

强烈推荐-A (维持)

开润股份 300577.SZ

当前股价: 35.72 元

2020年02月25日

从小米生态链企业向出行消费品龙头的进阶

基础数据

上证综指	3031
总股本(万股)	21741
已上市流通股(万股)	10409
总市值(亿元)	78
流通市值(亿元)	33
每股净资产(MRQ)	3.6
ROE(TTM)	28.4
资产负债率	52.3%
主要股东	范劲松
主要股东持股比例	61.43%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	12	4
相对表现	-2	5	-13



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《开润股份(300577)一零售全渠道战略稳步推进 一季报维持高速增长》2019-04-10
- 2、《开润股份(300577): 业绩符合预期 19 年全渠道战略有序推进和 NIKE 订单落地助力高成长》2019-04-03
- 3、《开润股份(300577): 优质出行消费品龙头 弱市环境业绩如期快速增长》2019-01-29

刘丽

liuli14@cmschina.com.cn
S1090517080006

纪敏

0755-82960304
jimin@cmschina.com.cn
S1090511040039

经过 4 年多高速发展, 公司 B2C 业务完成了第一阶段的发展, 今年将持续推进 90 分品牌提档/产品功能及时尚度升级/自主渠道扩张; 米牌将在保持高性价比优势前提下, 深耕米系零售渠道, 同时提升对米系分销渠道渗透率; 疫情可控前提下预计 B2C 收入仍可实现 35%以上增长。B2B 老客户订单有望保持双位数稳定增长的同时将以印尼产能扩张为重点, 承接更多优质运动品牌客户订单。目前公司市值 78 亿, 对应 20PE26X。经济增速下行周期中, 大众龙头品牌可享受行业集中度提升带来的增长红利, 公司凭借强大创新力, 在供应链/产品力/品牌力/渠道开拓等多方面具有前瞻性战略布局视角, 具备从小米生态链企业向出行消费品龙头进阶的潜质, 维持“强烈推荐-A”评级。

- **B2C 业务未来持续高增长动力何在? 1、好赛道+高性价比产品+米系渠道助力, 驱动公司 B2C 业务实现 0 到 1 的突破:** 1) 产品卡位大众出行消费品市场, 空间足够大, 市场格局散乱, 竞争对手实力弱。2) 强研发+高效供应链体系, 打造差异化的高质价比产品, 迅速占领出行产品市场, 18 年拉杆箱出货量超新秀丽。3) 深得小米体系运营精髓, 借助米系渠道实现 0 到 1 的突破, 并积极拓展自主渠道。2018 年公司 B2C 业务收入破 10 亿, 收入占比接近 54%。2、**展望未来, 开润有望实现从小米生态链公司向大众出行消费品龙头的跨越。驱动力来自:** 1) 搭建多层品牌矩阵, 90 分将借助定位&功能双升级带动规模增长以及盈利水平提升, 米牌坚持高性价比路线, 深耕供应链。2) 强化自主电商渠道发展的同时, 米系渠道红利仍存, 今年公司将提升米牌箱包及配件在小米分销渠道渗透率。3) 系统化全盘营销, 公司将借助 KOL 直播带货&社媒话题营销&热门综艺节目场景化营销传播品牌理念。
- **B2B 业务老客户关系紧密, 印尼扩产切入 NIKE 运动背包供应链体系成为发展亮点。** B2B 业务凭借着独立产品开发能力&精细化管控, 聚集了包括迪卡侬/惠普/联想在内的众多行业知名客户。2019 年初完成收购耐克位于印尼的优质包袋代工厂, 享受印尼低劳动力成本以及优惠关税税率红利的同时, 将产品品类将拓展至主流运动包袋, 为争取其他头部客户奠定长远发展基础。
- **盈利预测及投资建议:** 短期受疫情影响, 微调公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.09 元、1.39 元、1.78 元, 对应 20PE26X。考虑到公司在供应链/产品力/品牌/渠道等多方面具有前瞻性战略布局视角, 具备从小米生态链企业向全球出行消费品龙头进阶的潜质, 维持“强烈推荐-A”评级。
- **风险提示:** 疫情导致出行消费需求复苏延后/自主品牌培育低于预期的风险。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1162	2048	2774	3600	4621
同比增长	50%	76%	35%	30%	28%
营业利润(百万元)	154	215	296	378	487
同比增长	86%	40%	38%	28%	29%
净利润(百万元)	133	174	236	300	386
同比增长	59%	30%	36%	27%	28%
每股收益(元)	1.10	0.80	1.09	1.39	1.78
PE	32.4	44.7	32.7	25.8	20.1
PB	8.8	12.2	9.7	7.3	5.7

