开润股份（300577.SZ）

公司快报

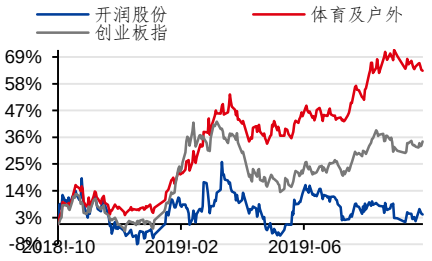
纺织服装 | 体育及户外 III

投资评级	买入-B(维持)
股价(2019-10-25)	32.50 元

交易数据

总市值（百万元）	7,069.30
流通市值（百万元）	2,094.42
总股本（百万股）	217.52
流通股本（百万股）	64.44
12 个月价格区间	27.35/39.48 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.51	-12.13	-32.53
绝对收益	-3.33	-4.86	0.1

分析师 王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsc.cn
021-20377089

报告联系人 吴雨舟
wuyuzhou@huajinsc.cn
021-20377061

相关报告

开润股份：B2C 及印尼工厂推动营收增长，费用提升影响净利率 2019-08-29

开润股份：2017H1 业绩增长超预期，自主品牌“90 分”继续发力，全年高增长可期 2017-07-13

开润股份：打造传统箱包行业与互联网结合业态 2017-02-07

三季度归母净利增长 39%，延续良好的增长态势

事件

公司披露三季报。前三季度实现营收 19.53 亿元，同比增长 35.48%，归母净利 1.75 亿元，同比增长 36.91%，基本每股收益约 0.81 元。其中三季度实现营收 7.33 亿元，同比增长 27.57%，归母净利 6155 亿元，同比增长 38.58%。

投资要点

- **Q3 归母净利增长 39%，延续良好的增长态势：**营收端，公司 Q1、Q2、Q3 分别实现营收增长 44%、38%、28%，Q3 增速有所放缓，主要源于 Q3 主营业务与收入增速由上半年的 47%放缓至 34%，随着公司国内 B2C 业务逐步成熟，增速有所放缓。净利端，公司 Q1、Q2、Q3 归母净利分别增长 32%、39%、39%，Q3 利润增速稳定。整体来看公司 B2B 业务获取 Nike 等优质客户资源，B2C 业务保持增长态势，多元渠道持续优化，产品结构不断完善，推动公司保持良好的增长态势。

- **自有品牌占比推升单季度毛利率，净利率提升贡献业绩增长：**盈利能力方面，自有品牌占比提升推动三季度毛利率同比提升 1.10pct 至 26.94%，对应物流费用、市场开拓费用等增加推动单季度销售费用率升高 1.07pct 至 9.42%，管理费用率提升 0.46pct 至 7.74%，另有汇率波动使三季度财务费用率降低 0.76pct 至-0.64%，公司期间费用率合计提升 0.81pct 至 16.53%。毛利率提升覆盖了费用率的提升，最终三季度净利率同比微升 0.23pct 至 8.62%。现金流方面，销售商品现金流入推动经营活动现金流入同比增加 22.3%，购买商品现金流出及职工薪酬现金流出比例提升，推动金鹰活动现金流出同比增加 24.8%，最终三季度经营活动现金流量净额同比下降 30%至 3489 万元。

- **上半年 B2C 及印尼工厂推动营收快速增长：**回顾上半年，分区域看，公司国内外实现营收占比分别约 66%、34%。上半年 B2C 渠道增速放缓、盈利能力提升，国内渠道盈利能力大幅改善。国外业务受益于印尼工厂 2 月完成收购，切入 NIKE 供应商体系，产能规模和订单数量加速扩张，上半年毛利率有所下降。

- **投资建议：**开润股份是国内箱包龙头，与世界知名品牌保持长期合作关系，自有品牌箱包销售快速增长。我们预测公司 2019 年至 2021 年每股收益分别为 1.07、1.40 和 1.75 元。净资产收益率分别为 28.0%、28.8%和 28.4%，目前公司 PE（2019E）约为 30 倍，维持“买入-B”建议。

- **风险提示：**客户集中的风险；自有品牌推广或不及预期；汇率波动的风险；中美贸易关系或影响出口业务。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,162.4	2,048.1	2,884.2	3,853.3	4,904.3
同比增长(%)	49.8%	76.2%	40.8%	33.6%	27.3%

营业利润(百万元)	154.1	215.1	289.2	379.0	475.8
同比增长(%)	85.5%	39.6%	34.4%	31.1%	25.5%
净利润(百万元)	133.4	173.7	232.7	304.4	381.5
同比增长(%)	58.8%	30.2%	34.0%	30.8%	25.3%
每股收益(元)	0.61	0.80	1.07	1.40	1.75
PE	53.0	40.7	30.4	23.2	18.5
PB	14.5	11.1	8.5	6.7	5.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,162.4	2,048.1	2,884.2	3,853.3	4,904.3
减:营业成本	818.2	1,515.9	2,075.5	2,769.2	3,522.8
营业税费	6.6	10.0	14.1	18.9	24.0
销售费用	97.7	189.9	300.0	404.6	524.8
管理费用	93.3	83.3	201.9	277.4	358.0
财务费用	6.8	-5.1	2.1	2.5	-2.9
资产减值损失	3.2	7.1	7.8	8.6	9.5
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	4.7	5.7	6.3	6.9	7.6
营业利润	154.1	215.1	289.2	379.0	475.8
加:营业外净收支	9.1	2.9	2.9	2.9	2.9
利润总额	163.3	218.0	292.0	381.9	478.7
减:所得税	21.4	33.6	45.0	58.9	73.8
净利润	133.4	173.7	232.7	304.4	381.5

