

## 公司研究

## 上半年业绩恢复中，2B 和 2C 业务发展向好

## ——开润股份（300577.SZ）2021 年中报点评

## 买入（维持）

当前价：17.62 元

## 作者

分析师：孙未末

执业证书编号：S0930517080001

021-52523672

sunww@ebscn.com

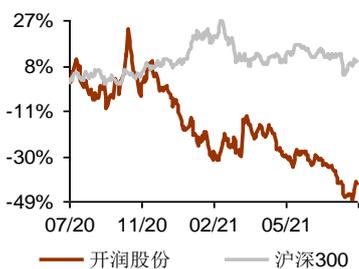
联系人：朱洁宇

zhujieyu@ebscn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	2.40
总市值(亿元)	42.32
一年最低/最高(元)	15.58/42.56
近3月换手率	48.02%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	1.21	12.38	0.78
绝对	2.80	2.80	2.80

资料来源：Wind

## 相关研报

20 年业绩见底，21 年期待出行需求复苏——开润股份（300577.SZ）2020 年年报点评（2021-03-17）

参股优衣库核心供应商上海嘉乐，切入服装及面料广阔市场——开润股份（300577.SZ）收购公告点评（2020-09-24）

短期业绩受到疫情影响，积极夯实内功强化长期竞争力——开润股份（300577.SZ）2020 年中报点评（2020-08-30）

## 要点

## 上半年业绩逐步恢复，收入同比增 4%、归母净利润增长 51%

公司 2021 年上半年实现营业收入 9.90 亿元、同比增长 3.65%，较 19 年同期减少 18.96%；实现归母净利润 9707 万元、同比增 50.79%，较 19 年同期减少 14.75%，扣非净利润 8428 万元、同比增 45.05%，较 19 年同期减少 23.88%。EPS 为 0.40 元。扣非净利润增速超过收入增速一方面由于毛利率提升，另一方面系上半年投资收益、公允价值变动净收益、其他收益均有增加贡献。

分季度来看，2021Q1/Q2 公司营业收入分别同比-15.97%、+28.88%，较 19Q1/Q2 分别-24.62%、-13.51%，归母净利润分别同比+41.81%、+59.62%，较 19Q1/Q2 分别-0.43%、-24.26%。收入端二季度表现环比好于一季度，正在持续向疫情前水平修复。

## 2B 业务收入增长 3%、2C 业务增长 14%

1) 分业务来看：代工制造 2B 业务、品牌经营 2C 业务收入占比分别为 65%、34%；其中，2B 业务上半年实现收入 6.40 亿元、同比增 2.62%；2C 业务收入 3.32 亿元、同比增 13.58%。

2C 业务再细分，线上销售、分销销售分别为 1.55 亿元（同比+90.25%）、1.77 亿元（-16.05%）。

2) 分品类来看：旅行箱、包袋、其他产品收入分别占比 15%、70%、15%，收入分别同比-22.15%、+2.08%、+72.67%。

3) 分地区来看：国内、国外收入各占 35%、65%，收入分别同比-14.32%、+17.11%。

## 各业务毛利率均有提升，销售费用投放加大

毛利率：上半年毛利率同比下降 1.13PCT 至 28.45%，主要为运费重分类影响，若还原运费重分类的影响后毛利率为同比提升。分业务来看，还原物流快递费重分类影响后，2B 业务、2C 业务毛利率各为 31.58%、36.65%，同比+1.30PCT、+5.43PCT，其中 2C 业务剔除运费影响后的线上销售、分销销售毛利率各为 46.20%、28.28%，同比+6.03PCT、+0.51PCT。

费用率：上半年期间费用率同比提升 0.44PCT 至 23.80%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为 11.53%（同比-0.23PCT）、7.49%（-0.30PCT）、3.52%（-0.76PCT）、1.25%（+1.73PCT）。其中还原运费重分类的影响后销售费用率为同比提升，主要由于线上推广力度加大；财务费用率上升主要由于上半年人民币升值造成汇兑损失，以及去年下半年新增借款导致利息支出增加。

