

2020年04月19日

开润股份（300577.SZ）

动态分析

全年业绩符合快报，国内外业务实现较快增长

事件

公司披露年报，2019 年实现营收 26.95 亿元/+31.58%，归母净利 2.26 亿元/+30.09%，扣非净利 2.09 亿元/+36.48%，每股收益约 1.04 元，拟每 10 股派现金红利 1.17 元（含税）。

投资要点

◆ **业绩符合快报，国内外业务实现较快增长：**营收端，全年营收增长 32%，一是收购印尼工厂推动海外业务大幅增长，二是公司 2B、2C 业务持续较快增长。净利端，全年归母净利增长 30%，增长与营收增长基本一致，利润率微降主要是印尼工厂净利率略低于原业务。

◆ **国内营收增速有所放缓，海外营收大幅增长：**分国别看，2019 年开润国内国外营收占比约为 61%、39%，其中国内营收增长 11%，一方面是国内 2B 业务稳步增长，一方面是国内 2C 业务较快增长，2019 年开润旗下润米子公司营收利润分别增长 19%、20%，与小米的持续合作推动公司国内业务增长。另外国外营收增长 87%，一是公司与小米海外渠道深入布局，二是公司收购股印尼工厂切入 NIKE 供应链，2019 年印尼工厂并表营收约为国外营收的 24%，推动公司海外业务快速增长。

◆ **疫情影响一季度业绩表现，短期冲击不改长期增长动力：**2020 年一季度，受疫情影响公司 2B 业务复工以及 2C 业务消费情绪，公司预计一季度营收增长-15%~15%，归母净利增长-30%~0%。我们认为疫情影响为短期冲击，不改公司长期增长动力。

2C 端，公司通过小米赋能起步，建立较新秀丽等品牌更高性价比的模式，今年 1 月小米、90 分拉杆箱分别占据天猫平台 199 元至 600 元的中档拉杆箱的第一、第三地位，合计市占率近 15%，有望持续受益于电商较快增长以及龙头市占率提升。

2B 端，公司与迪卡侬、戴尔、惠普等保持长期战略合作关系，并拓展了耐克、VF 等优质客户，较为稳定的合作关系有望推动业务持续增长。印尼工厂及国内产能计划持续扩建，扩建产能建成投产有望夯实未来增长动力。疫情后公司 2B 端国内产能逐步复苏，公司将持续关注海外产能及订单情况。

◆ **投资建议：**开润股份 B2C 业务占据天猫中档拉杆箱龙头地位，B2B 业务印尼拓展事实增长动力，疫情影响一季度业绩表现，短期冲击不改长期增长动力。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.16、1.48 和 1.78 元。净资产收益率分别为 24.5%、25.4%和 24.8%。目前 PE（2020E）约为 23 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：**疫情对国内外消费影响或超预期；印尼工厂整合效果或不及预期；印度及印度尼西亚医疗防疫条件落后我国，疫情对两国影响尚待检验；公司前五大客户占比较大，对客户存在一定依赖性。

财务数据与估值

纺织服装 | 体育及户外 III

投资评级 买入-B(维持)

股价(2020-04-17) 26.79 元

交易数据

总市值(百万元) 5,824.54

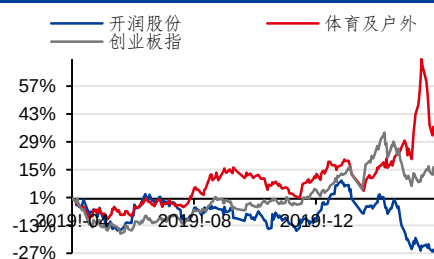
流通市值(百万元) 2,788.15

总股本(百万股) 217.41

流通股本(百万股) 104.07

12 个月价格区间 25.40/39.26 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.15	-33.77	-45.1
绝对收益	-5.07	-29.2	-26.55

