

2021年08月11日

# 收入尚未恢复到19年水平，扣非净利超预期

## 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:	42.56/15.51
目标价格:	25.2	总市值(亿)	41.16
最新收盘价:	17.42	自由流通市值(亿)	22.12
		自由流通股数(百万)	129.05

### 事件概述

公司发布业绩快报，2021H1 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 9.9/0.97/0.84 亿元、同比增长 4%/51%/45%，较 19H1 下降 19%/15%/24%，业绩符合预期。21Q2 公司收入/归母净利/扣非净利分别为 5.38/0.52/0.63 亿元、同比增长 29%/60%/122%、较 19Q2 下降 14%/24%/4%，收入降幅相较 Q1 收窄、扣非净利降幅环比 21Q1 大幅收窄。

### 分析判断:

**2B 端已基本恢复疫情前水平。**我们估计 2021H 2B 端收入同比增长约 40%、较 19H1 增长约 5%，a) 老客户：虽然疫情期间 2B 端订单有所下滑，但公司作为核心供应商在品牌客户中的采购份额占比在提升，因此下游需求恢复后订单快速增长；b) 新客户端：公司在 VF 集团内进一步拓展进入了 Jansport、Eagle Creek、Dickies 等知名品牌的包袋供应商体系，订单规模有望持续放量；c) 拉杆箱业务 6 月开始高增长，主要受益于欧美疫情缓解；但 2B 较 19 增速仍不高主要由于 20H 时 IT 客户在疫情期间的基数。

**2C 端受到 Q2 疫情反复影响尚未恢复疫情前水平。**我们估计 2021H 收入同比增长约 42%、较 19H1 下降约 29%。a) 小米端：小米端疫情期间受 SKU 调整和仓库问题大幅下降，目前已实现直发解决仓库周转问题，未来成长空间在于扩展小米海外渠道；b) 90 分：产品上，90 分持续提价、新品占比持续提升；渠道上，线上上半年拓展抖音渠道；线下进入国内 COSTCO，未来有望进入 COSTCO 海外渠道迎放量增长。

**净利率较 19H 提升主要来自非经，21Q2 扣非净利率提升主要来自 2C 扭亏。**2021H 归母净利率/扣非归母净利率分别为 10%/9%、较 19H1 下降 0/1PCT，21Q2 归母净利率/扣非归母净利率分别为 10%/12%、较 19Q2 提高 1/1PCT，21Q2 扣非归母净利率持续提升、主要来自 2C 扭亏。我们估计 2C 端 21Q1 尚未实现盈利，21Q2 基本盈亏平衡，2B 端净利率在 15%左右。

### 投资建议

我们分析：(1) 虽然上半年疫情有所反复，但随着疫苗逐步落地、出行需求释放将更加明显；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%，90 分线上、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，未来有望成为第二增长曲线。考虑到疫情导致 2C 端恢复不及预期，维持收入端不变，将 21/22 年归母净利下调 14%/2%至 2.02/3.42 亿元，维持 23 年归母净利 4.5 亿元，对应 21/22/23PE 21/12/9X，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”，将目标价下调 19%至 25.2 元（对应 21 年 30 倍）。

### 风险提示

海外疫情发展的不确定性；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	202	342	450
YoY (%)	30.1%	-65.5%	158.7%	69.6%	31.5%
毛利率 (%)	27.8%	28.5%	28.8%	29.1%	29.3%
每股收益 (元)	0.94	0.32	0.84	1.42	1.87
ROE	27.1%	4.9%	11.5%	16.5%	18.1%
市盈率	18.51	53.67	20.75	12.23	9.30

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：

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,944	2,530	3,240	4,087	净利润	66	213	361	474
YoY (%)	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%	折旧和摊销	39	26	40	49
营业成本	1,390	1,801	2,297	2,890	营运资金变动	18	59	-56	-38
营业税金及附加	9	13	17	21	经营活动现金流	134	294	301	427
销售费用	216	253	324	405	资本开支	-158	-83	-115	-115
管理费用	165	177	194	239	投资	-441	0	0	0
财务费用	25	-1	-17	-23	投资活动现金流	-628	-43	-63	-50
资产减值损失	-18	-20	-10	-10	股权募资	897	0	0	0
投资收益	15	40	52	65	债务募资	495	-496	0	0
营业利润	85	255	432	569	筹资活动现金流	1,180	-537	-31	-41
营业外收支	-2	2	2	2	现金净流量	681	-286	207	337
利润总额	84	256	434	571	<b>主要财务指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
所得税	17	44	74	97	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	66	213	361	474	营业收入增长率	-27.9%	30.2%	28.1%	26.1%
归属于母公司净利润	78	202	342	450	净利润增长率	-65.5%	158.7%	69.6%	31.5%
YoY (%)	-65.5%	158.7%	69.6%	31.5%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.32	0.84	1.42	1.87	毛利率	28.5%	28.8%	29.1%	29.3%
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	净利率率	3.4%	8.4%	11.1%	11.6%
货币资金	1,053	767	974	1,311	总资产收益率 ROA	2.6%	7.1%	10.0%	10.9%
预付款项	18	10	13	16	净资产收益率 ROE	4.9%	11.5%	16.5%	18.1%
存货	389	469	629	792	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	541	522	635	769	流动比率	1.71	2.19	2.17	2.21
流动资产合计	2,002	1,768	2,251	2,888	速动比率	1.35	1.60	1.55	1.59
长期股权投资	427	427	427	427	现金比率	0.90	0.95	0.94	1.00
固定资产	223	225	225	227	资产负债率	46.1%	36.1%	37.0%	37.2%
无形资产	96	96	96	96	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1,031	1,089	1,166	1,234	总资产周转率	0.64	0.89	0.95	0.99
资产合计	3,032	2,857	3,416	4,122	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	496	0	0	0	每股收益	0.32	0.84	1.42	1.87
应付账款及票据	511	622	806	1,013	每股净资产	6.58	7.32	8.62	10.32
其他流动负债	163	184	231	295	每股经营现金流	0.56	1.22	1.25	1.78
流动负债合计	1,170	806	1,036	1,308	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
长期借款	1	1	1	1	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	225	225	225	225	PE	53.67	20.75	12.23	9.30
非流动负债合计	226	226	226	226	PB	3.96	2.38	2.02	1.69
负债合计	1,397	1,032	1,263	1,534					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	55	66	84	109					
股东权益合计	1,636	1,825	2,154	2,587					
负债和股东权益合计	3,032	2,857	3,416	4,122					

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。

### 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。