

开润股份 (300577)

证券研究报告

2019年10月15日

19年前三季度业绩符合我们此前预期,继续坚定推荐

一、事件：公司公布 19Q3 业绩预告，业绩符合我们此前预期

公司公布 19 年前三季度业绩预告,预计 19 年前三季度实现营收 18.09-19.43 亿元,同比增长 35%-45%;实现归母净利润 1.67-1.79 亿元,同比增长 30%-40%;实现扣非净利润 1.54-1.66 亿元,同比增长 35.51%-46.81%。公司前三季度业绩实现快速增长,符合我们此前预期。

19Q3 单季度,公司实现营收 6.96-7.49 亿元,同比增长 30%-40%;实现归母净利润 5774.07-6218.22 万元,同比增长 30%-40%;实现扣非净利润 4790.58-5234.73 万元,同比增长 21.88%-33.17%。

二、公司 19 年前三季度归母净利率仍处在正常水平,预计 B2C 业务净利率仍有提升空间。

1) 根据公司业绩预告,19 年前三季度公司归母净利率(归母净利润/主营业务收入)为 8.57%-9.92%,18 年同期为 9.56%;扣非净利率为 7.9%-9.20%,18 年同期为 8.46%;我们认为虽然公司收购的印尼工厂净利率水平略低于原有 B2B 业务,但预计 B2C 业务净利率不断提升,目前公司整体净利率水平仍处在正常水平。其中 19Q3 单季度,公司归母净利率为 7.70%-8.94%,18Q3 单季度为 8.3%;扣非净利率为 6.39%-7.52%,18Q3 单季度为 7.34%。

2) 由于公司 B2C 业务的主要经营主体润米科技的 19H1 净利率为 6.77%,由此我们预计公司 B2C 业务的净利率在 6%-7%左右,由于目前公司 B2C 业务还在不断占领市场份额阶段,销售费用率较高,预计随着公司 B2C 业务规模的不断扩大,费用率会有所下降,预计公司 B2C 业务净利率仍有提升空间。

三、B2B 切入 NIKE 供应链体系,看齐申洲国际;B2C 盈利能力大幅提升,销售规模剑指新秀丽

1、B2B 业务：切入 NIKE 供应链体系,购买土地用以海外生产扩建。

1) 2019 年 2 月完成 NIKE 印尼工厂收购后生产效率明显改善,我们预计已经提高到了收购前的 80%,超此前市场预期。中国体育服饰行业持续高景气,根据欧睿数据,2018 年中国体育服饰行业增速达 19.52%,切入 NIKE 供应链体系,有利于开润 B2B 业务后续的持续增长,并且未来有望切入到阿迪达斯等全球运动巨头供应链。

2) 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

2、我们认为未来 B2C 业务的成长点主要来自于：

第一,扩渠道。除了小米直营系渠道,小米有品渠道,90 分天猫旗舰店、90 分京东旗舰店、团购渠道等不断发力。同时 2019 年是线下渠道和海外渠道是蓄力年,为 90 分未来增长提供后续动力。

第二,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、出行配件类产品等,可以增加对顾客的购买频次,丰富 90 分品牌内涵。

第三,盈利能力的提升。90 分品类规模不断壮大,随之盈利能力不断增强。19Q2 毛利率同比提升 6.26pct.,我们认为毛利率提升主要系 B2C 业务盈利水平持续提升。

近期,我们发布《开润股份 2.0 时代(II):90 分品牌进化论》:我们通过

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	32.59 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)	7,088.88
流通 A 股市值(百万元)	2,100.22
每股净资产(元)	3.27
资产负债率(%)	52.18
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

- 《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
- 《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-公司点评:19Q2 业绩超市场预期,预计盈利能力大幅提升》 2019-07-14

深入分析 90 分品牌产品迭代、渠道开发，并重点讨论公司在品牌塑造和营销的措施和变化，从而对于开润股份 B2C 业务中 90 分品牌的发展进行深入探讨。

四、维持买入评级，继续坚定推荐：

维持买入评级，维持原有盈利预测：预计 2019-2021 年收入分别为：29.32 亿元、40.84 亿元、55.77 亿元；分别增长：43%、39%、37%。2019-2021 年净利润分别为 2.30 亿元、3.36 亿元、4.79 亿元；分别增长 33%、46%、42%；对应 EPS 分别为：1.06 元、1.55 元、2.20 元。

风险提示：费用率大幅提升，非米系渠道拓展较慢，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	2,931.64	4,084.41	5,577.01
增长率(%)	49.84	76.19	43.14	39.32	36.54
EBITDA(百万元)	193.36	259.85	295.10	435.68	625.35
净利润(百万元)	133.41	173.73	230.39	336.14	478.81
增长率(%)	58.81	30.23	32.61	45.90	42.44
EPS(元/股)	0.61	0.80	1.06	1.55	2.20
市盈率(P/E)	53.14	40.80	30.77	21.09	14.81
市净率(P/B)	14.53	11.14	8.56	6.56	4.93
市销率(P/S)	6.10	3.46	2.42	1.74	1.27
EV/EBITDA	37.27	25.14	22.58	15.01	10.19

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	435.78	573.71	757.50
应收票据及应收账款	198.22	252.93	516.59	469.33	935.72
预付账款	4.69	12.41	14.02	19.60	27.58
存货	283.38	413.48	524.57	855.17	929.78
其他	161.80	249.43	151.97	231.45	224.22
流动资产合计	840.35	1,168.16	1,642.93	2,149.27	2,874.79
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
非流动资产合计	149.37	241.68	253.27	311.46	358.44
资产总计	989.72	1,409.84	1,896.20	2,460.72	3,233.23
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	889.40	1,136.50	1,524.81
其他	82.35	119.17	92.83	137.29	132.60
流动负债合计	481.77	721.27	1,002.23	1,293.79	1,677.41
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
非流动负债合计	9.22	9.91	9.42	9.52	9.62
负债合计	490.99	731.18	1,011.65	1,303.31	1,687.03
少数股东权益	10.92	42.37	56.70	77.47	107.15
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	610.33	862.43	1,221.54
其他	(179.87)	(92.63)	(73.76)	(73.76)	(73.76)
股东权益合计	498.72	678.66	884.55	1,157.41	1,546.20
负债和股东权益总	989.72	1,409.84	1,896.20	2,460.72	3,233.23

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	141.83	184.39	230.39	336.14	478.81
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)	(4.66)
投资损失	(4.69)	(5.74)	(5.00)	(5.00)	(4.00)
营运资金变动	(116.43)	(129.81)	90.75	(85.45)	(168.46)
其它	122.99	84.83	14.34	20.76	29.68
经营活动现金流	154.01	145.95	347.60	292.18	373.09
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)	(155.92)	(156.92)
投资活动现金流	(316.04)	(176.34)	(72.26)	(73.26)	(74.26)
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	4.66
其他	123.81	(37.58)	(117.60)	(104.03)	(139.70)
筹资活动现金流	(29.98)	42.16	(79.46)	(80.99)	(115.05)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(192.01)	11.77	195.89	137.93	183.79

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
营业收入	1,162.44	2,048.07	2,931.64	4,084.41	5,577.01
营业成本	818.24	1,515.88	2,179.46	3,018.73	4,096.38
营业税金及附加	6.55	10.03	14.66	20.42	27.89
营业费用	97.74	189.86	263.85	366.78	499.14
管理费用	57.50	83.26	120.78	167.46	227.54
研发费用	35.77	52.18	73.29	102.11	139.43
财务费用	6.81	(5.14)	0.62	(3.05)	(4.66)
资产减值损失	3.18	7.13	6.00	7.00	7.00
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	5.00	4.00
其他	(22.16)	(26.00)	(10.00)	(10.00)	(8.00)
营业利润	154.12	215.13	277.98	409.95	588.30
营业外收入	9.21	2.94	10.00	10.00	10.00
营业外支出	0.07	0.08	0.06	0.07	0.07
利润总额	163.27	217.99	287.92	419.88	598.23
所得税	21.44	33.61	43.19	62.98	89.73
净利润	141.83	184.39	244.73	356.90	508.49
少数股东损益	8.42	10.65	14.34	20.76	29.68
归属于母公司净利润	133.41	173.73	230.39	336.14	478.81
每股收益(元)	0.61	0.80	1.06	1.55	2.20

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	49.84%	76.19%	43.14%	39.32%	36.54%
营业利润	85.46%	39.58%	29.22%	47.48%	43.50%
归属于母公司净利润	58.81%	30.23%	32.61%	45.90%	42.44%
获利能力					
毛利率	29.61%	25.98%	25.66%	26.09%	26.55%
净利率	11.48%	8.48%	7.86%	8.23%	8.59%
ROE	27.35%	27.30%	27.83%	31.13%	33.27%
ROIC	102.53%	68.32%	61.79%	85.73%	93.66%
偿债能力					
资产负债率	49.61%	51.86%	53.35%	52.96%	52.18%
净负债率	-38.55%	-26.51%	-47.01%	-47.84%	-47.70%
流动比率	1.74	1.62	1.64	1.66	1.71
速动比率	1.16	1.05	1.12	1.00	1.16
营运能力					
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	6.25	5.92	6.25
总资产周转率	1.29	1.71	1.77	1.87	1.96
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.80	1.06	1.55	2.20
每股经营现金流	0.71	0.67	1.60	1.34	1.72
每股净资产	2.24	2.93	3.81	4.96	6.62
估值比率					
市盈率	53.14	40.80	30.77	21.09	14.81
市净率	14.53	11.14	8.56	6.56	4.93
EV/EBITDA	37.27	25.14	22.58	15.01	10.19
EV/EBIT	39.19	26.38	23.92	16.07	10.92

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