

**公司点评**
**开润股份 (300577)**
**纺织服装 | 纺织制造**
**B2C 业务增长亮眼，内生成长逻辑持续**

2019 年 01 月 31 日

**评级 推荐**

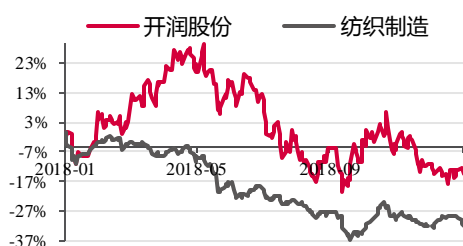
评级变动 首次

**合理区间 28.72-36.16**

元

**交易数据**

当前价格 (元)	30.10
52 周价格区间 (元)	26.49-81.65
总市值 (百万)	6550.21
流通市值 (百万)	1930.79
总股本 (万股)	21761.49
流通股 (万股)	6414.57

**涨跌幅比较**


%	1M	3M	12M
开润股份	-3.46	-11.39	-15.83
纺织制造	-0.25	1.62	-32.0

**陈博**

 执业证书编号: S0530517080001  
 chenbo@cfzq.com

**刘鋆**

liuyun2@cfzq.com

**分析师**

0731-84403422

**研究助理**

0731-84403397

**相关报告**

预测指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入 (百万元)	775.77	1162.44	1928.72	2893.08	4050.31
净利润 (百万元)	84.00	133.41	174.75	235.91	318.48
每股收益 (元)	0.39	0.61	0.80	1.08	1.46
每股净资产 (元)	2.46	2.24	3.31	4.02	5.01
P/E	77.97	49.10	37.48	27.77	20.57
P/B	12.25	13.43	9.10	7.48	6.00

资料来源: 贝格数据, 财富证券

**事件: 公司于近日公布了 2018 年度业绩预告。**
**投资要点:**

➢ 公司深耕出行场景, 是供应链对接能力较强的出行消费品品牌。

公司成立于 2009 年, 于 2016 年登陆深交所创业板。公司是依托小米生态链平台优势发展起来的出行场景消费品品牌公司, 主营业务起初是箱包代工, 目前兼具自有品牌业务和代工业务, 现旗下有“90 分”、“稚行”、“悠启”等自有品牌, 产品涉及箱包、鞋靴、服配等。公司拥有稳定优质的供应商资源和供应链管理能力和深度合作的供应商包括美国铝业、科思创、日本东丽、YKK 等。公司的战略愿景是成为受尊敬的世界级出行消费品公司。

➢ 2018 年度业绩预告公布, 公司内生成长逻辑持续。

公司近日公布了 2018 年度业绩预告: 2018 年, 公司预计实现营收 18.54-20.86 亿元, 同比增长 60-80%; 预计实现归母净利润 1.70-1.80 亿元, 同比增长 27.43-34.92%; 非经常性损益对公司归母净利润的影响额约为 2100 万元。我们之前就公司 2018 年的盈利预测是营收 19.29 亿元 (同增 65.9%), 归母净利润 1.83 亿元 (同增 37%)。公司的归母净利润表现略低于我们预期, 我们判断主要原因是: 公司 B2C 业务继续维持三位数的高速增长, 营收占比继续提升 (目前已超过 51%)。但由于国内外渠道加速拓展、产品品类扩充以及产品迭代升级影响, 营业成本增速较高, B2C 业务毛利率相对 B2B 业务较低, 公司整体的毛利率受到一定的影响。

如剔除 2100 万元非经常性损益的影响, 2018 年公司预计实现扣非归母净利润 1.49-1.59 亿元, 同比增长 35.45-44.55%, 公司内生成长性符合我们预期。

➢ B2B 业务稳健发展, 海外产能布局再进一步。

公司业务可以分成 B2B 和 B2C 两类。B2B 业务方面, 公司以 ODM/OEM 模式为多个世界知名品牌、新零售客户提供功能性包装袋类产品, 客户包括但不限于耐克、联想、新秀丽、迪卡侬、网易严选、淘宝心

选等。

公司 B2B 业务遍布全球，在美国、日本、新加坡等地均设有销售分部，与众多国际知名品牌建立了长期合作伙伴关系，并成为部分品牌的全球核心供应商。国际知名品牌对供应商的认证极为严格，长期合作关系一旦建立将保持相对稳定；近年来公司也通过多样化的合作方式和产品品类，来稳定与老客户的关系、深挖合作深度。同时公司也不断开发新零售、互联网新客户，以扩大业务规模、降低客户集中度风险。近年来 B2B 业务的营收增速均处于 20-30% 的区间，毛利率水平也相对稳定（约为 30%），实现了稳健增长。虽然营收占比已由上市之初的 70% 降至目前的 49% 左右，但 B2B 业务仍是公司业绩的重要支撑。

考虑到兼具功能属性及科技属性的高性价比箱包在海外尤其是新兴市场的发展空间广阔，同时基于经营成本以及贸易风险因素考虑，公司对产能进行了一定的转移，海外产能布局稳步推进。目前，公司在印度新德里设立的制造工厂已通过多家国际知名品牌的验厂认证，生产规模逐渐扩大，未来随着生产负荷的不断提升，业务规模预计保持稳健增长。近日公司收购印尼箱包供应商 PT. Formosa 的方案也已通过股东大会审议，PT. Formosa 的主要客户是全品类运动品牌耐克，B2B 业务空间进一步拓展。公司海外产能布局将进一步夯实 B2B 业务基础，平滑国际贸易风险，提升海外市场份额。

