

# 开润股份 (300577)

证券研究报告

2019年10月27日

## 19年前三季度业绩持续快速增长，继续重点推荐

**事件：**公司公布 19 年前三季度业绩，实现营收 19.54 亿元 (+35.48%)，实现归母净利润 1.75 亿元 (+36.91%)，实现扣非净利润 1.63 亿元 (+43.42%)，业绩保持快速增长，符合我们此前预期以及公司此前预告。19Q3 单季度公司实现营收 7.33 亿元 (+27.57%)，实现归母净利润 6155 万元 (+38.58%)，实现扣非净利润 5183 万元 (+31.86%)。

**B2C 业务：**公司 B2C 业务保持持续增长态势，多元化渠道持续优化，产品结构不断完善。公司自有渠道预计实现 80%-100% 的增速，小米渠道占比逐渐减小，预计 19 年全年小米渠道占比能够降至 50% 左右。我们预计公司 19 年前三季度 B2C 业务实现 35%-40% 左右增长，19Q3 单三季度 B2C 业务实现 20% 以上增长。19Q3 单季度 B2C 业务增速有所放缓，但全年仍旧维持 B2C 业务 14 亿左右的营收规模。

**B2B 业务：**得益于拓展了 NIKE 公司等优质客户资源，公司 B2B 业务保持快速增长，预计 19 年前三季度实现 45%-50% 左右增长；19Q3 单季度 B2B 业务实现 40% 以上增长。我们继续看好公司代工业务的发展，随着未来印尼工厂产能的进一步扩充，预计公司 B2B 业务仍能保持快速增长。

### 毛净利率持续提升，盈利能力有所提升

**毛利率：**19 年前三季度公司实现销售毛利率 27.69% (+2.16pct)，毛利率持续提升，我们认为主要系毛利率较高的 B2B 业务实现快速增长，使得占比提升，拉升整体毛利率水平；此外，公司 B2C 业务盈利水平提升也是整体毛利率提升的原因之一。19Q3 单季度公司销售毛利率 26.95% (+1.10pct)。我们预计目前公司 B2C 业务毛利率有所提升，预计在 25%-30% 之间；B2B 毛利率预计在 30% 以上。

**费用率：**19 年前三季度公司实现销售、管理+研发、财务费用率分别为 9.14% (+1.19pct)、7.29% (+0.26pct)、-0.08% (+0.18pct)，公司销售费用率有所提升主要系公司物流快递、职工薪酬及市场开拓费用增长金额较大所致；管理及财务费用率略有提升，变化不大。19Q3 单季度公司销售、管理+研发、财务费用率分别为 26.95% (+1.1pct)、7.75% (+0.46pct)、-0.64% (-0.76pct)。

**所得税率：**19 年前三季度公司所得税率为 17.33% (+2.55pct)，有所提升；19Q3 单季度为 19.34% (+3.11pct)。

**净利率：**从归母净利率来看，19 年前三季度为 8.94% (+0.07pct)；19Q3 单季度为 8.46% (+0.79pct)。从扣非净利率来看，公司 19 年前三季度扣非净利率为 8.34% (+0.5pct)；19Q3 单季度扣非净利率为 7.09% (+0.3pct)，公司净利率持续提升。

**估算：B2C：**随着公司自有渠道的拓展及占比的不断提升，我们预计 19 年公司 B2C 业务毛利率有望提升 4-5pct 至 25% 以上；同时随着公司 B2C 业务不断占领市场份额，规模不断扩大，费用率将会有所下降，净利率仍有一定提升空间，预计 19 年能够提升 1-2pct 至 6%-7% 左右，未来两年有望持续提升。

**B2B：**我们预计公司 B2B 业务毛利率、净利率持续提升，参照给国际品牌做 ODM 的公司，我们预计未来净利率可以逐渐提高到 10% 左右。

### 存货规模有所提升，19Q3 单季度现金流环比改善明显

**存货：**19 年前三季度公司存货规模为 4.26 亿元 (+39.15%)，相比年初增加 3.1%，存货规模有所增长，我们认为主要系公司备货影响所致。从存货周转率来看，19 年前三季度存货周转率为 3.37 次 (-0.27 次)，有所下降。

**应收账款：**19 年前三季度公司应收账款规模为 4.61 亿元，相比年初增加 84.26%，主要系公司产销规模增长所致。

**经营性现金流净额：**19 年前三季度公司经营性现金流净额为 921 万元 (-91.91%)，降幅较大主要系公司印尼工厂项目前期投入较多营运资本所致，我们认为是短期影响，未来将持续改善。19Q3 单季度公司经营性现金流净额为 3489 万元，环比 19Q3 的-897 万元，又正转负，改善明显。

### 投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	32.5 元
目标价格	元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	217.52
流通 A 股股本(百万股)	64.44
A 股总市值(百万元)	7,069.30
流通 A 股市值(百万元)	2,094.42
每股净资产(元)	3.58
资产负债率(%)	52.27
一年内最高/最低(元)	39.48/27.35

### 作者

**吕明** 分析师  
 SAC 执业证书编号: S1110518040001  
 lvming@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《开润股份-公司点评:19 年前三季度业绩符合我们此前预期，继续坚定推荐》2019-10-15
- 2 《开润股份-公司专题研究:开润股份 2.0 时代 (II): 90 分品牌进化论》2019-09-24
- 3 《开润股份-半年报点评:19H1 扣非净利润超预期，盈利能力大幅提升》2019-08-29

开润股份作为我们重点推荐标的，业绩保持持续快速增长，继续重点推荐。

**B2C：**目前公司 B2C 业务 90 分品牌已经进入 2.0 时代，随着公司在产品、品类、渠道、品牌宣传上的逐步发力，预计 B2C 业务未来仍能保持 30%左右的增长，盈利能力将不断提升。

**1) 扩渠道：**除了小米直营系渠道，公司一直在拓展自有渠道，如有品渠道、90 分天猫旗舰店、90 分京东旗舰店等不断发力，占比逐步提升，预计 19 年公司自有渠道能够实现 50%左右的占比；同时公司自有渠道增速较快也将拉动公司 B2C 业务的增速逐步提升；另外 2019 年是线下渠道和海外渠道的蓄力年，也将为 90 分未来提供后续增长动力。

**2) 扩品类：**90 分定位“出行消费品”，除了箱包核心品类，也在积极开拓泛出行产品，如功能性鞋服、出行配件等产品，可以增加对顾客的购买频次，丰富 90 分的品牌内涵。

**3) 品牌营销：**我们多次强调 90 分品牌已经进入 2.0 时代，即我们应该以独立品牌的视角来看待 90 分品牌。2019 年开始，90 分品牌开始塑造品牌形象进行品牌宣传，打破产品知名度高于品牌知名度的现状。公司加大品牌营销推广力度，通过线下传统硬广、线上社交媒体宣传、事件营销、KOL 种草带货及热点追踪等品牌营销策略来丰富品牌内涵，塑造清晰的品牌形象。

**B2B：**公司 B2B 代工业务目前已经切入 NIKE 供应链体系，并通过购买土地用以海外生产扩建，为公司 B2B 业务的发展提供后续增长动力。我们预计未来印尼工厂能够实现 35%-40%的快速增长，原有 B2B 业务能够实现 20%左右的增长；另外随着印尼工厂效率的提升，净利率的逐步提升，我们预计公司 B2B 净利率仍有提升空间。

**1) 印尼工厂效率及盈利能力持续提升：**2019 年 2 月公司完成 NIKE 印尼工厂收购后，生产效率明显改善，预计已经提高到收购前的 80%，净利率预计在 7%左右。随着印尼工厂效率的逐步改善，我们预计 19 年 B2B 业务净利率能够实现 10%左右的水平。同时由于我国体育服饰行业持续高景气，18 年行业增速达到 19.52%（数据来自欧睿国际），公司已经切入 NIKE 供应链体系，为公司后续增长提供持续动力；未来有望继续切入 Adidas 等全球运动巨头供应链。

**2) 购买土地提升海外生产基地规模：**公司子公司印尼宝岛公司拟用 4421 万元购买印尼 1.43 万平方米土地；子公司印尼锦林公司拟用 1800 万元购买 4.7 万平方米土地。这部分土地主要作为公司海外生产基地扩建的储备用地，有利于提升公司海外生产基地的产能规模。

**维持“买入”评级，维持公司 19 年盈利预测**

公司自 2015 年推出自有品牌 90 分以来，规模不断提升，18 年在中国市场的销量已经超过新秀丽。19 年以来我们发现公司 90 分品牌的发展思路已经从追求“量”为主转变为追求“量+质”相结合。这一过程中，收入增速略有放缓，但盈利能力有所提升。我们维持 19 年盈利预测，但考虑到公司在追求“量+质”的过程中，收入增速有所放缓，我们略下调 2020/2021 年盈利预测，但绝对数额并没有出现大幅下降的情况。由此，预计 19 年-21 年实现归母净利润 2.3、3.05、4.02 亿元，同比增长 32.61%、32.55%、31.53%。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.06/1.40/1.85 元（20 年及 21 年原值为 1.55/2.20 元）。

**风险提示：**非米系渠道拓展较慢、费用率大幅提升、海外工厂管理风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162.44	2,048.07	2,828.94	3,687.58	4,773.19
增长率(%)	49.84	76.19	38.13	30.35	29.44
EBITDA(百万元)	193.36	259.85	300.10	400.36	531.99
净利润(百万元)	133.41	173.73	230.39	305.38	401.66
增长率(%)	58.81	30.23	32.61	32.55	31.53
EPS(元/股)	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85
市盈率(P/E)	52.99	40.69	30.68	23.15	17.60
市净率(P/B)	14.49	11.11	8.54	6.69	5.21
市销率(P/S)	6.08	3.45	2.50	1.92	1.48
EV/EBITDA	37.27	25.14	22.14	16.28	12.01

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	192.26	239.90	435.44	574.16	718.30
应收票据及应收账款	198.22	252.93	489.63	400.50	802.04
预付账款	4.69	12.41	12.52	17.34	22.63
存货	283.38	413.48	471.46	754.08	758.21
其他	161.80	249.43	149.68	224.46	212.86
<b>流动资产合计</b>	<b>840.35</b>	<b>1,168.16</b>	<b>1,558.74</b>	<b>1,970.54</b>	<b>2,514.04</b>
长期股权投资	3.71	13.09	17.59	22.09	26.59
固定资产	86.78	95.64	130.85	160.60	182.01
在建工程	2.33	5.78	19.59	27.88	32.86
无形资产	10.07	11.69	24.41	35.85	46.02
其他	46.47	115.49	60.82	65.03	70.97
<b>非流动资产合计</b>	<b>149.37</b>	<b>241.68</b>	<b>253.27</b>	<b>311.46</b>	<b>358.44</b>
<b>资产总计</b>	<b>989.72</b>	<b>1,409.84</b>	<b>1,812.01</b>	<b>2,282.00</b>	<b>2,872.48</b>
短期借款	0.00	60.00	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	399.42	542.10	808.35	991.13	1,263.66
其他	82.35	119.17	89.69	128.91	120.62
<b>流动负债合计</b>	<b>481.77</b>	<b>721.27</b>	<b>918.04</b>	<b>1,140.04</b>	<b>1,404.28</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.22	9.91	9.42	9.52	9.62
<b>非流动负债合计</b>	<b>9.22</b>	<b>9.91</b>	<b>9.42</b>	<b>9.52</b>	<b>9.62</b>
<b>负债合计</b>	<b>490.99</b>	<b>731.18</b>	<b>927.46</b>	<b>1,149.56</b>	<b>1,413.89</b>
少数股东权益	10.92	42.37	56.70	75.56	100.47
股本	120.76	217.61	217.52	217.52	217.52
资本公积	158.51	73.76	73.76	73.76	73.76
留存收益	388.40	437.53	610.32	839.36	1,140.61
其他	(179.87)	(92.63)	(73.76)	(73.76)	(73.76)
<b>股东权益合计</b>	<b>498.72</b>	<b>678.66</b>	<b>884.54</b>	<b>1,132.44</b>	<b>1,458.59</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>989.72</b>	<b>1,409.84</b>	<b>1,812.01</b>	<b>2,282.00</b>	<b>2,872.48</b>

  

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	141.83	184.39	230.39	305.38	401.66
折旧摊销	9.58	12.39	16.50	28.78	41.71
财务费用	0.74	(0.10)	0.62	(3.05)	(4.46)
投资损失	(4.69)	(5.74)	(5.00)	(5.15)	(4.00)
营运资金变动	(116.43)	(129.81)	90.41	(59.69)	(145.47)
其它	122.99	84.83	14.34	18.86	24.90
<b>经营活动现金流</b>	<b>154.01</b>	<b>145.95</b>	<b>347.26</b>	<b>285.13</b>	<b>314.35</b>
资本支出	23.60	34.80	78.75	78.16	78.16
长期投资	3.49	9.38	4.50	4.50	4.50
其他	(343.14)	(220.52)	(155.51)	(155.77)	(156.92)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(316.04)</b>	<b>(176.34)</b>	<b>(72.26)</b>	<b>(73.11)</b>	<b>(74.26)</b>
债权融资	0.00	60.00	20.00	20.00	20.00
股权融资	(153.80)	19.73	18.14	3.05	4.46
其他	123.81	(37.58)	(117.60)	(96.34)	(120.42)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(29.98)</b>	<b>42.16</b>	<b>(79.46)</b>	<b>(73.30)</b>	<b>(95.95)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(192.01)</b>	<b>11.77</b>	<b>195.55</b>	<b>138.72</b>	<b>144.13</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>1,162.44</b>	<b>2,048.07</b>	<b>2,828.94</b>	<b>3,687.58</b>	<b>4,773.19</b>
营业成本	818.24	1,515.88	2,056.06	2,681.35	3,470.64
营业税金及附加	6.55	10.03	17.23	22.49	23.87
营业费用	97.74	189.86	265.92	348.48	443.91
管理费用	57.50	83.26	127.30	165.94	214.79
研发费用	35.77	52.18	73.84	95.88	126.60
财务费用	6.81	(5.14)	0.62	(3.05)	(4.46)
资产减值损失	3.18	7.13	10.00	7.00	7.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.69	5.74	5.00	5.15	4.00
其他	(22.16)	(26.00)	(10.00)	(10.30)	(8.00)
<b>营业利润</b>	<b>154.12</b>	<b>215.13</b>	<b>282.97</b>	<b>374.63</b>	<b>494.74</b>
营业外收入	9.21	2.94	5.00	6.00	6.00
营业外支出	0.07	0.08	0.06	0.07	0.07
<b>利润总额</b>	<b>163.27</b>	<b>217.99</b>	<b>287.91</b>	<b>380.56</b>	<b>500.66</b>
所得税	21.44	33.61	43.19	56.32	74.10
<b>净利润</b>	<b>141.83</b>	<b>184.39</b>	<b>244.72</b>	<b>324.24</b>	<b>426.57</b>
少数股东损益	8.42	10.65	14.34	18.86	24.90
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>133.41</b>	<b>173.73</b>	<b>230.39</b>	<b>305.38</b>	<b>401.66</b>
每股收益(元)	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85

  

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入	49.84%	76.19%	38.13%	30.35%	29.44%
营业利润	85.46%	39.58%	31.54%	32.39%	32.06%
归属于母公司净利润	58.81%	30.23%	32.61%	32.55%	31.53%
<b>获利能力</b>					
毛利率	29.61%	25.98%	27.32%	27.29%	27.29%
净利率	11.48%	8.48%	8.14%	8.28%	8.42%
ROE	27.35%	27.30%	27.83%	28.89%	29.57%
ROIC	102.53%	68.32%	62.89%	78.41%	82.84%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	49.61%	51.86%	51.18%	50.38%	49.22%
净负债率	-38.55%	-26.51%	-46.97%	-48.94%	-47.87%
流动比率	1.74	1.62	1.70	1.73	1.79
速动比率	1.16	1.05	1.18	1.07	1.25
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	6.56	9.08	7.62	8.29	7.94
存货周转率	5.91	5.88	6.39	6.02	6.31
总资产周转率	1.29	1.71	1.76	1.80	1.85
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85
每股经营现金流	0.71	0.67	1.60	1.31	1.45
每股净资产	2.24	2.93	3.81	4.86	6.24
<b>估值比率</b>					
市盈率	52.99	40.69	30.68	23.15	17.60
市净率	14.49	11.11	8.54	6.69	5.21
EV/EBITDA	37.27	25.14	22.14	16.28	12.01
EV/EBIT	39.19	26.38	23.43	17.54	13.03

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com