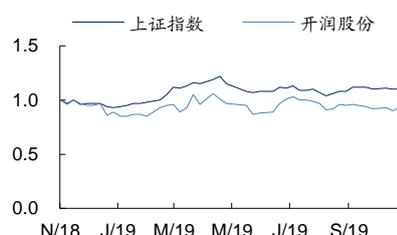


证券研究报告—动态报告
纺织服装及日化
服装 II
开润股份(300577)
增持
2019 年三季度点评

(维持评级)

2019 年 10 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	218/64
总市值/流通(百万元)	7,069/2,094
上证综指/深圳成指	2,980/9,660
12 个月最高/最低(元)	39.24/27.18

相关研究报告:

《开润股份-300577-2018 年年报点评: C 端品类渠道多元化, B 端切入优质产能》——2019-04-07

证券分析师: 张峻豪

电话: 0755-22940141
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980517070001

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

联系人: 彭若恒

电话: 18818779167
 E-MAIL: pengruoheng@guosen.com.cn

联系人: 冯思捷

电话: 15219481534
 E-MAIL: fengsijie@guosen.com

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评
箱包龙头稳健高增长, 盈利能力持续提升
● 基本面保持稳定高增长, 业绩增速符合预期

公司前三季度实现营收 19.54 亿元, 同增 35.48%, 业绩 1.75 亿元, 同增 36.91%, 基本符合预期, 其中 Q3 单季度营收同增 27.57%, 业绩同增 38.58%。

● 2B 业务整体表现良好, 2C 业务短期调整略有放缓

公司 2C 业务于 Q3 受米系渠道调整影响有所放缓, 但增速预计仍超过 20%, 随着米系渠道调整到位, 以及公司在非米系渠道的大力开拓, 全年仍有望实现 30%以上的高增长; 同时 Q3 公司的 2B 业务预计在印尼工厂并表影响下保持 40%以上高增长, 剔除后预计原有代工业务仍有 10-20%的稳健增长。

● 毛利率水平持续提升, 印尼工厂运营投入短期影响现金流

从前三季度来看, 公司毛利率同比提升 2.16pct 至 27.69%, 预计主要系毛利率较高的 2B 业务占比有所提高, 同时预计 2C 业务毛利率受非米渠道占比及产品结构持续优化提升。期间费用率方面上升 1.62pct 至 16.35%, 其中销售费用率上升 1.19pct, 主要系 2C 业务短期在销售渠道不断开拓中, 员工薪酬及物流等方面费用增加较快所致, 管理费用率上升 0.26pct, 财务费用率上升 0.16pct, 整体控制良好。运营方面相对稳健, 存货/应收账款周转天数同比上升 6.11/5.0 天至 80.23/49.09 天, 相对平稳; 经营净现金流/营收下降 7.42pct 至 0.47%, 降幅相对较大主要系印尼工厂运营资金短期内投入较大所致。

● 智能创新产品+优质头部客户, B/C 双轮驱动有望持续发力

公司以“90 分”品牌为代表的 2C 业务前期在小米生态加持下, 在四年内成为中国箱包领域的领导者, 在当前有望通过非米系渠道开拓以及围绕泛出行领域扩品类下实现进一步发展; 2B 端业务在与原有客户维持稳定合作关系的同时, 今年通过收购优质海外工厂成功切入耐克等全球顶级品牌供应链, 强力背书下有望获更多优质客户, 未来有望在产能释放下获得持续增长动能。

● 围绕出行场景, 铸造箱包龙头, 仍具增长空间, 维持“增持”评级

作为箱包产业链综合龙头, 在出行市场景气之下, 仍具成长空间, 预计 19-21 年 EPS 为 1.08/1.45/1.87 元/股, 对应 PE 29/22/17 倍, 维持“增持”评级。

● 风险提示: 经济下行影响出行需求, 渠道转型不及预期, 客户集中度较高
盈利预测和财务指标

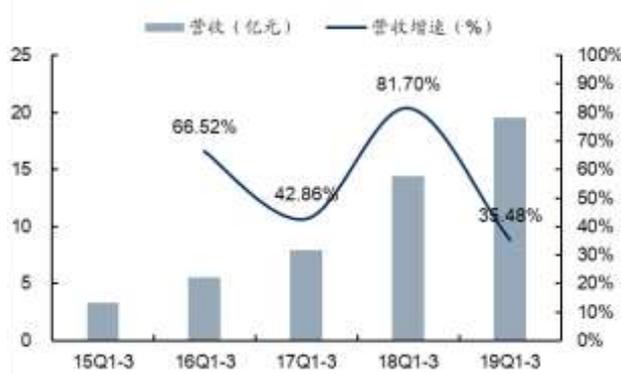
	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2,048	2,828	3,739	4,719
(+/-%)	76.2%	38.1%	32.2%	26.2%
净利润(百万元)	174	235	315	406
(+/-%)	30.2%	35.5%	33.7%	29.1%
摊薄每股收益(元)	0.96	1.08	1.45	1.87
EBITMargin	9.6%	10.1%	10.1%	10.5%
净资产收益率(ROE)	27.3%	29.0%	30.0%	30.0%
市盈率(PE)	32.9	29.1	21.8	16.9
EV/EBITDA	30.9	26.3	20.6	16.5
市净率(PB)	8.99	8.44	6.54	5.07

