

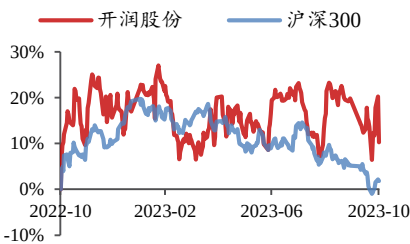
开润股份 (300577.SZ)

2023 年 11 月 01 日

投资评级：买入（维持）

日期	2023/10/31
当前股价(元)	15.03
一年最高最低(元)	17.82/13.60
总市值(亿元)	36.04
流通市值(亿元)	20.12
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.34
近 3 个月换手率(%)	64.96

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《出行复苏推动业绩增长，2023Q2 扣非净利率明显改善——公司信息更新报告》-2023.8.29

《2023Q1 代工表现靓丽，轻装上阵&出行恢复下全年业绩可期——公司信息更新报告》-2023.5.3

《出行需求恢复催化 B2C 销售，B2B 静待 2023Q2 去库拐点——公司信息更新报告》-2023.1.31

2023Q3 代工稳健&品牌盈利持续，看好 2024 年蓄力向上

——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

● **2023Q3 代工稳健&品牌盈利持续，扣非净利率环比同比改善，维持“买入”评级**

2023Q3 公司收入 7.26 亿元（-13.65%），归母净利润 0.46 亿元（+128.2%），扣非归母净利润 0.52 亿元（+79.87%），2023Q3 高基数及下游去库背景下业绩相对稳健，代工及品牌 Q4 均进入低基数，预计 2024 年代工订单有望实现双位数增长、品牌业务盈利能力进一步改善，我们维持 2023 年并上调 2024-2025 年盈利预测，预计 2023-2025 年归母净利润为 1.5/2.3/3.2 亿元（原为 1.5/2.1/2.7 亿元），对应 EPS 为 0.6/1.0/1.3 元，当前股价对应 PE 23.7/15.5/11.2 倍，维持“买入”评级。

● **拆分：Q3 代工双位数下降其中 IT 改善 Nike 及新客户亮眼，品牌双位数增长**

B2B 业务：2023Q3 收入 5.4 亿元，同比双位数下降，分业务看：箱包代工收入 4.6 亿元，下滑预计主要系高基数以及欧美去库收尾，其中分客户看，IT 客户下降但降幅环比收窄，运动客户中耐克品牌双位数增长、迪卡侬于高基数及库存压力下滑，新客户放量增长。服装代工带来新增量，服装代工收入 0.74 亿元，维持增长势头，预计 Q4 代工业务双位数以上增长。**B2C 业务：**2023Q3 收入 1.9 亿元，同比双位数增长，预计小米收入 1.1 亿元（约+30%），90 分收入 0.7 亿元，剔除海外渠道国内 90 分同比增长 40%+，预计 Q4 品牌业务受益于低基数收入增长快于代工。

● **2023Q3 扣非净利率环比同比双向改善，经营性现金流大幅改善**

(1) 2023Q3 毛利率同比/环比+4.6/+3.6pct，我们预计毛利率提升较多主要系 B2C 新品投放及精细化运营持续推进，B2B 客户结构变化及生产效率提升，同时 2023Q3 B2C 收入占比略有提升。(2) 2023Q3 期间费用率 17.2%（+3.9pct），其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.2/+0.4/+1.2/+2.1pct，财务费用增加主要系汇兑净收益减少、利息支出增加。(3) 毛利率提升及控费下 2023Q3 扣非净利率环比/同比+3.7/+1.0pct。截至 2023Q3，存货为 4.28 亿元（-23.7%），存货周转天数 79 天（同比-10 天/环比+5 天），回款增加带动前三季度经营性现金流净额改善至 4.33 亿元。

● **看好 2024 年蓄力向上：代工业务双位数增长，品牌业务规模及盈利持续双回暖**

B2B：预计 2024 年随 IT 客户走出低谷、高毛利率新客户占比提升下，箱包有望实现双位数增长，服装代下单有望实现 30-50%增长。**B2C：**预计 2024 年规模及盈利持续双回暖。90 分：根据天猫平台旅行箱品类，2023M2 以来旅行箱市场尤其高价产品高增长，90 分推新控费下前三季度均盈利，看好 2024 年盈利进一步改善。小米：2023 年推新节奏改善并推出抖音新渠道，2024 年积极把握生态链变革机会，推新节奏有望加快，同时激励机制改进有利于激发生态链公司积极性并提升盈利空间。

