

开润股份 (300577.SZ)

复苏待启航，看好全年潜力

2020 年公司收入/业绩下滑。2020 年公司实现收入/归母净利润 19.44/0.78 亿元，同比分别下滑 27.9%/65.5%，财务表现在预期之中。盈利质量方面，2020 年全年公司毛利率同增 0.7PCTs 至 28.5%；疫情下公司销售/管理费用率略增 1.6PCTs/4.6PCTs 至 11.1%/12.2%；综上，公司净利率下滑 5.4PCTs 至 4%。

B2B 业务：领先行业，优质客户持续拓展。B2B 业务收入同比下降 10.5%至 11.8 亿元，毛利率下滑 3.4PCTs 至 29.2%。公司持续巩固与 IT 类、NIKE、迪卡侬等客户的紧密合作关系，同时拓展新优质客户 VF 集团。据我们追踪，公司在 IT 类、NIKE、迪卡侬客户包袋类采购中的占比分别达到为 50%/20%/20%+，未来仍有提升空间。随着老客户采购份额提升+新客户订单扩张，我们预计 2021 年公司 B2B 业务增速有望超过 20%。

B2C 业务：优化调整，夯实品牌。B2C 业务收入同比下降 43.1%至 7.3 亿元，毛利率提升 3.3PCTs 至 27.8%，公司积极优化变革：1) 产品端：丰富产品品类，获得授权推出“PaulFrank”大嘴猴系列。2) 渠道端：巩固小米、天猫、京东等传统电商渠道的同时，疫情下积极探索网红直播带货、店播等新兴零售渠道。3) 营销端：9 月携手欧阳娜娜发起“出行更出彩”主题营销活动，积极构建“明星+超头达人主播”矩阵，品牌形象转型的过程中曝光度和知名度稳步提升。

营运压力改善。1) 营运方面，公司上线 SAP ERP 系统提高管理效率、精准决策，推动存货压力改善，2020 年末存货同减 28%至 3.9 亿元，存货周转天数同增 61.5 天至 193.6 天。2) 现金流良好，2020 年全年经营性净现金流为 1.34 亿元。

收购上海嘉乐，延展赛道宽度。公司通过全资子公司收购优衣库核心供应商上海嘉乐 28.70%的股权，OEM 业务产品品类从箱包领域延伸至“针织服装+面料”新赛道，有效上拓公司经营发展空间。公司重点聚焦新品开发、管理效率提升等，我们预计经过 1-2 年的调整期后将对业绩有所贡献。

展望全年，增速可期。公司疫情下持续积极变革优化经营、降本增效，有效降低疫情影响。展望 2021 年：1) 考虑 2020Q1 疫情影响较小带来的较高基数，我们预计 2021Q1 同比仍处于下滑状态；2) 但全年来看，我们预计出行景气度提升将带动行业逐步恢复，公司全年收入及业绩表现有望同比高速增长。

投资建议。公司疫情下积极变革，2B 业务拓展优质客户，2C 业务持续优化探索。考虑疫情影响，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 2.24/3.20/4.46 亿元，现价 24.57 元，对应 2021 年 PE 为 28 倍，维持“增持”评级。

风险提示：2C 业务开展不顺；疫情持续时间及影响超预期；海外业务开展不顺；外汇波动对业绩带来影响。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,695	1,944	2,462	3,083	3,685
增长率 yoy (%)	31.6	-27.9	26.7	25.2	19.5
归母净利润 (百万元)	226	78	224	320	446
增长率 yoy (%)	30.1	-65.5	187.5	42.6	39.5
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.94	0.32	0.93	1.33	1.86
净资产收益率 (%)	26.3	4.1	12.2	14.9	17.2
P/E (倍)	27.8	80.7	28.1	19.7	14.1
P/B (倍)	7.5	4.2	3.7	3.2	2.6

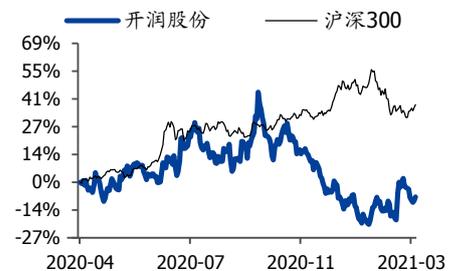
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持 (维持)

股票信息

行业	纺织制造
前次评级	增持
最新收盘价	25.06
总市值(百万元)	6,018.54
总股本(百万股)	240.17
其中自由流通股(%)	44.27
30 日日均成交量(百万股)	1.22

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号：S0680518030002

邮箱：juxinghai@gszq.com

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

相关研究

- 《开润股份 (300577.SZ)：收入业绩增势强劲，长期增长可期》2020-04-20
- 《开润股份 (300577.SZ)：箱包龙头，打造出行新方式》2020-02-15

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1481	2002	2771	2557	3381
现金	417	1053	2112	1341	2400
应收票据及应收账款	407	383	152	504	276
其他应收款	20	26	29	42	42
预付账款	11	18	4	26	11
存货	541	389	393	558	559
其他流动资产	86	132	80	86	94
非流动资产	488	1031	1144	1336	1539
长期投资	28	427	535	671	839
固定资产	191	223	253	285	310
无形资产	46	96	107	121	139
其他非流动资产	224	285	248	259	252
资产总计	1970	3032	3915	3893	4921
流动负债	1054	1170	1885	1624	2289
短期借款	108	496	496	496	496
应付票据及应付账款	734	511	1066	895	1432
其他流动负债	212	163	323	233	361
非流动负债	16	226	196	166	135
长期借款	2	163	132	102	71
其他非流动负债	14	64	64	64	64
负债合计	1070	1397	2081	1790	2424
少数股东权益	66	55	54	49	33
股本	217	240	240	240	240
资本公积	73	722	722	722	722
留存收益	546	603	771	1012	1344
归属母公司股东权益	834	1581	1780	2054	2464
负债和股东权益	1970	3032	3915	3893	4921

现金流量表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	134	1186	-474	1362
净利润	237	66	224	314	430
折旧摊销	18	39	30	36	43
财务费用	1	25	0	-2	-8
投资损失	-4	-15	-3	-7	-7
营运资金变动	-91	-28	922	-813	907
其他经营现金流	-19	47	14	-2	-2
投资活动现金流	-26	-628	-103	-224	-245
资本支出	67	158	40	44	40
长期投资	152	-441	-109	-206	-168
其他投资现金流	193	-911	-172	-386	-373
筹资活动现金流	19	1180	-25	-73	-58
短期借款	48	388	0	0	0
长期借款	2	161	-30	-30	-31
普通股增加	-0	23	0	0	0
资本公积增加	-1	648	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-41	6	-42	-27
现金净增加额	135	681	1059	-771	1059

利润表 (百万元)

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2695	1944	2462	3083	3685
营业成本	1946	1390	1761	2189	2598
营业税金及附加	14	9	12	15	18
营业费用	257	216	259	308	350
管理费用	126	165	116	140	142
研发费用	78	73	71	89	107
财务费用	1	25	0	-2	-8
资产减值损失	-6	-18	0	0	0
其他收益	19	21	17	18	18
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	15	3	7	7
资产处置收益	-0	0	0	0	0
营业利润	282	85	263	368	505
营业外收入	2	2	4	3	3
营业外支出	1	4	0	1	2
利润总额	283	84	267	370	506
所得税	46	17	44	55	76
净利润	237	66	224	314	430
少数股东损益	11	-11	-1	-6	-16
归属母公司净利润	226	78	224	320	446
EBITDA	295	132	284	388	526
EPS (元)	0.94	0.32	0.93	1.33	1.86

主要财务比率

会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.6	-27.9	26.7	25.2	19.5
营业利润(%)	31.1	-69.8	208.5	39.8	37.2
归属于母公司净利润(%)	30.1	-65.5	187.5	42.6	39.5
获利能力					
毛利率(%)	27.8	28.5	28.5	29.0	29.5
净利率(%)	8.4	4.0	9.1	10.4	12.1
ROE(%)	26.3	4.1	12.2	14.9	17.2
ROIC(%)	24.4	3.2	8.5	10.9	13.1
偿债能力					
资产负债率(%)	54.3	46.1	53.2	46.0	49.3
净负债比率(%)	-33.2	-20.4	-75.9	-31.0	-69.7
流动比率	1.4	1.7	1.5	1.6	1.5
速动比率	0.8	1.3	1.2	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.6	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	8.2	4.9	9.2	9.4	9.5
应付账款周转率	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.32	0.93	1.33	1.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.56	4.94	-1.97	5.67
每股净资产(最新摊薄)	3.47	6.31	7.14	8.28	9.98
估值比率					
P/E	27.8	80.7	28.1	19.7	14.1
P/B	7.5	4.2	3.7	3.2	2.6
EV/EBITDA	20.5	45.1	17.3	14.6	8.6

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com