

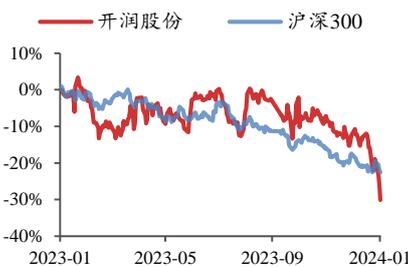
开润股份 (300577.SZ)

2024年01月31日

投资评级: 买入 (维持)

日期	2024/1/31
当前股价(元)	11.70
一年最高最低(元)	17.66/11.69
总市值(亿元)	28.06
流通市值(亿元)	15.70
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.34
近3个月换手率(%)	86.99

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《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》-2023.11.1

《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

2023 年业绩预告符合预期, 期待 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

● 2023 年业绩预告符合预期, 期待 2024 年蓄力向上, 维持“买入”评级

公司披露 2023 年业绩预告, 2023 年预告收入区间为 30-32 亿元, 同比+9.45%~16.75%, 其中 2023Q4 预告收入区间为 7.17-9.17 亿元, 同比+23.3%~57.7%; 归母净利润预告区间为 1.06~1.59 亿元, 同比+126%~239% (2022 年为 0.47 亿元), 相较 2021 年-41~-12%, 其中 2023Q4 归母净利润预告区间为-0.15~0.38 亿元, 同比+34%~扭亏为盈, 相较 2021 年-152.4%~+31.3%。我们维持盈利预测, 预计 2023-2025 年归母净利润为 1.5/2.3/3.2 亿元, 对应 EPS 为 0.6/1.0/1.3 元, 当前股价对应 PE18.7/12.3/8.9 倍, 预计 2023Q4 迎来业绩拐点, 预计 2024 年箱包代工补库下稳健增长, 服装及品牌业务规模及盈利有望持续双回暖, 维持“买入”评级。

● B2B: 预计 2024 年箱包代工补库下稳健增长, 服装代工新客户放量高增

(1) 箱包: 全球 PC 出货量按季改善, 且下游运动休闲客户迪卡侬、Nike 及 VF 去库接近尾声, 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, 利润端预计箱包代工利润率随数字化推进, 生产效率提高而稳中有升; (2) 服装代工: 随新客户阿迪达斯、优衣库、Muji 等放量有望实现 30-50%增长, 利润端预计上海嘉乐盈利能力随新客户订单规模化后明显改善。

● B2C: 预计 2024 年品牌业务规模及盈利持续双回暖

(1) 90 分: 国内重视推新控费, 把握箱包品类出海机会, 利润率改善空间充分。国内: 2023 年箱包市场增长亮眼, 天猫渠道旅行箱同比增长 49%但尚未恢复至疫情前, 90 分所在的中等价格带占比提升, 预计 2024 年 90 分通过加大新品及包袋投入, 提升市场份额。出海: 截至 2023 年预计跨境业务收入收缩至 10%, 2024 年以拥有竞争优势的箱包品类出海, 在箱包线上渗透率高的国家依托亚马逊拓展, 在线上渗透率低的国家依托线下分销拓展。90 分推新控费下预计 2023 年实现微利, 新品毛利率高于老品约 4-6pct, 目前新品销售占比不足 10%, 看好 2024 年盈利进一步改善。(2) 小米: 2024 年积极把握生态链变革机会。预计 2024 年推新节奏加快、营销自由度提升、利益分配由毛利分成向毛保模式切换, 新品占比预计进一步提升并有望开出独立箱包旗舰店。

● 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	3,016	3,827	4,332
YOY(%)	17.8	19.7	10.0	26.9	13.2
归母净利润(百万元)	180	47	150	228	316
YOY(%)	131.0	-74.0	220.0	51.9	38.5
毛利率(%)	26.6	21.6	22.9	23.8	25.4
净利率(%)	7.9	1.7	5.0	6.0	7.3
ROE(%)	10.0	3.1	7.7	11.3	13.6
EPS(摊薄/元)	0.8	0.2	0.6	1.0	1.3
P/E(倍)	15.6	59.9	18.7	12.3	8.9
P/B(倍)	1.7	1.7	1.6	1.4	1.2

