

# 开润股份 (300577.SZ)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 出行恢复开局良好,调整显效盈利可期

### 业绩简评

公司4月26日发布2022全年、1Q23单季度业绩,其中:2022全年实现收入27.4亿元(+19.8%)、实现归母净利润4686.9万元(-74%),处于业绩预告中枢;

1Q23实现收入7.4亿元(+21%)、实现归母净利3501.1万元,下滑-24.7%主要系去年同期政府补助较高所致,扣非口径下归母净利同增180%至3529.1亿元,符合预期。

### 经营分析

**22年疫情扰动利润承压,2C端Q4减亏显著。**22全年公司1)2B业务收入逆势同增50%至21.98亿元,创历史新高;毛利率受原材料及客户结构调整影响下滑3.99pct至21.98%;2)2C业务收入在公司主动调整收缩下,下滑32%至5.13亿元;毛利率同降7.41pct至20.87%。其中4Q22单季度公司实现收入5.8亿元(-18.7%);利润端亏损约2294万元(-179.5%),主要受疫情扰动经营、政府补助下降、嘉乐业务亏损及计提资产减值准备增加等因素影响,其中2C业务预计已基本实现盈亏平衡。

**23年一季度2B稳健修复、2C增长强劲。**我们预计1Q23单季度2B/2C端收入分别同增20%以上/单位数下滑,其中2C主要受到去年同期海外业务基数较高影响,可比口径下国内销售恢复显著。全年来看,2B端耐克订单预计维持10%以上稳健增长,嘉乐业务随着优衣库订单修复、新客户贡献增量,预计带动收入增长30%以上,利润率随着产能利用率改善有望修复至疫情前水平,2C端随着调整见效、出行修复有望实现盈利。

**存货周转加快,轻装上阵。**公司1Q23存货周转天数环比22全年下降11.2天、同比下降22.5天,反应公司销售改善,渠道调整存货去化卓有成效;经营性现金流净额同比转正至1.12亿元,营运状况良好。

### 投资建议

公司2B端在宏观环境疲软背景下全年订单保持稳健增长;2C端聚焦利润改善与经营效益提升,战略调整后预计逐步减亏,2023年有望贡献盈利。我们预计2023~25年公司归母净利润为1.53/2.11/2.6亿元,对应PE为25/17/14倍,维持“买入”评级。

### 风险提示

疫情导致终端需求恢复不及预期,品牌运营不及预期。

### 纺织服装组

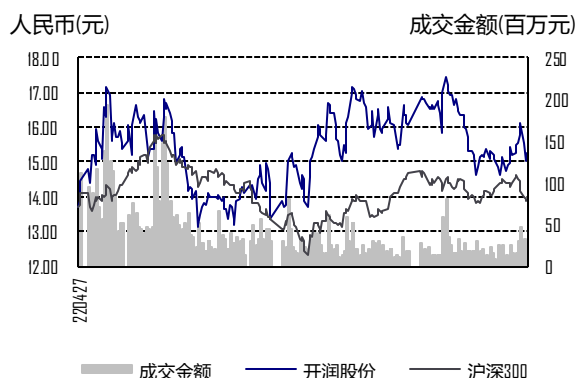
分析师:杨欣(执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价(人民币):15.28元

### 相关报告:

- 《开润股份公司点评:外需疲软2B承压,调整显效2C盈利可期》,2023.1.31
- 《经营环比改善,静候业绩拐点-开润股份22年三季报点评》,2022.10.27
- 《Q2如期减亏,Q3拐点将至-开润股份22中报点评》,2022.8.29



### 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	3,313	3,965	4,730
营业收入增长率	17.76%	19.75%	20.86%	19.70%	19.28%
归母净利润(百万元)	180	47	153	211	260
归母净利润增长率	131.03%	-73.98%	226.77%	37.63%	23.42%
摊薄每股收益(元)	0.751	0.195	0.639	0.879	1.085
每股经营性现金流净额	0.20	0.44	1.04	1.51	1.67
ROE(归属母公司)(摊薄)	10.68%	2.74%	8.36%	10.48%	11.63%
P/E	20.34	78.18	24.96	17.38	14.08
P/B	2.17	2.14	2.09	1.82	1.64

