

公司研究

20 年业绩见底，21 年期待出行需求复苏

——开润股份（300577.SZ）2020 年年报点评

要点

事件：公司发布2020年年度报告，实现营业收入19.44亿元、同比下降27.87%，归母净利润7795.41万元、同比下降65.51%，EPS0.36元，拟每股分红0.105元（含税）。业绩低于预期，一方面为疫情反复、致出行需求恢复慢于预期，另一方面公司费用相对刚性、费用率提升明显，在毛利率略提升背景下致净利润降幅大于收入。

20Q1-Q4单季度营业收入分别同比-10.30%、-32.89%、-29.07%、-36.66%；归母净利润分别同比-29.79%、-52.54%、-144.01%（亏损）、-19.61%。20Q4虽然收入仍为下滑，但净利率同比略有改善。

业务拆分：1) 代工制造2B业务方面，2020年收入11.81亿元、同比下降10.48%，总收入占比为60.74%、提升11.80PCT，毛利率下降3.36PCT至29.21%。品牌经营2C业务方面收入7.33亿元、同比下降43.06%，总收入占比为37.71%、同比下降10.06PCT，毛利率同比提升3.34PCT至27.84%；品牌经营业务再细分，线上销售、分销销售分别为2.12亿元（同比-0.73%）、5.21亿元（-51.50%）

2) 分品类来看，旅行箱、包袋、其他收入分别占比21.75%、67.91%、10.35%，收入分别同比-48.34%、-20.14%、-10.10%。

3) 分地区来看，国内、国外收入各占46.37%、53.63%，收入分别同比-45.03%、-1.21%。

财务指标：1) 2020年公司毛利率为28.48%、同比提升0.71PCT。

2) 期间费用率为24.61%、同比提升7.48PCT幅度较大，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为11.11%（同比+1.56PCT）、8.48%（+3.82PCT）、3.74%（+0.84PCT）、1.28%（+1.26PCT）。其中销售费用总额相对刚性，管理费用增加主要为职工薪酬及社会机构服务费金额增加较多。

3) 公司20年计提资产减值损失1772万元、同比增加182.17%，主要为存货跌价损失和固定资产减值损失增加。

盈利预测、估值与评级：未来2C端巩固自有品牌90分、合作品牌小米在箱包品类的优势、新增代理大嘴猴品牌，2B端新增VF集团等客户、收购上海嘉乐延伸至纺织服装及面料生产制造领域、期待后续并表整合，业务空间扩大。21年1~2月和38节期间90分天猫旗舰店GMV增速已初现回暖，期待21年出行需求复苏。下调21~22年、新增23年EPS为1.07/1.43/1.89元，21年PE24倍、前期悲观预期已充分反映、估值为历史较低水平，维持‘买入’评级。

风险提示：疫情影响超预期；品类和客户拓展不及预期；并购整合不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,695	1,944	3,421	4,225	5,156
营业收入增长率	31.58%	-27.87%	75.98%	23.50%	22.06%
净利润（百万元）	226	78	258	343	454
净利润增长率	30.09%	-65.51%	230.53%	33.18%	32.26%
EPS（元）	1.04	0.32	1.07	1.43	1.89
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.10%	4.93%	14.21%	16.21%	18.16%
P/E	25	79	24	18	14
P/B	6.7	3.9	3.4	2.9	2.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-03-16

买入（维持）

当前价：25.55 元

作者

分析师：孙未未

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebsec.com

市场数据

总股本(亿股)	2.40
总市值(亿元):	61.36
一年最低/最高(元):	21.34/42.56
近3月换手率:	26.78%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	19.90	-9.59	-46.00
绝对	7.95	-8.36	-9.08

资料来源：Wind

相关研报

参股优衣库核心供应商上海嘉乐，切入服装及面料广阔市场——开润股份（300577.SZ）收购公告点评（2020-09-24）

短期业绩受到疫情影响，积极夯实内功强化长期竞争力——开润股份（300577.SZ）2020年中报点评（2020-08-30）

双轮驱动业绩快速增长，定增拓展箱包产品品类——开润股份（300577.SZ）2019年年报点评（2020-04-20）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,695	1,944	3,421	4,225	5,156
营业成本	1,946	1,390	2,376	2,881	3,488
折旧和摊销	16	27	28	31	36
税金及附加	14	9	17	21	26
销售费用	257	216	325	401	490
管理费用	126	165	239	338	387
研发费用	78	73	128	158	193
财务费用	1	25	15	7	5
投资收益	4	15	5	6	7
营业利润	282	85	333	441	580
利润总额	283	84	336	444	583
所得税	46	17	69	91	119
净利润	237	66	268	353	464
少数股东损益	11	-11	10	10	10
归属母公司净利润	226	78	258	343	454
EPS(按最新股本计)	1.04	0.32	1.07	1.43	1.89

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	134	376	429	366
净利润	226	78	258	343	454
折旧摊销	16	27	28	31	36
净营运资金增加	-39	-60	242	113	318
其他	-60	90	-151	-58	-442
投资活动产生现金流	-26	-628	-79	-134	-93
净资本支出	-67	-158	-140	-140	-100
长期投资变化	28	427	0	0	0
其他资产变化	14	-897	61	6	7
融资活动现金流	19	1,180	-538	-47	-76
股本变化	0	23	0	0	0
债务净变化	49	551	-498	0	0
无息负债变化	289	-224	420	230	254
净现金流	135	681	-241	248	196

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	28.5%	30.5%	31.8%	32.4%
EBITDA 率	11.7%	8.7%	11.5%	11.7%	12.7%
EBIT 率	11.1%	6.7%	10.7%	11.0%	12.0%
税前净利润率	10.5%	4.3%	9.8%	10.5%	11.3%
归母净利润率	8.4%	4.0%	7.5%	8.1%	8.8%
ROA	12.0%	2.2%	8.4%	9.4%	10.6%
ROE (摊薄)	27.1%	4.9%	14.2%	16.2%	18.2%
经营性 ROIC	23.8%	9.9%	21.2%	23.0%	24.7%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	46%	41%	41%	41%
流动比率	1.41	1.71	1.90	1.89	1.96
速动比率	0.89	1.38	1.31	1.30	1.36
归母权益/有息债务	7.63	2.39	11.16	13.02	15.38
有形资产/有息债务	16.58	4.26	18.15	21.18	24.87

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,970	3,032	3,197	3,741	4,388
货币资金	417	1,053	812	1,060	1,257
交易性金融资产	20	76	20	20	20
应收帐款	407	383	498	538	751
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	20	26	27	34	41
存货	541	389	646	779	941
其他流动资产	66	44	44	44	44
流动资产合计	1,481	2,002	2,073	2,504	3,085
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	28	427	427	427	427
固定资产	191	223	286	346	366
在建工程	14	36	34	32	28
无形资产	46	96	143	190	236
商誉	91	85	85	85	85
其他非流动资产	65	49	49	49	49
非流动资产合计	488	1,031	1,124	1,237	1,303
总负债	1,070	1,397	1,319	1,550	1,804
短期借款	108	496	0	0	0
应付账款	478	432	594	720	872
应付票据	257	79	309	374	453
预收账款	16	0	21	25	31
其他流动负债	0	4	4	4	4
流动负债合计	1,054	1,170	1,093	1,324	1,578
长期借款	2	1	1	1	1
应付债券	0	162	162	162	162
其他非流动负债	9	35	35	35	35
非流动负债合计	16	226	226	226	226
股东权益	900	1,636	1,878	2,191	2,584
股本	217	240	240	240	240
公积金	121	772	798	832	842
未分配利润	498	552	759	1,028	1,401
归属母公司权益	834	1,581	1,813	2,116	2,500
少数股东权益	66	55	65	75	85

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.55%	11.11%	9.50%	9.50%	9.50%
管理费用率	4.66%	8.48%	7.00%	8.00%	7.50%
财务费用率	0.02%	1.28%	0.44%	0.16%	0.10%
研发费用率	2.90%	3.74%	3.74%	3.74%	3.74%
所得税率	16%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.12	0.11	0.17	0.29	0.39
每股经营现金流	0.65	0.56	1.57	1.79	1.52
每股净资产	3.84	6.58	7.55	8.81	10.41
每股销售收入	12.39	8.09	14.24	17.59	21.47

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	25	79	24	18	14
PB	6.7	3.9	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	18.6	36.2	14.7	11.6	8.8
股息率	0.5%	0.4%	0.7%	1.2%	1.5%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------