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、B2C 业务：四年舍命狂奔后，未来高增长能否延续？	5
1、回顾历史：B2C 业务的成功仅仅是因为小米吗？	5
1) 缘何涉足大众出行品类	5
2) 开润 B2C 发展阶段性成果回顾：2018 年销售收入破 10 亿	8
3) B2C 初期成功要素总结：成功的市场卡位、正确的赛道选择、管理&产品&运营的持续革新，与龙头差异逐渐缩小	9
2、展望未来：有望实现从小米生态链公司向大众出行消费品龙头的跨越	12
1) 构建多层次品牌矩阵，覆盖不同购买力人群	12
2) 谨慎进行多品类扩张	13
3) 渠道匹配产品定位进行有序开拓	13
4) 从口碑营销向全盘体系化营销转变	15
二、B2B 业务：布局东南亚 客户结构再升级	16
1、B2B：“强研发/精益生产/优质客户”构建核心竞争力	16
1) 订单稳健增长，盈利水平业内领先	16
2) 2B 业务竞争优势：独立研发+精益生产+强大客户阵容	16
2、国内箱包制造现状：低端过剩，头部客户向优质代工厂聚集	17
1) 中国、欧洲、东南亚为箱包主要产区，近年来有向东南亚转移趋势	17
2) 国内箱包产能现状：低端产能过剩，头部客户订单向优质制造商集中	18
3、2019 年开润启动全球化箱包产业整合，客户定位再升级	20
1) 为何要在东南亚加码代工业务？	20
2) 并购印尼工厂切入耐克代工体系，储备优质客户资源	21
三、盈利预测及投资建议	21
1、盈利预测	21
2、估值及投资建议	22
四、风险提示	23

图表目录

图 1: 我国行李箱行业整体规模及增速	5
图 2: 我国包袋市场规模及增速	5
图 3: 中国地区行李箱品牌定位及价格带分布	6
图 4: 中国地区行李箱品牌市场集中度	6
图 5: 传统箱包千篇一律	7
图 6: 开润 B2C 业务阶段性发展成果	8
图 7: B2C 业务分品类收入占比	9
图 8: B2C 业务渠道分布 (2018 年)	9
图 9: B2C 业务收入金额、占比及增速	9
图 10: B2C 业务盈利水平持续提升	9
图 11: 研发支出金额及收入占比	11
图 12: 2017 年后研发人数快速增加	11
图 13: 90 分x《流浪地球》限量款	12
图 14: 90 分xL.a 联名轻盈都市 NICE 系列	12
图 15: 90 分凯芙拉超轻旅行箱	13
图 16: 90 分时尚透明旅行箱	13
图 17: 天猫 90 分旗舰店中拉杆箱价格带分布	13
图 18: 小米网渠道米牌拉杆箱价格带分布	13
图 19: 2018Q1 小米集团渠道收入构成	15
图 20: 携手刺猬乐队鼓手石璐打造线下快闪店	15
图 21: 冠名《慢游全世界》综艺节目	15
图 22: 开润 B2B 业务收入金额及增速	16
图 23: 开润 B2B 业务盈利水平居前	16
图 24: 迪卡侬与公司合作时间长且订单增长稳定	17
图 25: 箱包产能分布变迁	17
图 26: 2013 年各国箱包出口占比	18
图 27: 2017 年各国箱包出口占比	18
图 28: 国内箱包企业数量	19
图 29: 开润股份历史 PE Band	23

图 30: 开润股份历史 PB Band.....	23
表 1: 2018 年国内行李箱品牌市占率排名	6
表 2: 2018 年国内包袋品牌市占率排名	7
表 3: 京东、天猫、唯品会运营成本以及回款周期	7
表 4: 线下渠道运营成本.....	8
表 5: 90 分拉杆箱黑科技汇总	10
表 6: 开润高颜值拉杆箱所获奖项	11
表 7: 历年双十一箱包天猫销售额排名	12
表 8: 国内三大箱包生产基地情况	19
表 9: 国内优质箱包代工企业经营情况.....	20
表 10: 印尼劳动力成本、关税税率及配套情况.....	21
表 11: 收入及利润预测假设	22
附: 财务预测表	25

