

开润股份 (300577)

2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩承压、23Q1 恢复较好, 看好全年业绩修复

增持 (维持)

2023 年 04 月 27 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

证券分析师 赵艺原

执业证书: S0600522090003

zhaoyy@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,741	3,020	3,624	4,293
同比	20%	10%	20%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	47	150	184	221
同比	-74%	220%	23%	20%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.20	0.62	0.77	0.92
P/E (现价&最新股本摊薄)	78.18	24.45	19.93	16.62

关键词: #业绩不及预期

投资要点

■ 公司公布 2022 年报及 23Q1 业绩: 1) 2022 年: 营收 27.41 亿元/yoy+19.75%、归母净利润 0.47 亿元/yoy-73.98%、扣非归母净利润 0.20 亿元/yoy-79.01%。分季度看, 22Q1-Q4 收入分别同+35.56%/+31.34%/+43.85%/-18.67%、归母净利润分别同+2.78%/-93.91%/-62.82%/亏损, Q1-3 收入增速较快, Q4 受国内疫情扰动+外需走弱影响增速回落, 利润端大幅降低主要系毛利率同-4.96pct、及投资收益&公允价值变动&资产减值损失冲减所致。2) 23Q1: 营收 7.40 亿/yoy+21.00%、归母净利润 0.35 亿/yoy-24.72%、扣非净利 35.29 亿/yoy+179.99%, 国内消费场景常态化后收入呈复苏, 费用控制优秀、扣非净利实现大幅增长。

■ 2B 业务: 客户及品类拓展拉动收入逆势维持较好增长, 盈利能力承压。1) 收入端: 22 年代工收入 21.98 亿元/yoy+50.09%/占比 80.19%, 主要系: ①耐克/迪卡侬/VF 集团贡献分别同增高双位数/70-80%/近 100%, 优质客户合作持续深化、订单持续放量; ②新拓客户 PUMA、The North Face、Thule 等增量订单; ③投资上海嘉乐后, 公司作为渠道商承接部分品牌服装代工订单带来增量收入。分上下半年看, 22H1/H2 分别同+67%/+37%, 下半年受外需走弱影响增速有所放缓, 但仍较为稳健。23Q1 收入约 6.1 亿/同增约 30%, 主要受益于承接嘉乐服装订单拉动、箱包代工同增约低双位数。2) 产能方面: 22 年总产能 3973 万件/yoy+48.68%, 其中境外 (印度、印尼)/境内 (滁州) 分别同+20.9%/+67.2%、占比 67%/33%, 公司积极完善全球化产能布局, 未来将有序推进印尼工厂建设。22 年整体产能利用率 88%, 其中境内/境外分别 97%/84%, 境内产能利用率较高, 境外新增产能爬坡中、生产效率仍存提升空间。3) 盈利能力方面: 受嘉乐低毛利服装订单客户占比提升及新增产能爬坡影响, 22 年毛利率同比-3.99pct 至 21.98%。此外上海嘉乐 22 年亏损 0.67 亿元、对业绩拖累体现为投资亏损、23Q1 疫情放开后已实现止亏。4) 展望: 23 年 2B 预计收入增长较为稳健, 随客户结构优化+产能利用率提升, 毛利率预计稳中略升。上海嘉乐在老客户新增+新客户拓展带动下收入增速有望超 30%, 23 年有望实现盈利、贡献正投资收益。

■ 2C 业务: 22 年业绩承压, 23Q1 国内恢复较好。1) 收入端: 22 年收入 5.13 亿元/yoy-32.11%/占比 19%。分品牌看 90 分/小米同比分别-34%/-30%、占 2C 业务 42%/58%, 公司主动关停 2C 亏损业务 (如海外渠道), 叠加国内疫情对出行市场造成较大冲击, 2C 收入受到较大影响; 23Q1 收入约 1.3 亿元/同比单个位数下滑, 主因 22Q1 外销基数较高、经主动收缩后 23Q1 外销大幅降低, 国内受益于出行消费恢复较好, 90 分收入同增超 50%、小米亦有较好表现。2) 毛利率: 22 年同比-7.41pct 至 20.87%, 主因加大促销力度清理货品所致, 23Q1 明显提升、已实现扭亏。3) 展望: 23 年受益于国内出行放开、国内 2C 端有望快速增长, 但考虑到海外销售收缩影响, 预计整体收入实现小幅增长。随国内产品持续推新、高毛利产品占比提升, 23 年毛利率有望显著提升, 实现扭亏为盈。

■ 毛利率&费用率均下滑, 22 年非主业项目拖累净利。1) 毛利率: 22 年同比-4.96pct 至 21.63%, 下降主因 2B、2C 业务呈不同程度下滑; 23Q1 为 21.75%、同比-3.29pct、环比+2.20pct, 边际逐渐好转。2) 费用率: 22 年/23Q1 同比分别-6.31/-6.22pct 至 16.98%/16.00%, 主要系销售费用率同比分别-4.84/-3.85pct 所致、公司严格控费成效显著。3) 非主业项目: 22 年投资收益同减 0.77 亿元 (主要来自上海嘉乐及理财产品)、其他收益同减 0.40 亿元 (主要为政府补助)、公允价值变动同减 0.34 亿元 (主要为交易性金融负债)、资产减值损失同减 0.18 亿元 (主要为存货计提), 以上累计同减 1.69 亿元。4) 净利率: 22 年结合上述影响、归母净利率 1.71%/yoy-6.16pct; 23Q1 同比-2.87pct 至 4.73% (主要系政府补助同减 0.36 亿元、剔除后同比+2.03pct)。

■ 盈利预测与投资评级: 公司为国内箱包龙头, 22 年 2B 客户拓展顺利、产能持续扩张, 收入增速亮眼, 2C 下游需求疲软+主动关停亏损业务、收入大幅下滑, 利润端受 2B 盈利能力下滑、2C&非主业项目亏损等因素出现大幅回落。展望 23 年 2B 业务龙头地位稳固、预计实现稳健增长, 上海嘉乐有望实现盈利、贡献正投资收益, 2C 受益于国内出行旅游场景恢复、抵消海外业务收缩影响、有望重拾增长。考虑 22 年业绩低于预期, 我们将 23/24 年归母净利润从 2.01/2.50 亿元下调至 1.50/1.84 亿元、新增预计 25 年归母净利润 2.21 亿元, 对应 PE 为 24/20/17X, 维持“增持”评级。

■ 风险提示: 疫情反复、经济疲软等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	15.28
一年最低/最高价	12.74/18.98
市净率(倍)	2.15
流通 A 股市值(百万元)	2,046.75
总市值(百万元)	3,664.01

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.11
资产负债率(% ,LF)	46.44
总股本(百万股)	239.79
流通 A 股(百万股)	133.95

相关研究

《开润股份(300577): 2022 年中报点评: 2B 收入大增, 多因素拖累净利承压》

2022-08-30

《开润股份(300577): 2B 韧性凸显、增长可期, 2C 仍待恢复》

2022-04-28

表1: 22年开润股份收入、毛利率分业务及分地区情况

	22年收入 (百万元)	收入 YOY	占总营收 比重	毛利率	毛利率 YOY (+/-)
营业收入	2,740.99	19.75%	100.00%	21.63%	-4.96pct
分业务					
代工制造业务 (2B)	2,197.97	50.09%	80.19%	21.98%	-3.99pct
品牌经营业务 (2C)	513.47	-32.11%	18.73%	20.87%	-7.41pct
90分 (线上)	227.61	-34.39%	8.30%	21.59%	-8.22pct
小米 (分销)	285.86	-30.18%	10.43%	20.31%	-6.68pct
其他	29.55	-56.69%	1.08%	-	-
分地区					
国内	632.19	-21.37%	23.06%	19.52%	-5.45pct
国外	2108.80	42.01%	76.94%	22.26%	-5.19pct

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 开润股份 22 年主业外利润影响项目汇总 (单位: 百万元)

	22 年	21 年	变动金额
非主营业务项目 (列示变动较大的项目)			
其他收益	50.26	90.19	-39.93
投资收益	-44.42	32.87	-77.29
公允价值变动损益	-10.13	23.89	-34.02
资产减值	-28.12	-10.56	-17.56
合计	-32.41	136.39	-168.80
非经常性损益			
非流动资产处置损益	-0.28	3.25	-3.53
政府补助	48.43	89.50	-41.07
交易性金融资产&负债产生公允价值损益	-11.67	11.01	-22.68
其他非经常性损益	-4.51	0.00	-4.51
所得税影响额	-4.67	-17.43	12.76
少数股东权益影响额 (税后)	-0.59	-2.29	1.70
合计	26.71	84.04	-57.33

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

开润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,934	2,607	2,929	3,302	营业总收入	2,741	3,020	3,624	4,293
货币资金及交易性金融资产	769	1,205	1,303	1,383	营业成本(含金融类)	2,148	2,338	2,792	3,292
经营性应收款项	493	663	798	945	税金及附加	9	10	12	14
存货	600	655	745	882	销售费用	190	196	250	318
合同资产	3	15	18	21	管理费用	199	211	257	313
其他流动资产	70	69	65	71	研发费用	57	60	78	92
非流动资产	1,582	1,674	1,762	1,844	财务费用	21	36	36	36
长期股权投资	641	651	661	671	加:其他收益	50	45	43	43
固定资产及使用权资产	458	547	622	691	投资净收益	-44	5	29	39
在建工程	110	100	100	100	公允价值变动	-10	-2	-2	0
无形资产	87	92	97	102	减值损失	-31	-22	-23	-23
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	5	3	1	营业利润	83	193	246	286
其他非流动资产	198	198	198	198	营业外净收支	-5	0	-9	-2
资产总计	3,516	4,281	4,690	5,146	利润总额	79	193	237	284
流动负债	1,433	1,833	2,042	2,273	减:所得税	24	39	47	57
短期借款及一年内到期的非流动负债	743	743	743	743	净利润	55	154	189	227
经营性应付款项	501	769	918	1,082	减:少数股东损益	8	5	6	7
合同负债	24	70	84	99	归属母公司净利润	47	150	184	221
其他流动负债	165	251	297	349	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.62	0.77	0.92
非流动负债	316	527	538	535	EBIT	173	204	235	263
长期借款	73	273	273	273	EBITDA	235	269	305	339
应付债券	186	190	194	198	毛利率(%)	21.63	22.58	22.95	23.31
租赁负债	10	17	24	17	归母净利率(%)	1.71	4.96	5.07	5.14
其他非流动负债	47	47	47	47	收入增长率(%)	19.75	10.17	20.03	18.44
负债合计	1,749	2,359	2,579	2,807	归母净利润增长率(%)	-73.98	219.75	22.65	19.97
归属母公司股东权益	1,713	1,863	2,047	2,268					
少数股东权益	54	59	64	71					
所有者权益合计	1,767	1,922	2,111	2,339					
负债和股东权益	3,516	4,281	4,690	5,146					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	107	425	277	251	每股净资产(元)	6.87	7.50	8.26	9.18
投资活动现金流	-226	-165	-150	-131	最新发行在外股份(百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	-31	166	-38	-51	ROIC(%)	4.41	5.50	5.79	6.09
现金净增加额	-151	425	88	69	ROE-摊薄(%)	2.74	8.04	8.98	9.72
折旧和摊销	62	66	71	76	资产负债率(%)	49.74	55.11	54.99	54.55
资本开支	-237	-150	-159	-152	P/E(现价&最新股本摊薄)	78.18	24.45	19.93	16.62
营运资本变动	-158	54	-88	-131	P/B(现价)	2.22	2.04	1.85	1.66

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

