

# 开润股份 (300577.SZ)

## 收购上海嘉乐，代工业务进一步做大做强

### 核心观点:

- 公司公告收购优衣库核心供应商之一上海嘉乐。公司公告全资子公司收购上海嘉乐 28.70% 股权，同时全资子公司参与设立的基金（出资比例 37.01%）收购上海嘉乐 10.90% 股权，合计持有上海嘉乐 32.73% 股权，成为第一大股东。其中 28.70% 股份的价格为 3.26 亿元，10.90% 股份的价格为 1.24 亿元。上海嘉乐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，服务于全球知名客户 Uniqlo（优衣库）、GU、Champion、VF 集团、Point 等。其中，于 2006 年开始与优衣库合作，是优衣库纺织服装核心供应商之一。2019 年上海嘉乐营业收入 13.25 亿元，净利润 1.05 亿元。通过此次收购，公司代工业务产品品类从箱包延伸至纺织服装及面料生产，为未来发展提供新的品类和市场空间。
- 我们看好公司代工制造业务进一步做大做强。首先，公司收购上海嘉乐有助于两家公司实现合作共赢。在工厂布局上，公司在印尼、安徽等布局工厂，上海嘉乐在上海和印尼均建有生产基地，在安徽建有成衣制造工厂，两者布局方向高度一致。在生产工艺上，箱包与服饰及面辅料同属纺织业。在人才储备上，公司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。其次，公司服务于耐克、VF 集团、迪卡侬等全球知名客户，有助于上海嘉乐的优质客户拓展。最后，根据公告，上海嘉乐的股权估值为 11.35 亿元，如果未来任一会计年度上海嘉乐对优衣库的直接销售所产生的年度营业收入达到 11 亿元以上，估值调整为 12.60 亿元。
- 20-22 年 EPS 预计分别为 0.93 元/股、1.41 元/股、1.84 元/股。现价对应 21 年 PE 为 23 倍，参考过去三年平均 PE，同时由于公司基数变大，给予 21 年 25 倍 PE，合理价值 35.25 元/股，维持“增持”评级。
- 风险提示：新品类拓展不及预期的风险；疫情二次爆发的风险。

### 盈利预测:

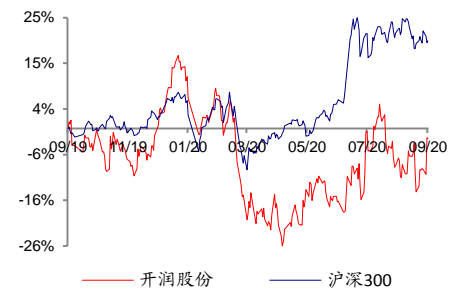
|              | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)   | 2,048 | 2,695 | 2,565 | 3,316 | 4,177 |
| 增长率 (%)      | 76.2  | 31.6  | -4.8  | 29.2  | 26.0  |
| EBITDA (百万元) | 209   | 292   | 261   | 398   | 524   |
| 归母净利润 (百万元)  | 174   | 226   | 203   | 305   | 399   |
| 增长率 (%)      | 30.2  | 30.1  | -10.1 | 50.4  | 30.7  |
| EPS (元/股)    | 0.80  | 1.04  | 0.93  | 1.41  | 1.84  |
| 市盈率 (P/E)    | 39.06 | 33.86 | 34.01 | 22.61 | 17.31 |
| ROE (%)      | 27.30 | 27.10 | 20.20 | 23.92 | 24.47 |
| EV/EBITDA    | 31.57 | 25.19 | 24.82 | 15.82 | 11.50 |

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

|      |            |
|------|------------|
| 当前价格 | 31.78 元    |
| 合理价值 | 35.25 元    |
| 前次评级 | 增持         |
| 报告日期 | 2020-09-24 |

### 相对市场表现



### 分析师:

糜韩杰



SAC 执证号: S0260516020001



SFC CE No. BPH764



021-60750604



mihanjie@gf.com.cn

### 相关研究:

- 开润股份 (300577.SZ): 受疫情 2020-04-10 影响, 公司预告 20Q1 业绩有所波动
- 开润股份 (300577.SZ): 公告 2020-03-01 2019 年度业绩快报, 业绩保持快速增长
- 开润股份 (300577.SZ): 公司 2019-12-03 公告 2019 年限制性股票激励计划

