

2B 业务整合顺利，2C 业务渠道调整背景下 公司整体成长依然稳健

买入（维持）

2020 年 03 月 01 日

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

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2048.1	2696.9	3468.6	4315.9
同比（%）	76.2%	31.7%	28.6%	24.4%
归母净利润（百万元）	173.7	225.5	293.8	377.2
同比（%）	30.2%	29.8%	30.3%	28.4%
每股收益（元/股）	0.80	1.04	1.35	1.74
P/E（倍）	41.0	31.6	24.3	18.9

投资要点

■ **事件：**公司发布 2019 业绩快报，主营业务收入同比增长 36.74%至 26.09 亿元，归母净利润同增 30.08%至 2.26 亿元，若剔除非经常损益影响，扣非归母净利润同增 35.94%至 2.08 亿元。

■ **2C 业务渠道调整影响延伸至 Q4，2B 原有客户及印尼新厂发展顺利。**
公司 2C 业务在 7、8 月份受渠道端调整形成短期影响，该影响因素在 9 月份缓和后 Q4 又有所反复，但公司自有渠道发展顺利维持了高增长的状态，估计 2C 业务 19 全年增速在 25%~30%区间；2B 业务在原有业务老客户方面订单依旧保持 10%-20%之间的稳健增长，同时公司在 2019 年 2 月收购的印尼工厂发展顺利，预计 19 年订单达到 3500 万美金（2.5 亿人民币），全年来看，考虑印尼工厂并表，我们估算 19 年公司 2B 收入增速达到 40%以上。

■ **近况：**疫情对 2C 业务短期有冲击，对 2B 业务影响可控。2020 年 1 月前三周（春节前）公司 2C 业务继续高增长，但春节后物流成为公司自有渠道的最大制约。由于公司 2C 业务绝大部分在线上开展，我们认为物流恢复后业务节奏很快恢复正常，叠加电商领域 Q1 收入占比通常较低（10%-20%），我们暂估疫情将影响公司 2C 业务 Q1 收入 30%、全年不超过 3~4%，影响相对有限。2B 业务方面，海外工厂运转正常，国内工厂受复工时间延后影响，损失一定工期，但安徽工厂以本省工人为主，复工效率较高，预计后期通过加班加点有望追赶进度，影响可控。

■ **盈利预测及投资建议：**虽然 2C 业务在下半年基于外部影响增速略有下滑，但是公司自有渠道仍保持高速增长态势且占比显著提升，外部影响的消除与自有渠道依旧将带动公司“90 分”品牌未来保持高增长，同时随着自有渠道占比提升叠加新品持续推出，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 2020 年公司的 2C/2B 业务仍将保持 40%/20%的收入增速。由于全国对抗疫情处还在攻坚阶段，暂不考虑疫情影响，我们预计公司 19/20/21 年归母净利润将达到 2.26/2.94/3.77 亿元，同比增长 30%/30%/28%，对应 PE32/24/19X 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

股价走势



市场数据

收盘价(元)	32.80
一年最低/最高价	29.39/39.26
市净率(倍)	9.16
流通 A 股市值(百万元)	3031.84

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)	217.41
流通 A 股(百万股)	92.43

相关研究

- 1、《开润股份 (300577)：年报高增，2B、2C 双翼快速成长》2020-01-22
- 2、《开润股份 (300577)：股权激励计划草案公布，与核心员工共享成长红利》2019-12-03

表：开润股份业绩快报单季度数据拆分（单位：百万元）

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019 全年
营业总收入	415.80	452.13	574.25	605.89	598.70	622.52	732.58	743.09	2,696.88
YOY	88.18%	64.86%	92.38%	64.32%	43.99%	37.69%	27.57%	22.64%	31.68%
营业利润	45.82	58.46	57.59	53.26	56.80	83.91	78.37	66.85	285.93
YOY	69.67%	35.49%	58.43%	11.83%	23.97%	43.54%	36.07%	25.51%	32.91%
利润总额	45.97	58.29	57.54	56.19	56.81	83.88	78.30	66.80	285.78
YOY	37.67%	34.39%	39.85%	23.87%	23.58%	43.89%	36.06%	18.88%	31.10%
归母净利润	34.53	49.18	44.42	45.61	45.45	68.42	61.55	50.57	225.99
YOY	25.28%	50.35%	34.90%	13.41%	31.63%	39.11%	38.57%	10.88%	30.08%
扣非归母净利润	33.083	40.947	39.307	39.465	44.865	65.854	51.829	45.17	207.71
YOY	49.47%	25.93%	34.99%	48.68%	35.61%	60.83%	31.86%	14.45%	35.94%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

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	1408.1	1784.4	2078.0	营业收入	2048.1	2696.9	3468.6	4315.9
现金	239.9	419.1	543.6	745.9	减:营业成本	1515.9	1954.9	2503.0	3118.1
应收账款	249.9	263.8	339.5	379.9	营业税金及附加	10.0	13.2	17.0	21.1
存货	413.5	455.4	609.7	637.5	销售费用	189.9	281.9	341.8	420.9
其他流动资产	264.9	269.8	291.7	314.6	管理费用	83.3	115.3	161.2	184.5
非流动资产	241.7	190.3	209.7	235.9	财务费用	(5.1)	(12.1)	(15.8)	(21.8)
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	61.4	88.5	111.0
无形资产	11.7	9.4	9.2	8.9	营业利润	215.1	287.3	378.0	487.1
其他非流动资产	121.3	62.2	71.0	81.5	加:营业外净收支	2.9	3.9	3.9	3.9
资产总计	1409.8	1598.4	1994.1	2313.8	利润总额	218.0	291.2	382.0	491.0
流动负债	721.3	711.6	871.0	901.4	减:所得税费用	33.6	43.7	57.3	73.6
短期借款	60.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	10.7	22.0	30.8	40.1
应付账款	341.5	362.2	426.2	427.9	归属母公司净利润	173.7	225.5	293.8	377.2
其他流动负债	319.8	349.4	444.9	473.5	EBIT	259.1	344.8	462.7	592.4
非流动负债	9.9	9.4	9.5	9.6	EBITDA	277.1	362.8	482.7	592.4
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	721.0	880.5	911.0	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	1.04	1.35	1.74
归属母公司股东权益	636.3	837.3	1063.6	1352.8	每股净资产(元)	2.92	3.85	4.89	6.22
负债和股东权益	1409.8	1598.4	1994.1	2313.8	发行在外股份(百万股)	217.6	217.4	217.4	217.4
					ROIC(%)	29.7%	33.4%	35.3%	35.9%
					ROE(%)	31.3%	31.8%	32.6%	33.2%
					毛利率(%)	26.0%	27.5%	27.8%	27.8%
					销售净利率(%)	8.5%	8.4%	8.5%	8.7%
					资产负债率(%)	51.9%	45.1%	44.2%	39.4%
					收入增长率(%)	76.2%	31.7%	28.6%	24.4%
					净利润增长率(%)	30.2%	29.8%	30.3%	28.4%
					P/E	41.0	31.6	24.3	18.9
					P/B	11.2	8.5	6.7	5.3
					EV/EBITDA	25.1	18.5	13.6	10.8
现金流量表 (百万元)									
	2018	2019E	2020E	2021E					
经营活动现金流	146.0	240.0	231.2	348.4					
投资活动现金流	(176.3)	(26.8)	(48.2)	(70.4)					
筹资活动现金流	42.2	(34.0)	(58.5)	(75.6)					
现金净增加额	15.7	179.2	124.5	202.4					
折旧和摊销	12.2	18.0	18.0	20.0					
资本开支	155.0	31.8	53.2	75.4					
营运资本变动	(24.9)	(14.7)	(92.5)	(60.8)					

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>