证券研究报告—动态报告/公司快评

纺织服装及日化

服装Ⅱ

开润股份（300577） 买入

重大事件快评 （维持评级）

2020 年 09 月 27 日

拟收购优衣库供应商 3 成股权，切入优质服装代工领域

证券分析师： 丁诗洁 0755-81981391 dingshijie@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040004

事项：

2020 年 9 月 23 日，公司公告，公司全资子公司滁州米润拟以以自有资金 3.26 亿元收购温州菏胜持有的上海嘉乐 28.7%的股权；同时，公司全资子公司参与投资设立的基金以 1.24 亿元收购温州菏胜持有的上海嘉乐 10.9%的股份。本次交易标的嘉乐股份股权估值确定为 11.35 亿元，如未来任一会计年度嘉乐股份针对客户品牌优衣库的直接销售所产生的年度营业收入达到 11 亿元（不含税）以上，则将本次交易估值调整为 12.6 亿元，受让方应向转让方支付调整估值部分对应的对价合计 0.36 亿元。

国信观点：1）交易介绍：收购优衣库核心童装供应商 3 成股权。2）收购意义：扩展 B 端业务优质品类与客户，期待发挥客户、产能、人才协同效应。3）风险提示：疫情反复，严重影响社会经济与消费需求；交易完成后，整合经营效果不及预期；**4）投资建议：**公司拟收购优衣库核心童装供应商 3 成股权，切入空间更为广阔的服装市场中的优质品牌客户供应链，为公司长期收入增长打开天花板；上海嘉乐作为面料成衣一体化供应商，相比优衣库其他龙头供应商在经营效益上仍有提升空间，公司介入后有望发挥协同效应。我们维持盈利预测，预计公司 20-22 年净利润增长-19.2%/67.5%/30%，EPS 分别为 0.84/1.41/1.83 元，对应 PE 分别为 34.0x/20.3x/15.6x。我们维持公司合理估值区间 38-39.4 元（21 年 PE 26x-27x），维持“买入”评级。

评论：

■ **交易介绍：收购优衣库核心童装供应商 3 成股权**

上海嘉乐与优衣库合作接近 15 年，研发制造能力行业领先。标的公司上海嘉乐创建于 1993 年，具备从面料研发、织造、染整、印（绣）花到成衣的垂直一体化生产能力，主要生产和销售各类中高档纺织休闲时装和运动系列产品，主要客户为优衣库，其他国际知名客户还有 GU、Champion、VF 集团、Point 等。其中，标的公司于 2006 年开始与优衣库合作，至今已近 15 年，是优衣库纺织服装核心供应商之一。标的公司管理团队在纺织服装的代工制造领域精耕多年，管理经验和产品开发制造能力出色。上海嘉乐在上海和印尼均建有“纺织服装+面料”的垂直一体化生产基地，在安徽建有成衣制造工厂，在日本设有办公室。

产品开发制造方面，设有“院士工作站”和“上海市企业技术中心”支撑产品研发设计，还从德国、日本、意大利、中国香港等地引进先进设备，制造工艺和技术水平在行业内居于领先地位。公司通过了 ISO9001 和 ISO14001 等管理体系认证，被评为上海工业 500 强企业、上海市高新技术企业，被美国杜邦公司评为“全球最佳合作伙伴”。

收购后全资子公司滁州米润成为上海嘉乐第一大股东。公司拟以 3.26 亿元的对价收购上海嘉乐 28.7%的股权，交易

完成后股权将由全资子公司滁州米润持有；另外，公司参与基金以 1.24 亿元的对价收购上海嘉乐 10.9%的股份，根据证券日报此前报道公司在基金中占有 37%的份额，则交易完成后公司间接持有上海嘉乐 4.0%的股份，合计持股 32.7%，上海嘉乐其余股份主要由实际控制人家族控股的公司持有，预计此次交易完成后公司暂不并表。

