

开润股份 (300577)

2B 韧性凸显、增长可期，2C 仍待恢复 增持 (首次)

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 李婕

执业证书: S0600521120003

lijie@dwzq.com.cn

研究助理 赵艺原

执业证书: S0600120100009

zhaoyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	2,289	2,524	3,034	3,653
同比	18%	10%	20%	20%
归属母公司净利润 (百万元)	180	205	251	308
同比	131%	14%	22%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.75	0.85	1.04	1.28
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.63	16.38	13.39	10.91

投资要点

- 箱包行业领军者，2B、2C 双龙头。**公司 2005 年以箱包代工业务起家，2015 年依托小米生态链推出米牌箱包产品，并于 2019 年延伸打造自有品牌“90 分”，开启 2B、2C 双业务模式。15-19 年高速发展，营收、归母净利 CAGR 分别达 38.2%、40.4%。2020 年受到疫情冲击，营收、归母净利分别同比-27.87%、-65.51%。2021 年业绩呈现复苏，其中 2B 收入端创历史最高，已完全恢复至疫情前水平，2C 收入端较 2020 年小幅上升，整体来看尚未完全恢复，营收 22.89 亿元/yoy+17.76%/较 19 年-15.06%、归母净利 1.80 亿元/yoy+131.03%/较 19 年-20.31%，其中 2B/2C 收入分别占比 64%/33%、分别同比+24.02%/+3.19%。22Q1 营收/归母净利/扣非净利分别同比+35.56%/+2.78%/+40.63%至 6.12 亿/4651 万/1260 万元，其中 2B/2C 收入分别同增 45%~50%/低个位数，扣非净利出现下滑主要受到 2C 业务拖累、22Q1 公司收到 0.38 亿元政府补助促归母净利实现增长。
- 2B 业务：较具韧性，拓客户、扩产能、扩品类同步推进。**2B 业务为公司传统优势业务，除 2020 年受疫情影响外，18-21 年呈较好增长态势，2021 年收入同比+24.02%/较 19 年+11.03%，已恢复至疫情前水平，主要受益于拓客户、扩产能、扩品类同步推进：**1) 拓客户：**长期与耐克、迪卡侬、戴尔等优质客户合作，疫情爆发后加速行业落后产能淘汰和供应商优化，进而推动公司加速客户拓展。疫情下公司品牌客户资源更趋完善，20 年拓展 VF 集团子品牌 Kipling、21 年拓展 VF 集团子品牌 Eastpak、Dickies，2022 年拓展 VF 集团子品牌 Jansport、The North Face，并进入 PUMA、YETI、Homedepot 等新客户供应商体系，客户结构持续巩固优化。**2) 扩产能：**产能主要分布在国内滁州、印度、印尼，2021 年滁州/海外产能分别占比 40%/60%。印尼、印度产能均在有序扩建中，截至 22 年 4 月底印尼生产线从 21 年底的 120 条扩充至 160 条、公司预计 2022 年底进一步翻番至 240 条以上，同时到 22 年底印度产能较 21 年底的 40-50 条生产线同样有望实现翻番。**3) 扩品类：**为寻求长远发展，公司积极开拓新品类，19 年收购印尼宝岛工厂切入 NIKE 鞋包供应链，20-21 年联合并购基金完成对上海嘉乐 (优衣库/GU 生产商) 的收购、切入服装及面料制造领域。随着拓客户、扩产能、扩品类全方位积极推进，我们预计 2B 业务未来仍将成为公司业绩重要增长点，收入贡献将进一步提升。
- 2C 业务：调整波动，亏损状况有望改善。**受疫情影响，2C 业务近三年呈较大波动，19/20/21 年收入分别同比+25.53%/-43.06%/+3.19%，21 年较 19 年-41.24%、较疫情前仍有较大差距。2C 业务主要通过线上、分销两个渠道进行销售，其中线上主要销售自有品牌“90 分”+授权品牌“大嘴猴”产品，分销模式主要为小米产品、以“成本价采购/毛利分成”模式与小米合作。21 年线上/分销收入分别占 2C 业务的 46%/54%、收入分别同比+63.41%/-21.36%、较 19 年+62.22%/-61.86%。费用投放较前促“90 分”业务收入端表现较好，但 21 年净亏损数千万元、对公司业绩形成拖累。公司未来计划优化渠道、降本增效、90 分品牌 22Q1 末已停止海外业务，小米品牌将优化 SKU 并重回海外市场，22 年有望实现 2C 端大幅减亏。
- 净利率水平低位回升。****1) 毛利率：**2015-2020 年基本在 28%-31%之间波动，其中 2018 年为 25.98% (yoy-3.63pct)，主因低毛利米牌业务占比提升。2021 年同比-1.9pct 至 26.58%，主因 2B 业务毛利率同比下滑 3.24pct 至 25.97% (产能利用率下滑、人民币升值、海运费上涨共同影响)。22Q1 同比-2pct 至 25.04%，主要受到原材料价格+海运费上涨影响。我们判断未来随前述短期因素消除、毛利率有望逐步回升。**2) 费用率：**2015-2019 年在 15%-17%之间波动，2020 年因疫情影响、“90 分”加大推广投放拉高销售费用，期间费用率同比+7.5pct 至 24.61%，21 年回落 1.3pct 至 23.29%、22Q1 继续-1.39pct 至 22.22%，但仍处较高水平。随着公司加大费用管理，我们预计未来费用率有望持续优化。**3) 归母净利率：**2012-2019 年在 8%-12%之间波动，2020 年因费用提升及资产减值损失同比下滑 4.38pct 至 4.01%，2021 年回升 3.86pct 至 7.87%、22Q1 受毛利率回落影响、同比下滑 2.43pct 至 7.6%，未来随毛利率及费用控制改善有望进一步回升。
- 盈利预测与投资评级：**公司为国内箱包龙头，疫情加速推进公司 2B 客户拓展进度、但对 2C 需求端造成较大影响。2B 业务优势突出具有较强韧性、21 年已恢复至疫情前水平，2C 业务波动调整、尚未完全恢复。22Q1 营收端较快增长、主要来自 2B 业务老客户订单增长+新增客户贡献，我们预计随 2C 端逐步减亏、公司盈利能力有望回升。综合考虑疫情影响，我们预计 2022-24 年归母净利分别同比增长 14%/22%/23%，EPS 分别为 0.85/1.04/1.28 元/股，对应 PE 16/13/11X，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**疫情恶化、经济疲软、费用控制不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	13.99
一年最低/最高价	13.45/24.18
市净率(倍)	2.01
流通 A 股市值(百万元)	1,809.46
总市值(百万元)	3,354.65

基础数据

每股净资产(元,LF)	6.95
资产负债率(% ,LF)	49.06
总股本(百万股)	239.79
流通 A 股(百万股)	129.34

相关研究

- 《开润股份(300577): 年报符合预期，疫情不改长期增长动力》
2020-04-19
- 《开润股份(300577): 2B 业务整合顺利，2C 业务渠道调整背景下公司整体成长依然稳健》
2020-03-01
- 《开润股份(300577): 年报高增，2B、2C 双翼快速成长》
2020-01-12

开润股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,053	2,378	2,656	3,016	营业总收入	2,289	2,524	3,034	3,653
货币资金及交易性金融资产	888	1,181	1,274	1,366	营业成本(含金融类)	1,681	1,829	2,197	2,643
经营性应收款项	504	557	669	806	税金及附加	9	10	12	15
存货	533	516	592	714	销售费用	269	278	334	402
合同资产	7	13	15	18	管理费用	170	177	218	270
其他流动资产	121	111	106	112	研发费用	63	63	76	91
非流动资产	1,460	1,607	1,750	1,887	财务费用	31	42	43	43
长期股权投资	678	688	698	708	加:其他收益	90	76	91	110
固定资产及使用权资产	242	326	406	480	投资净收益	33	25	30	37
在建工程	152	152	152	152	公允价值变动	24	0	0	0
无形资产	95	140	185	230	减值损失	-17	-8	-8	-8
商誉	81	81	81	81	资产处置收益	-3	0	0	0
长期待摊费用	6	4	2	0	营业利润	195	219	267	327
其他非流动资产	206	216	226	236	营业外净收支	0	-2	-2	-2
资产总计	3,513	3,985	4,406	4,903	利润总额	195	217	265	325
流动负债	1,359	1,425	1,597	1,804	减:所得税	22	22	27	33
短期借款及一年内到期的非流动负债	575	575	575	575	净利润	173	195	239	293
经营性应付款项	606	601	722	869	减:少数股东损益	-7	-10	-12	-15
合同负债	18	55	66	79	归属母公司净利润	180	205	251	308
其他流动负债	161	194	233	280	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.75	0.85	1.04	1.28
非流动负债	422	633	644	641	EBIT	175	168	197	232
长期借款	191	391	391	391	EBITDA	235	228	263	303
应付债券	174	178	182	186	毛利率(%)	26.58	27.55	27.60	27.65
租赁负债	5	12	19	12	归母净利率(%)	7.87	8.11	8.26	8.42
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	17.76	10.28	20.19	20.42
负债合计	1,781	2,059	2,241	2,445	归母净利润增长率(%)	131.03	13.71	22.36	22.75
归属母公司股东权益	1,687	1,892	2,142	2,450					
少数股东权益	45	35	23	8					
所有者权益合计	1,731	1,926	2,165	2,458					
负债和股东权益	3,513	3,985	4,406	4,903					

现金流量表(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	47	317	317	323	每股净资产(元)	6.76	7.62	8.66	9.94
投资活动现金流	-436	-195	-190	-183	最新发行在外股份(百万股)	240	240	240	240
筹资活动现金流	157	161	-44	-58	ROIC(%)	6.26	5.24	5.53	6.01
现金净增加额	-232	283	84	82	ROE-摊薄(%)	10.68	10.83	11.70	12.56
折旧和摊销	60	61	66	71	资产负债率(%)	50.71	51.66	50.86	49.87
资本开支	-165	-182	-182	-182	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.63	16.38	13.39	10.91
营运资本变动	-135	-17	-66	-109	P/B(现价)	2.07	1.84	1.62	1.41

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： <http://www.dwzq.com.cn>

