

开润股份 (300577.SZ) 与阿里战略合作，打造 C2M 闭环

2020年10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	2020/10/16
当前股价(元)	39.00
一年最高最低(元)	42.56/24.05
总市值(亿元)	84.78
流通市值(亿元)	40.70
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	1.04
近3个月换手率(%)	152.65

● 与阿里达成供应链战略合作，再添增长潜力，维持“买入”评级

开润股份成为首批阿里巴巴箱包供应链战略合作伙伴，将通过阿里大数据支持驱动智能自动化生产和产业链协同，提升运营效率，增强自身 C2M 超级工厂制造实力。维持盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.00/3.27/4.39 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍，考虑到国内市场出行加速恢复，继续看好公司长期投资逻辑，维持“买入”评级。

● M 端：制造实力获认可，2B 端服装代工新增又一看点

公司多年来坚持精益化生产，挖潜降耗提升产品性价比，且工厂自动化水平业内领先，本次得到阿里平台认可再次验证其制造实力。并且，公司 2B 端近期收购优衣库核心供应商，切入服装赛道打开增长空间，在本次战略合作带动公司制造力水平再提升的背景下，服装代工业务新增看点。未来公司有望联合阿里大数据支持驱动智能自动化生产和产业链协同，提升运营效率，进一步加强 M 端与 C 端的对接，提高制造端对数据流量、市场需求的响应速度与转化率。

● C 端：阿里大数据流量助力 2C 端自有品牌发展

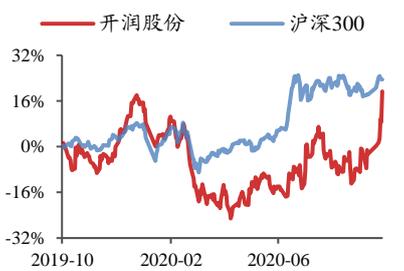
90 分品牌作为天猫品类舰长拥有天猫后台数据中心权限，能够凭借数据支持对消费者购买偏好及主要竞品展开深度分析，挖掘用户需求，提升转化率；大嘴猴品牌入驻淘宝特价版享早期补贴与免费流量支持，获取了大量前端数据，并能够根据数据进行精准的新品开发及订单规划，优势显著，近期销售表现亮眼。

● 优异制造能力+原创设计师+阿里大数据，C2M 闭环推动公司业绩提升

通过 C2M 模式，公司可实现以销定产，降低库存，通过互联网将消费者、设计师和生产者直接连通，并大大缩短传统批量生产周期。考虑到天猫将在未来三年将造就 50 个年度千万单品、20 个 5000 万元俱乐部、5 个 1 亿俱乐部、1 个十亿俱乐部，整体市场规模达 100 亿元，公司作为战略合作伙伴、箱包品类领先品牌商，有望继续加强行业内领跑地位，加速提升销售水平，带动业绩提升。

● 风险提示：疫情二次爆发影响出行市场及海外订单；海外产能释放不达预期。

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-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

《公司信息更新报告-参股优衣库核心供应商，2B 业务剑指 A 股小申洲》-2020.9.24

《公司信息更新报告-上半年疫情影响业绩，2C 端扩品类、扩品牌是亮点》-2020.8.27

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	2,724	3,820	4,981
YOY(%)	76.2	31.6	1.1	40.2	30.4
归母净利润(百万元)	174	226	200	327	439
YOY(%)	30.2	30.1	-11.5	63.6	34.2
毛利率(%)	26.0	27.8	24.1	28.0	28.1
净利率(%)	8.5	8.4	7.3	8.6	8.8
ROE(%)	27.2	26.3	19.3	24.5	25.1
EPS(摊薄/元)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
P/E(倍)	41.5	31.9	36.0	22.0	16.4
P/B(倍)	11.3	8.6	7.1	5.5	4.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1168	1481	1469	2405	2709
现金	240	417	567	767	1108
应收票据及应收账款	253	407	472	514	615
其他应收款	39	20	43	43	71
预付账款	12	11	12	20	22
存货	413	541	304	773	574
其他流动资产	210	86	70	288	320
非流动资产	242	488	497	563	631
长期投资	13	28	41	55	68
固定资产	96	191	179	227	278
无形资产	12	46	51	57	64
其他非流动资产	121	224	226	225	222
资产总计	1410	1970	1966	2968	3341
流动负债	721	1054	867	1551	1489
短期借款	60	108	108	108	108
应付票据及应付账款	542	734	622	1183	1166
其他流动负债	119	212	137	260	215
非流动负债	10	16	15	15	15
长期借款	0	2	1	1	1
其他非流动负债	10	14	14	14	14
负债合计	731	1070	882	1566	1503
少数股东权益	42	66	76	92	113
股本	218	217	217	217	217
资本公积	74	73	73	73	73
留存收益	364	546	732	1037	1446
归属母公司股东权益	636	834	1009	1310	1724
负债和股东权益	1410	1970	1966	2968	3341

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	146	142	201	313	458
净利润	184	237	210	343	461
折旧摊销	12	18	24	29	38
财务费用	-5	1	-2	-4	-10
投资损失	-6	-4	-5	-4	-4
营运资金变动	-25	-91	-25	-51	-26
其他经营现金流	-15	-19	-1	0	-0
投资活动现金流	-176	-26	-26	-92	-101
资本支出	94	67	-9	54	55
长期投资	-60	152	-14	-14	-13
其他投资现金流	-143	193	-49	-52	-60
筹资活动现金流	42	19	-24	-21	-16
短期借款	60	48	0	0	0
长期借款	0	2	-0	-0	-0
普通股增加	97	-0	0	0	0
资本公积增加	-85	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-30	-23	-21	-16
现金净增加额	16	135	150	200	341

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2048	2695	2724	3820	4981
营业成本	1516	1946	2068	2752	3582
营业税金及附加	10	14	15	20	26
营业费用	190	257	244	353	474
管理费用	83	126	115	187	224
研发费用	52	78	58	134	164
财务费用	-5	1	-2	-4	-10
资产减值损失	7	-6	2	-3	-1
其他收益	14	19	17	18	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	4	5	4	4
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	215	282	246	403	544
营业外收入	3	2	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	218	283	247	404	545
所得税	34	46	37	60	84
净利润	184	237	210	343	461
少数股东损益	11	11	10	16	21
归母净利润	174	226	200	327	439
EBITDA	227	295	262	419	561
EPS(元)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	76.2	31.6	1.1	40.2	30.4
营业利润(%)	39.6	31.1	-12.7	63.7	35.0
归属于母公司净利润(%)	30.2	30.1	-11.5	63.6	34.2
获利能力					
毛利率(%)	26.0	27.8	24.1	28.0	28.1
净利率(%)	8.5	8.4	7.3	8.6	8.8
ROE(%)	27.2	26.3	19.3	24.5	25.1
ROIC(%)	25.7	24.4	18.0	23.2	24.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	54.3	44.8	52.8	45.0
净负债比率(%)	-25.0	-33.2	-41.4	-46.3	-53.9
流动比率	1.6	1.4	1.7	1.6	1.8
速动比率	0.7	0.8	1.3	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	9.1	8.2	6.2	7.8	8.8
应付账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	0.92	1.44	2.11
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.84	4.64	6.03	7.93
估值比率					
P/E	41.5	31.9	36.0	22.0	16.4
P/B	11.3	8.6	7.1	5.5	4.2
EV/EBITDA	31.2	23.6	26.0	15.8	11.3

数据来源：贝格数据、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