证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

2021 年 04 月 30 日

Q1 低于预期，关注 Q2 拐点

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)	57.09
最新收盘价：	23.77	自由流通市值(亿)	25.27
		自由流通股数(百万)	106.32

事件概述

21Q1 收入/归母净利/扣非归母净利分别为 4.51/0.45/0.21 亿元、同比增长-16%/42%/-29%，较 19Q1 下降 25%/0%/53%，低于预期。

分析判断：

21Q1 收入同比下降 16%，我们估计其中 2B/2C 收入分别为 3/1.5 亿元左右、同比下降约 10%/20%，其中 2C 端中小米下滑更多，我们分析主要由于 21Q1 小米端在做 SKU 调整、该影响在 Q2 有望消除。分月度来看，我们估计，2B 端 1、2 月合计同比下降 20%，3 月同比增长 10%；2C 端 1/2/3 月分别同比下降 40%+/持平/增长 30%。

21Q1 净利较 19Q1 持平，但扣非净利较 19Q1 仍同比下降 53%，扣非净利率仅 5%，我们分析主要由于：1）21Q1 物流费用上涨，由于会计准则将运费由销售费用调整至成本，21Q1 毛利率同比下降 4pct、若加回毛利率同比提升 1pct、约 32.5%；2）管理费用同比提升 2pct。

经营现金流同比减少 1.3 亿，我们分析主要由于原材料上涨、公司提前锁定进行了备货，预付款增长；叠加海外业务占比提升、在途存货及预付款加大。

投资建议

尽管 Q1 低于预期，我们分析：（1）公司 3 月已迎来单月拐点、Q2 随着疫情缓解、出行需求释放将更加明显，我们估计 4 月公司 2B/2C 同比增长 30%/20%，延续 3 月的改善趋势；全年来看，我们估计，2B 端中其中 NIKE、迪卡侬同比增长 20%、VF 实现收入 7000 万左右；2C 端小米增长 10%、非米海外贡献高增长；（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 118/二期 120 条产线分别于 21 年底/22 年投产；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。维持 21/22/23 年归母净利为 2.34/3.5/4.5 亿元，对应 21/22/23PE24/16/13X，目前估值已处于历史底部、向下有安全边际支撑、向上具备估值修复弹性，维持“买入”和目标价 31.67 元。

风险提示

印度疫情扩散（目前尚未受到影响）；定增解禁；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

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

ROE	27.1%	4.9%	13.1%	16.6%	17.8%
市盈率	25.26	73.23	24.40	16.31	12.71

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：

研究助理：朱宇昊
邮箱：zhuyh@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

证券研究报告发送给东方财富信息股份有限公司。版权归华西证券所有，请勿转发。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,944	2,530	3,240	4,087
YoY(%)	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%
营业成本	1,390	1,811	2,314	2,910
营业税金及附加	9	13	17	21
销售费用	216	253	316	401
管理费用	165	126	162	204
财务费用	25	-1	-18	-24
资产减值损失	-18	-20	-10	-10
投资收益	15	40	52	65
营业利润	85	296	442	568
营业外收支	-2	2	2	2
利润总额	84	297	445	570
所得税	17	51	76	97
净利润	66	247	369	473
归属于母公司净利润	78	234	350	449
YoY(%)	-65.5%	200.1%	49.6%	28.3%
每股收益	0.32	0.97	1.46	1.87

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,053	802	1,019	1,356
预付款项	18	10	13	16
存货	389	471	634	797
其他流动资产	541	522	635	769
流动资产合计	2,002	1,806	2,300	2,938
长期股权投资	427	427	427	427
固定资产	223	225	225	227
无形资产	96	96	96	96
非流动资产合计	1,031	1,089	1,166	1,234
资产合计	3,032	2,895	3,466	4,172
短期借款	496	0	0	0
应付账款及票据	511	625	811	1,021
其他流动负债	163	185	232	296
流动负债合计	1,170	810	1,043	1,317
长期借款	1	1	1	1
其他长期负债	225	225	225	225
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

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	66	247	369	473
折旧和摊销	39	26	40	49
营运资金变动	18	61	-55	-38
经营活动现金流	134	329	311	427
资本开支	-158	-83	-115	-115
投资	-441	0	0	0
投资活动现金流	-628	-43	-63	-50
股权募资	897	0	0	0
债务募资	495	-496	0	0
筹资活动现金流	1,180	-537	-31	-41
现金净流量	681	-251	216	337

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%
净利润增长率	-65.5%	200.1%	49.6%	28.3%
盈利能力				
毛利率	28.5%	28.4%	28.6%	28.8%
净利润率	3.4%	9.8%	11.4%	11.6%
总资产收益率 ROA	2.6%	8.1%	10.1%	10.8%
净资产收益率 ROE	4.9%	13.1%	16.6%	17.8%
偿债能力				
流动比率	**1.71**	**2.23**	**2.20**	**2.23**
速动比率	1.35	1.64	1.58	1.61
现金比率	0.90	0.99	0.98	1.03
资产负债率	46.1%	35.8%	36.6%	37.0%
经营效率				
总资产周转率	0.64	0.87	0.93	0.98
每股指标（元）				
每股收益	0.32	0.97	1.46	1.87
每股净资产	6.58	7.46	8.78	10.49
每股经营现金流	0.56	1.37	1.29	1.78
每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
估值分析				
PE	73.23	24.40	16.31	12.71
PB	3.96	3.19	2.71	2.27

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。