#### ➤ B2C 业务迅速增长，供应链整合对接能力是核心。

B2C 业务方面，公司主要依托上海润米、硕米等子公司，以极致单品嫁接精准流量，将产品开发能力、供应链对接能力汇集于品牌并迅速放量，为消费者提供多品类、少 SKU、性价比高、功能性强的出行产品组合。在“90 分”品牌箱包大获成功后，公司陆续推出定位儿童出行场景的品牌“稚行”和服配品牌“悠启”。近年来公司 B2C 业务增长迅速，2016、2017 年该项业务的增速分别是 367.75% 和 119.97%，营收占比分别是 29.71% 和 43.63%。根据 2018 年 3 季报数据，报告期内公司 B2C 业务实现营收 7.06 亿元，同比增长 111.19%，营收占比提升约 12 个百分点至 53%。

我们认为公司 B2C 业务迅速增长主要源于三个方面：**1) 人均可支配收入提升带来出行、旅游需求增长是基础。**目前出行旅游的市场规模年均增速约 10%，出行消费品市场空间广阔。对公司来说，出行产品品类还有较大扩充空间，自有品牌业务成熟后将持续贡献业绩增量。**2) 公司优秀的供应链整合能力是核心。**公司 B2B 业务持续多年，作为专业制造商，其行业头部效应明显；公司目前研发设计水平突出，产品开发落地速度快，成功打造极致单品且模式具备可复制性；公司作为小米生态链的一环，与小米旗下其他 90 余个专注生活消费产品及智能硬件的公司有一定的协同发展效应，同时公司自身也通过生态链投资的方式不断将业内优秀的开发团队纳入开润的深度合作体系。**3) 多元化渠道运行顺畅是依托。**线下渠道方面，公司 B2C 产品与小米实体店全面合作，并开始拓展海外零售渠道。目前小米线下实体店约 400 家，坪效表现突出（根据艾瑞咨询数据小米坪效为全球零售连锁店第二）。线上渠道方面，公司产品进驻小米、天猫、京东等主流电商，同时有针对性地布局社交电商以及逻辑思维、优酷旅游等垂直平台，精准营销，效应明显。

➤ **公司报表质量较好。**

1) **内生长性较好，利润增长亮眼。**公司近 3 年营收复合增速为 32.99%，归母净利润复合增速为 26.31%；自 2016 年以来，公司扣非归母净利润的增速均维持中双位数水平，内生长性好；如剔除 2100 万元非经常性损益的影响，公司 2018 年归母扣非净利润增速预计在 35-45% 的区间。2) **毛利率短期受到影响，中长期看公司盈利能力仍有提升空间。**2018 年以来公司的毛利率同比均下降 5 个百分点左右，业务规模迅速增长的同时营业成本增速较高是主要原因。公司产品本身性价比高，自有品牌先后获国际设计大奖、品牌力不断提升，多元化渠道的精准营销效果良好，公司目前运营处于良性循环状态。公司作为出行产品制造龙头，产业链规模优势明显，产品开发以及迭代升级方面更具优势，在市场集中度提升的过程中有望凭借龙头优势率先受益，自有品牌业务进入业绩释放期后公司毛利率预计有所提升。中长期看我们认为公司对终端消费的价格传导能力将不断加强。3) **公司运营能力较强。**从 3 季报数据来看，报告期末公司存货账面价值同比增长 133.59% 至 3.06 亿元，存货周转天数同比增加 14.16 天，该存货周转水平高于同行业可比公司；销售规模扩大，应收账款同比增长 53.56% 至 2.73 亿元，周转天数同比下降 12.64 天，企业回款能力较强。从公司的存货结构来看，2018 年以来库存商品的占比不断提升，目前已超过 85%，结合公司的存货和应收账款周转情况，我们认为公司产品产销两旺，且对下游的议价能力较强。4) **现金流较为稳健。**从 3 季报数据来看，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长 100% 至 1.14 亿元，销售收现比同比提升 0.35 至 108.10，销售现金比率同比提升 0.75 至 7.89，公司的现金回收速度以及获取现金的能力都有所提高。

➤ **给予“推荐”评级。**

开润是深耕出行场景的消费品品牌，同时是依托小米生态链快速发展起来的新模式企业，作为标的而言具备一定的稀缺性。公司 B2B 业务基础扎实，海外产能的布局利于国际市场的进一步拓展，优秀的供应链对接能力支撑公司 B2C 业务的持续放量，我们认为公司业绩的中高速增长具有持续性。中长期看，受益于规模效益提升带来的成本费用摊薄以及自有品牌业务进入业绩释放期，公司盈利能力仍有提升空间。公司质地较好，我们看好公司的中长期投资价值，给予“推荐”评级。

考虑到 2018 年 B2C 业务发展略超预期以及非经常性损益等因素，我们小幅调低对公司的盈利预测。预计公司 2018-2020 年营收分别是 19.29/28.93/40.50 亿元，归母净利润分别是 1.75/2.36/3.18（前值为 1.83/2.47/3.33）亿元，EPS 分别为 0.80/1.08/1.46（前值为 0.84/1.13/1.53）元，对应 PE 分别为 37.48/27.77/20.57 倍。结合公司基本面以及业绩发展空间，我们认为公司应享有一定的估值溢价。决定给予公司 2019 年 35.9-45.2 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 28.72-36.16 元。

➤ **风险提示：消费疲软；业务拓展不及预期；印度工厂投产不及预期；汇率风险等。**

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438