

开润股份 (300577.SZ)

上半年收入增长 33%，成本高企毛利率承压

增持

核心观点

上半年收入增长 33%，成本上升、品牌业务拖累下净利润下降 49%。公司主要有代工和品牌业务，代工业务为耐克、迪卡侬、戴尔、PUMA 等知名品牌研发生产箱包，品牌业务主要通过小米和线上自有渠道销售包袋。公司上半年收入 13.2 亿，同比增长 33.3%，主要是由于代工业务订单饱满收入大涨。归母净利润 0.5 亿，同比下降 48.8%，主要由于品牌业务的拖累以及上海嘉乐 -0.2 亿的投资净收益。毛利率为同比下降 5.3 个百分点至 23.2%，主要由于物流、原材料价格上涨。由于代工业务占比上升，四项费用率合计下降 4.4 个百分点至 19.4%。ROE 下滑 6.1 个百分点至 5.7%，存货/应收/应付账款周转天数分别为 104/72/95 天，分别同比-6/+4/-3 天，维持健康水平。单二季度收入 7.1 亿，同比增长 31.3%，归母净利润 0.03 亿，同比下降 93.9%。

上半年代工业务景气，品牌业务需求疲弱。上半年代工业务由于拓展新客户以及原有客户订单景气，收入提升 66.8%至 10.7 亿；品牌业务由于需求疲弱，收入下降 28.2%至 2.4 亿，其中小米/自有渠道收入分别为 1.5/0.9 亿，同比下降 14.3%/44.0%。代工/品牌业务毛利率分别为 23.6%/22.3%，同比下降 4.3/6.4 个百分点，品牌业务中小米/自有渠道毛利率分别为 15.0%/35.1%，同比下降 7.9/0.2 个百分点，主要由于小米调整渠道清理库存。

代工业务生产效率领先、成长势头较强，品牌业务将持续调整。代工业务提高生产效率及快反能力，与原有客户合作关系继续深化，并新拓展 PUMA、HOME DEPOT、THE NORTH FACE 等新客户，下半年虽有海外通胀压力但全年有望维持 20%的增长。上海嘉乐上半年受疫情停产影响，下半年拓展新客户、智能化提效，亏损有望收窄。品牌业务下半年受到小米渠道调整的影响预计减小，降本增效的效果将显现，亏损有望收窄。

风险提示：疫情影响消费需求下行；市场风险；国际政治经济风险。

投资建议：短期净利润承压，箱包龙头仍具长期潜力，下调至“增持”评级。长期看，公司的制造业务生产效率领先，内生外延扩张产能，创造竞争优势做深并拓展优质龙头客户；品牌业务降本增效、优化产品，静待需求复苏。考虑到品牌业务下游需求影响较大以及下半年制造业务可能受海外通胀需求的负面影响，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.2/2.3/2.9 亿（原为 2.1/2.7/3.4 亿），分别同比 -32.3%/88.2%/24.4%，EPS 分别为 0.51/0.96/1.19 元，由于盈利预测下调，合理估值区间下调至 16.0-16.8 元（对应 2023 年 PE 17-18x，原为 18.8-20 元），下调至“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,944	2,289	2,416	2,812	3,284
(+/-%)	-27.9%	17.8%	5.6%	16.4%	16.8%
净利润(百万元)	78	180	122	229	285
(+/-%)	-65.5%	131.0%	-32.3%	88.2%	24.4%
每股收益(元)	0.32	0.75	0.51	0.96	1.19
EBIT Margin	8.8%	7.2%	4.9%	7.8%	8.6%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	10.7%	6.9%	11.8%	13.2%
市盈率 (PE)	44.8	19.4	28.6	15.2	12.2
EV/EBITDA	24.6	25.8	43.9	20.9	16.3
市净率 (PB)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

纺织服饰 · 服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

基础数据

投资评级	增持(下调)
合理估值	
收盘价	13.88 元
总市值/流通市值	3331/1791 百万元
52 周最高价/最低价	24.95/12.74 元
近 3 个月日均成交额	49.96 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