● **风险提示：**出行需求复苏不及预期、下游去库不及预期、新品销售不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	2,926	3,761	4,333
YOY(%)	17.8	19.7	6.8	28.5	15.2
归母净利润(百万元)	180	47	152	233	323
YOY(%)	131.0	-74.0	225.0	53.0	38.5
毛利率(%)	26.6	21.6	22.9	23.9	25.4
净利率(%)	7.9	1.7	5.2	6.2	7.4
ROE(%)	10.0	3.1	7.8	11.5	13.9
EPS(摊薄/元)	0.75	0.20	0.64	0.97	1.35
P/E(倍)	20.0	76.9	23.7	15.5	11.2
P/B(倍)	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 核心观点	3
2、 2023Q3 代工稳健&品牌盈利持续，看好 2024 年蓄力向上	4
2.1、 B2B：预计 2024 年 IT 客户走出低谷、高毛利率新客户占比提升	5
2.2、 B2C：预计 2024 年规模及盈利持续双回暖	5
3、 盈利预测与投资建议	6
4、 风险提示	6
附：财务预测摘要	7

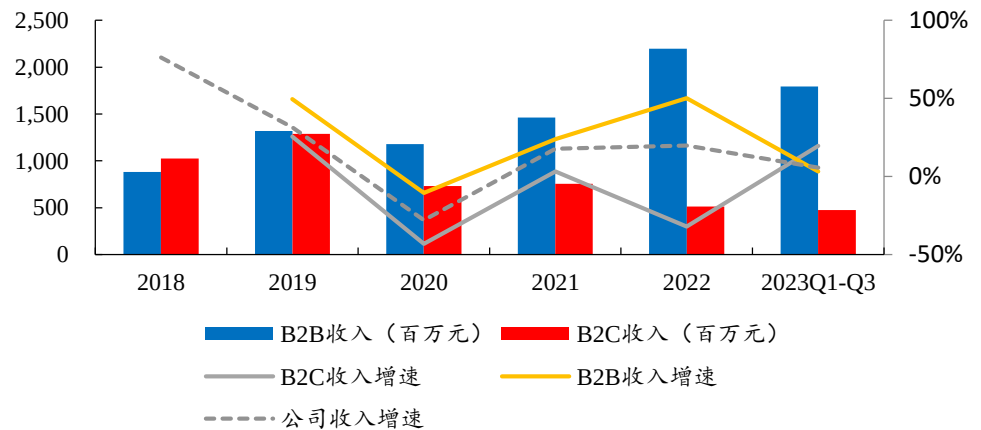
图表目录

图 1： 2020 年开始 B2C 受疫情影响持续收缩，B2B 2020-2022 年收入 CAGR 为 18.6%	3
图 2： 新秀丽中国区 2020-2022 年收入 CAGR 为 -18.4%	4
图 3： B2B 端自 2022H2 以来维持强韧性	4
图 4： 2023Q1-Q3 公司收入 22.83 亿元（+5.72%）	4
图 5： 2023Q1-Q3 公司归母净利润 1.21 亿元（+74%）	4
图 6： 2023Q1-Q3 公司扣非净利润 1.38 亿元（+188.6%）	4
图 7： 2023 Q1-Q3 盈利能力逐季向好	4
图 8： PC 出货量走出低谷，行业有望于 2024 年复苏	5
图 9： 天猫旅行箱自 2 月以来维持高增长	6
图 10： 天猫旅行箱高单价产品增速好于低单价	6

1、核心观点

2020 年以来市场担心公司业绩的完成度，我们认为过去三年业绩与预期的分歧主要源于品牌业务所在的出行市场，在不可预测的疫情背景下体现出低投入产出比拖累了整体报表，而 B2B 端业绩的兑现性持续好于预期，2020-2022 年品牌端/制造端收入 CAGR 为 -26.4%/+18.6%，期间箱包老客户份额持续提升，并不断新拓客户（优衣库、Puma、VF 旗下 Dickes/JANSPORT/北面/Eastpak、Homedepot、Yeti 等），同时帮助表外子公司上海嘉乐不断优化客户结构及拓展新客户及新品类（阿迪达斯、Muji、PUMA），反映了制造端的核心竞争力。

