

开润股份 (300577)

2023 年三季报点评: 国内 2C 业务显著回暖、服装代工贡献增量, 毛利率加速修复

增持 (维持)

2023 年 11 月 01 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 郝越

执业证书: S0600122080022

xiy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	2,741	3,044	3,788	4,472
同比	20%	11%	24%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	47	152	220	276
同比	-74%	224%	45%	25%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.20	0.63	0.92	1.15
P/E (现价&最新股本摊薄)	83.86	25.88	17.84	14.25

关键词: #业绩符合预期

投资要点

■ **公司公布 2023 年三季报:** 2023 前三季度营收 22.83 亿元/yoy+5.72%、归母净利润 1.21 亿元/yoy+73.5%、扣非净利 1.38 亿元/yoy+188.6%, 净利增速高于收入主要受益于毛利率提升及费用率下降, 但非经损益汇兑套保损失拖累归母净利润增速低于扣非。分季度看, 23Q1/Q2/Q3 营收分别同比+21%/+15.53%/-13.65%、归母净利润分别同比-24.72%/+1171%/+128%、扣非净利同比分别+180%/+721%/+80%, 高基数下 Q3 收入增速转负, 归母净利润大幅增长主因毛利率同比+4.57pct 及公允价值变动收益增加、信用减值损失减少叠加所致。

■ **2B 业务: 高基数致 Q3 收入增速转负, 服装代工表现较好、箱包代工仍承压。** 1) **收入方面,** 23 年前三季度收入约同比中单位数增长, 其中箱包代工略下滑、服装代工同比翻倍。23Q3 2B 业务收入 5.4 亿元/同比下滑/占比 74%, 其中箱包代工收入 4.6 亿/同比双位数下滑、服装代工收入 7500 万/同比双位数增长, Q3 箱包代工收入回落主要系去年高基数、叠加外需疲软及下游客户去库影响, 服装代工客户开拓较好。2) **盈利方面,** Q3 毛利率持续提升, 主因: ①毛利率较高的客户如耐克、优衣库占比提升; ②运用 SAP 系统提升运营效率; ③Q3 人民币贬值利好毛利率提升。目前嘉乐已经实现盈利、贡献正向投资收益。3) **展望:** 核心客户箱包类产品去库接近尾声、Q4 箱包代工订单已逐步回升, 服装方面 (即嘉乐) 客户拓展较为顺利、Q4 有望同增 20%以上。

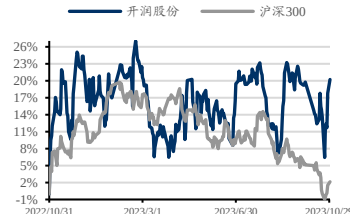
■ **2C 业务: 国内渠道同比高增, 新品推动盈利能力持续提升。** 1) **收入端:** 23 年前三季度收入同增近 20%, 若剔除公司收缩海外销售渠道的影响, 国内渠道小米/90 分品牌同比增速分别为 50%/+70%+, 主要受益于国内疫情放开后出行场景修复。23Q3 2C 业务收入 1.8 亿元/同比维持正增/占比 26%, 其中小米/90 分占比分别约为 60%/40%, 新渠道如抖音、KA 渠道维持高速增长。2) **盈利端:** 2C 高毛利率新品上新推动毛利率持续提升, 其中 90 分产品持续盈利、较去年同期亏损超千万明显改善。3) **展望:** 营收端预计维持高增态势, 随着产品毛利率稳步提升、费用投放管控较好, 盈利能力有望继续提升。

■ **Q3 毛利率增长及非经损益增加促净利率提升。** 1) **毛利率:** 23 年前三季度毛利率同比+0.6pct 至 22.78%, 23Q3 同比+4.57pct 至 25.16%, 客户结构以及产品结构调整促 Q3 毛利率显著提升。2) **期间费用率:** 23 年前三季度期间费用率同比-1.53pct 至 15.48%, 其中销售/管理/研发/财务费用率分别同比-1.06/-1.26/+0.23/+0.57pct, 费用率管控较好。单 Q3 期间费用率同比+3.92pct 至 17.2%, 主要系研发费用率 (同比+1.2pct) 及财务费用率 (汇兑净收益减少、同比+2.1pct) 提升所致。3) **归母净利率:** 结合毛利率、费用率变动, 23 年前三季度归母净利率同比+2.07pct 至 5.31%。单 Q3 同比+3.94pct 至 6.33%, 主要受益于公允价值变动收益增加、信用减值损失减少。