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

开润股份：2C 占据线上领先地位，2B 印尼拓展推动增长 2020-03-30

开润股份：三季度归母净利增长 39%，延续良好的增长态势 2019-10-27

开润股份：B2C 及印尼工厂推动营收增长，费用提升影响净利率 2019-08-29

开润股份：2017H1 业绩增长超预期，自主品牌“90 分”继续发力，全年高增长可期 2017-07-13

开润股份：打造传统箱包行业与互联网结合业态 2017-02-07

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	3,037	3,700	4,423
YoY(%)	76.2	31.6	12.7	21.9	19.5
净利润(百万元)	174	226	251	322	387
YoY(%)	30.2	30.1	11.1	28.0	20.2
毛利率(%)	26.0	27.8	27.3	27.4	27.5
EPS(摊薄/元)	0.80	1.04	1.16	1.48	1.78
ROE(%)	27.3	27.1	24.5	25.4	24.8
P/E(倍)	33.5	25.8	23.2	18.1	15.1
P/B(倍)	9.2	7.0	5.7	4.6	3.7
净利率(%)	8.5	8.4	8.3	8.7	8.7

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、业绩符合快报，国内外业务实现较快增长	4
二、出行商品夯实年度增长，海外营收大幅增长	4
（一）开润主打出行商品，出行商品夯实年度增长	4
（二）国内营收增速有所放缓，海外营收大幅增长	5
三、印尼工厂及 2C 影响净利率，存货及应收账款周转有所放缓	6
（一）品牌价格带变化推升毛利率，印尼工厂及 2C 影响净利率	6
（二）存货及应收账款周转有所放缓	6
四、疫情影响一季度业绩表现，短期冲击不改长期增长动力	7
五、盈利预测及投资建议	8
六、风险提示	8

图表目录

图 1：开润股份年度营业收入	4
图 2：开润股份年度归母净利	4
图 3：开润股份季度营业收入	4
图 4：开润股份季度归母净利	4
图 5：开润股份分品类营业收入	5
图 6：开润股份分品类毛利率	5
图 7：开润股份分地域营业收入	5
图 8：开润股份分地域毛利率	5
图 9：开润股份润米子公司营收净利情况	6
图 10：开润股份收购印尼 Formosa 营收净利情况	6
图 11：开润股份利润率情况	6
图 12：开润股份费用率情况	6
图 13：开润股份存货及其占营收	7
图 14：开润股份经营活动现金流情况	7
图 15：开润股份一季度业绩预告增速	7
图 16：天猫平台 199 元至 600 元拉杆箱月成交额市占率估计	7
表 1：开润股份重要在建工程及定增预案工程统计（百万元，%）	7
表 2：开润股份营业收入及其预测	8

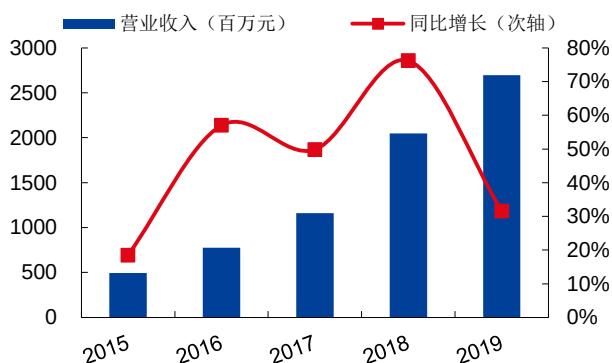
一、业绩符合快报，国内外业务实现较快增长

公司披露年报，2019 年实现营收 26.95 亿元/+31.58%，归母净利润 2.26 亿元/+30.09%，扣非净利 2.09 亿元/+36.48%，每股收益约 1.04 元，拟每 10 股派现金红利 1.17 元（含税）。

营收端，全年营收增长 32%，一是收购印尼工厂推动海外业务大幅增长，二是公司 2B、2C 业务持续较快增长。

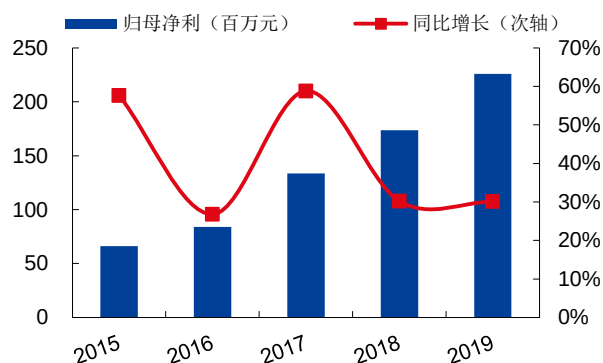
净利端，全年归母净利润增长 30%，增长与营收增长基本一致，利润率微降主要是印尼工厂净利率略低于原业务。