此次交易 PE 10.9 倍，估值调整后 12 倍，价格合理。2019 年，上海嘉乐营业收入规模为 13.25 亿元，净利润为 1.05 亿元，净利率为 7.9%，净资产 6.36 亿元，按交易对价计算，PE/PB 为 10.8/1.65 倍；2020 年 Q1，营业收入为 2.02 亿元，净利润为-0.08 亿元，净利率为-4.1%，净资产 6.88 亿元，按交易对价计算，PB 为 1.78 倍。本次交易标的嘉乐股份股权估值确定为 11.35 亿元，如未来任一会计年度嘉乐股份针对其重要客户 Fast Retailing Co., Ltd 旗下品牌优衣库（UNIQLO）的直接销售所产生的年度营业收入达到 11 亿元（不含税）以上，则各方一致同意将本次交易标的资产的估值调整为 12.6 亿元，受让方应在双方认可的会计师出具标的公司年度审计报告后的 10 个工作日内向转让方支付调整估值部分对应的对价合计 0.36 亿元。估值调整后，收购对应 PE 约为 12 倍，参考 Wind，目前优衣库供应商上市公司申洲国际、晶苑国际、互太纺织的 PE TTM 分别约为 33x/6x/7x，此次交易价格较为合理。

表 1：2019 与 2020Q1 上海嘉乐财务概况

	2019	2020Q1
收入(亿元)	13.25	2.02
净利润(亿元)	1.05	-0.08
净利率(%)	7.9%	-4.1%
净资产（亿元）	6.36	6.88
资产负债率(%)	41.3%	44.5%
PE	10.86	-
PB	1.65	1.78

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

■ **收购意义：扩展 B 端业务优质品类与客户，期待发挥客户、产能、人才协同效应**

公司与上海嘉乐在服装制造行业的发展战略、客户资源、生产管理等方面高度协同，将进一步推动公司 B 端业务的快速发展。具体来看：

1）拓展新品类，进军规模广阔的服装市场。根据欧睿数据，2019 年箱包市场的规模为 2 千亿，而中国服装市场的规模超过 2 万亿，是箱包市场的十倍，且优衣库在服装市场处于领先地位，收购后公司将品类扩展到空间更为广阔的服装领域。

2）开拓优质客户资源，有望深度协作。公司具有与多个国际龙头品牌深度合作的经验，包括耐克、VF、迪卡侬、戴尔等知名国际客户，本次收购使得公司切入优衣库的供应链体系。优衣库在中国销售额过去五年复合增速约为 20%，2019 年在中国的销售规模超过 300 亿元，服装市占率第一，达到为 1.39%。本次收购公司有望与嘉乐在发展战略、客户资源、生产经验等方面发挥协同作用。

3）管理经验、产能布局、人才储备有望协同。产能布局方面，公司在印尼、安徽等布局工厂，与标的公司生产基地的布局方向高度一致。在生产工艺上，箱包与服饰及面辅料同属纺织业，制造工艺、供应链及工厂管理、研发设计等方面具有一定相似度。在人才储备上，开润股份代工制造业务的核心团队曾在大型纺织服装及面辅料生产公司任职，具备充足的行业运营及管理经验。另外，公司管理层互联网思维和制造行业供应链管理经验也有望发挥协同效应，此前公司收购印尼宝岛切入耐克供应链体系后，订单增速远高于其他供应商，生产管理与投后管理能力得到印证。目前上海嘉乐作为优衣库的面料成衣一体化供应商，相比业内领先同行，经营效益仍有提升空间。

表 2：上海嘉乐与优衣库龙头供应商经营数据比较

公司	2019 年营业收入（亿元人民币）	2019 年净利率
上海嘉乐（面料成衣一体化）	13.3	7.89%
申洲国际（面料成衣一体化）	226.9	22.46%
晶苑国际（成衣）	170.3	6.22%
互太纺织（面料）	62.6	13.78%

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理

■ **投资建议：切入优质服装代工领域有望打开长期成长空间**

公司拟收购优衣库核心童装供应商 3 成股权，切入空间更为广阔的服装市场中的优质品牌客户供应链，为公司长期收入增长打开天花板；上海嘉乐作为面料成衣一体化供应商，相比优衣库其他龙头供应商在经营效益上仍有提升空间，公司介入后有望发挥协同效应。我们维持盈利预测，预计公司 20-22 年净利润增长-19.2%/67.5%/30%，EPS 分别为 0.84/1.41/1.83 元，对应 PE 分别为 34.0x/20.3x/15.6x。我们维持公司合理估值区间 38-39.4 元（21 年 PE 26x-27x），维持“买入”评级。

