

2021年03月15日

疫情后出行需求复苏，重申推荐

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:	42.56/21.34
目标价格:	31.67	总市值(亿)	52.84
最新收盘价:	22	自由流通市值(亿)	23.39
		自由流通股数(百万)	106.32

事件概述

2020年开润股份实现收入19.44亿元、同比下降27.87%，归母净利0.78亿元、同比下降65.51%，扣非归母净利0.56亿元、同比下降72.96%，略低于预期。扣非归母净利低于净利主要由于计入非经常损益的政府补助为0.21亿元。20Q4公司收入/归母净利/扣非归母净利分别为4.69/0.41/0.46亿元，同比下降37%/20%/30%，收入降幅环比20Q3加大8PCT，净利降幅环比大幅缩窄、主要由于Q3计提资产减值0.19亿元。

分析判断:

拆分来看，(1) 2020年2B端实现收入11.81亿元、同比下降10.48%，2020年公司总产能2097.88万件、同比增长4%，但受疫情影响产能利用率同比下降6.33PCT至87.2%；其中公司国内（滁州、东莞）/海外（印尼、印度）产能占比分别为49.17%/50.83%、产能利用率分别为86.78%/87.98%。2C端实现收入7.33亿元、同比下降43.06%，其中线上（90分品牌）/分销渠道（小米渠道）分别实现收入2.12/5.21亿元、同比下降1%/51%，2C端收入大幅下降主要由于疫情影响出行需求；(2) 分产品看，旅行箱/包袋/其他收入分别为4.23/13.2/2.01亿元、同比下降48%/20%/10%；(3) 分地区看，国内/国外分别实现收入9.01/10.42亿元，同比下降45%/1%。

2020年毛利率为28.48%、同比下降1.12PCT，20Q4毛利率为25%、同比下降3PCT。拆分来看，2020年2B/2C端毛利率分别为29.21%/27.84%、同比变动-3.36/3.34PCT，我们判断2B端毛利率下降主要受产能利用率下降影响，而2C毛利率上升3PCT、主要由于公司在疫情影响需求情况下、希望实现更为良性的增长。

2020年公司归母净利率为2.53%、同比下降5.86PCT。2020年归母净利率下降主要由于毛利率下降、费用率上升以及计提资产减值损失，2020年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为13%/8%/4%/1%、同比增加4/3/1/1PCT，计提资产减值损失0.18亿元、同比增长182%。若加回公司资产减值损失，我们估计2B净利率约为8%、2C未实现盈利。

投资建议

我们分析，(1) 短期来看，2C已呈现改善趋势：我们估计2B/2C3月以来分别增长15%/30-40%；(2) 中长期来看，2B驱动来自产能扩张、客户拓展和品类扩张，公司印尼宝岛产业园一期规划为118条产线、预计2021年12月交付使用，产业园二期规划为120条生产线、预计2022年交付使用；NIKE、VF、迪卡侬有望保持较高增长，超预期的催化则有望来自女包品类；2C驱动在于健身器材品类拓展、90分今年推出高价位带新品、以及米端拓展分销渠道；(3) 上海嘉乐并表时间存在不确定性，但今年仍有望贡献4000万左右投资收益。下调21/22年EPS为0.97/1.46元，对应21/22PE23/15X，预计23年EPS为1.87元、对应12PE。目前估值已处于历史底部、悲观预期调整充分，向下有安全边际支撑、向上具备估值修复弹性，维持“买入”评级，按22年分部估值目标价31.67元、76亿目标市值。

风险提示

海外疫情发展的不确定性；新品类拓展风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,695	1,944	2,530	3,240	4,087
YoY (%)	31.6%	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%
归母净利润(百万元)	226	78	234	350	449
YoY (%)	30.1%	-65.5%	200.1%	49.6%	28.3%
毛利率 (%)	27.8%	28.5%	28.4%	28.6%	28.8%
每股收益 (元)	0.94	0.32	0.97	1.46	1.87
ROE	27.1%	4.9%	13.1%	16.6%	17.8%
市盈率	23.38	67.78	22.58	15.09	11.76

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

研究助理：朱宇昊

邮箱：tangss@hx168.com.cn

邮箱：zhuyh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010 5977-5330

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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,944	2,530	3,240	4,087	净利润	66	247	369	473
YoY (%)	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%	折旧和摊销	39	26	40	49
营业成本	1,390	1,811	2,314	2,910	营运资金变动	18	61	-55	-38
营业税金及附加	9	13	17	21	经营活动现金流	134	329	311	427
销售费用	216	253	316	401	资本开支	-158	-83	-115	-115
管理费用	165	126	162	204	投资	-441	0	0	0
财务费用	25	-1	-18	-24	投资活动现金流	-628	-43	-63	-50
资产减值损失	-18	-20	-10	-10	股权募资	897	0	0	0
投资收益	15	40	52	65	债务募资	495	-496	0	0
营业利润	85	296	442	568	筹资活动现金流	1,180	-537	-31	-41
营业外收支	-2	2	2	2	现金净流量	681	-251	216	337
利润总额	84	297	445	570					
所得税	17	51	76	97	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	66	247	369	473	成长能力				
归属于母公司净利润	78	234	350	449	营业收入增长率	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%
YoY (%)	-65.5%	200.1%	49.6%	28.3%	净利润增长率	-65.5%	200.1%	49.6%	28.3%
每股收益	0.32	0.97	1.46	1.87	盈利能力				
					毛利率	28.5%	28.4%	28.6%	28.8%
					净利率	3.4%	9.8%	11.4%	11.6%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	2.6%	8.1%	10.1%	10.8%
货币资金	1,053	802	1,019	1,356	净资产收益率 ROE	4.9%	13.1%	16.6%	17.8%
预付款项	18	10	13	16	偿债能力				
存货	389	471	634	797	流动比率	1.71	2.23	2.20	2.23
其他流动资产	541	522	635	769	速动比率	1.35	1.64	1.58	1.61
流动资产合计	2,002	1,806	2,300	2,938	现金比率	0.90	0.99	0.98	1.03
长期股权投资	427	427	427	427	资产负债率	46.1%	35.8%	36.6%	37.0%
固定资产	223	225	225	227	经营效率				
无形资产	96	96	96	96	总资产周转率	0.64	0.87	0.93	0.98
非流动资产合计	1,031	1,089	1,166	1,234	每股指标 (元)				
资产合计	3,032	2,895	3,466	4,172	每股收益	0.32	0.97	1.46	1.87
短期借款	496	0	0	0	每股净资产	6.58	7.46	8.78	10.49
应付账款及票据	511	625	811	1,021	每股经营现金流	0.56	1.37	1.29	1.78
其他流动负债	163	185	232	296	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	1,170	810	1,043	1,317	估值分析				
长期借款	1	1	1	1	PE	67.78	22.58	15.09	11.76
其他长期负债	225	225	225	225	PB	3.96	2.95	2.50	2.10
非流动负债合计	226	226	226	226					
负债合计	1,397	1,036	1,270	1,543					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	55	68	87	111					
股东权益合计	1,636	1,859	2,196	2,629					
负债和股东权益合计	3,032	2,895	3,466	4,172					

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。

朱宇昊：中南财经政法大学经济学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

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。