

开润股份(300577)

开润股份 17 年报：业绩增速符合预期，参股+赋能形式开展产业链投资，裂变式发展启航

买入(维持)

2018 年 4 月 12 日

证券分析师 马莉

执业证书编号: S0600517050002
021-60199793

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号: S0600517070001
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号: S0600517050003
linjch@dwzq.com.cn

事件:

公司公布 2017 年报, 收入同增 49.84%至 11.62 亿元, 归母净利同增 58.81%至 1.33 亿元, 扣非归母净利同增 39.08%至 1.10 亿元。具体到四季度, 公司收入同增 67.45%至 3.69 亿元, 归母净利同增 102.47%至 4021 万元。

分红方面, 公司计划每 10 股派发现金股利 3.30 元, 并以资本公积金每 10 股转增 8 股。

投资要点:

■ **2B 稳健, 2C 强势增长带动收入高增长。**2017 年公司收入同增 49.84%至 11.62 亿元, 其中 2B 业务稳健增长 20.20%至 6.55 亿元, 2C 业务实现翻倍, 同增 119.97%至 5.07 亿元。

图表 1: 公司收入增长拆分 (单位: 亿元)

	2016H1	2017H1	2016H2	2017H2	2016	2017
2B	2.43	3.03	3.02	3.52	5.45	6.55
YOY		24.52%		16.71%		20.20%
2C	0.95	1.92	1.36	3.15	2.30	5.07
YOY		102.71%		132.01%		119.97%
合计	3.38	4.95	4.37	6.67	7.75	11.62
YOY		46.43%		52.48%		49.84%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

■ **2B 方面, 2017H1/H2/全年增速 25%/17%/20%, 持续稳健增长。**作为迪卡侬全球 40 家战略合作伙伴供应商之一, 公司的工厂管理能力在全球箱包生产商中名列前茅, 多年坚持的自动化精益化管理体系以及全球化布局保证了其生产效率。同时公司希望通过尝试建设卫星工厂的方式进一步挖掘潜能降低成本。从订单角度来看, 一方面公司有望受益于迪卡侬将订单向主要供应商集中的趋势提升来自于迪卡侬的单量, 另一方面公司已强势锁定了包括名创优品、网易严选、海澜优选在内的诸多知名新兴渠道, 保证订单的持续增长, 尤其值得注意的是, 公司全资子公司上海骥润 17 年 8 月与名创优品创始人叶国富旗下广州塞曼共同成立上海珂榕, 成为双方展开战略合作的第一步, 未来在箱包及更多品类上的互动值得期待。在有效开辟新客户的基础上, 我们预计在 18 年 2B 业务有望继续保持 20%以上收入增速。

股价走势



市场数据

收盘价(元) 69.00
一年最低/最高价 42.82/75.00
市净率(倍) 17.08
流通 A 股市值(百万元) 2,444

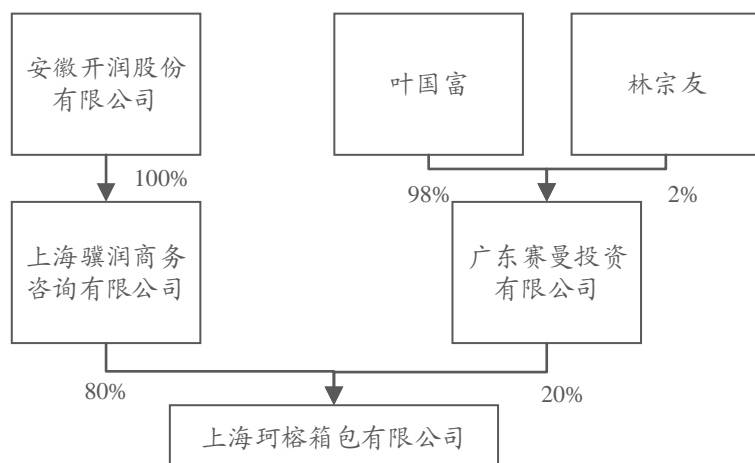
基础数据

每股净资产(元) 4.04
资产负债率(%) 49.61
总股本(百万股) 121
流通 A 股(百万股) 35

相关研究

1. 开润股份业绩预增公告: 业绩符合预期, 持续看好公司未来成长性-20180125
2. 开润股份 2017 三季报点评: 费用增长拖累 Q3 业绩, 2C 业务继续保持高速增长全年预期不变-20171015
3. 开润股份: 半年报业绩预告高增长, ODM 业务增速稳健, 围绕出行场景自有品牌品类有序扩张中 -20170712

