

开润股份 (300577.SZ)

公司公告 2019 年限制性股票激励计划

核心观点:

- 公司公告 2019 年限制性股票激励计划。**拟授予激励对象限制性股票 3767440 股, 占公司股本总额 1.73%, 限制性股票价格为 16.46 元/股, 激励对象共计 51 人, 包括董事、高管和重要管理人员, 解除限售安排为自授予限制性股票完成登记之日起 12 个月后、24 个月后、36 个月后、48 个月后、60 个月后, 可解除比例为 20%、20%、20%、20%、20%, 业绩考核目标为以 2018 年净利润为基数, 2019 年净利润增长率不低于 15%、2020 年不低于 32%、2021 年不低于 52%、2022 年不低于 75%、2023 年不低于 100%。此次是公司第二次推出限制性股票激励计划, 有助于充分调动激励对象积极性, 保障公司长远发展。
- 看好公司 2019 年四季度及 2020 年业绩增长。**公司三季度单季营收增速稍有放缓主要由于小米渠道阶段性波动, 目前已经恢复, 加上公司 2C 业务双十一成交金额继续保持高增长, 因此我们看好公司四季度业绩环比三季度加快。展望 2020 年, 我们预计公司 2B 业务方面, 原有业务继续保持稳健, 印尼工厂目前在 NIKE 体系占比不高, 未来提升空间巨大, 且之前公告拟在印尼购买两宗土地作为未来扩建或者新建项目储备用地, 目前订单充足, 伴随产能释放, 效率不断提升, 明年有望实现高速增长, 2C 业务方面, 公司持续推进品牌升级, 产品系列化, 延展消费人群, 精细化运营, 包括优质人才的引入, 预计小米渠道增速好于今年, 非米渠道有望继续保持高速增长。
- 19-21 年业绩预计分别为 1.09 元/股、1.47 元/股、1.97 元/股。**我们上调了公司印尼工厂未来收入增速预期, 同时考虑到公司营销投入会更加精准, 小幅下调了未来销售费用率预期, 参考可比公司 PEG 估值, 给予公司 19 年 33 倍 PE, 合理价值 35.97 元/股, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 新渠道扩张不及预期风险; 品类扩张不及预期风险。

盈利预测:

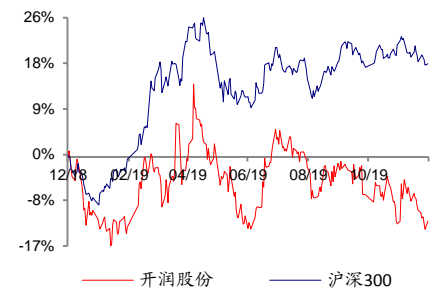
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162	2,048	2,928	3,889	5,133
增长率(%)	49.8	76.2	43.0	32.8	32.0
EBITDA(百万元)	156	209	296	404	542
净利润(百万元)	133	174	236	320	428
增长率(%)	58.8	30.2	36.0	35.6	33.5
EPS (元/股)	1.10	0.80	1.09	1.47	1.97
市盈率 (P/E)	55.73	39.06	27.88	20.56	15.41
市净率 (P/B)	15.24	10.66	8.10	6.25	4.79
EV/EBITDA	46.36	31.57	21.01	14.82	10.44

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格	30.3 元
合理价值	35.97 元
前次评级	增持
报告日期	2019-12-03

相对市场表现



分析师:



糜韩杰

SAC 执证号: S0260516020001



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

分析师:



赵颖婕

SAC 执证号: S0260518070004



SFC CE No. BNN845



021-60750604



zhaoyingjie@gf.com.cn

请注意, 糜韩杰并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人, 不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

开润股份 (300577.SZ):B2C 2019-09-03

业务持续健康发展, B2B 业务增幅显著提升

开润股份 (300577.SZ):拟收 2019-01-02

购优质代工厂, 进入一线运动品牌供应链

表1: 可比公司平均估值

公司	代码	最新价格(元)		每股收益(元)			市盈率			PEG	
		2019/12/2	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019E-2021E 复合年均
罗莱生活	002293.SZ	8.63	0.72	0.68	0.74	0.83	11.92	12.77	11.59	10.43	1.22
歌力思	603808.SH	12.57	1.08	1.25	1.47	1.72	11.64	10.06	8.54	7.32	0.60
森马服饰	002563.SZ	9.37	0.63	0.69	0.81	0.94	14.87	13.56	11.64	10.02	0.96
海澜之家	600398.SH	7.63	0.77	0.81	0.88	0.96	9.91	9.37	8.67	7.93	1.22
比音勒芬	002832.SZ	23.99	1.61	1.33	1.71	2.14	14.90	18.09	14.00	11.20	0.58
	最大值						14.90	18.09	14.00	11.20	1.22
	最小值						9.91	9.37	8.54	7.32	0.58
	平均数						12.65	12.77	10.89	9.38	0.92
	调整后平均						12.81	12.13	10.63	9.46	0.93

数据来源: wind; 广发证券发展研究中心

注: 每股收益为 Wind 一致预期

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	840	1,168	1,520	2,033	2,702	经营活动现金流	154	146	280	335	443
货币资金	192	240	444	680	998	净利润	142	184	251	340	454
应收及预付	203	265	340	451	595	折旧摊销	10	12	14	15	17
存货	283	413	489	643	836	营运资金变动	7	-49	12	-28	-41
其他流动资产	162	249	246	258	273	其它	-4	-2	4	7	13
非流动资产	149	242	252	261	268	投资活动现金流	-316	-176	-15	-15	-15
长期股权投资	4	13	13	13	13	资本支出	-25	-94	-21	-21	-21
固定资产	87	96	101	105	107	投资变动	-141	-60	0	0	0
在建工程	2	6	9	13	16	其他	-151	-23	6	6	6
无形资产	10	12	13	14	16	筹资活动现金流	-30	42	-60	-83	-110
其他长期资产	46	115	116	116	116	银行借款	-20	60	12	0	0
资产总计	990	1,410	1,772	2,293	2,970	股权融资	23	25	0	0	0
流动负债	482	721	902	1,164	1,493	其他	-34	-43	-72	-83	-110
短期借款	0	60	72	72	72	现金净增加额	-192	12	204	236	318
应付及预收	403	555	680	894	1,162	期初现金余额	377	182	240	444	680
其他流动负债	79	106	150	198	259	期末现金余额	182	198	444	680	998
非流动负债	9	10	0	0	0						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	9	10	0	0	0						
负债合计	491	731	902	1,164	1,493						
股本	121	218	218	218	218						
资本公积	159	74	74	74	74						
留存收益	230	364	541	781	1,102						
归属母公司股东权益	488	636	813	1,053	1,374						
少数股东权益	11	42	57	76	103						
负债和股东权益	990	1,410	1,772	2,293	2,970						

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,162	2,048	2,928	3,889	5,133
营业成本	818	1,516	2,130	2,797	3,637
营业税金及附加	7	10	14	19	25
销售费用	98	190	307	428	606
管理费用	57	83	120	158	209
研发费用	36	52	75	99	131
财务费用	7	-5	-1	-3	-6
资产减值损失	3	7	9	12	18
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	6	6	6
营业利润	154	215	294	399	534
营业外收支	9	3	3	3	3
利润总额	163	218	296	402	536
所得税	21	34	46	62	83
净利润	142	184	251	340	454
少数股东损益	8	11	14	20	26
归属母公司净利润	133	174	236	320	428
EBITDA	156	209	296	404	542
EPS (元)	1.10	0.80	1.09	1.47	1.97

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	49.8%	76.2%	43.0%	32.8%	32.0%
营业利润增长	85.4%	39.6%	36.5%	36.0%	33.7%
归母净利润增长	58.8%	30.2%	36.0%	35.6%	33.5%
获利能力					
毛利率	29.6%	26.0%	27.3%	28.1%	29.1%
净利率	12.2%	9.0%	8.6%	8.7%	8.8%
ROE	27.3%	27.3%	29.1%	30.4%	31.1%
ROIC	42.2%	33.7%	48.3%	63.5%	81.3%
偿债能力					
资产负债率	49.6%	51.9%	50.9%	50.7%	50.3%
净负债比率	0.0%	4.3%	4.1%	3.1%	2.4%
流动比率	1.74	1.62	1.68	1.75	1.81
速动比率	1.15	1.03	1.12	1.17	1.23
营运能力					
总资产周转率	1.29	1.71	1.84	1.91	1.95
应收账款周转率	6.56	9.08	9.08	9.08	9.08
存货周转率	4.16	4.35	4.35	4.35	4.35
每股指标 (元)					
每股收益	1.10	0.80	1.09	1.47	1.97
每股经营现金流	1.28	0.67	1.29	1.54	2.04
每股净资产	4.04	2.92	3.74	4.84	6.32
估值比率					
P/E	55.73	39.06	27.88	20.56	15.41
P/B	15.24	10.66	8.10	6.25	4.79
EV/EBITDA	46.36	31.57	21.01	14.82	10.44

广发纺织服装行业研究小组

糜 韩 杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016 年进入广发证券发展研究中心。
赵 颖 婕：资深分析师，伦敦政治经济学院国际管理学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
胡 幸：联系人，厦门大学会计学硕士，2018 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大 道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。
广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。
广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。
本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。
本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。
研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。
本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，

广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。