

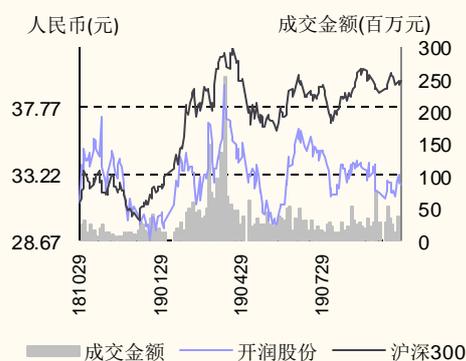
## 开润股份 (300577.SZ) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 32.50 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.18
已上市流通 A 股(亿股)	.64
总市值(亿元)	70.69
年内股价最高最低(元)	33.21/31.52
沪深 300 指数	3897



## 相关报告

1. 《19 中报点评: 扣非归母净利润同比+50%, B2C 业务盈利能力显...》, 2019.8.29
2. 《19Q1 业绩点评: 扣非归母净利润同比+36%, 完成收购印尼工...》, 2019.4.28
3. 《19Q1 业绩预告点评: Q1 归母净利润同比约+30%, 一叶知秋的...》, 2019.4.10
4. 《2018 年报点评: 18 年扣非归母净利润同比+38.5%, B...》, 2019.4.3
5. 《18 年业绩预告点评: 2C&2B 业务齐发力, 拉动业绩快速增长...》, 2019.1.29

吴劲草 分析师 SAC 执业编号: S1130518070002

姬雨楠 联系人

## 3Q 扣非归母净利同比+32%, 全年 2C 业务盈利能力有望稳步提升

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.10	0.80	1.07	1.40	1.79
每股净资产(元)	4.04	2.92	3.80	5.00	6.58
每股经营性现金流(元)	1.28	0.67	0.80	1.35	1.41
市盈率(倍)	55.73	39.06	30.33	23.19	18.20
净利润增长率(%)	58.81%	30.23%	34.17%	30.77%	27.41%
净资产收益率(%)	27.35%	27.30%	28.23%	28.04%	27.12%
总股本(百万股)	120.76	217.61	217.52	217.52	217.52

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

- 2019 年 Q1-Q3 公司实现营收 19.54 亿元, 同比+35.48%; 主营业务收入 18.95 亿元, 同比+41.45%; 归母净利润 1.75 亿元, 同比+36.91%; 扣非归母净利润 1.63 亿元, 同比+43.42%。其中, 3Q 单季公司实现营收 7.33 亿元, 同比+27.57%; 归母净利润 0.62 亿元, 同比+38.58%; 扣非归母净利润为 0.52 亿元, 同比+31.86%, 增速较 Q2 有所放缓。

## 经营分析

- 2C 业务受小米渠道 7-8 月调整影响增速有所放缓, 9 月已恢复正常, 全年仍有望保持 30%-40% 增速。公司以“90 分”品牌为代表的 B2C 业务在短短三年内从 0 做到 10 亿元营收, 已成为中国箱包领域的佼佼者。3Q 单季公司 B2C 业务预计收入增速在 20%+, 单季增速放缓主要受到 7-8 月小米渠道调整影响, 9 月增速已恢复正常, 预计 2C 业务全年收入仍有望保持 30%-40%。此外, 伴随产品结构和渠道结构的优化, 2C 业务全年毛利率、净利率亦有望稳步提升。
- 3Q 单季公司 B2B 业务 (考虑印尼工厂并表) 预计收入增速在 40%+, 剔除印尼工厂影响, 预计收入增速在 10%-20%。公司原有 B2B 业务已与迪卡侬、戴尔、惠普、华硕等世界知名品牌建立起了稳定的合作关系, 毛利率保持在 30% 左右, 净利率达到 10%。此外, 公司于 2019 年 2 月完成了对 2 家印尼工厂的收购, 进而能够切入国际一线客户入 Nike 供应商体系, 享受印尼普惠制关税制度政策优势, 形成显著的海外布局优势。
- 19 年 Q1-Q3 公司综合毛利率同比+2.16pct, 销售费用率同比+1.19pct, 归母净利率同比+0.1pct: 2019 年 Q1-Q3 公司综合毛利率为 27.69%, 同比+2.16pct, 主要原因为毛利率较高的 2B 业务稳健增长且 2C 业务伴随新品上市&渠道优化, 毛利率亦稳步提升; 销售费用率为 9.14%, 同比+1.19pct, 主要原因为销售规模增长, 相应的物流快递费、职工薪酬、市场开拓费等金额增长较大; 管理费用率 (含研发费用) 为 7.29%, 同比+0.26pct; 归母净利率同比+0.1pct 至 8.98%。2019 年 Q1-Q3 公司存货周转天数为 80.23 天, 较去年同期增加 6 天, 截至 3Q, 公司存货余额为 4.26 亿元, 较年初同比+3.1%。