一、B2C 业务：四年舍命狂奔后，未来高增长能否延续？

公司 B2C 业务经过四年多的高效运营，凭借商品的高质价比优势以及团队的高效运营及推广，迅速抢占出行消费品市场份额。自 2018 年起 90 分拉杆箱的出货量已超越新秀丽，品牌知名度已经打响。业绩方面，2018 年 B2C 业务收入破 10 亿，2019 年前三季度 B2C 业务收入增速超 35%，毛利率亦提升至 25% 以上。但同时市场上也有很多不同的声音，很多投资者认为公司自主品牌成功是因为绑定了小米生态链，公司业绩对小米的依赖度过高；或是对未来公司自主品牌持续高增长存疑，对于以上疑问我们将在以下的分析中一一解答。

1、回顾历史：B2C 业务的成功仅仅是因为小米吗？

不可否认，小米运营理念及米系渠道在公司 B2C 业务短期裂变式成长中发挥了很大作用，但并非小米生态链上的公司都能够成功，公司 B2C 业务收入在小米生态链消费品品类中排名居前。我们认为除了合理的赛道选择，在分散的大众化出行消费品市场中，高效的执行团队、精准的产品卡位、多维度的产品研发设计、强大的渠道资源整合能力及营销手法创新等核心竞争力的打造才是公司 B2C 业务迅速崛起的核心要素。

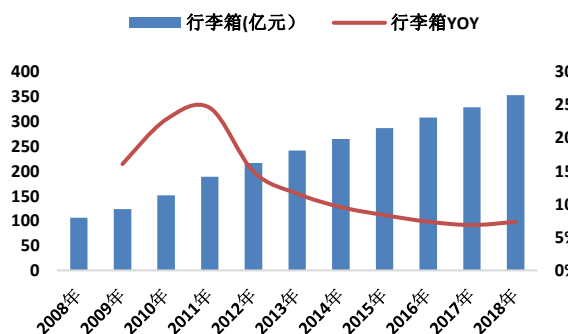
1) 缘何涉足大众出行品类

国内大众箱包市场体量足够大（2018 年行李箱市场 352 亿，包袋市场 1711 亿）。市场极度分散，海外品牌霸占高端市场，但 90% 的中低端市场由众多竞争力极弱的国内品牌占据，这些传统国产品牌面临着产品同质化、品牌附加值低、运营成本压力加大的困境，为个性化、差异化、功能性的品牌崛起带来机遇。

A. 市场空间足够大

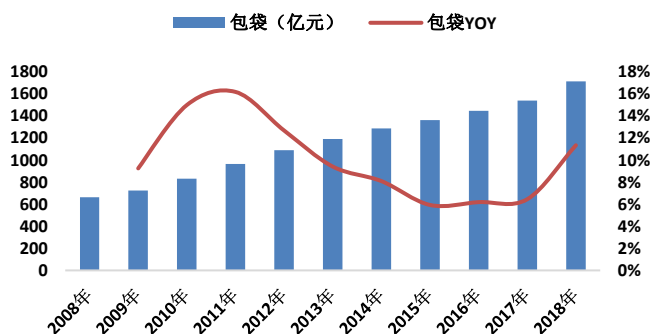
我国箱包行业整体规模从 2008 年的 767 亿元增长至 2018 年的 2063 亿元，年复合增速达 10.4%。分品类来看，国内行李箱市场规模从 2008 年的 106 亿元增长至 2018 年的 352 亿元，年复合增速达 12.75%，快于国内箱包市场的整体增速。包袋市场规模则从 2008 年的 661 亿元增至 2018 年的 1711 亿元，年复合增长 9.98%，略慢于国内箱包市场的整体增速。

图 1：我国行李箱行业整体规模及增速



资料来源：Euromonitor、招商证券

图 2：我国包袋市场规模及增速



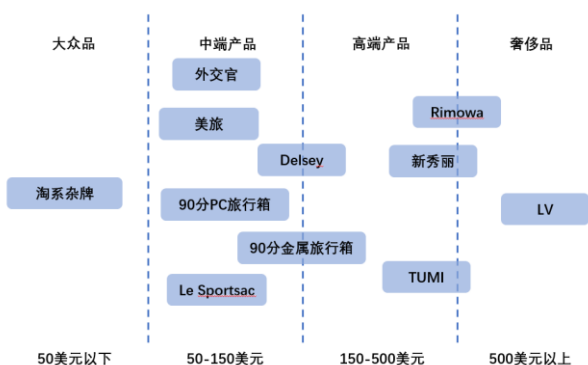
资料来源：Euromonitor、招商证券

B. 国内箱包行业呈现极度分散的竞争格局

国内行李箱及包袋行业呈高度分散格局，二者共同的特征为高端市场由海外品牌占据，中端市场缺乏内资品牌龙头，低端市场以杂牌为主。近年来行业集中度虽有所提升，但是距离成熟国家仍有很大距离。

