o

2019 年 10 月 17 日

开润股份（300577.SZ） 纺织和服装

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

2B 业务持续拓展，业绩保持较快增速

——开润股份（300577.SZ）2019 年三季报预告点评

公司简报

买入（维持）

当前价：32.24 元

分析师

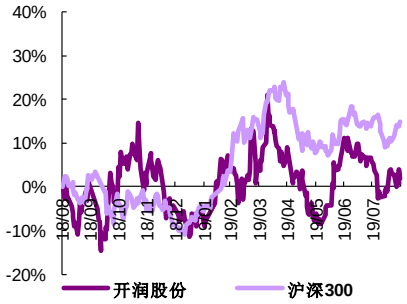
李婕 (执业证书编号：S0930511010001)
021-52523339
lijie_yjs@ebscn.com

汲肖飞(执业证书编号：S0930517100004)
021-52523675
jixiaofei@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：2.18
总市值(亿元)：84.86
一年最低/最高(元)：26.49/39.48
近 3 月换手率：99.10%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-1.44	8.73	11.48
绝对	-3.44	8.26	2.38

资料来源：Wind

相关研报

自有品牌表现亮眼，箱包龙头增长稳健 ……2019-04-07

双轮驱动业绩高增长，收购印尼箱包厂推进海外产能布局 ……2018-10-30

小米生态链稀缺标的，极致单品龙头成长性高 ……2018-09-01

◆19Q1-Q3 收入、净利同增 30%-40%，业绩保持较快增速

公司预告 2019 年前三季度实现收入 18.09-19.43 亿元、同增 30%-40%，归母净利 1.67-1.79 亿元、同增 30%-40%，扣非净利 15.36-16.64 亿元、同增 36%-47%。公司持续拓展 2B、2C 两大业务，业务规模扩大带动收入、净利稳定增长，扣非净利增速高于净利主要由于非经常性损益同比下降 12%。

分季度来看，2019Q3 公司实现收入 6.96-7.49 亿元，同增 30%-40%，归母净利 5774.07-6218.22 万元，同增 30%-40%，扣非净利 4790.58-5234.73 万元，同增 17%-33%。公司收入、净利增速预计较 2019H1 的 41%、36%略有放缓，主要由于 7-8 月 2C 业务收入增长有所放缓，9 月 2C 收入已恢复较快增长。

◆并表带动 2B 业务保持较快增长，小米渠道拖累 2C 收入表现

2019 年前三季度公司 2B 业务收入预计保持较快增速，公司与国际知名品牌合作稳定，供应链优势明显，当前中美贸易摩擦背景下公司较早布局国际产能，收购印尼工厂在税收、劳动力等优势明显，得到多家国际品牌客户认可，订单较为充足，2019 年 10 月 12 日公司公告拟以自有资金收购印尼爪哇省两块土地使用权，收购金额不超过 6221 万元人民币，收购面积为 19.0 万平米，以推动印尼工厂产能进一步扩张。

2019 年前三季度公司 2C 业务收入增速仍相对较高，但 19Q3 公司 2C 收入增速预计较 2019H1 的 40%有所放缓，主要由于 7-8 月米系渠道短期增速有所放缓，9 月米系渠道收入增速已恢复较高水平，公司非米渠道收入保持较快增长。公司自有品牌持续拓展自营线上、社交电商、线下等非米渠道，2019 年非米渠道收入占比将较 2018 年的约 40%进一步提升，带动 2C 收入保持较快增长。

◆箱包龙头仍有成长空间，可转债发行申请获批，维持“买入”评级

我们认为：1）2B 业务方面，公司加强客户服务、产品研发能力，收购印尼工厂并表且较早布局全球化产能布局，2B 客户持续拓展，带动收入保持较快增速。2）2C 业务方面，公司持续拓展自营天猫、京东等线上渠道及团购礼品、KA 等线下渠道，米系渠道调整后 2019 年 9 月销售收入增速已恢复正常，上市公司体外运营线下渠道发展较为理想，预计未来公司将进一步丰富出行产品品类，自有品牌增速将有所恢复。3）2019 年 4 月公司公告发行可转债，拟募资不超过 2.23 亿元用于滁州米润科技优质出行软包制造项目及补充流动资金，进一步提升公司产能，满足收入增长需求。2019 年 9 月 28 日可转债发行申请获得证监会审核通过。

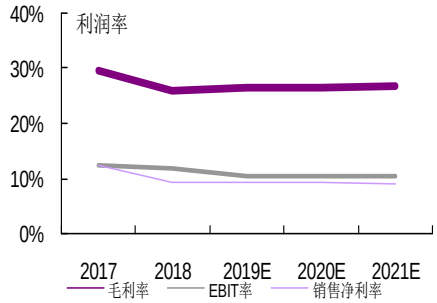
我们维持 2019-21 年 EPS 预测为 1.10/1.47/1.92 元，目前股价对应 2019 年 29 倍 PE、PEG 为 0.85，公司箱包主业成长空间较大，预计未来 2B 业务保持较快增速、自有品牌有望恢复较快增长，维持“买入”评级。