## 一、盈利预测和投资评级

我们对公司未来三年的盈利预测做了一定的调整：

(1) B2B业务方面，2020-2022年营业收入预计分别为13.23亿元、16.12亿元、19.90亿元，同比增长5.94%、21.82%、23.40%，2020年增速放缓主要受海外疫情影响，订单被取消或延迟，2021年和2022年预计有望恢复正常增长，其中印尼工厂预计有望保持快速增长，除了耐克订单外，新开拓的VF未来订单有望不断增加。

(2) B2C业务方面，2020-2022年营业收入预计分别为11.53亿元、16.15亿元、20.99亿元，同比增长-15%、40%、30%，2020年下滑主要受国内疫情影响出行，箱包需求直接受到冲击，伴随国内疫情转好，箱包需求在下半年逐步回暖，2021年和2022年预计恢复正常增长，箱包方面不断完善品牌矩阵如取得了知名品牌“大嘴猴”在箱包和雨伞等品类上的品牌授权，拓展下沉市场，此外拓展进入健身器械领域，首款产品走步机反响良好，未来有望成为公司新的增长点。

(3) 毛利率方面，2020-2022年毛利率预计分别28.02%、29.30%、29.85%，2020年毛利率预计有所提升主要由于高毛利率B2B业务收入占比提高，2021年和2022年毛利率预计提升，主要由于B2C业务中自有渠道占比提高。

(4) 期间费用率方面，2020-2022年销售费用率预计分别10.30%、10.10%、10.10%，管理费用率预计分别为5%、4.66%、4.66%，2020年费用率较高主要由于营业收入受疫情影响而费用较为刚性所致，2021年和2022年由于营业收入预计恢复正常增长，费用率预计有所下降。

我们预计公司2020-2022年归母净利润为2.03亿元、3.05亿元、3.99亿元（同比增长-10.1%、50.4%、30.7%），对应EPS为0.93元/股、1.41元/股、1.84元/股。现价对应21年PE为23倍，处过去三年PE估值下限，参考过去三年平均PE41倍，同时由于公司业绩基数变大，增速较之前稍慢，给予21年25倍PE，合理价值35.25元/股，维持“增持”评级。