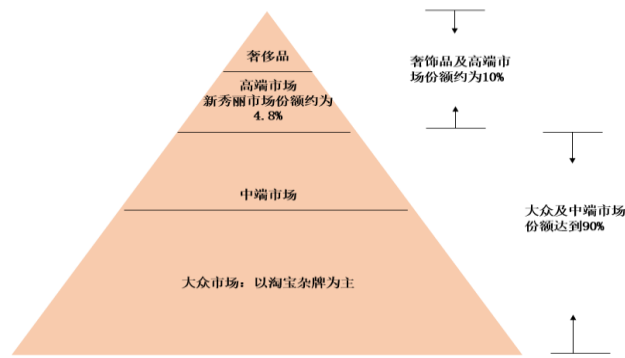
➢ **行李箱：**海外品牌独占高端市场；大众市场以杂牌为主，为具备创新特质的高性价比品牌留下了成长空间。定价在 150 美金-500 美金之间的高端细分市场由国际品牌主导，如新秀丽、LV、TUMI、日默瓦等品牌，市占率合计约为 10% 左右，品牌集中度高。2018 年新秀丽国内行李箱市占率 4.7%，位居第一。中档品牌的竞争者是由中国多家本地品牌主导，因箱包强调功能属性，目前高性价比的米牌、90 分、爱华仕、威豹、瑞士军刀、外交官等品牌市占率排名靠前，但体量不大。公司 2018 年 B2C 业务中行李箱的销售额估算为 8 亿元左右，占 2018 年国内行李箱市场规模的 2.3%，排名仅次于美旅。低端市场更多的是淘宝杂牌。

图 3：中国地区行李箱品牌定位及价格带分布



资料来源：Frost & Sullivan

图 4：中国地区行李箱品牌市场集中度



资料来源：Euromonitor、招商证券

表 1：2018 年国内行李箱品牌市占率排名

排名	行李箱	市占率
1	新秀丽	4.7%
2	LV	3.1%
3	美旅	2.9%
4	外交官	2.0%
5	威豹	1.9%
6	爱华仕	1.4%
7	日默瓦	1.1%
8	卡拉羊	1.1%
9	皇冠	0.9%
10	Gucci	0.5%

资料来源：Euromonitor、招商证券

➢ **包袋：**奢侈品及轻奢定位的国际品牌市占率居前，国产品牌逆袭的难度高于行李箱品类。与拉杆箱市场更看重功能属性不同之处在于，包袋品牌更加看重品牌力及设计感，大部分国内品牌由于设计老化或时尚度不高，缺乏品牌沉淀，短期难以实现阶层跨越，只能在大众市场以低价进行激烈厮杀。公司 B2C 业务包袋类产品凭借较高的时尚度和附带功能属性的面料配件，形成差异化竞争优势，我们估算 2018 年开润 B2C 包袋销售额约为 5 亿元左右，在国内包袋市占率达 0.29%，未来市占率提升空间较大。

表 2: 2018 年国内包袋品牌市占率排名

排名	包袋	市占率
1	Gucci	4.4%
2	LV	4%
3	Channel	3.4%
4	Coach	2.4%
5	Adidas	1.9%
6	Michael Kors	1.2%
7	爱马仕	1.1%
8	Tory Burch	1.0%
9	Prada	0.9%
10	Saint Laurent	0.8%

资料来源: Euromonitor、招商证券

C.传统品牌竞争力不足，产品同质化严重的同时面临运营成本加大的压力，为个性化、差异化、功能性的品牌崛起带来机遇

- 传统箱包市场产品同质化严重，缺乏设计及技术创新。长期以来，消费者以及传统箱包从业者将箱包定位于出行工具，品牌只需要做到“结实又便宜”便可以生存，因此行李箱品类多年来缺乏材质及技术的革新，包袋品类时尚度低的同时缺乏品牌建设意识，国内箱包品牌整体附加值较低。