资产负债表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	192.3	239.9	432.6	578.0	735.7
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	209.3	249.9	396.9	467.2	632.5
应收票据	-	3.0	1.2	4.4	2.8
预付帐款	4.7	12.4	11.0	20.2	19.5
存货	283.4	413.5	509.0	644.9	764.2
其他流动资产	150.7	249.4	261.9	275.0	288.7
可供出售金融资产	4.6	4.0	4.2	4.4	4.6
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	3.7	13.1	13.1	13.1	13.1
投资性房地产	33.2	31.5	31.5	31.5	31.5
固定资产	86.8	95.6	151.1	216.5	231.7
在建工程	2.3	5.8	38.3	51.7	21.3
无形资产	10.1	11.7	13.3	14.9	16.7
其他非流动资产	8.7	80.0	83.8	87.8	92.2
资产总额	989.7	1,409.8	1,947.8	2,409.9	2,854.7
短期债务	-	60.0	127.1	144.6	3.1
应付帐款	377.3	341.5	642.7	670.5	1,000.0
应付票据	43.9	200.6	134.2	312.5	255.8
其他流动负债	60.5	119.2	121.2	137.8	141.0
长期借款	-	-	25.8	-	-
其他非流动负债	9.2	9.9	10.4	10.9	11.5
负债总额	491.0	731.2	1,061.4	1,276.3	1,411.4
少数股东权益	10.9	42.4	56.6	75.3	98.7
股本	120.8	217.6	217.5	217.5	217.5
留存收益	388.4	437.5	612.3	840.8	1,127.1
股东权益	498.7	678.7	886.4	1,133.6	1,443.3

财务指标

（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年增长率					
营业收入增长率	49.8%	76.2%	40.8%	33.6%	27.3%
营业利润增长率	85.5%	39.6%	34.4%	31.1%	25.5%
净利润增长率	58.8%	30.2%	34.0%	30.8%	25.3%
EBITDA 增长率	84.5%	64.9%	20.3%	32.8%	23.7%
EBIT 增长率	92.4%	67.2%	17.6%	31.0%	23.9%
NOPLAT 增长率	114.7%	27.1%	38.7%	31.0%	23.9%
投资资本增长率	90.7%	47.4%	27.1%	18.3%	1.0%
净资产增长率	-8.0%	36.1%	30.6%	27.9%	27.3%
盈利能力					
毛利率	29.6%	26.0%	28.0%	28.1%	28.2%
营业利润率	13.3%	10.5%	10.0%	9.8%	9.7%
净利润率	11.5%	8.5%	8.1%	7.9%	7.8%
EBITDA/营业收入	13.6%	12.7%	10.8%	10.8%	10.5%
EBIT/营业收入	12.7%	12.1%	10.1%	9.9%	9.6%
偿债能力					
资产负债率	49.6%	51.9%	54.5%	53.0%	49.4%
负债权益比	98.4%	107.7%	119.7%	112.6%	97.8%
流动比率	1.74	1.62	1.57	1.57	1.75
速动比率	1.16	1.05	1.08	1.06	1.20
利息保障倍数	21.76	-48.23	139.45	151.82	-164.44
营运能力					
固定资产周转天数	25	16	15	17	16
流动营业资本周转天数	35	38	34	27	22
流动资产周转天数	237	177	174	168	163
应收帐款周转天数	58	40	40	40	40
存货周转天数	61	61	58	54	52
总资产周转天数	279	211	210	204	193
投资资本周转天数	61	57	54	50	43
费用率					
销售费用率	8.4%	9.3%	10.4%	10.5%	10.7%
管理费用率	8.0%	4.1%	7.0%	7.2%	7.3%
财务费用率	0.6%	-0.3%	0.1%	0.1%	-0.1%
三费/营业收入	17.0%	13.1%	17.5%	17.8%	17.9%
投资回报率					
ROE	27.3%	27.3%	28.0%	28.8%	28.4%
ROA	14.3%	13.1%	12.7%	13.4%	14.2%
ROIC	102.5%	68.3%	64.3%	66.2%	69.4%
分红指标					
DPS(元)	0.18	0.20	0.27	0.35	0.44
分红比率	29.9%	25.1%	25.0%	25.0%	25.0%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.8%	1.1%	1.3%

现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	141.8	184.4	232.7	304.4	381.5
加:折旧和摊销	9.6	12.4	21.3	33.6	40.6
资产减值准备	3.2	7.1	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	0.7	-0.1	2.1	2.5	-2.9
投资损失	-4.7	-5.7	-6.3	-6.9	-7.6
少数股东损益	8.4	10.7	14.3	18.7	23.4
营运资金的变动	-116.5	-145.8	-18.2	-12.7	-23.8
经营活动产生现金流量	154.0	146.0	245.8	339.5	411.1
投资活动产生现金流量	-316.0	-176.3	-104.7	-107.5	-19.7
融资活动产生现金流量	-30.0	42.2	51.6	-86.7	-233.8

业绩和估值指标

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
EPS(元)	0.61	0.80	1.07	1.40	1.75
BVPS(元)	2.24	2.93	3.81	4.87	6.18
PE(X)	53.0	40.7	30.4	23.2	18.5
PB(X)	14.5	11.1	8.5	6.7	5.3
P/FCF	-726.3	64.0	31.9	34.2	30.2
P/S	6.1	3.5	2.5	1.8	1.4
EV/EBITDA	23.5	26.2	21.5	15.9	12.3
CAGR(%)	31.6%	30.0%	45.0%	31.6%	30.0%
PEG	1.7	1.4	0.7	0.7	0.6
ROIC/WACC	9.9	6.6	6.2	6.4	6.7

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司
地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层
电话：021-20655588
网址： www.huajinsc.cn