表 3：盈利预测及市场重要数据

盈利预测及市场重要数据	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,695	2,520	3,220	3,986
(+/-%)	31.6%	-6.5%	27.8%	23.8%
净利润(百万元)	226	183	306	398
(+/-%)	30.1%	-19.2%	67.5%	30.0%
每股收益（元）	1.04	0.84	1.41	1.83
EBIT Margin	13.1%	8.0%	10.7%	11.4%
净资产收益率（ROE）	27.1%	18.8%	25.5%	26.9%
市盈率（PE）	27.4	33.9	20.2	15.5
EV/EBITDA	19.7	30.8	18.8	14.8
市净率（PB）	7.4	6.4	5.2	4.2

资料来源:Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	417	458	530	706
应收款项	427	399	510	631
存货净额	541	497	627	770
其他流动资产	77	72	92	114
流动资产合计	**1481**	**1446**	**1779**	**2240**
固定资产	205	221	323	406
无形资产及其他	46	44	43	41
投资性房地产	209	209	209	209
长期股权投资	28	28	28	28
资产总计	**1970**	**1947**	**2381**	**2924**
短期借款及交易性金融负债	108	29	0	0
应付款项	734	674	850	1044
其他流动负债	212	183	226	278
流动负债合计	**1054**	**886**	**1077**	**1322**
长期借款及应付债券	2	2	2	2
其他长期负债	14	14	14	14
长期负债合计	**16**	**16**	**15**	**16**
负债合计	**1070**	**901**	**1092**	**1337**
少数股东权益	66	75	89	107
股东权益	834	971	1201	1479
负债和股东权益总计	**1970**	**1947**	**2381**	**2924**

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	1.04	0.84	1.41	1.83
每股红利	0.22	0.21	0.35	0.55
每股净资产	3.84	4.47	5.52	6.80
ROIC	35%	17%	26%	29%
ROE	27%	19%	25%	27%
毛利率	28%	29%	29%	30%
EBIT Margin	13%	8%	11%	11%
EBITDA Margin	14%	9%	12%	13%
收入增长	32%	-6%	28%	24%
净利润增长率	30%	-19%	68%	30%
资产负债率	58%	50%	50%	49%
息率	0.8%	0.7%	1.2%	1.9%
P/E	27.4	33.9	20.2	15.5
P/B	7.4	6.4	5.2	4.2
EV/EBITDA	19.7	30.8	18.8	14.8

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2695**	**2520**	**3220**	**3986**
营业成本	1946	1798	2275	2798
营业税金及附加	14	13	16	19
销售费用	257	266	307	377
管理费用	125	242	276	338
财务费用	1	(8)	(12)	(15)
投资收益	4	5	7	8
资产减值及公允价值变动	6	(3)	(4)	(5)
其他收入	(80)	18	22	28
营业利润	282	229	383	501
营业外净收支	1	2	3	4
利润总额	**283**	**231**	**386**	**504**
所得税费用	46	37	61	80
少数股东损益	11	12	18	27
归属于母公司净利润	**226**	**183**	**306**	**398**

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	226	183	306	398
资产减值准备	6	165	64	70
折旧摊销	16	29	41	53
公允价值变动损失	(6)	3	4	5
财务费用	1	(8)	(12)	(15)
营运资本变动	85	152	23	30
其它	2	(156)	(50)	(52)
经营活动现金流	**329**	**376**	**388**	**505**
资本开支	(131)	(210)	(210)	(210)
其它投资现金流	(20)	0	0	0
投资活动现金流	**(166)**	**(210)**	**(210)**	**(210)**
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	2	0	0	0
支付股利、利息	(47)	(46)	(76)	(119)
其它融资现金流	**92**	**(78)**	**(29)**	**0**
融资活动现金流	13	(124)	(106)	(119)
现金净变动	177	42	72	176
货币资金的期初余额	240	417	458	530
货币资金的期末余额	417	458	530	706
企业自由现金流	265	140	145	256
权益自由现金流	358	69	125	269

相关研究报告

《开润股份-300577-2020 年中报点评：疫情影响较大，为未来成长蓄力》 ——2020-08-28
《开润股份-300577-深度报告：快速成长的国牌箱包龙头》 ——2020-08-11
《开润股份-300577-2019 年年报点评：业绩出色，国牌龙头未来可期》 ——2020-04-22
《开润股份-300577-2019 年三季报点评：箱包龙头稳健高增长，盈利能力持续提升》 ——2019-10-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032