来源:公司年报、国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>1,944</b>	<b>2,289</b>	<b>2,741</b>	<b>3,313</b>	<b>3,965</b>	<b>4,730</b>
增长率		17.8%	19.7%	20.9%	19.7%	19.3%
主营业务成本	-1,390	-1,681	-2,148	-2,560	-2,985	-3,479
%销售收入	71.5%	73.4%	78.4%	77.3%	75.3%	73.6%
毛利	554	608	593	753	980	1,250
%销售收入	28.5%	26.6%	21.6%	22.7%	24.7%	26.4%
营业税金及附加	-9	-9	-9	-12	-14	-21
%销售收入	0.4%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%
销售费用	-216	-269	-190	-229	-309	-402
%销售收入	11.1%	11.8%	6.9%	6.9%	7.8%	8.5%
管理费用	-165	-170	-199	-225	-278	-345
%销售收入	8.5%	7.4%	7.2%	6.8%	7.0%	7.3%
研发费用	-73	-63	-57	-66	-91	-118
%销售收入	3.7%	2.8%	2.1%	2.0%	2.3%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	91	98	139	222	288	363
%销售收入	4.7%	4.3%	5.1%	6.7%	7.3%	7.7%
财务费用	-25	-31	-21	-35	-43	-40
%销售收入	1.3%	1.4%	0.8%	1.1%	1.1%	0.8%
资产减值损失	-19	-17	-31	-8	-10	-2
公允价值变动收益	1	24	-10	0	0	0
投资收益	15	34	-44	-3	5	5
%税前利润	18.5%	17.5%	n.a	n.a	2.1%	1.5%
营业利润	85	195	83	175	241	326
营业利润率	4.4%	8.5%	3.0%	5.3%	6.1%	6.9%
营业外收支	-2	0	-5	-1	-1	-1
税前利润	84	195	79	174	240	325
利润率	4.3%	8.5%	2.9%	5.3%	6.0%	6.9%
所得税	-17	-22	-24	-21	-29	-65
所得税率	20.4%	11.3%	30.6%	12.0%	12.0%	20.0%
净利润	66	173	55	153	211	260
少数股东损益	-11	-7	8	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>78</b>	<b>180</b>	<b>47</b>	<b>153</b>	<b>211</b>	<b>260</b>
净利率	4.0%	7.9%	1.7%	4.6%	5.3%	5.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	66	173	55	153	211	260
少数股东损益	-11	-7	8	0	0	0
非现金支出	58	77	92	76	87	90
非经营收益	-7	-43	89	96	60	61
营运资金变动	18	-159	-129	-76	4	-10
<b>经营活动现金净流</b>	<b>134</b>	<b>47</b>	<b>107</b>	<b>250</b>	<b>362</b>	<b>401</b>
资本开支	-158	-165	-237	-107	-119	-118
投资	-441	-287	-12	-5	-45	-12
其他	-29	16	23	-3	5	5
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-628</b>	<b>-436</b>	<b>-226</b>	<b>-115</b>	<b>-159</b>	<b>-125</b>
股权募资	897	0	0	-7	0	0
债权募资	387	252	48	37	40	3
其他	-104	-95	-79	-82	-95	-99
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>1,180</b>	<b>157</b>	<b>-31</b>	<b>-51</b>	<b>-55</b>	<b>-96</b>
<b>现金净流量</b>	<b>681</b>	<b>-232</b>	<b>-151</b>	<b>85</b>	<b>148</b>	<b>180</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,053	848	679	761	907	1,086
应收款项	409	501	499	644	771	920
存货	389	533	600	833	882	981
其他流动资产	150	171	156	161	181	199
流动资产	2,002	2,053	1,934	2,400	2,741	3,186
%总资产	66.0%	58.4%	55.0%	60.4%	63.0%	66.0%
长期投资	502	792	739	739	739	739
固定资产	260	374	551	630	661	684
%总资产	8.6%	10.6%	15.7%	15.9%	15.2%	14.2%
无形资产	192	183	175	186	196	203
非流动资产	1,031	1,460	1,582	1,570	1,611	1,640
%总资产	34.0%	41.6%	45.0%	39.6%	37.0%	34.0%
<b>资产总计</b>	<b>3,032</b>	<b>3,513</b>	<b>3,516</b>	<b>3,970</b>	<b>4,352</b>	<b>4,826</b>
短期借款	498	575	743	815	855	856
应付款项	525	638	537	801	917	1,041
其他流动负债	148	146	154	200	249	371
流动负债	1,170	1,359	1,433	1,816	2,021	2,268
长期贷款	1	191	73	73	73	73
其他长期负债	225	231	242	196	193	194
负债	1,397	1,781	1,749	2,085	2,287	2,535
<b>普通股股东权益</b>	<b>1,581</b>	<b>1,687</b>	<b>1,713</b>	<b>1,831</b>	<b>2,011</b>	<b>2,237</b>
其中：股本	240	240	240	240	240	240
未分配利润	552	707	728	853	1,032	1,259
少数股东权益	55	45	54	54	54	54
<b>负债股东权益合计</b>	<b>3,032</b>	<b>3,513</b>	<b>3,516</b>	<b>3,970</b>	<b>4,352</b>	<b>4,826</b>

**比率分析**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.325	0.751	0.195	0.639	0.879	1.085
每股净资产	6.582	7.035	7.145	7.636	8.385	9.330
每股经营现金净流	0.560	0.198	0.445	1.043	1.511	1.673
每股股利	0.117	0.105	0.100	0.120	0.130	0.140
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.93%	10.68%	2.74%	8.36%	10.48%	11.63%
总资产收益率	2.57%	5.13%	1.33%	3.86%	4.84%	5.39%
投入资本收益率	3.16%	3.24%	3.47%	6.59%	7.98%	8.53%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-27.87%	17.76%	19.75%	20.86%	19.70%	19.28%
EBIT增长率	-66.62%	7.04%	42.03%	59.49%	30.07%	26.08%
净利润增长率	-65.51%	131.03%	-73.98%	226.77%	37.63%	23.42%
总资产增长率	53.95%	15.84%	0.10%	12.91%	9.61%	10.90%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	74.2	68.6	63.7	67.0	67.0	67.0
存货周转天数	122.2	100.1	96.2	120.0	110.0	105.0
应付账款周转天数	119.4	98.7	71.3	88.0	85.0	82.0
固定资产周转天数	41.9	35.4	58.8	48.5	39.7	32.0
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-28.65%	3.00%	13.16%	11.79%	5.67%	-2.66%
EBIT利息保障倍数	3.7	3.2	6.8	6.4	6.7	9.0
资产负债率	46.06%	50.71%	49.74%	52.52%	52.56%	52.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照：**

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
 3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402