

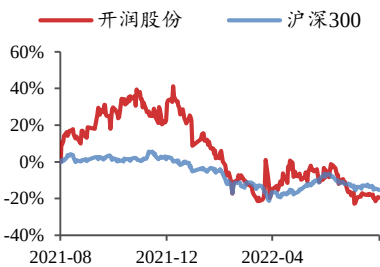
开润股份 (300577.SZ)

2022 年 08 月 30 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/8/30
当前股价(元)	13.70
一年最高最低(元)	24.95/12.74
总市值(亿元)	32.85
流通市值(亿元)	17.72
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.29
近 3 个月换手率(%)	168.61

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2021 业绩开启复苏，看好 2022 年 B 端业务稳步增长+C 端业务减亏——公司信息更新报告》-2022.4.28

《B 端持续开发新客户，预计 C 端降本增效将显现——公司信息更新报告》-2022.4.22

《2021 年业绩稳步复苏，看好 2022 年业绩重回高增长——公司信息更新报告》-2022.1.28

2022H1 代工业务超预期，全年利润拐点已至

——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

● 2022H1 净利润承压，预计 2022H2 迎来拐点，维持“买入”评级

公司 2022H1/2022Q2 营收 13.19 亿元 (+33.26%) / 7.07 亿元 (+31.34%)，归母净利润 0.50 亿元 (-48.83%) / 0.03 亿元 (-93.90%)，扣非净利润 0.19 (-77.8%) / 0.06 亿元 (-90.26%)，2022H1 净利润受疫情下 B2C 业务亏损、嘉乐停产致投资收益下降拖累，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 1.1/2.1/2.6 亿元（原值 2.15/2.86/3.74 亿元），对应 EPS 为 0.5/0.9/1.1 元，当前股价对应的 PE 为 29.6/15.7/12.6 倍，公司 B2B 业务表现超预期，老客户增长强劲、新客户预计持续放量，考虑到 2022H2 公司 B2C 业务大幅减亏，维持公司“买入”评级。

● B2B 业务：代工业务超预期，VF 与迪卡侬强势增长，新客户顺利推进

(1) 2022H1 实现收入 10.68 亿元 (+66.80%)，占比 82% (+16 pct)。分季度看，2022Q1/2022Q2 分别增长 40%/+80%+。剔除与嘉乐的关联交易后 Q2 箱包代工增速仍有 50%+增长，分客户看，2022H1 迪卡侬与 VF 增速强势，预计分别增长接近 100%/200%。(2) 展望：考虑 2022H2 高基数与部分客户砍单影响，预计 2022 年箱包收入增速保持 20%+，分客户看，VF/迪卡侬全年增速 100%/+30%+，耐克有所砍单全年预计中双位数增长，迪卡侬预计将成为第一大客户。考虑与嘉乐的关联交易补充，2022 年代工业务收入预计超过 30%，2023 年预计仍有低双增长。

● B2C 业务：2022H1 已基本完成减亏举措，预计 2022H2 不再亏损

(1) 2022H1 实现收入 2.38 亿元 (-28.17%)，占比 18% (-16pct)。2022Q1/2022Q2 分别低个位数上升/40%-50%下降，主要系公司降本增效、海外渠道缩减、人员清退等减亏举措主要在 2022Q2 落地。分渠道来看，线上销售/分销收入 0.87 亿元 (-44%) / 1.51 亿元 (-14%)，主要系品牌经营业务整合销售渠道。(2) 展望：预计 2022H2 减亏效果显现，2022Q3 微盈利、2022Q4 较为明显盈利，预计 2022 全年 B2C 业务亏损约 3 千万元，预计 2023 年 B2C 业务利润端实现盈利。

● 盈利能力承压后预计将迎来拐点，经营性净现金流改善

盈利：2022H1 整体毛利率为 23.20% (-5.25pct)，B2B/B2C 毛利率为 23.60% (-4.26pct) / 22.32% (-6.37pct)，B2B 毛利率下滑主要系原材料涨价、迪卡侬占提升以及嘉乐间低转移定价，但 2022Q3 开始预计与客户谈价将落地抵消 H1 原材料影响/VF 占比提升/生产效率提升三重积极因素下全年毛利率预计略下降。销售 / 管理 / 研发 / 财务费用率为 8.14%/8.60%/2.18%/0.47%，同比 +3.4%/+1.10%/-1.34%/-0.78 pct，财务费用率下降主要系人民币贬值带来汇兑收益同比增加 1326 万元。净利率 3.77% (-6.04 pct)。营运：2022H1 存货为 6.39 亿元 (+20%)。经营活动净现金流 -0.30 亿元 (+61.6%)，现金及现金等价物余额 7.11 亿元 (-23%)。

● 风险提示：疫情反复影响终端；市场竞争加剧；其他品牌进展不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,944	2,289	2,507	3,061	3,676
YOY(%)	-27.9	17.8	9.5	22.1	20.1
归母净利润(百万元)	78	180	111	209	260
YOY(%)	-65.5	131.0	-38.4	88.6	24.3
毛利率(%)	28.5	26.6	25.0	26.3	26.6
净利率(%)	4.0	7.9	4.4	6.8	7.1
ROE(%)	4.1	10.0	6.1	10.4	11.6
EPS(摊薄/元)	0.33	0.75	0.46	0.87	1.08
P/E(倍)	42.1	18.2	29.6	15.7	12.6
P/B(倍)	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2022H1 业绩承压，预计 2022H2 迎来拐点.....	3
2、 毛利率承压后预计迎来拐点，经营性净现金流改善.....	3
2.1、 盈利能力：毛利率预计将迎来拐点，控费效果已显现.....	4
2.2、 营运能力：各项指标仍处于健康区间，经营性净现金流改善.....	4
3、 未来展望：B2B 业务强势增长，B2C 业务实现盈利.....	4
4、 盈利预测与投资建议.....	5
5、 风险提示.....	5
附：财务预测摘要.....	6

图表目录

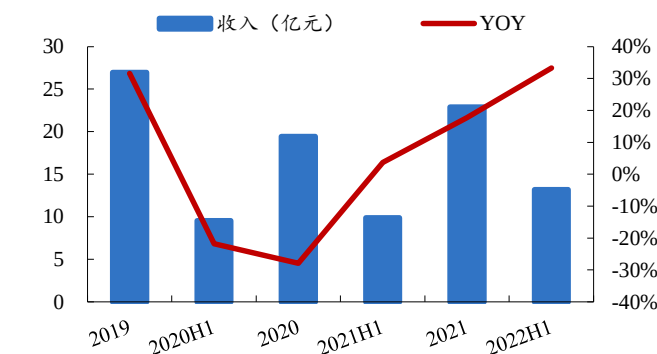
图 1： 2022H1 公司收入 13.19 亿元（+33.26%）.....	3
图 2： 2022H1 公司归母净利润 0.50 亿元（-48.83%）.....	3

1、2022H1 业绩承压，预计 2022H2 迎来拐点

2022H1 公司收入 13.19 亿元 (+33.26%)，归母净利润 0.50 亿元 (-48.83%)，扣非归母净利润 0.19 亿元 (-77.76%)，主要系 2022H1 公司对联营企业和合营企业的投资收益为-0.19 亿元，2021 同期为 0.16 亿元。

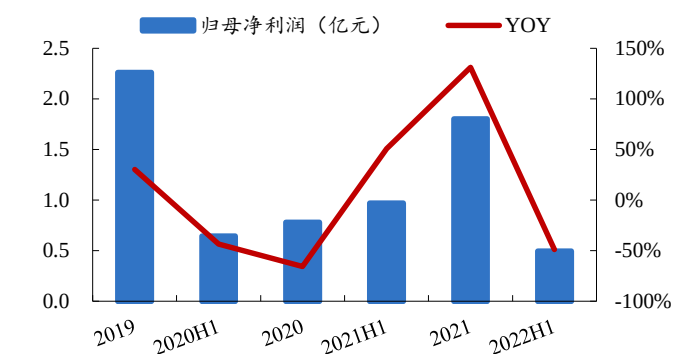
按季度拆分，2022Q1/2022Q2 公司分别实现收入 6.12 亿元 (+35.56%) / 7.07 亿元 (+31.34%)，归母净利润 0.47 亿元 (+2.78%) / 0.03 亿元 (-93.90%)。

图1：2022H1 公司收入 13.19 亿元 (+33.26%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2022H1 公司归母净利润 0.50 亿元 (-48.83%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

(1) B2B 业务：

2022H1 实现收入 10.68 亿元 (+66.80%)，占比 82% (+16 pct)。分季度来看，2022Q1/2022Q2 分别增长 40%/+80%+。2022Q2 收入中包含服装收入贡献，剔除服装收入后 2B 端箱包增速为 50%+。

分客户来看，2022 年迪卡侬增速预计 30%以上，预计占 B2B 收入约 25%，取代耐克成为第一大客户；耐克进行部分砍单后，预计 2022 年收入增速为中双位数，且在耐克中份额保持较好；IT 客户收入占比预计将降至 25%以下。

报表外：2022H1 嘉乐收入 4.05 亿元，亏损 0.27 亿元，主要系位于上海的工厂停产两个月。2022H1 公司对联营企业和合营企业的投资收益为-0.19 亿元，2021 同期为 0.16 亿元。

(2) B2C 业务：

2022H1 实现收入 2.38 亿元 (-28.17%)，占比 18% (-16pct)。分季度来看，2022Q1/2022Q2 分别低个位数上升/40%-50%下降，主要系公司不少减亏举措在 2022Q2 落地。

分渠道来看，线上销售收入 0.87 亿元 (-44%)，分销收入 1.51 亿元 (-14%)，主要系品牌经营业务整合销售渠道。

(3) 分产品来看，2022H1 旅行箱实现收入 2.16 亿元 (+47.43%)，布袋实现收入 9.07 亿元 (+30.59%)，其他品类实现收入 1.95 亿元 (+31.79%)。

(4) 分地区来看，2022H1 公司在国内实现收入 2.70 亿元 (-22.91%)，国外实现收入 10.49 亿元 (+64.04%)。

2、毛利率承压后预计迎来拐点，经营性净现金流改善

2.1、盈利能力：毛利率预计将迎来拐点，控费效果已显现

(1) 毛利率：2022H1 公司整体毛利率为 23.20% (-5.25 pct)，分业务来看，

B2B 业务毛利率为 23.60% (-4.26 pct)，主要系原材料及物流成本上涨、迪卡侬增速最快且毛利率低于公司整体毛利率、嘉乐服装业务通过开润接单而留存较低毛利率所致。

B2C 业务毛利率为 22.32% (-6.37 pct)，主要系 2022H1 90 分海外分销渠道较大折扣出售货品，目前已基本结束；90 分国内渠道及小米业务毛利率保持稳定。预计小米 2022 年毛利率水平约为 26%-28%。

(2) 费用端：2022H1 公司期间费用率分别为 17.21% (-3.07 pct)。2022H1 销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 8.14%/8.60%/2.18%/0.47%，同比+3.4/+1.10/-1.34/-0.78 pct。

销售费用：2022H1 销售费用 1.07 亿元，同比增长 6%。

管理费用：2022H1 管理费用 1.13 亿元，同比增长 53%，主要系管理人员人力成本增加。

财务费用：2022H1 财务净收入为 0.06 亿元，同比减少 50%，主要系汇兑收益增加。

研发费用：2022H1 研发费用 0.29 亿元，同比减少 18%，主要系研发阶段性投入减少。

(3) 归母净利率：2021 年归母净利率为 3.77% (-6.04 pct)，主要系毛利率下滑。预计 2022 年小米净利率维持 6%-7% 水平。

2.2、营运能力：各项指标仍处于健康区间，经营性净现金流改善

(1) 存货：截至 2022H1，公司存货金额为 6.39 亿元，较 2021 年末增加 20%，占总资产比例为 17.2%，较 2021 年末上升 2pct，主要系公司销售规模同比上升，相应备货增加。存货周转天数为 104 天，较 2021 年末增加 5 天。

(2) 应收账款：截至 2022H1，公司应收账款为 5.84 亿元 (+22%)，应收账款周转天数为 72 天，较 2021 年末增加 5 天，主要系公司销售规模上升。

(3) 现金流：2022H1 经营活动净现金流-0.30 亿元 (+61.6%)，主要系 2022H1 销售商品收到的现金及税收返还增加。截至 2022H1 末公司现金及现金等价物余额为 7.11 亿元 (-23%)。2022Q1 末公司现金及现金等价物余额为 7.35 亿元 (-16.4%)。

3、未来展望：B2B 业务强势增长，B2C 业务实现盈利

(1) B2B：2022H2 收入预计会受部分客户砍单的影响，但 2022 年箱包端收入增速预计会保持在 20% 左右；考虑服装业务补充，整个代工制造端收入可能超过 30%。预计 2023 年 B2B 端箱包实现低双位数增长，嘉乐端实现盈利，主要系欧美消费信心及客户订单的恢复可能会持续到 2023H1。

(2) B2C：预计 2022H2 减亏效果显现，2022Q3 能微盈利、2022Q4 较为明显盈利，2022 全年 B2C 业务亏损控制在 3 千万元左右。2022H1 除了疫情影响，公司在降本增效过程中还有海外渠道缩减、人员清退等方面费用的影响，2022H2 减亏的

效果会更明显，预计 2023 年 B2C 业务利润端实现盈利，收入进一步增长。

(3) 公司整体：预计 2022 全年收入增长预计为个位数，预计 2022H2 净利润超过去年同期及 2022H1 水平，预计 2023 年净利润有望超过 2019 年。

4、盈利预测与投资建议

2022H1 净利润受疫情下 B2C 业务亏损、嘉乐停产致投资收益下降拖累，我们下调 2022-2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 1.1/2.1/2.6 亿元（原值 2.15/2.86/3.74 亿元），对应 EPS 为 0.5/0.9/1.1 元，当前股价对应的 PE 为 29.6/15.7/12.6 倍，公司 B2B 业务表现超预期，老客户增长强劲、新客户预计持续放量，考虑到 2022H2 公司 B2C 业务大幅减亏，维持公司“买入”评级。

5、风险提示

疫情反复影响终端；市场竞争加剧；其他品牌进展不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2002	2053	1920	2249	1991
现金	1053	848	901	451	557
应收票据及应收账款	383	477	340	782	522
其他应收款	26	24	32	37	45
预付账款	18	27	5	41	15
存货	389	533	520	806	719
其他流动资产	132	144	121	132	133
非流动资产	1031	1460	1601	1972	2302
长期投资	427	678	882	1187	1457
固定资产	223	222	249	301	350
无形资产	96	95	86	78	69
其他非流动资产	285	465	384	406	425
资产总计	3032	3513	3520	4222	4293
流动负债	1170	1359	1392	1949	1840
短期借款	496	530	378	752	575
应付票据及应付账款	511	605	755	935	982
其他流动负债	163	223	259	262	283
非流动负债	226	422	310	271	216
长期借款	163	365	265	215	163
其他非流动负债	64	58	45	56	53
负债合计	1397	1781	1703	2220	2056
少数股东权益	55	45	44	43	42
股本	240	240	240	240	240
资本公积	722	702	702	702	702
留存收益	603	758	843	1014	1220
归属母公司股东权益	1581	1687	1774	1958	2194
负债和股东权益	3032	3513	3520	4222	4293

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	134	47	562	-359	718
净利润	66	173	110	208	259
折旧摊销	39	44	42	42	50
财务费用	25	31	24	22	31
投资损失	-15	-33	16	-18	-19
营运资金变动	-28	-135	349	-594	418
其他经营现金流	47	-32	20	-19	-21
投资活动现金流	-628	-436	-226	-385	-331
资本支出	158	180	4	47	50
长期投资	-441	-287	-204	-256	-269
其他投资现金流	-911	-543	-426	-593	-551
筹资活动现金流	1180	157	-282	9	-113
短期借款	388	34	-152	90	-9
长期借款	161	202	-99	-50	-52
普通股增加	23	-0	0	0	0
资本公积增加	648	-19	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-60	-30	-31	-52
现金净增加额	681	-232	54	-734	274

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1944	2289	2507	3061	3676
营业成本	1390	1681	1880	2256	2698
营业税金及附加	9	9	10	13	15
营业费用	216	269	226	269	316
管理费用	165	170	221	263	312
研发费用	73	63	55	67	80
财务费用	25	31	24	22	31
资产减值损失	-18	-11	-12	-15	-18
其他收益	21	90	56	35	30
公允价值变动收益	1	24	-4	14	20
投资净收益	15	33	-16	18	19
资产处置收益	0	-3	-3	0	0
营业利润	85	195	139	253	310
营业外收入	2	2	0	1	1
营业外支出	4	2	0	2	1
利润总额	84	195	139	252	310
所得税	17	22	28	44	51
净利润	66	173	110	208	259
少数股东损益	-11	-7	-0	-1	-1
归属母公司净利润	78	180	111	209	260
EBITDA	132	269	193	317	391
EPS(元)	0.33	0.75	0.46	0.87	1.08

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-27.9	17.8	9.5	22.1	20.1
营业利润(%)	-69.8	128.0	-28.6	82.0	22.6
归属于母公司净利润(%)	-65.5	131.0	-38.4	88.6	24.3
获利能力					
毛利率(%)	28.5	26.6	25.0	26.3	26.6
净利率(%)	4.0	7.9	4.4	6.8	7.1
ROE(%)	4.1	10.0	6.1	10.4	11.6
ROIC(%)	3.2	7.5	4.7	7.4	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	50.7	48.4	52.6	47.9
净负债比率(%)	-20.4	8.1	-8.1	32.1	13.9
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1
速动比率	1.3	1.0	0.9	0.7	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.9	5.3	6.1	5.5	5.6
应付账款周转率	2.2	3.0	2.8	2.7	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.75	0.46	0.87	1.08
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.20	2.34	-1.50	3.00
每股净资产(最新摊薄)	6.32	6.76	7.12	7.89	8.88
估值比率					
P/E	42.1	18.2	29.6	15.7	12.6
P/B	2.2	2.0	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	22.3	12.7	16.3	12.4	9.2

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（underperform）	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（underperform）	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，属于机密材料，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10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16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