

开润股份 (300577)

证券研究报告

2019年12月03日

再发限制性股票激励方案，进一步绑定核心管理层利益

事件：公司发布限制性股票激励方案，这是公司第二次发布股权激励方案，拟授予共 51 名激励对象限制性股票 376.744 万股，价格为 16.46 元/股。

激励对象：第一次股权激励方案激励对象 170 人，主要为公司（包含下属子公司）任职的高管、中层管理人员、核心技术及业务人员；而本次股权激励方案的激励对象主要是公司（及子公司）的高管及重要管理人员共 51 人，我们认为本次股权激励方案加强了对于管理层的激励力度。

解除限售条件：本次股权激励方案以 5 年为期限，对公司扣非净利润进行考核。

- 1) 第一个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2019 年扣非净利润增长率不低于 15%；
- 2) 第二个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2020 年扣非净利润增长率不低于 32%；
- 3) 第三个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2021 年扣非净利润增长率不低于 52%；
- 4) 第四个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2022 年扣非净利润增长率不低于 75%；
- 5) 第五个解除限售期：以 2018 年净利润为基数，2023 年扣非净利润增长率不低于 100%

综合来看，公司 5 年扣非净利润的 CAGR 需达到 14.87%。

成本摊销：本次股权激励草案需摊销的总费用 5176.46 万元，其中 2020-2024 年分别摊销 2363.92 万元、1328.63 万元、810.98 万元、465.88 万元、207.06 万元，激励草案的成本将会计入公司管理费用。

我们认为本次股权激励主要是为了给重要管理人员激励，激发管理层的工作热情，我们继续看好公司未来长期发展，主要系：

- 1、B2C 业务：19 年营收增速预计在 30%-40%，2020 年预计为 40%左右；19 年净利率预计在 6%左右，2020 年预计在 7%左右；

增长来源：① **品牌：**进行品牌重塑，加大品牌营销和推广力度，提升品牌关注度，打破消费者知晓产品但不了解品牌的局面；② **产品：**持续进行产品迭代和扩充，扩大消费客群，提升产品适销度。如增加女性产品系列等；③ **渠道：**小米渠道保持稳定增长，预计 2020 年保持 30%左右的增速；加大非米系渠道扩张力度，预计 2020 年占比在 50%左右，同时预计非米系渠道收入增速在 50%左右，为后续增长提供动力；④ **精细化运营：**对 90 分自有渠道和小米渠道团队进行拆分，采取不同的策略和打法，提升效率。

- 2、B2B 业务：我们预计公司 B2B 业务 19 年收入增速在 40%-50%左右；2020 年预计收入增速在 30%左右。2019 年净利率预计在 10%-12%。

增长来源：1) 印尼工厂客户结构不断优化、产能持续扩张：目前 NIKE 是

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	30.3 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	217.41
流通 A 股股本(百万股)	64.44
A 股总市值(百万元)	6,587.67
流通 A 股市值(百万元)	1,952.64
每股净资产(元)	3.58
资产负债率(%)	52.27
一年内最高/最低(元)	39.48/27.35

作者

吕明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001
lvming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《开润股份-公司专题研究:我们对公司 2020 年收入增速调高预期》 2019-11-08
- 2 《开润股份-季报点评:19 年前三季度业绩持续快速增长，继续重点推荐》 2019-10-27
- 3 《开润股份-公司点评:19 年前三季度业绩符合我们此前预期，继续坚定推荐》 2019-10-15

印尼工厂第一大客户；由于公司能够成为 NIKE 供应商，已经是对公司在箱包代工领域良好实力的证明；由此在开拓新客户方面的竞争力将会提高。未来公司将会继续寻找类似 NIKE 这类的优质大客户，丰富客户结构；同时公司子公司在印尼继续购入土地，作为海外生产基地扩建的储备用地，我们预计公司 2020 年底-2021 年初能够实现产能的翻倍，从而保证公司 B2B 业务的良好发展。**2) 盈利能力持续提升：**公司印尼工厂收购后，生产效率明显改善，预计已经提高到收购前的 80%，目前我们预计净利率预计在 7% 左右。假设公司原有 B2B 业务净利率保持稳定，我们预计 19 年 B2B 业务净利率能够实现 10%-12% 的水平。

维持“买入”评级，维持公司原有盈利预测。虽然我们对于公司 2020 年收入增长预期较此前乐观，但基于谨慎原则，我们维持原有盈利预测。预计 19 年-21 年实现归母净利润 2.30、3.05、4.02 亿元，同比增长 32.61%、32.55%、31.53%。预计 2019-2021 年 EPS 为 1.06/1.40/1.85 元。

风险提示：非米系渠道拓展较慢、费用率大幅提升、海外工厂管理风险等。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162.44	2,048.07	2,828.94	3,687.58	4,773.19
增长率(%)	49.84	76.19	38.13	30.35	29.44
EBITDA(百万元)	193.36	259.85	300.10	400.36	531.99
净利润(百万元)	133.41	173.73	230.39	305.38	401.66
增长率(%)	58.81	30.23	32.61	32.55	31.53
EPS(元/股)	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85
市盈率(P/E)	49.38	37.92	28.59	21.57	16.40
市净率(P/B)	13.50	10.35	7.96	6.23	4.85
市销率(P/S)	5.67	3.22	2.33	1.79	1.38
EV/EBITDA	37.27	25.14	20.54	15.07	11.10

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	192.26	239.90	435.34	574.06	718.19
应收票据及应收账款	198.22	252.93	489.63	400.50	802.04
预付账款	4.69	12.41	12.52	17.34	22.63
存货	283.38	413.48	471.46	754.08	758.21
其他	161.80	249.43	149.68	224.46	212.86
流动资产合计	840.35	1,168.16	1,558.64	1,970.44	2,513.94
长期股权投资	3.71	13.09	17.59	22.09	26.59
固定资产	86.78	95.64	130.85	160.60	182.01
在建工程	2.33	5.78	19.59	27.88	32.86
无形资产	10.07	11.69	24.41	35.85	46.02
其他	46.47	115.49	60.82	65.03	70.97
非流动资产合计	149.37	241.68	253.27	311.46	358.44
资产总计	989.72	1,409.84	1,811.90	2,281.90	2,872.38
短期借款	0.00	60.00	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	399.42	542.10	808.35	991.13	1,263.66
其他	82.35	119.17	89.69	128.91	120.62
流动负债合计	481.77	721.27	918.04	1,140.04	1,404.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.22	9.91	9.42	9.52	9.62
非流动负债合计	9.22	9.91	9.42	9.52	9.62
负债合计	490.99	731.18	927.46	1,149.56	1,413.89
少数股东权益	10.92	42.37	56.70	75.56	100.47
股本	120.76	217.61	217.41	217.41	217.41
资本公积	158.51	73.76	73.76	73.76	73.76
留存收益	388.40	437.53	610.32	839.36	1,140.61
其他	(179.87)	(92.63)	(73.76)	(73.76)	(73.76)
股东权益合计	498.72	678.66	884.44	1,132.34	1,458.49
负债和股东权益总	989.72	1,409.84	1,811.90	2,281.90	2,872.38

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	141.83	184.39	230.39	305.38	401.66
折旧摊销	9.58	12.39	16.50	28.78	41.71
财务费用	0.74	(0.10)	0.62	(3.05)	(4.46)
投资损失	(4.69)	(5.74)	(5.00)	(5.15)	(4.00)
营运资金变动	(116.43)	(129.81)	90.41	(59.69)	(145.47)
其它	122.99	84.83	14.34	18.86	24.90
经营活动现金流	154.01	145.95	347.26	285.13	314.35
资本支出	23.60	34.80	78.75	78.16	78.16
长期投资	3.49	9.38	4.50	4.50	4.50
其他	(343.14)	(220.52)	(155.51)	(155.77)	(156.92)
投资活动现金流	(316.04)	(176.34)	(72.26)	(73.11)	(74.26)
债权融资	0.00	60.00	20.00	20.00	20.00
股权融资	(153.80)	19.73	18.04	3.05	4.46
其他	123.81	(37.58)	(117.60)	(96.34)	(120.42)
筹资活动现金流	(29.98)	42.16	(79.56)	(73.30)	(95.95)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(192.01)	11.77	195.44	138.72	144.13

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,162.44	2,048.07	2,828.94	3,687.58	4,773.19
营业成本	818.24	1,515.88	2,056.06	2,681.35	3,470.64
营业税金及附加	6.55	10.03	17.23	22.49	23.87
营业费用	97.74	189.86	265.92	348.48	443.91
管理费用	57.50	83.26	127.30	165.94	214.79
研发费用	35.77	52.18	73.84	95.88	126.60
财务费用	6.81	(5.14)	0.62	(3.05)	(4.46)
资产减值损失	3.18	7.13	10.00	7.00	7.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	4.69	5.74	5.00	5.15	4.00
其他	(22.16)	(26.00)	(10.00)	(10.30)	(8.00)
营业利润	154.12	215.13	282.97	374.63	494.73
营业外收入	9.21	2.94	5.00	6.00	6.00
营业外支出	0.07	0.08	0.06	0.07	0.07
利润总额	163.27	217.99	287.91	380.56	500.66
所得税	21.44	33.61	43.19	56.32	74.10
净利润	141.83	184.39	244.72	324.24	426.57
少数股东损益	8.42	10.65	14.34	18.86	24.90
归属于母公司净利润	133.41	173.73	230.39	305.38	401.66
每股收益(元)	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	49.84%	76.19%	38.13%	30.35%	29.44%
营业利润	85.46%	39.58%	31.54%	32.39%	32.06%
归属于母公司净利润	58.81%	30.23%	32.61%	32.55%	31.53%
获利能力					
毛利率	29.61%	25.98%	27.32%	27.29%	27.29%
净利率	11.48%	8.48%	8.14%	8.28%	8.42%
ROE	27.35%	27.30%	27.83%	28.90%	29.58%
ROIC	102.53%	68.32%	62.89%	78.41%	82.84%
偿债能力					
资产负债率	49.61%	51.86%	51.19%	50.38%	49.22%
净负债率	-38.55%	-26.51%	-46.96%	-48.93%	-47.87%
流动比率	1.74	1.62	1.70	1.73	1.79
速动比率	1.16	1.05	1.18	1.07	1.25
营运能力					
应收账款周转率	6.56	9.08	7.62	8.29	7.94
存货周转率	5.91	5.88	6.39	6.02	6.31
总资产周转率	1.29	1.71	1.76	1.80	1.85
每股指标(元)					
每股收益	0.61	0.80	1.06	1.40	1.85
每股经营现金流	0.71	0.67	1.60	1.31	1.45
每股净资产	2.24	2.93	3.81	4.86	6.25
估值比率					
市盈率	49.38	37.92	28.59	21.57	16.40
市净率	13.50	10.35	7.96	6.23	4.85
EV/EBITDA	37.27	25.14	20.54	15.07	11.10
EV/EBIT	39.19	26.38	21.73	16.24	12.05

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com