

# 短期业绩受到疫情影响，积极夯实内功强化长期竞争力

## ——开润股份(300577.SZ) 2020年中报点评

公司简报

### 增持(维持)

当前价: 30.47元

### 分析师

李婕(执业证书编号: S0930511010001)

021-52523339

[lijie\\_yjs@ebscn.com](mailto:lijie_yjs@ebscn.com)

孙未末(执业证书编号: S0930517080001)

021-52523672

[sunww@ebscn.com](mailto:sunww@ebscn.com)

### 市场数据

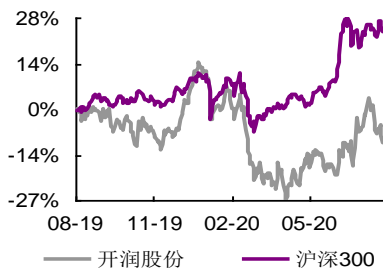
总股本(亿股): 2.17

总市值(亿元): 66.23

一年最低/最高(元): 23.95/39.10

近3月换手率: 63.58%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-7.95	-17.64	-37.52
绝对	-4.42	7.63	-9.71

资料来源: Wind

### 相关研报

双轮驱动业绩快速增长，定增拓展箱包产品品类——开润股份(300577.SZ) 2019年年报点评

..... 2020-04-20

业绩增长符合预期，股票激励绑定管理层利益——开润股份(300577.SZ) 2019年业绩预告点评

..... 2020-01-16

2B业务收入快速增长，2C渠道结构更为多元——开润股份(300577.SZ) 2019年三季报点评

..... 2019-10-29

### ◆上半年业绩承压，2B/2C业务均受到疫情影响

20年上半年公司实现收入9.55亿元、同比下降21.81%，归母净利润6438万元、同比下降43.46%，扣非净利润5811万元、同比下降47.52%，EPS为0.30元。净利润降幅超过收入主要为费用率提升幅度较大。

20Q1/Q2收入分别同比-10.30%、-32.89%，归母净利润分别同比-29.79%、-52.55%。国内、国外疫情先后发酵，Q1公司生产复工和2C业务需求端受到国内疫情影响，另外随着国外疫情加剧，二季度2B业务亦开始受到不利影响、出现客户延迟或取消订单的情况，致Q2收入降幅较Q1扩大。

分业务来看，上半年2B业务收入估计个位数下滑(其中Q1为增长、Q2受国外疫情影响现下滑)；2C业务收入估计下滑超过30%、因出行需求持续疲软和防护措施较严、Q2降幅估计较Q1扩大。

### ◆费用率提升，存货和应收账款周转放缓，现金流略有改善

毛利率: 20年上半年公司毛利率同增1.45PCT至29.58%，主要为业务结构变化、毛利率较高的2B业务占比提升，另外2C业务毛利率有所提升也有贡献、系公司加强成本控制所致。

分季度来看，20Q1/Q2单季度毛利率分别为31.49%(同比+6.71PCT)、27.12%(-4.23PCT)。

费用率: 公司期间费用率同比增加7.11PCT至23.35%，其中销售、管理、研发、财务费用率分别为11.77%(+2.80PCT)、7.79%(+3.69PCT)、4.28%(+1.37PCT)、-0.48%(-0.74PCT)。销售费用率提升主要为疫情致收入下滑同时费用刚性，销售费用总额同比提升2.54%；管理费用率提升、同时管理费用总额同比增48.35%，主要为公司拓展业务、加强人才引进力度致职工薪酬等增加；研发费用率提升、研发费用总额同比增14.96%，主要为材料费、职工薪酬等增加。

20Q1/Q2期间费用率分别同比+8.99、+5.31PCT。

其他财务指标: 1) 20年6月末公司存货较年初减少14.04%至4.65亿元、较19年6月末增加3.92%，存货周转率为1.34、较19H1的2.04有所放缓。

2) 应收账款较年初减少31.62%至2.78亿元、较19年6月末减少19.22%，应收账款周转率为2.79、较19H1的4.11周转放缓。

3) 20H1经营净现金流为-2451万元、同比净流出幅度缩小4.57%。

### ◆2B业务: 新拓展客户VF和时尚女包品类，可转债、定增助力业务推进

在2020年疫情背景下，2B业务国内和国外产能先后受到疫情影响、但目前产能利用率均已恢复至90%以上。另外，在业务上公司继续拓展优质客户、扩充品类，多方面夯实内功。

客户方面，新拓展客户VF集团(旗下拥有Timberland、The North Face、Vans、Kipling、JanSport、Eagle Creek等知名品牌，其中Kipling、JanSport以销售休闲包袋、户外包袋和旅行箱为主)，该客户其2020财年(2019年

3月31日至2020年3月28日)的销售收入为104.89亿美元,在箱包品类上的采购量上具备较大挖掘空间。

品类方面,2B业务进入时尚女包生产制造领域,目前已建立完善的研发、生产、销售团队,业务负责人从事时尚品牌业务近20年、较为资深,该业务已实现小批量生产,并与菲安妮、Samantha、Teenage engineering、Buko等多个客户展开合作。

2020年1月公司完成2.23亿元可转债发行,4月发布定增预案、8月更新为定增募集不超过6.74亿元,投向印尼箱包生产基地建设(拟投入2.93亿元)、滁州米润科技有限公司时尚女包生产项目(1.52亿元)、信息化建设项目(4996万元)、补充流动资金(1.99亿元)。以上融资将提高公司资金实力、助力各项业务稳步推进。

#### ◆2C业务:90分地位强化、拥抱新渠道、拓展大嘴猴品牌授权

公司在2C业务上,继续强化90分品牌的优势地位,90分品牌及旗下“90分旗舰店”于20H1成为了天猫服饰“服配箱包”行业“拉杆箱”品类的品类舰长及“2020Win+项目舰长”,在“拉杆箱”品类的生意拓展、GROW方法论及场景应用上与天猫服饰“服配箱包”行业开展深度合作,共同挖掘、组合各项优质资源,平台协助品牌将新品和营销资源落地,推动商家优化组织结构,有助于公司进一步提升数字化运营能力和扩充市场份额。

品类方面,公司进入健身器材领域,相关业务负责人曾在世界知名体育品牌工作,对运动器材的供应链具有丰富的运营管理经验,目前已推出首款产品走步机,反响良好。

同时,公司积极拓展渠道布局,在小米、天猫、京东、社交电商、有品、海外等渠道基本盘基础上,拥抱新营销/销售形式,试水网红直播带货/店铺直播等新兴渠道。

品牌阵容建设方面,公司取得了知名品牌“大嘴猴(Paul Frank)”在箱包和雨伞等品类上的品牌授权,进而形成了大嘴猴、小米、90分的产品品牌矩阵,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。“大嘴猴”未来将依托淘宝特价版、天猫等精准平台和流量大幅拓展箱包等领域的下沉市场,有助于提升公司的规模及市场份额。

#### ◆短期疫情影响消化中、长期竞争优势待凸显

我们认为:1)短期在2020年疫情影响下国内外出行需求疲弱、影响公司销售,但随着国内外疫情逐步得到控制、居民生活正常化,公司订单将逐步迎来改善、三季度已经开始有所体现。

2)长期来看公司竞争力不改,2B业务领域客户优质(包括耐克、迪卡侬、惠普、戴尔、VF集团等),2C业务领域90分品牌在箱包品类销售领先、形成较强品牌影响力,随着公司逐步拓宽品类和品牌、优化客户,未来成长仍可期待。另外,疫情将带来行业被动去产能,公司作为经营稳健、财务实力突出的龙头将受益、市场份额有望更为集中。

考虑到上半年疫情影响超预期,下调20~22年EPS为0.89、1.37、1.82元、20年PE34倍,维持“增持”评级。

◆风险提示：疫情影响超出预期、品类拓展不及预期、客户流失、渠道拓展不及预期等。

#### 业绩预测和估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,048	2,695	2,535	3,460	4,334
营业收入增长率	76.19%	31.58%	-5.95%	36.50%	25.26%
净利润（百万元）	174	226	193	297	396
净利润增长率	30.23%	30.09%	-14.73%	54.00%	33.54%
EPS（元）	0.80	1.04	0.89	1.37	1.82
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.30%	27.10%	19.25%	23.42%	24.75%
P/E	38	29	34	22	17
P/B	10.4	7.9	6.6	5.2	4.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年8月28日

