

开润股份 (300577.SZ) 业绩符合预期, 2B、2C 双轮业务长期潜力可期

2020 年 04 月 21 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (联系人)

孟昕 (联系人)

lvming@kysec.cn

zhoujiale@kysec.cn

mengxin@kysec.cn

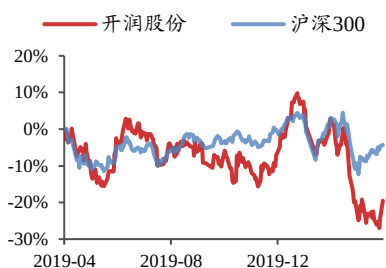
证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

证书编号: S0790120040004

日期	2020/4/20
当前股价(元)	28.40
一年最高最低(元)	39.26/25.40
总市值(亿元)	61.75
流通市值(亿元)	29.56
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	1.04
近 3 个月换手率(%)	96.12

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-发布定增预案, 2B 业务扩产能扩品类助力后续发展》-2020.4.13

《公司信息更新报告-收入符合预期, 预计全年仍能实现稳定增长》-2020.4.10

《公司首次覆盖报告-代工业务全球化布局加速, “90 分” 迈向独立品牌》-2020.3.21

● 业绩持续增长, 符合市场预期

2019 全年实现营业收入 26.95 亿元(+31.58%), 归母净利润 2.26 亿元(+30.09%), 业绩符合市场预期。维持 2020-2021 年盈利预测不变, 2020-2022 年归母净利润分别为 2.50/3.37/4.28 亿元, 对应 EPS 为 1.15/1.55/1.97 元, 当前股价对应 PE 为 24.7/18.3/14.4 倍。公司 2B、2C 业务双轮驱动, 具备成长性, 维持“买入”评级。

● 2B 端: 2019 年成功切入 NIKE 供应链体系, 未来增长可期

估算 2019 全年 2B 端业务收入约 13 亿, 同比增长约 50%。估算印尼宝岛贡献收入 2.5—3 亿。1) 需求端: 2019 年公司成功切入 NIKE 供应链体系带来增量, 原有 2B 客户筛选供应商流程复杂严格, 认证后不会轻易更换供应商, 业务稳定增长。2) 供应端: 2019 年收购印尼宝岛且扩建新产能, 同时通过智能自动化等方式提高生产效率。产能释放叠加不断扩展新客户, 2B 业务未来增长可期。

● 2C 端: 强化品牌营销及自有电商渠道为 2C 端助力, 丰富品类提供新增长点

估算 2019 全年 2C 端业务收入约 13 亿, 同比增速约 30%。1) 品牌端: 2019 年公司完成品牌升级营销策略, 90 分品牌定位及产品线更加清晰。2) 渠道端: 2019 年公司扎实推进全渠道布局, 强化现有电商渠道, 发力新兴网红直播带货, 并积极推进海外渠道, 小米渠道占比继续下降。3) 产品端: 2019 年公司持续拓宽产品品类, 推出多款箱包及其他出行消费品, 满足多种出行生活场景。

● 盈利能力稳定, 营运状况良好

1) 盈利能力: 2019 年毛利率为 27.8% (+1.8pct), 净利率为 8.4% (-0.1pct)。2C 业务的主要经营主体润米科技净利率为 5.2%, 由此推算 2C 业务净利率为 5-6%, 增幅不大, 主要系营销、管理费用增加所致。随着 2C 业务规模持续扩大, 预计净利率会稳步提升。2) 营运能力: 2019 年底公司存货 5.4 亿元(+30.9%), 存货周转天数 88.3 天, 优于大部分服装公司。经营净现金流 1.4 亿, 较 2018 年同期减少 2.61%, 主要原因是本期产销规模增长, 相应应收账款增长所致。

● 风险提示: 国内疫情影响 2C 业务需求, 海外疫情影响 2B 业务订单等。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	3,109	4,047	5,017
YOY(%)	76.2	31.6	15.4	30.2	24.0
净利润(百万元)	174	226	250	337	428
YOY(%)	30.2	30.1	10.5	34.9	26.8
毛利率(%)	26.0	27.8	27.6	28.0	28.4
净利率(%)	8.5	8.4	8.0	8.3	8.5
ROE(%)	27.2	26.3	23.0	24.1	23.8
EPS(摊薄/元)	0.80	1.04	1.15	1.55	1.97
P/E(倍)	35.5	27.3	24.7	18.3	14.4
P/B(倍)	9.7	7.4	5.8	4.5	3.5

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

1、事件：公司发布 2019 年全年业绩，符合市场预期

1) 公司于 4 月 19 日发布 2019 年年度报告，2019 全年实现营业收入 26.95 亿元 (+31.58%)，实现归母净利润 2.26 亿元 (+30.09%)，扣非归母净利润 2.09 亿元 (+36.48%)；其中 2019Q4 收入 7.41 亿元 (+22.28%)，归母净利润 5,058.80 万元 (+10.87%)，扣非归母净利润 4,599.62 万元 (+16.55%)，符合市场预期。

2) 分红预案：公司计划每 10 股分配 1.17 元现金股利，分红比例 11%。

2、2B 端：2019 年成功切入 NIKE 供应链体系，未来增长可期

据我们估算，2019 全年 2B 端业务收入约 13 亿，同比增速约 50%，估算印尼宝岛贡献收入 2.5—3 亿。产能释放叠加不断扩展新客户，2B 业务未来增长可期。

1) **需求端**：2019 年公司成功切入 NIKE 供应链体系带来增量，原有 2B 客户筛选供应商流程复杂严格，成本较高，认证后不会轻易更换供应商，因此公司 2B 端业务竞争优势突出，有望持续稳定增长。

2) **供应端**：2019 年通过收购印尼宝岛切入 NIKE 供应链体系，并扩建印尼工厂，产能有所提升。同时，公司通过智能自动化、精益管理等方式持续改善生产效率，进一步巩固在行业内的地位和竞争壁垒。

3、2C 端：强化品牌营销及自有电商渠道为 2C 端助力，丰富

品类提供新增长点

据我们估算，2019 全年 2C 端业务收入约 13 亿，同比增速约 30%，主要由于其品牌、渠道端强化升级，产品端不断丰富品类，带动整体业务收入上涨。

1) **品牌端**：2019 年公司完成品牌升级营销策略，包括 90 分亮相 2019 年上海时装周、入围“亿邦动力”2019 新国货榜单等，90 分品牌定位及产品线更加清晰，为 2020 年强化品牌营销打下了坚实基础。疫情期间处在蓄势阶段，预计疫情结束后，会有更多品牌推广措施落地。

2) **渠道端**：2019 年公司扎实推进全渠道布局，在现有渠道方面，2019 年公司通过天猫超级品类日等活动不断强化自有电商渠道，预计 2020 年公司自有电商渠道会更加成熟；新兴渠道方面，公司发力网红直播带货，并积极推进海外渠道，小米渠道占比继续下降。

3) **产品端**：2019 年公司围绕出行消费品持续拓宽产品品类，在箱包方面推出了都市、时尚风格旅行箱及背包产品，进一步巩固优势地位；在其他出行消费品领域，公司推出了轻便易收纳夹克、三防免烫衬衫、极影超轻跑鞋等满足多种出行生活场景的产品类型。预计未来公司将进一步丰富品类，推出电商特供低价格段产品，覆盖更广泛客群。

4、盈利能力稳定，营运状况良好

1) **盈利能力**：2019 年公司毛利率为 27.77% (+1.79pct)，净利率为 8.39% (-0.11pct)，净利率小幅下降主要系公司销售规模扩大、市场投入增加、研发投入增加及汇兑收益减少带来的费用显著提升所致。

其中，B2C 业务的主要经营主体润米科技净利率为 5.15%，由此推算公司 B2C 业务净利率为 5-6%，净利率提升幅度不大，我们认为主要系公司进一步加大对自有品牌的渠道拓展、研发以及市场推广力度，投入费用较高所致。随着 B2C 业务持续快速发展，自有品牌竞争力增强，预计 B2C 业务净利率将逐渐提升。

2) 营运能力：2019 年底，公司存货 5.41 亿元（+30.93%），主要原因是本期公司产销规模扩大，相应备货金额增大，增长较为良性；2019 年公司存货周转天数为 88.30 天，优于大部分服装公司。2019 年公司经营净现金流 1.4 亿，较 2018 年同期减少 2.61%，主要原因是本期产销规模增长，相应应收账款增长所致。

5、盈利预测与投资建议

2020 年 4 月，公司公布 2020Q1 业绩预告，第一季度收入为 5.09-6.89 亿，同比增幅为-15%—15%，归母净利润为 3,181.43 万元—4,544.90 万元，同比下降 0—30%。

1) 收入端：由于国内外疫情影响，我们预计公司 2020Q1 收入为个位数下滑。三月下旬以来国内疫情趋于稳定，2C 端销售逐渐回暖，由于下游客户优先保障核心供应商利益，2B 业务受影响相对较小。由此我们预计全年收入仍可实现 10-20% 的增长。

2) 利润端：我们预计 2020Q1 归母净利润下滑 20% 左右，主要系诸如员工工资等固定费用短期不能缩减，但收入规模略有下滑，导致费用率上升所致。我们预计 2020 年公司会严格降本增效，积极维持新老客户订单，拓展新品类维持收入端增长。由此我们预计全年净利润仍可实现 10% 左右的增长。

2020 年 4 月公司发布定增预案，新增募投项目，通过投资建设印尼、滁州生产基地扩充产能以应对不断增长的订单需求，有望进一步带动收入增长。同时，公司不断开发轻奢女包等新品类客户，进一步拓宽品类，建设时尚女包生产线，新增募投项目有望助力公司拓宽产品结构，巩固包袋类产品竞争优势，推动公司业务的持续增长。

我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.50/3.37/4.28 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 为 1.15/1.55/1.97 元，当前股价对应 PE 为 24.7/18.3/14.4 倍。公司 2B、2C 业务双轮驱动，具备成长性，维持“买入”评级。

6、风险提示

国内疫情影响 2C 业务需求，海外疫情影响 2B 业务订单等。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1168	1481	1633	2438	2787
现金	240	417	444	573	786
应收票据及应收账款	253	407	596	560	873
其他应收款	39	20	52	39	75
预付账款	12	11	16	19	24
存货	413	541	455	959	708
其他流动资产	210	86	70	288	320
非流动资产	242	488	520	575	630
长期投资	13	28	41	55	68
固定资产	96	191	201	238	276
无形资产	12	46	51	57	64
其他非流动资产	121	224	227	225	222
资产总计	1410	1970	2153	3013	3417
流动负债	721	1054	1001	1533	1514
短期借款	60	108	108	108	108
应付票据及应付账款	542	734	743	1167	1189
其他流动负债	119	212	151	258	218
非流动负债	10	16	15	15	15
长期借款	0	2	1	1	1
其他非流动负债	10	14	14	14	14
负债合计	731	1070	1016	1548	1529
少数股东权益	42	66	78	95	115
股本	218	217	217	217	217
资本公积	74	73	73	73	73
留存收益	364	546	779	1092	1490
归属母公司股东权益	636	834	1058	1370	1772
负债和股东权益	1410	1970	2153	3013	3417

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	146	142	104	238	326
净利润	184	237	262	354	448
折旧摊销	12	18	24	31	38
财务费用	-5	1	1	1	-2
投资损失	-6	-4	-5	-4	-4
营运资金变动	-25	-91	-177	-144	-155
其他经营现金流	-15	-19	-1	0	-0
投资活动现金流	-176	-26	-50	-82	-89
资本支出	94	67	14	43	42
长期投资	-60	152	-14	-14	-13
其他投资现金流	-143	193	-50	-53	-60
筹资活动现金流	42	19	-27	-27	-24
短期借款	60	48	0	0	0
长期借款	0	2	-0	-0	-0
普通股增加	97	-0	0	0	0
资本公积增加	-85	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-30	-26	-26	-24
现金净增加额	16	135	28	129	213

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2048	2695	3109	4047	5017
营业成本	1516	1946	2252	2912	3593
营业税金及附加	10	14	17	21	26
营业费用	190	257	298	383	482
管理费用	83	126	159	198	246
研发费用	52	78	93	142	166
财务费用	-5	1	1	1	-2
资产减值损失	7	-6	2	-4	-1
其他收益	14	19	17	18	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	4	5	4	4
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	215	282	308	415	529
营业外收入	3	2	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	218	283	308	416	530
所得税	34	46	46	62	82
净利润	184	237	262	354	448
少数股东损益	11	11	12	16	21
归属母公司净利润	174	226	250	337	428
EBITDA	227	295	327	438	555
EPS(元)	0.80	1.04	1.15	1.55	1.97

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	76.2	31.6	15.4	30.2	24.0
营业利润(%)	39.6	31.1	9.1	34.9	27.6
归属于母公司净利润(%)	30.2	30.1	10.5	34.9	26.8
获利能力					
毛利率(%)	26.0	27.8	27.6	28.0	28.4
净利率(%)	8.5	8.4	8.0	8.3	8.5
ROE(%)	27.2	26.3	23.0	24.1	23.8
ROIC(%)	25.7	24.4	21.8	23.3	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	54.3	47.2	51.4	44.7
净负债比率(%)	-25.0	-33.2	-28.7	-31.1	-35.4
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6	1.8
速动比率	0.7	0.8	1.1	0.8	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	9.1	8.2	6.2	7.0	7.0
应付账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.04	1.15	1.55	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	0.48	1.09	1.50
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.84	4.87	6.30	8.15
估值比率					
P/E	35.5	27.3	24.7	18.3	14.4
P/B	9.7	7.4	5.8	4.5	3.5
EV/EBITDA	26.7	20.1	18.1	13.2	10.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835