

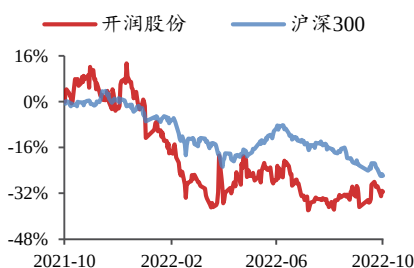
开润股份 (300577.SZ)

2022 年 10 月 28 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/10/27
当前股价(元)	14.53
一年最高最低(元)	24.95/12.74
总市值(亿元)	34.84
流通市值(亿元)	18.78
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.29
近 3 个月换手率(%)	96.26

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《2022H1 代工业务超预期，全年利润拐点已至——公司信息更新报告》
-2022.8.30

《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

2022Q3 代工增速超预期，品牌端如期大幅减亏

——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

● 代工增速超预期，品牌端如期大幅减亏，维持“买入”评级

公司 2022Q1-Q3 收入 21.6 亿元 (+37.2%)，净利润 0.7 亿元 (-53.8%)，扣非净利润 0.48 亿元 (-61.3%) 扣非下滑幅度更高主要系计提资产减值损失。2022Q3 收入 8.4 亿元 (+43.85%) 同比高增且环比加速主要受益于代工业务订单增长，净利润 0.2 亿元 (-62.8%) 主要系政府补助及投资收益同比减少 1700/1976 万元，扣非净利润为 2906 万元 (-25.9%)。考虑疫情反复和非经常性支出扰动，我们下调盈利预测，预计 2022-2024 年净利润为 0.7/1.5/2.0 亿元 (原为 1.1/2.1/2.6 亿元)，对应 EPS 为 0.3/0.6/0.8 元，当前股价对应 PE 为 45.2/21.3/16.3 倍，公司代工业务老客户稳健、新客户订单储备充足且品牌端如期减亏，维持公司“买入”评级。

● B2B 业务：砍单预期下代工业务增速超预期，嘉乐亏损环比大幅收窄

(1) 收入：预计 2022Q3 收入 6.7 亿元 (+79%)，其中箱包代工收入增长 60%+、与嘉乐相关的服装代工收入 0.6 亿元，分箱包客户看：预计迪卡侬全年增长 50%+，占比 25%+，超 Nike 成为第一大客户；预计 Nike 双位数增长，占比约 20%；VF 增速高于供应链内平均水平，占比高单位数。(2) 盈利端：代工整体 2022Q3 毛利率预计接近 25%，其中箱包毛利率超 25%，环比提升接近 0.8pct，主要系调价机制落地、客户结构有所优化，预计客户结构优化、熟练度提升、精细化管理下毛利率仍有提升空间，预计箱包代工净利率保持稳定且嘉乐盈利能力显著好转。

● B2C 业务：2022Q3 收入受疫情散发影响，但如期大幅减亏

(1) 收入：预计 2022Q3 收入 1.6 亿元左右，同比下滑 15~20%，环比 Q2 降幅收窄，其中预计小米及 90 分收入各占 50%，主要系主动收缩 90 分以及国内疫情散发，疫情防控下出行需求受损。(2) 盈利：预计 2022Q3 品牌端毛利率略下滑，主要系受 90 分海外渠道清货惯性影响，预计净利润同比大幅减亏近 2000 万。

● 盈利能力受非经常性科目及资产减值影响，汇兑收益致财务费用大幅下降

2022Q3 毛利率 20.59% (-7.5pct)，环比降幅缩窄主要系代工盈利改善，期间费用率为 13.28% (-10.22pct)，销售/管理/研发/财务费用率分别 -7.3/+0.1/-1.5/-1.6pct，汇兑收益增加导致财务费用率下降，净利率 2.4% (-6.9pct)、扣非净利率 3.5% (-3.25pct)。营运能力良好，库存及应收周转天数分别 -23/+3 天，经营性现金流净额为 -119.86 万元 (+97.16%) 主要系回款及税费返还增加。

● 风险提示：疫情影响出行需求、下游去库存不及预期、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	2,595	2,917	3,361
YOY(%)	-27.9	17.8	13.4	12.4	15.2
归母净利润(百万元)	78	180	73	154	202
YOY(%)	-65.5	131.0	-59.6	112.3	30.9
毛利率(%)	28.5	26.6	22.5	25.2	26.0
净利率(%)	4.0	7.9	2.8	5.3	6.0
ROE(%)	4.1	10.0	4.1	8.1	9.6
EPS(摊薄/元)	0.33	0.75	0.30	0.64	0.84
P/E(倍)	42.1	18.2	45.2	21.3	16.3
P/B(倍)	2.2	2.0	2.0	1.8	1.7

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)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2002	2053	1979	2021	1907
现金	1053	848	855	430	509
应收票据及应收账款	383	477	368	700	492
其他应收款	26	24	34	32	43
预付账款	18	27	7	38	14
存货	389	533	594	689	716
其他流动资产	132	144	121	132	133
非流动资产	1031	1460	1612	1946	2250
长期投资	427	678	879	1185	1454
固定资产	223	222	258	286	318
无形资产	96	95	86	78	69
其他非流动资产	285	465	388	398	409
资产总计	3032	3513	3591	3967	4157
流动负债	1170	1359	1493	1796	1870
短期借款	496	530	378	762	610
应付票据及应付账款	511	605	850	785	982
其他流动负债	163	223	265	249	278
非流动负债	226	422	318	262	201
长期借款	163	365	273	206	148
其他非流动负债	64	58	45	56	53
负债合计	1397	1781	1811	2058	2071
少数股东权益	55	45	44	44	43
股本	240	240	240	240	240
资本公积	722	702	702	702	702
留存收益	603	758	814	940	1100
归属母公司股东权益	1581	1687	1736	1865	2043
负债和股东权益	3032	3513	3591	3967	4157

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	134	47	512	-339	672
净利润	66	173	72	154	201
折旧摊销	39	44	43	42	47
财务费用	25	31	5	28	32
投资损失	-15	-33	20	-15	-16
营运资金变动	-28	-135	345	-542	409
其他经营现金流	47	-32	27	-5	-1
投资活动现金流	-628	-436	-249	-364	-326
资本支出	158	180	18	10	25
长期投资	-441	-287	-201	-256	-269
其他投资现金流	-911	-543	-432	-609	-571
筹资活动现金流	1180	157	-255	-17	-123
短期借款	388	34	-152	90	-9
长期借款	161	202	-92	-66	-59
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	-11	-41	-55
现金净增加额	681	-232	7	-719	222

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1944	2289	2595	2917	3361
营业成本	1390	1681	2011	2182	2487
营业税金及附加	9	9	9	12	13
营业费用	216	269	207	233	265
管理费用	165	170	213	236	269
研发费用	73	63	54	64	71
财务费用	25	31	5	28	32
资产减值损失	-18	-11	-21	-24	-28
其他收益	21	90	50	40	40
公允价值变动收益	1	24	-10	0	0
投资净收益	15	33	-20	15	16
资产处置收益	0	-3	-3	0	0
营业利润	85	195	91	193	252
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	91	192	252
所得税	17	22	18	38	50
净利润	66	173	72	154	201
少数股东损益	-11	-7	-0	-1	-1
归属母公司净利润	78	180	73	154	202
EBITDA	132	269	146	258	332
EPS(元)	0.33	0.75	0.30	0.64	0.84

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-27.9	17.8	13.4	12.4	15.2
营业利润(%)	-69.8	128.0	-53.4	112.6	30.6
归属于母公司净利润(%)	-65.5	131.0	-59.6	112.3	30.9
获利能力					
毛利率(%)	28.5	26.6	22.5	25.2	26.0
净利率(%)	4.0	7.9	2.8	5.3	6.0
ROE(%)	4.1	10.0	4.1	8.1	9.6
ROIC(%)	3.2	7.5	3.3	5.8	7.8
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	50.7	50.4	51.9	49.8
净负债比率(%)	-20.4	8.1	-5.2	34.7	17.9
流动比率	1.7	1.5	1.3	1.1	1.0
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	0.8
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	0.30	0.64	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.20	2.13	-1.41	2.80
每股净资产(最新摊薄)	6.32	6.76	6.96	7.51	8.25
估值比率					
P/E	42.1	18.2	45.2	21.3	16.3
P/B	2.2	2.0	2.0	1.8	1.7
EV/EBITDA	22.3	12.7	21.9	15.3	11.0

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