图 1：开润股份年度营业收入



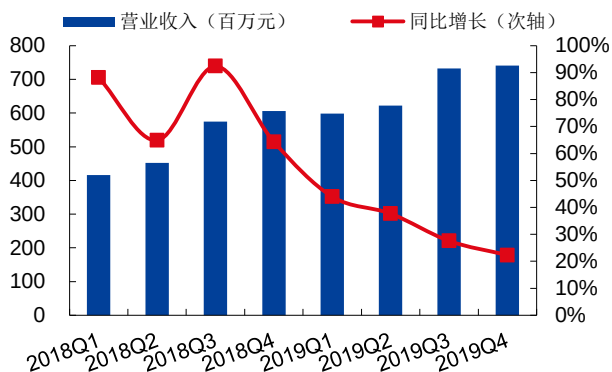
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：开润股份年度归母净利润



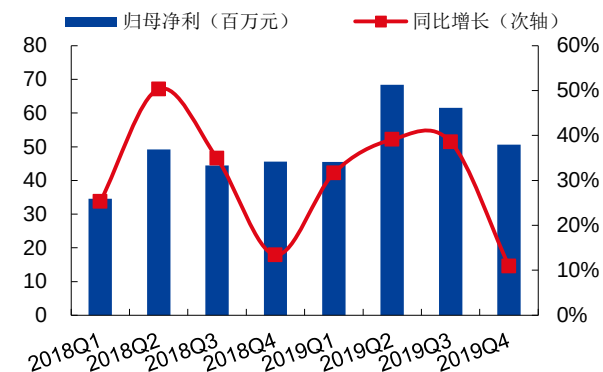
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：开润股份季度营业收入



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：开润股份季度归母净利润



资料来源：Wind，华金证券研究所

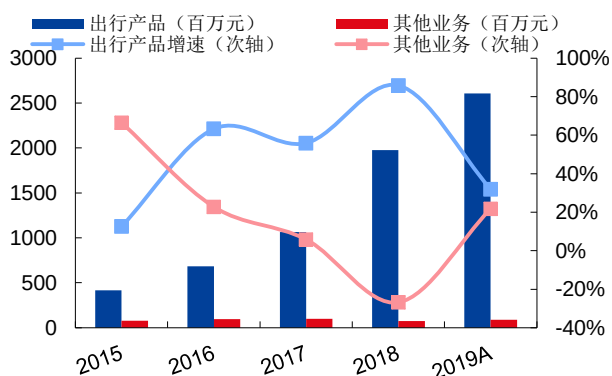
二、出行商品夯实年度增长，海外营收大幅增长

（一）开润主打出行商品，出行商品夯实年度增长

分品类看，公司主要生产箱包类出行商品，2019 年出行商品营收占比约 97%。2019 年公司 2B、2C 均快速增长，出行产品及其他业务增速分别约 32%、22%，出行商品较快增长夯实营收增

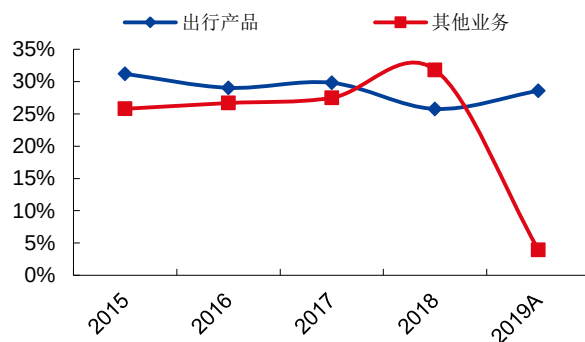
速。毛利率方面，2C 端商品策略变化提升毛利率，推动出行商品毛利率上行，其他业务毛利率有所调整。