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

基本面保持稳定高增长，业绩增速符合预期

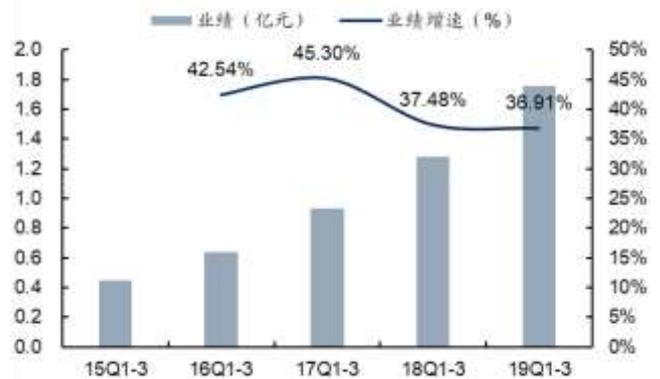
公司前三季度实现营收 19.54 亿元, 同增 35.48%, 业绩 1.75 亿元, 同增 36.91%, 基本符合市场预期, 其中 Q3 单季度营收同增 27.57%, 业绩同增 38.58%。

图 1: 开润股份近年营收及增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2: 开润股份近年业绩及增速 (%)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2B 业务整体表现良好，2C 业务短期调整略有放缓

公司 2C 业务于 Q3 受米系渠道调整影响有所放缓，但增速预计仍超过 20%，随着米系渠道调整到位，以及公司在非米系渠道的大力开拓，全年仍有望实现 30%以上的高增长；同时 Q3 公司的 2B 业务预计在印尼工厂并表影响下保持 40%以上高增长，剔除后预计原有代工业务仍有 10-20%的稳健增长。

盈利能力：业务结构优化毛利率上升，整体盈利能力略有提高

从前三季度来看，公司毛利率同比提升 2.16pct 至 27.69%，主要系毛利率较高的 ToB 业务增速有所提高，同时 ToC 业务受非米渠道占比提升、产品结构持续优化带动下自身毛利率也有所改善。期间费用率方面上升 1.62pct 至 16.35%，其中销售费用率上升 1.19pct，主要系 2C 业务短期在销售渠道不断开拓过程中，员工薪酬及物流等方面费用增加较快所致，管理费用率上升 0.26pct，财务费用率上升 0.16pct，整体控制良好，综合来看盈利能力有所增强。

图 3: 公司近年毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司近年期间费用率变化情况



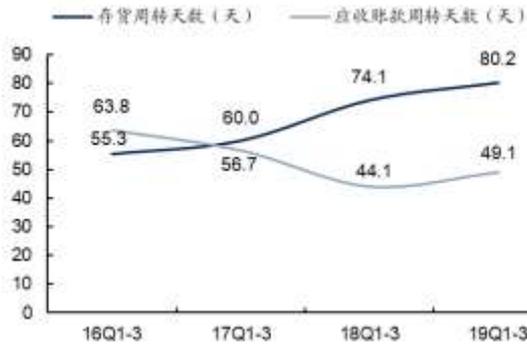
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

营运及现金流：运营基本稳健，印尼工厂运营投入短期影响现金流

运营方面基本稳健，存货/应收账款周转天数同比上升 6.1/5.0 天至 80.2/49.1 天，

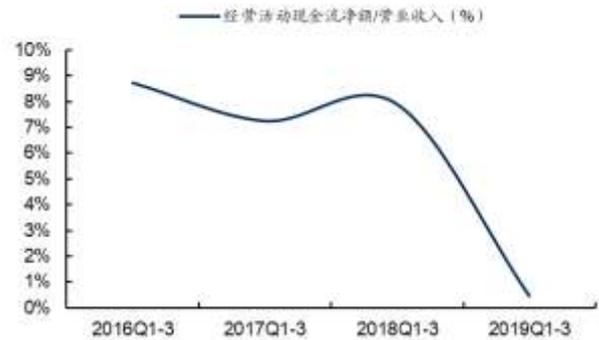
在业务快速扩张中仍保持了稳健的水平，而经营净现金流/营收下降 7.42pct 至 0.47%，降幅较大预计主要系印尼工厂运营资金短期内投入较大所致。

