

开润股份 (300577.SZ)

主业逐季回暖，未来发展可期

核心观点:

- **公司公告第三季度报告，主业逐季回暖。**公司 2021 年前三季度营收 15.74 亿元，同比增长 6.76%，归母净利润 1.51 亿元，同比增长 305.62%。其中公司第三季度单季营收 5.84 亿元，同比增长 12.48%，归母净利润 0.54 亿元，同比增长 300.01%。我们预计第三季度单季公司代工制造业务营收增长快于品牌经营业务营收增长，主要由于代工制造业务受益欧美零售市场逐步恢复，包括公司和优质客户的合作关系不断巩固，但由于国内区域疫情反复及自然灾害影响出行，品牌经营业务受到一定不利影响。
- **毛利率变动主要受到新会计准则影响。**公司 2021 年前三季度毛利率 28.32%，同比下降 1.28 个百分点，其中第三季度单季毛利率 28.09%，同比下降 1.55 个百分点，主要由于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，根据公司中报，剔除物流快递费后，公司 2021 年上半年代工制造业务毛利率 31.58%，同比增长 1.30%，品牌经营业务毛利率 36.65%，同比增长 5.43%。品牌经营业务毛利率大幅提升主要得益于公司品牌力不断提升、持续推出新品及降本增效。
- **我们看好公司未来业绩有望持续改善。**代工制造业务方面，公司新产能稳步投放，优质客户（耐克、迪卡侬、VF 等）订单畅旺，积极开拓新客户，收购部分股权的优衣库核心供应商上海嘉乐经营效率不断改善。品牌经营业务方面，针对旗下 90 分、小米等品牌，公司不断提升品牌力，推出新品，降本增效，拓展国内新兴渠道和海外渠道。
- **盈利预测和投资建议：**21-23 年 EPS 预计分别为 0.82 元/股、1.09 元/股、1.46 元/股。参考过去三年平均 PE，同时由于公司基数变大，给予 21 年 32 倍 PE，合理价值 26.17 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

盈利预测:

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,695	1,944	2,179	2,976	3,727
增长率 (%)	31.6	-27.9	12.1	36.6	25.2
EBITDA (百万元)	292	130	201	305	419
归母净利润 (百万元)	226	78	196	261	351
增长率 (%)	30.1	-65.5	151.6	33.3	34.3
EPS (元/股)	1.04	0.32	0.82	1.09	1.46
市盈率 (P/E)	33.86	80.36	26.05	19.54	14.55
ROE (%)	27.1	4.9	11.5	13.5	15.6
EV/EBITDA	25.19	45.09	23.21	15.06	10.59

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	21.30 元
合理价值	26.17 元
前次评级	增持
报告日期	2021-11-08

相对市场表现



分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-38003650

mihanjie@gf.com.cn

相关研究:

- 开润股份 (300577.SZ): 业绩 2021-08-11
调整结束，有望实现二次起飞
- 开润股份 (300577.SZ): 看好 2021-03-19
公司疫情后业务有望恢复快速增长

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,481	2,002	2,242	2,687	3,190
货币资金	417	1,053	1,089	1,168	1,333
应收及预付	424	402	467	637	798
存货	541	389	527	707	873
其他流动资产	99	158	159	174	187
非流动资产	488	1,031	1,106	1,184	1,254
长期股权投资	28	427	427	427	427
固定资产	191	223	250	273	292
在建工程	15	37	60	82	104
无形资产	46	96	134	167	195
其他长期资产	209	248	236	236	236
资产总计	1,970	3,032	3,348	3,871	4,444
流动负债	1,054	1,170	1,379	1,683	1,961
短期借款	108	496	496	496	496
应付及预收	750	511	705	947	1,168
其他流动负债	196	163	178	240	297
非流动负债	16	226	226	226	226
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	14	64	64	64	64
负债合计	1,070	1,397	1,605	1,909	2,187
股本	217	240	240	240	240
资本公积	73	722	721	721	721
留存收益	546	603	777	1,009	1,320
归属母公司股东权益	834	1,581	1,704	1,936	2,248
少数股东权益	66	55	38	25	9
负债和股东权益	1,970	3,032	3,348	3,871	4,444

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	134	234	227	323
净利润	237	66	179	249	334
折旧摊销	18	39	41	50	60
营运资金变动	-129	18	-3	-73	-77
其它	16	11	16	1	6
投资活动现金流	-26	-628	-93	-88	-88
资本支出	-67	-158	-128	-128	-128
投资变动	39	-441	0	0	0
其他	2	-29	35	40	40
筹资活动现金流	19	1,180	-105	-60	-70
银行借款	49	387	0	0	0
股权融资	13	897	0	0	0
其他	-43	-104	-105	-60	-70
现金净增加额	135	686	35	79	165
期初现金余额	197	333	1,053	1,089	1,168
期末现金余额	332	1,014	1,089	1,168	1,333

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	31.6%	-27.9%	12.1%	36.6%	25.2%
营业利润增长	31.1%	-69.8%	132.2%	47.3%	34.4%
归母净利润增长	30.1%	-65.5%	151.6%	33.3%	34.3%
获利能力					
毛利率	27.8%	28.5%	27.7%	29.0%	30.0%
净利率	8.8%	3.4%	8.2%	8.4%	9.0%
ROE	27.1%	4.9%	11.5%	13.5%	15.6%
ROIC	40.0%	6.2%	11.7%	15.7%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	46.1%	48.0%	49.3%	49.2%
净负债比率	5.5%	21.8%	19.7%	17.0%	14.8%
流动比率	1.41	1.71	1.63	1.60	1.63
速动比率	0.88	1.36	1.23	1.16	1.16
营运能力					
总资产周转率	1.59	0.78	0.68	0.82	0.90
应收账款周转率	8.09	4.88	4.88	4.88	4.88
存货周转率	4.08	2.99	2.99	2.99	2.99
每股指标 (元)					
每股收益	1.04	0.32	0.82	1.09	1.46
每股经营现金流	0.65	0.56	0.97	0.95	1.34
每股净资产	3.84	6.58	7.11	8.08	9.37
估值比率					
P/E	33.86	80.36	26.05	19.54	14.55
P/B	9.18	3.96	3.00	2.64	2.27
EV/EBITDA	25.19	45.09	23.21	15.06	10.59

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,695	1,944	2,179	2,976	3,727
营业成本	1,946	1,390	1,574	2,114	2,607
营业税金及附加	14	9	9	12	15
销售费用	257	216	218	298	373
管理费用	126	165	155	211	265
研发费用	78	73	63	86	108
财务费用	1	25	31	30	28
资产减值损失	-6	-18	-9	-11	-16
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	15	40	40	40
营业利润	282	85	198	292	392
营业外收支	1	-2	1	1	1
利润总额	283	84	199	293	393
所得税	46	17	20	44	59
净利润	237	66	179	249	334
少数股东损益	11	-11	-17	-12	-17
归属母公司净利润	226	78	196	261	351
EBITDA	292	130	201	305	419
EPS (元)	1.04	0.32	0.82	1.09	1.46

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

李咏红：研究助理，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北街 2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北 路429号泰康保险大厦 37楼	香港德辅道中189号李 宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。