

2021年08月28日

# 费用投入有所加大，期待2C端疫情后恢复

## 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:		总市值(亿)	42.32
最新收盘价:	17.62	自由流通市值(亿)	22.74
		自由流通股数(百万)	129.05

### 事件概述

2021H开润股份实现收入/归母净利/扣非归母净利9.90/0.97/0.84亿元、同比增长4%/51%/45%、较2019H1下降19%/15%/24%。2021Q2收入/归母净利/扣非归母净利分别为5.38/0.52/0.63/亿元、同比增长29%/60%/122%、较2019Q2下降14%/24%/4%、Q2收入降幅环比收窄(21Q1收入较19Q1下降25%)，符合预期。经营性现金流/净利为-81%、同比下降41PCT，相较于2019H下降59PCT，主要由于存货增加以及公允价值变动损失增加。

### 分析判断:

**2B恢复至疫情前水平，产能进一步扩张。**2021H1 2B端收入6.40亿元、同比增长3%，我们估计较19H1基本持平。我们估计量/价分别增长33%/-23%。量增主要来自扩产以及产能利用率提升，2021H公司总产能1,379.66万件、同比增长25%，产能利用率同比提高4.7PCT至88.45%，其中公司国内(滁州、东莞)/海外(印尼、印度)产能占比分别为41%/59%、产能利用率分别为95.46%/83.66%。分客户来看，估计NIKE、迪卡侬、VF恢复，但IT客户由于高基数下滑。

**90分快速增长，小米端受仓库影响上半年下滑。**2C端实现收入3.32亿元、同比增长14%，我们估计较19H1下降约39%；其中线上(90分品牌)/分销渠道(小米渠道)分别实现收入1.55/1.77亿元、同比增长90%/-16%，小米端下滑主要受SKU调整和仓库周转影响，目前已实现直发解决仓库周转问题。**分品类看，上半年旅行箱受疫情反复影响较大，包袋和其他产品正增长。**2021H旅行箱/包袋/其他收入分别为1.47/6.95/1.48亿元，同比增长-22%/2%/73%，我们判断旅行箱下降主要受疫情导致出行需求减少影响。

**毛利率下降主要受会计准则变更影响，剔除后2B、2C端毛利率均有所上升。**2021H毛利率为28.45%、同比下降1.13PCT、较19年同期上升0.32PCT。拆分来看，2021H 2B/2C端毛利率分别为27.86%/28.69%、同比下降2.42/2.53PCT，主要受公司执行新收入准则影响(将属于合同履行成本的物流快递费计入成本)，剔除物流快递费影响，2B/2C毛利率分别为31.58%/36.65%，同比增长1.3/5.43PCT，我们分析2C端毛利率上升主要来自90分提价以及新品占比提升。21Q2毛利率为29.64%、同比19Q2下降1.72PCT。

**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。2021H其他收益/收入为2%、同比提高1PCT、较19H提高2PCT，主要由于政府补助增加；投资收益/收入为15%、同比提高1PCT、较19H1提高1PCT，主要来自长期股权投资收益增加；公允价值变动净收益为2%、同比提高2PCT、较19H1提高2PCT；信用减值损失/收入为0%、同比下降1PCT，主要由于其他应收款坏账损失减少。

**平台运营费、职工薪酬、市场开拓费大幅提升。**从费用率看，2021H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为12%/8%/4%/1%、同比增加-0.2/-0.3/-0.8/1.7PCT、较19H1增加2.5/3.4/0.6/1PCT。销售费用率较19H提升主要由于线上销售收入导致市场平台运营费上涨、拓宽销售渠道导致职工薪酬和市场开拓费用上涨，管理费用率较19H提升主要由于引进人才，财务费用率上涨主要由于汇兑损失以及借款增加导致利息支出增加。有效税率为8%、同比下降9PCT，主要由于暂时性差异导致递延所得税费用增加以及研发加计扣除新政策形成的当期所得税费用减少所致。

2021H 末公司存货为 4.79 亿元、同比增长 3%，存货周转天数为 110 天、同比下降 23 天，其中箱包存货周转天数为 115 天。2021H 末公司应收账款为 3.7 亿元、同比增长 33%，应收账款周转天数为 68 天、同比提高 4 天。

### 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 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。维持 21/22/23 年归母净利润为 2.02/3.42/4.5 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”，维持目标价 25.2 元（对应 21 年 30 倍）。

### 风险提示

疫情发展的不确定性；原材料价格波动和劳动力成本上升；汇率波动；客户集中度较高；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	18.72	54.28	20.98	12.37	9.41

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：010 5977-5330

## 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	54.28	20.98	12.37	9.41
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。

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。