

开润股份 (300577.SZ)

第三季度收入下滑 14%，毛利率持续提升

增持

核心观点

第三季度收入下滑，毛利率持续提升。公司主要从事代工和品牌业务，代工业务为耐克、迪卡侬等知名品牌研发生产箱包，子公司上海嘉乐从事服装代工，系优衣库核心供应商；品牌业务主要通过小米和线上自有渠道销售箱包。

在去年高基数及今年下游去库影响下，预计主要受箱包代工业务影响，公司第三季度收入同比下滑 13.7%至 7.26 亿元；归母净利润同比增长 128.2%至 0.46 亿元。整体毛利率提升 4.6 个百分点至 25.2%，预计受品牌及代工业务毛利率提升共同带动。整体费用率有所增长，销售与管理费用率基本维持稳定；研发费用率提升 1.2 个百分点；财务费用率提升 2.1 个百分点，主要因本期汇兑净收益减少及利息支出增加。

在毛利率提升与费用率增长，以及非经常损益负面影响减少共同作用下，营业利润率同比提升 2.0 个百分点至 6.9%；叠加所得税率降低，净利率同比提升 3.2 个百分点至 6.3%。现金流改善，经营性现金流净额同比+618%至 1.92 亿元。

箱包代工业务预计承压，国内出行市场复苏推动自有业务增长。

1) **代工业务：**在去年同期箱包代工业务高基数，以及面对海外终端市场需求疲软的外部环境，和运动休闲客户去库存收紧采购订单及 IT 客户全球 PC 出货量连续同比下滑的压力下，预计公司第三季度箱包代工业务承压；但上海嘉乐的服装代工业务带来新的增量。毛利率来看，预计一方面受客户结构改善影响，毛利率提升；另一方面服装代工毛利率低于箱包代工，但当前占比仍较小，预计影响较小。四季度及明年随下游客户去库进入尾声，公司箱包代工订单有望迎来反弹；同时客户结构的调整持续推动毛利率提升。

2) **品牌业务：**公司品牌经营业务抓住国内出行消费市场回暖的发展机会，预计单三季度收入仍有快速增长；同时毛利率预计提升，主要因：1) 新品毛利率更高；2) 折扣率收窄；3) 去年同期毛利率受清理海外库存干扰较低。

风险提示：订单恢复不及预期；海外高通胀；下游去库存进程不及预期。

投资建议：短期关注海外品牌去库进展，中长期看好利润率修复。公司箱包代工业务生产效率领先，内生外延扩张产能，做深并拓展优质龙头客户，同时服装代工子公司上海嘉乐上半年已扭亏为盈开始贡献盈利；品牌业务受出行需求复苏带动收入增长，毛利率持续提升。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别 1.6/2.2/2.6 亿元，维持“增持”评级和 19.3-20.2 元的合理估值区间，对应 2024 年 PE 21-22x。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	2,970	3,384	3,817
(+/-%)	17.8%	19.7%	8.4%	13.9%	12.8%
净利润(百万元)	180	47	161	221	261
(+/-%)	131.0%	-74.0%	244.2%	36.9%	18.1%
每股收益(元)	0.75	0.20	0.67	0.92	1.09
EBIT Margin	7.4%	7.3%	7.3%	8.5%	8.7%
净资产收益率 (ROE)	10.7%	2.7%	8.9%	11.3%	12.2%
市盈率 (PE)	21.8	83.9	24.4	17.8	15.1
EV/EBITDA	27.4	23.6	20.0	15.7	13.8
市净率 (PB)	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

联系人：关竣尹

0755-81982834

guanjunyin@guosen.com.cn

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiqia@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	增持(维持)
合理估值	19.30 - 20.20 元
收盘价	16.39 元
总市值/流通市值	3930/2194 百万元
52 周最高价/最低价	17.82/13.60 元
近 3 个月日均成交额	21.64 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《开润股份 (300577.SZ) - 二季度净利率修复明显，自有品牌毛利率显著提升》——2023-08-27
- 《开润股份 (300577.SZ) - 2023 一季度收入增长 21%，扣非净利率改善明显》——2023-04-28
- 《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》——2023-02-01
- 《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

图1：公司单季度收入及增速（单位：亿元、%）



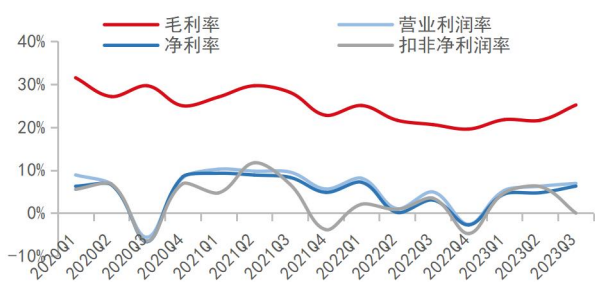
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



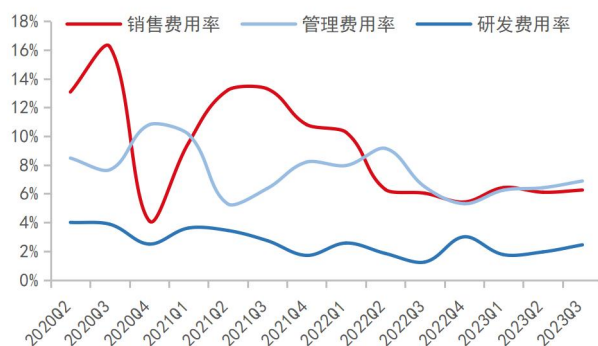
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图3：公司单季度利润率水平



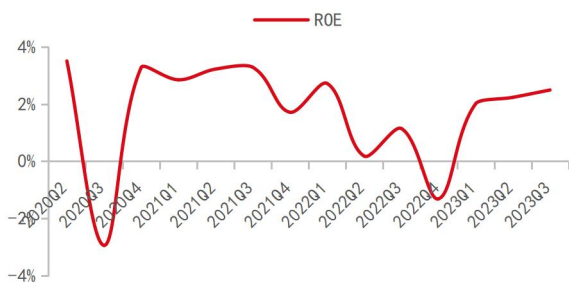
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度费用率与变化情况



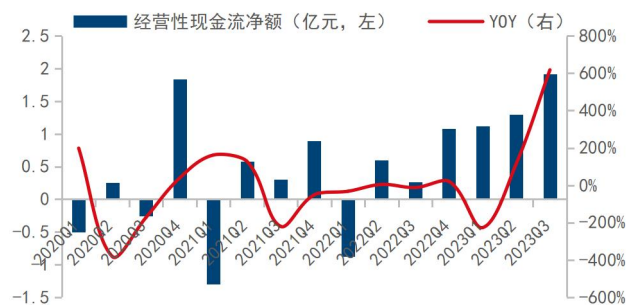
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5：公司单季度净资产收益率（ROE）情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图6：公司经营性现金流净额（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

投资建议：短期关注海外品牌去库进展，中长期看好利润率修复

公司箱包代工业务生产效率领先，内生外延扩张产能，做深并拓展优质龙头客户，同时服装代工子公司上海嘉乐上半年已扭亏为盈开始贡献盈利；牌业务受出行需求复苏带动收入增长，毛利率持续提升。我们维持盈利预测，预计公司 2023-2025 年净利润分别 1.6/2.2/2.6 亿元，维持“增持”评级和 19.3-20.2 元的合理估值区间，对应 2024 年 PE 21-22x。

表 1：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,289	2,741	2,970	3,384	3,817
(+/-%)	17.8%	19.7%	8.4%	13.9%	12.8%
净利润(百万元)	180	47	161	221	261
(+/-%)	131.0%	-74.0%	244.2%	36.9%	18.1%
每股收益(元)	0.75	0.20	0.67	0.92	1.09
EBIT Margin	7.4%	7.3%	7.3%	8.5%	8.7%
净资产收益率(ROE)	10.7%	2.7%	8.9%	11.3%	12.2%
市盈率(PE)	21.8	83.9	24.4	17.8	15.1
EV/EBITDA	27.4	23.6	20.0	15.7	13.8
市净率(PB)	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表 2：可比公司估值表

