

开润股份 (300577.SZ) 2020Q4 业绩环比改善, 2021 年业绩拐点可期

2021 年 03 月 19 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

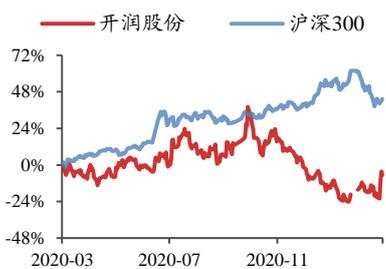
吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2021/3/18
当前股价(元)	26.39
一年最高最低(元)	42.56/21.34
总市值(亿元)	63.38
流通市值(亿元)	28.06
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.06
近 3 个月换手率(%)	64.43

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

- 《公司信息更新报告-深度解读开润股份三季报: 拐点与增量》-2020.10.30
- 《公司信息更新报告-与阿里战略合作, 打造 C2M 闭环》-2020.10.19
- 《公司信息更新报告-拟推员工持股计划彰显信心, 2C、2B 业务均迎来边际向好变化》-2020.10.13

● **2020 年受疫情影响业绩承压, Q4 业绩环比 Q3 有所改善, 维持“买入”评级**
2020 年实现营收 19.44 亿元 (-27.87%), 归母净利润 0.78 亿元 (-65.51%), EPS 为 0.32 元。2020Q4 收入为 4.69 亿元, 同比下降 36.66%, 归母净利润为 0.41 亿元, 同比下降 19.61%, 但环比 2020Q3 有所改善。考虑疫情对出行市场影响, 下调盈利预测至 2021-2022 年公司净利润为 2.23/3.05 亿元(此前预测值为 3.52/4.85 亿元), 预测 2023 年净利润为 4.04 亿元, 对应 EPS 为 0.93/1.27/1.68 元, 当前股价对应 PE 为 28.4/20.8/15.7 倍。考虑到业绩拐点, 继续维持“买入”评级。

● **2C 端: 产品结构不断优化, 毛利率持续提升**

2020 全年 2C 端业务收入约 7.3 亿元, 同比下滑约 43%, 主要是由于疫情影响, 2020Q1-Q3 业绩承压, 但 Q4 环比改善, 同比下滑逐月收窄。(1) 品牌端: 90 分品牌升级, 积极构建“明星+超头达人主播”矩阵并加强店铺直播, 有序推进品牌营销工作。(2) 产品端: 通过产品迭代, 价格带持续上移, 通过不断提高高毛利新品的占比来提高整体毛利率。同时, 品类扩张值得期待。

● **2B 端: 新客户+新赛道+新产能, 未来增长可期**

2020 全年 2B 端业务收入约 12 亿元, 同比下滑约 10%, 我们认为主要是名创优品订单下滑所致, 核心客户 NIKE、迪卡侬订单相对稳定。(1) 新客户: 威富集团订单有望在 2021 年放量。(2) 新赛道: 公司通过收购优衣库核心供应商上海嘉乐, 切入面料和服装垂直一体化赛道, 未来增长可期并有望在 2021 年并表。

● **2C 业务毛利率提升, 营运状况良好**

(1) 盈利能力: 2020 年公司毛利率为 28.48% (+0.71pct), 其中 90 分品牌毛利率提升 3.7pct, 产品升级趋势明显。2020 年净利率为 4.01% (-4.38pct), 净利率下降主要系收入下滑, 加大对自有品牌的渠道拓展、研发以及市场推广力度, 预计 2021 年净利率会显著改善。(2) 营运能力: 2020 年底, 公司存货 3.89 亿元 (-8.56%), 库存商品存货跌价准备主要来自于名创优品, 整体营运情况良好。

风险提示: 国内疫情影响 2C 业务需求, 海外疫情影响 2B 业务订单等。

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	2,434	3,048	3,810
YOY(%)	31.6	-27.9	25.2	24.4	24.5
归母净利润(百万元)	226	78	223	305	404
YOY(%)	30.1	-65.5	186.3	36.5	32.5
毛利率(%)	27.8	28.5	29.1	29.3	29.9
净利率(%)	8.4	4.0	9.2	10.1	10.7
ROE(%)	26.3	4.1	13.4	14.4	15.8
EPS(摊薄/元)	0.94	0.32	0.93	1.27	1.68
P/E(倍)	28.0	81.3	28.4	20.8	15.7
P/B(倍)	7.6	4.2	3.7	3.2	2.7

