

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

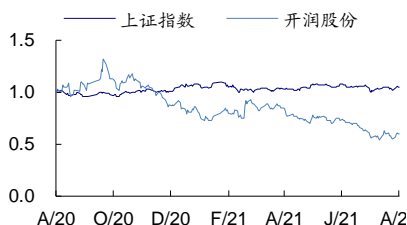
服装 II

开润股份(300577)
买入

2021 年中报点评

(维持评级)

2021 年 08 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	240/129
总市值/流通(百万元)	4,232/2,274
上证综指/深圳成指	3,522/14,437
12个月最高/最低(元)	42.56/15.51

相关研究报告:

《开润股份-300577-重大事件快评: 收入业绩势头良好, 看好公司加速恢复》——2021-08-11

《开润股份-300577-2020 年年报点评: 业绩逐步恢复, 即将重启成长》——2021-03-17

《开润股份-300577-重大事件快评: Q3 业绩承压, 实施股权激励, 看好明年业绩拐点》——2020-11-02

《开润股份-300577-重大事件快评: 拟收购优衣库供应商 3 成股权, 切入优质服装代工领域》——2020-09-27

《开润股份-300577-2020 年中报点评: 疫情影响较大, 为未来成长蓄力》——2020-08-28

证券分析师: 丁诗洁

电话: 0755-81981391

E-MAIL: dingshijie@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040004

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 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。

财报点评

业绩回暖, 期待进一步恢复

● 收入业绩有所恢复, 增长势头较为良好

21 年上半年, 公司营收 9.9 亿, +3.7%, 比 19 年-19.0%; 归母净利润为 0.97 亿, +50.8%, 比 19 年-14.7%。毛利率为 28.5%, 同比-1.1 p.p., 可比口径下预计同比+2.8 p.p.。期间费用率下降, 可比口径下与 19 年基本持平。分业务看, B 端/C 端收入分别为 6.4/3.3 亿, 同比 +2.6%/+13.6%; 毛利率分别为 27.9%/28.7%, 可比口径下分别同比 +1.3 p.p./5.4 p.p.。分季度看, 二季度恢复速度环比加快, Q1/Q2 营收分别为 4.5/5.4 亿, 分别同比 -16.0%/+28.9%, 比 19 年分别 -24.6%/-13.5%; 归母净利润分别为 0.5/0.5 亿, 分别同比 +41.8%/+59.6%, 比 19 年分别-0.4%/-24.3%。分业务看, Q2 的 C 端业务恢复速度预计快于 B 端。

● B 端拓客户扩份额、C 端品牌升级, 期待进一步恢复

B 端业务方面, 公司持续加深与优质大客户的合作, 在保持戴尔、惠普等电脑包客户较大采购份额的同时, 在 VF、Nike 等运动包客户方面拓展份额, 并积极拓展新客户, 客户结构优化。C 端业务方面, “90 分” 增长亮眼, 在传统电商平台保持优势, 在抖音等新兴渠道积极拓展, 已获得服饰鞋包品牌前十, 有望持续带动收入恢复。

● 风险提示

1. 疫情反复; 2. 产能扩张不及预期; 3. 品牌竞争激烈; 4. 市场的系统性风险。

● 投资建议: 业绩回暖期待复苏, 维持“买入”评级

公司上半年收入业绩同比显著增长, 虽然仍未恢复至 19 年的水平但二季度有加速恢复的趋势。在 B 端方面, 公司在原有客户拓展份额并积极拓展新客户, C 端方面“90 分”品牌年初至今增长迅猛, 预计将有效拉动收入端的快速增长。长期看, 公司积极布局, B 端内生外延产能扩张, 创造竞争优势做深并拓展优质龙头客户; C 端产品纵向横向发展, 空间广阔。我们维持盈利预测, 预计公司 21-23 年净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元, 分别同增 156.6%/30.7%/25.8%, EPS 分别为 0.83/1.09/1.37 元, 合理估值区间为 21.8-22.6 元 (对应 22 年 PE 20x-21x), 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,381	3,042	3,694
(+/-%)	-27.9%	22.5%	27.8%	21.4%
净利润(百万元)	78	200	261	329
(+/-%)	-65.5%	156.6%	30.7%	25.8%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.83	1.09	1.37
EBIT Margin	8.6%	10.6%	10.8%	11.1%
净资产收益率(ROE)	4.9%	11.6%	13.6%	15.2%
市盈率(PE)	54.1	21.1	16.2	12.8
EV/EBITDA	28.9	19.9	16.0	13.3
市净率(PB)	2.7	2.4	2.2	2.0

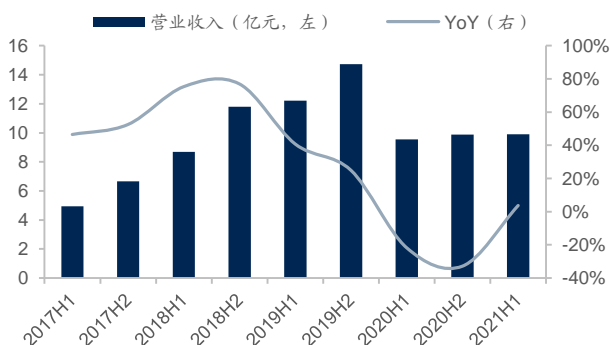
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

收入业绩有所恢复，增长势头较为良好

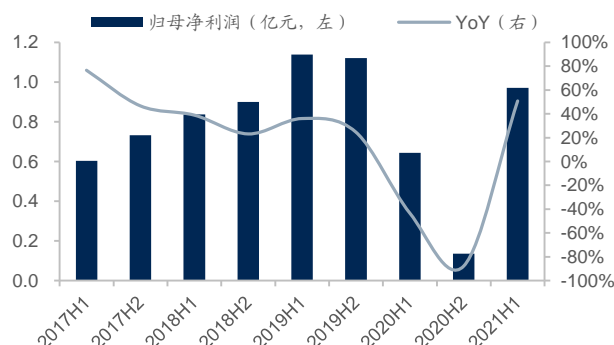
B 端与 C 端业绩均有同比恢复，经营情况向好。公司上半年营收 9.9 亿元，同增 3.7%，比 19 年下降 19.0%；归母净利润为 0.97 亿元，低基数下同增 50.8%，比 19 年下降 14.7%。分业务模式来看，B 端/C 端业务收入分别为 6.4/3.3 亿元，分别同增 2.6%/13.6%，与 19 年相比 C 端恢复较慢。

图 1：2017H1-2021H1 公司半年度营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

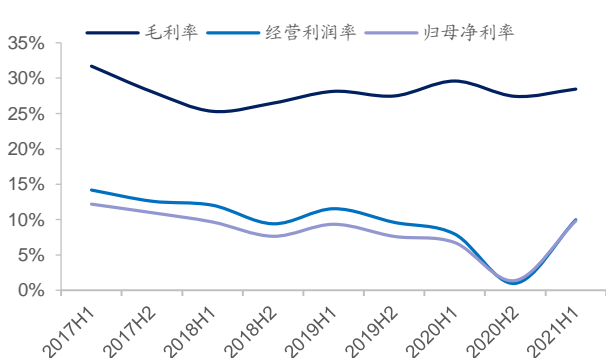
图 2：2017H1-2021H1 公司半年度营业收入与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

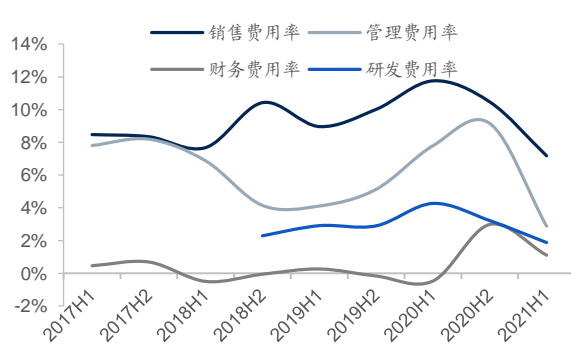
可比口径下利润率提升，主要原因为 **B 端客户结构改善和 C 端自有品牌毛利率提升**。上半年公司毛利率为 28.5%，同比-1.1 p.p.，其中包括物流费用计入成本的影响，可比口径下预计同增约 2.8 p.p.。分业务模式看，B 端/C 端业务毛利率分别为 27.9%/28.7%，分别同比-2.4 p.p./-2.5 p.p.，可比口径下分别同比 +1.3 p.p./+5.4 p.p.，B 端业务毛利率的增长主要由于客户结构的改善而 C 端业务的增长主要由于“90 分”品牌升级带来毛利率提升。经营利润率为 10.0%，同增 2.0 p.p.；归母净利率为 9.8%，同增 3.1 p.p.。期间费用率下降，可比口径下与 19 年基本持平，销售/管理/财务/研发费用率分别为 7.2%/2.9%/1.1%/1.9%，分别同比+4.6 p.p./-4.9 p.p./+1.6 p.p./-2.4 p.p.，其中物流费用调整影响销售费用率约 3 p.p.，可比口径下期间费用率与 19 年基本持平。

图 3：2017H1-2021H1 利润率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

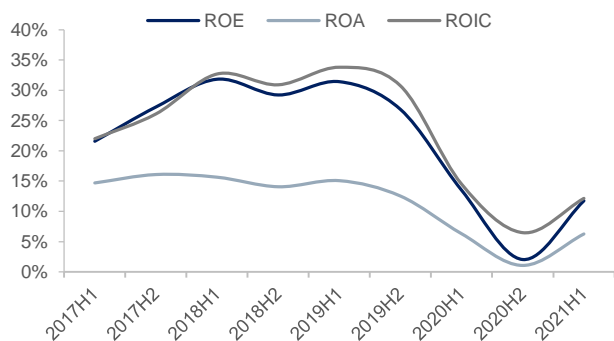
图 4：2017H1-2021H1 费用率及变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

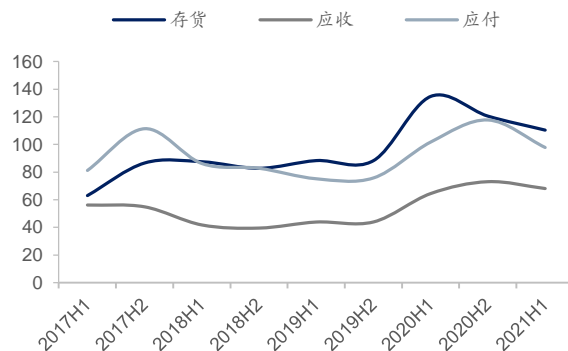
公司 ROE 为 11.8%，同减 1.7 p.p.。周转有所改善，存货/应收/应付周转天数分别为 110/68/98 天，分别同比-24/+4/-4 天，其中包括备货增加的影响。

图 5: 2017H1-2021H1 ROE、ROA、ROIC 及变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

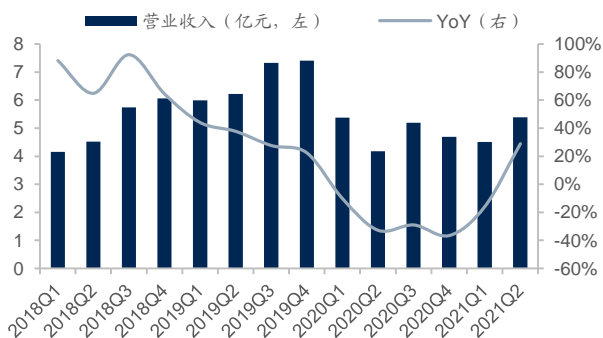
图 6: 2017H1-2021H1 周转天数及变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

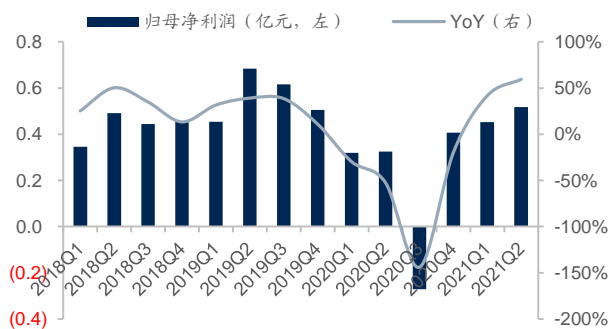
二季度恢复速度环比加快。分季度来看, Q1/Q2 营收分别为 4.5/5.4 亿元, 分别同比-16.0%/+28.9%, 相比 19 年分别-24.6%/-13.5%, 有加速恢复的趋势; 归母净利润分别为 0.45/0.52 亿元, 分别同比+41.8%/+59.6%, 相比 19 年分别-0.4%/-24.3%。分业务来看, 预计 B 端业务收入在 C 端的接近 2 倍, 二季度 C 端恢复速度快于 B 端。

图 7: 2018Q1-2021Q2 营业收入与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 2018Q1-2021Q2 归母净利润与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

B 端拓客户扩份额、C 端品牌升级, 期待进一步恢复

B 端业务方面, 公司一方面持续加深与优质大客户的合作, 另一方面对上海嘉乐进行改造赋能。具体来看:

- 持续精耕优质客户: 公司的主要客户包括耐克、VF 集团、戴尔、惠普等品牌, 国际知名品牌在甄选供应商时标准严格、认证成本较高, 公司已形成一定的客户壁垒。公司将继续坚持优质客户战略, 持续巩固与耐克、迪卡侬、VF 集团、戴尔等存量优质客户的合作关系, 订单规模持续放量, 市场地位和份额稳步提升。同时, 依托优秀的精益管理和生产制造能力, 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, 并切入阿迪达斯等新客户, 客户结构不断优化。
- 增加上海嘉乐持股比例, 服装代工领域更进一步: 公司的全资子公司滁州米润于 2021 年 4 月 28 日以 9000 万元的自有资金收购上海嘉乐 7.25% 的股权。交易完成后, 公司通过滁州米润持有上海嘉乐 35.9% 的股权。目前

虽然上海嘉乐在净利润方面仍有提升空间，但考虑到公司在取得其经营管理权之后仍继续增加持股比例，体现出公司对上海嘉乐的信心。

C 端业务方面，“90 分”品牌升级有望维持高增长。公司的“90 分”上半年在维持传统线上渠道优势的同时开拓抖音等新兴渠道。传统电商在 618 期间表现优异，“90 分”品牌全渠道 GMV 同比增长 260%，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。根据第三方数据，“90 分”天猫官方旗舰店维持十分快速的同比增长，且维持良好的势头，销售单价有所提升，品牌力升级初见成效。抖音渠道方面上线后表现良好，618 期间获得抖音服饰鞋包品牌前十，将持续带动 C 端业务恢复。

图 9：2020.01-2021.07 “90 分”天猫官方旗舰店销量



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

图 10：2020.01-2021.07 “90 分”天猫官方旗舰店销售额



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

投资建议：业绩回暖期待复苏，维持“买入”评级

公司上半年收入业绩同比显著增长，虽然仍未恢复至 19 年的水平但二季度有加速恢复的趋势。在 B 端方面，公司在原有客户拓展份额并积极拓展新客户，C 端方面“90 分”品牌年初至今增长迅猛，预计将拉动收入端的快速增长。长期看，公司积极布局，B 端内生外延产能扩张，创造竞争优势做深并拓展优质龙头客户；C 端产品纵向横向发展，空间广阔。我们维持盈利预测，预计公司 21-23 年净利润分别为 2.0/2.6/3.3 亿元，分别同增 156.6%/30.7%/25.8%，EPS 分别为 0.83/1.09/1.37 元，合理估值区间为 21.8-22.6 元(对应 22 年 PE 20x-21x)，维持“买入”评级。

表 1：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,944	2,381	3,042	3,694
(+/-%)	-27.9%	22.5%	27.8%	21.4%
净利润(百万元)	78	200	261	329
(+/-%)	-65.5%	156.6%	30.7%	25.8%
每股收益(元)	0.32	0.83	1.09	1.37
EBIT Margin	8.6%	10.6%	10.8%	11.1%
净资产收益率(ROE)	4.9%	11.6%	13.6%	15.2%
市盈率(PE)	54.1	21.1	16.2	12.8
EV/EBITDA	28.9	19.9	16.0	13.3
市净率(PB)	2.7	2.4	2.2	2.0

资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

风险提示

- 1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；
- 2.新工厂运营不及预期；
- 3.品牌竞争激烈；
- 4.市场的系统性风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1053	1159	1274	1402	营业收入	1944	2381	3042	3694
应收款项	409	501	640	778	营业成本	1390	1602	2026	2448
存货净额	389	447	564	680	营业税金及附加	9	11	13	16
其他流动资产	74	91	117	142	销售费用	216	288	384	470
流动资产合计	2002	2273	2671	3077	管理费用	166	232	294	356
固定资产	260	251	350	430	财务费用	25	25	28	31
无形资产及其他	96	92	88	84	投资收益	15	5	6	8
投资性房地产	248	248	248	248	资产减值及公允价值变动	19	(3)	(4)	(5)
长期股权投资	427	427	427	427	其他收入	(87)	20	25	30
资产总计	3032	3291	3783	4265	营业利润	85	245	324	407
短期借款及交易性金融负债	498	514	606	654	营业外净收支	(2)	2	3	3
应付款项	511	586	740	893	利润总额	84	247	326	410
其他流动负债	161	175	222	269	所得税费用	17	43	60	75
流动负债合计	1170	1276	1568	1816	少数股东损益	(11)	4	5	6
长期借款及应付债券	163	163	163	163	归属于母公司净利润	78	200	261	329
其他长期负债	64	64	64	64					
长期负债合计	226	226	226	226	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1397	1502	1794	2042	净利润	78	200	261	329
少数股东权益	55	58	62	66	资产减值准备	5	185	63	68
股东权益	1581	1731	1927	2157	折旧摊销	27	35	48	61
负债和股东权益总计	3032	3291	3783	4265	公允价值变动损失	(19)	3	4	5
					财务费用	25	25	28	31
关键财务与估值指标					营运资本变动	(86)	108	(17)	(11)
每股收益	0.32	0.83	1.09	1.37	其它	(10)	(182)	(59)	(64)
每股红利	0.19	0.21	0.27	0.41	经营活动现金流	(5)	349	300	388
每股净资产	6.58	7.21	8.02	8.98	资本开支	(101)	(210)	(210)	(210)
ROIC	10%	11%	13%	14%	其它投资现金流	(56)	0	0	0
ROE	5%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(556)	(210)	(210)	(210)
毛利率	28%	33%	33%	34%	权益性融资	897	0	0	0
EBIT Margin	9%	11%	11%	11%	负债净变化	(1)	0	0	0
EBITDA Margin	10%	12%	12%	13%	支付股利、利息	(46)	(50)	(65)	(99)
收入增长	-28%	22%	28%	21%	其它融资现金流	393	17	91	48
净利润增长率	-66%	157%	31%	26%	融资活动现金流	1197	(33)	26	(50)
资产负债率	48%	47%	49%	49%	现金净变动	637	105	116	127
息率	1.1%	1.2%	1.5%	2.3%	货币资金的期初余额	417	1053	1159	1274
P/E	54.1	21.1	16.2	12.8	货币资金的期末余额	1053	1159	1274	1402
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	(26)	141	89	174
EV/EBITDA	28.9	19.9	16.0	13.3	权益自由现金流	367	136	157	197

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032