开源证券

纺织服装/纺织制造

开润股份（300577.SZ） 2021Q3 业绩符合预期，静待出行市场拐点到来

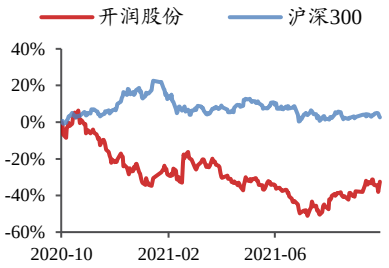
2021 年 10 月 28 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

日期	2021/10/28
当前股价(元)	22.05
一年最高最低(元)	35.30/15.51
总市值(亿元)	52.87
流通市值(亿元)	28.49
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.29
近 3 个月换手率(%)	127.12

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-盈利能力持续改善，看好后疫情时代业绩恢复弹性》-2021.8.30

《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

吕明（分析师）
lvming@kysec.cn
证书编号：S0790520030002

● 2021 年前三季度业绩符合预期，维持“买入”评级

公司发布业绩公告，2021 前三季度公司实现收入 15.74 亿元（+6.76%），归母净利润 1.51 亿元（+306%），其中 2021Q3 实现收入 5.84 亿元（+12.48%），归母净利润 0.54 亿元（+300%）。业绩符合此前预期。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 23.7/17.4/13.1 倍，维持“买入”评级。

● 2B 端：包与服装订单均有广阔增长空间，产能释放稳步推进

预计 2B 端业务在 2021 第三季度收入同比增长 25%左右，全年收入在 13-15 亿左右。目前公司第一大客户 Nike 在全球市场的业绩逐渐恢复，第二大客户 VF 与公司的合作也愈发紧密，公司大客户占比有望进一步提升。公司对嘉乐的改造已初步完成，嘉乐继续承接优衣库订单的同时，也开始给阿迪达斯制作面料，预计后续有望切入阿迪达斯成衣业务。公司目前在印尼有 100+条生产线，预计 2022H1 与 2023H1 都分别有产能释放，产能释放稳步推进。

● 2C 端：90 分保持高增速，米牌盈利能力保持稳定

预计 2C 端业务在 2021 第三季度收入同比持平，其中 90 分品牌收入预计同比增长 80%+，米牌则受疫情影响预计同比收入有所下滑，预计 2C 端业务全年收入 9 亿元-11 亿元左右。90 分品牌通过品牌建设，提高高毛利新品占比，带动产品均价和品牌毛利率进一步提高，亏损环比收窄，预计 2022 年有望实现盈利。米牌的净利率未来预计继续保持在 7%-9%左右，随着未来国外疫情好转，出行市场迎来拐点，米牌在未来将重新进入小米海外渠道，收入规模有望继续提升。

● 同口径下预计整体毛利率稳步提升，存货处于合理水平

新会计准则下将运输费用计入成本导致毛利率降低，还原口径后预计 2021 年前三季度公司整体毛利率提升 5%左右，主要系 2C 端毛利率提升。截至 2021 三季度末，公司存货为 5.36 亿元（+37.63%），主要系欧美出行放开、订单增长以及海外业务扩大所导致的备货增加所致。2021 前三季度公司经营性现金流净额为-0.42 亿元，主要系本期公司扩大海外业务并支付货款，导致预付款项增长较多。

● 风险提示：疫情持续时间超预期，品牌运营不及预期，劳动力成本上升。

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	0.33	0.93	1.27	1.68
P/E(倍)	23.4	67.8	23.7	17.4	13.1
P/B(倍)	6.3	3.5	3.1	2.7	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1481	2002	2430	1990	2597
现金	417	1053	1491	448	985
应收票据及应收账款	407	383	402	464	614
其他应收款	20	26	29	40	46
预付账款	11	18	8	30	14
存货	541	389	374	665	562
其他流动资产	86	132	126	344	376
非流动资产	488	1031	1462	1905	2358
长期投资	28	427	828	1230	1633
固定资产	191	223	240	272	313
无形资产	46	96	107	121	139
其他非流动资产	224	285	287	282	274
资产总计	1970	3032	3892	3895	4955
流动负债	1054	1170	1846	1613	2358
短期借款	108	496	496	496	496
应付票据及应付账款	734	511	1035	882	1485
其他流动负债	212	163	315	234	377
非流动负债	16	226	196	165	135
长期借款	2	163	132	101	72
其他非流动负债	14	64	64	64	64
负债合计	1070	1397	2042	1778	2494
少数股东权益	66	55	13	-37	-100
股本	217	240	240	240	240
资本公积	73	722	722	722	722
留存收益	546	603	765	962	1212
归属母公司股东权益	834	1581	1837	2154	2561
负债和股东权益	1970	3032	3892	3895	4955

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2695	1944	2434	3048	3810
营业成本	1946	1390	1726	2140	2643
营业税金及附加	14	9	12	15	18
营业费用	257	216	234	286	362
管理费用	126	165	125	148	185
研发费用	78	73	73	106	124
财务费用	1	25	16	29	42
资产减值损失	-6	-18	-14	-22	-25
其他收益	19	21	20	20	20
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	15	5	6	8
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	282	85	287	352	449
营业外收入	2	2	1	1	1
营业外支出	1	4	1	2	2
利润总额	283	84	287	351	448
所得税	46	17	47	60	78
净利润	237	66	240	291	369
少数股东损益	11	-11	-41	-50	-64
归母净利润	226	78	223	305	404
EBITDA	295	132	315	393	504
EPS(元)	0.94	0.33	0.93	1.27	1.68

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.6	-27.9	25.2	24.4	24.5
营业利润(%)	31.1	-69.8	236.6	22.5	27.4
归属于母公司净利润(%)	30.1	-65.5	186.3	36.5	32.5
获利能力					
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
ROIC(%)	24.4	3.2	9.5	10.7	12.2
偿债能力					
资产负债率(%)	54.3	46.1	52.4	45.6	50.3
净负债比率(%)	-33.2	-20.4	-43.0	12.0	-13.9
流动比率	1.4	1.7	1.3	1.2	1.1
速动比率	0.8	1.3	1.1	0.6	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.6	0.8	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	8.2	4.9	6.2	7.0	7.0
应付账款周转率	3.0	2.2	2.2	2.2	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.33	0.93	1.27	1.68
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.56	3.94	-2.04	4.69
每股净资产(最新摊薄)	3.48	6.32	7.15	8.31	9.89
估值比率					
P/E	23.4	67.8	23.7	17.4	13.1
P/B	6.3	3.5	3.1	2.7	2.2
EV/EBITDA	17.1	37.5	14.2	13.8	9.5

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	134	945	-489	1126
净利润	237	66	240	291	369
折旧摊销	18	39	31	37	45
财务费用	1	25	16	29	42
投资损失	-4	-15	-5	-6	-8
营运资金变动	-91	-28	653	-836	676
其他经营现金流	-19	47	9	-5	2
投资活动现金流	-26	-628	-466	-469	-493
资本支出	67	158	33	39	52
长期投资	152	-441	-401	-405	-403
其他投资现金流	193	-911	-834	-835	-844
筹资活动现金流	19	1180	-41	-85	-96
短期借款	48	388	0	0	0
长期借款	2	161	-31	-31	-30
普通股增加	-0	23	0	0	0
资本公积增加	-1	648	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-41	-11	-54	-66
现金净增加额	135	681	437	-1043	537

数据来源：聚源、开源证券研究所

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