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 2020Q4 业绩环比改善，2021 业绩拐点可期.....	3
2、 2C 端：产品结构不断优化，毛利率持续提升.....	3
3、 2B 端：新客户+新赛道+新产能，未来增长可期.....	4
4、 自有品牌毛利率提升，营运状况良好.....	5
5、 盈利预测与投资建议.....	6
6、 风险提示.....	6
附：财务预测摘要.....	7

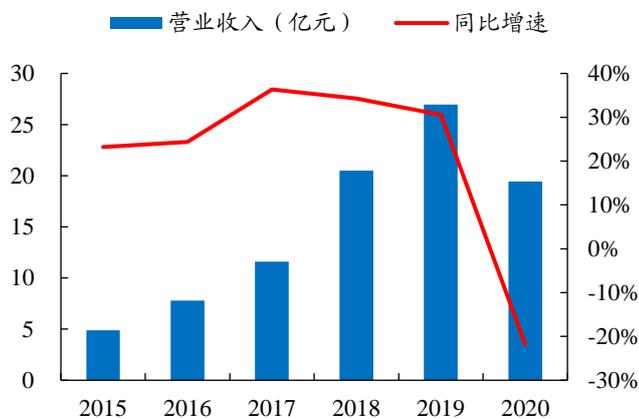
图表目录

图 1： 2020 年公司整体营收下降.....	3
图 2： 2020Q4 收入端同比增速下降.....	3
图 3： 2020 年公司整体利润率下降.....	3
图 4： 2020Q4 净利润环比 Q3 有所改善.....	3
图 5： 2020 年公司费用投入显著提升.....	6
图 6： 2020 年公司净利润下滑.....	6

1、2020Q4 业绩环比改善，2021 业绩拐点可期

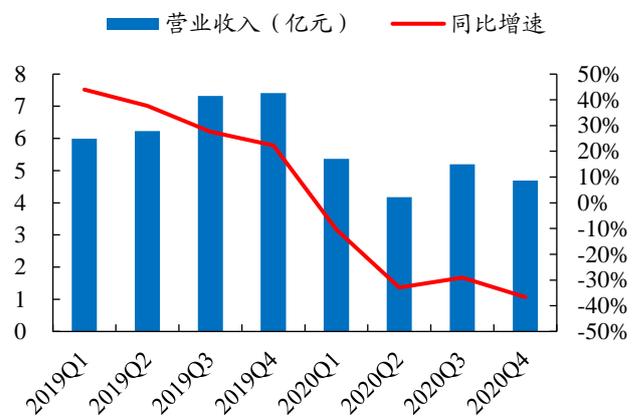
2020 年公司实现营收 19.44 亿元 (-27.87%)，归母净利润 0.78 亿元 (-65.51%)，扣非归母净利润 0.56 亿元 (-72.96%)。2020Q1-Q4 分别实现收入为 5.37/4.18/5.2/4.69 亿元，分别同比增长-10.3%/-32.89%/-29.07%/-36.66%，实现净利润分别为 0.32/0.32/-0.27/0.41 亿元，分别同比增长-29.79%/-52.55%/-144.01%/-19.61%。2020 年公司营收和净利润下滑主要系疫情使得公司 2B 端订单下降，且影响 2C 出行市场所致。随着疫情得到控制，2021 年业绩出现拐点。根据魔镜数据，2 月开润旗下自有品牌（90 分+小米品牌）阿里渠道 GMV 同比基本持平，出现逐月复苏迹象。考虑到 2021 年 1 月全国多地受疫情影响，预计 2021Q1 自有品牌 GMV 略有小滑，但环比 2020Q4 改善明显。随着疫情得到控制，预计 2021 年将迎来业绩拐点。

图1：2020 年公司整体营收下降



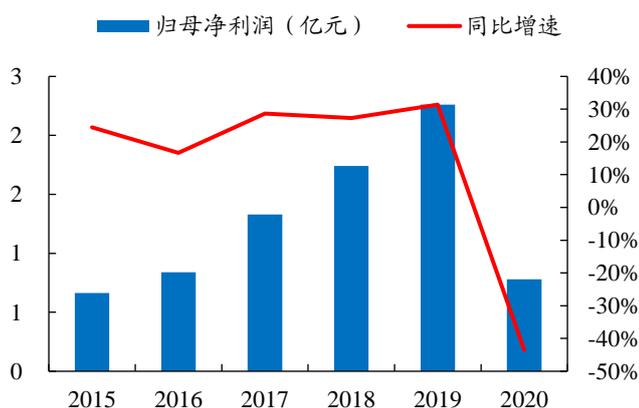
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：2020Q4 收入端同比增速下降



