

开润股份 (300577)

证券研究报告

2021年03月16日

2020年业绩符合预期，Q4经营性现金流改善明显

事件：公司2020年业绩符合预期，Q4利润由负转正。

公司公布2020年年报，2020年实现营收19.44亿元，同减27.87%；实现归母净利润0.78亿元，同减65.51%；实现扣非净利润0.56亿元，同减72.96%，EPS为0.36元，业绩符合市场预期。公司拟按每10股派发现金股利人民币1.05元（含税），共计分配股利2514万元。

分季度：2020Q1-Q4公司营收分别为5.37亿元（-10.4%）/4.18亿元（-32.8%）/5.19亿元（-29.2%）/4.7亿元（-36.6%）；归母净利润分别为0.32亿元（-28.9%）/0.32亿元（-53.6%）/-0.27亿元（-144.3%）/0.41亿元（-19.6%），Q4净利润环比Q3由负转正。

B2C业务小米渠道受疫情影响较大，B2B布局“针织服装+面料”新赛道

B2C业务：2020年公司2C业务实现收入7.33亿元，同比减少43.06%，2C业务同比下滑主要系疫情影响下，出行市场需求受到影响，对于公司以出行箱包为主的2C端业务造成影响。2020年公司2C端业务品牌矩阵逐步完善，初步形成以“90分”、“小米”、“Paul Frank”的矩阵，针对不同的客群、渠道和价格带进行布局。

1) 自有品牌90分主力价格带为300-800元，主要通过天猫、京东等自有渠道进行销售。公司2020年线上渠道销售营收达2.12亿元（-0.73%）。

2) 合作品牌小米主要以成本采购/毛利分成模式销售，主力价格带为200-400元，主要通过小米等电商渠道销售。2020年公司小米渠道及线下礼品团购分销渠道共实现收入5.21亿元（-51.5%），占2C业务占比在71%左右。

3) 被授权品牌“大嘴猴”产品主力价格带在300元以下，主要针对线下市场，是2020年公司新合作品牌，未来将会持续为2C业务带来贡献。

公司品牌矩阵的完善能够有效帮助公司快速有效地实现品类细分市场的拓展；同时在品牌建设方面公司积极进行布局，2020年首次启用品牌代言人，联合天猫小黑盒IP，发起“出行更出彩”90分×欧阳娜娜营销活动，提升品牌知名度和时尚感；90分品牌及90分旗舰店入选天猫服饰“服饰箱包”行业“拉杆箱品类的品类舰长及“2020Win+项目舰长”项目，未来将在数据端进行更深层次的合作，提升品牌力和转化率。

B2B业务：2020年公司2B业务实现收入11.81亿元（-10.48%）；公司2B业务略有下滑主要系疫情期间主要客户下单有所减少所致。

产能方面：2020年公司总产能为2097.88万件，同比增长4%，由于疫情影响，20年产能利用率为87.20%，相比19年下降6.33pct。当前公司2B业务的产能中49.17%位于国内的滁州、东莞产区；50.83%为海外产能，分布在印尼和印度产区。未来，公司的产能将主要在海外产区释放，其中印尼宝岛产业园一期规划为118条产线，预计在21年12月交付使用；二期规划120条生产产线，预计2022年交付使用；公司产能的后续储备和释放有效保证了公司后续新客户的拓展和订单增加的可执行性。

公司2B业务始终坚持优质客户战略，与NIKE、迪卡侬、惠普、戴尔等世界知名品牌保持合作，2020年新拓客户VF集团，2021年将持续贡献订单。与此同时，2020年公司2B端业务进入新赛道，通过全资子公司滁州米润收购优衣库核心供应商上海嘉乐28.70%的股权，从而使2B端从以往的箱包领域，延伸至“箱包+服装”多领域布局，与原有箱包业务协同发展。我们认为随着公司与客户的合作进一步深入和稳定，2B端能够实现稳健快速增长；同时新的品类和新的客户将持续为公司2B贡献新的业绩增长点。

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	22元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	240.16
流通A股股本(百万股)	106.32
A股总市值(百万元)	5,283.61
流通A股市值(百万元)	2,339.08
每股净资产(元)	6.31
资产负债率(%)	46.06
一年内最高/最低(元)	42.56/21.34

作者

孙海洋 分析师
SAC执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

范张翔 分析师
SAC执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《开润股份-公司点评:2020年业绩符合预期，Q4业绩环比改善》 2021-01-31
- 2 《开润股份-公司点评:拟以自有资金回购公司股份，彰显长期发展信心》 2020-12-29
- 3 《开润股份-季报点评:由于费用确认及减值影响Q3业绩表现，Q4预计进入业绩拐点》 2020-11-05

毛利率：B2C 业务毛利率有所提升，B2B 业务毛利率有所下降

2020 年公司 2C 业务毛利率为 27.84% (+3.34pct)，毛利率略有提升我们认为主要系 90 分品牌在单独分拆后，价格带提升，及迭代新产品的销售比例提升使得毛利率有所提升。细拆来看，90 分品牌自有渠道毛利率为 35.74% (+3.73pct)；小米分销渠道毛利率为 24.62% (+1.61pct)；

2B 业务毛利率为 29.21% (-3.35%)，有所下降主要系疫情影响下，订单受到影响，单位成本提升影响毛利水平。

资产减值大幅提升影响利润，存货规模有所下降

资产减值来看，2020 年公司资产减值损失为 1771 万元 (+182.8%)，同比大幅提升主要系计提存货跌价损失和固定资产减值损失提升所致；其中，存货跌价 1182 万元 (+68%)，固定资产减值损失为 712 万元。

从存货水平来看，2020 年公司存货金额 3.89 亿元 (-28.09%)，存货金额有所下降主要系销售规模下降，备货减少；其中箱包品类存货周转天数为 90 天。

Q4 经营性现金流改善明显，由负转正

2020 年公司经营性活动现金流为 1.34 亿元，同比-5.46%；其中，2020Q1-4 经营活动现金净流量分别为-0.5/0.25/-0.25/1.84 亿元，Q4 现金流改善明显，由负转正。

2020 年的疫情对于公司这类以出行消费品为主业的标的业绩产生较大影响，但我们认为公司 20Q3 为业绩低点并开始持续上行。我们认为后续在疫情对于消费端、出行端的限制影响逐步消除的大背景下，公司 2C 业务通过初步形成的品牌矩阵，持续做强各细分市场，提升市占率；同时加大对于自有品牌 90 分的品牌建设和产品迭代，提升销售占比，提升整体 2C 业务的盈利能力；2B 业务继续延续“箱包+服装”的战略，充分发挥海内外产区优势和优秀的供应链管理能力和能力，扩大 2B 端的业务规模，同时深度绑定优质核心客户，两条业务协同发展。

维持“买入”评级，维持 2021 年盈利预测，考虑到后续 C 端品牌建设投入产生的费用，我们略下调 2022 年盈利预测。预计 2021-2023 年净利润分别为 2.71 亿元、3.45 亿元、4.46 亿元 (2022 年原值为 3.62 亿元)，同比分别为 247.37%/27.39%/29.36%。预计 2021-2023 年 EPS 分别为 1.13/1.44/1.86 元，对应 PE 分别为 19.51/15.32/11.84。

风险提示：疫情后业绩恢复不及预期，B2C 业务品牌建设不及预期，疫情反复，B2B 客户拓展和下单不及预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,694.82	1,943.81	3,064.45	4,024.66	5,115.53
增长率(%)	31.58	(27.87)	57.65	31.33	27.10
EBITDA(百万元)	377.82	225.09	343.86	407.37	507.99
净利润(百万元)	226.00	77.95	270.79	344.95	446.25
增长率(%)	30.09	(65.51)	247.37	27.39	29.36
EPS(元/股)	0.94	0.32	1.13	1.44	1.86
市盈率(P/E)	23.38	67.78	19.51	15.32	11.84
市净率(P/B)	6.34	3.34	2.93	2.49	2.08
市销率(P/S)	1.96	2.72	1.72	1.31	1.03
EV/EBITDA	19.25	25.26	13.59	10.33	7.72

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	416.55	1,053.21	534.63	988.31	1,261.27
应收票据及应收账款	406.65	383.47	506.77	533.04	788.61
预付账款	10.80	18.12	14.02	31.76	31.15
存货	541.36	389.10	793.67	848.17	1,158.55
其他	105.94	158.02	188.48	166.86	204.09
流动资产合计	1,481.29	2,001.91	2,037.58	2,568.14	3,443.67
长期股权投资	27.68	426.54	426.54	426.54	426.54
固定资产	190.63	223.04	250.42	291.49	327.78
在建工程	14.73	37.13	58.28	82.97	79.78
无形资产	46.23	95.82	88.99	82.16	75.32
其他	209.19	248.05	234.20	233.89	234.67
非流动资产合计	488.46	1,030.58	1,058.42	1,117.04	1,144.09
资产总计	1,969.75	3,032.49	3,096.00	3,685.18	4,587.75
短期借款	107.61	496.02	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	734.40	510.92	913.12	1,213.51	1,583.41
其他	212.02	163.43	247.13	209.69	327.44
流动负债合计	1,054.03	1,170.37	1,160.25	1,423.19	1,910.85
长期借款	1.63	1.03	0.80	0.60	0.60
应付债券	0.00	161.52	53.84	71.79	95.71
其他	13.89	63.80	29.20	35.63	42.87
非流动负债合计	15.52	226.35	83.84	108.01	139.19
负债合计	1,069.55	1,396.71	1,244.09	1,531.21	2,050.04
少数股东权益	66.17	54.86	49.13	33.09	0.16
股本	217.41	240.19	240.16	240.16	240.16
资本公积	73.26	721.72	721.72	721.72	721.72
留存收益	619.51	1,324.61	1,562.62	1,880.72	2,297.38
其他	(76.17)	(705.59)	(721.72)	(721.72)	(721.72)
股东权益合计	900.20	1,635.77	1,851.91	2,153.97	2,537.71
负债和股东权益总计	1,969.75	3,032.49	3,096.00	3,685.18	4,587.75