公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE				g	PEG
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E		
开润股份	增持	16.39	0.20	0.67	0.92	1.09	82.0	24.4	17.8	15.1	27.5%	0.647
可比公司												
申洲国际	买入	72.98	3.04	3.08	3.68	4.38	24.0	23.7	19.9	16.7	19.2%	1.033
华利集团	买入	50.25	2.77	2.69	3.18	3.74	18.1	18.7	15.8	13.4	17.9%	0.882
伟星股份	买入	10.33	0.47	0.50	0.61	0.71	22.0	20.7	16.9	14.5	19.2%	0.884

资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所

风险提示

订单恢复不及预期、海外高通胀、下游去库存进程不及预期

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	848	679	728	773	862	营业收入	2289	2741	2970	3384	3817
应收款项	501	499	541	616	695	营业成本	1681	2148	2295	2580	2903
存货净额	533	600	635	711	798	营业税金及附加	9	9	12	13	15
其他流动资产	131	66	72	82	92	销售费用	269	190	208	234	263
流动资产合计	2053	1934	2066	2272	2537	管理费用	170	203	241	274	306
固定资产	374	551	412	505	577	财务费用	31	21	22	25	29
无形资产及其他	95	87	84	80	77	投资收益	33	(44)	6	14	19
投资性房地产	313	303	303	303	303	资产减值及公允价值变动	34	18	(20)	(23)	(26)
长期股权投资	678	641	641	641	641	其他收入	(3)	(61)	18	20	23
资产总计	3513	3516	3506	3800	4134	营业利润	195	83	196	268	317
短期借款及交易性金融负债	575	743	500	500	500	营业外净收支	0	(5)	1	1	1
应付款项	605	501	530	594	667	利润总额	195	79	197	269	318
其他流动负债	179	190	228	255	287	所得税费用	22	24	35	48	57
流动负债合计	1359	1433	1258	1349	1453	少数股东损益	(7)	8	0	0	0
长期借款及应付债券	365	259	319	379	439	归属于母公司净利润	180	47	161	221	261
其他长期负债	58	56	56	56	56						
长期负债合计	422	316	376	435	496	现金流量表（百万元）					
负债合计	1781	1749	1634	1785	1949	净利润	180	47	161	221	261
少数股东权益	45	54	54	54	54	资产减值准备	(2)	14	311	60	61
股东权益	1687	1713	1818	1962	2131	折旧摊销	39	42	61	79	94
负债和股东权益总计	3513	3516	3506	3800	4134	公允价值变动损失	(34)	(18)	20	23	26
						财务费用	31	21	22	25	29
关键财务与估值指标						营运资本变动	(254)	(70)	296	(11)	(11)
每股收益	0.75	0.20	0.67	0.92	1.09	其它	(3)	(16)	(311)	(60)	(61)
每股红利	0.20	0.24	0.24	0.32	0.38	经营活动现金流	(75)	(2)	538	312	370
每股净资产	7.03	7.15	7.58	8.18	8.89	资本开支	0	(243)	(250)	(250)	(250)
ROIC	8%	7%	9%	12%	13%	其它投资现金流	36	(50)	0	0	0
ROE	11%	3%	9%	11%	12%	投资活动现金流	(215)	(256)	(250)	(250)	(250)
毛利率	27%	22%	23%	24%	24%	权益性融资	(0)	0	0	0	0
EBIT Margin	7%	7%	7%	8%	9%	负债净变化	190	(118)	50	50	50
EBITDA Margin	9%	9%	9%	11%	11%	支付股利、利息	(48)	(59)	(56)	(77)	(91)
收入增长	18%	20%	8%	14%	13%	其它融资现金流	(223)	417	(243)	0	0
净利润增长率	131%	-74%	244%	37%	18%	融资活动现金流	85	89	(239)	(17)	(31)
资产负债率	52%	51%	48%	48%	48%	现金净变动	(206)	(168)	49	44	89
息率	1.2%	1.5%	1.4%	2.0%	2.3%	货币资金的期初余额	1053	848	679	728	773
P/E	21.8	83.9	24.4	17.8	15.1	货币资金的期末余额	848	679	728	773	862
P/B	2.3	2.3	2.2	2.0	1.8	企业自由现金流	0	(133)	285	52	107
EV/EBITDA	27.4	23.6	20.0	15.7	13.8	权益自由现金流	0	167	74	81	133

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数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。本报告仅供我公司客户使用，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