

开润股份(300577)

报告日期: 2020年03月16日

# 21年有望重回增长趋势，长期产业整合值得期待

## ——开润股份点评报告

✍️ : 马莉 执业证书编号: S1230520070002  
☎️ : 联系人: 林骥川、詹陆雨  
✉️ : mail@stocke.com.cn

### 报告导读

疫情对公司业务的影响在20年基本结束，期待21年公司主业复苏以及在针织服装领域的整合。

### 投资要点

#### □ 疫情影响在20年消化完毕，21年复苏可期

由于销售产品以出行箱包品类为主，开润在20年的业绩在疫情下受到很大的影响。20年公司实现收入19.4亿，同比下降27.9%；20H1公司实现归母净利润7795万，同比下降65.5%。但我们认为，疫情对公司业绩的影响在20年已经充分体现，21年公司业绩有望出现明确复苏。

#### □ 代工制造复苏态势明确，NIKE/VF 助力保证未来高增速

公司的代工制造业务在20年下滑10.5%至11.8亿，主要受到全球疫情影响导致的消费者出行需求下降。但是我们预计随着疫情的好转，从21Q2开始公司箱包代工业务将恢复增长态势。

长期看在拓展新客户方面，自从收购印尼宝岛工厂切入NIKE供应链后，公司来自NIKE的订单量正在迅速提升，为未来几年的代工业务增长奠定坚实基础。同时公司成功拓展新客户VF集团，其旗下大量出行品牌的订单需求将会进一步为公司的代工业务打开上行空间。我们预期在新客户的拓展帮助下，公司箱包代工业务在未来几年内都会保持高速增长的状态。

#### □ 品牌经营业务同样出现复苏，打造完善品牌矩阵

公司品牌经营业务在20年下滑43%至7.3亿，我们同样预计公司品牌箱包业务需求在21Q2开始有望进入明确的复苏通道。

从品牌矩阵来看，公司已经搭建了由90分（价格带300-800元）、小米（价格带200-400元）、大嘴猴（价格带300元以下）组成的品牌矩阵，三大品牌在定价区间、目标用户、渠道布局、产品调性等方面各有侧重，互有补充。在品牌营销宣传上，公司积极构建“明星+超头达人主播”矩阵并加强店铺直播，同时首次启用品牌代言人，联合天猫小黑盒IP，在9月发起主题为“出行更出彩”90分×欧阳娜娜营销活动，大幅提升品牌知名度。

我们认为公司丰富的线上运营经验以及优秀的供应链组织能力，保证了其品牌经营业务在需求恢复之后迅速回到快速增长的轨迹。

#### □ 收购上海嘉乐，切入“针织服装+面料”赛道

公司在20年9月公告宣布收购与优衣库合作15年的核心供应商上海嘉乐，切入针织服装赛道。我们认为上海嘉乐出色的一体化面料研发和制衣能力，嫁接上公司更加规范化精细化的管理标准，以及优衣库外其他海外头部品牌的客户资源（迪卡侬、NIKE等），有望让嘉乐在整合完成后实现较高的增长速度。同时，我们看好公司产业并购整合的发展战略，在公司拥有财务、管理、战略等多重优势的情况下，对行业中优质标的整合有望让公司在纺织制造领域保持长期增长势头。

#### □ 盈利预测及估值

### 评级

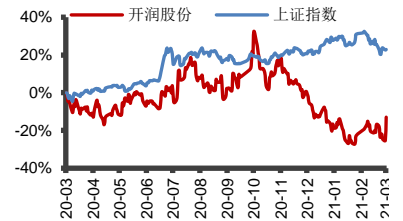
### 买入

上次评级	买入
当前价格	25.55

### 单季度业绩

### 元/股

20Q1	0.15
20Q2	0.15
20Q3	-0.12
20Q4	0.17



### 公司简介

公司凭借强大的研发和自主设计能力，全球化的销售运营能力，强大的精益生产制造能力，为用户提供一体化的出行解决方案。

### 相关报告

报告撰写人: 马莉

联系人: 林骥川、詹陆雨

我们认为疫情对公司业绩的影响已基本过去，其原有业务有望恢复健康的增长势头。同时我们认为对嘉乐的并购整合也有望逐步为业绩提供增量。我们预计公司 21~23 年归母净利润 2.2/3.4/4.2 亿元，同比增长 180%/57%/22%，对应 PE28/18/15X，考虑到公司成长性仍在，在当前增速下维持“买入”评级。

风险提示：疫情恶化超出预期，终端零售不及预期

### 财务摘要

(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,944	2,584	4,656	5,552
(+/-)	-27.9%	32.9%	80.2%	19.2%
净利润	78	218	342	416
(+/-)	-65.5%	180.2%	56.6%	21.5%
每股收益(元)	0.36	1.00	1.57	1.90
P/E	78.7	28.1	17.9	14.8

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	2,002	2,006	2,920	3,410	<b>营业收入</b>	1,944	2,584	4,656	5,552
现金	1,053	890	1,108	1,411	营业成本	1,390	1,839	3,407	4,023
交易性金融资产	76	125	125	125	营业税金及附加	9	12	21	25
应收账款	383	478	853	998	营业费用	216	233	326	378
其它应收款	21	22	55	36	管理费用	165	181	210	250
预付账款	18	19	27	40	研发费用	73	72	130	150
存货	389	428	708	755	财务费用	25	4	4	28
其他	61	44	44	44	资产减值损失	(18)	(19)	(33)	(38)
<b>非流动资产</b>	1,031	1,274	1,404	1,451	公允价值变动损益	1	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	15	34	5	5
长期投资	427	457	80	100	其他经营收益	19	20	20	20
固定资产	223	391	823	848	<b>营业利润</b>	85	279	550	687
无形资产	96	95	92	89	营业外收支	(2)	0	(0)	(1)
在建工程	15	100	100	100	<b>利润总额</b>	84	279	550	686
其他	270	232	309	314	所得税	17	45	88	110
<b>资产总计</b>	3,032	3,279	4,324	4,861	<b>净利润</b>	66	234	462	576
<b>流动负债</b>	1,170	1,226	1,872	1,936	少数股东损益	(11)	16	120	160
短期借款	496	496	496	496	<b>归属母公司净利润</b>	78	218	342	416
应付款项	432	408	744	768	EBITDA	214	427	835	902
预收账款	0	10	36	43	EPS (最新摊薄)	0.36	1.00	1.57	1.90
其他	242	311	596	629	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	226	185	187	191		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	162	162	162	162	<b>成长能力</b>				
其他	65	23	26	30	营业收入	-27.9%	32.9%	80.2%	19.2%
<b>负债合计</b>	1,397	1,410	2,060	2,127	营业利润	-69.8%	226.4%	97.4%	24.8%
少数股东权益	55	71	190	351	归属母公司净利润	-65.5%	180.2%	56.6%	21.5%
归属母公司股东权益	1,581	1,798	2,074	2,383	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	3,032	3,279	4,324	4,861	毛利率	28.5%	28.8%	26.8%	27.5%
					净利率	4.0%	8.5%	7.3%	7.5%
					ROE	5.2%	13.4%	22.3%	23.1%
					ROIC	6.4%	11.8%	21.7%	0.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	46.1%	43.0%	47.6%	43.8%
					净负债比率	88.3%	78.4%	99.3%	89.2%
					流动比率	1.71	1.64	1.56	1.76
					速动比率	0.81	0.91	0.97	1.03
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.78	0.82	1.22	1.21
					应收帐款周转率	4.92	6.00	7.00	6.00
					应付帐款周转率	2.23	3.70	5.00	4.50
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.36	1.00	1.57	1.90
					每股经营现金	0.62	0.57	2.18	2.60
					每股净资产	7.27	8.27	9.54	10.91
					<b>估值比率</b>				
					P/E	78.66	28.07	17.92	14.75
					P/B	3.88	3.41	2.96	2.57
					EV/EBITDA	26.10	13.44	6.61	5.78

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>