

2023年03月28日

发行可转债扩大产能，RO机有望放量

开能健康(300272)

事件概述

3月27日，公司发布可转债募集说明书（申报稿）：向不特定对象发行可转换债券拟募集资金总额不超过25,000万元（含25,000万元）。扣除发行费用后，公司通过本次发行募集的资金将全部用于投入下述项目：1）健康净水装备生产线数智化升级及扩建项目（项目预计总投入金额20,901.56万元，其中拟投入本次募集资金金额20,000.00万元）；2）补充流动资金（项目预计总投入金额与拟投入本次募集资金金额均为5000.00万元）。

分析判断

公司产能利用率高位，发行可转债扩充产能。公司为全屋净水龙头，涉及多种水处理产品，当前产能利用率高位，截至22年三季报中央软水机、RO膜反渗透净水机、中央净水机产能利用率分别为80.34%、97.92%、101.90%，健康净水装备生产线数智化升级及扩建项目达产后，预计可实现年产RO膜反渗透净水设备70万台；控制阀15万台，中央净水机1.5万台，中央软水机3万台；工业阀3万台，工业膜10万个。从投产进度看，预计24-26年分别为60%、80%、100%。

RO机是扩产重点品类，行业稳健增长叠加产能释放，RO机有望放量。根据奥维云网，净水器为净水市场核心品类，20年销售额占比68%，其中RO反渗透膜净水器凭借其高过滤精度占据主流，22H1在线上 and 线下渠道的净水器销售额中分别占比86.20%/93.80%。21年净水器市场规模227.4亿元，随着居民健康意识提升、下沉市场开发，根据奥维云网预计，26年市场规模有望达到342.9亿元，21-26年均复合增长率将达8.6%。此次扩产RO机是重点品类，公司已拥有全套生产技术，关键部件的核心技术处于行业领先地位，且已建立了完整的内外销渠道和销售网点，预计RO机产能释放将助力市占率提升。

投资建议

全屋净水龙头，公司产品技术在行业内处于领先地位，全产链生产能力在90%以上。渠道以经销为主，占比约96%，拥有全球经销网络，凭借过硬的产品品质及渠道拓展能力，海外收入高速增长。国内方面，随着消费复苏、居民健康意识提升，预计内销收入将稳健增长。此次发行可转债募集资金将解除产能掣肘，助力公司发展进入快车道。

我们预计22-24年公司收入分别为17.10/19.86/22.94亿元，同比分别+13.1%/+16.2%/+15.5%。毛利率方面，考虑到大宗价

评级及分析师信息

评级：	增持
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	5.73
股票代码：	300272
52周最高价/最低价：	7.46/4.81
总市值(亿)	33.07
自由流通市值(亿)	23.56
自由流通股数(百万)	411.12



分析师：陈玉卢
邮箱：chenyl@hx168.com.cn
SAC NO：S1120522090001

格回落，预计 22-24 年毛利率稳步提升。费用率方面，考虑到公司扩产动作积极，预计销售费用率略有提升。对应 22-24 年归母净利润分别为 1.19/1.43/1.76 亿元，同比分别 13.6%/+20.0%/+22.9%，相应 EPS 分别为 0.21/0.25/0.30 元，以 23 年 3 月 28 日收盘价 5.73 元计算，对应 PE 分别为 27.76/23.13/18.82 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

发行仍处审核问询阶段，尚存在不确定性；募投项目产能消化风险；募投项目效益未达预期或短期内无法盈利的风险；海外市场波动风险；激烈的市场竞争风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,181	1,511	1,710	1,986	2,294
YoY (%)	12.2%	28.0%	13.1%	16.2%	15.5%
归母净利润(百万元)	26	105	119	143	176
YoY (%)	-73.7%	296.9%	13.6%	20.0%	22.9%
毛利率 (%)	43.7%	33.4%	34.4%	34.9%	35.4%
每股收益 (元)	0.05	0.18	0.21	0.25	0.30
ROE	2.3%	8.7%	9.7%	10.4%	11.3%
市盈率	114.60	31.83	27.76	23.13	18.82