图 5：开润股份分品类营业收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：开润股份分品类毛利率

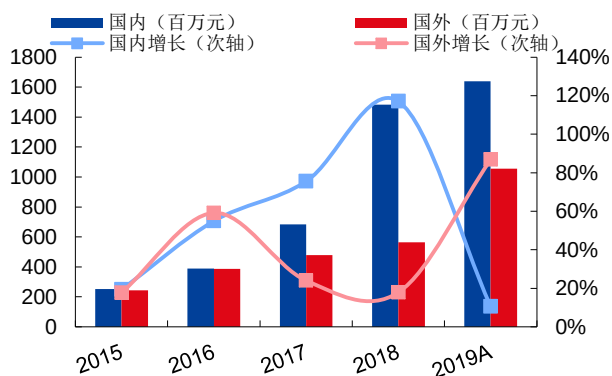


资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）国内营收增速有所放缓，海外营收大幅增长

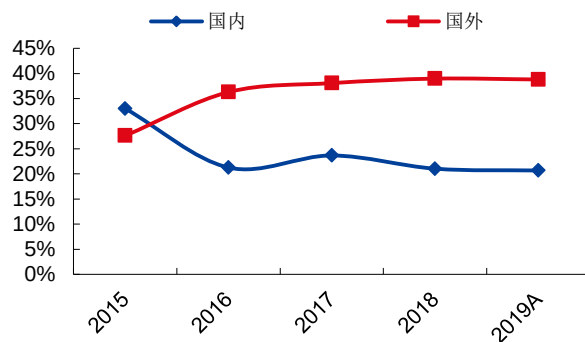
分国别看，2019 年开润国内国外营收占比约为 61%、39%，其中国内营收增长 11%，一方面是国内 2B 业务稳步增长，一方面是国内 2C 业务较快增长，2019 年开润旗下润米子公司营收利润分别增长 19%、20%，与小米的持续合作推动公司国内业务增长。另外国外营收增长 87%，一是公司与小米海外渠道深入布局，二是公司收购股印尼工厂切入 NIKE 供应链，2019 年印尼工厂并表营收约为国外营收的 24%，推动公司海外业务快速增长。

图 7：开润股份分地域营业收入



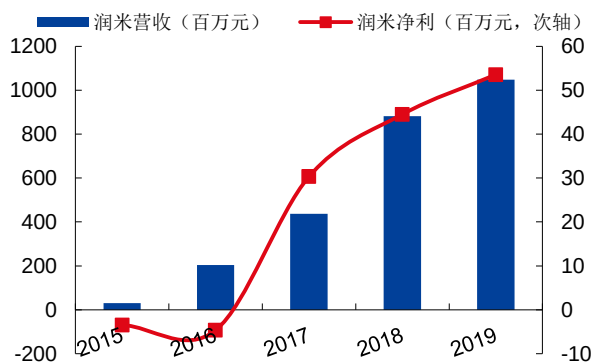
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：开润股份分地域毛利率



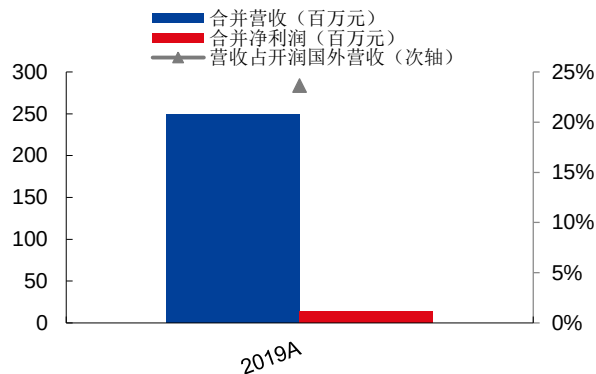
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：开润股份润米子公司营收净利情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：开润股份收购印尼 Formosa 营收净利情况



