

2B 高增、2C 增速小幅波动，全年高速增长预期不变

买入（维持）

2019年10月27日

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2048.1	2821.2	3704.4	4817.3
同比（%）	76.2%	37.8%	31.3%	30.0%
归母净利润（百万元）	173.7	238.6	318.6	412.5
同比（%）	30.2%	37.3%	33.5%	29.5%
每股收益（元/股）	0.80	1.10	1.46	1.90
P/E（倍）	40.7	29.6	22.2	17.1

投资要点

■ **事件：**公司公布三季报，Q1-Q3 主营业务收入增长 41.5% 至 18.95 亿元，归母净利同增 36.9% 至 1.75 亿元；Q3 单季度主营业务收入同增 34.0% 至 7.17 亿元，归母净利同增 38.6% 至 6155 万元。

■ **2C 业务受部分外在渠道本身的调整影响，在 Q3 增速略有波动，但全年影响相对较小。**公司在 7、8 月份受渠道的一次性调整形成的短期影响，致 2C 收入增速略有波动，Q3 单季度增速在 20% 左右，但 9 月增速已经恢复、影响消失，加之公司线上新渠道拓展依旧顺利，2C 业务全年增长依旧有望达到 30%-40%。同时净利率也有望在新品占比提升的趋势下，继续保持提升。线下零售方面，公司继续开拓高端 KA（麦德龙）以及海外销售，预计将在未来为公司提供业绩增量。

■ **2B 业务持续保持高速增长，印尼工厂发展顺利。**在老客户方面，Q3 原有业务订单依旧保持 10%-20% 之间的稳健增长；同时公司在今年 2 月收购的印尼工厂发展顺利，来自 NIKE 软包业务的订单持续高速增长，预计印尼工厂全年订单达到 3500 万美金（2.5 亿人民币）。印尼工厂的出色运营让公司成功切入 Nike 供应商体系，也为公司未来长期成长带来新的驱动力。全年来看，考虑印尼工厂并表带来的增长，预计 19 年公司 2B 收入增速有望达到 40% 以上。

■ **盈利预测及投资建议：**虽然 2C 业务在 Q3 增速略有下滑，但是全年维度看影响较小，新渠道的拓展依旧有望带动公司“90 分”品牌业务保持较高速增长，同时 2C 业务长期来看具备充分的利润率提升空间。2B 业务方面，原有业务叠加切入 Nike 供应链的印尼工厂客户结构优秀、增长及盈利能力稳定。我们预计公司 19/20/21 年归母净利润有望达到 2.4/3.2/4.1 亿元，同比增长 37%/34%/30%，对应 PE30/22/17 倍，考虑到其业务模式在 A 股市场的稀缺性及高成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**90 分品牌发展推进不及预期，2B 业务意外丢失大客户

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002

010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001

021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003

021-60199793

linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002

021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.50
一年最低/最高价	27.18/39.24
市净率(倍)	9.07
流通 A 股市值(百万元)	2094.42

基础数据

每股净资产(元)	3.58
资产负债率(%)	52.27
总股本(百万股)	217.52
流通 A 股(百万股)	64.44

相关研究

- 1、《开润股份 (300577)：Q3 延续高增长趋势，两翼齐飞势头有望长期持续》2019-10-14
- 2、《开润股份 (300577)：2C 高速增长同时盈利能力提升、2B 并购整合顺畅》2019-08-29
- 3、《开润股份 (300577)：半年度业绩预告持续高增，2C、2B 双翼快速发展》2019-07-14

开润股份三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1168.2	1482.5	1863.2	2283.6	营业收入	2048.1	2821.2	3704.4	4817.3
现金	239.9	423.3	568.8	764.5	减:营业成本	1515.9	2048.1	2675.0	3458.0
应收账款	249.9	287.5	356.8	446.1	营业税金及附加	10.0	13.8	18.1	23.6
存货	413.5	496.8	641.5	741.7	销售费用	189.9	283.9	370.6	498.7
其他流动资产	264.9	274.9	296.2	331.3	管理费用	83.3	119.8	155.7	203.1
非流动资产	241.7	190.3	209.7	235.9	财务费用	(5.1)	(12.2)	(16.5)	(22.3)
长期股权投资	13.1	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	5.7	5.0	5.0	5.0
固定资产	95.6	118.7	129.5	145.4	其他	44.8	66.7	95.0	123.1
无形资产	11.7	9.4	9.2	8.9	营业利润	215.1	306.2	411.6	538.0
其他非流动资产	121.3	62.2	71.0	81.5	加:营业外净收支	2.9	2.9	2.9	2.9
资产总计	1409.8	1672.8	2072.9	2519.5	利润总额	218.0	309.1	414.5	540.9
流动负债	721.3	772.9	915.9	1045.3	减:所得税费用	33.6	46.4	62.2	81.1
短期借款	60.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	10.7	24.1	33.8	47.3
应付账款	341.5	395.8	446.8	500.4	归属母公司净利润	173.7	238.6	318.6	412.5
其他流动负债	319.8	377.1	469.1	545.0	EBIT	259.1	369.4	503.2	657.4
非流动负债	9.9	9.4	9.5	9.6	EBITDA	277.1	387.4	523.2	657.4
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	9.9	9.4	9.5	9.6					
负债合计	731.2	782.3	925.4	1054.9	重要财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	42.4	40.0	50.0	50.0	每股收益(元)	0.80	1.10	1.46	1.90
归属母公司股东权益	636.3	850.4	1097.5	1414.6	每股净资产(元)	2.92	3.91	5.05	6.50
负债和股东权益	1409.8	1672.8	2072.9	2519.5	发行在外股份(百万股)	217.6	217.5	217.5	217.5
					ROIC(%)	29.7%	35.3%	37.3%	38.2%
					ROE(%)	31.3%	33.5%	34.6%	35.2%
					毛利率(%)	26.0%	27.4%	27.8%	28.2%
					销售净利率(%)	8.5%	8.5%	8.6%	8.6%
					资产负债率(%)	51.9%	46.8%	44.6%	41.9%
					收入增长率(%)	76.2%	37.8%	31.3%	30.0%
					净利润增长率(%)	30.2%	37.3%	33.5%	29.5%
					P/E	40.7	29.6	22.2	17.1
					P/B	11.1	8.3	6.4	5.0
					EV/EBITDA	25.7	18.2	13.5	10.8

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