资料来源：wind，华西证券

正文目录

1. 事件概述.....	4
2. 分析判断.....	4
3. 投资建议.....	4
4. 风险提示.....	5

图表目录

图 1 项目拟新建产能情况（单位：万台）	4
图 2 可比公司估值表	5

1. 事件概述

3月27日，公司发布可转债募集说明书（申报稿）：向不特定对象发行可转换债券拟募集资金总额不超过25,000万元（含25,000万元）。扣除发行费用后，公司通过本次发行募集的资金将全部用于投入下述项目：1）健康净水装备生产线数智化升级及扩建项目（项目预计总投入金额20,901.56万元，其中拟投入本次募集资金金额20,000.00万元）；2）补充流动资金（项目预计总投入金额与拟投入本次募集资金金额均为5000.00万元）。

2. 分析判断

公司产能利用率高位，发行可转债扩充产能。公司为全屋净水龙头，涉及多种水处理产品，当前产能利用率高位，截至22年三季报中央软水机、RO膜反渗透净水机、中央净水机产能利用率分别为80.34%、97.92%、101.90%，健康净水装备生产线数智化升级及扩建项目达产后，预计可实现年产RO膜反渗透净水设备70万台；控制阀15万台，中央净水机1.5万台，中央软水机3万台；工业阀3万台，工业膜10万个，将有效解决产能掣肘。从投产进度看，预计24-26年分别为60%、80%、100%。

图1 项目拟新建产能情况（单位：万台）

项目	中央软水机	中央净水机	RO膜反渗透净水机	家用控制阀	工业控制阀	工业膜
现有产能	31.07	4.91	13.33	51.48	0	0.51
本次募投项目拟建产能	3	1.5	70	15	3	10
合计产能	34.07	6.41	83.33	66.48	3	10.51
本次募投项目扩产比例	9.66%	30.55%	525.13%	29.14%	/	1960.78%

资料来源：公司公告，华西证券

RO机是扩产重点品类，行业稳健增长叠加产能释放，RO机有望放量。根据奥维云网，净水器为净水市场核心品类，20年销售额占比68%，其中RO反渗透膜净水器凭借其高过滤精度占据主流，22H1在线上 and 线下渠道的净水器销售额中分别占比86.20%/93.80%。21年净水器市场规模227.4亿元，随着居民健康意识提升、下沉市场开发，根据奥维云网预计，26年市场规模有望达到342.9亿元，21-26年均复合增长率将达8.6%。此次扩产RO机是重点品类，公司已拥有全套生产技术，关键部件的核心技术处于行业领先地位，且已建立了完整的内外销渠道和销售网点，预计RO机产能释放将助力市占率提升。

3. 投资建议

全屋净水龙头，公司产品技术在行业内处于领先地位，全产链生产能力在90%以上。渠道以经销为主，占比约96%，拥有全球经销网络，凭借过硬的产品品质及渠道拓展能力，海外收入高增长。国内方面，随着消费复苏、居民健康意识提升，预计内

销收入将稳健增长。此次发行可转债募集资金将解除产能掣肘，助力公司发展进入快车道。

我们预计 22-24 年公司收入分别为 17.10/19.86/22.94 亿元，同比分别 +13.1%/+16.2%/+15.5%。毛利率方面，考虑到大宗价格回落，预计 22-24 年毛利率稳步提升。费用率方面，考虑到公司扩产动作积极，预计销售费用率略有提升。对应 22-24 年归母净利润分别为 1.19/1.43/1.76 亿元，同比分别 13.6%/+20.0%/+22.9%，相应 EPS 分别为 0.21/0.25/0.30 元，以 23 年 3 月 28 日收盘价 5.73 元计算，对应 PE 分别为 27.76/23.13/18.82 倍。可比公司 23 年平均 PE 为 21 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 2 可比公司估值表

股票名称	股价(元)	EPS			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
唯赛勃	17.67	0.17	0.62	0.88	103.9	28.4	20.1
三达膜	14.50	0.67	1.11	1.38	21.6	13.1	10.5
平均数					62.8	20.7	15.3
开能健康	5.73	0.21	0.25	0.30	27.8	23.1	18.8

资料来源：wind(2023 年 3 月 28 日收盘价)，华西证券

4. 风险提示

发行仍处审核问询阶段，尚存在不确定性；募投项目产能消化风险；募投项目效益未达预期或短期内无法盈利的风险；海外市场波动风险；激烈的市场竞争风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,511	1,710	1,986	2,294	净利润	117	136	163	200
YoY (%)	28.0%	13.1%	16.2%	15.5%	折旧和摊销	64	51	61	68
营业成本	1,006	1,121	1,292	1,481	营运资金变动	16	-47	-67	-31
营业税金及附加	3	3	4	5	经营活动现金流	187	149	153	231
销售费用	131	162	200	231	资本开支	-67	-102	-168	-176
管理费用	175	201	238	272	投资	59	-70	10	10
财务费用	21	7	9	9	投资活动现金流	-1	-172	-145	-151
研发费用	55	62	70	82	股权募资	2	-31	0	0
资产减值损失	-4	0	0	0	债务募资	-9	-5	-4	-1
投资收益	31	0	14	16	筹资活动现金流	-97	-104	-15	-12
营业利润	152	168	204	249	现金净流量	90	-127	-6	68
营业外收支	-7	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	145	168	204	249	成长能力				
所得税	28	33	41	50	营业收入增长率	28.0%	13.1%	16.2%	15.5%
净利润	117	136	163	200	净利润增长率	296.9%	13.6%	20.0%	22.9%
归属于母公司净利润	105	119	143	176	盈利能力				
YoY (%)	296.9%	13.6%	20.0%	22.9%	毛利率	33.4%	34.4%	34.9%	35.4%
每股收益	0.18	0.21	0.25	0.30	净利率	6.9%	7.0%	7.2%	7.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率 ROA	4.9%	5.6%	5.9%	6.7%
货币资金	281	154	148	216	净资产收益率 ROE	8.7%	9.7%	10.4%	11.3%
预付款项	16	20	23	26	偿债能力				
存货	293	309	378	402	流动比率	1.31	1.22	1.26	1.38
其他流动资产	396	379	527	510	速动比率	0.88	0.74	0.78	0.86
流动资产合计	986	862	1,076	1,154	现金比率	0.37	0.22	0.17	0.26
长期股权投资	42	112	102	92	资产负债率	41.3%	39.0%	40.2%	36.6%
固定资产	257	267	336	401	经营效率				
无形资产	115	95	63	29	总资产周转率	0.77	0.80	0.87	0.91
非流动资产合计	1,147	1,270	1,368	1,468	每股指标 (元)				
资产合计	2,133	2,132	2,444	2,622	每股收益	0.18	0.21	0.25	0.30
短期借款	262	257	254	253	每股净资产	2.08	2.14	2.38	2.69
应付账款及票据	229	164	288	228	每股经营现金流	0.32	0.26	0.27	0.40
其他流动负债	263	285	314	353	每股股利	0.10	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	754	706	855	833	估值分析				
长期借款	8	8	8	8	PE	31.83	27.76	23.13	18.82
其他长期负债	119	119	119	119	PB	3.45	2.68	2.40	2.13
非流动负债合计	127	127	127	127					
负债合计	881	833	982	960					
股本	577	572	572	572					
少数股东权益	50	66	86	110					
股东权益合计	1,252	1,300	1,462	1,662					
负债和股东权益合计	2,133	2,132	2,444	2,622					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

陈玉卢：家电行业首席分析师，南开大学管理学学士和硕士，2022年8月加入华西证券，自2016年起有多年行业研究经验，复合背景，擅长自上而下进行宏观判断，自下而上挖掘投资价值，曾任职东北证券，担任家电首席分析师与银行首席分析师

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。