图1：2020 年开始 B2C 受疫情影响持续收缩，B2B 2020-2022 年收入 CAGR 为 18.6%



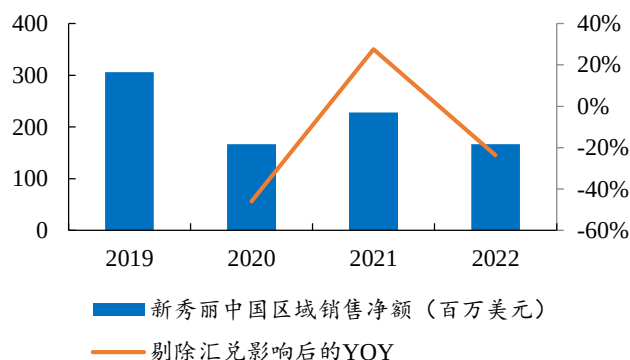
数据来源：公司公告、开源证券研究所

我们认为疫情对公司的影响实为蓄力向上：公司确立以制造业务核心的发展战略以及出行市场恢复常态化后，2024 年业绩有望重回疫情前水平。

(1) B2B 端业务稳健成长：在 2022H2 及 2023 年下游客户去库及终端需求疲弱的期间，收入仍然维持正增长，走出 α。一方面，凭借卓越的团队管理能力、印尼印度差异化产能布局、数字化和深度供应链管理优势，持续巩固全球箱包代工的龙头地位巩固，老客户份额持续提升且新客户持续放量。另一方面，上海嘉乐老股东退出后，凭借公司对其订单及客户的优化，以及差异化产能布局及垂直一体化生产优势，发展势头强劲。

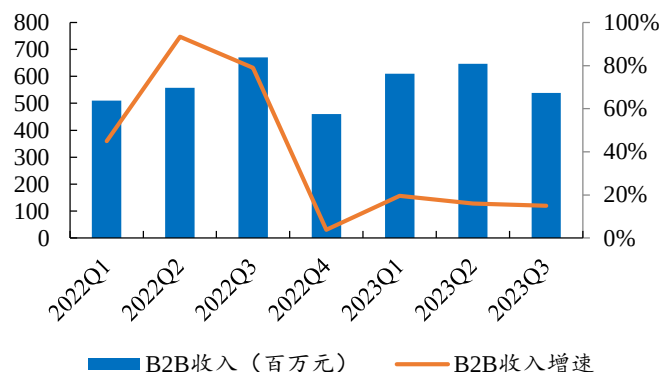
(2) B2C 端业务修炼内功成功扭亏：2022Q2 开始公司收缩 90 分海外渠道，2023 年以来 C 端业务已经连续三季度实现扭亏，通过加大对 90 分和小米新品的投放、对国内各渠道的精细化运营，品牌端毛利率及净利率均有提升。此外，小米生态链变革后，由生态链公司主导开发设计以及运营策略，并加大激励提升生态链积极性，自主权和激励提升后，预计新品推出加速、盈利能力有望进一步提升。

图2：新秀丽中国区 2020-2022 年收入 CAGR 为-18.4%



数据来源：新秀丽公司公告、开源证券研究所

图3：B2B 端自 2022H2 以来维持强韧性

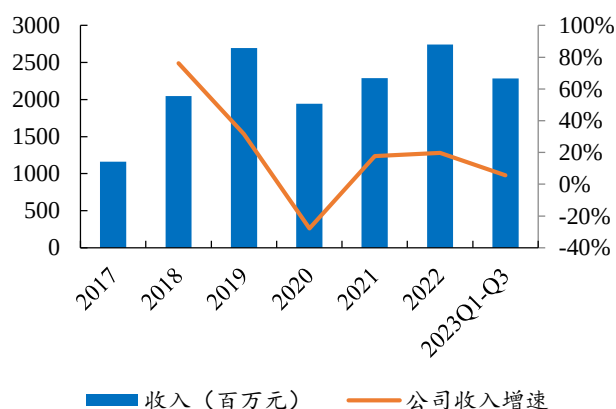


数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2023Q3 代工稳健&品牌盈利持续，看好 2024 年蓄力向上

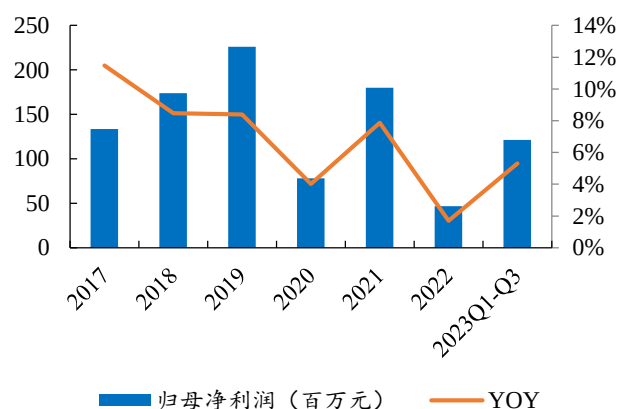
2023Q3 收入 7.26 亿元 (-13.7%)，归母净利润 0.46 亿元 (+128.2%)，2023Q3 毛利率及扣非净利率环比同比均有较大改善，毛利率同比/环比+4.6/+3.6pct，扣非净利率环比/同比+3.7/+1.0pct。

图4：2023Q1-Q3 公司收入 22.83 亿元 (+5.72%)



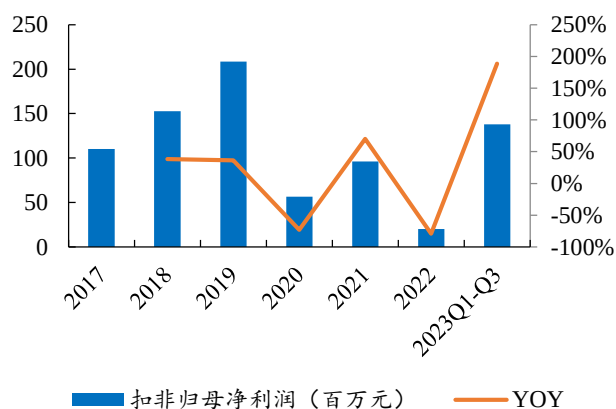
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023Q1-Q3 公司归母净利润 1.21 亿元 (+74%)



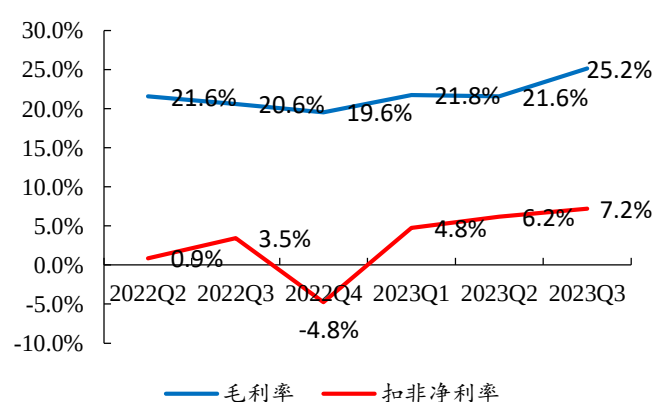
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2023Q1-Q3 公司扣非净利润 1.38 亿元 (+188.6%)



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2023 Q1-Q3 盈利能力逐季向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

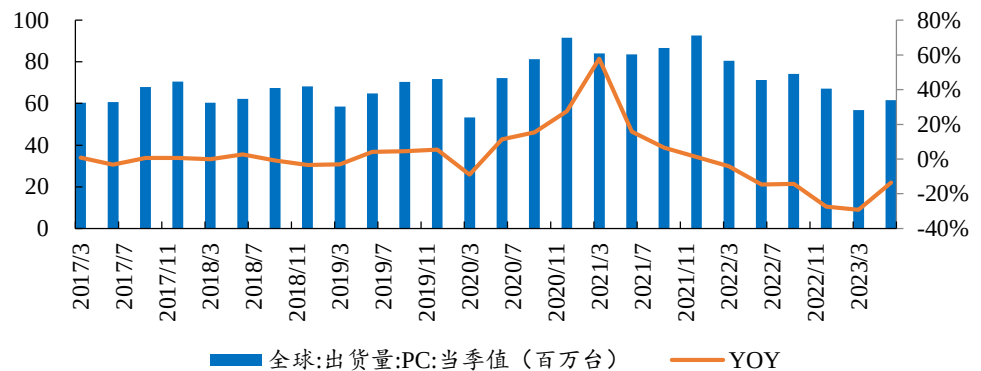
2.1、B2B：预计 2024 年 IT 客户走出低谷、高毛利率新客户占比提升

预计 2023Q3 箱包代工收入下滑，主要系高基数以及欧美去库收尾，其中分客户看，IT 客户下降但降幅环比收窄，运动客户中耐克品牌双位数增长、迪卡侬由于高基数及库存压力下滑，新客户放量增长。

2023Q4 展望：预计代工业务维持双位数以上增长，其中预计 IT 客户降幅持续收窄，运动客户耐克延续双位数增长、迪卡侬恢复增长，新客户延续放量。

2024 年展望：预计箱包代工收入双位数增长，预计服装代工收入 30-50% 增长（通过公司下单的新客户订单）。箱包客户中，PC 行业有望于 2024 年复苏，预计 2024 年 IT 客户双位数增长，根据 IDC，2023Q3 全球 PC 出货量 6820 万台，环比增长 11%，同比降幅收窄至 7.6%；下游客户去库进入尾声且公司于部分客户的采购份额仍有提升空间，预计 2024 年耐克及迪卡侬接近双位数增长、VF 双位数增长；新客户体量较小，预计 2024 年放量成长带动高毛利率的新客户占比提升。

图8：PC 出货量走出低谷，行业有望于 2024 年复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、B2C：预计 2024 年规模及盈利持续双回暖

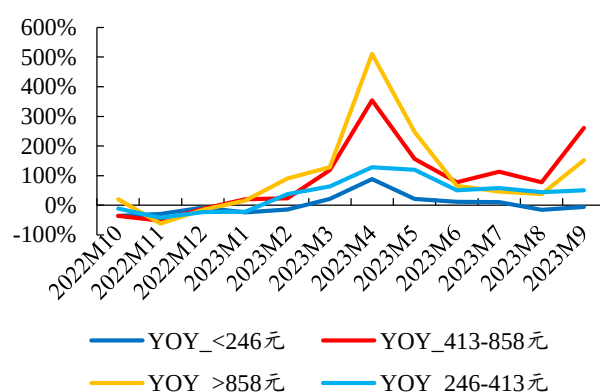
90 分：2023 年高价旅行箱高增长，推新控费下前三季度均盈利。根据天猫平台旅行箱品类，我们发现 2023 年 2 月以来旅行箱增速由负转正并维持高成长态势，2023M2-M9 增速分别为 13%/68%/200%/103%/47%/49%/23%/74%，且高单价产品增速好于低单价。90 分品牌在旅行箱包行业高单价产品占比提升的背景下，通过推新及收紧折扣，预计 2023Q3 国内 90 分增长 40%+，其中 ASP 提升接近 10%，同时在精益化管理及强调渠道投入产出的策略下，2023 年前三季度人力成本控制显著，实现三个季度连续盈利，预计 Q4 盈利仍能持续，全年实现扭亏。

小米：2023 年推新节奏改善并推出抖音新渠道，2024 年积极把握生态链变革机会。预计 2023Q4 生态链变革推行，将生态链公司分为 S 级、A 级、N 级并给予其足够自主权及返点机制，N 级只有一家合作伙伴，公司是小米唯一的箱包类生态链合作商。2020-2022 年小米内部流程繁琐，以及对单品的销售量和产品立项严要求，导致产品上新较少，预计从 2023Q4 开始实行改革后，产品的开发、推出、标准设计由生态链公司主导，推新节奏有望加快，同时激励机制改善有利于激发生态链公司积极性并提升盈利空间。

展望 2024 年，预计 90 分及小米的规模及盈利能力均能随着新品销售占比提升而进一步改善。

图9：天猫旅行箱自2月以来维持高增长（单位：万元）


数据来源：久谦、开源证券研究所

图10：天猫旅行箱高单价产品增速好于低单价


数据来源：久谦、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

2023Q3 高基数及下游去库背景下业绩相对稳健,代工及品牌Q4均进入低基数,预计2024年代工订单有望实现双位数增长、品牌业务盈利能力进一步改善,我们维持2023年并上调2024-2025年盈利预测,预计2023-2025年归母净利润为1.5/2.3/3.2亿元(原为1.5/2.1/2.7亿元),对应EPS为0.6/1.0/1.3元,当前股价对应PE 23.7/15.5/11.2倍,维持“买入”评级。

4、风险提示

出行需求复苏不及预期、下游去库不及预期、新品销售不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2053	1934	2120	2542	2772
现金	848	679	590	705	827
应收票据及应收账款	477	479	620	758	817
其他应收款	24	20	38	33	46
预付账款	27	14	33	29	39
存货	533	600	698	876	902
其他流动资产	144	143	140	142	142
非流动资产	1460	1582	1767	2040	2194
长期投资	678	641	845	985	1088
固定资产	222	441	464	588	659
无形资产	95	87	71	55	39
其他非流动资产	465	413	386	413	409
资产总计	3513	3516	3887	4583	4966
流动负债	1359	1433	1733	2229	2346
短期借款	530	479	502	1230	920
应付票据及应付账款	605	501	982	747	1147
其他流动负债	223	454	249	253	280
非流动负债	422	316	260	240	192
长期借款	365	259	201	182	135
其他非流动负债	58	56	59	58	58
负债合计	1781	1749	1994	2469	2539
少数股东权益	45	54	49	59	72
股本	240	240	240	240	240
资本公积	702	715	715	715	715
留存收益	758	781	885	1035	1258
归属母公司股东权益	1687	1713	1844	2054	2355
负债和股东权益	3513	3516	3887	4583	4966

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	47	107	446	-195	785
净利润	173	55	148	243	336
折旧摊销	44	49	41	48	57
财务费用	31	21	27	54	56
投资损失	-33	44	39	19	17
营运资金变动	-135	-158	193	-550	325
其他经营现金流	-32	96	-1	-8	-7
投资活动现金流	-436	-226	-243	-329	-230
资本支出	180	240	0	117	56
长期投资	-287	-12	-204	-149	-102
其他投资现金流	-543	2	-448	-360	-277
筹资活动现金流	157	-31	-292	-88	-132
短期借款	34	-51	23	2	-9
长期借款	202	-105	-58	-19	-48
普通股增加	-0	0	0	0	0
资本公积增加	-19	12	0	0	0
其他筹资现金流	-60	113	-256	-71	-75
现金净增加额	-232	-151	-89	-611	423

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2289	2741	2926	3761	4333
营业成本	1681	2148	2255	2863	3231
营业税金及附加	9	9	15	20	23
营业费用	269	190	180	226	260
管理费用	170	199	183	220	253
研发费用	63	57	62	75	87
财务费用	31	21	27	54	56
资产减值损失	-11	-28	-11	-6	-17
其他收益	90	50	17	19	22
公允价值变动收益	24	-10	11	7	9
投资净收益	33	-44	-39	-19	-17
资产处置收益	-3	-0	-1	-2	-2
营业利润	195	83	180	301	417
营业外收入	2	1	2	2	2
营业外支出	2	5	5	3	4
利润总额	195	79	178	300	415
所得税	22	24	30	57	79
净利润	173	55	148	243	336
少数股东损益	-7	8	-5	10	13
归属母公司净利润	180	47	152	233	323
EBITDA	269	154	237	387	520
EPS(元)	0.75	0.20	0.64	0.97	1.35

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.8	19.7	6.8	28.5	15.2
营业利润(%)	128.0	-57.3	116.9	66.9	38.6
归属于母公司净利润(%)	131.0	-74.0	225.0	53.0	38.5
获利能力					
毛利率(%)	26.6	21.6	22.9	23.9	25.4
净利率(%)	7.9	1.7	5.2	6.2	7.4
ROE(%)	10.0	3.1	7.8	11.5	13.9
ROIC(%)	7.5	2.6	6.1	7.7	10.6
偿债能力					
资产负债率(%)	50.7	49.7	51.3	53.9	51.1
净负债比率(%)	8.1	20.9	11.4	38.6	14.0
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	5.3	5.7	5.3	5.5	5.5
应付账款周转率	3.0	3.9	3.0	3.3	3.4
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.75	0.20	0.64	0.97	1.35
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.44	1.86	-0.81	3.27
每股净资产(最新摊薄)	6.76	6.87	7.42	8.29	9.55
估值比率					
P/E	20.0	76.9	23.7	15.5	11.2
P/B	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	13.9	25.6	16.1	11.4	7.6

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9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