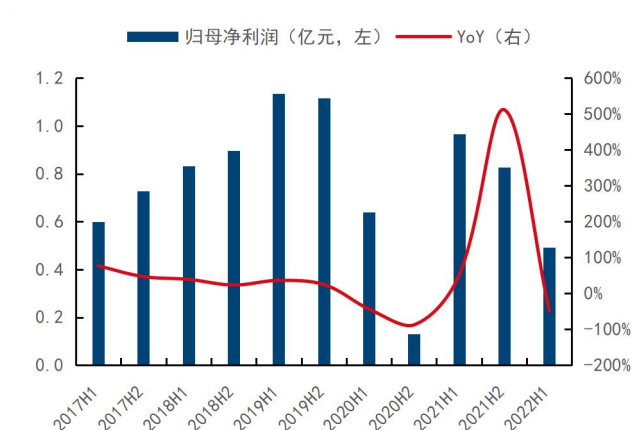
- 《开润股份 (300577.SZ) - 收入同比增长 17.8%，代工业务持续景气》——2022-05-04
- 《开润股份-300577-重大事件快评：恢复趋势良好，看好短期复苏和长期潜力》——2021-10-28
- 《开润股份-300577-2021 年中报点评：业绩回暖，期待进一步恢复》——2021-08-29
- 《开润股份-300577-重大事件快评：收入业绩势头良好，看好公司加速恢复》——2021-08-11
- 《开润股份-300577-2020 年年报点评：业绩逐步恢复，即将重启成长》——2021-03-17

图1：公司半年度营业收入及增速（单位：亿元、%）



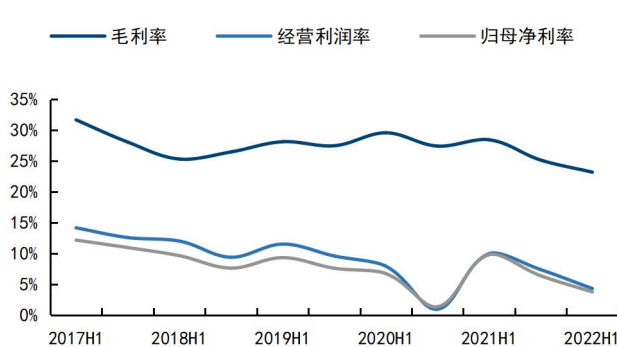
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：公司半年度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



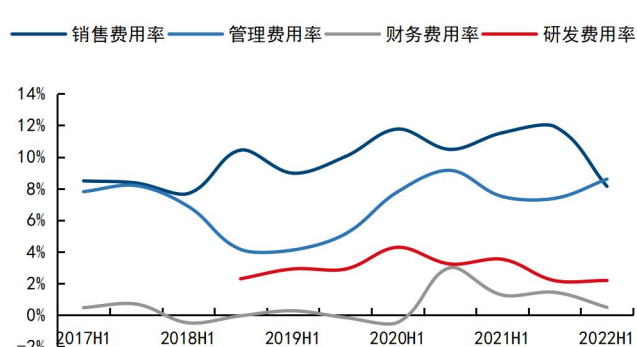
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司半年度利润率及增速（单位：%）



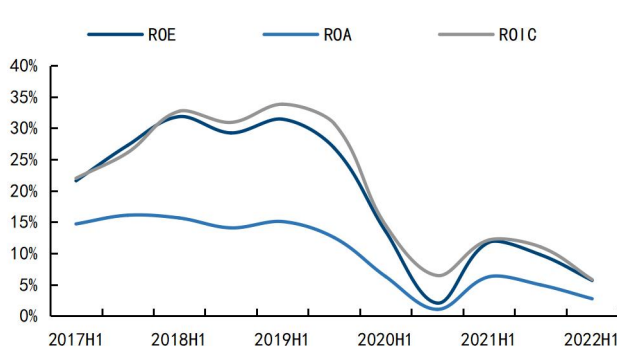
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司费用率及增速（单位：%）



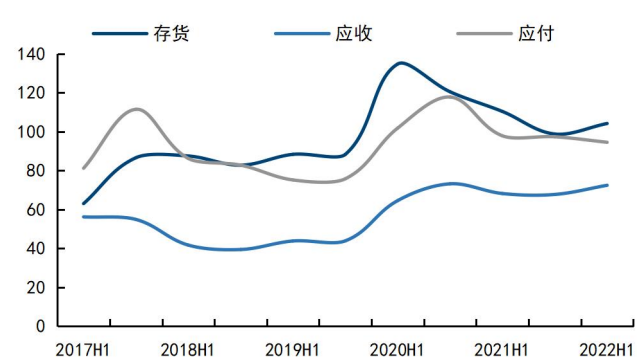
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司 ROE/ROA 变化情况



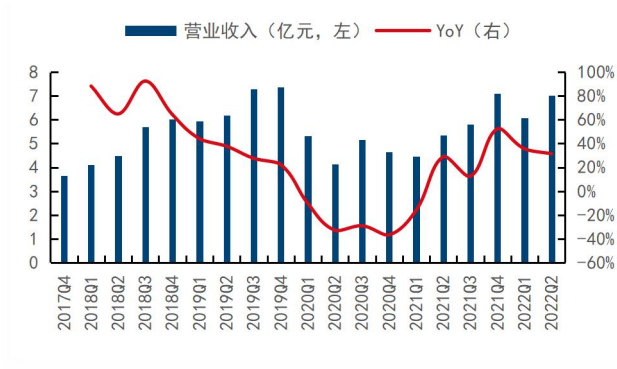
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司流动资产周转及变化情况



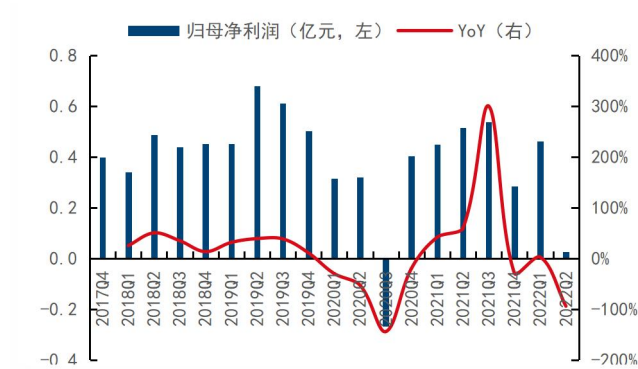
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司单季度收入与变化情况



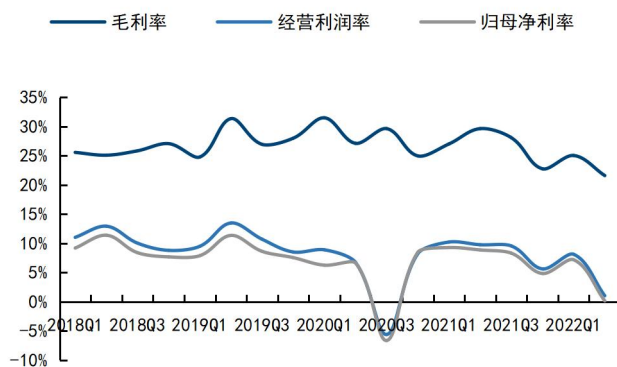
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8：公司单季度归母净利润与变化情况



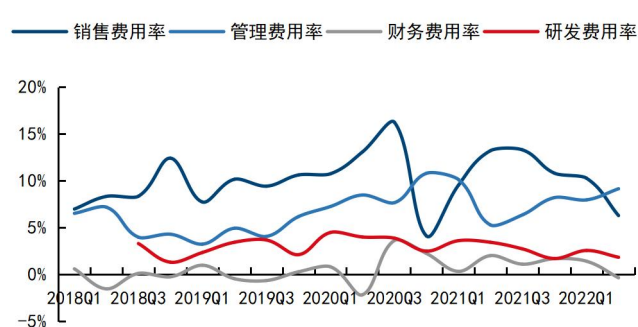
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司单季度利润率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司单季度费用率与变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：短期净利润承压，箱包龙头仍具长期潜力，下调至“增持”评级。

长期看，公司的制造业务生产效率领先，内生外延扩张产能，创造竞争优势做深并拓展优质龙头客户；品牌业务降本增效、优化产品，静待需求复苏。考虑到品牌业务下游需求影响较大以及下半年制造业务可能受海外通胀需求的负面影响，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 1.2/2.3/2.9 亿（原为 2.1/2.7/3.4 亿），分别同比 -32.3%/88.2%/24.4%，EPS 分别为 0.51/0.96/1.19 元，由于盈利预测下调，合理估值区间下调至 16.0-16.8 元（对应 2023 年 PE 17-18x，原为 18.8-20 元），下调至“增持”评级。

表 1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,944	2,289	2,416	2,812	3,284
(+/-%)	-27.9%	17.8%	5.6%	16.4%	16.8%
净利润(百万元)	78	180	122	229	285
(+/-%)	-65.5%	131.0%	-32.3%	88.2%	24.4%
每股收益(元)	0.32	0.75	0.51	0.96	1.19
EBIT Margin	8.8%	7.2%	4.9%	7.8%	8.6%
净资产收益率(ROE)	4.9%	10.7%	6.9%	11.8%	13.2%
市盈率(PE)	44.8	19.4	28.6	15.2	12.2
EV/EBITDA	24.6	25.8	43.9	20.9	16.3
市净率(PB)	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

表 2：可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS	PE						
代码	名称	评级	人民币	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300577.SZ	开润股份	增持	13.88	0.75	0.51	0.96	1.19	18.5	27.2	14.5	11.7
可比公司											
002563.SZ	森马服饰	增持	5.14	0.55	0.34	0.56	0.62	9.3	15.1	9.2	8.3
600398.SH	海澜之家	增持	4.45	0.58	0.65	0.72	0.81	7.7	6.9	6.2	5.5
300979.SZ	华利集团	买入	59.68	2.37	3.03	3.75	4.60	25.2	19.7	15.9	13.0
2313.HK	申洲国际	买入	69.00	2.24	3.25	4.03	4.96	30.8	21.2	17.1	13.9
平均值								18.3	15.7	12.1	8.9

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1053	848	2471	1230	1144	营业收入	1944	2289	2416	2812	3284
应收款项	409	501	529	616	719	营业成本	1390	1681	1844	2116	2463
存货净额	389	533	585	668	776	营业税金及附加	9	9	10	11	13
其他流动资产	74	131	138	161	187	销售费用	216	269	186	191	207
流动资产合计	2002	2053	3764	2715	2866	管理费用	165	170	212	214	247
固定资产	260	374	319	415	497	研发费用	73	63	53	61	71
无形资产及其他	96	95	91	87	84	财务费用	25	31	109	5	15
投资性房地产	248	313	313	313	313	投资收益	15	33	33	(18)	8
长期股权投资	427	678	678	678	678	资产减值及公允价值变动	19	34	5	9	11
资产总计	3032	3513	5165	4208	4437	其他收入	(91)	1	94	64	60
短期借款及交易性金融负债	498	575	2000	700	500	营业利润	85	195	136	266	343
应付款项	511	605	665	758	881	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	161	179	203	228	263	利润总额	84	195	136	266	343
流动负债合计	1170	1359	2868	1686	1644	所得税费用	17	22	22	43	55
长期借款及应付债券	163	365	425	485	545	少数股东损益	(11)	(7)	(7)	(5)	3
其他长期负债	64	58	58	58	58	归属于母公司净利润	78	180	122	229	285
长期负债合计	226	422	482	542	602	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1397	1781	3350	2228	2246	净利润	78	180	122	229	285
少数股东权益	55	45	39	35	37	资产减值准备	5	(2)	235	73	74
股东权益	1581	1687	1776	1944	2154	折旧摊销	27	39	38	55	68
负债和股东权益总计	3032	3513	5165	4208	4437	公允价值变动损失	(19)	(34)	(5)	(9)	(11)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	25	31	109	5	15
每股收益	0.32	0.75	0.51	0.96	1.19	营运资本变动	(86)	(254)	232	(1)	(6)
每股红利	0.19	0.20	0.14	0.25	0.32	其它	(10)	(3)	(241)	(77)	(72)
每股净资产	6.58	7.03	7.41	8.11	8.98	经营活动现金流	(5)	(75)	381	270	339
ROIC	10%	8%	5%	11%	13%	资本开支	0	(177)	(210)	(210)	(210)
ROE	5%	11%	7%	12%	13%	其它投资现金流	(56)	36	0	0	0
毛利率	28%	27%	24%	25%	25%	投资活动现金流	(455)	(393)	(210)	(210)	(210)
EBIT Margin	9%	7%	5%	8%	9%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	6%	10%	11%	负债净变化	(1)	190	50	50	50
收入增长	-28%	18%	6%	16%	17%	支付股利、利息	(46)	(48)	(32)	(61)	(76)
净利润增长率	-66%	131%	-32%	88%	24%	其它融资现金流	871	(46)	1425	(1300)	(200)
资产负债率	48%	52%	66%	54%	51%	融资活动现金流	1096	262	1452	(1301)	(216)
息率	1.3%	1.4%	0.9%	1.8%	2.2%	现金净变动	637	(206)	1624	(1241)	(87)
P/E	44.8	19.4	28.6	15.2	12.2	货币资金的期初余额	417	1053	848	2471	1230
P/B	2.2	2.1	2.0	1.8	1.6	货币资金的期末余额	1053	848	2471	1230	1144
EV/EBITDA	24.6	25.8	43.9	20.9	16.3	企业自由现金流	0	(246)	158	28	90
						权益自由现金流	0	(102)	1542	(1226)	(73)

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032