图 5: 公司存货和应收账款周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 销售商品收到的现金&经营活动现金流净额/营收



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

围绕出行场景，铸造箱包龙头，长期仍具成长空间，维持“增持”评级
公司以“90分”品牌为代表的 2C 业务以创新科技及智能设计为亮点，前期在小米生态加持下，在四年内成为中国箱包领域的领导者，在当前有望通过非米系渠道开拓下进入新一轮爆发；2B 端业务在与原有客户维持稳定合作关系的同时，今年通过收购优质海外工厂成功切入耐克等全球顶级品牌供应链，强力背书下有望获更多优质客户，未来有望在产能释放下获得持续增长动能。

长期来看，公司作为箱包产业链综合龙头，2C 业务在拓展非米系渠道以及围绕泛出行市场扩品类下，仍具成长空间，同时 2B 业务随着产能爬坡有望获得中长期成长动力，维持 2019-2021 年 EPS 为 1.08/1.45/1.87 元/股，当前股价对应 PE 29/22/17 倍，维持“增持”评级。

表 1: 同行业上市公司估值比较

代码	公司简称	股价 10/18	总市值 亿元	EPS				PE				PB 2018
				2018	19E	20E	21E	2018	19E	20E	21E	
002127	南极电商	11.67	286	0.36	0.49	0.63	0.76	32.42	23.82	18.52	15.36	4.94
603605	珀莱雅	89.53	180	1.43	1.97	2.65	3.35	62.61	45.45	33.78	26.73	5.24
300577	开润股份	31.55	69	0.80	1.08	1.46	1.89	39.44	29.21	21.61	16.69	10.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	240	565	762	1065	营业收入	2048	2828	3739	4719
应收款项	291	310	410	517	营业成本	1516	2036	2651	3329
存货净额	413	502	653	820	营业税金及附加	10	14	19	24
其他流动资产	224	253	334	422	销售费用	190	283	411	519
流动资产合计	1168	1630	2160	2824	管理费用	135	210	281	354
固定资产	101	105	152	190	财务费用	(5)	(9)	(16)	(20)
无形资产及其他	12	12	13	13	投资收益	6	0	0	0
投资性房地产	115	115	115	115	资产减值及公允价值变动	(7)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	13	13	13	13	其他收入	15	0	0	0
资产总计	1410	1876	2453	3156	营业利润	215	289	389	509
短期借款及交易性金融负债	60	0	0	0	营业外净收支	3	10	10	10
应付款项	542	825	1074	1348	利润总额	218	299	399	519
其他流动负债	119	171	226	284	所得税费用	34	45	60	78
流动负债合计	721	996	1300	1632	少数股东损益	11	19	24	34
长期借款及应付债券	0	0	20	60	归属于母公司净利润	174	235	315	406
其他长期负债	10	10	10	10					
长期负债合计	10	10	30	70	现金流量表 (百万元)				
负债合计	731	1006	1330	1702	净利润	174	235	315	406
少数股东权益	42	57	75	100	资产减值准备	4	78	29	32
股东权益	636	813	1049	1354	折旧摊销	12	14	20	26
负债和股东权益总计	1410	1876	2453	3156	公允价值变动损失	7	5	5	5
					财务费用	(5)	(9)	(16)	(20)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(165)	276	(0)	3
每股收益	0.96	1.08	1.45	1.87	其它	4	(64)	(11)	(6)
每股红利	0.24	0.27	0.36	0.47	经营活动现金流	36	545	357	465
每股净资产	3.51	3.74	4.82	6.22	资本开支	(20)	(101)	(101)	(101)
ROIC	27%	38%	53%	59%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	27%	29%	30%	30%	投资活动现金流	(30)	(101)	(101)	(101)
毛利率	26%	28%	29%	29%	权益性融资	25	0	0	0
EBIT Margin	10%	10%	10%	10%	负债净变化	0	0	20	40
EBITDA Margin	10%	11%	11%	11%	支付股利、利息	(43)	(59)	(79)	(102)
收入增长	76%	38%	32%	26%	其它融资现金流	102	(60)	0	0
净利润增长率	30%	36%	34%	29%	融资活动现金流	41	(119)	(59)	(62)
资产负债率	55%	57%	57%	57%	现金净变动	48	325	197	303
息率	0.8%	1.0%	1.4%	1.8%	货币资金的期初余额	192	240	565	762
P/E	32.9	29.1	21.8	16.9	货币资金的期末余额	240	565	762	1065
P/B	9.0	8.4	6.5	5.1	企业自由现金流	(7)	432	239	346
EV/EBITDA	30.9	26.3	20.6	16.5	权益自由现金流	95	379	273	404

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032