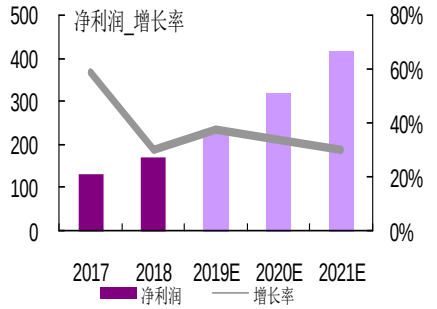
◆风险提示：品类拓展不及预期、客户流失、渠道拓展不及预期等。

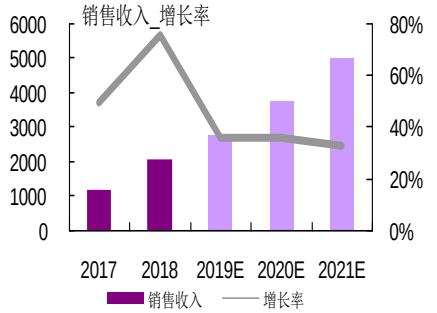
业绩预测和估值指标

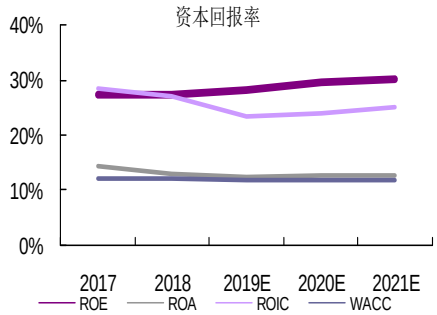
指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,162	2,048	2,776	3,767	4,998
营业收入增长率	49.84%	76.19%	35.56%	35.67%	32.68%
净利润（百万元）	133	174	239	320	418
净利润增长率	58.81%	30.23%	37.74%	33.89%	30.39%
EPS（元）	1.26	0.80	1.10	1.47	1.92
ROE（归属母公司)（摊薄）	27.35%	27.30%	28.10%	29.57%	30.22%
P/E	26	29	29	22	17
P/B	14.4	11.0	8.2	6.5	5.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 10 月 17 日









利润表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	**1,162**	**2,048**	**2,776**	**3,767**	**4,998**
营业成本	818	1,516	2,042	2,765	3,654
折旧和摊销	10	12	10	12	14
营业税费	7	10	14	19	25
销售费用	98	190	250	347	475
管理费用	93	83	180	245	325
财务费用	7	-5	-2	-6	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	5	5	5
营业利润	**154**	**215**	**292**	**395**	**516**
利润总额	163	218	297	400	521
少数股东损益	8	11	13	20	25
归属母公司净利润	**133**	**174**	**239**	**320**	**418**

资产负债表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	**990**	**1,410**	**2,034**	**2,703**	**3,465**
流动资产	840	1,168	1,795	2,456	3,212
货币资金	192	240	416	565	750
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	198	250	343	465	617
应收票据	0	3	0	0	0
其他应收款	11	38	56	75	100
存货	283	413	613	830	1,096
可供出售投资	5	4	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	4	13	14	14	15
固定资产	87	96	105	112	118
无形资产	10	12	11	11	10
总负债	**491**	**731**	**1,127**	**1,544**	**1,983**
无息负债	491	671	957	1,291	1,696
有息负债	0	60	170	253	287
股东权益	**499**	**679**	**907**	**1,159**	**1,482**
股本	121	218	218	218	218
公积金	185	111	135	167	183
未分配利润	203	326	498	698	981
少数股东权益	11	42	55	75	100

现金流量表（百万元）	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	**154**	**146**	**98**	**164**	**285**
净利润	133	174	239	320	418
折旧摊销	10	12	10	12	14
净营运资金增加	167	234	274	327	351
其他	-156	-274	-425	-495	-497
投资活动产生现金流	**-316**	**-176**	**-10**	**-16**	**-16**
净资本支出	-25	-94	-20	-20	-20
长期投资变化	4	13	-1	-1	-1
其他资产变化	-295	-96	10	5	5
融资活动现金流	**-30**	**42**	**88**	**0**	**-85**
股本变化	54	97	0	0	0
债务净变化	-20	60	110	83	34
无息负债变化	241	180	286	334	405
净现金流	**-194**	**16**	**177**	**149**	**185**

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力（%YoY）					
收入增长率	49.84%	76.19%	35.56%	35.67%	32.68%
净利润增长率	58.81%	30.23%	37.74%	33.89%	30.39%
EBITDA 增长率	78.95%	66.17%	16.13%	34.39%	32.24%
EBIT 增长率	86.12%	68.63%	17.78%	35.02%	32.80%
估值指标					
PE	26	29	29	22	17
PB	14	11	8	6	5
EV/EBITDA	25	28	25	19	14
EV/EBIT	27	30	25	19	15
EV/NOPLAT	31	35	30	23	17
EV/Sales	3	4	3	2	1
EV/IC	9	9	7	5	4
盈利能力（%）					
毛利率	29.61%	25.98%	26.44%	26.58%	26.88%
EBITDA 率	13.17%	12.42%	10.64%	10.54%	10.50%
EBIT 率	12.34%	11.81%	10.26%	10.21%	10.22%
税前净利润率	14.05%	10.64%	10.69%	10.63%	10.42%
税后净利润率（归属母公司）	11.48%	8.48%	8.62%	8.51%	8.36%
ROA	14.33%	13.08%	12.40%	12.59%	12.78%
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.35%	27.30%	28.10%	29.57%	30.22%
经营性 ROIC	28.37%	27.02%	23.43%	23.91%	25.18%
偿债能力					
流动比率	1.74	1.62	1.61	1.60	1.63
速动比率	1.16	1.05	1.06	1.06	1.07
归属母公司权益/有息债务	-	10.60	5.00	4.28	4.82
有形资产/有息债务	-	23.14	11.86	10.63	12.04
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.26	0.80	1.10	1.47	1.92
每股红利	0.18	0.20	0.41	0.55	0.71
每股经营现金流	0.71	0.67	0.45	0.75	1.31
每股自由现金流(FCFF)	-0.25	-0.47	-0.17	0.00	0.39
每股净资产	2.24	2.92	3.91	4.98	6.35
每股销售收入	5.34	9.41	12.76	17.31	22.97

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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曾与，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 2019 版权所有。

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