其他财务指标：1) 存货 21 年 6 月末较 21 年初增 23.18%至 4.79 亿元，同比增 3.00%；存货周转天数为 110 天、同比减少 24 天。

2) 应收账款 21 年 6 月末较 21 年初减少 4.50%至 3.66 亿元，同比增 31.70%；应收账款周转天数为 68 天、同比增加 4 天。

3) 经营活动净现金流上半年净流出同比扩大、为-7272 万元。经营活动净现金流为负主要系上半年支付的销售及推广费用增加所致。

### 期待业务进一步恢复，2B 和 2C 业务均向好

上半年代工制造 2B 业务方面，除了与存量客户耐克、迪卡侬、VF 集团、戴尔等保持合作外，公司进一步拓展了 VF 集团旗下 Jansport、Eagle Creek、Dickies 等知名品牌的包袋供应商，客户结构不断巩固优化。公司产能目前国内（滁州、东莞）、国外（印度、印尼）各占 41%、59%，上半年公司产能利用率同比提升 4.70PCT 至 88.45%。同时公司进一步扩大产能，有序推进滁州产业园、印尼箱包生产基地建设，印尼宝岛产业园一期规划 118 条产线、预计 21 年 12 月交付，二期规划 120 条产线、预计 22 年交付使用。2020 年 9 年公司参股优衣库核心供应商上海嘉乐、切入纺织服装及面料生产制造领域，21 年进一步增加投资、目前持有其股权 35.944%，未来期待并表。

品牌经营 2C 业务方面，随着国内疫情逐步得到控制，出行需求恢复，公司 2C 业务迎来良好增长，尤其是 618 期间表现优异，“90 分”品牌全渠道 GMV 同比增长 260%、与 19 年同期相当，并取得天猫平台 618 单日旅行箱类目第一，京东平台旅行箱类目前五。90 分品牌 21 年持续推出了全新铝框旅行箱、漫威 IP 联名款箱包、鲨鱼双肩包、单拉杆行李箱、软箱等产品，渠道方面开拓了新兴渠道抖音等，通过 IP 联名加大品牌营销力度，预计下半年销售增速将进一步加快。

21 年以来公司 2B 和 2C 业务均处于逐步恢复中、趋势向好。印尼工厂方面疫苗接种率超过 90%、生产经营正常。考虑到国内外疫情均现反复、宏观经济和需求端存不确定性，我们下调公司 21~23 年 EPS 为 0.85/1.23/1.59 元（较前次盈利预测下调 21%/14%/16%），对应 21 年 PE21 倍，长期来看公司 2B 和 2C 业务行业地位持续巩固强化，估值较低，维持“买入”评级。

**风险提示：**疫情影响超预期，致国内外需求复苏不及预期，或影响公司海外工厂开工；品类和客户拓展不及预期；并购整合不及预期。

表 1：公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,695	1,944	2,403	3,191	3,917
营业收入增长率	31.58%	-27.87%	23.64%	32.79%	22.74%
净利润（百万元）	226	78	205	295	382
净利润增长率	30.09%	-65.51%	162.60%	44.17%	29.46%
EPS（元）	0.94	0.32	0.85	1.23	1.59
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.10%	4.93%	11.63%	14.59%	16.30%
P/E	19	54	21	14	11
P/B	4.6	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-08-27

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,695	1,944	2,403	3,191	3,917
营业成本	1,946	1,390	1,728	2,273	2,777
折旧和摊销	16	27	28	31	36
税金及附加	14	9	12	16	20
销售费用	257	216	204	255	304
管理费用	126	165	156	207	255
研发费用	78	73	84	112	137
财务费用	1	25	22	11	9
投资收益	4	15	40	46	53
营业利润	282	85	267	380	490
利润总额	283	84	270	383	493
所得税	46	17	55	78	101
净利润	237	66	215	305	392
少数股东损益	11	-11	10	10	10
归属母公司净利润	226	78	205	295	382
EPS(按最新股本计)	0.94	0.32	0.85	1.23	1.59