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2053	1934	2154	2533	2794
现金	848	679	547	717	827
应收票据及应收账款	477	479	654	749	825
其他应收款	24	20	40	32	46
预付账款	27	14	35	28	40
存货	533	600	739	864	915
其他流动资产	144	143	140	142	142
非流动资产	1460	1582	1785	2053	2192
长期投资	678	641	845	985	1088
固定资产	222	441	479	598	658
无形资产	95	87	71	55	39
其他非流动资产	465	413	389	415	408
资产总计	3513	3516	3939	4585	4987
流动负债	1359	1433	1782	2236	2381
短期借款	530	479	502	1252	939
应付票据及应付账款	605	501	1028	732	1163
其他流动负债	223	454	252	251	280
非流动负债	422	316	266	244	193
长期借款	365	259	207	187	136
其他非流动负债	58	56	59	58	58
负债合计	1781	1749	2048	2480	2574
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	883	1030	1248
归属母公司股东权益	1687	1713	1842	2047	2340
负债和股东权益	3513	3516	3939	4585	4987

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	47	107	424	-162	766
净利润	173	55	145	237	329
折旧摊销	44	49	41	49	58
财务费用	31	21	28	53	55
投资损失	-33	44	46	23	17
营运资金变动	-135	-158	164	-516	314
其他经营现金流	-32	96	-1	-8	-7
投资活动现金流	-436	-226	-269	-328	-217
资本支出	180	240	18	112	42
长期投资	-287	-12	-204	-149	-102
其他投资现金流	-543	2	-455	-365	-277
筹资活动现金流	157	-31	-287	-88	-135
短期借款	34	-51	23	2	-9
长期借款	202	-105	-53	-20	-51
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	-257	-70	-75
现金净增加额	-232	-151	-132	-579	414

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2289	2741	3016	3827	4332
营业成本	1681	2148	2326	2915	3233
营业税金及附加	9	9	16	20	23
营业费用	269	190	185	233	262
管理费用	170	199	189	230	258
研发费用	63	57	64	77	87
财务费用	31	21	28	53	55
资产减值损失	-11	-28	-12	-7	-17
其他收益	90	50	18	19	22
公允价值变动收益	24	-10	11	7	9
投资净收益	33	-44	-46	-23	-17
资产处置收益	-3	-0	-1	-2	-2
营业利润	195	83	178	294	408
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	175	293	406
所得税	22	24	29	56	77
净利润	173	55	145	237	329
少数股东损益	-7	8	-5	9	13
归属母公司净利润	180	47	150	228	316
EBITDA	269	154	235	382	512
EPS(元)	0.75	0.20	0.63	0.95	1.32

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	17.8	19.7	10.0	26.9	13.2
营业利润(%)	128.0	-57.3	113.4	65.8	38.7
归属于母公司净利润(%)	131.0	-74.0	220.0	51.9	38.5
获利能力					
毛利率(%)	26.6	21.6	22.9	23.8	25.4
净利率(%)	7.9	1.7	5.0	6.0	7.3
ROE(%)	10.0	3.1	7.7	11.3	13.6
ROIC(%)	7.5	2.6	6.1	7.5	10.4
偿债能力					
资产负债率(%)	50.7	49.7	52.0	54.1	51.6
净负债比率(%)	8.1	20.9	14.0	39.4	14.9
流动比率	1.5	1.3	1.2	1.1	1.2
速动比率	1.0	0.9	0.7	0.7	0.7
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	0.63	0.95	1.32
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	0.44	1.77	-0.68	3.19
每股净资产(最新摊薄)	6.76	6.87	7.41	8.26	9.49
估值比率					
P/E	15.6	59.9	18.7	12.3	8.9
P/B	1.7	1.7	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	11.0	20.4	13.0	9.5	6.2

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