图表 2: 上海珂榕股权结构



资料来源：启信宝，东吴证券研究所

■ 2C 方面，2017H1/H2/全年增速 103%/132%/120%，下半年有加速趋势：

(1) 90 分箱包业务继续成为拉动 2C 业务高增长的重要动力，公司 2017 年持续针对拉杆箱业务进行外观和技术上的迭代，其中 90 分金属旅行箱在 2017 年 3 月获得德国“IF 设计大奖”，90 分商旅两用旅行箱（七道杠）斩获 2018 德国“红点”设计大奖，同时公司研发的概念级产品智能跟随旅行箱 90 FUN Puppy1 也在美国 CES 消费电子展受到科技类媒体热捧，持续的推陈出新保持 90 分在箱包领域的品牌竞争力不断提升，其在 2017 年双十一当天全网销量突破 7000 万（同增 200%），拿下包括天猫、京东、小米等多个平台全网第一头衔。品类扩张之外，公司在 2C 渠道扩张方面也进行了诸多努力，公司 2C 渠道目前不仅线上布局小米、天猫、京东等主流平台和罗辑思维、优酷旅游等垂直平台，线下也与小米线下店全面开展合作并拓展团购等其他线下渠道，并通过亚马逊等渠道走向海外销售。

(2) 箱包业务之外，90 分品牌也通过积极对接优质供应链完成品类拓张，公司在强调研发设计同时，善于挖掘优质供应链潜力，目前已经与包括美国铝业、科思创（原德国拜耳）、日本东丽、YKK、Segway 在内的知名供应商展开深度合作，借助优质供应链切入新品类。2017 年 90 分品牌已上线包括冬季轻薄羽绒服、春夏季皮肤衣、智能跑鞋、防盗刷钱包、羊毛围巾、牛皮靴、羊毛袜、商务衬衫等多个品类，通过对接优质供应链不断扩充新增长点。在 90 分品牌蓬勃发展下，主要负责运营该品牌的子公司上海润米 2017 年实现收入/净利润 4.37 亿/3033 万元，收入实现 114% 增长的同时成功扭亏，净利润率达到 6.93%。

(3) 在 90 分品牌大获成功的基础上，公司推出专注儿童出行的稚行品牌以及强调在新渠道销售泛出行产品的悠启品牌，该两大品牌将与 90 分在产品上形成差异化，分别由上海润米及上海硕米负责孵化经营，目前稚行品牌旗下“小轻星”婴儿推车已经在米家上线，创新性单手一键折叠基础上具有重量轻、展开空间大、防静电、行走安全避震等特点及功能，预计将成为公司 2C 业务又一爆款产品。

我们认为公司自有品牌业务在多品牌、全渠道的驱动下在 18 年有望在收入端超越 2B 业务成为公司最大收入来源，预计 2018 年 2C 收入增速不低于 100%。

图表 3: 90 FUN Puppy1 跟随箱亮相美国 CES 消费电子展



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

图表 4: 稚行“小轻星”婴儿推车



资料来源：百度图片，东吴证券研究所

■ **延续小米生态链拓展思路，通过参股+赋能方式展开产业链投资。**除主业的迅速发展之外，本次年报中值得注意的是，公司逐渐开始沿用小米生态链方式，以参股+赋能形式介入多家初创企业，共同投资伙伴包括顺为资本旗下管理基金（例如西藏顺盈投资及杭州顺赢投资等）及小米生态链企业（如青岛公司亿联客及北京石头世纪），为公司进一步开拓出行产品版图打下基础。

图表 5: 公司投资参股企业股权结构

投资公司名称	股东结构	持股比例	备注
上海珂派环保科技有限公司	安徽宇航派蒙防辐射科技有限公司	51.0%	实际控制人许岚，持股 34.14%
	安徽开润股份有限公司	49.0%	
上海骏遨智能科技有限公司	上海骥润商务咨询有限公司	40.0%	开润股份全资子公司
	上海墨启源洋体育文化发展合伙企业 (LP)	40.0%	
	泉州睿至贸易有限公司	20.0%	
青岛小驴智慧网络科技有限公司	唐昕	61.5%	
	韩金豆	13.5%	
	上海骥润商务咨询有限公司	10.0%	开润股份全资子公司
	青岛亿联客信息技术有限公司	8.0%	智能家居，小米生态链企业
	北京石头世纪科技有限公司	7.0%	扫地机器人，小米生态链企业
上海升劲旅游科技有限公司	上海朗仪商贸有限公司	70.0%	
	上海骥润商务咨询有限公司	30.0%	开润股份全资子公司
佑旅优品（杭州）科技有限公司	赖国成	51.0%	佑旅优品科技有限公司、杭州佑速供应链有限公司、杭州龙狮电子商务有限公司董事长
	拉萨经济技术开发区顺盈投资有限公司	15.0%	顺为资本旗下管理基金，上海润米股东
	天津金米投资合伙企业 (LP)	15.0%	小米旗下投资平台，上海润米、上海硕米股东
	上海润米科技有限公司	10.0%	开润股份子公司，持股 77%
	张恺	9.0%	