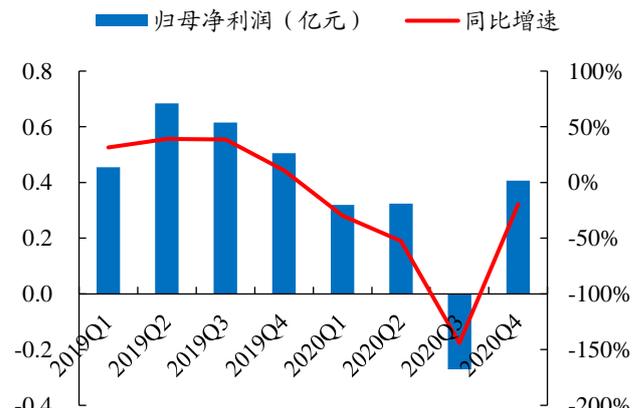
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图3：2020 年公司整体利润率下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图4：2020Q4 净利润环比 Q3 有所改善



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、2C 端：产品结构不断优化，毛利率持续提升

2020 全年 2C 端业务收入约 7.3 亿元，同比下滑 43%，主要是受疫情影响，2020Q1-Q3 业绩承压，但 Q4 已出现拐点，同比下滑逐月收窄。

(1) 营销端：通过和天猫深度合作，公司通过大数据来寻找自有品牌最适合的目标人群，为了将 90 分和小米的客群区分开，公司对 90 分进行了全新的品牌定位。

从品牌矩阵看，公司已经搭建由 90 分（300-800 元）、小米（200-400 元）、大嘴猴（300 元以下）的品牌矩阵。

品牌定位和升级：自有品牌“90 分”通过天猫、京东等电商渠道为时尚青年提供高颜值、高品质、有调性的泛出行产品，并通过严格管控新品毛利率、持续提升新品占比、拓展具有高毛利率空间的包和配饰等新品类进行结构升级。此外，公司获天猫支持，有利于通过大数据精准定位目标客户群。2020Q1“90 分”及旗下“90 分旗舰店”成功入选天猫服饰“服配箱包”、“拉杆箱”类目的品类舰长及“2020Win+项目舰长”。

品牌建设方面，公司积极构建“明星+超头达人主播”矩阵并加强店铺直播，同时首次启用品牌代言人，联合天猫小黑盒 IP，在 9 月发起“出行更出彩”主题的 90 分×欧阳娜娜营销活动，大幅提升品牌知名度。“90 分”品牌的各项运营指标均在稳步提升，我们认为来自 PVH 的管理人员将为公司带来了成熟运营方式及更精准的营销策略，将助力品牌在需求复苏后回到快速增长的轨迹。

大嘴猴主要通过品牌授权的方式进行销售，以拼多多渠道为主，有利于公司提升在低价位段市场的市占率。虽然采用品牌授权模式，公司注重品控，并会指定有助于打造品牌形象的基本款做为必卖款，以提升大嘴猴品牌的产品力和品牌力。

(2) 渠道端：2020 年公司继续扎实推进全渠道布局，在淘系平台市占率保持稳定的同时，在全网继续保持拉杆箱市占率第一，进一步巩固优势地位。同时，类比其他开拓海外业务的小米生态链公司，美国亚马逊和其他海外渠道有望给公司自有品牌带来新的增长点。

(3) 产品端：2020 年延迟推出的新品预计会在 2021Q2 陆续推出，2021 年公司已经推出了两款通勤背包新品。

自有品牌盈利能力不断提升。公司通过不断对自有产品的迭代提升、优化产品结构，持续推出高毛利新品。在品类上，公司增加了包的占比，相比于行李箱，包有着更高的定价空间，毛利率更高，同时也能覆盖更多的用户群。

3、2B 端：新客户+新赛道+新产能，未来增长可期

2020 全年 2B 端业务收入约 12 亿元，同比下滑约 10%，我们认为主要是由于名创优品订单下滑所致，核心客户 NIKE、迪卡侬订单相对稳定。2021 年随着新客户威富集团带来新订单，印尼新增产能得到释放，2B 端整体业务有望在老业务恢复至 2019 年水平的基础上更上一个台阶。

(1) 新客户：公司引进了客户威富集团，在成为威富集团旗下 Kipling 品牌的供应商以后，也陆续成为了威富集团旗下其他品牌，如 Dickies、The North Face、Eagle Creek、JanSport 的供应商。由于涉及多个品牌且威富集团的采购量比较大，来自威富集团的订单有望在 2021 年放量。

