

纺织服装

2017年09月26日

开润股份 (300577)

——员工持股绑定高管利益，高配管理层推动公司高增长

报告原因：有信息公布需要点评

增持 (维持)

市场数据：2017年09月25日

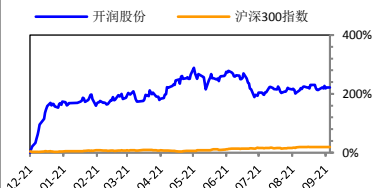
收盘价(元)	50.17
一年内最高/最低(元)	112.18/19.58
市净率	10.7
息率(分红/股价)	1.00
流通A股市值(百万元)	1505
上证指数/深证成指	3341.55 / 10930.67

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	4.68
资产负债率%	30.61
总股本/流通A股(百万)	121/30
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《开润股份(300577)点评：业绩超预期，增持润米显示自主品牌发展信心》
2017/07/31《开润股份(300577)点评：业绩持续高增长，自主品牌“90分”超预期爆发》
2017/04/13

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

唐宋媛 A0230117010003
tangsy@swsresearch.com

联系人

唐宋媛
(8621)23297818×7417
tangsy@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司股东大会通过一期员工持股计划，实控人兜底彰显信心，核心管理层参与持股，利益进一步理顺。1) 公司公告不超过300名员工拟使用不超过1.53亿元购买公司股票，数量约305万股，占总股本约2.52%。同时业绩考核18-21年净利润较16年增长32%/52%/75%/101%。2) 实控人承诺对购买股票的2/3资金提供借款，另员工1/3自付资金可能出现的亏损予以补偿，充分彰显信心。3) 核心高管退出子公司润米股权，转持股上市公司，同时上市公司增持润米，整体利益趋于一致。公司7月公告上市公司增持B2C业务子公司润米股权，其中核心管理层张溯退出全部润米持股，后参与8月股权激励及本次员工持股，上市公司利益理顺。
- 公司高度重视团队建设，积极推进股权激励，绑定核心管理层利益。1) 公司上市后新聘任包括原迪卡侬中国区高管、雕爷牛腩和阿芙精油联合创始人刘苗在内的多位人才，为公司快速发展储备力量。2) 8月4日公司向丁丽君、张溯、刘苗等148名核心人员授予95万股限制性激励股票(占总股本0.79%)，绑定核心团队利益。
- 增持润米增厚B2C业务业绩贡献，看好硕米新定位落地。1) “90分”品牌经营主体润米发展势头迅猛，增持润米将直接增厚上市公司业绩。润米17H1营收1.58亿元(16年2.0亿)，归母净利润1531万元(16年亏损465万)。上市公司对价1.56亿元现金增持润米25.9%股权至76.9%，彰显B2C业务信心。2) 公司另一与小米合资子公司硕米新定位有望于18年落地，看好其复制润米成功，打造公司新增长点。
- B2B+B2C双向推进符合预期。1) 箱包代工老客户深入合作+拓展新客户，预计2017年B2B仍有25%+增长。公司精益化生产能力强，受到大流量平台青睐，17年成为巨头迪卡侬全球最顶级2家合作伙伴之一，未来将受益其订单集聚。紧跟新零售，新合作网易严选、名创优品等优质客户。2) 自主品牌“90分”高增长，聚焦智能出行，有序拓展品类。“90分”在中国拉杆箱市占率已居第2，仅次于新秀丽。围绕箱包鞋服，扩展了真皮板鞋、轻薄羽绒服等产品，同时涵盖钱包、颈枕等周边配件，丰富SKU，进一步深化出行场景品牌定位。3) 自主品牌持续挖掘小米、京东渠道红利，全渠道布局充分挖掘潜力。17H1小米渠道销售比重约65%，京东众筹和旗舰店贡献销售持续增长占比已超10%，未来将持续发挥股东流量优势。同时进入罗辑思维等垂直平台，线下进驻小米体验店，海外布局小米海外和亚马逊渠道。
- 公司是A股小米生态圈唯一上市标的，代工板块与自主品牌共同发力，业绩持续50%+高速增长确定性高，维持“增持”评级。17年公司B2B+B2C业务均实现高增长，且增持润米彰显对自主品牌长期发展的信心并直接增厚上市公司业绩，“团队建设+股权激励+职工持股”深度绑定高配团队，理顺利益机制。我们维持原有盈利预测，17-19年归母净利润1.35/2.02/2.68亿元，对应PE分别为45/30/23倍。

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	776	495	1,202	1,750	2,358
同比增长率(%)	57.00	46.43	54.90	45.60	34.80
净利润(百万元)	84	60	135	202	268
同比增长率(%)	26.81	76.59	61.10	49.30	32.60
每股收益(元/股)	1.26	0.50	1.12	1.67	2.22
毛利率(%)	28.8	31.7	31.6	32.4	32.8
ROE(%)	15.7	10.7	20.2	23.2	23.5
市盈率	40		45	30	23

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

表 1: 开润股份盈利预测表

单位: 百万元, 元

利润表							
	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	295	417	494	776	1,202	1,750	2,358
二、营业总成本	272	371	429	693	1,044	1,507	2,020
其中: 营业成本	213	298	344	553	822	1,183	1,584
营业税金及附加	2	2	4	5	7	11	14
销售费用	21	29	34	63	99	145	198
管理费用	30	36	50	74	118	168	224
财务费用	5	1	(3)	(6)	0	0	0
资产减值损失	2	6	1	4	(2)	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	(0)	0	0	0
三、营业利润	23	46	65	83	157	242	338
加: 营业外收入	7	9	11	13	16	16	16
减: 营业外支出	0	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	30	54	76	96	173	258	354
减: 所得税	7	12	13	15	26	39	53
五、净利润	23	42	63	81	147	220	301
少数股东损益	0	0	(3)	(3)	12	18	33
归属于母公司所有者的净利润	23	42	66	84	135	202	268
六、基本每股收益	0.00	0.84	1.32	1.68	2.03	3.03	4.02
全面摊薄每股收益	0.19	0.84	1.32	1.68	1.12	1.67	2.22

资料来源: Wind, 申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

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。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral) : 相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。