图1：公司过去三年历史PE区间（股价：元/股）



数据来源：Wind；广发证券发展研究中心

## 二、风险提示

新品类拓展不及预期的风险；疫情二次爆发的风险。

| 资产负债表          |              |              |              |              |              | 现金流量表          |             |            |             |             |             |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|-------------|------------|-------------|-------------|-------------|
| 单位: 百万元        |              |              |              |              |              | 单位: 百万元        |             |            |             |             |             |
| 至 12 月 31 日    | 2018A        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 至 12 月 31 日    | 2018A       | 2019A      | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
| <b>流动资产</b>    | <b>1,168</b> | <b>1,481</b> | <b>1,381</b> | <b>1,791</b> | <b>2,335</b> | <b>经营活动现金流</b> | <b>146</b>  | <b>142</b> | <b>266</b>  | <b>341</b>  | <b>447</b>  |
| 货币资金           | 240          | 417          | 493          | 678          | 958          | 净利润            | 184         | 237        | 213         | 320         | 419         |
| 应收及预付          | 265          | 424          | 327          | 423          | 533          | 折旧摊销           | 12          | 18         | 22          | 29          | 36          |
| 存货             | 413          | 541          | 453          | 575          | 719          | 营运资金变动         | -49         | -129       | 36          | -13         | -16         |
| 其他流动资产         | 249          | 99           | 108          | 116          | 125          | 其它             | -2          | 16         | -5          | 5           | 9           |
| <b>非流动资产</b>   | <b>242</b>   | <b>488</b>   | <b>581</b>   | <b>676</b>   | <b>763</b>   | <b>投资活动现金流</b> | <b>-176</b> | <b>-26</b> | <b>-109</b> | <b>-119</b> | <b>-119</b> |
| 长期股权投资         | 13           | 28           | 28           | 28           | 28           | 资本支出           | -94         | -67        | -123        | -123        | -123        |
| 固定资产           | 96           | 191          | 282          | 366          | 444          | 投资变动           | -60         | 39         | 0           | 0           | 0           |
| 在建工程           | 6            | 15           | 24           | 33           | 42           | 其他             | -23         | 2          | 13          | 4           | 4           |
| 无形资产           | 12           | 46           | 47           | 48           | 49           | <b>筹资活动现金流</b> | <b>42</b>   | <b>19</b>  | <b>-80</b>  | <b>-38</b>  | <b>-48</b>  |
| 其他长期资产         | 115          | 209          | 201          | 201          | 201          | 银行借款           | 60          | 49         | -36         | 0           | 0           |
| <b>资产总计</b>    | <b>1,410</b> | <b>1,970</b> | <b>1,962</b> | <b>2,467</b> | <b>3,098</b> | 股权融资           | 25          | 13         | 0           | 0           | 0           |
| <b>流动负债</b>    | <b>721</b>   | <b>1,054</b> | <b>879</b>   | <b>1,097</b> | <b>1,355</b> | 其他             | -43         | -43        | -44         | -38         | -48         |
| 短期借款           | 60           | 108          | 72           | 72           | 72           | <b>现金净增加额</b>  | <b>12</b>   | <b>135</b> | <b>77</b>   | <b>184</b>  | <b>280</b>  |
| 应付及预收          | 555          | 750          | 621          | 788          | 986          | <b>期初现金余额</b>  | <b>182</b>  | <b>197</b> | <b>417</b>  | <b>493</b>  | <b>678</b>  |
| 其他流动负债         | 106          | 196          | 186          | 237          | 297          | <b>期末现金余额</b>  | <b>197</b>  | <b>332</b> | <b>493</b>  | <b>678</b>  | <b>958</b>  |
| <b>非流动负债</b>   | <b>10</b>    | <b>16</b>    | <b>2</b>     | <b>2</b>     | <b>2</b>     |                |             |            |             |             |             |
| 长期借款           | 0            | 2            | 2            | 2            | 2            |                |             |            |             |             |             |
| 应付债券           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |                |             |            |             |             |             |
| 其他非流动负债        | 10           | 14           | 0            | 0            | 0            |                |             |            |             |             |             |
| <b>负债合计</b>    | <b>731</b>   | <b>1,070</b> | <b>881</b>   | <b>1,099</b> | <b>1,356</b> |                |             |            |             |             |             |
| 股本             | 218          | 217          | 217          | 217          | 217          |                |             |            |             |             |             |
| 资本公积           | 74           | 73           | 73           | 73           | 73           |                |             |            |             |             |             |
| 留存收益           | 364          | 546          | 727          | 998          | 1,352        |                |             |            |             |             |             |
| 归属母公司股东权益      | 636          | 834          | 1,006        | 1,277        | 1,631        |                |             |            |             |             |             |
| 少数股东权益         | 42           | 66           | 76           | 91           | 110          |                |             |            |             |             |             |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>1,410</b> | <b>1,970</b> | <b>1,962</b> | <b>2,467</b> | <b>3,098</b> |                |             |            |             |             |             |

| 利润表             |              |              |              |              |              |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元         |              |              |              |              |              |
| 至 12 月 31 日     | 2018A        | 2019A        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| <b>营业收入</b>     | <b>2,048</b> | <b>2,695</b> | <b>2,565</b> | <b>3,316</b> | <b>4,177</b> |
| 营业成本            | 1,516        | 1,946        | 1,847        | 2,344        | 2,931        |
| 营业税金及附加         | 10           | 14           | 13           | 17           | 21           |
| 销售费用            | 190          | 257          | 264          | 335          | 422          |
| 管理费用            | 83           | 126          | 128          | 155          | 195          |
| 研发费用            | 52           | 78           | 74           | 96           | 121          |
| 财务费用            | -5           | 1            | -1           | -3           | -6           |
| 资产减值损失          | 7            | 6            | 2            | 6            | 11           |
| 公允价值变动收益        | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 投资净收益           | 6            | 4            | 4            | 4            | 4            |
| <b>营业利润</b>     | <b>215</b>   | <b>282</b>   | <b>253</b>   | <b>382</b>   | <b>499</b>   |
| 营业外收支           | 3            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>利润总额</b>     | <b>218</b>   | <b>283</b>   | <b>254</b>   | <b>382</b>   | <b>500</b>   |
| 所得税             | 34           | 46           | 41           | 62           | 81           |
| <b>净利润</b>      | <b>184</b>   | <b>237</b>   | <b>213</b>   | <b>320</b>   | <b>419</b>   |
| 少数股东损益          | 11           | 11           | 10           | 15           | 19           |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>174</b>   | <b>226</b>   | <b>203</b>   | <b>305</b>   | <b>399</b>   |
| EBITDA          | 209          | 292          | 261          | 398          | 524          |
| EPS (元)         | 0.80         | 1.04         | 0.93         | 1.41         | 1.84         |

| 主要财务比率          |       |       |        |       |       |
|-----------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 至 12 月 31 日     | 2018A | 2019A | 2020E  | 2021E | 2022E |
| <b>成长能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 营业收入增长          | 76.2% | 31.6% | -4.8%  | 29.2% | 26.0% |
| 营业利润增长          | 39.6% | 31.1% | -10.2% | 50.6% | 30.7% |
| 归母净利润增长         | 30.2% | 30.1% | -10.1% | 50.4% | 30.7% |
| <b>获利能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 毛利率             | 26.0% | 27.8% | 28.0%  | 29.3% | 29.8% |
| 净利率             | 9.0%  | 8.8%  | 8.3%   | 9.7%  | 10.0% |
| ROE             | 27.3% | 27.1% | 20.2%  | 23.9% | 24.5% |
| ROIC            | 33.7% | 40.0% | 31.2%  | 41.6% | 48.8% |
| <b>偿债能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 资产负债率           | 51.9% | 54.3% | 44.9%  | 44.6% | 43.8% |
| 净负债比率           | 4.3%  | 5.5%  | 3.8%   | 3.0%  | 2.4%  |
| 流动比率            | 1.62  | 1.41  | 1.57   | 1.63  | 1.72  |
| 速动比率            | 1.03  | 0.88  | 1.04   | 1.10  | 1.18  |
| <b>营运能力</b>     |       |       |        |       |       |
| 总资产周转率          | 1.71  | 1.59  | 1.30   | 1.50  | 1.50  |
| 应收账款周转率         | 9.08  | 8.09  | 8.09   | 8.09  | 8.09  |
| 存货周转率           | 4.35  | 4.08  | 4.08   | 4.08  | 4.08  |
| <b>每股指标 (元)</b> |       |       |        |       |       |
| 每股收益            | 0.80  | 1.04  | 0.93   | 1.41  | 1.84  |
| 每股经营现金流         | 0.67  | 0.65  | 1.22   | 1.57  | 2.06  |
| 每股净资产           | 2.92  | 3.84  | 4.63   | 5.87  | 7.50  |
| <b>估值比率</b>     |       |       |        |       |       |
| P/E             | 39.06 | 33.86 | 34.01  | 22.61 | 17.31 |
| P/B             | 10.66 | 9.18  | 6.87   | 5.41  | 4.23  |
| EV/EBITDA       | 31.57 | 25.19 | 24.82  | 15.82 | 11.50 |

## 广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。

胡幸：高级分析师，厦门大学会计学硕士，2018年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

|      | 广州市                           | 深圳市                             | 北京市                     | 上海市                              | 香港                      |
|------|-------------------------------|---------------------------------|-------------------------|----------------------------------|-------------------------|
| 地址   | 广州市天河区马场路<br>26号广发证券大厦35<br>楼 | 深圳市福田区益田路<br>6001号太平金融大厦<br>31层 | 北京市西城区月坛北街<br>2号月坛大厦18层 | 上海市浦东新区南泉北<br>路429号泰康保险大厦<br>37楼 | 香港中环干诺道中111<br>号永安中心14楼 |
| 邮政编码 | 510627                        | 518026                          | 100045                  | 200120                           |                         |
| 客服邮箱 | gfzqyf@gf.com.cn              |                                 |                         |                                  |                         |

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，



广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。