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	236.99	66.49	270.79	344.95	446.25
折旧摊销	17.88	38.84	18.31	21.07	23.73
财务费用	4.72	26.20	10.10	(6.92)	(10.25)
投资损失	(3.77)	(15.48)	(8.33)	(2.20)	(2.20)
营运资金变动	80.83	72.72	(131.75)	203.24	(101.18)
其它	(194.50)	(54.37)	(49.98)	(5.65)	(26.13)
经营活动现金流	142.14	134.39	109.14	554.49	330.21
资本支出	256.12	473.22	94.60	73.57	42.75
长期投资	14.59	398.86	0.00	0.00	0.00
其他	(296.39)	(1,500.47)	(58.37)	(172.69)	(105.64)
投资活动现金流	(25.67)	(628.39)	36.23	(99.12)	(62.89)
债权融资	109.25	660.51	55.29	73.25	97.47
股权融资	14.69	665.37	(26.25)	6.92	10.25
其他	(105.13)	(146.11)	(692.98)	(81.87)	(102.09)
筹资活动现金流	18.81	1,179.77	(663.95)	(1.70)	5.64
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	135.29	685.77	(518.58)	453.67	272.96

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,694.82	1,943.81	3,064.45	4,024.66	5,115.53
营业成本	1,946.33	1,390.14	2,190.84	2,897.75	3,680.62
营业税金及附加	13.55	8.72	14.72	20.12	25.58
营业费用	257.27	215.99	300.32	402.47	511.55
管理费用	125.68	164.89	143.11	201.23	260.89
研发费用	78.20	72.68	61.29	120.74	153.47
财务费用	0.56	24.88	10.10	(6.92)	(10.25)
资产减值损失	(6.28)	(17.72)	(7.00)	8.90	8.90
公允价值变动收益	0.00	1.24	(43.95)	10.66	7.54
投资净收益	3.77	15.48	8.33	2.20	2.20
其他	(6.39)	(17.84)	71.25	(25.72)	(19.49)
营业利润	282.13	85.34	315.46	393.22	494.52
营业外收入	1.73	2.17	2.29	2.06	2.17
营业外支出	0.91	3.95	1.65	2.17	2.59
利润总额	282.95	83.56	316.10	393.12	494.10
所得税	45.96	17.07	51.34	64.47	81.53
净利润	236.99	66.49	264.76	328.65	412.57
少数股东损益	10.99	(11.47)	(6.03)	(16.31)	(33.68)
归属于母公司净利润	226.00	77.95	270.79	344.95	446.25
每股收益(元)	0.94	0.32	1.13	1.44	1.86

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	31.58%	-27.87%	57.65%	31.33%	27.10%
营业利润	31.14%	-69.75%	269.63%	24.65%	25.76%
归属于母公司净利润	30.09%	-65.51%	247.37%	27.39%	29.36%
获利能力					
毛利率	27.77%	28.48%	28.51%	28.00%	28.05%
净利率	8.39%	4.01%	8.84%	8.57%	8.72%
ROE	27.10%	4.93%	15.02%	16.26%	17.59%
ROIC	61.78%	19.28%	27.17%	27.12%	38.62%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54.30%	46.06%	40.18%	41.55%	44.69%
净负债率	-34.14%	-24.01%	-25.88%	-42.48%	-45.86%
流动比率	1.41	1.71	1.76	1.80	1.80
速动比率	0.89	1.38	1.07	1.21	1.20

营运能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
应收账款周转率	8.17	4.92	6.88	7.74	7.74
存货周转率	5.64	4.18	5.18	4.90	5.10
总资产周转率	1.59	0.78	1.00	1.19	1.24

每股指标(元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.94	0.32	1.13	1.44	1.86
每股经营现金流	0.59	0.56	0.45	2.31	1.37
每股净资产	3.47	6.58	7.51	8.83	10.57

估值比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率	23.38	67.78	19.51	15.32	11.84
市净率	6.34	3.34	2.93	2.49	2.08
EV/EBITDA	19.25	25.26	13.59	10.33	7.72
EV/EBIT	20.09	28.65	14.35	10.90	8.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com