■ **盈利预测与投资评级:** 公司为国内箱包龙头, 22 年 2B 客户拓展顺利拉动整体收入端实现较好增长, 利润端受 2B 盈利能力下滑、2C 非主业项目亏损等因素出现大幅回落。23 年 2B 业务龙头地位稳固, 目前核心客户箱包类产品去库接近尾声、订单已逐步回升、未来有望恢复双位数增长, 2C 受益于国内出行旅游场景恢复、同比有望维持高速增长。2023/8/26 公司发布 2023 年限制性股票激励计划, 激励对象包括重要管理层及核心业务技术骨干, 业绩考核目标为以 2021~2022 年收入均值为基数, 23 年和 24 年收入增速分别不低于 10%、15% (对应 23~24 年收入目标分别+0.9%/+4.6%), 有助于调动核心团队积极性。考虑到目前 2B 箱包代工业务核心客户去库接近尾声、订单有望迎复苏以及 2C 端持续呈快速发展, 我们维持 23 年 1.5 亿元归母净利润预测、上调 24-25 年归母净利润预测由 1.8/2.2 至 2.2/2.8 亿元、对应 PE 为 26/18/14X, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 外需疲软、大客户订单波动、汇率波动等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	16.39
一年最低/最高价	13.78/17.82
市净率(倍)	2.18
流通 A 股市值(百万元)	2,194.48
总市值(百万元)	3,930.19

基础数据

每股净资产(元,LF)	7.51
资产负债率(% ,LF)	47.05
总股本(百万股)	239.79
流通 A 股(百万股)	133.89

相关研究

《开润股份(300577): 2022 年报及 2023Q1 业绩点评: 22 年业绩承压、23Q1 恢复较好, 看好全年业绩修复》

2023-04-27

《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》

2022-08-30

开润股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	1,934	2,617	3,021	3,453	营业总收入	2,741	3,044	3,788	4,472
货币资金及交易性金融资产	769	1,204	1,326	1,460	营业成本(含金融类)	2,148	2,356	2,906	3,409
经营性应收款项	493	669	833	984	税金及附加	9	10	13	15
存货	600	660	776	914	销售费用	190	198	246	291
合同资产	3	15	19	22	管理费用	199	213	265	326
其他流动资产	70	69	66	73	研发费用	57	61	80	98
非流动资产	1,582	1,674	1,762	1,844	财务费用	21	36	36	35
长期股权投资	641	651	661	671	加:其他收益	50	46	45	45
固定资产及使用权资产	458	547	622	691	投资净收益	(44)	5	30	38
在建工程	110	100	100	100	公允价值变动	(10)	(2)	(2)	0
无形资产	87	92	97	102	减值损失	(31)	(22)	(23)	(23)
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	5	3	1	营业利润	83	196	293	357
其他非流动资产	198	198	198	198	营业外净收支	(5)	0	(9)	(2)
资产总计	3,516	4,291	4,783	5,297	利润总额	79	196	284	355
流动负债	1,433	1,841	2,095	2,327	减:所得税	24	39	57	71
短期借款及一年内到期的非流动负债	743	743	743	743	净利润	55	157	227	284
经营性应付款项	501	775	955	1,121	减:少数股东损益	8	5	7	9
合同负债	24	71	87	102	归属母公司净利润	47	152	220	276
其他流动负债	165	253	309	361	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.20	0.63	0.92	1.15
非流动负债	316	527	538	535	EBIT	173	206	278	333
长期借款	73	273	273	273	EBITDA	235	271	349	409
应付债券	186	190	194	198	毛利率(%)	21.63	22.59	23.28	23.78
租赁负债	10	17	24	17	归母净利率(%)	1.71	4.99	5.82	6.17
其他非流动负债	47	47	47	47	收入增长率(%)	19.75	11.05	24.45	18.06
负债合计	1,749	2,368	2,632	2,862	归母净利润增长率(%)	(73.98)	224.04	45.07	25.16
归属母公司股东权益	1,713	1,865	2,086	2,361					
少数股东权益	54	59	65	74					
所有者权益合计	1,767	1,924	2,151	2,435					
负债和股东权益	3,516	4,291	4,783	5,297					

现金流量表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	重要财务与估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	107	425	299	306	每股净资产(元)	6.87	7.51	8.42	9.57
投资活动现金流	(226)	(165)	(149)	(132)	最新发行在外股份(百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	(31)	166	(38)	(51)	ROIC(%)	4.41	5.56	6.82	7.56
现金净增加额	(151)	425	112	124	ROE-摊薄(%)	2.74	8.14	10.56	11.68
折旧和摊销	62	66	71	76	资产负债率(%)	49.74	55.17	55.03	54.03
资本开支	(237)	(150)	(159)	(152)	P/E(现价&最新股本摊薄)	83.86	25.88	17.84	14.25
营运资本变动	(158)	50	(111)	(134)	P/B(现价)	2.38	2.18	1.95	1.71

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 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）），具体如下：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>