

开润股份 (300577.SZ)

看好公司疫情后业务有望恢复快速增长

核心观点:

- **公司公告 2020 年年报。**2020 年公司营业收入 19.44 亿元，同比下降 27.87%，归母净利润 0.78 亿元，同比下降 65.51%。2020 年第四季度单季营业收入和归母净利润分别增长-36.66%和-19.62%。
- **公司代工制造业务韧性强，品牌经营业务受疫情影响较大。**2020 年公司代工制造业务营收 11.81 亿元，同比下降 10.48%，品牌经营业务营收 7.33 亿元，同比下降 43.06%。主要由于新冠疫情对出行市场、箱包等出行消费品业造成较大影响。
- **毛利率提升，期间费用率有所增加。**2020 年公司毛利率 28.48%，较上年同期增加 0.71 个百分点，其中，代工制造业务 2020 年毛利率 29.21%，较上年同期减少 3.36 个百分点，品牌经营业务 2020 年毛利率 27.84%，较上年同期增加 3.34 个百分点。2020 年执行新收入准则，将属于合同履行成本的物流快递费计入成本，导致毛利率同比偏低。2020 年公司期间费用率 20.87%，较上年同期增加 6.64 个百分点，主要由于受疫情影响营收下降，同时发行可转债使得财务费用增加。
- **2021 年代工制造业务有望较 2019 年实现较快增长，品牌经营业务预计保持平稳。**代工制造业务，伴随全球新冠疫情转好，公司订单畅旺，印尼工厂产能有序推进，拓展新客户 VF 集团，收购优衣库核心供应商部分股权，拓展进入“针织服装+面料”新赛道。品牌经营业务，短期受年初个别地区疫情反复，就地过年影响，中长期伴随疫情转好有望逐步恢复，品牌矩阵逐步成型，快速实现品类细分市场拓展。
- **21-23 年 EPS 预计分别为 1.00 元/股、1.29 元/股、1.62 元/股。**现价对应 21 年 PE 为 26 倍，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 32 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:

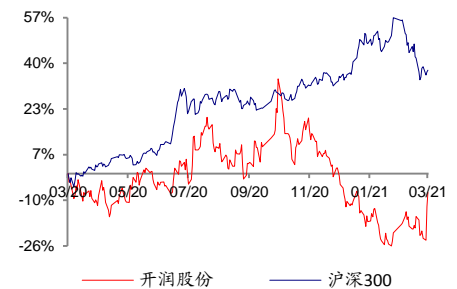
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	2,695	1,944	2,679	3,338	4,091
增长率 (%)	31.6	-27.9	37.8	24.6	22.5
EBITDA (百万元)	292	130	377	478	591
归母净利润 (百万元)	226	78	239	310	389
增长率 (%)	30.1	-65.5	207.2	29.3	25.6
EPS (元/股)	1.04	0.32	1.00	1.29	1.62
市盈率 (P/E)	33.86	80.36	26.46	20.46	16.30
ROE (%)	27.1	4.9	13.7	15.3	16.5
EV/EBITDA	25.19	45.09	15.61	11.95	9.26

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	26.39 元
合理价值	32 元
前次评级	增持
报告日期	2021-03-19

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):收购 2020-09-24
上海嘉乐, 代工业务进一步做大做强
- 开润股份 (300577.SZ):受疫 2020-04-10
情影响, 公司预告 20Q1 业绩有所波动

一、公司 2020 年业绩受疫情影响较大

公司公告2020年年报。2020年公司营业收入19.44亿元，同比下降27.87%，归母净利润0.78亿元，同比下降65.51%。2020年第四季度单季营业收入和归母净利润分别增长-36.66%和-19.62%。公司拟每10股派发现金红利1.05元。

公司代工制造业务韧性强，品牌经营业务受疫情影响较大。2020年公司代工制造业务营收11.81亿元，同比下降10.48%，品牌经营业务营收7.33亿元，同比下降43.06%。主要由于新冠疫情对出行市场、箱包等出行消费品业造成较大影响。代工制造业务方面，印尼工厂2020年营收2.52亿元，净利润0.12亿元。品牌经营业务方面，线上销售营收2.12亿元，同比下降0.73%，分销销售营收5.21亿元，同比下降51.50%。

毛利率提升，期间费用率有所增加。2020年公司毛利率28.48%，较上年同期增加0.71个百分点，其中，代工制造业务2020年毛利率29.21%，较上年同期减少3.36个百分点，品牌经营业务2020年毛利率27.84%，较上年同期增加3.34个百分点。考虑到2020年执行新收入准则，将属于合同履行成本的物流快递费计入成本，导致毛利率同比偏低。品牌经营业务方面，线上销售毛利率35.74%，较上年同期增加3.73个百分点，主要由于自有品牌毛利率提升，分销销售毛利率24.62%，较上年同期增加1.61个百分点。2020年公司期间费用率20.87%，较上年同期增加6.64个百分点，主要由于受疫情影响营收下降，同时发行可转债使得财务费用增加。

营运指标稍有波动，经营性现金流净额保持稳定。2020年公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为120天和73天，较上年同期增加32天和29天。2020年公司经营性现金流净额1.34亿元，同比下降5.46%，基本保持稳定。

二、看好公司疫情后业务有望恢复快速增长

代工制造业务2021年预计较2019年实现较快增长。首先，伴随全球新冠疫情转好，预计公司订单畅旺。其次，印尼箱包生产基地等海外产能扩建项目有序推进。第三，公司拓展了新客户VF集团，成为其箱包类产品供应商，VF集团是全球最大的上市成衣公司之一，旗下知名品牌众多，在箱包这一品类的采购量上具备较大的市场挖掘空间。第四，收购优衣库核心供应商部分股权，拓展进入“针织服装+面料”新赛道。最后，公司将积极探索产业整合以及外延式发展契机。

品牌经营业务2021年预计较2019年保持平稳。首先，虽然年初个别地区疫情零星反复，但整体控制较好，当地过节对公司品牌经营业务短期有影响，但长期伴随疫情转好预计有望逐步复苏。其次，公司初步打造了“90分”、“小米”、“Paul Frank（大嘴猴）”的品牌矩阵，三个品牌在定价区间、目标用户、渠道布局、产品调性等方面各有侧重，互有补充，有助于公司快速有效地实现品类细分市场的拓展。最后，公司将持续关注产品和工艺的研发创新，并根据市场情况等对产品进行有序迭

代和补充，满足市场需求，拉动整体销售。同时，公司将在充分巩固和强化已有渠道合作深度的基础上，时刻关注新兴渠道和流量变化，审时度势，及时调整和优化渠道布局，积极拓展海外渠道，推进公司发展。

三、盈利预测和投资建议

受疫情影响，且根据2020年年报，我们对公司未来三年的盈利预测做了一定的调整：

1.2021-2023年，公司B2B业务营收预计分别为14.92亿元、18.48亿元、23.24亿元，同比增长26.40%、23.86%、25.73%，其中印尼工厂营收预计分别为3.78亿元、5.66亿元、8.50亿元，同比增长50%、50%、50%，主要基于印尼工厂扩大产能，耐克订单预计增长明显，且扩展了新客户VF集团，有助于推动公司业务规模扩张。

2.2021-2023年，公司B2C业务营收预计分别为11.56亿元、14.60亿元、17.37亿元，同比增长57.72%、26.29%、18.97%，其中线上销售营收预计分别为2.97亿元、3.86亿元、5.02亿元，同比增长40%、30%、30%，分销销售营收预计分别为8.59亿元、10.73亿元、12.34亿元，同比增长64.94%、25%、15%，主要基于伴随国内疫情转好，出行市场有望恢复，同时对于自有品牌，公司不断提升产品研发创新，并且积极拓展渠道。

3.毛利率方面，公司B2B业务2021-2023年毛利率预计分别为29.21%、29.21%、29.21%，保持稳定，公司B2C业务2021-2023年毛利率预计分别为28.06%、28.69%、29.07%，其中线上销售毛利率分别为38%、40%、40%，主要由于持续提升自有品牌毛利率，分销销售毛利率分别为24.62%、24.62%、24.62%，保持平稳。

4.期间费用率方面，公司销售费用率2021-2023年预计分别为8%、8%、8%，主要由于伴随收入恢复增长，销售费用率有望较2020年下降，且2020年执行新收入准则，将属于合同履行成本的物流快递费计入成本。公司管理费用率2021-2023年预计分别为4.70%、4.70%、4.70%，公司研发费用率2021-2023年预计分别为2.90%、2.90%、2.90%，主要由于伴随收入恢复增长，管理费用率和研发费用率有望较2020年下降。

5.所得税率方面，预计与往年基本保持平稳。

我们预计公司2021-2023年每股收益分别为1.00元、1.29元和1.62元。最新收盘价对应2021年市盈率27倍，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32元/股，维持“增持”评级。

表1：开润股份营收拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
原 B2B 业务 (亿元)	8.82	10.84	9.29	11.15	12.82	14.74
增速	35.38%	22.89%	-14.33%	20.00%	15.00%	15.00%
印尼工厂 (亿元)		2.35	2.52	3.78	5.66	8.50
增速			7%	50%	50%	50%
B2B 业务 (亿元)	8.82	13.19	11.81	14.92	18.48	23.24

	增速		49.47%	-10.48%	26.40%	23.86%	25.73%
B2C 业务 (亿元)		10.26	12.87	7.33	11.56	14.60	17.37
	增速	102.29%	25.52%	-43.06%	57.72%	26.29%	18.97%
主营业务收入 (亿元)		19.08	26.06	19.14	26.48	33.08	40.61
	增速	64.66%	36.59%	-26.57%	38.39%	24.92%	22.74%
成本 (亿元)		13.84	18.61	13.65	18.88	23.49	28.77
毛利率		27.47%	28.58%	28.69%	28.7%	29.0%	29.1%
其他业务收入 (亿元)		1.40	0.89	0.30	0.30	0.30	0.30
	增速	3740.03%	-36.72%	-65.99%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (亿元)		1.32	0.85	0.25	0.25	0.25	0.25
毛利率		5.76%	4.05%	15.62%	15.62%	15.62%	15.62%
营业收入 (亿元)		20.48	26.95	19.44	26.79	33.38	40.91
	增速	76.19%	31.58%	-27.87%	37.80%	24.64%	22.54%
成本 (亿元)		15.16	19.46	13.90	19.13	23.75	29.02
毛利率		25.98%	27.78%	28.48%	28.56%	28.86%	29.05%

数据来源：公司年报；广发证券发展研究中心

图1：公司过去三年历史PE区间（股价：元/股）



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

四、风险提示

原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	1,481	2,002	2,500	2,971	3,562	经营活动现金流	142	134	292	342	427
货币资金	417	1,053	1,117	1,281	1,520	净利润	237	66	251	325	408
应收及预付	424	402	574	715	876	折旧摊销	18	39	41	50	60
存货	541	389	640	795	971	营运资金变动	-129	18	-50	-68	-76
其他流动资产	99	158	168	180	194	其它	16	11	50	34	36
非流动资产	488	1,031	1,106	1,184	1,254	投资活动现金流	-26	-628	-118	-113	-113
长期股权投资	28	427	427	427	427	资本支出	-67	-158	-128	-128	-128
固定资产	191	223	250	273	292	投资变动	39	-441	0	0	0
在建工程	15	37	60	82	104	其他	2	-29	10	15	15
无形资产	46	96	134	167	195	筹资活动现金流	19	1,180	-110	-65	-74
其他长期资产	209	248	236	236	236	银行借款	49	387	0	0	0
资产总计	1,970	3,032	3,606	4,155	4,816	股权融资	13	897	0	0	0
流动负债	1,054	1,170	1,570	1,830	2,126	其他	-43	-104	-110	-65	-74
短期借款	108	496	496	496	496	现金净增加额	135	686	64	163	240
应付及预收	750	511	857	1,064	1,300	期初现金余额	197	332	1,053	1,117	1,281
其他流动负债	196	163	217	270	330	期末现金余额	332	1,005	1,117	1,281	1,520
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	1,796	2,056	2,352						
股本	217	240	240	240	240						
资本公积	73	722	721	721	721						
留存收益	546	603	815	1,090	1,435						
归属母公司股东权益	834	1,581	1,743	2,018	2,363						
少数股东权益	66	55	67	82	101						
负债和股东权益	1,970	3,032	3,606	4,155	4,816						

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	2,679	3,338	4,091
营业成本	1,946	1,390	1,913	2,375	2,902
营业税金及附加	14	9	12	15	18
销售费用	257	216	214	267	327
管理费用	126	165	126	157	192
研发费用	78	73	78	97	119
财务费用	1	25	30	29	27
资产减值损失	-6	-18	-18	-19	-22
公允价值变动收益	0	1	0	0	0
投资净收益	4	15	15	15	15
营业利润	282	85	315	407	512
营业外收支	1	-2	1	1	1
利润总额	283	84	316	408	513
所得税	46	17	64	83	105
净利润	237	66	251	325	408
少数股东损益	11	-11	12	15	19
归属母公司净利润	226	78	239	310	389
EBITDA	292	130	377	478	591
EPS (元)	1.04	0.32	1.00	1.29	1.62

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%	37.8%	24.6%	22.5%
营业利润增长	31.1%	-69.8%	268.9%	29.4%	25.6%
归母净利润增长	30.1%	-65.5%	207.2%	29.3%	25.6%
获利能力					
毛利率	27.8%	28.5%	28.6%	28.9%	29.0%
净利率	8.8%	3.4%	9.4%	9.7%	10.0%
ROE	27.1%	4.9%	13.7%	15.3%	16.5%
ROIC	40.0%	6.2%	20.9%	24.3%	27.7%
偿债能力					
资产负债率	54.3%	46.1%	49.8%	49.5%	48.8%
净负债比率	5.5%	21.8%	18.3%	15.8%	13.7%
流动比率	1.41	1.71	1.59	1.62	1.68
速动比率	0.88	1.36	1.17	1.17	1.20
营运能力					
总资产周转率	1.59	0.78	0.81	0.86	0.91
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	1.00	1.29	1.62
每股经营现金流	0.65	0.56	1.22	1.42	1.78
每股净资产	3.84	6.58	7.26	8.40	9.84
估值比率					
P/E	33.86	80.36	26.46	20.46	16.30
P/B	9.18	3.96	3.64	3.14	2.68
EV/EBITDA	25.19	45.09	15.61	11.95	9.26

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。

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。