

方正证券研究所证券研究报告

开润股份(300577)

公司研究

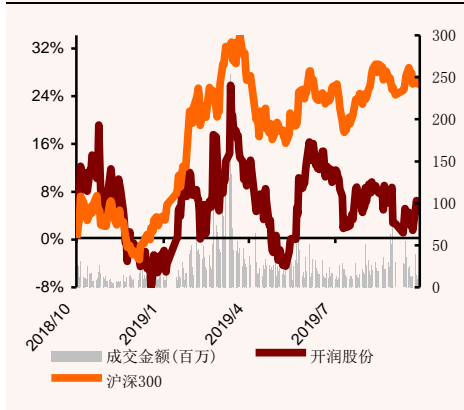
纺织服装行业

公司财报点评

2019.10.28/推荐(调降)

首席纺服分析师： 丰毅
 执业证书编号： S1220518070001
 TEL： 13571855319
 E-mail fengyi@foundersc.com

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

相关研究

《开润股份：2019H1 扣非净利润同比+50%，积极拓展非米渠道，Q2 毛利率显著提升》
 2019.08.29

《发布业绩预告，继续维持高成长》
 2019.07.13

《开润股份：发力拓展自主渠道，毛利率将持续提升，2018 年收入同比+76%》
 2019.04.03

请务必阅读最后特别声明与免责条款

【事件】

10月27日，公司发布2019三季报，2019Q1-Q3实现营收、归母净利润、扣非归母净利润19.54亿元(+35.48%)、1.75亿元(+36.91%)、1.63亿元(+43.42%)。2019Q3实现营收、归母净利润、扣非归母净利润7.33亿元(+27.57%)、6155万元(+38.58%)、5183元(+31.86%)。

【点评】

业绩保持较高增长，盈利能力提升。

(1) 业绩保持较高增长。

营收维持高增长：因公司B2B端收购印尼工厂以拓展NIKE公司等优质客户，B2C端维持高增长且持续优化多元渠道、完善产品结构，公司2019Q1-Q3、2019Q3营收达19.54亿元(+35.48%)、7.33亿元(+27.57%)，维持较高增长。拆分看，2019年前三季度B2B、B2C营收增速40%+、35%+，2019Q3单季度B2C增速出现小幅放缓，预计达20-30%左右，B2B增速约40%。

利润快速增长。2019Q1-Q3公司归母净利润增长36.91%，Q1、Q2、Q3单季度增速分别为31.63%、39.11%、38.58%，归母净利润增速维持较高增速。

(2) 毛利率提升明显。

毛利率提升：2019前三季度、Q3毛利率分别达27.69%(+2.16pct)、26.95%(+1.11pct)，毛利率提升。**期间费率提升：**因销售规模增长导致物流快递、员工薪酬、市场开拓等费用增加，2019Q3销售费率提升1.07pct至9.42%；因营收规模扩大相关管理费用上涨、本期加大研发费用，整体管理费率上升0.46pct至7.74%，其中管理费率、研发费率分别提升0.08pct、0.38pct；受汇率波动影响汇兑收益减少，财务费率下降0.76pct至-0.64%。整体期间费率提升0.77pct至16.52%。

(3) 存货周转放缓，现金流短期波动。2019Q3营业周期、存货周转天数增加55/6天至129/80天。经营净现金流因印尼工厂投入较多营运资金，同比下降91.91%至-920.59万元。

(4) 应收账款、预付账款增加。因本期产销规模增长，应收账款、预付账款分别达4.61亿元(+84.26%)、3129.9万元(+152.12%)。

B2C 仍有空间且盈利能力望趋势性上升，B2B 迎拐点年

(1) B2C 仍有空间且盈利能力望趋势性上升。

①空间仍存。国内旅行箱市场空间约 500 亿，其中线上 100 亿左右，阿里系预计占 60 亿左右，2018 公司 B2C 业务营收 8.8 亿元，其中小米渠道占比过半，如果去掉团购等业务，阿里渠道营收规模有限，仍有空间。

②高成长具备持久性。公司 B2C 业务增长较快，但在成立时间差别不大的情况下，较云米技术、华米科技、九号智能等小米生态链公司的 B2C 业务规模及销量仍有差距，我们认为主要因旅行箱市场龙头在所在行业相对品牌力更强（如华米科技所在市场前龙头 fitbit 知名度有限，云米科技市场净水器龙头为美的，其在净水器行业中优势消费者了解有限），但因旅行箱类产品对功能性需求远大于设计，90 分旅行箱同类材质的其他品牌往往价格超过公司产品价格 4 倍以上，且具有轻质旅行箱等未来优质储备产品的情况下（参见《开润股份：BC 皆优，极速卓越》），我们认为未来具备较持久的高成长预期。

③短期线下高成长将主要来自团购及商超。预计公司线下拓展主要来自团购及商超，其中 2019H1 团购维持高成长，商超渠道拓展成果望在下半年逐步显现。线下门店拓展仍未正式开始，费用影响有限。

④预计营收高成长，盈利望继续提升。预计 2019 公司 B2C 业务营收增长约 40%。因公司线上渠道规模效应显现，线下渠道预计毛利率高于小米渠道，2019B2C 业务净利率预计提升至 6-7%。（2018B2C 业务净利率 5%）

(2) 2019B2B 迎拐点。

①印尼工厂。公司 2019 年 2 月并表印尼工厂，工厂约 90% 营收来自 NIKE 代工，NIKE 订单的高速增长将推动该业务成为 B2B 核心增长点之一。

②运动休闲包。随着知名度提升，运动包客户已从迪卡侬逐步拓展至新零售客户且新客户仍在增加，客户增加推动运动休闲包成为 B2B 另一核心增长点。

③预计 2019 营收维持高成长。公司 B2B 业务在电脑包本身龙头优势突出且增长点增加的情况下，预计 2019 营收增长约 40% 左右，未来三年 B2B 营收 CAGR 预计约 20% 左右。

【投资建议】

我们预计 2019/2020/2021 年公司归母净利润分别为 2.28/3.03/4.01 亿元，同比增速在 31.05%/32.97%/32.52%，对应 EPS 为 1.05/1.39/1.84 元/股，对应 P/E 为 31.06/23.36/17.63，给予“推荐”评级。

【风险提示】

B2C 业务线下拓展不及预期；B2C 业务线上竞品增长较快带来冲击；B2B 业务客户订单波动产生影响。

盈利预测:

单位/百万	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	2048.07	2813.62	3667.02	4775.79
(+/-) (%)	76.19	37.38	30.33	30.24
净利润	173.73	227.67	302.73	401.18
(+/-) (%)	30.23	31.05	32.97	32.52
EPS(元)	0.80	1.05	1.39	1.84
P/E	40.71	31.06	23.36	17.63

数据来源: wind 方正证券研究所

图表1：开润股份年度财务数据

	2015	2016	2017	2018
营收 (亿元)	4.94	7.76	11.62	20.48
同比 (%)	18.51	57.00	49.84	76.19
归母净利润 (亿元)	0.66	0.84	1.33	1.74
同比 (%)	57.67	26.81	58.81	30.23
扣非净利润 (亿元)	0.57	0.79	1.10	1.53
同比 (%)	66.44	39.67	39.08	38.52
毛利率 (%)	30.36	28.75	29.61	25.98
同比 (pct)	1.72	-1.61	0.86	-3.63
净利率 (%)	12.80	10.45	12.20	9.00
同比 (pct)	2.72	-2.35	1.75	-3.20
销售费用率 (%)	6.82	8.11	8.41	9.27
同比 (pct)	-0.05	1.29	0.30	0.86
管理费用率 (%)	10.04	9.58	8.02	4.07
同比 (pct)	1.42	-0.46	-1.56	-3.96
财务费用率 (pct)	-0.59	-0.79	0.59	-0.25
同比 (pct)	-0.81	-0.19	1.37	-0.84
经营性现金流 (亿元)	0.60	0.88	1.54	1.46
同比 (%)	85.20	46.02	75.02	-5.24
营业周期 (天)	151	125	141	122
同比 (天)	7	-26	16	-19
存货周转天数 (天)	75	63	87	83
同比 (天)	11	-12	24	-4
应收账款周转天数 (天)	76	62	55	39
同比 (天)	-4	-14	-8	-15

资料来源：Wind，方正证券研究所

图表2: 开润季度财务数据

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
营收(亿元)	4.16	4.52	5.74	6.06	5.99	6.23	7.33
同比(%)	88.18	64.86	92.38	64.32	43.99	37.69	27.57
归母净利润(亿元)	0.35	0.49	0.44	0.46	0.45	0.68	0.62
同比(%)	25.29	50.35	34.90	13.42	31.63	39.11	38.58
扣非净利润(亿元)	0.33	0.41	0.39	0.39	0.45	0.66	0.52
同比(%)	49.47	25.93	34.99	48.68	35.61	60.83	31.86
毛利率(%)	25.57	25.09	25.84	27.07	24.78	31.36	26.95
同比(pct)	-3.17	-8.95	-5.41	1.56	-0.79	6.27	1.11
环比(pct)	0.06	-0.48	0.75	1.23	-2.29	5.62	-5.41
净利率(%)	9.19	11.38	8.39	7.68	7.88	11.35	8.62
同比(pct)	-3.60	-2.62	-2.66	-3.76	-1.31	-0.03	0.23
环比(pct)	-2.25	2.19	-2.99	-0.71	0.20	3.47	-2.73
销售费用率(%)	6.98	7.69	8.35	9.27	7.74	10.16	9.42
同比(pct)	-1.34	-0.80	-1.11	0.86	0.75	2.47	1.07
管理费用率(%)	6.52	6.87	7.28	6.61	5.59	8.38	7.74
同比(pct)	-1.31	-0.93	-1.58	-1.41	-0.93	1.51	0.46
财务费用率(%)	0.60	-0.51	0.12	-0.25	0.99	-0.45	-0.64
同比(pct)	0.98	-0.96	-0.70	-0.84	0.38	0.06	-0.76
营业周期(天)	129	129	74	122	124	132	129
同比(天)	8	10	-43	-19	-6	3	55
存货周转天数(天)	81	87	74	83	82	88	80
同比(天)	24	24	14	-4	1	1	6
应收账款周转天数(天)	48	42	--	39	42	44	49
同比(天)	-16	-15	--	-15	-6	2	-

资料来源: Wind, 方正证券研究所

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1168.16	1389.90	1713.30	2116.10	营业总收入	2048.07	2813.62	3667.02	4775.79
现金	239.90	316.90	509.34	709.75	营业成本	1515.88	2071.92	2693.74	3492.83
应收账款	287.56	337.69	375.34	447.15	营业税金及附加	10.03	13.77	17.95	23.38
其它应收款	3.01	3.40	3.93	5.35	营业费用	189.86	256.04	330.03	429.82
预付账款	12.41	14.06	15.87	19.06	管理费用	83.26	196.95	253.02	329.53
存货	413.48	484.35	563.21	678.68	财务费用	-5.14	-5.37	-2.00	3.20
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	7.13	4.56	5.12	4.87
非流动资产	241.68	260.12	279.45	297.23	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	17.09	30.89	44.86	60.00	投资净收益	5.74	6.43	6.89	7.12
固定资产	95.64	98.61	100.33	280.21	营业利润	215.13	282.17	376.04	499.27
无形资产	11.69	12.99	14.30	15.69	营业外收入	2.94	3.59	3.91	4.22
其他	117.27	117.63	119.96	-58.66	营业外支出	0.08	0.09	0.10	0.11
资产总计	1409.84	1650.02	1992.74	2413.33	利润总额	217.99	285.67	379.85	503.38
流动负债	721.27	756.09	852.06	946.56	所得税	33.61	44.04	58.56	77.60
短期借款	60.00	60.00	80.00	80.00	净利润	173.73	227.67	302.73	401.18
应付账款	341.50	349.68	383.61	431.38	少数股东损益	10.65	13.96	18.56	24.60
其他	319.76	346.40	388.45	435.17	归属母公司净利润	173.73	227.67	302.73	401.18
非流动负债	9.91	10.12	10.50	10.68	EBITDA	259.85	782.51	967.89	1127.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	0.80	1.05	1.39	1.84
其他	9.91	10.12	10.50	10.68					
负债合计	731.18	766.21	862.56	957.24	主要财务比率	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	42.37	56.33	74.89	99.49	成长能力				
股本	217.61	217.61	217.61	217.61	营业收入	0.76	0.37	0.30	0.30
资本公积	73.76	75.34	76.10	76.53	营业利润	0.40	0.31	0.33	0.33
留存收益	363.77	534.52	761.57	1062.46	归属母公司净利润	0.30	0.31	0.33	0.33
归属母公司股东权益	636.29	827.48	1055.29	1356.61	获利能力				
负债和股东权益	1409.84	1650.02	1992.74	2413.33	毛利率	0.26	0.26	0.27	0.27
					净利率	0.08	0.08	0.08	0.08
					ROE	0.27	0.28	0.29	0.30
					ROIC	0.68	0.61	0.62	0.73
					偿债能力				
					资产负债率	0.52	0.46	0.43	0.40
					净负债比率	0.44	0.49	0.34	0.19
					流动比率	1.62	1.84	2.01	2.24
					速动比率	1.05	1.20	1.35	1.52
					营运能力				
					总资产周转率	1.71	1.84	2.01	2.17
					应收账款周转率	8.24	9.00	10.29	11.61
					应付账款周转率	5.88	8.14	10.00	11.72
					每股指标(元)				
					每股收益	0.80	1.05	1.39	1.84
					每股经营现金	0.67	0.61	1.24	1.52
					每股净资产	2.92	3.80	4.85	6.23
					估值比率				
					P/E	40.71	31.06	23.36	17.63
					P/B	11.12	8.55	6.70	5.21
					EV/EBITDA	25.14	23.30	16.95	12.35

数据来源：wind 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；

推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；

中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；

减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；

中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；

减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

	北京	上海	深圳	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼(100037)	上海市浦东新区浦东南路360号新上海国际大厦36楼(200120)	深圳市福田区深南大道4013号兴业银行大厦201(418000)	长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼(410015)
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com