上海致同实业有限公司	张新	30.5%	持有上海硕米 14% 股份
	叶书生	30.0%	
	北京弘诺投资管理有限公司	20.0%	缪立宁、缪丽华持股 60%/40%
	安徽开润股份有限公司	19.5%	
上海凌笛数码科技有限公司	刘郴	48.0%	宁波凯信服饰董事
	上海凌笛人才咨询合伙企业	21.4%	刘郴担任其股东
	杭州顺赢股权投资合伙企业	11.4%	顺为资本旗下管理基金
	上海麟邸企业管理咨询合伙企业 (LP)	10.6%	
	杭州初桐投资合伙企业 (LP)	0.8%	
	杭州初枫投资合伙企业 (LP)	3.9%	
	杭州顺赢股权投资合伙企业 (LP)	11.4%	顺为资本负责管理的基金, 投资于高科技及互联网领域初创至成熟期的公司
	上海骥润商务咨询有限公司	4.0%	开润股份全资子公司

资料来源: 启信宝、东吴证券研究所

- **财务表现: 毛利率稳中有升, 期间费用率稳定, 补贴增加以及所得税率下降带动利润增速快于收入。** 受益 2B 业务及 2C 非小米渠道毛利率较高, 2017 年毛利率稳中有升, 提高 0.86pp 至 29.61%, 但受 2C 业务收入占比提升后营销宣传需求提升带动销售费用率上升, 以及人民币升值带来汇兑损失 806 万 (去年同期为汇兑收益 760 万) 导致财务费用率上升影响, 期间费用率同比增加 0.12pp 至 17.02%。同时, 本期其他收益+营业外净收入同比增加 73% 至 2213 万元, 带动税前利润同增 70% 至 1.63 亿元, 但由于本期包括上海润米成功实现扭亏, 少数股东收益增长明显, 因此公司归母净利润呈现为同增 59% 至 1.33 亿元。

图表 6: 开润主要经营数据 (单位: 百万元)

	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2016	2017
营业收入	156.29	181.89	217.39	220.20	220.96	274.25	298.50	368.72	775.77	1,162.44
YOY				37.20%	41.38%	50.78%	37.31%	67.45%	57.00%	49.84%
毛利率	26.23%	27.94%	29.73%	30.25%	28.74%	34.04%	31.25%	25.50%	28.75%	29.61%
期间费用率	16.55%	18.54%	13.89%	18.76%	15.78%	17.51%	19.14%	15.68%	16.90%	17.02%
销售费用率	6.55%	7.41%	6.82%	11.06%	8.32%	8.61%	9.46%	7.45%	8.11%	8.41%
管理费用率	9.97%	11.84%	7.02%	9.97%	7.83%	7.77%	8.85%	7.65%	9.58%	8.02%
财务费用率	0.03%	-0.70%	0.06%	-2.27%	-0.37%	1.12%	0.82%	0.57%	-0.79%	0.59%
投资净收益		-0.05	-0.03	0.00	0.00	0.33	3.00	1.36	-0.09	4.69
其他收益+营业外净收入	0.29	6.92	3.68	1.92	6.39	0.23	4.80	10.72	12.79	22.13
利润总额	14.26	21.84	36.50	23.31	33.39	43.38	41.15	45.36	95.90	163.27
YOY				-11.67%	134.15%	98.63%	12.74%	94.59%	26.37%	70.25%
所得税率	18.16%	13.19%	12.27%	20.81%	15.36%	11.46%	19.85%	6.99%	15.43%	13.13%
净利润	11.66	18.96	32.02	18.46	28.26	38.41	32.97	42.19	81.10	141.83
少数股东损益	-1.29	-2.23	2.01	-1.40	0.70	5.70	0.05	1.98	-2.91	8.42
归母净利润	12.95	21.18	30.01	19.86	27.56	32.71	32.92	40.21	84.00	133.41
YOY				-6.50%	112.82%	54.44%	9.70%	102.47%	26.81%	58.81%
净利润率	8.29%	11.64%	13.80%	9.02%	12.47%	11.93%	11.03%	10.91%	10.83%	11.48%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

