

开润股份 (300577)

证券研究报告

2021 年 04 月 29 日

21Q1 盈利稳增，优质客户&成衣箱包协同构筑长期成长基石

事件：公司披露 21Q1 业绩，疫情短期影响尚在，终端盈利逐步回升

公司 2021Q1 实现营收 4.51 亿元 (-15.97%)，实现归母净利润 4525.27 万元 (+41.81%)，扣非后归母净利润为 2122.98 万元 (-28.56%)，非经常性损益影响主要系持有交易性金融资产等投资收益 2062.43 万元。21Q1 期间疫情对出行及消费市场需求仍然有一定影响，公司营收短期有所下滑。

终端盈利能力整体逐步回升

公司 21Q1 整体毛利率水平达 27.03% (-4.47pct)，终端归母净利率水平达 10.03% (+4.09pct)，公司 Q1 研发及财务费用同比明显减少，叠加当期政府补助及金融资产投资收益影响，促终端盈利能力改善。

费控管理效率基本持稳，管理费用率有所提升

公司 21Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.53% (-1.21pct)、10.13% (+2.87pct)、3.61% (-0.88pct)、0.34% (-0.49pct)，管理费用率有所提升。

存货规模减少周转效率提升，应收账款基本持稳

公司存货达 4.35 亿元 (-17.77%)，存货周转天数达 112.64 天 (-18.31 天)，存货规模有所减少，同时周转效率有所提升。应收账款规模达 3.58 亿元 (-3.87%)，应收账款周转天数为 73.93 天 (+8.66 天)，整体基本持稳。

公司经营性现金流净额为-1.30 亿元，主要系 1) 公司为应对原材料价格上涨，锁定原材料单价，预付原材料款项增加，2) 海外出口业务增长导致在途库存增加所致。

B2B 业务：1) 新签优质客户 VF 集团，2021 年有望为公司 B2B 业务持续贡献订单增量；2) 2019 年通过收购印尼工厂切入 Nike 箱包供应链，随着 20H2 以来海外疫情整体可控向好，终端旅行出行需求客观有望回升，NIKE 后续订单有望持续增加；3) 收购优衣库成衣核心供应商，拓展进入“针织服装+面料”新赛道，与主营箱包业务在客户资源、全球化布局等方面实现协同。

B2C 业务：公司拥有小米合作品牌植根高性价比市场，自有品牌 90 分针对个性差异化大众市场，同时 2020 年取得“大嘴猴”品牌箱包及雨伞等品类授权，发力下沉性价比市场，未来公司 2C 端品牌矩阵有望实现对各类旅行箱包市场高效覆盖，实现多品牌共振。

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计 21~23 年归母净利润分别为 2.71、3.45、4.46 亿元，对应 EPS 分别为 1.13、1.44、1.86 元，对应 21~23 年 P/E 分别为 21.08、16.55、12.79X。

风险提示：2B 业务人工成本上升，2C 业务渠道效率不及预期，原材料价格波动上升等。

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	344.96	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)	25.26	73.23	21.08	16.55	12.79
市净率(P/B)	6.84	3.61	3.17	2.69	2.25
市销率(P/S)	2.12	2.94	1.86	1.42	1.12
EV/EBITDA	19.25	25.26	14.82	11.38	8.55

资料来源：wind，天风证券研究所

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	23.77 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	240.17
流通 A 股股本(百万股)	106.32
A 股总市值(百万元)	5,708.73
流通 A 股市值(百万元)	2,527.29
每股净资产(元)	6.38
资产负债率(%)	43.70
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

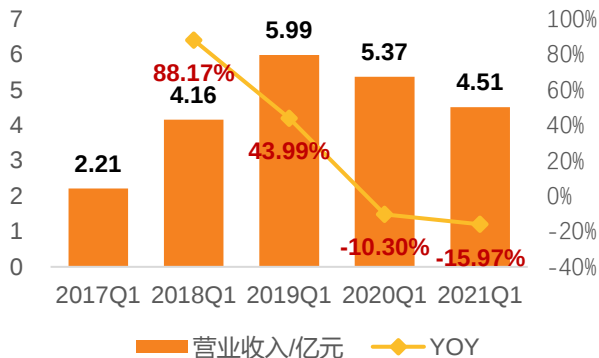
相关报告

- 《开润股份-年报点评报告:2020 年业绩符合预期，Q4 经营性现金流改善明显》2021-03-16
- 《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
- 《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

1. 21Q1 疫情短期影响营收，公司终端盈利稳步回升

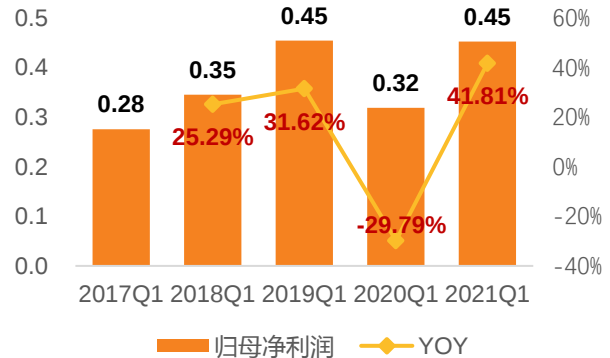
正文内容公司 2021Q1 实现营收 4.51 亿元 (-15.97%)，实现归母净利润 4525.27 万元 (+41.81%)，扣非后归母净利润为 2122.98 万元 (-28.56%)，非经常性损益影响主要系持有交易性金融资产等投资收益 2062.43 万元。21Q1 期间疫情对出行及消费市场需求仍然有一定影响，公司营收短期有所减少。

图 1：公司近五年一季度营收（亿元）及 YOY（%）



资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

图 2：公司近五年一季度归母净利润（亿元）及 YOY（%）

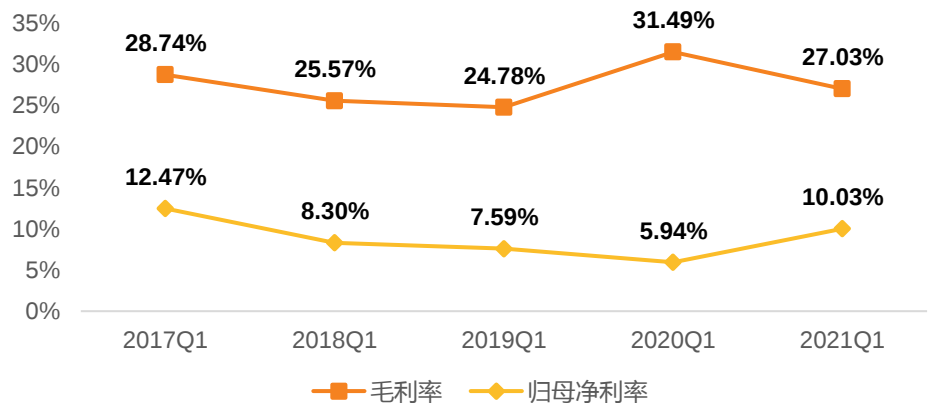


资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

2. 多因素促公司归母净利率逐步回升

公司 21Q1 整体毛利率水平达 27.03% (-4.47pct)，终端归母净利率水平达 10.03% (+4.09pct)，公司 Q1 研发及财务费用同比明显减少，叠加当期政府补助及金融资产投资收益影响，促终端盈利能力改善。

图 3：公司近五年来 Q1 毛利率（%）及归母净利率（%）

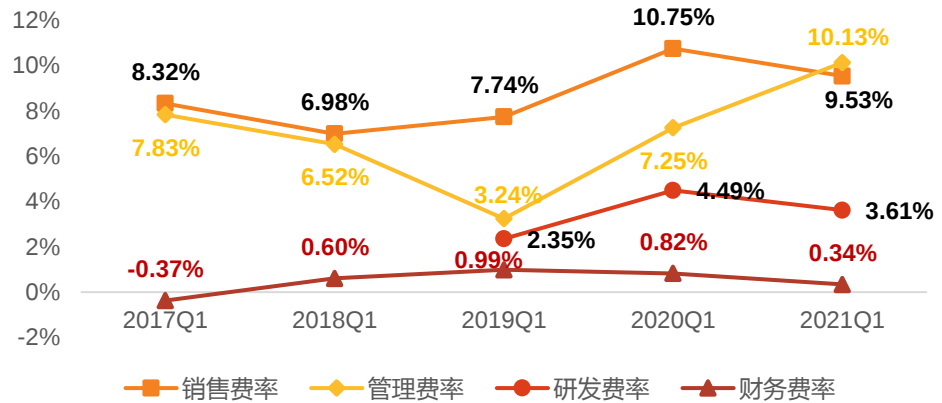


资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

3. 费控管理效率基本持稳，管理费用率有所提升

公司 21Q1 销售、管理、研发、财务费用率分别为 9.53% (-1.21pct)、10.13% (+2.87pct)、3.61% (-0.88pct)、0.34% (-0.49pct)，管理费用率有所提升。