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	134	345	333	356
净利润	226	78	205	295	382
折旧摊销	16	27	28	31	36
净营运资金增加	-39	-60	-15	122	172
其他	-60	90	128	-115	-235
投资活动产生现金流	-26	-628	-39	-94	-47
净资本支出	-67	-158	-140	-140	-100
长期投资变化	28	427	0	0	0
其他资产变化	14	-897	101	46	53
融资活动现金流	19	1,180	-545	-43	-70
股本变化	0	23	0	0	0
债务净变化	49	551	-498	0	0
无息负债变化	289	-224	133	247	208
净现金流	135	681	-239	196	239

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	27.8%	28.5%	28.1%	28.8%	29.1%
EBITDA 率	11.7%	8.7%	11.6%	12.5%	13.0%
EBIT 率	11.1%	6.7%	10.4%	11.5%	12.1%
税前净利润率	10.5%	4.3%	11.2%	12.0%	12.6%
归母净利润率	8.4%	4.0%	8.5%	9.2%	9.8%
ROA	12.0%	2.2%	7.5%	9.0%	10.0%
ROE (摊薄)	27.1%	4.9%	11.6%	14.6%	16.3%
经营性 ROIC	23.8%	9.9%	17.8%	21.6%	23.6%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	54%	46%	36%	38%	38%
流动比率	1.41	1.71	2.15	2.03	2.07
速动比率	0.89	1.38	1.57	1.45	1.48
归母权益/有息债务	7.63	2.39	10.83	12.45	14.42
有形资产/有息债务	16.58	4.26	16.05	18.94	21.96

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	1,970	3,032	2,857	3,377	3,916
货币资金	417	1,053	814	1,010	1,249
交易性金融资产	20	76	20	20	20
应收帐款	407	383	350	407	499
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	20	26	19	25	31
存货	541	389	464	608	742
其他流动资产	66	44	44	44	44
流动资产合计	1,481	2,002	1,733	2,140	2,613
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	28	427	427	427	427
固定资产	191	223	286	346	366
在建工程	14	36	34	32	28
无形资产	46	96	143	190	236
商誉	91	85	85	85	85
其他非流动资产	65	49	49	49	49
非流动资产合计	488	1,031	1,124	1,237	1,303
总负债	1,070	1,397	1,032	1,279	1,486
短期借款	108	496	0	0	0
应付账款	478	432	432	568	694
应付票据	257	79	225	295	361
预收账款	16	0	14	19	24
其他流动负债	0	4	4	4	4
流动负债合计	1,054	1,170	806	1,053	1,260
长期借款	2	1	1	1	1
应付债券	0	162	162	162	162
其他非流动负债	9	35	35	35	35
非流动负债合计	16	226	226	226	226
股东权益	900	1,636	1,825	2,098	2,429
股本	217	240	240	240	240
公积金	121	772	793	822	842
未分配利润	498	552	711	945	1,246
归属母公司权益	834	1,581	1,760	2,023	2,344
少数股东权益	66	55	65	75	85

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	9.55%	11.11%	8.50%	8.00%	7.75%
管理费用率	4.66%	8.48%	6.50%	6.50%	6.50%
财务费用率	0.02%	1.28%	0.91%	0.33%	0.22%
研发费用率	2.90%	3.74%	3.50%	3.50%	3.50%
所得税率	16%	20%	20%	20%	20%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.12	0.11	0.13	0.25	0.33
每股经营现金流	0.65	0.56	1.44	1.39	1.48
每股净资产	3.84	6.58	7.33	8.42	9.76
每股销售收入	12.39	8.09	10.01	13.29	16.31

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	19	54	21	14	11
PB	4.6	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.1	24.0	13.2	9.2	7.0
股息率	0.7%	0.6%	0.8%	1.4%	1.9%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE