2020 年 09 月 23 日

参股进入优衣库供应链，2B 大客户再下一城

开润股份(300577)

评级：	买入	股票代码：	300577
上次评级：	买入	52 周最高价/最低价：	38.72/24.56
目标价格：	32.5-42.4	总市值(亿)	70.46
最新收盘价：	32.41	自由流通市值(亿)	33.82
		自由流通股数(百万)	104.35

事件概述

公司公告全资子公司滁州米润科技拟以自有资金 3.26 亿元收购温州菏胜持有的上海嘉乐 28.70%股权，同时公司全资子公司参与投资设立的基金安徽泰合合伙企业拟以 1.24 亿元收购温州菏胜持有的上海嘉乐 10.90%股权，收购对应 19PE11.35X。交易完成后，开润及其子公司设立的基金对上海嘉乐持股比例达 39.6%，成为第一大股东。

分析判断：

嘉乐 2019 年收入/净利为 13.25/1.05 亿元，净利率 8%，主要客户包括优衣库、GU、Champion、VF、Point 等，我们估计其中优衣库收入占比 60-70%，公司为优衣库针织服装+面料类的核心供应商之一（我们估计不超过 10 家），尽管公司体量在核心供应商中不算巨头，但与优衣库合作时间较久、也是优衣库童装最大的供应商，其他品类包括男装和毯子等。我们分析，此次并购和印尼宝岛工厂较为类似，即开润通过并购小规模、质地优质、创始人年迈、增速放缓的工厂进入国际客户供应链体系，并通过为其赋能（加大投入、进行自动化改造、拓展客户）等提升增速，目前宝岛工厂已成为 NIKE 供应商中增速最快的工厂。

我们分析，公司此次收购意义在于：（1）进入优衣库供应链体系，优衣库是公司继收购宝岛工厂进入 NIKE 体系、通过进入 NIKE 进一步拓展至 VF 后的第三个大客户，是公司在 2B 领域“围绕头部客户拓展核心供应商”战略的进一步落地；而从近期跟踪申洲、健盛来看，优衣库在疫情后率先恢复、好于其他运动品牌；（2）拓展至规模更大的服装面料及代工赛道、且具备管理经验，公司 2B 业务团队也来自服装供应链体系，此外也从优衣库供应链引入了优秀团队，未来有望进一步开拓客户，且嘉乐工厂也位于国内和印尼，同开润布局类似；（3）展望未来，我们分析不排除公司进一步增持嘉乐股权的可能性。

投资建议

（1）短期来看，我们维持对公司“Q2 为最差时点、未来有望环比改善”的判断；（2）中长期来看，2B 驱动来自 NIKE、VF、优衣库共振，超预期的催化则有望来自女包品类；2C 驱动在于健身器材品类拓展、90 分明年推出新品、以及米端拓展分销渠道。维持 2020-2022EPS 0.88/1.38/1.79 元，对应 20/21PE37/23X，目前估值已处于历史底部、悲观预期调整充分，向下有安全边际支撑、向上具备估值修复弹性：公司成长趋势不改，摩飞等品牌的成功有望带来 2B+2C 型公司的估值重构，维持“买入”评级。

风险提示

海外疫情发展的不确定性；新品类拓展风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	2,452	3,501	4,444
YoY（%）	76.2%	31.6%	-9.0%	42.8%	26.9%
归母净利润(百万元)	174	226	192	301	388

YoY（%）	30.2%	30.1%	-15.2%	56.9%	29.1%
毛利率（%）	26.0%	27.8%	28.4%	28.6%	28.8%
每股收益（元）	0.80	1.04	0.88	1.38	1.79
ROE	27.3%	27.1%	19.1%	23.7%	24.0%
市盈率	40.55	31.17	36.74	23.42	18.14

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽
邮箱：tangss@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519090002
联系电话：010-5977 5330

研究助理：朱宇昊
邮箱：zhuyh@hx168.com.cn
联系电话：010-5977 5330

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,695	2,452	3,501	4,444
YoY(%)	31.6%	-9.0%	42.8%	26.9%
营业成本	1,946	1,755	2,500	3,165
营业税金及附加	14	13	18	23
销售费用	257	237	349	444
管理费用	126	151	175	222
财务费用	1	-4	-9	-13
资产减值损失	-6	-10	-10	-10
投资收益	4	6	8	10
营业利润	282	242	380	491
营业外收支	1	2	2	2
利润总额	283	244	382	493
所得税	46	41	65	84
净利润	237	202	317	409
归属于母公司净利润	226	192	301	388
YoY(%)	30.1%	-15.2%	56.9%	29.1%
每股收益	1.04	0.88	1.38	1.79

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	417	384	536	806
预付款项	11	10	14	18
存货	541	457	685	867
其他流动资产	513	476	642	792
流动资产合计	1,481	1,326	1,877	2,483
长期股权投资	28	28	28	28
固定资产	191	193	193	195
无形资产	46	46	46	46
非流动资产合计	488	547	624	692
资产合计	1,970	1,874	2,501	3,174
短期借款	108	0	0	0
应付账款及票据	734	606	877	1,110
其他流动负债	212	174	244	316
流动负债合计	1,054	779	1,121	1,426
长期借款	2	2	2	2
其他长期负债	14	14	14	14
非流动负债合计	16	16	16	16
负债合计	1,070	795	1,137	1,441
股本	217	217	217	217
少数股东权益	66	77	93	114
股东权益合计	900	1,079	1,364	1,733
负债和股东权益合计	1,970	1,874	2,501	3,174

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	237	202	317	409
折旧和摊销	18	26	40	49
营运资金变动	-129	-54	-67	-41
经营活动现金流	142	180	290	415
资本开支	-67	-83	-115	-115
投资	39	0	0	0
投资活动现金流	-26	-77	-107	-105
股权募资	13	0	0	0
债务募资	154	-108	0	0
筹资活动现金流	19	-135	-31	-41
现金净流量	135	-32	152	270

主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	31.6%	-9.0%	42.8%	26.9%
净利润增长率	30.1%	-15.2%	56.9%	29.1%
盈利能力				
毛利率	27.8%	28.4%	28.6%	28.8%
净利润率	8.8%	8.3%	9.1%	9.2%
总资产收益率 ROA	11.5%	10.2%	12.0%	12.2%
净资产收益率 ROE	27.1%	19.1%	23.7%	24.0%
偿债能力				
流动比率	**1.41**	**1.70**	**1.67**	**1.74**
速动比率	0.88	1.10	1.05	1.12
现金比率	0.40	0.49	0.48	0.57
资产负债率	54.3%	42.4%	45.4%	45.4%
经营效率				
总资产周转率	1.37	1.31	1.40	1.40
每股指标（元）				
每股收益	1.04	0.88	1.38	1.79
每股净资产	3.84	4.61	5.85	7.45
每股经营现金流	0.65	0.83	1.34	1.91
每股股利	0.00	0.11	0.14	0.19
估值分析				
PE	31.17	36.74	23.42	18.14
PB	9.17	7.03	5.54	4.35

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，10年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

朱宇昊：中南财经政法大学硕士、学士，2020年7月加入华西证券纺服&教育团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。