图 4：公司近五年 Q1 四项费用率（%）

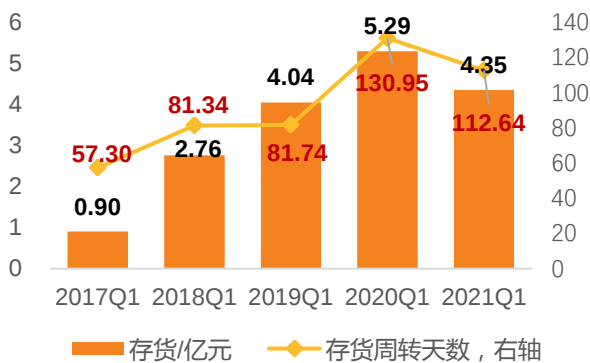


资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

4. 存货规模减少周转效率提升，应收账款基本持稳

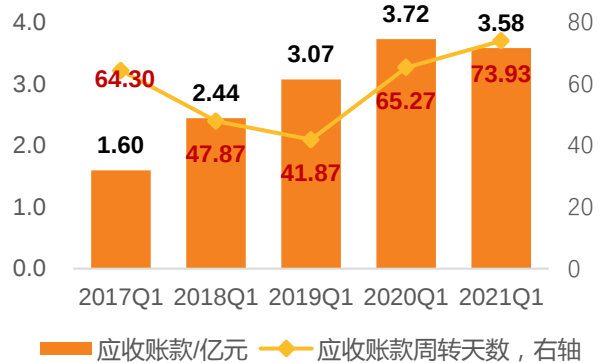
公司存货达 4.35 亿元（-17.77%），存货周转天数达 112.64 天（-18.31 天），存货规模有所减少，同时周转效率有所提升。应收账款规模达 3.58 亿元（-3.87%），应收账款周转天数为 73.93 天（+8.66 天），整体基本持稳。

图 5：公司近五年 Q1 存货（亿元）及存货周转天数



资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

图 6：公司近五年 Q1 应收账款（亿元）及应收账款周转天数



资料来源：wind，公司季报，天风证券研究所

公司经营性现金流净额为-1.30 亿元，主要系 1) 公司为应对原材料价格上涨，锁定原材料单价，预付原材料款项增加，2) 海外出口业务增长导致在途库存增加所致。

5. B2B 客户积累&订单持续恢复，B2C 多层面高效覆盖

B2B 业务：1) 新签优质客户 VF 集团，VF 集团系全球规模最大的服装类上市公司之一，旗下众多知名品牌，在箱包品类的采购量上具备较大的市场挖掘空间，2021 年有望为公司 B2B 业务持续贡献订单增量，有助于公司未来积累潜在的优质客户资源。

2) 公司于 2019 年通过收购印尼工厂切入 Nike 箱包供应链，随着 20H2 以来海外疫情整体可控向好，终端旅行出行需求客观有望回升，NIKE 后续订单或持续增加；

3) 公司已于 2020 年内收购优衣库成衣核心供应商上海嘉乐 28.70%股权，拓展进入“针织服装+面料”新赛道，上海嘉乐自身具备自面料研发、织造、染整、印绣花等成衣一体化生产能力，未来有望与公司主营箱包业务在客户资源、全球化布局等方面实现协同。

B2C 业务：公司已完成多品牌矩阵构建，形成对不同层级市场有效覆盖，小米合作品牌植根高性价比市场，自有品牌 90 分针对个性差异化大众市场，同时 2020 年取得“大嘴猴”品牌箱包及雨伞等品类授权，发力下沉性价比市场；未来公司 2C 端品牌矩阵有望实现对各类旅行箱包市场高效覆盖，实现多品牌共振。

公司自有品牌“90 分”及旗下“90 分旗舰店”于 2020 年内入选天猫服饰“服配箱包”行业“拉杆箱”品类的品类舰长及“2020Win+项目舰长”项目，在“拉杆箱”品类的生意拓展、GROW 方法论及场景应用上与天猫服饰“服配箱包”行业开展深入合作，助力公司深入挖掘和渗透机会人群、扩充市场份额、提升转化率和品牌力。

6. 盈利预测

维持盈利预测，维持“买入”评级，我们预计 21~23 年归母净利润分别为 2.71、3.45、4.46 亿元，对应 EPS 分别为 1.13、1.44、1.86 元，对应 21~23 年 P/E 分别为 21.08、16.55、12.79X。

7. 风险提示

2B 业务人工成本上升，2C 业务渠道效率不及预期，原材料价格波动上升等。

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	534.64	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	2,037.59	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	3,096.01	3,685.19	4,587.76
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	240.17	240.17	240.17
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	1,851.92	2,153.98	2,537.72
负债和股东权益总计	1,969.75	3,032.49	3,096.01	3,685.19	4,587.76

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	236.99	66.49	270.79	344.96	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	(26.24)	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	(663.94)	(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	(518.57)	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	344.96	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					
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					
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）					
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					
市盈率	25.26	73.23	21.08	16.55	12.79
市净率	6.84	3.61	3.17	2.69	2.25
EV/EBITDA	19.25	25.26	14.82	11.38	8.55
EV/EBIT	20.09	28.65	15.66	12.00	8.97

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