

年报符合预期，疫情不改长期增长动力 买入（维持）

2020 年 04 月 19 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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2694.8	3023.4	3708.9	4570.8
同比（%）	31.6%	12.2%	22.7%	23.2%
归母净利润（百万元）	226.0	250.7	311.6	379.9
同比（%）	30.1%	10.9%	24.3%	21.9%
每股收益（元/股）	1.04	1.15	1.43	1.75
P/E（倍）	25.8	23.2	18.7	15.3

投资要点

■ **事件：**公司发布 2019 年报，收入同比增长 31.6%至 26.95 亿元，主营业务收入同比增长 36.6%至 26.06 亿元，归母净利同增 30.1%至 2.26 亿元，若剔除非经常损益影响，扣非归母净利同增 36.5%至 2.09 亿元。分红方面，公司计划每 10 股分配 1.17 元现金股利，分红比例 11%。

■ **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，2C 业务 19 全年收入达到 13 亿水平，同比增速接近 30%，贡献净利润 0.6 亿左右；2B 业务 19 年收入体量也在 13 亿元左右，表现增长 50%，其中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，另公司在 2019 年 2 月收购的印尼工厂发展顺利，19 年贡献 2.5-3 亿元收入以及 2000 万元左右利润并表。

■ **近况：**疫情对 2C 业务短期有冲击，对 2B 业务影响可控。公司已经披露 2020 年 Q1 业绩预告，预计收入同比增长-15%-15%，利润同比下降 0%-30%。拆分来看：

2C 方面 2020 年 1 月前三周（春节前）继续高增长，但春节后物流成为公司自有渠道的最大制约，3 月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%），对全年影响有限。

2B 业务方面，2 月海外工厂运转正常，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，3 月海外以疫情爆发后公司密切跟踪下游订单变化，但由于公司是主要客户的核心供应商，受影响相对较小。

■ **4 月公布增发预案，为未来发展储备资源。**公司 4 月公布增发预案，拟募集 6.95 亿元用于印尼箱包生产基地、滁州米润科技时尚女包工厂、信息化建设以及补充流动资金，募投项目有望进一步提升公司 2B 业务竞争力并提升管理效率，长期业务发展打下基础。

■ **盈利预测及投资建议：**考虑疫情影响，我们估算 2020 年 2B 有望维持正增长，2C 业务增速在 20%-30%之间，由于 2B 业务在 20 年出口环境下利润率将有一定压力，同时 2C 业务相对 2B 业务利润率较低，预计利润端增速略逊于收入端，由此，预计公司 20/21/22 年归母净利润将达到 2.5/3.1/3.8 亿元，同比增长 11%/24%/22%，对应 PE23/19/15X 倍，考虑到其业务模式在 A 股市场的稀缺性及成长性，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)	26.79
一年最低/最高价	25.40/39.26
市净率(倍)	6.97
流通 A 股市值(百万元)	2788.04

基础数据

每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	54.30
总股本(百万股)	217.41
流通 A 股(百万股)	104.07

相关研究

- 1、《开润股份（300577）：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》2020-03-01
- 2、《开润股份（300577）：年报高增，2B、2C 双翼快速成长》2020-01-22

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)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1481.3	1646.3	2138.0	2605.5	营业收入	2694.8	3023.4	3708.9	4570.8
现金	416.5	632.7	1010.3	1202.6	减:营业成本	1946.3	2208.7	2681.2	3309.8
应收账款	406.7	349.2	392.6	438.5	营业税金及附加	13.5	15.2	18.6	23.0
存货	541.4	563.0	628.7	842.3	销售费用	257.3	283.2	362.2	437.2
其他流动资产	116.7	101.4	106.4	122.0	管理费用	125.7	124.5	149.0	183.9
非流动资产	488.5	445.1	470.5	475.1	财务费用	0.6	(0.5)	(4.1)	(6.0)
长期股权投资	27.7	0.0	0.0	0.0	加:投资净收益	3.8	5.0	5.0	5.0
固定资产	190.6	196.6	206.4	214.4	其他	73.1	77.3	98.1	125.7
无形资产	46.2	47.0	47.5	47.8	营业利润	282.1	320.2	408.9	502.1
其他非流动资产	223.9	201.5	216.6	213.0	加:营业外净收支	0.8	1.6	1.6	1.4
资产总计	1969.7	2091.3	2608.5	3080.5	利润总额	282.9	321.8	410.4	503.6
流动负债	1054.0	961.6	1246.4	1431.1	减:所得税费用	46.0	51.5	65.7	80.6
短期借款	107.6	100.0	100.0	100.0	少数股东损益	11.0	19.6	33.2	43.1
应付账款	477.7	420.2	576.3	653.8	归属母公司净利润	226.0	250.7	311.6	379.9
其他流动负债	468.8	441.5	570.0	677.3	EBIT	365.5	407.2	516.4	639.9
非流动负债	15.5	14.3	9.3	9.1	EBITDA	390.8	437.5	551.9	639.9
长期借款	1.6	0.0	0.0	0.0					
其他非流动负债	13.9	14.3	9.3	9.1					
负债合计	1069.6	975.9	1255.7	1440.2	重要财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	66.2	50.0	50.0	50.0	每股收益(元)	1.04	1.15	1.43	1.75
归属母公司股东权益	834.0	1065.4	1302.8	1590.3	每股净资产(元)	3.84	4.90	5.99	7.31
负债和股东权益	1969.7	2091.3	2608.5	3080.5	发行在外股份(百万股)	217.4	217.4	217.4	217.4
					ROIC(%)	30.3%	28.1%	29.9%	30.9%
					ROE(%)	30.0%	26.8%	27.9%	28.3%
					毛利率(%)	27.8%	26.9%	27.7%	27.6%
					销售净利率(%)	8.4%	8.3%	8.4%	8.3%
					资产负债率(%)	54.3%	46.7%	48.1%	46.8%
					收入增长率(%)	31.6%	12.2%	22.7%	23.2%
					净利润增长率(%)	30.1%	10.9%	24.3%	21.9%
					P/E	25.8	23.2	18.7	15.3
					P/B	7.0	5.5	4.5	3.7
					EV/EBITDA	14.1	12.1	8.9	7.4
现金流量表 (百万元)									
	2019	2020E	2021E	2022E					
经营活动现金流	142.1	199.0	494.9	311.5					
投资活动现金流	(25.7)	43.3	(40.3)	(21.8)					
筹资活动现金流	18.8	(26.1)	(77.0)	(97.4)					
现金净增加额	134.9	216.2	377.6	192.3					
折旧和摊销	15.8	25.3	30.4	35.5					
资本开支	81.7	(38.3)	45.3	26.8					
营运资本变动	(90.5)	(60.1)	170.7	(90.5)					

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>