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,048	2,695	2,535	3,460	4,334
营业成本	1,516	1,946	1,845	2,475	3,097
折旧和摊销	12	16	19	22	27
税金及附加	10	14	13	17	22
销售费用	190	257	243	332	390
管理费用	83	126	137	187	234
研发费用	52	78	74	100	126
财务费用	-5	1	1	-3	-3
投资收益	6	4	5	5	5
营业利润	215	282	241	370	493
利润总额	218	283	244	373	496
所得税	34	46	40	61	81
净利润	184	237	205	313	415
少数股东损益	11	11	12	16	19
归属母公司净利润	174	226	193	297	396
EPS(按最新股本计)	0.80	1.04	0.89	1.37	1.82

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	146	142	144	388	440
净利润	174	226	193	297	396
折旧摊销	12	16	19	22	27
净营运资金增加	234	-72	48	74	124
其他	-273	-28	-116	-6	-107
投资活动产生现金流	-176	-26	-121	-160	-95
净资本支出	-94	-67	-140	-140	-100
长期投资变化	13	28	0	0	0
其他资产变化	-96	14	19	-20	5
融资活动现金流	42	19	-59	-89	-73
股本变化	97	0	0	0	0
债务净变化	60	49	-33	-61	-13
无息负债变化	180	289	-94	286	284
净现金流	16	135	-36	139	272

## 主要指标

盈利能力 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率	26.0%	27.8%	27.2%	28.5%	28.5%
EBITDA 率	10.6%	11.7%	10.4%	11.6%	12.2%
EBIT 率	10.0%	11.1%	9.7%	10.9%	11.5%
税前净利润率	10.6%	10.5%	9.6%	10.8%	11.4%
归母净利润率	8.5%	8.4%	7.6%	8.6%	9.1%
ROA	13.1%	12.0%	10.1%	12.4%	13.2%
ROE (摊薄)	27.3%	27.1%	19.2%	23.4%	24.8%
经营性 ROIC	22.8%	27.3%	18.9%	24.6%	28.3%

偿债能力	2018	2019	2020E	2021E	2022E
资产负债率	52%	54%	47%	46%	46%
流动比率	1.62	1.41	1.52	1.54	1.63
速动比率	1.05	0.89	0.94	0.95	1.04
归母权益/有息债务	10.60	7.63	13.17	84.06	980.13
有形资产/有息债务	23.14	16.58	23.88	150.64	1742.12

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按最新股本摊薄测算

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
总资产	1,410	1,970	2,022	2,529	3,152
货币资金	240	417	380	519	791
交易性金融资产	0	20	10	10	10
应收账款	250	407	385	460	555
应收票据	3	0	0	0	0
其他应收款(合计)	39	20	23	32	40
存货	413	541	542	676	845
其他流动资产	210	66	66	66	66
流动资产合计	1,168	1,481	1,417	1,777	2,325
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	13	28	28	28	28
固定资产	96	191	256	319	344
在建工程	6	14	17	20	18
无形资产	12	46	95	142	189
商誉	0	91	91	91	91
其他非流动资产	70	65	65	65	65
非流动资产合计	242	488	606	752	827
总负债	731	1,070	943	1,167	1,438
短期借款	60	108	74	13	0
应付账款	342	478	461	619	774
应付票据	201	257	240	322	403
预收账款	13	16	15	21	26
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	721	1,054	930	1,155	1,425
长期借款	0	2	2	2	2
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	9	9	9	9
非流动负债合计	10	16	12	12	12
股东权益	679	900	1,079	1,362	1,714
股本	218	217	217	217	217
公积金	111	121	141	170	182
未分配利润	326	498	646	883	1,205
归属母公司权益	636	834	1,001	1,267	1,601
少数股东权益	42	66	78	94	113

费用率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售费用率	9.27%	9.55%	9.60%	9.60%	9.00%
管理费用率	4.07%	4.66%	5.40%	5.40%	5.40%
财务费用率	-0.25%	0.02%	0.02%	-0.07%	-0.08%
研发费用率	2.55%	2.90%	2.90%	2.90%	2.90%
所得税率	15%	16%	16%	16%	16%

每股指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
每股红利	0.20	0.12	0.14	0.29	0.38
每股经营现金流	0.67	0.65	0.66	1.78	2.02
每股净资产	2.92	3.84	4.61	5.83	7.37
每股销售收入	9.41	12.39	11.66	15.92	19.94

估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
PE	38	29	34	22	17
PB	10.4	7.9	6.6	5.2	4.1
EV/EBITDA	31.4	21.6	25.6	16.8	12.5
股息率	0.7%	0.4%	0.5%	0.9%	1.3%

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 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。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