

# 开润股份 (300577.SZ)

## 22年客户结构调整毛利率承压，23年盈利能力有望修复

| 财务指标        | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 2,289 | 2,741 | 3,031 | 3,593 | 4,202 |
| 增长率 yoy (%) | 17.8  | 19.7  | 10.6  | 18.6  | 16.9  |
| 归母净利润(百万元)  | 180   | 47    | 152   | 203   | 251   |
| 增长率 yoy (%) | 131.0 | -74.0 | 223.9 | 33.6  | 23.6  |
| ROE (%)     | 10.0  | 3.1   | 9.2   | 11.1  | 12.1  |
| EPS 最新摊薄(元) | 0.75  | 0.20  | 0.63  | 0.85  | 1.05  |
| P/E(倍)      | 20.3  | 78.2  | 24.1  | 18.1  | 14.6  |
| P/B(倍)      | 2.3   | 2.2   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023年4月26日收盘价

**2022年营收创历史新高，23Q1扣非净利润同比+179.99%。** 2022年公司营业收入为 27.41 亿元，同比+19.75%；归母净利润 0.47 亿元，同比-73.98%；扣非后净利润 0.20 亿元，同比-79.01%；基本每股收益为 0.20 元，去年同期为 0.75 元。分季度来看，公司 2022Q4 实现营业收入 5.81 亿元，同比-18.67%，归母净利润-0.23 亿元，去年同期为 0.29 亿元；扣非后净利润-0.28 亿元，去年同期为-0.27 亿元。同时，公司公告一季度业绩，2023Q1 实现营业收入 7.40 亿元，同比+21.00%，归母净利润 0.35 亿元，同比-24.72%；扣非后净利润 0.35 亿元，同比+179.99%。

**22年毛利率、净利率下降，费用率控制良好。** 公司 2022 年毛利率为 21.63%，同比-4.95pct。费用端，公司 2022 年期间费用率为 16.98%，同比-6.31pct，其中销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 6.92%/7.25%/2.07%/0.75%，分别同比 -4.84pct/-0.18pct/-0.68pct/-0.60pct。销售费用减少 29.56%，主要系市场营销运营费下降所致；管理费用增长 16.87%，主要是因代工制造业务收入大幅增长，管理人员薪资、股权激励等费用上升所致；财务费用减少 33.49%，主要系汇兑收益金额较大所致。公司 2022 年净利率为 1.99%，同比-5.55pct。分季度来看，公司 2022Q4 净利率为-2.75%，去年同期为 4.83%；2023Q1 净利率为 4.45%，同比-2.74pct。

**代工制造业务逆势大幅增长，短期客户结构调整毛利率承压。** 分业务来看，公司代工制造/品牌经营分别实现营业收入 21.98 亿元/5.13 亿元，同比+50.09%/-32.11%；毛利率分别为 21.98%/20.87%，分别同比-3.99pct/-7.41pct。在老客户合作关系深化、订单持续放量，以及新拓客户带来增量订单的共同推动下，公司代工制造业务收入规模创历史最高水平，但受上半年原材料价格波动及短期客户结构调整的影响，毛利率有所下降。品牌经营业务中，分销/线上销售分别实现营业收入 2.86 亿元/2.28 亿元，同比-30.18%/-34.39%，毛利率分别为 20.31%/21.59%，分别同比-6.68pct/-8.22pct。线上销售及分销销售收入减少，毛利率下滑，主要系市场终端需求波动，公司主动调整渠道布局所致。

**有序推进产能扩建，完善全球化布局。** 公司根据订单情况，有序推进滁州、

| 增持 (维持评级)        |          |
|------------------|----------|
| <b>股票信息</b>      |          |
| 行业               | 纺织服装     |
| 2023年4月26日收盘价(元) | 15.28    |
| 总市值(百万元)         | 3,664.01 |
| 流通市值(百万元)        | 2,046.75 |
| 总股本(百万股)         | 239.79   |
| 流通股本(百万股)        | 133.95   |
| 近3月日均成交额(百万元)    | 19.94    |



**作者**

分析师 黄淑妍  
执业证书编号: S1070514080003  
邮箱: huangsy@cgws.com

**相关研究**

1、《2B 制造业务稳步增长，2C 品牌业务受疫情影响仍待恢复—开润股份 (300577) 公司动态点评》  
2022-05-06

印尼、印度生产基地的产能建设，增设越南办事处，加强与客户交流，积极扩大生产规模，加快产能爬坡速度，保证产能充足，确保及时供货。同时，公司深化精益管理、持续改善理念，不断加强工厂端的制造工艺及创新能力，打造高标准的订单交付水平和交付品质，提高生产经营效率，公司全球领先的箱包制造地位得到进一步巩固。公司成功获得了迪卡侬质量体系（QA）和社会责任体系（HRP）自主化项目的全球首家双认证的箱包供应商。依托先进的研发制造能力，公司全资子公司滁州米润荣获 2022 年度安徽省“专精特新”中小企业、安徽省企业技术中心。