其他客户方面，客户结构逐渐优化。随着全球范围内疫情得到控制，NIKE、迪

卡依业绩复苏明显，预计 2021 年来自 NIKE、迪卡侬订单继续保持较快增长。戴尔和华硕等电脑包订单稳定，预计 2021 年保持个位数的增长。低毛利率的名创优品 2020 年订单减少较多，公司客户的结构逐渐优化。

(2) 新赛道：公司通过收购优衣库核心供应商上海嘉乐股份，切入服装和面料赛道。嘉乐是优衣库的战略供应商，未来来自优衣库的订单有较大增长空间，并有望开拓更多优质客户。

(3) 新产能：公司继续推进印尼工厂扩产，以满足 NIKE 以及威富集团等客户的订单需求。公司收购印尼宝岛以后，输出公司管理，工厂效率不断提升。印尼工厂的成本优势、关税优势，有利于公司不断开拓海外代工客户。

4、自有品牌毛利率提升，营运状况良好

毛利率：2020 年公司毛利率为 28.48% (+0.71pct)，其中 90 分品牌毛利率提升 3.7pct，产品升级趋势明显；2020Q4 毛利率为 24.97% (-3pct)。

分品牌拆分：2020 年公司 2B 端毛利率稳定，2C 端毛利率显著提升。

(1) 2B 端毛利率为 29.21%，同比下降 3.36pct，主要系会计政策变更影响，统一口径后毛利率持平；

(2) 2C 端毛利率为 27.85%，同比上升 3.34pct，其中自有品牌 90 分的毛利率为 35.74% (+3.73pct)，小米品牌毛利率为 24.62% (+1.61pct)。自有品牌在受疫情影响下毛利率仍良性增长主要系公司产品结构持续升级所致。预计随着 90 分产品结构升级、供应链效率优化，毛利率将持续提升，2021 年有望超过 40%。

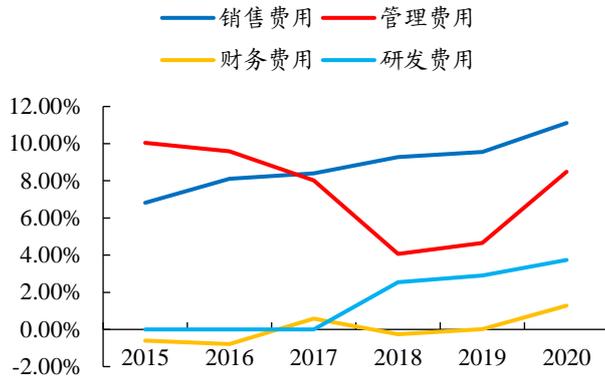
净利率：2020 年公司净利率为 4.01% (-4.38pct)，净利率下降主要系收入下滑、加大对自有品牌的渠道拓展、研发以及市场推广力度，预计 2021 年净利率会显著改善。

费用端：2020 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 11.11%/8.48%/3.74%/1.28%，较 2019 年同期分别提高 1.56pct/3.82pct/0.84pct/1.26pct。其中：

(1) 销售费用提升主要系公司大力开拓市场、开展营销活动，2020Q3 签约新代言人欧阳娜娜相关的营销活动产生较大的费用。

(2) 财务费用较 2019 年度大幅增长主要系银行借款利息支出上升。

(3) 管理费用同比增长主要系公司拓展业务，加强人才引进力度及投资并购导致职工薪酬及社会机构服务费金额增长较多。

图5: 2020 年公司费用投入显著提升


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图6: 2020 年公司净利润下滑


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

营运能力方面:

(1) **存货:** 2020 年底, 公司存货 3.89 亿元, 同比下降 8.56%, 主要原因是本期公司产销规模下降, 相应备货金额减少; 库存商品计提 620 万存货跌价准备, 主要来自名创优品业务, 自有品牌并未出现大额存货跌价准备。

(2) **经营性现金流:** 2020 年公司经营净现金流 1.34 亿元, 较 2019 年同期减少 5.46%, 但明显好于净利润。分季度看, 2020Q1-Q4 经营活动现金净流量分别为 -0.5、0.25、-0.25、1.84 亿元, Q4 现金流改善明显, 由负转正。

5、盈利预测与投资建议

考虑疫情对出行市场影响, 下调盈利预测至 2021-2022 年公司净利润为 2.23/3.04 亿元 (此前预测值为 3.52/4.85 亿元), 预测 2023 年净利润为 4.04 亿元, 对应 EPS 为 0.93/1.27/1.68 元, 当前股价对应 PE 为 28.4/20.8/15.7 倍。考虑到业绩拐点, 继续维持“买入”评级。

6、风险提示

国内疫情影响 2C 业务需求, 海外疫情影响 2B 业务订单等。

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

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