

2023年04月27日

2CQ1 受业务结构调整影响，疫后复苏可期

开润股份(300577)

评级:	买入	股票代码:	300577
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	18.86/12.66
目标价格:		总市值(亿)	36.64
最新收盘价:	15.28	自由流通市值(亿)	20.47
		自由流通股数(亿)	1.34

事件概述

公司 2022 年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为 27.41/0.47/0.20/1.07 亿元、同比增长 19.75%/-73.98%/-79.01%/124.89%，非经主要来自政府补助 0.48 亿元；业绩大幅下滑主要由于 2C 和嘉乐业务亏损，加回资产减值损失归母净利/扣非归母净利分别为 0.75/0.48 亿元，同比下降 61%/55%。经营性现金流高于归母净利主要由于投资损失增加及应收账款减少。22Q4 公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为 5.81/-0.23/-0.28 亿元、同比下降 19%/179%/。2022 年公司每 10 股派发现金红利 1 元，股息率为 0.6%。

2023Q1 收入/净利/扣非净利分别为 7.40/0.35/0.35 亿元，同比增长 21%/-24.72%/179.99%，业绩低于预期主要由于去年同期政府补助更高、且 2C 业务去年同期存在跨境电商业务、而自 Q2 后调整。

分析判断:

22 年 2B 整体高增，下半年增速放缓。2022 年公司 2B 收入为 22.28 亿元、同比增长 45.34%，我们分析高速增长有 21 年上半年低基数影响，且存在新增服装业务。分上下半年看，下半年 2B 业务增速放缓（上/下半年 2B 收入分别为 10.81/11.47 亿元、同比增长 64.25%/31.79%）。从产能来看，2022 年公司总产能 3972.73 万件、同比增长 48.68%，产能利用率同比增长 3.17PCT 至 88.08%（国内/海外产能占比分别为 32.5%/67.5%，产能利用率分别为 96.9%/83.8%）。

22 年 2C 业务降幅明显，23Q1 贡献主要收入增长。2C 业务收入为 5.13 亿元、同比下降 32.11%；其中线上（90 分品牌）/分销（小米渠道）收入分别为 2.28/2.86 亿元、同比下降 34%/30%，收入下滑除疫情影响外，公司也主动调整了渠道布局如跨境电商业务。分上下半年看，下半年小米渠道加速下滑，上/下半年收入分别为 1.52/1.34 亿元、同比下降 14%/42%；90 分下半年降幅有所放缓，上/下半年收入分别为 0.87/1.41 亿元、同比下降 44%/27%。

22 年净利率下降主要来自毛利率下降及投资收益下降，23Q1 则受政府补助影响。（1）2022 年毛利率为 21.6%、同比下降 5.0PCT；其中 2B/2C 毛利率分别为 21.8%/20.9%，同比下降 3.9/7.4PCT。其中，2B 的代加工/其他毛利率分别为 22.0%/9.1%，同比下降 4/11PCT，2C 的 90 分/小米毛利率分别 21.6%/20.3%，同比下降 8.2/6.7PCT。22Q4 毛利率 19.5%，同比下降 3.4PCT；23Q1 毛利率 21.8%，同比下降 3.2PCT。（2）公司 22 年净利率为 1.71%，同比下降 6.16PCT。22Q4 净利率-3.95%，同比下降 8PCT；23Q1 净利率 4.73%，同比下降 2.9PCT。22 年销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.92%/7.25%/2.07%/0.75%、同比减少 4.84/0.18/0.68/0.6PCT。23Q1 销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.43%/7.25%/1.76%/1.57%、同比减少 3.84/1.71/0.81/-0.15PCT。22 年投资收益/收入为-1.62%，同比下降 3.06PCT，公允价值变动损益/收入为-0.37%，同比下降 1.41PCT，资产减值损失/收入为-1.03%，同比下降 0.57PCT。（3）参股公司上海嘉乐 22 年收入 10.13 亿元，净利润为-0.67 亿元。

存货金额提升，但周转天数减少。22 年公司存货为 6 亿元，同比增长 12.53%；存货周转天数 95.74 天，同比下降 5.13 天；应收账款为 4.79 亿元，同比增长 0.4%。23Q1 年公司存货为 4.85 亿元，同比下降 10.65%；存货周转天数 84.59 天，同比减少 22.5 天。

投资建议

我们分析：（1）2B 业务我们判断上半年在海外客户去库存及通胀压力下承压，但公司新增 PUMA、The North Face、Thule、The Home Depot、Millet、Acer 等客户为长期增长打开空间；（2）2C 业务有望跟随疫后出行消费复苏，并有望迎来盈利改善；（3）嘉乐 22 年由于疫情期间停工停产、原材料价格上涨和基于新业务的前期大量投入利润出现波动，但随着开润介入管理、在议价能力及客户拓展上调整后，今年仍有改善预期。维持 23/24 年收入预测 31.55/35.89 亿元，新增 25 年收入预测 41.93 亿元，维持 23/24 年归母净利预测 1.50/2.18 亿元，新增 25 年净利预测 2.75 亿元，对应维持 23/24 年 EPS 为 0.63/0.91 元，新增 25 年 EPS 1.15 元，2023 年 4 月 26 日收盘价 15.28 元对应 23/24/25 年 PE 为 24/17/13X，维持“买入”评级。

风险提示

疫情不确定性风险；原材料价格波动和劳动力成本上升；汇率波动；产能扩张不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	3,155	3,589	4,193
YoY (%)	17.8%	19.7%	15.1%	13.8%	16.8%
归母净利润(百万元)	180	47	150	218	275
YoY (%)	131.0%	-74.0%	220.0%	45.3%	26.2%
毛利率 (%)	26.6%	21.6%	27.8%	28.0%	28.2%
每股收益 (元)	0.75	0.20	0.63	0.91	1.15
ROE	10.7%	2.7%	8.2%	10.8%	12.2%
市盈率	20.34	78.18	24.43	16.81	13.32

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	2,741	3,155	3,589	4,193	净利润	55	158	230	290
YoY (%)	19.7%	15.1%	13.8%	16.8%	折旧和摊销	62	26	40	49
营业成本	2,148	2,278	2,584	3,011	营运资金变动	-129	322	-48	-28
营业税金及附加	9	15	19	22	经营活动现金流	107	491	194	277
销售费用	190	314	357	419	资本开支	-237	-83	-115	-115
管理费用	199	367	375	421	投资	-12	0	0	0
财务费用	21	4	-13	-16	投资活动现金流	-226	-33	-79	-73
研发费用	57	82	90	105	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-28	-20	-10	-10	债务募资	530	-479	0	0
投资收益	-44	50	36	42	筹资活动现金流	-31	-520	-31	-41
营业利润	83	189	275	347	现金净流量	-151	-62	83	163
营业外收支	-5	2	2	2					
利润总额	79	191	277	349	主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
所得税	24	32	47	59	成长能力 (%)				
净利润	55	158	230	290	营业收入增长率	19.7%	15.1%	13.8%	16.8%
归属于母公司净利润	47	150	218	275	净利润增长率	-74.0%	220.0%	45.3%	26.2%
YoY (%)	-74.0%	220.0%	45.3%	26.2%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.20	0.63	0.91	1.15	毛利率	21.6%	27.8%	28.0%	28.2%
					净利润率	2.0%	5.0%	6.4%	6.9%
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	总资产收益率 ROA	1.3%	4.3%	5.7%	6.4%
货币资金	679	617	701	864	净资产收益率 ROE	2.7%	8.2%	10.8%	12.2%
预付款项	14	13	14	17	偿债能力 (%)				
存货	600	593	708	825	流动比率	1.35	1.45	1.49	1.54
其他流动资产	642	641	710	806	速动比率	0.92	0.98	0.98	1.02
流动资产合计	1,934	1,864	2,134	2,512	现金比率	0.47	0.48	0.49	0.53
长期股权投资	641	641	641	641	资产负债率	49.7%	45.7%	45.5%	45.3%
固定资产	441	443	444	445	经营效率 (%)				
无形资产	87	87	87	87	总资产周转率	0.78	0.90	0.93	0.98
非流动资产合计	1,582	1,641	1,717	1,785	每股指标 (元)				
资产合计	3,516	3,505	3,851	4,298	每股收益	0.20	0.63	0.91	1.15
短期借款	479	0	0	0	每股净资产	7.15	7.67	8.45	9.43
应付账款及票据	501	786	906	1,056	每股经营现金流	0.44	2.05	0.81	1.16
其他流动负债	454	502	529	577	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	1,433	1,288	1,435	1,633	估值分析				
长期借款	73	73	73	73	PE	78.18	24.43	16.81	13.32
其他长期负债	242	242	242	242	PB	2.23	1.99	1.81	1.62
非流动负债合计	316	316	316	316					
负债合计	1,749	1,603	1,751	1,948					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	54	62	74	89					
股东权益合计	1,767	1,902	2,100	2,349					
负债和股东权益合计	3,516	3,505	3,851	4,298					

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

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券、海通证券等，曾获得 2011-2015 年新财富纺织服装行业最佳分析师团队第4/5/3/1/1名、2012-2015 年水晶球纺织服装行业最佳分析师团队5/4/4/4名，2013-2014年金牛奖纺织服装行业最佳分析师团队第5/5名，2013年Wind金牌分析师第4名，2014年第一财经最佳分析师第4名，2015年华尔街见闻金牌分析师第1名，2020年Wind“金牌分析师”纺织服装研究领域第2名，2020年21世纪金牌分析师评选之消费深度报告第3名。

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。

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。