**投资建议：**公司代工业务方面，客户结构不断巩固优化，积极开拓新品类，收购上海嘉乐股权切入纺织服装及面料新赛道，未来产能扩充叠加产能利用率回升驱动业绩增长。品牌经营业务方面，公司强化市场推广同时提高营销转化，品牌塑造稳步推进，渠道端线上渠道表现亮眼。预测公司 2023-2025 年 EPS 分别为 0.63 元、0.85 元、1.05 元，对应 PE 分别为 24X、18X、15X，维持“增持”的投资评级。

**风险提示：**客户集中度较高的风险，原材料价格波动与劳动力成本上升风险，经营规模扩张带来的管控风险，汇率波动的风险，品牌运营风险。

## 财务报表和主要财务比率

## 资产负债表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 2053  | 1934  | 2169  | 2565  | 2923  |
| 现金             | 848   | 679   | 751   | 890   | 1041  |
| 应收票据及应收账款      | 477   | 479   | 579   | 676   | 791   |
| 其他应收款          | 24    | 20    | 29    | 29    | 38    |
| 预付账款           | 27    | 14    | 31    | 22    | 40    |
| 存货             | 533   | 600   | 632   | 804   | 862   |
| 其他流动资产         | 144   | 143   | 148   | 145   | 151   |
| <b>非流动资产</b>   | 1460  | 1582  | 1554  | 1561  | 1564  |
| 长期投资           | 678   | 641   | 602   | 563   | 519   |
| 固定资产           | 222   | 441   | 453   | 491   | 530   |
| 无形资产           | 95    | 87    | 96    | 107   | 113   |
| 其他非流动资产        | 465   | 413   | 403   | 401   | 401   |
| <b>资产总计</b>    | 3513  | 3516  | 3723  | 4127  | 4487  |
| <b>流动负债</b>    | 1359  | 1433  | 1515  | 1717  | 1818  |
| 短期借款           | 530   | 479   | 568   | 759   | 626   |
| 应付票据及应付账款      | 605   | 501   | 702   | 700   | 927   |
| 其他流动负债         | 223   | 454   | 245   | 257   | 265   |
| <b>非流动负债</b>   | 422   | 316   | 266   | 225   | 183   |
| 长期借款           | 365   | 259   | 209   | 169   | 127   |
| 其他非流动负债        | 58    | 56    | 56    | 56    | 56    |
| <b>负债合计</b>    | 1781  | 1749  | 1781  | 1942  | 2001  |
| 少数股东权益         | 45    | 54    | 79    | 112   | 154   |
| 股本             | 240   | 240   | 240   | 240   | 240   |
| 资本公积           | 702   | 715   | 715   | 715   | 715   |
| 留存收益           | 758   | 781   | 876   | 1004  | 1161  |
| 归属母公司股东权益      | 1687  | 1713  | 1864  | 2072  | 2332  |
| <b>负债和股东权益</b> | 3513  | 3516  | 3723  | 4127  | 4487  |

## 现金流量表 (百万元)

| 会计年度           | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | 47    | 107   | 296   | 82    | 420   |
| 净利润            | 173   | 55    | 177   | 236   | 292   |
| 折旧摊销           | 44    | 49    | 50    | 58    | 67    |
| 财务费用           | 31    | 21    | 9     | 11    | 4     |
| 投资损失           | -33   | 44    | 3     | 3     | 7     |
| 营运资金变动         | -135  | -158  | 35    | -254  | 17    |
| 其他经营现金流        | -32   | 96    | 22    | 28    | 32    |
| <b>投资活动现金流</b> | -436  | -226  | -21   | -64   | -71   |
| 资本支出           | 180   | 240   | 61    | 105   | 112   |
| 长期投资           | -287  | -12   | 39    | 39    | 43    |
| 其他投资现金流        | 30    | 26    | 1     | 1     | -2    |
| <b>筹资活动现金流</b> | 157   | -31   | -292  | -70   | -65   |
| 短期借款           | 34    | -51   | 89    | 192   | -133  |
| 长期借款           | 202   | -105  | -50   | -41   | -42   |
| 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   | -331  | -221  | 110   |
| <b>现金净增加额</b>  | -232  | -151  | -17   | -52   | 284   |

## 利润表 (百万元)

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 2289  | 2741  | 3031  | 3593  | 4202  |
| 营业成本            | 1681  | 2148  | 2336  | 2724  | 3160  |
| 营业税金及附加         | 9     | 9     | 10    | 12    | 14    |
| 销售费用            | 269   | 190   | 197   | 234   | 273   |
| 管理费用            | 170   | 199   | 220   | 260   | 305   |
| 研发费用            | 63    | 57    | 63    | 74    | 87    |
| 财务费用            | 31    | 21    | 9     | 11    | 4     |
| 资产和信用减值损失       | -17   | -31   | -25   | -32   | -37   |
| 其他收益            | 90    | 50    | 50    | 50    | 50    |
| 公允价值变动收益        | 24    | -10   | 4     | 5     | 6     |
| 投资净收益           | 33    | -44   | -3    | -3    | -7    |
| 资产处置收益          | -3    | -0    | -0    | -0    | -0    |
| <b>营业利润</b>     | 195   | 83    | 222   | 298   | 370   |
| 营业外收入           | 2     | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 2     | 5     | 5     | 5     | 5     |
| <b>利润总额</b>     | 195   | 79    | 218   | 293   | 365   |
| 所得税             | 22    | 24    | 41    | 57    | 74    |
| <b>净利润</b>      | 173   | 55    | 177   | 236   | 292   |
| 少数股东损益          | -7    | 8     | 25    | 33    | 41    |
| <b>归属母公司净利润</b> | 180   | 47    | 152   | 203   | 251   |
| EBITDA          | 259   | 159   | 288   | 375   | 452   |
| EPS (元/股)       | 0.75  | 0.20  | 0.63  | 0.85  | 1.05  |

## 主要财务比率

| 会计年度            | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 营业收入 (%)        | 17.8  | 19.7  | 10.6  | 18.6  | 16.9  |
| 营业利润 (%)        | 128.0 | -57.3 | 167.2 | 34.0  | 24.2  |
| 归属母公司净利润 (%)    | 131.0 | -74.0 | 223.9 | 33.6  | 23.6  |
| <b>获利能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 毛利率 (%)         | 26.6  | 21.6  | 22.9  | 24.2  | 24.8  |
| 净利率 (%)         | 7.5   | 2.0   | 5.8   | 6.6   | 6.9   |
| ROE (%)         | 10.0  | 3.1   | 9.2   | 11.1  | 12.1  |
| ROIC (%)        | 7.2   | 2.8   | 7.1   | 8.4   | 9.9   |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 资产负债率 (%)       | 50.7  | 49.7  | 47.8  | 47.1  | 44.6  |
| 净负债比率 (%)       | 7.9   | 20.4  | 6.0   | 6.1   | -8.0  |
| 流动比率            | 1.5   | 1.3   | 1.4   | 1.5   | 1.6   |
| 速动比率            | 1.0   | 0.9   | 1.0   | 1.0   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率          | 0.7   | 0.8   | 0.8   | 0.9   | 1.0   |
| 应收账款周转率         | 5.3   | 5.7   | 5.7   | 5.7   | 5.7   |
| 应付账款周转率         | 3.7   | 5.1   | 5.1   | 5.1   | 5.1   |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益 (最新摊薄)     | 0.75  | 0.20  | 0.63  | 0.85  | 1.05  |
| 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.20  | 0.44  | 1.23  | 0.34  | 1.75  |
| 每股净资产 (最新摊薄)    | 6.76  | 6.87  | 7.42  | 8.17  | 9.13  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |       |
| P/E             | 20.3  | 78.2  | 24.1  | 18.1  | 14.6  |
| P/B             | 2.3   | 2.2   | 2.1   | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITDA       | 14.7  | 25.1  | 13.1  | 10.2  | 7.8   |

资料来源: 长城证券产业金融研究院 注: 股价为 2023 年 4 月 26 日收盘价

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

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投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 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。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

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。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 投资评级说明

| 公司评级 |                                  | 行业评级 |                       |
|------|----------------------------------|------|-----------------------|
| 买入   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上      | 强于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场  |
| 增持   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间 | 中性   | 预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步 |
| 持有   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间 | 弱于大市 | 预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场  |
| 卖出   | 预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上       |      |                       |

### 长城证券产业金融研究院

#### 深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033

传真：86-755-83516207

#### 上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

#### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044

传真：86-10-88366686