## 投资建议

- 公司是制造业企业中少有的将自有品牌做成功的企业, 见长于产品及供应链, 多元化渠道布局日渐成熟。预计 19-21 年归母净利润分别为 2.33、3.05、3.88 亿元, EPS 1.07、1.40、1.79 元, 同比+34.17%、30.77%、27.41%, 当前市值对应 PE 估值为 30x、23x、18x, 维持买入评级。
- 风险提示: 能否把握消费者市场偏好、渠道成本提高, 限售股解禁风险。

**附录：三张报表预测摘要**
**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>776</b>	<b>1,162</b>	<b>2,048</b>	<b>2,830</b>	<b>3,702</b>	<b>4,686</b>
增长率		49.8%	76.2%	38.2%	30.8%	26.6%
主营业务成本	-553	-818	-1,516	-2,079	-2,710	-3,424
%销售收入	71.2%	70.4%	74.0%	73.4%	73.2%	73.1%
毛利	223	344	532	751	993	1,261
%销售收入	28.8%	29.6%	26.0%	26.6%	26.8%	26.9%
营业税金及附加	-5	-7	-10	-14	-18	-23
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-63	-98	-190	-266	-359	-454
%销售收入	8.1%	8.4%	9.3%	9.4%	9.7%	9.7%
管理费用	-74	-93	-135	-191	-254	-326
%销售收入	9.6%	8.0%	6.6%	6.8%	6.9%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	81	147	197	280	362	458
%销售收入	10.5%	12.6%	9.6%	9.9%	9.8%	9.8%
财务费用	6	-7	5	-1	2	10
%销售收入	-0.8%	0.6%	-0.3%	0.0%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-4	-3	-7	-8	-3	-3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	5	6	6	6	6
%税前利润	n.a	2.9%	2.6%	2.1%	1.6%	1.2%
营业利润	83	154	215	289	379	483
营业利润率	10.7%	13.3%	10.5%	10.2%	10.2%	10.3%
营业外收支	13	9	3	3	3	3
税前利润	96	163	218	292	382	486
利润率	12.4%	14.0%	10.6%	10.3%	10.3%	10.4%
所得税	-15	-21	-34	-44	-57	-73
所得税率	15.4%	13.1%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	81	142	184	248	325	413
少数股东损益	-3	8	11	15	20	25
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>84</b>	<b>133</b>	<b>174</b>	<b>233</b>	<b>305</b>	<b>388</b>
净利率	10.8%	11.5%	8.5%	8.2%	8.2%	8.3%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	81	142	184	248	325	413
少数股东损益	-3	8	11	15	20	25
非现金支出	12	13	20	23	21	24
非经营收益	0	-8	-9	-2	-5	-9
营运资金变动	-5	7	-49	-95	-47	-123
<b>经营活动现金净流</b>	<b>88</b>	<b>154</b>	<b>146</b>	<b>174</b>	<b>295</b>	<b>306</b>
资本开支	-5	-25	-94	-163	-22	-24
投资	-12	-141	-60	0	0	0
其他	1	-151	-23	6	6	6
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-17</b>	<b>-316</b>	<b>-176</b>	<b>-157</b>	<b>-16</b>	<b>-18</b>
股权募资	313	23	25	0	0	0
债权募资	-10	-20	60	76	-136	0
其他	-59	-36	-39	-50	-48	-44
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>244</b>	<b>-32</b>	<b>46</b>	<b>26</b>	<b>-184</b>	<b>-44</b>
<b>现金净流量</b>	<b>316</b>	<b>-194</b>	<b>16</b>	<b>44</b>	<b>94</b>	<b>244</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	390	192	240	284	378	622
应收款项	168	209	291	382	499	695
存货	110	283	413	479	661	808
其他流动资产	19	155	224	223	227	232
流动资产	688	840	1,168	1,368	1,766	2,357
%总资产	84.8%	84.9%	82.9%	77.7%	81.6%	85.4%
长期投资	31	42	49	49	49	49
固定资产	78	89	101	158	165	172
%总资产	9.6%	9.0%	7.2%	9.0%	7.6%	6.2%
无形资产	10	11	12	107	106	105
非流动资产	124	149	242	392	398	404
%总资产	15.2%	15.1%	17.1%	22.3%	18.4%	14.6%
<b>资产总计</b>	<b>812</b>	<b>990</b>	<b>1,410</b>	<b>1,760</b>	<b>2,164</b>	<b>2,762</b>
短期借款	20	0	60	136	0	0
应付款项	206	424	578	640	872	1,067
其他流动负债	35	57	83	90	118	150
流动负债	261	482	721	866	990	1,217
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	9	9	10	10	10	10
<b>负债</b>	<b>270</b>	<b>491</b>	<b>731</b>	<b>876</b>	<b>1,000</b>	<b>1,227</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>535</b>	<b>488</b>	<b>636</b>	<b>826</b>	<b>1,087</b>	<b>1,432</b>
少数股东权益	7	11	42	58	78	103
<b>负债股东权益合计</b>	<b>812</b>	<b>990</b>	<b>1,410</b>	<b>1,760</b>	<b>2,164</b>	<b>2,762</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	1.260	1.105	0.798	1.072	1.401	1.785
每股净资产	8.020	4.039	2.924	3.795	4.996	6.581
每股经营现金净流	1.320	1.275	0.671	0.799	1.355	1.405
每股股利	0.500	0.330	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	15.71%	27.35%	27.30%	28.23%	28.04%	27.12%
总资产收益率	10.35%	13.48%	12.32%	13.25%	14.08%	14.06%
投入资本收益率	12.22%	25.54%	22.54%	23.38%	26.40%	25.39%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	57.00%	49.84%	76.19%	38.18%	30.81%	26.57%
EBIT增长率	28.41%	80.76%	34.25%	42.47%	28.96%	26.71%
净利润增长率	26.81%	58.81%	30.23%	34.17%	30.77%	27.41%
总资产增长率	95.97%	21.95%	42.45%	24.83%	22.98%	27.60%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	63.2	55.6	39.9	45.0	45.0	50.0
存货周转天数	64.0	87.8	83.9	85.0	90.0	87.0
应付账款周转天数	85.1	113.0	83.9	80.0	85.0	85.0
固定资产周转天数	36.5	27.3	17.0	15.7	12.3	9.8
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-68.41%	-38.55%	-26.51%	-16.68%	-32.46%	-40.56%
EBIT利息保障倍数	-13.3	21.5	-38.3	272.1	-152.6	-44.3
资产负债率	33.23%	49.61%	51.86%	49.80%	46.18%	44.43%

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	10	12	21
增持	0	0	3	3	10
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	<b>0.00</b>	<b>1.00</b>	<b>1.23</b>	<b>1.20</b>	<b>1.47</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH