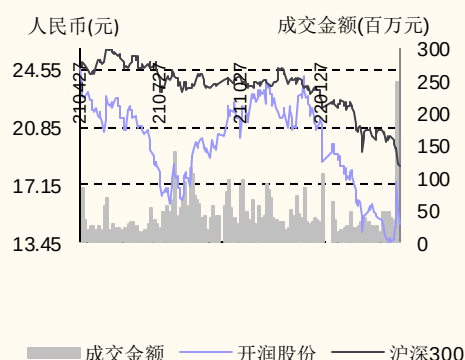


市场价格 (人民币): 14.70 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.40
已上市流通 A 股(亿股)	1.29
总市值(亿元)	35.25
年内股价最高最低(元)	24.68/13.45
沪深 300 指数	3784
创业板指	2151



相关报告

1. 《开润股份 1Q21 点评-Q1 业绩继续承压, 期待 Q2 拐点显现》, 2021.4.30

谢丽媛 分析师 SAC 执业编号: S1130521120003
xieliyuan@gjzq.com.cn

2B 新老客户齐发力, 2C 亏损预计缩减

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,944	2,289	2,564	2,924	3,340
营业收入增长率	-27.87%	17.76%	12.00%	14.07%	14.22%
归母净利润(百万元)	78	180	213	249	292
归母净利润增长率	-65.51%	131.03%	18.32%	16.74%	17.46%
摊薄每股收益(元)	0.325	0.751	0.889	1.037	1.219
每股经营性现金流净额	0.56	0.20	1.46	1.20	1.25
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.93%	10.68%	11.84%	12.28%	12.81%
P/E	80.36	30.44	16.54	14.17	12.06
P/B	3.96	3.25	1.96	1.74	1.55

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司 4 月 26 日发布 21 年及 1Q22 业绩, 21 全年实现营收 22.89 亿元(+18%), 归母净利 1.80 亿元(+131%), 扣非净利 0.96 亿元(+70%)。
- 公司 1Q22 实现营收 6.12 亿元(+36%); 归母净利 0.47 亿元(3%), 扣非净利 0.13 亿元 (主要剔除 0.38 亿元的政府补助), 同比下滑 41%, 符合预期。

业绩简评

- **2B 稳步提升, 2C 盈利改善。**21 全年 2B/2C 业务分别实现收入 14.6 (+24%) / 7.56 (+3%) 亿元; 利润端, 公司 21 年毛/净利率为 26.58%(-1.9pct) / 7.54%(+4.1pct), 2B/2C 端毛利率分别为 25.97%(-3.2pct) / 28.28%(+0.4pct), 其中 90 分品牌毛利率已达到约 35%-40%水平。4Q21 单季度公司实现营收 7.15 亿元 (+52%), 收入在疫情影响下仍逐季改善; 净利率环比有所下降主要系防疫物资减值一次性影响, 整体趋势向好。
- **2B 业务展望: 新老客户齐发力, 收入维持快速增长。**22 年预计老客户订单持续放量, Nike 和迪卡侬订单增幅继续维持 20%以上; VF 集团合作延伸至 Jansport、北面等品牌, 收入有望翻倍增长至近 1.5 亿元; 新客户 PUMA 预计 2H22 出货、YETI、HOME DEPOT 等预计在未来 2-3 年实现量产出货; IT 客户预计维持单位数稳定增长。上海嘉乐服装业务方面, 优衣库品牌预计品类拓展, 李宁、安踏、FILA 等持续放量。
- **2C 业务展望: 有望大幅减亏。**22 年我们预计公司 2C 端业务将严格控费、全面调整, 亏损有望收窄至 3000 万元左右。其中 90 分品牌已于 1Q22 末停止海外业务, 盈利能力改善预计将于 Q2 起体现; 小米品牌将优化货品组合、新增相对高毛利率 SKU, 并重回海外市场, 带动收入、利润改善。

投资建议与风险提示

- **投资建议:** 公司 2B 端订单饱满, C 端战略调整后有望减亏, 全年净利润增速预计好于收入。考虑到 22 年疫情导致终端需求承压, 下调 22-23 年、新增 24 年盈利预测, 预计 22-24 年归母净利润为 2.13 (下调 32%) / 2.49 (下调 37%) / 2.92 亿元, 对应 PE 为 17/14/12 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情导致终端需求恢复不及预期, 品牌运营不及预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	2,695	1,944	2,289	2,564	2,924	3,340
增长率		-27.9%	17.8%	12.0%	14.1%	14.2%
主营业务成本	-1,946	-1,390	-1,681	-1,830	-2,064	-2,331
%销售收入	72.2%	71.5%	73.4%	71.4%	70.6%	69.8%
毛利	748	554	608	733	860	1,009
%销售收入	27.8%	28.5%	26.6%	28.6%	29.4%	30.2%
营业税金及附加	-14	-9	-9	-10	-12	-13
%销售收入	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
销售费用	-257	-216	-269	-256	-307	-357
%销售收入	9.5%	11.1%	11.8%	10.0%	10.5%	10.7%
管理费用	-126	-165	-170	-190	-219	-261
%销售收入	4.7%	8.5%	7.4%	7.4%	7.5%	7.8%
研发费用	-78	-73	-63	-56	-67	-84
%销售收入	2.9%	3.7%	2.8%	2.2%	2.3%	2.5%
息税前利润 (EBIT)	274	91	98	221	255	295
%销售收入	10.2%	4.7%	4.3%	8.6%	8.7%	8.8%
财务费用	-1	-25	-31	-33	-32	-29
%销售收入	0.0%	1.3%	1.4%	1.3%	1.1%	0.9%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	24	0	0	0
投资收益	4	15	34	50	55	60
%税前利润	1.3%	18.5%	17.5%	21.1%	19.9%	18.5%
营业利润	282	85	195	238	277	326
营业利润率	10.5%	4.4%	8.5%	9.3%	9.5%	9.7%
营业外收支	1	-2	0	-1	-1	-1
税前利润	283	84	195	237	276	325
利润率	10.5%	4.3%	8.5%	9.2%	9.5%	9.7%
所得税	-46	-17	-22	-24	-28	-32
所得税率	16.2%	20.4%	11.3%	10.0%	10.0%	10.0%
净利润	237	66	173	213	249	292
少数股东损益	11	-11	-7	0	0	0
归属于母公司的净利润	226	78	180	213	249	292
净利率	8.4%	4.0%	7.9%	8.3%	8.5%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	237	66	173	213	249	292
少数股东损益	11	-11	-7	0	0	0
非现金支出	31	58	77	40	50	59
非经营收益	3	-7	-43	36	-3	-9
营运资金变动	-129	18	-159	61	-7	-43
经营活动现金净流	142	134	47	350	288	300
资本开支	-67	-158	-165	-108	-119	-118
投资	39	-441	-287	-177	-55	-24
其他	2	-29	16	50	55	60
投资活动现金净流	-26	-628	-436	-236	-119	-82
股权募资	13	897	0	-88	0	0
债权募资	49	387	252	-110	3	-20
其他	-43	-104	-95	-64	-75	-86
筹资活动现金净流	19	1,180	157	-262	-72	-106
现金净流量	135	681	-232	-148	97	112

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	417	1,053	848	698	794	906
应收款项	433	409	501	499	569	650
存货	541	389	533	501	554	607
其他流动资产	90	150	171	104	127	146
流动资产	1,481	2,002	2,053	1,803	2,044	2,308
%总资产	75.2%	66.0%	58.4%	52.1%	54.2%	56.3%
长期投资	61	502	792	962	967	975
固定资产	205	260	374	481	541	592
%总资产	10.4%	8.6%	10.6%	13.9%	14.3%	14.4%
无形资产	150	192	183	194	203	210
非流动资产	488	1,031	1,460	1,656	1,729	1,795
%总资产	24.8%	34.0%	41.6%	47.9%	45.8%	43.7%
资产总计	1,970	3,032	3,513	3,459	3,774	4,103
短期借款	108	498	575	498	497	472
应付款项	828	525	638	574	635	698
其他流动负债	118	148	146	171	203	237
流动负债	1,054	1,170	1,359	1,243	1,335	1,407
长期贷款	2	1	191	191	191	191
其他长期负债	14	225	231	180	178	180
负债	1,070	1,397	1,781	1,614	1,704	1,777
普通股股东权益	834	1,581	1,687	1,800	2,025	2,281
其中：股本	217	240	240	240	240	240
未分配利润	498	552	707	908	1,133	1,389
少数股东权益	66	55	45	45	45	45
负债股东权益合计	1,970	3,032	3,513	3,459	3,774	4,103

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	1.040	0.325	0.751	0.889	1.037	1.219
每股净资产	3.836	6.582	7.035	7.507	8.444	9.513
每股经营现金净流	0.654	0.560	0.198	1.459	1.202	1.252
每股股利	0.050	0.350	0.000	0.050	0.100	0.150
回报率						
净资产收益率	27.10%	4.93%	10.68%	11.84%	12.28%	12.81%
总资产收益率	11.47%	2.57%	5.13%	6.16%	6.59%	7.12%
投入资本收益率	22.60%	3.16%	3.24%	7.33%	7.82%	8.39%
增长率						
主营业务收入增长率	31.58%	-27.87%	17.76%	12.00%	14.07%	14.22%
EBIT增长率	39.07%	-66.62%	7.04%	125.52%	15.51%	15.63%
净利润增长率	30.09%	-65.51%	131.03%	18.32%	16.74%	17.46%
总资产增长率	39.71%	53.95%	15.84%	-1.55%	9.11%	8.73%
资产管理能力						
应收账款周转天数	44.5	74.2	68.6	67.0	67.0	67.0
存货周转天数	89.5	122.2	100.1	100.0	98.0	95.0
应付账款周转天数	76.8	119.4	98.7	88.0	85.0	82.0
固定资产周转天数	25.8	41.9	35.4	35.5	33.6	30.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-36.36%	-28.65%	3.00%	6.62%	0.96%	-5.18%
EBIT利息保障倍数	488.3	3.7	3.2	6.7	7.9	10.2
资产负债率	54.30%	46.06%	50.71%	46.67%	45.16%	43.32%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	5	7	11	29
增持	3	5	10	17	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.75	1.50	1.59	1.61	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-04-06	买入	25.06	32.67 ~ 32.67
2	2021-04-30	买入	23.02	28.00 ~ 28.00

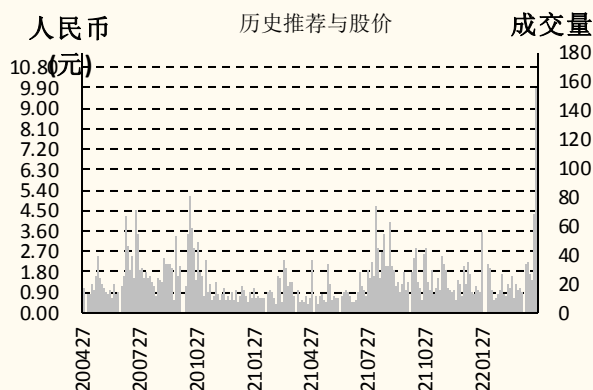
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


投资评级的说明：

买入：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 15% 以上；

增持：预期未来 6 – 12 个月内上涨幅度在 5% – 15%；

中性：预期未来 6 – 12 个月内变动幅度在 -5% – 5%；

减持：预期未来 6 – 12 个月内下跌幅度在 5% 以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402