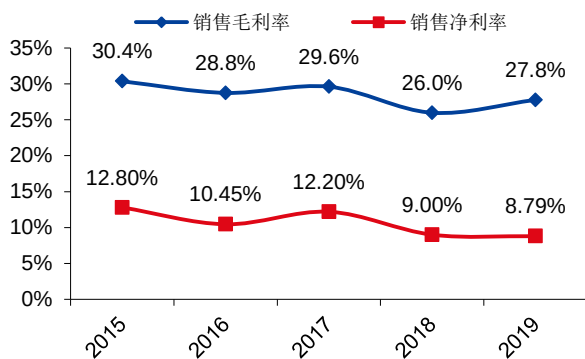
资料来源：公司公告，华金证券研究所

三、印尼工厂及 2C 影响净利率，存货及应收账款周转有所放缓

（一）品牌价格带变化推升毛利率，印尼工厂及 2C 影响净利率

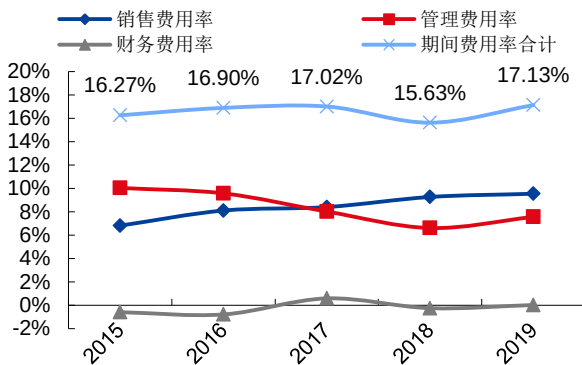
盈利能力方面，2019 年公司出行业务毛利率提升约 1.8pct，预计主要为 2C 业务品牌拆分后部分商品价格带上行推升毛利率，品牌推广及团队激励推动销售费用率及管理费用率有所上行，最终公司净利率略降 0.2pct 至 8.8%，一是收购印尼工厂对应净利率较低，约 5.3%，二是收购之外预计净利率较低的 2C 业务占比有所提升。

图 11：开润股份利润率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：开润股份费用率情况



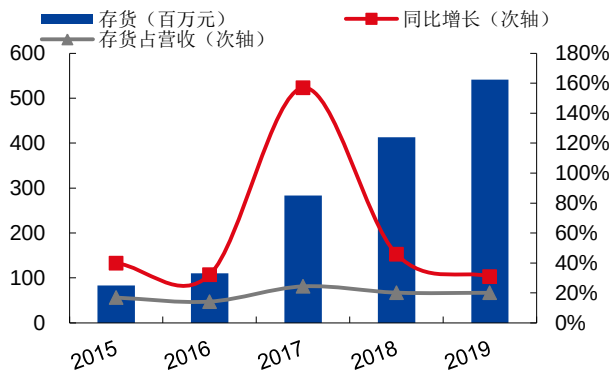
资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）存货及应收账款周转有所放缓

存货方面，公司存货较上年度增长 31%至 5.41 亿元，占营收比例保持在 20%左右，存货周转天数较上年度提升 5.5 天至 88.3 天。

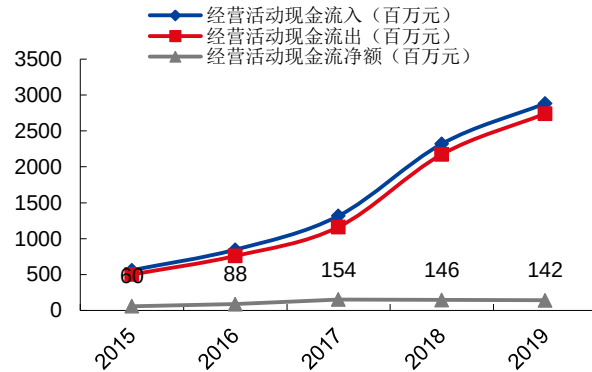
现金流方面，公司经营现金流量净额下降 2.6%，主要源于公司应收账款周转有所放缓，应收账款周转天数较上年度增加 4.5 天至 43.9 天。

图 13：开润股份存货及其占营收



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 14：开润股份经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

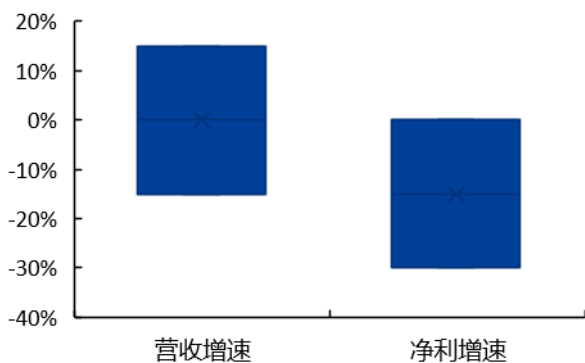
四、疫情影响一季度业绩表现，短期冲击不改长期增长动力

2020 年一季度，受疫情影响公司 2B 业务复工以及 2C 业务消费情绪，公司预计一季度营收增长-15%~15%，归母净利增长-30%~0%。我们认为疫情影响为短期冲击，不改公司长期增长动力。