■ 盈利预测及投资建议:

公司本周公布 18Q1 业绩预告, 归母净利 3310-3580 万元, 同增 20%-30%, 若不考虑非经常损益影响(17Q1 为 543 万元, 18Q1 为 145 万元), 扣非归母净利 3165-3435 万元, 同比增长 44%-56%, 符合预期, 我们预计 18Q1 公司 B 端业务在考虑汇兑损失的情况下业绩增速接近 20%, C 端业务业绩保持 100%+高速增长。全年来看, 预计公司 18/19/20 年归母净利润有望达到 2.01/2.98/4.05 亿, 同比增速 50%/48%/36%, 对应 PE42/28/21 倍。我们认为对应公司的高成长性, 其目前估值依旧具备投资价值。接下来可重点跟踪箱包品类爆发速度、新品类开发及 2C 品牌独立成型的拐点, 考虑到其业务模式在 A 股市场的稀缺性, 我们认为公司有望在户外生态品类借力小米生态圈, 打造自身的品牌矩阵, 维持“买入”评级。

■ 风险提示: 90 分品牌推进不及预期, 2B 业务增长不及预期

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)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	840.3	1154.7	1546.2	2042.2	营业收入	1162.4	1832.8	2807.7	4050.2
现金	192.3	346.5	522.6	773.4	营业成本	818.2	1299.3	1985.0	2880.3
应收款项	198.2	233.0	301.8	373.2	营业税金及附加	6.6	10.3	15.8	22.8
存货	283.4	366.3	516.0	636.2	销售费用	97.7	152.6	233.8	337.3
其他	166.5	208.9	205.8	259.3	管理费用	93.3	145.8	223.1	319.1
非流动资产	149.4	151.5	137.3	132.4	财务费用	6.8	(5.8)	(9.6)	(14.7)
长期股权投资	3.7	0.0	0.0	0.0	投资净收益	4.7	0.0	0.0	0.0
固定资产	86.8	84.1	83.8	76.9	其他	(9.6)	(9.8)	(8.0)	(6.4)
无形资产	10.1	9.9	9.4	9.2	营业利润	154.1	240.3	367.5	511.8
其他	48.8	57.5	44.1	46.3	营业外净收支	9.1	9.9	9.9	9.9
资产总计	989.7	1306.1	1683.5	2174.6	利润总额	163.3	250.2	377.4	521.7
流动负债	481.8	596.8	726.7	892.3	所得税费用	21.4	32.5	49.1	67.8
短期借款	0.0	16.2	11.9	9.4	少数股东损益	8.4	17.0	30.7	49.1
应付账款	355.5	415.4	467.9	557.5	归属母公司净利润	133.4	200.7	297.7	404.8
其他	126.3	165.2	246.9	325.5	EBIT	153.2	235.0	365.7	513.5
非流动负债	9.2	9.4	9.2	9.3	EBITDA	162.5	245.8	376.6	513.5
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	9.2	9.4	9.2	9.3	重要财务与估值指标	2017	2018E	2019E	2019E
负债总计	491.0	606.2	736.0	901.6	每股收益(元)	1.10	1.66	2.47	3.35
少数股东权益	10.9	30.0	40.0	50.0	每股净资产(元)	4.04	5.55	7.51	10.13
归属母公司股东权益	487.8	670.0	907.5	1223.0	发行在外股份(百万股)	120.8	120.8	120.8	120.8
负债和股东权益总计	989.7	1306.1	1683.5	2174.6	ROIC(%)	26.7%	28.6%	33.2%	34.8%
					ROE(%)	27.3%	36.3%	39.9%	40.9%
					毛利率(%)	29.6%	29.1%	29.3%	28.9%
					EBIT Margin(%)	13.2%	12.8%	13.0%	12.7%
					销售净利率(%)	11.5%	10.9%	10.6%	10.0%
					资产负债率(%)	49.6%	46.4%	43.7%	41.5%
					收入增长率(%)	49.8%	57.7%	53.2%	44.3%
					净利润增长率(%)	58.8%	50.4%	48.4%	36.0%
					P/E	62.5	41.5	28.0	20.6
					P/B	17.1	12.4	9.2	6.8
					EV/EBITDA	51.3	34.0	22.2	16.2

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

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>

