

纺织服装业/可选消费品

开润股份 (300577)

利润高速增长延续，两端业务各具看点

——公司 2019 三季度报点评

 郝帅 (分析师)	 方榕佳 (研究助理)	 丁凡 (研究助理)
010-59312799	010-59312799	010-59312799
haoshuai@gtjas.com	fangrongjia@gtjas.com	dingfan@gtjas.com
证书编号 S0880518020004	S0880118060005	S0880119010026

本报告导读:

公司连续三季度利润高速增长，新收购印尼工厂带动 B2B 订单高速增长，B2C 小米优势巩固，新渠道不断开拓，维持增持评级。

投资要点:

- **维持增持评级:** 维持 2019-2021 年 EPS 为 1.06/1.42/1.85 元，维持目标价 38.76 元，对应 2019 年约 37 倍 PE。
- **连续三季度利润高速增长，B2B 助推业绩向好。** 公司 2019 年 Q3 单季度收入 7.17 亿 (yoy+27.57%)，实现归母净利润 0.62 亿，同比增长 38.58%，连续三个季度利润增幅超过 30%，业绩符合预期。收入利润高速增长，一方面系 B2C 端订单饱满稳健提升，另外一方面 B2B 端新收购印尼工厂，进入 Nike 供应商体系，带动收入增长。
- **毛利率攀升，存货周转良好。** 受益于客户结构优化改善，公司前三季度销售毛利率同比提升 2.16pct 至 27.69%。其中销售费用率为 9.14%，较去年同期增加 1.19pct，主要系物流运输以及新市场开拓费用增长。期末存货 4.26 亿，存货周转天数达到 80.23 天，较年初减少 2.52 天，整体周转较为健康。由于印尼项目前期营运资金投入较多，公司经营活动现金流净额同比大幅减少，仅为 921 万。
- **印尼工厂产能扩张，2C 端多渠道拓展。** 公司公告计划于印尼购入共计 19 万平方土地，作为子公司未来扩建储备用地，以期提升海外产能。伴随海外产能扩张，预计未来 B2B 业务收入规模将进一步扩大。B2C 受外部因素影响，7-8 月小米渠道增速略有放缓，9 月恢复，预计全年依旧保持高双位数增长。在巩固小米渠道优势的同时，公司积极拓展 2C 端新客户，线上线下齐头并进，海外销售逐步展开。
- **风险提示:** 小米渠道业绩、自主品牌拓展不及预期，汇率风险。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,162	2,048	2,913	3,961	5,257
(+/-)%	50%	76%	42%	36%	33%
经营利润 (EBIT)	147	197	277	377	496
(+/-)%	81%	34%	41%	36%	31%
净利润 (归母)	133	174	232	310	402
(+/-)%	59%	30%	33%	34%	30%
每股净收益 (元)	1.11	0.80	1.06	1.42	1.85
每股股利 (元)	0.33	0.20	0.31	0.45	0.63

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.6%	9.6%	9.5%	9.5%	9.4%
净资产收益率 (%)	27.3%	27.3%	28.2%	29.1%	29.1%
投入资本回报率 (%)	42.1%	34.3%	42.6%	45.6%	46.7%
EV/EBITDA	22.68	31.82	22.38	16.07	11.83
市盈率	29.42	40.71	30.52	22.84	17.60
股息率 (%)	1.0%	0.6%	0.9%	1.4%	1.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 38.76

上次预测: 38.76

当前价格: 32.50

2019.10.27

交易数据

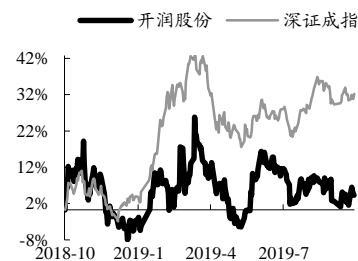
52 周内股价区间 (元)	27.35-39.48
总市值 (百万元)	7,069
总股本/流通 A 股 (百万股)	218/64
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	30%
日均成交量 (百万股)	0.71
日均成交值 (百万元)	23.47

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	778
每股净资产	3.58
市净率	9.1
净负债率	-30.84%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.29	0.21
Q2	0.23	0.31
Q3	0.20	0.28
Q4	0.08	0.26
全年	0.80	1.06

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-5%	4%
相对指数	-3%	-8%	-25%

相关报告

《B2B 与 B2C 双轮驱动业绩高速增长》
2019.08.29

《乘风而起，新时代出行消费引领者》
2019.05.15

模型更新时间: 2019.10.27

股票研究

可选消费品
纺织服装业

开润股份 (300577)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **38.76**

上次预测: 38.76

当前价格: 32.50

公司网址

www.korrun.com

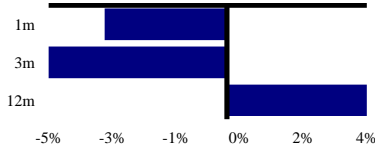
公司简介

公司是一家始终关注用户出行方式和用户体验的公司。
公司拥有一批来自 IT、互联网、外企 500 强的跨界行业精英。

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	1,162	2,048	2,913	3,961	5,257
营业成本	818	1,516	2,164	2,951	3,932
税金及附加	7	10	14	19	26
销售费用	98	190	266	361	476
管理费用	93	135	191	253	328
EBIT	147	197	277	377	496
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	5	6	6	6	6
财务费用	7	-5	-5	-5	-5
营业利润	154	215	288	386	502
所得税	21	34	45	60	78
少数股东损益	8	11	15	20	25
归母净利润	133	174	232	310	402
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	192	240	300	394	511
其他流动资产	151	210	210	260	335
长期投资	4	13	13	13	13
固定资产合计	89	101	109	116	121
无形及其他资产	11	12	12	13	14
资产合计	990	1,410	1,623	1,933	2,316
流动负债	482	721	749	814	880
非流动负债	9	10	11	12	13
股东权益	488	636	821	1,064	1,380
投入资本(IC)	303	486	550	699	898
现金流量表					
NOPLAT	127	167	234	319	419
折旧与摊销	9	12	12	14	15
流动资金增量	-25	41	56	92	118
资本支出	-25	-94	-15	-67	-41
自由现金流	87	126	287	358	512
经营现金流	154	146	199	247	319
投资现金流	-316	-176	-232	-292	-280
融资现金流	-30	42	141	139	78
现金流净增加额	-192	12	108	94	117
财务指标					
成长性					
收入增长率	49.8%	76.2%	42.2%	36.0%	32.7%
EBIT 增长率	80.8%	34.2%	40.6%	36.2%	31.5%
净利润增长率	58.8%	30.2%	33.3%	33.6%	29.8%
利润率					
毛利率	29.6%	26.0%	25.7%	25.5%	25.2%
EBIT 率	12.6%	9.6%	9.5%	9.5%	9.4%
归母净利润率	11.5%	8.5%	8.0%	7.8%	7.6%
收益率					
净资产收益率(ROE)	27.3%	27.3%	28.2%	29.1%	29.1%
总资产收益率(ROA)	13.5%	12.3%	14.3%	16.0%	17.3%
投入资本回报率(ROIC)	42.1%	34.3%	42.6%	45.6%	46.7%
运营能力					
存货周转天数	87	83	74	62	52
应收账款周转天数	55	40	32	32	30
总资产周转天数	279	211	187	162	145
净利润现金含量	115.4%	84.0%	86.0%	79.7%	79.4%
资本支出/收入	2.1%	4.6%	0.5%	1.7%	0.8%
偿债能力					
资产负债率	49.6%	51.9%	46.8%	42.7%	38.6%
净负债率	-39.4%	-28.3%	-36.6%	-37.0%	-37.0%
估值比率					
PE(现价)	29.42	40.71	30.52	22.84	17.60
PB	8.05	11.12	8.62	6.64	5.12
EV/EBITDA	22.68	31.82	22.38	16.07	11.83
P/S	3.38	3.45	2.43	1.78	1.34
股息率	1.0%	0.6%	0.9%	1.4%	1.9%

绝对价格回报 (%)

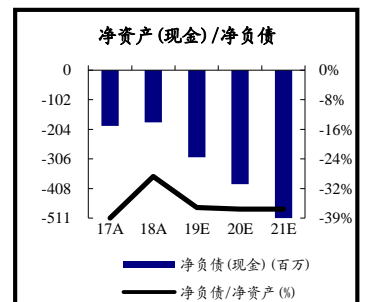
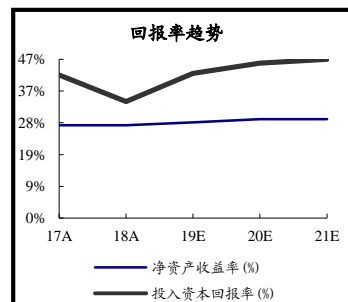
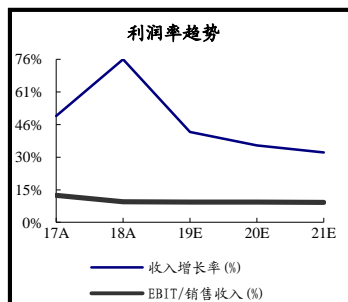


52 周价格范围

27.35-39.48

市值 (百万)

7,069



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		