

证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

开润股份 (300577)

买入

服装 II

重大事件快评

(维持评级)

2021年10月27日

恢复趋势良好，看好短期复苏和长期潜力

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

事项：

2021年10月27日，公司发布三季报，第三季度收入为5.8亿元，同比增长12.5%；归母净利润为0.5亿元，同增300.0%；扣非后归母净利润为0.4亿元，同增215.9%。

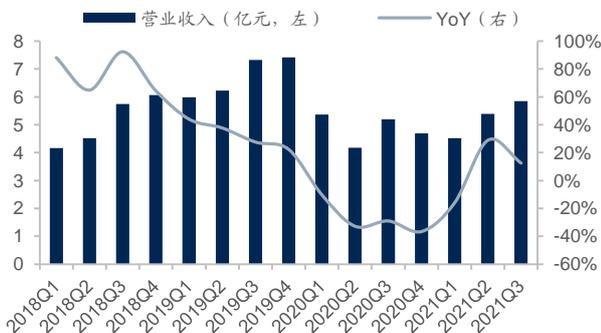
国信观点：1) 2021H1 业绩：收入业绩恢复势头良好，利润率基本恢复至疫情前水平；2) 业务拆分及展望：B 端精耕客户、推进改造扩产，C 端自有品牌升级、增长强劲，有利推动公司持续恢复；3) 风险提示：1.疫情持续时间过长，宏观经济与消费需求大幅下行；2.产能扩张不及预期；3.市场的系统性风险。4) 投资建议：公司三季度业绩加速恢复，自有品牌“90 分”品牌升级初见成效，天猫旗舰店销售年初至今增长迅猛，公司全年收入业绩有望实现进一步恢复。此外，公司加深与优质龙头客户的合作，客户结构优化利润率有望小幅提升。长期看，公司积极布局，B 端内生外延产能扩张，创造竞争优势做深并拓展优质龙头客户；C 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，对应 22 年 20-21 倍 PE，合理估值区间为 21.8-22.6 元，维持“买入”评级。

评论：

■ 2021H1：收入业绩恢复势头良好，利润率基本恢复至疫情前水平

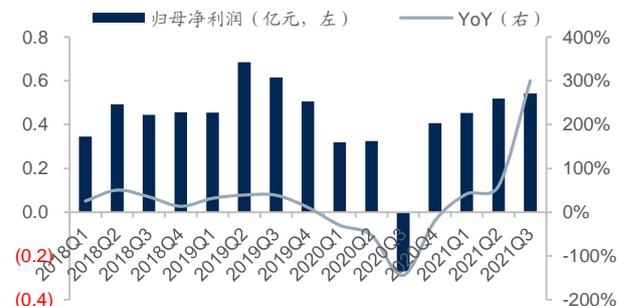
收入业绩同比大幅增长，与 19 年同期相比业绩降幅收窄。第三季度收入为 5.8 亿元，同增 12.5%，比 19 年 Q3 减少 20.2%；归母净利润为 5417.8 万元，同增 300.0%，比 19 年 Q3 减少 12.0%，降幅相比上半年有所收窄；三季度公司收到高于往年水平的政府补助约 0.2 亿元；扣非后归母净利润为 3921.9 万元，同增 215.9%，比 19 年 Q3 减少 24.3%。

图 1：2018Q1-2021Q3 分季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

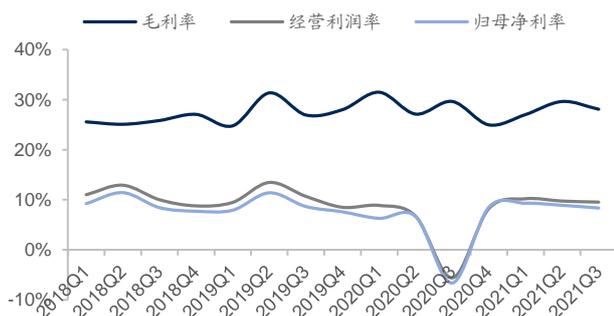
图 2：2018Q1-2021Q3 分季度归母净利润与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

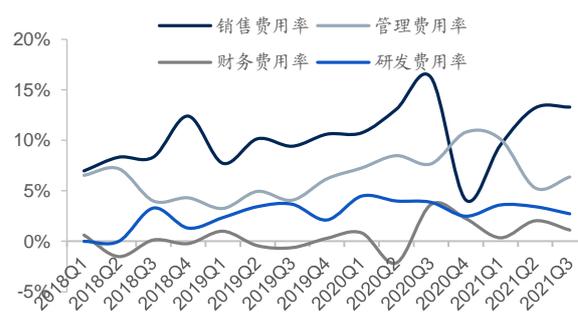
利润率基本恢复，期间费用率相比 19 年略有上升。公司的毛利率为 28.1%，同比下降 1.6 p.p.，比 19 年 Q3 上升 1.1 p.p.，其中包括运费计入成本的影响；经营利润率为 9.5%，同比增加 15.2 p.p.，比 19 年 Q3 减少 1.1 p.p.；归母净利率为 8.3%，同比增加 15.0 p.p.，比 19 年 Q3 减少 0.3 p.p.。费用率方面，公司的销售/管理/财务/研发费用率分别为 13.3%/6.4%/1.1%/2.7%，分别同减 2.9 p.p./1.3 p.p./2.5 p.p./1.1 p.p.，与 19 年 Q3 相比分别同比+3.9 p.p./+2.3 p.p./+1.7 p.p./-0.9 p.p.

图 3：2018Q1-2021Q3 分季度利润率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：2018Q1-2021Q3 分季度费用率与变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ 业务拆分及展望：B 端精耕客户、推进改造扩产，C 端自有品牌升级、增长强劲，有利推动公司持续恢复

B 端业务方面，公司持续加深与优质大客户的合作，另一方面对上海嘉乐的改造赋能和海外扩产有序进行。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，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。
- 印尼工厂高效生产，新建产能稳步推进：近期印尼的疫情持续缓解，截至 9 月末印尼工厂的工人疫苗接种率超过 90%，目前生产效率维持在较高的水平，新建产能亦稳步推进。

C 端业务方面，“90 分”品牌升级有望维持高增长。公司结合大数据和精准用户画像分析，积极研发全新铝框旅行箱、漫威联名款箱包、鲨鱼双肩包、单拉杆行李箱、软箱、功能性女包等新品，努力拓展抖音等新兴渠道，强化品牌塑造和提升，重视粉丝运营和流量转化，自有品牌“90 分”实现较快增长。21 年初至三季度末，“90 分”天猫官方旗舰店持续实现强劲的增长，销量和销售额均同比增长约 100%，销售均价也有所上升，有望维持高增长。

图 5：“90 分”铝框旅行箱产品图



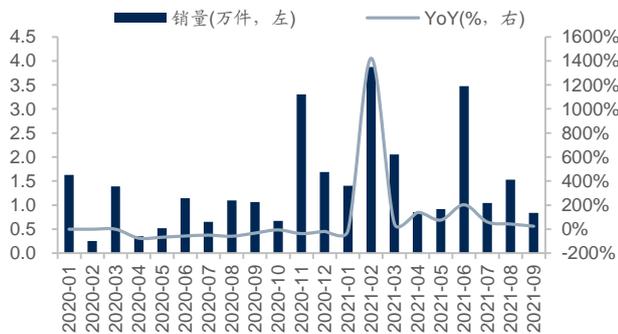
资料来源：淘宝网，国信证券经济研究所整理

图 6：“90 分”漫威联名箱包



资料来源：淘宝网，国信证券经济研究所整理

图 7：2020-2021 年“90 分”旗舰店销量及变化情况



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

图 8：2020-2021 年“90 分”旗舰店销售额及变化情况



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：看好公司进一步恢复，维持“买入”评级

公司三季度业绩加速恢复，自有品牌“90 分”品牌升级初见成效，天猫旗舰店销售年初至今增长迅猛，公司全年收入业绩有望实现进一步恢复。此外，公司加深与优质龙头客户的合作，客户结构优化利润率有望小幅提升。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，对应 22 年 20-21 倍 PE，合理估值区间为 21.8-22.6 元，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:Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1053	1159	1274	1402
应收款项	409	501	640	778
存货净额	389	447	564	680
其他流动资产	74	91	117	142
流动资产合计	2002	2273	2671	3077
固定资产	260	251	350	430
无形资产及其他	96	92	88	84
投资性房地产	248	248	248	248
长期股权投资	427	427	427	427
资产总计	3032	3291	3783	4265
短期借款及交易性金融负债	498	514	606	654
应付款项	511	586	740	893
其他流动负债	161	175	222	269
流动负债合计	1170	1276	1568	1816
长期借款及应付债券	163	163	163	163
其他长期负债	64	64	64	64
长期负债合计	226	226	226	226
负债合计	1397	1502	1794	2042
少数股东权益	55	58	62	66
股东权益	1581	1731	1927	2157
负债和股东权益总计	3032	3291	3783	4265

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.32	0.83	1.09	1.37
每股红利	0.19	0.21	0.27	0.41
每股净资产	6.58	7.21	8.02	8.98
ROIC	10%	11%	13%	14%
ROE	5%	12%	14%	15%
毛利率	28%	33%	33%	34%
EBIT Margin	9%	11%	11%	11%
EBITDA Margin	10%	12%	12%	13%
收入增长	-28%	22%	28%	21%
净利润增长率	-66%	157%	31%	26%
资产负债率	48%	47%	49%	49%
息率	1.1%	1.2%	1.5%	2.3%
P/E	54.1	21.1	16.2	12.8
P/B	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	28.9	19.9	16.0	13.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1944	2381	3042	3694
营业成本	1390	1602	2026	2448
营业税金及附加	9	11	13	16
销售费用	216	288	384	470
管理费用	166	232	294	356
财务费用	25	25	28	31
投资收益	15	5	6	8
资产减值及公允价值变动	19	(3)	(4)	(5)
其他收入	(87)	20	25	30
营业利润	85	245	324	407
营业外净收支	(2)	2	3	3
利润总额	84	247	326	410
所得税费用	17	43	60	75
少数股东损益	(11)	4	5	6
归属于母公司净利润	78	200	261	329

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	78	200	261	329
资产减值准备	5	185	63	68
折旧摊销	27	35	48	61
公允价值变动损失	(19)	3	4	5
财务费用	25	25	28	31
营运资本变动	(86)	108	(17)	(11)
其它	(10)	(182)	(59)	(64)
经营活动现金流	(5)	349	300	388
资本开支	(101)	(210)	(210)	(210)
其它投资现金流	(56)	0	0	0
投资活动现金流	(556)	(210)	(210)	(210)
权益性融资	897	0	0	0
负债净变化	(1)	0	0	0
支付股利、利息	(46)	(50)	(65)	(99)
其它融资现金流	393	17	91	48
融资活动现金流	1197	(33)	26	(50)
现金净变动	637	105	116	127
货币资金的期初余额	417	1053	1159	1274
货币资金的期末余额	1053	1159	1274	1402
企业自由现金流	(26)	141	89	174
权益自由现金流	367	136	157	197

相关研究报告

- 《开润股份-300577-2021 年中报点评：业绩回暖，期待进一步恢复》——2021-08-29
 《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

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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，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