

投资评级 **中性** 调低

22 年代工业务高速增长，23 年品牌业务有望显著回暖

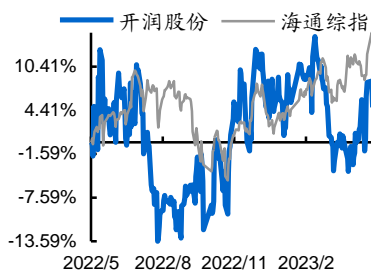
股票数据

05月05日收盘价(元)	15.94
52周股价波动(元)	12.96-18.98
总股本/流通A股(百万股)	240/134
总市值/流通市值(百万元)	3822/2135

相关研究

《上半年 2B 业务高增，持续拓宽优质品牌资源矩阵》2022.09.02

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	9.2	-2.4	-4.4
相对涨幅 (%)	11.3	0.4	-1.4

资料来源：海通证券研究所

分析师: 盛开

Tel: (021) 23154510

Email: sk11787@haitong.com

证书: S0850519100002

分析师: 梁希

Tel: (021) 23219407

Email: lx11040@haitong.com

证书: S0850516070002

联系人: 王天璐

Tel: (021) 23219405

Email: wtl14693@haitong.com

投资要点:

- 公司发布 2022 和 23Q1 业绩。**2022 收入同比增长 19.7% 至 27.4 亿元，归母净利润同比下降 74.0% 至 0.5 亿元，毛利率同比下降 5.0pct 至 21.6%，净利率同比下降 6.2pct 至 1.7%。公司 2023Q1 收入同比增长 21.0% 至 7.4 亿元，归母净利润同比下降 24.7% 至 0.4 亿元，毛利率同比下降 3.3pct 至 21.8%，净利率同比下降 2.9pct 至 4.7%。
- 22 年代工业务强劲，23 年品牌业务有望显著回暖。**分渠道看，公司线上/分销商/代工厂收入 2.3/2.9/22.0 亿元，同比变动 -34.4%/-30.2%/+50.1%，占比 8.3%/10.4%/80.2%，毛利率分别为 21.6%/20.3%/22%，同比下降 8.2/6.7/4.0pct。我们认为①公司代工制造业务取得 50% 以上增长，大客户关系不断巩固，全球布局持续深化，市场份额和行业地位进一步提升，占比提升至 80% 以上，成为继箱包零售业务后强劲的第二增曲线，②品牌业务在箱包行业整体大幅下滑的背景下，2022 年业绩表现不佳，并成为公司盈利水平的主要拖累，但进入 23Q1 随着出行数据的不断回暖，箱包行业各项数据也在明显回升，公司箱包品牌经营有望显著受益。
- 持续拓展品类和客户抵御海外需求不确定性。**进入 2023，尽管外部环境仍存在各种挑战与不确定性，公司在做好箱包品类的基础上，向成衣及面料辅料制造领域逐步延展。这块业务需要很强的长期主义精神，而长期主义的战略定力正是开润所具备的。2020 年投资优衣库核心针织成衣+面料垂直一体化供应商上海嘉乐也是该战略的步骤之一，近年嘉乐新增若干家重量级新客户，奠定了未来快速增长的重要基础，后续订单有望大幅增长，规模效应有望逐渐体现。
- 营运指标保持稳定。**2022 年期末存货同比增长 12.5% 至 6 亿元，存货周转天数同比增长 7 天至 113 天。23Q1 期末存货同比下降 10.7% 至 4.9 亿元，环比 22Q4 下降 19.1%。
- 盈利预测与估值。**我们看好公司 2023 年在疫情控制，出行消费逐步回暖背景下的全面复苏。我们预计公司 2023/2024 年归母净利润 1.56 亿元/1.93 亿元，给予公司 2023 年 PE 估值区间 18-20X，对应合理价值区间 11.70-13.00 元/股，维持“优于大市”评级。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2289	2741	3095	3657	4303
(+/-)YoY(%)	17.8%	19.7%	12.9%	18.2%	17.7%
净利润(百万元)	180	47	156	193	236
(+/-)YoY(%)	131.0%	-74.0%	233.4%	23.6%	22.3%
全面摊薄 EPS(元)	0.75	0.20	0.65	0.81	0.99
毛利率(%)	26.6%	21.6%	22.3%	22.5%	22.7%
净资产收益率(%)	10.7%	2.7%	8.6%	9.8%	11.1%

资料来源：公司年报 (2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 分项盈利预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2289	2741	3095	3657	4303
Yoy(%)	17.8%	19.7%	12.9%	18.2%	17.7%
分业务模式 (百万元)					
B2C	756	513	624	718	825
小米	354	358	429	494	568
自有电商+海外	303	156	195	224	258
健身器材	100				
B2B	1464	2198	2438	2904	3439
传统客户	1036	1484	1543	1697	1918
印尼工厂	429	514	545	681	838
嘉乐	400	200	350	525	683
其他	68	30	33	36	39

资料来源: 公司 2021-2022 年报, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

公司名称	股票代码	总市值 (亿元)	股价 (元/股)	净利润 (百万元)				市盈率 (X)			
				2021	2022	2023E	2024E	2021	2022	2023E	2024E
南极电商	002127.SZ	108	4.40	477	-298			22.64			
石头科技	688169.SH	292	311.80	1402	1183	1437	1713	20.83	24.68	20.33	17.06
壹网壹创	300792.SZ	74	31.02	327	180	299	363	22.65	41.10	24.73	20.38
平均								22.04	32.89	22.53	18.72

资料来源: 收盘价为 2023 年 5 月 5 日价格, 净利润来自 Wind 一致预期, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	2741	3095	3657	4303
每股收益	0.20	0.65	0.81	0.99	营业成本	2148	2403	2834	3327
每股净资产	7.15	7.61	8.19	8.90	毛利率%	21.6%	22.3%	22.5%	22.7%
每股经营现金流	0.44	0.76	0.60	0.69	营业税金及附加	9	11	13	15
每股股利	0.12	0.18	0.23	0.28	营业税金率%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
价值评估 (倍)					营业费用	190	214	253	298
P/E	81.55	24.46	19.79	16.18	营业费用率%	6.9%	6.9%	6.9%	6.9%
P/B	2.23	2.09	1.95	1.79	管理费用	199	224	265	312
P/S	1.39	1.24	1.05	0.89	管理费用率%	7.2%	7.2%	7.2%	7.2%
EV/EBITDA	20.71	20.12	16.97	14.27	EBIT	139	177	216	261
股息率%	0.7%	1.1%	1.4%	1.7%	财务费用	21	20	18	16
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.8%	0.7%	0.5%	0.4%
毛利率	21.6%	22.3%	22.5%	22.7%	资产减值损失	-28	0	0	0
净利润率	1.7%	5.0%	5.3%	5.5%	投资收益	-44	3	4	4
净资产收益率	2.7%	8.6%	9.8%	11.1%	营业利润	83	216	267	327
资产回报率	1.3%	4.3%	5.0%	5.7%	营业外收支	-5	1	1	1
投资回报率	3.5%	4.7%	5.6%	6.6%	利润总额	79	217	268	328
盈利增长 (%)					EBITDA	201	197	236	281
营业收入增长率	19.7%	12.9%	18.2%	17.7%	所得税	24	54	67	82
EBIT 增长率	42.0%	27.7%	21.5%	21.0%	有效所得税率%	30.6%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润增长率	-74.0%	233.4%	23.6%	22.3%	少数股东损益	8	7	8	10
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	47	156	193	236
资产负债率	49.7%	48.6%	47.4%	46.2%					
流动比率	1.35	1.37	1.41	1.46	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	0.92	0.90	0.87	0.85	货币资金	679	623	518	425
现金比率	0.47	0.42	0.34	0.27	应收账款及应收票据	479	543	641	755
经营效率指标					存货	600	672	793	933
应收帐款周转天数	63.84	64.00	64.00	64.00	其它流动资产	176	180	184	192
存货周转天数	101.91	102.00	102.20	102.30	流动资产合计	1934	2018	2136	2304
总资产周转率	0.78	0.84	0.95	1.05	长期股权投资	641	660	684	713
固定资产周转率	6.21	6.57	7.30	8.18	固定资产	441	471	501	526
					在建工程	110	113	116	119
					无形资产	87	102	117	132
					非流动资产合计	1582	1654	1731	1808
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	3516	3672	3867	4112
净利润	47	156	193	236	短期借款	479	399	319	239
少数股东损益	8	7	8	10	应付票据及应付账款	501	566	668	784
非现金支出	92	20	20	20	预收账款	0	19	22	26
非经营收益	89	23	19	16	其它流动负债	454	486	510	534
营运资金变动	-129	-23	-96	-116	流动负债合计	1433	1470	1518	1583
经营活动现金流	107	183	145	166	长期借款	73	73	73	73
资产	-237	-67	-67	-62	其它长期负债	242	242	242	242
投资	-12	-19	-24	-29	非流动负债合计	316	316	316	316
其他	23	-2	-1	-1	负债总计	1749	1786	1834	1898
投资活动现金流	-226	-88	-92	-92	实收资本	240	240	240	240
债权募资	530	-80	-80	-80	归属于母公司所有者权益	1713	1826	1965	2135
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	54	60	68	78
其他	-561	-71	-78	-87	负债和所有者权益合计	3516	3672	3867	4112
融资活动现金流	-31	-151	-158	-167					
现金净流量	-151	-56	-106	-93					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 05 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

盛开 纺织服装行业
梁希 纺织服装行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 歌力思,361度,华利集团,新澳股份,伟星股份,李宁,滔搏,开润股份,浙江自然,新秀丽,波司登,宝胜国际,百隆东方,健盛集团,安踏体育,申洲国际,盛泰集团,子不语,特步国际

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。