<b>非流动资产</b>	1582	1670	1857	1970	2101
长期投资	641	633	702	710	733
固定资产	441	571	694	805	915
无形资产	87	86	76	66	56
其他非流动资产	413	380	385	389	397
<b>资产总计</b>	3516	3588	4562	4573	5620
<b>流动负债</b>	1433	1206	1918	1572	2153
短期借款	479	299	717	432	616
应付票据及应付账款	501	610	938	800	1232
其他流动负债	454	296	264	341	305
<b>非流动负债</b>	316	473	432	374	309
长期借款	259	418	375	318	254
其他非流动负债	56	55	56	56	56
<b>负债合计</b>	1749	1679	2350	1947	2462
少数股东权益	54	56	82	108	141
股本	240	240	240	240	240
资本公积	715	730	730	730	730
留存收益	781	875	1094	1416	1806
<b>归属母公司股东权益</b>	1713	1853	2130	2518	3016
<b>负债和股东权益</b>	3516	3588	4562	4573	5620

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	107	440	-42	694	172
净利润	55	115	326	436	554
折旧摊销	49	56	57	62	72
财务费用	21	28	33	42	47
投资损失	44	86	8	-23	-61
营运资金变动	-158	106	-456	188	-434
其他经营现金流	96	49	-10	-11	-7
<b>投资活动现金流</b>	-226	-218	-224	-152	-135
资本支出	240	140	116	107	107
长期投资	-12	-81	-69	-33	-23
其他投资现金流	2	-159	-176	-79	-50
<b>筹资活动现金流</b>	-31	-253	36	-144	-150
短期借款	-51	-180	137	-31	-25
长期借款	-105	159	-43	-57	-65
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	15	0	0	0
其他筹资现金流	113	-248	-58	-55	-60
<b>现金净增加额</b>	-151	-30	-230	398	-112

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	2741	3105	3902	4676	5509
营业成本	2148	2349	2870	3423	4022
营业税金及附加	9	15	19	23	27
营业费用	190	200	238	282	331
管理费用	199	200	242	285	335
研发费用	57	68	82	98	115
财务费用	21	28	33	42	47
资产减值损失	-28	-13	-21	-19	-17
其他收益	50	9	10	10	10
公允价值变动收益	-10	12	12	12	10
投资净收益	-44	-86	-8	23	61
资产处置收益	-0	-1	-2	-2	-3
<b>营业利润</b>	83	156	408	547	694
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	5	4	3	4	4
<b>利润总额</b>	79	154	407	545	692
所得税	24	39	81	109	138
<b>净利润</b>	55	115	326	436	554
少数股东损益	8	-1	26	26	33
<b>归属母公司净利润</b>	47	116	300	410	520
EBITDA	154	236	488	630	778
EPS(元)	0.20	0.48	1.25	1.71	2.17

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	19.7	13.3	25.7	19.8	17.8
营业利润(%)	-57.3	87.3	162.1	33.9	26.8
归属于母公司净利润(%)	-74.0	146.7	159.4	36.6	27.0
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	21.6	24.4	26.4	26.8	27.0
净利率(%)	1.7	3.7	7.7	8.8	9.4
ROE(%)	3.1	6.0	14.7	16.6	17.5
ROIC(%)	2.6	5.0	10.2	13.3	14.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.7	46.8	51.5	42.6	43.8
净负债比率(%)	20.9	10.9	23.9	2.0	2.7
流动比率	1.3	1.6	1.4	1.7	1.6
速动比率	0.9	1.1	0.8	1.1	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.9	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	5.7	5.8	5.6	5.7	5.7
应付账款周转率	3.9	4.2	3.7	3.9	4.0
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.48	1.25	1.71	2.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.44	1.83	-0.18	2.90	0.72
每股净资产(最新摊薄)	6.87	7.45	8.61	10.23	12.30
<b>估值比率</b>					
P/E	111.9	45.4	17.5	12.8	10.1
P/B	3.2	2.9	2.5	2.1	1.8
EV/EBITDA	36.3	23.0	11.9	8.4	6.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。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。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn