

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
增持（维持）

2022 年 08 月 29 日

证券分析师 李婕

执业证书：S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书：S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值

	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	2,289	2,390	2,805	3,292
同比	18%	4%	17%	17%
归属母公司净利润（百万元）	180	116	201	250
同比	131%	-36%	73%	24%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	0.75	0.48	0.84	1.04
P/E（现价&最新股本摊薄）	18.32	28.42	16.41	13.21

投资要点

■ **公司公布 2022 年中报：**22H1 营收 13.19 亿元/yoy+33.26%、归母净利 4967 万元/yoy-48.83%、扣非归母净利 1875 万元/yoy-77.76%。单季度看，22Q1/Q2 营收分别为 6.12/7.07 亿元、分别同比+35.56%/+31.34%，归母净利润分别为 4651/316 万元、分别同比+2.78%/-93.91%。收入端保持较快增长，但扣非归母净利出现较大幅度下滑，主要受到以下因素拖累：1) 2C 业务在主动缩减业务叠加疫情影响下亏损约 4000 万元；2) 上海嘉乐上半年以联营企业形式、权益法核算（持股比例 35.94%）影响公司业绩，上半年嘉乐亏损约 2712 万元（团队更换+疫情影响停工）、拖累公司业绩 975 万元；3) 2B 业务受原材料价格上涨、价格传导有时滞影响毛利率同比-4.3pct 至 23.6%；4) 主业外的理财亏损、存货跌价、坏账损失等拖累约 2000 万元。受益于非经常性损益（主要为政府补助）贡献 3092 万元收益、归母净利润降幅收窄。

■ **2B 业务：收入端高增长，盈利端短期承压、下半年有望改善。**1) **收入方面**，22 上半年 2B 业务收入 10.68 亿元/yoy+66.8%/占比 81%。与耐克、迪卡侬、VF 集团等合作关系继续深化，并新拓展成为 Puma、Home depot、The North Face 等品牌的供应商。2) **产能方面**，继续推进滁州、印尼产能扩建，22H1 滁州/海外产能占比从 21 年底 40%/60%变化至 34%/66%。印尼扩产进度受订单影响有所放缓，预计新增 120 条生产线投产时间从原定 22 年底推迟至 23 年 3-6 月。3) **盈利方面**，22H1 毛利率同比-4.26pct 至 23.6%，主因：①原材料价格提升、而产品提价存在时滞；②毛利率较低的迪卡侬占比提升；③承接上海嘉乐服装订单、毛利率较低；④上半年新增产能生产效率爬坡过程。除毛利率下滑外，上海嘉乐目前仍处亏损状态、对业绩拖累体现为投资亏损。4) **展望：箱包方面**，下半年虽有客户砍单影响，但结合新客户订单增长弥补，全年收入增速有望保持 20%左右；随原材料涨价影响逐步消除、VF 等高毛利新客户占比提升，毛利率有望回升。**服装方面（即嘉乐）**，新客户拓展有序进行中，下半年亏损有望收窄。

■ **2C 业务：业务规模如期收缩，Q3 有望迎来盈利拐点。**1) **收入端**：22 上半年 2C 业务收入 2.38 亿元/yoy-28.17%/占比 18%，公司按计划对 2C 业务销售渠道和产品进行优化，Q2 公司集中关停了 2C 亏损业务，上半年收入收缩至占比 20%以下水平。2) **盈利端**：22H1 毛利率同比-6.37pct 至 22.32%，主因通过分销渠道清理海外业务货品。结合疫情较严重环境下严格控制费用投入，上半年合计亏损约 4000 万元（21H1 约亏损 3900 万元）。3) **展望**：公司预计随业务清理逐步见效、到三季度 2C 有望实现盈利、Q4 盈利扩大，亏损较 21 年明显收窄。

■ **毛利率/期间费用率均下滑，非主业项目拖累净利。**1) **毛利率**：22Q1 同比-5.25pct 至 23.2%，主因 2B 及 2C 业务毛利率均呈现不同程度下滑。2) **期间费用率**：22H1 期间费用率同比-4.4pct 至 19.38%，其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-3.4/+1.1/-1.3/-0.8pct 至 8.14%/8.6%/2.18%/0.47%，销售费用率下滑主因缩减市场营销及物流仓储费用，财务费用率下降主因人民币贬值带来的汇兑收益。3) **非主业项目**：投资收益-1769 万元（主要来自上海嘉乐及理财产品、同期+1604 万元）、公允价值变动-253 万元（主要来自交易性金融负债、同期+2086 万元）、信用减值损失-443 万元（主要来自坏账损失、同期+446 万元）、资产减值损失-531 万元（主要来自存货跌价、同期-362 万元）；以上合计-2995 万元/占 22H1 营收的-2.3%、同期+3773 万元/占 21H1 营收的 3.8%。4) **归母净利率**：综合上述影响及非经常性损益 3092 万元（主要为政府补助）正贡献，22H1 归母净利率同比-6pct 至 3.77%，下半年在 2C 业务及嘉乐亏损好转情况下，净利率水平有望回升。

■ **盈利预测与投资评级：**公司为国内箱包龙头，22 上半年 2B 业务客户+产能+品类拓展共同推进下、收入保持较快增长，2C 收入占比收缩至 18%。净利端受 2B 盈利能力下滑、2C&上海嘉乐亏损、非主业理财投资/资产减值等拖累下滑较多，下半年 2C 有望实现盈利、上海嘉乐亏损收窄、净利润率水平有望回升。综合考虑疫情影响，我们将 22-24 年归母净利分别从 2.05/2.51/3.08 亿元下调至 1.16/2.01/2.50 亿元，EPS 分别为 0.48/0.84/1.04 元/股，对应 PE 28/16/13X，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**疫情恶化、经济疲软、费用控制不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.76
一年最低/最高价	12.74/24.95
市净率(倍)	1.98
流通 A 股市值(百万元)	1,779.72
总市值(百万元)	3,299.51

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.95
资产负债率(%LF)	52.37
总股本(百万股)	239.79
流通 A 股(百万股)	129.34

相关研究

《开润股份(300577)：2B 韧性凸显、增长可期，2C 仍待恢复》

2022-04-28

表1：22H1 开润股份收入、毛利率分业务及分地区情况

	22H1 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	1,318.87	33.3%	100.0%	23.20%	-5.25pct
分业务					
代工制造业务 (2B)	1,068.29	66.8%	81.0%	23.60%	-4.26pct
品牌经营业务 (2C)	238.36	-28.2%	18.1%	22.32%	-6.37pct
分地区					
国内	270.05	-22.9%	20.5%	22.08%	-0.85pct
国外	1,048.82	64.0%	79.5%	23.48%	-7.99pct

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表2：开润股份 22H1 主业外利润影响项目汇总（单位：万元）

	22H1	21H1	变动金额
非主营业务项目（列示变动较大的项目）			
投资收益	-1,768.74	1,603.57	-3,372.31
公允价值变动损益	-253.15	2,085.55	-2,338.70
资产减值	-530.51	-361.77	-168.74
信用减值	-442.98	445.74	-888.73
合计	-2,995.39	3,773.10	-6,768.48
非经常性损益			
非流动资产处置损益	-20.27	-242.93	222.66
政府补助	4,072.42	1,918.23	2,154.19
交易性金融资产投资收益	-312.97	98.64	-411.62
其他非经常性损益	-71.12	-145.26	74.15
所得税影响额	-555.23	-260.24	-294.99
少数股东权益影响额（税后）	-20.60	-89.48	68.88
合计	3,092.24	1,278.96	1,813.28

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,053	2,279	2,460	2,723	营业总收入	2,289	2,390	2,805	3,292
货币资金及交易性金融资产	888	1,122	1,163	1,214	营业成本(含金融类)	1,681	1,809	2,069	2,425
经营性应收款项	504	523	618	725	税金及附加	9	10	11	13
存货	533	512	562	659	销售费用	269	196	230	270
合同资产	7	12	14	16	管理费用	170	203	238	280
其他流动资产	121	110	104	108	研发费用	63	48	56	66
非流动资产	1,460	1,607	1,750	1,887	财务费用	31	42	44	44
长期股权投资	678	688	698	708	加:其他收益	90	72	84	99
固定资产及使用权资产	242	326	406	480	投资净收益	33	-12	-14	-16
在建工程	152	152	152	152	公允价值变动	24	-2	-2	0
无形资产	95	140	185	230	减值损失	-17	-12	-5	-5
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	-3	0	0	0
长期待摊费用	6	4	2	0	营业利润	195	128	220	272
其他非流动资产	206	216	226	236	营业外净收支	0	-2	-2	-2
资产总计	3,513	3,887	4,210	4,609	利润总额	195	126	218	270
流动负债	1,359	1,411	1,532	1,697	减:所得税	22	15	26	32
短期借款及一年内到期的非流动负债	575	575	575	575	净利润	173	111	191	238
经营性应付款项	606	595	680	797	减:少数股东损益	-7	-6	-10	-12
合同负债	18	54	62	73	归属母公司净利润	180	116	201	250
其他流动负债	161	187	215	252	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.48	0.84	1.04
非流动负债	422	633	644	641	EBIT	175	124	200	239
长期借款	191	391	391	391	EBITDA	235	185	266	310
应付债券	174	178	182	186	毛利率(%)	26.58	24.29	26.24	26.35
租赁负债	5	12	19	12	归母净利率(%)	7.87	4.86	7.17	7.59
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	17.76	4.40	17.39	17.36
负债合计	1,781	2,045	2,176	2,338	归母净利润增长率(%)	131.03	-35.53	73.12	24.24
归属母公司股东权益	1,687	1,803	2,004	2,254					
少数股东权益	45	39	29	18					
所有者权益合计	1,731	1,842	2,033	2,271					
负债和股东权益	3,513	3,887	4,210	4,609					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	47	300	313	335	每股净资产(元)	6.76	7.25	8.08	9.13
投资活动现金流	-436	-234	-236	-236	最新发行在外股份 (百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	157	159	-46	-58	ROIC(%)	6.26	3.84	5.69	6.33
现金净增加额	-232	224	31	41	ROE-摊薄(%)	10.68	6.44	10.03	11.08
折旧和摊销	60	61	66	71	资产负债率(%)	50.71	52.61	51.70	50.72
资本开支	-165	-182	-182	-182	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.32	28.42	16.41	13.21
营运资本变动	-135	11	-58	-84	P/B (现价)	2.03	1.90	1.70	1.51

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>