2C 端，公司通过小米赋能起步，建立较新秀丽等品牌更高性价比的模式，今年 1 月小米、90 分拉杆箱分别占据天猫平台 199 元至 600 元的中档拉杆箱的第一、第三地位，合计市占率近 15%，有望持续受益于电商较快增长以及龙头市占率提升。

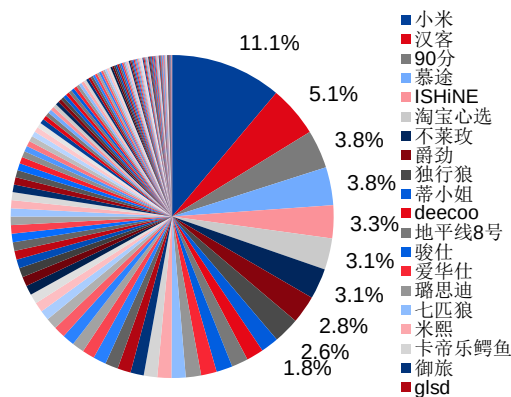
2B 端，公司与迪卡侬、戴尔、惠普等保持长期战略合作关系，并拓展了耐克、VF 等优质客户，较为稳定的合作关系有望推动业务持续增长。印尼工厂及国内产能计划持续扩建，扩建产能建成投产有望夯实未来增长动力。疫情后公司 2B 端国内产能逐步复苏，公司将持续关注海外产能及订单情况。

图 15：开润股份一季度业绩预告增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：天猫平台 199 元至 600 元拉杆箱月成交额市占率估计



资料来源：天猫，2020/1/15，华金证券研究所

注：统计月成交量超过 300、标签价位于 199 元至 600 元之间的商品

表 1：开润股份重要在建工程及定增预案工程统计（百万元，%）

项目名称	预算数	2018A		2019H1		本期转固	2019A	
		期末余额	工程进度	期末余额	工程进度		期末余额	工程进度
出行产业园项目	400.00	0.15	0.04%	17.86	4.47%		637.91	0.16%

项目名称	预算数	2018A		2019H1		2019A		
滁州拉杆箱生产项目	20.00	5.62	28.13%	9.08	45.38%	5.55	0.26	29.05%
印尼拉杆箱生产项目	17.00			14.73	86.64%			
印尼软包生产项目	10.00			8.20	82.01%			
滁州软包生产项目	8.00			2.76	34.47%	6.90	0.00	86.30%
印尼厂房建设项目	15.00			9.64	64.24%		6.08	40.50%
ERP 软件系统	8.14			1.89	23.26%		3.55	64.11%
办公室装修	4.00						3.27	81.74%
印尼箱包生产基地	293.08							定增中
滁州米润女包项目	151.96							定增中
开润信息化建设项目	49.96							定增中
补充流动资金	200.00							定增中

资料来源：公司公告，华金证券研究所

注：部分工程进度数据口径或不统一

五、盈利预测及投资建议

开润股份 B2C 业务占据天猫中档拉杆箱龙头地位，B2B 业务印尼拓展夯实增长动力，疫情影响一季度业绩表现，短期冲击不改长期增长动力。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.16、1.48 和 1.78 元。净资产收益率分别为 24.5%、25.4%和 24.8%。目前 PE（2020E）约为 23 倍，维持“买入-B”建议。

表 2：开润股份营业收入及其预测

地域	项目	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
国内	营业收入	683.26	1483.24	1639.59	1890.92	2269.11	2677.55
	增长率	75.49%	117.08%	10.54%	15.33%	20.00%	18.00%
	毛利率	23.67%	21.04%	20.68%	20.60%	20.50%	20.40%
国外	营业收入	479.17	564.83	1055.23	1129.72	1412.15	1722.82
	增长率	24.00%	17.88%	86.82%	7.06%	25.00%	22.00%
	毛利率	38.08%	38.97%	38.80%	38.70%	38.60%	38.50%
合计	营业收入	1162.44	2048.07	2694.82	3020.64	3681.25	4400.37
	增长率	49.84%	76.19%	31.58%	12.09%	21.87%	19.53%
	毛利率	29.61%	25.98%	27.78%	27.37%	27.44%	27.49%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

六、风险提示

疫情对国内外消费影响或超预期；印尼工厂整合效果或不及预期；印度及印度尼西亚医疗防疫条件落后我国，疫情对两国影响尚待检验；公司前五大客户占比较大，对客户存在一定依赖性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1168	1481	1380	2062	2344	营业收入	2048	2695	3037	3700	4423
现金	240	417	467	681	1,056	营业成本	1516	1946	2207	2686	3209
应收票据及应收账款	291	427	382	603	574	营业税金及附加	10	14	9	11	13
预付账款	12	11	16	17	22	营业费用	190	257	295	359	429
存货	413	541	439	680	604	管理费用	83	126	128	155	186
其他流动资产	212	66	69	73	76	研发费用	52	78	85	107	128
非流动资产	242	488	615	621	611	财务费用	-5	1	-2	-6	-9
长期投资	13	28	28	28	28	资产减值损失	7	-6	-7	-8	-8
固定资产	96	191	278	303	306	公允价值变动收益	0	0	-13	2	3
无形资产	12	46	45	45	44	投资净收益	6	4	4	5	5
其他非流动资产	80	76	80	84	88	营业利润	215	282	313	402	483
资产总计	1410	1970	1994	2683	2954	营业外收入	3	2	2	2	2
流动负债	721	1054	876	1307	1269	营业外支出	0	1	0	1	1
短期借款	60	108	0	0	0	利润总额	218	283	314	403	484
应付票据及应付账款	542	734	713	1049	1056	所得税	34	46	51	65	79
其他流动负债	83	102	108	113	119	税后利润	184	237	263	337	405
非流动负债	10	16	15	15	16	少数股东损益	11	11	12	16	19
长期借款	0	2	0	0	0	归属母公司净利润	174	226	251	322	387
其他非流动负债	10	14	15	15	16	EBITDA	208	300	334	424	505
负债合计	731	1070	891	1323	1285	主要财务比率					
少数股东权益	42	66	78	94	113	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	218	217	217	217	217	成长能力					
资本公积	74	73	73	73	73	营业收入(%)	76.2	31.6	12.7	21.9	19.5
留存收益	364	546	735	976	1266	营业利润(%)	39.6	31.1	11.0	28.2	20.2
归属母公司股东权益	636	834	1025	1266	1556	归属于母公司净利润(%)	30.2	30.1	11.1	28.0	20.2
负债和股东权益	1410	1970	1994	2683	2954	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	26.0	27.8	27.3	27.4	27.5
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	8.5	8.4	8.3	8.7	8.7
经营活动现金流	146	142	325	316	487	ROE(%)	27.3	27.1	24.5	25.4	24.8
净利润	184	237	251	322	387	ROIC(%)	68.3	61.8	57.4	66.3	74.3
折旧摊销	12	18	23	28	31	偿债能力					
财务费用	-5	1	-2	-6	-9	资产负债率(%)	51.9	54.3	44.7	49.3	43.5
投资损失	-6	-4	-4	-5	-5	流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6	1.8
营运资金变动	-131	82	58	-41	61	速动比率	1.0	0.9	1.1	1.1	1.4
其他经营现金流	91	-192	-1	18	22	营运能力					
投资活动现金流	-176	-26	-106	-28	-24	总资产周转率	1.5	1.4	1.5	1.4	1.5
筹资活动现金流	42	19	-167	-75	-88	应收账款周转率	8.2	7.5	7.5	7.5	7.5
						应付账款周转率	5.9	6.6	6.5	6.5	6.5
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.04	1.16	1.48	1.78	P/E	33.5	25.8	23.2	18.1	15.1
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	1.49	1.45	2.24	P/B	9.2	7.0	5.7	4.6	3.7
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.84	4.72	5.83	7.16	EV/EBITDA	31.5	24.3	15.9	12.0	9.4

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn