

开润股份 (300577.SZ)

全年收入预增 18%，近期出行需求恢复弹性较大

增持

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 纺织服饰 · 服装家纺

◆ 投资评级:增持(维持评级)

证券分析师: 丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

执证编码: S0980520040004

事项:

公司公告:2023年1月31日,公司发布业绩预告,预计2022年营业收入25~29亿元,同比增长9.2%~26.7%;归母净利润为0.36~0.54亿元,同比下降70.0%~80.0%;扣非后归母净利润为0.18~0.27亿元,同比下降71.9%~81.3%。

国信纺服观点: 1) 2022年收入预增18%,制造业务韧性较强,但政府补助下降、计提资产减值、参股公司亏损导致净利润预减75%; 2) 经营展望:制造端期待库存拐点、品牌端调整完毕,近期出行需求复苏利润率有望提升; 3) 风险提示:政策风险,新进入者竞争加剧等市场风险,宏观经济系统性风险; 4) 投资建议:箱包龙头短期净利润承压,出行需求恢复后具有较大弹性,维持“增持”评级。公司2022年第四季度受到海外品牌砍单、计提减值、参股公司亏损的影响,短期净利润承压。长期看,公司的制造业务生产效率领先,内生外延扩张产能,做深并拓展优质龙头客户;品牌业务调整基本完成,出行需求复苏后利润率有望逐步改善。由于海外品牌砍单及计提减值的影响,我们下调盈利预测,预计公司2022-2024年净利润分别为0.4/1.5/2亿元(原为1/1.6/2.2亿),分别同比-76.8%/257.2%/32.8%,EPS分别为0.17/0.62/0.83元,由于需求复苏板块信心恢复、估值提升,上调合理估值至18.5-19.4元(对应2024年PE 22-23x,原为16.1-16.5元),维持“增持”评级。

评论:

◆ 2022年收入预增18%,制造业务韧性较强,但政府补助下降、计提资产减值、参股公司亏损导致净利润预减75%

2022年收入预计增长18%,但政府补贴下降、资产减值及服装业务亏损导致净利润预减75%。公司预计2022年营收约为27.0亿元,同比增长约18.0%,其中制造业务拓展客户和份额具备较强的韧性,预计维持较高的增长速度,品牌业务受到出行需求下降以及自身业务收缩的影响预计有所下滑;归母净利润预计约为0.45亿元,同比下降约75.0%;扣非后归母净利润为0.23亿元,同比下降约76.6%,主要是由于政府补贴下降、部分资产减值计提以及上海嘉乐产生亏损。

图1：公司营业收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：公司归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

四季度单季来看，收入预计约为 5.4 亿元，在去年四季度的高基数下同比下降约 24.4%；归母净利润-0.3 亿元，同比下降 186.0%；扣非后归母净利润-0.3 亿元，同比下降 7.8%。

图3：公司季度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图4：公司季度归母净利润与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 经营展望：制造端期待库存拐点、品牌端调整完毕，近期出行需求复苏利润率有望提升

从制造端看，箱包业务在高基数和砍单压力下订单预计增长 10%，服装业务订单强劲增长有望扭亏为盈。

- 1) 箱包代工业务方面，公司的生产效率、快反能力、设计能力业内领先，多年来与客户的合作关系进一步深化，并新拓展 PUMA、HOME DEPOT、THE NORTH FACE 等新客户，在海外通胀压力之下 2022 年预计增长 20%以上。由于耐克等海外品牌在 2023 年第二季度前仍有砍单压力，2023 年箱包端订单增速预计为 10%。
- 2) 上海嘉乐由于优衣库订单调整，以及拓展阿迪达斯、Puma 等新客户，2022 年收入预计为 10 亿元，但由于上海封控影响生产、计提减值，预计亏损约 0.7 亿元，对上市公司的投资收益产生一定的拖累。2023 年优衣库订单恢复、新客户订单放量，上海嘉乐有望实现 30~40%的订单增长，利润端有望扭亏为盈。

从品牌端看，海外业务收缩减亏，预计 2023 年出行需求将恢复，利润率有望逐步改善。1) 从 90 分看，90 分海外渠道在 2022 上半年占 90 分收入的一半以上，由于亏损较为严重在 2022 年第二和第三季度通过分销商渠道进行清理，品牌收入和毛利率下降。90 分国内业务在年初开始保持毛利、减少亏损、提升品牌调性，业务层面发展已呈现出较好的发展趋势，2022 年第三季度基本实现盈亏平衡、第四季度在封控的影响下预计略有亏损，在出行需求恢复后有望实现较快的增长，春节出行需求旺盛以及公司发力营销，90 分

内销有望大幅回暖。2) 从小米看，由于小米品牌力强劲，出行需求疲软时收入受到一定影响但仍维持盈利，在需求恢复时预计将呈现较强的弹性。整体来看，预计 2023 年品牌端收入将基本持平、利润率有望逐季改善。

近期出行市场较快复苏，有望带动出行产品需求增长。经文化和旅游部数据中心测算，春节假期全国国内旅游出游 3.08 亿人次，同比增长 23.1%，恢复至 2019 年同期的 88.6%；实现国内旅游收入 3758.43 亿元，同比增长 30%，恢复至 2019 年同期的 73.1%。国内出行产品需求恢复，而公司的 90 分、小米作为国内旅行箱的领先品牌，有望实现较快复苏。

◆ **投资建议：箱包龙头短期净利润承压，出行需求恢复后具有较大弹性，维持“增持”评级**

公司 2022 年第四季度受到海外品牌砍单、计提减值、参股公司亏损的影响，短期净利润承压。长期看，公司的制造业务生产效率领先，内生外延扩张产能，做深并拓展优质龙头客户；品牌业务调整基本完成，出行需求复苏后利润率有望逐步改善。由于海外品牌砍单及计提减值的影响，我们下调盈利预测，预计公司 2022-2024 年净利润分别为 0.4/1.5/2 亿元（原为 1/1.6/2.2 亿），分别同比-76.8%/257.2%/32.8%，EPS 分别为 0.17/0.62/0.83 元，由于需求复苏板块信心恢复、估值提升，上调合理估值至 18.5-19.4 元（对应 2024 年 PE 22-23x，原为 16.1-16.5 元），维持“增持”评级。

表 1：盈利预测及市场主要数据

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	2,625	2,893	3,291
(+/-%)	-27.9%	17.8%	14.7%	10.2%	13.8%
净利润(百万元)	78	180	42	149	198
(+/-%)	-65.5%	131.0%	-76.8%	257.2%	32.8%
每股收益(元)	0.32	0.75	0.17	0.62	0.83
EBIT Margin	8.8%	7.2%	2.7%	4.2%	5.9%
净资产收益率 (ROE)	4.9%	10.7%	2.4%	8.2%	10.2%
市盈率 (PE)	44.8	19.3	83.3	23.3	17.6
EV/EBITDA	24.6	25.8	76.2	46.4	21.7
市净率 (PB)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

表 2：同类公司估值比较

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS					PE				
				2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E
300577	开润股份	增持	16.84	0.36	0.75	0.17	0.62	0.83	46.8	22.5	99.1	27.2	20.3
同类公司													
02313	申洲国际	买入	84.69	3.40	2.24	3.22	3.53	4.78	24.9	37.8	26.3	24.0	17.7
300979	华利集团	买入	63.04	1.79	2.45	2.83	3.30	3.91	35.2	25.7	22.3	19.1	16.1
02020	安踏体育	买入	102.06	1.92	2.87	2.65	3.40	4.15	53.2	35.6	38.5	30.0	24.6
02331	李宁	买入	66.55	0.69	1.60	1.81	2.27	2.83	96.2	41.6	36.8	29.3	23.5
002563	森马服饰	增持	5.53	0.3	0.55	0.34	0.56	0.62	18.4	10.1	16.3	9.9	9.0
	均值									30.1	28.0	22.5	18.2

