

## 开润股份 (300577.SZ) 盈利能力持续改善, 看好后疫情时代业绩恢复弹性

2021年08月30日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/8/30
当前股价(元)	17.13
一年最高最低(元)	42.56/15.51
总市值(亿元)	41.14
流通市值(亿元)	22.11
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.29
近3个月换手率(%)	89.71

### ● 盈利能力持续改善, 维持“买入”评级

公司发布2021年中报, 2021H1公司实现收入9.90亿元(+3.65%), 归母净利润0.97亿元(+50.79%), 符合此前预期。我们维持盈利预测, 预计2021-2023年归母净利润分别为2.23、3.05和4.04亿元, 对应EPS分别为0.93元、1.27元和1.68元, 当前股价对应PE为18.4/13.5/10.2倍, 维持“买入”评级。

### ● 2B端: 客户结构不断优化, 切入服装赛道未来增长可期

**收入端:** 2021H1公司2B端实现收入6.4亿元(+2.62%)。分季度来看, 2021Q1因2020年同期的高基数, 收入同比减少约10%, 2021Q2收入增速超20%, 恢复势头良好。展望全年, 我们预计2B端能够实现收入13.5亿元-15亿元左右。**客户端:** 客户结构进一步优化, Nike、VF集团等客户收入占比进一步提升, 快时尚客户收入占比已降至个位数。同时, 公司通过收购优衣库供应商嘉乐进入服装赛道, 目前已开始与阿迪达斯展开合作。

### ● 2C端: 产品结构持续优化, 强化品牌营销为2C端助力

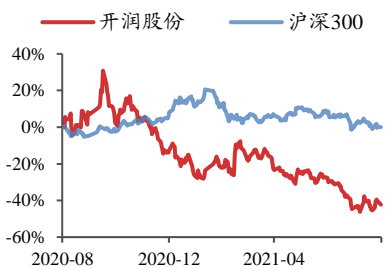
**收入端:** 2021H1公司2C端实现收入约4.6亿元, 较2020年同期增长约15%, 其中2021Q2收入同比2020Q2增幅接近50%, 已实现快速恢复。分品牌来看, 米牌的收入占比约50%-60%, 自有品牌90分的收入占比约40%-50%。展望全年, 我们预计2C端的收入规模在10.5亿元-12亿元左右。**品牌端:** 精准品牌营销助力90分品牌全渠道高增长, 2021年618实现同比260%的GMV增长; 和小米合作长期稳定, 未来将进入小米海外渠道。

### ● 营运能力: 盈利能力提升, 营运状况良好

2021H1公司毛利率为28.45%(-1.13pct), 剔除掉物流快递费影响后, 2B端毛利率为31.58%(+1.3pct), 2C端毛利率为36.65%(+5.43pct)。2021H1归母净利率为9.81%(+3.07pct), 扣非归母净利率为8.52%(+2.43pct), 盈利能力进一步提高。**费用端:** 2021H1公司销售/管理/研发/财务费用率分别为11.53%、7.49%、3.52%、1.25%, 较2020年同期-0.23pct、-0.30pct、-0.76pct、+1.73pct。

### ● 风险提示: 疫情在全球进一步蔓延, 原材料价格波动, 劳动力成本上升。

### 股价走势图



数据来源: 聚源

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-2021H1 业绩超预期, 看好后疫情时代业绩恢复弹性》-2021.8.11

《公司信息更新报告-2021Q1 业绩环比改善, 毛利率提升趋势显现》-2021.4.29

《公司信息更新报告-2020Q4 业绩环比改善, 2021 年业绩拐点可期》-2021.3.19

### 财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,695	1,944	2,434	3,048	3,810
YOY(%)	31.6	-27.9	25.2	24.4	24.5
归母净利润(百万元)	226	78	223	305	404
YOY(%)	30.1	-65.5	186.3	36.5	32.5
毛利率(%)	27.8	28.5	29.1	29.3	29.9
净利率(%)	8.4	4.0	9.2	10.1	10.7
ROE(%)	26.3	4.1	13.4	14.4	15.8
EPS(摊薄/元)	0.94	0.32	0.93	1.27	1.68
P/E(倍)	18.2	52.8	18.4	13.5	10.2
P/B(倍)	4.9	2.7	2.4	2.1	1.7

数据来源: 聚源、开源证券研究所

## 目 录

1、 净利润增速喜人，盈利能力持续改善，符合市场预期.....	3
2、 2B 端：客户结构不断优化，切入服装赛道未来增长可期.....	3
3、 2C 端：产品结构持续优化，强化品牌营销为 2C 端助力 .....	3
4、 盈利能力提升，营运状况良好 .....	3
5、 盈利预测与投资建议 .....	4
6、 风险提示 .....	4
附：财务预测摘要.....	5

## 1、净利润增速喜人，盈利能力持续改善，符合市场预期

2021H1 公司实现营业收入 9.90 亿元 (+3.65%)，实现归母净利润 0.97 亿元 (+50.79%)，扣非归母净利润 0.84 亿元 (+45.04%)；其中 2021Q2 实现营业收入 5.38 亿元 (+28.88%)，归母净利润 0.52 亿元 (+59.62%)，扣非归母净利润 0.63 亿元 (+122.1%)。2021Q2 收入增速转正，扣非归母净利润增速显著，业绩逐渐回暖，符合市场预期。

## 2、2B 端：客户结构不断优化，切入服装赛道未来增长可期

**收入端：**2021H1 公司 2B 端实现收入 6.4 亿元 (+2.62%)。分季度来看，2021Q1 因 2020 年同期的高基数，收入同比减少约 10%，2021Q2 收入增速超 20%，恢复势头良好。展望全年，我们预计 2B 端能够实现收入 13.5 亿元-15 亿元左右。

**客户端：**客户结构进一步优化，前几大客户收入占比进一步提升，快时尚客户收入占比已降至个位数。同时，公司通过收购优衣库供应商嘉乐进入服装赛道，目前已开始与阿迪达斯展开合作。分客户来看，2021Q2 公司在 Nike 订单的收入增速已超 30%，大于 2B 端业务整体增速，从 VF 集团的收入则同比增长超 700%，客户结构的持续优化带动 2B 端毛利率提升。

## 3、2C 端：产品结构持续优化，强化品牌营销为 2C 端助力

**收入端：**2021H1 公司 2C 端实现收入约 4.6 亿元，较 2020 年同期增长约 15%，其中 2021Q2 收入同比 2020Q2 增幅接近 50%，已实现快速恢复。分品牌来看，米牌的收入占比约 50%-60%，自有品牌 90 分的收入占比约 40%-50%。展望全年，我们预计 2C 端的收入规模在 10.5 亿元-12 亿元左右。

### 品牌端：

(1) 公司通过精准的用户画像来进行 90 分品牌的营销活动，通过社交平台种草、漫威 IP 联名及强化粉丝运营的方式，让 90 分品牌曝光度和知名度持续提升，在提高品牌营销转化的同时，也实现了 90 分品牌的口碑破圈，在 2021 年 618 购物节 90 分品牌更是实现了 260% 的全渠道 GMV 增长。在 90 分品牌主打的 400-1000 价位段，公司通过不断推出高毛利的新品，90 分品牌整体毛利率已提升至约 40%。

(2) 在公司与小米的合作关系非常稳定，并通过不断上新品来进行产品结构调整，毛利率也从之前不到 20% 上升至 25% 左右，随着小米的海外渠道不断扩大，公司会进入小米的海外渠道进行销售。

## 4、盈利能力提升，营运状况良好

**盈利能力：**2021H1 公司毛利率为 28.45% (-1.13pct)，2B 端毛利率为 27.86% (-2.42pct)，2C 端毛利率为 28.69% (-2.53pct)，毛利率下降主要系本期执行新收入准则将属于合同履行成本的物流快递费计入成本所致。剔除掉物流快递费后，2B 端毛利率为 31.58% (+1.3pct)，2C 端毛利率为 36.65% (+5.43pct)。

2021H1 归母净利率为 9.81% (+3.07pct)，扣非归母净利率为 8.52% (+2.43%)，盈利能力进一步提高。

**费用端：**2021H1 公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.53%、7.49%、

3.52%、1.25%，较 2020 年同期-0.23pct、-0.30pct、-0.76pct、+1.73pct。财务费用率提高主要系（1）2020 年同期为汇兑收益，2021H1 为汇兑损失；（2）2020H2 新增借款导致 2021H1 利息支出增加。2021H1 市场平台运营费为 3375 万元，较 2020 年同期增加 111.09%，主要系品牌推广，为今后收入打下更好基础。

#### 营运能力：

（1）截至 2021H1 末，公司存货为 4.79 亿元，较 2020 年末增加 23.18%，占总资产比例为 15.12%，较 2020 年末占比提高 2.29pct。公司存货增加主要系随着疫情影响减小，客户订单有所增长，公司备货有所增加，增长较为良性。

（2）经营活动产生的现金流净额为-0.73 亿元（-196.67%），主要系 2021H1 支付的销售及推广费用增加所致。

## 5、盈利预测与投资建议

公司业绩符合此前预期，收入增速和利润增速按季度环比改善明显，随着疫情逐步得到控制，我们看好公司后疫情时代的业绩恢复弹性。我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润分别为 2.23、3.05 和 4.04 亿元，对应 EPS 分别为 0.93 元、1.27 元和 1.68 元，当前股价对应 PE 为 18.4/13.5/10.2 倍，维持“买入”评级。

## 6、风险提示

疫情在全球进一步蔓延，原材料价格波动，劳动力成本上升。





## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 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。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn