

开润股份 (300577.SZ)

B 端持续开发新客户，预计 C 端降本增效将显现

2022 年 04 月 22 日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

吕明（分析师）

周嘉乐（分析师）

lvming@kysec.cn

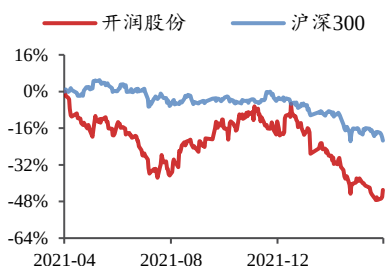
zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

证书编号：S0790522030002

日期	2022/4/21
当前股价(元)	14.58
一年最高最低(元)	26.23/13.06
总市值(亿元)	34.96
流通市值(亿元)	18.86
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.29
近 3 个月换手率(%)	81.21

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-2021 年业绩稳步复苏,看好 2022 年业绩重回高增长》-2022.1.28

《公司信息更新报告-员工持股计划彰显信心,共谋公司长期发展》-2022.1.26

《公司信息更新报告-2021Q3 业绩符合预期,静待出行市场拐点到来》-2021.10.28

● B 端持续开发新客户，C 端降本增效，维持“买入”评级

公司 2022 年增长势头较好，B 端收入占比不断提升，收购嘉乐后客户开拓迅速，协同效应下亦将推进公司业绩提升，我们维持盈利预测，预计 2021-2023 年归母净利润为 1.70/2.15/2.86 亿元，对应 EPS 分别为 0.71 元、0.89 元和 1.19 元，当前股价对应 PE 为 20.6/16.3/12.2 倍，公司 B2B 端业务空间广阔，B2C 端耐心打磨品牌，稳健发展，2022 年降本增效效果将显现，维持“买入”评级。

● 报表内 B2B：业绩增长主要驱动力，预计 2-3 年将保持 20%-30% 的高速增长

通过老客户处占比提升、拓展新客户、增加并延展附加值更高的品类，预计 2022 年 B2B 业务占比将进一步提升至 75%，收入增速为 20%-30%。**老客户方面：**业务全面恢复，预计 2022 年耐克与迪卡侬增速为 20%-30%，VF 收入翻倍；**新客户方面：**PUMA 预计 2022H2 出货，新客户 YETI 和 Home Depot 预计在 2023 年起量；**新品类方面：**拓展了 Nike AJ 系列包及 PUMA、迪卡侬的高尔夫球包等高附加值品类。**产能方面：**新增产能主要在印尼等国家，2022 年 3 月印尼产业园 1 期投产承接 B 端箱包订单增长，2 期在建，目前印尼工厂产能占比 30%左右。

● 报表外 B2B：嘉乐客户拓展显著，协同效应显现

目前嘉乐仍处投入期，阿迪达斯、PUMA、李宁、安踏等重点客户已基本攻克，我们预计嘉乐从 2023 年起 3-5 年内将达 30%-50% 的增速，嘉乐的服装代工与开润的包代工有较强协同效应，将为公司带来新发展。**老客户：**优衣库与嘉乐未来将进一步加大合作力度，预计 2023 年及以后能维持 20%+ 的增速。**新客户：**实现较好突破，预计 2022 年阿迪达斯/PUMA 订单金额约为 1/0.5 亿元，2023 年翻倍；预计李宁、安踏、FILA 等新品牌 2022 年订单为几千万，未来订单将持续放量。

● B2C：耐心打磨品牌，积累用户口碑，降本增效后减亏效果将显现

2021 年 B2C 业务亏损较大，公司进行战略调整，在流量放缓、费用更贵背景下，耐心打磨品牌并严格控费，预计 2022Q1 收入增速约 10%-20%，2022Q1 的减亏措施将在 Q2 开始显现，盈利情况逐季改善，未来 3 年利润增速将大于收入增速。

分品牌看：米牌优化产品结构提高盈利能力，预计 2022 年继续保持平稳增长；

90 分品牌控制费用并营造品牌调性，预计 2022 年亏损将控制在 3 千万左右。

● 风险提示：产能不及预期；订单增速放缓。

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	2,234	2,774	3,444
YOY(%)	31.6	-27.9	14.9	24.2	24.2
归母净利润(百万元)	226	78	170	215	286
YOY(%)	30.1	-65.5	118.2	26.1	33.4
毛利率(%)	27.8	28.5	27.5	27.8	28.7
净利率(%)	8.4	4.0	7.6	7.7	8.3
ROE(%)	26.3	4.1	8.3	9.6	11.5
EPS(摊薄/元)	0.94	0.33	0.71	0.89	1.19
P/E(倍)	15.5	44.8	20.6	16.3	12.2
P/B(倍)	4.2	2.3	2.1	1.9	1.7

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	1812	1923	2089
现金	417	1053	957	505	642
应收票据及应收账款	407	383	221	591	488
其他应收款	20	26	26	37	43
预付账款	11	18	4	25	14
存货	541	389	462	644	770
其他流动资产	86	132	143	120	132
非流动资产	488	1031	1197	1508	1864
长期投资	28	427	581	778	1033
固定资产	191	223	246	293	350
无形资产	46	96	138	177	214
其他非流动资产	224	285	233	260	268
资产总计	1970	3032	3009	3431	3954
流动负债	1054	1170	1082	1349	1664
短期借款	108	496	221	275	331
应付票据及应付账款	734	511	631	849	1046
其他流动负债	212	163	229	225	288
非流动负债	16	226	172	171	159
长期借款	2	163	143	135	116
其他非流动负债	14	64	29	36	43
负债合计	1070	1397	1254	1519	1823
少数股东权益	66	55	30	-2	-44
股本	217	240	240	240	240
资本公积	73	722	722	722	722
留存收益	546	603	716	850	1034
归属母公司股东权益	834	1581	1726	1914	2174
负债和股东权益	1970	3032	3009	3431	3954

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	142	134	375	-131	527
净利润	237	66	145	183	244
折旧摊销	18	39	28	36	45
财务费用	1	25	7	13	25
投资损失	-4	-15	-15	-15	-15
营运资金变动	-91	-28	201	-345	233
其他经营现金流	-19	47	9	-2	-4
投资活动现金流	-26	-628	-146	-339	-389
资本支出	67	158	41	109	95
长期投资	152	-441	-154	-202	-255
其他投资现金流	193	-911	-259	-432	-549
筹资活动现金流	19	1180	-326	19	-0
短期借款	48	388	-275	54	56
长期借款	2	161	-20	-8	-19
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	-31	-27	-37
现金净增加额	135	681	-97	-451	137

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2695	1944	2234	2774	3444
营业成本	1946	1390	1619	2003	2455
营业税金及附加	14	9	11	13	17
营业费用	257	216	242	292	359
管理费用	126	165	154	189	231
研发费用	78	73	73	93	117
财务费用	1	25	7	13	25
资产减值损失	-6	-18	-20	-25	-31
其他收益	19	21	17	18	18
公允价值变动收益	0	1	1	1	1
投资净收益	4	15	15	15	15
资产处置收益	-0	0	0	-0	0
营业利润	282	85	182	230	307
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	1	4	2	2	3
利润总额	283	84	182	230	307
所得税	46	17	37	47	63
净利润	237	66	145	183	244
少数股东损益	11	-11	-25	-32	-42
归母净利润	226	78	170	215	286
EBITDA	295	132	207	263	357
EPS(元)	0.94	0.33	0.71	0.89	1.19

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	31.6	-27.9	14.9	24.2	24.2
营业利润(%)	31.1	-69.8	112.9	26.6	33.5
归属于母公司净利润(%)	30.1	-65.5	118.2	26.1	33.4
获利能力					
毛利率(%)	27.8	28.5	27.5	27.8	28.7
净利率(%)	8.4	4.0	7.6	7.7	8.3
ROE(%)	26.3	4.1	8.3	9.6	11.5
ROIC(%)	24.4	3.2	6.6	7.6	9.2
偿债能力					
资产负债率(%)	54.3	46.1	41.7	44.3	46.1
净负债比率(%)	-33.2	-20.4	-30.2	-1.1	-5.1
流动比率	1.4	1.7	1.7	1.4	1.3
速动比率	0.8	1.3	1.1	0.9	0.7
营运能力					
总资产周转率	1.6	0.8	0.7	0.9	0.9
应收账款周转率	8.2	4.9	7.4	6.8	6.4
应付账款周转率	3.0	2.2	2.8	2.7	2.6
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.94	0.33	0.71	0.89	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.59	0.56	1.56	-0.55	2.20
每股净资产(最新摊薄)	3.48	6.32	6.92	7.71	8.79
估值比率					
P/E	15.5	44.8	20.6	16.3	12.2
P/B	4.2	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	11.0	23.9	14.3	13.0	9.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

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