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理预测

◆ **风险提示**

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险。

相关研究报告：

- 《开润股份（300577.SZ）-三季度收入增长 44%，毛利率降幅环比收窄》——2022-10-28
- 《开润股份（300577.SZ）-上半年收入增长 33%，成本高企毛利率承压》——2022-09-05
- 《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

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E	2020	2021	2022E	2023E	2024E		
现金及现金等价物	1053	848	3783	3500	851	营业收入	1944	2289	2625	2893	3291
应收款项	409	501	575	634	721	营业成本	1390	1681	2034	2245	2551
存货净额	389	533	646	709	804	营业税金及附加	9	9	8	12	13
其他流动资产	74	131	150	165	188	销售费用	216	269	258	231	214
流动资产合计	2002	2053	5194	5048	2604	管理费用	165	170	195	208	237
固定资产	260	374	319	404	485	研发费用	73	63	59	75	82
无形资产及其他	96	95	91	87	84	财务费用	25	31	158	(86)	(10)
投资性房地产	248	313	313	313	313	投资收益	15	33	33	(53)	3
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	(12)	9
资产总计	3032	3513	6595	6530	4163	其他收入	(91)	1	94	33	24
短期借款及交易性金融负债	498	575	3400	3092	400	营业利润	85	195	41	171	236
应付款项	511	605	733	806	913	营业外净收支	(2)	0	0	0	0
其他流动负债	161	179	226	244	272	利润总额	84	195	41	171	236
流动负债合计	1170	1359	4359	4141	1585	所得税费用	17	22	7	27	38
长期借款及应付债券	163	365	425	485	545	少数股东损益	(11)	(7)	(7)	(6)	0
其他长期负债	64	58	58	58	58	归属于母公司净利润	78	180	42	149	198
长期负债合计	226	422	482	542	602	现金流量表（百万元）					
负债合计	1397	1781	4841	4683	2187	净利润	78	180	42	149	198
少数股东权益	55	45	40	36	36	资产减值准备	5	(2)	235	62	74
股东权益	1581	1687	1714	1811	1940	折旧摊销	27	39	38	55	68
负债和股东权益总计	3032	3513	6595	6530	4163	公允价值变动损失	(19)	(34)	(5)	12	(9)
关键财务与估值指标						财务费用	25	31	158	(86)	(10)
每股收益	0.32	0.75	0.17	0.62	0.83	营运资本变动	(86)	(254)	205	15	5
每股红利	0.19	0.20	0.06	0.22	0.29	其它	(10)	(3)	(240)	(66)	(74)
每股净资产	6.58	7.03	7.15	7.55	8.09	经营活动现金流	(5)	(75)	275	228	262
ROIC	10%	8%	3%	3%	5%	资本开支	0	(177)	(210)	(210)	(210)
ROE	5%	11%	2%	8%	10%	其它投资现金流	(56)	36	0	0	0
毛利率	28%	27%	23%	22%	22%	投资活动现金流	(455)	(393)	(210)	(210)	(210)
EBIT Margin	9%	7%	3%	4%	6%	权益性融资	(5)	0	0	0	0
EBITDA Margin	10%	9%	4%	6%	8%	负债净变化	(1)	190	50	50	50
收入增长	-28%	18%	15%	10%	14%	支付股利、利息	(46)	(48)	(15)	(52)	(69)
净利润增长率	-66%	131%	-77%	257%	33%	其它融资现金流	871	(46)	2825	(308)	(2692)
资产负债率	48%	52%	74%	72%	53%	融资活动现金流	1096	262	2870	(301)	(2701)
息率	1.3%	1.4%	0.4%	1.5%	2.0%	现金净变动	637	(206)	2935	(283)	(2649)
P/E	44.8	19.3	83.3	23.3	17.6	货币资金的期初余额	417	1053	848	3783	3500
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.8	货币资金的期末余额	1053	848	3783	3500	851
EV/EBITDA	24.6	25.8	76.2	46.4	21.7	企业自由现金流	0	(246)	93	(39)	25
						权益自由现金流	0	(102)	2835	(243)	(2627)

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