图 5: 传统箱包千篇一律



资料来源: 齐鲁网、招商证券

- 国内传统箱包品牌面临着渠道成本高企的难题

传统电商渠道流量增速放缓、流量成本快速增长。目前入驻天猫平台的箱包品牌数在 200 个左右，店铺数量为 4613 家，商品共计 11.82 万件。入驻京东平台的箱包品牌数为 550 个左右，商品总计超过 88 万件，如此之多的品牌混战导致单一品牌关注度极低。同时线上运营成本高企，品牌商在京东、天猫、唯品会三大渠道的综合运营费用已经达到销售额的 30%。因此，在以上不利因素下，形象、功能同质化严重的传统品牌运营压力加大。

表 3: 京东、天猫、唯品会运营成本以及回款周期

平台	租金/扣点	账期
京东	箱包类扣点为销售额的 8%，但若综合考虑引流以及各种明目的费用后，费率将达 30%	京东自营 1-2 个月回款
天猫	箱包类扣点为销售额的 5%，但若综合考虑引流以及各种明目的费用后，费率将达 30%	“T+0”制，即消费者完成订单并确认收货后，供应商就能即刻拿到货款。
唯品会	综合费率 30%	30-45 天回款

资料来源: 京东、天猫、唯品会、招商证券

线下实体渠道成本高、效率低，品牌商运营难度加大。多年来箱包行业的线下渠道以传统的百货、批发市场、连锁卖场为主，门店与总部、门店与门店、门店与消费者之间的信息处于割裂状态，运行效率低下，缺货与滞销问题并存。另外，近 10 年来，一线城市北京、上海、深圳的商铺租金呈现连续上涨趋势，对品牌商或者经销商带来了沉重的成本压力，目前品牌商在百货及购物中心渠道的扣点或租金占其销售额的 25%-30%，而机场店的扣点水平更是达到 40%，高成本压力下，品牌商运营难度加大。

表 4: 线下渠道运营成本

渠道分类	租金或扣点	回款周期
百货及购物中心	扣点或租金占销售额的 25%-30%，若包含大促或者其他综合费用的话，将超过 30%	购物中心为品牌商自行结算，百货回款周期为 30-60 天
机场	综合扣点率 40%左右	门店自行结算
超市渠道	扣点 30%左右	90 天

资料来源：天虹股份公告、中国国旅公告、招商证券

2) 开润 B2C 发展阶段性成果回顾：2018 年销售收入破 10 亿

与传统品牌面临的运营成本加大、市场份额缩小所不同的是，开润 B2C 业务收入从 2015 年至 2018 年，实现了从 0 到 10 亿销售收入的跨越，旅行箱市占率提升至目前的 2.3%，出货量超越新秀丽，并连续三年蝉联双十一购物节全网销量排名第一。

A. B2C 发展历程回顾：品类扩充、品牌裂变及渠道扩张助力其实现 0 到 1 的跨越

图 6: 开润 B2C 业务阶段性发展成果



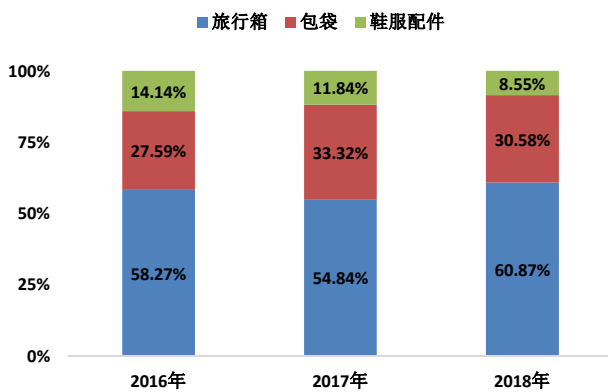
资料来源：公司公告、招商证券

- **与小米成立合资公司，驶入成长快车道。** 凭借多年国际品牌代工经验的积累，开润在技术水平、生产效率、产品理念方面符合小米对于生态链企业筛选的要求，2015 年 7 月其与小米设立合资公司上海润米、上海硕米。2017 年 9 月完成收购润米部分少数股东权益事项，公司对润米的持股比例提升至 76.93%，对硕米的持股比例提升至 76%。
- **管理层调整到位：零售、营销、供应链、IT 精英跨界组合，股权激励理顺利益。** 与小米成立合资公司润米和硕米后，润米引入营销及供应链行业资深管理人员作为合伙人及相关领域的负责人。润米 CEO 张溯拥有多年知名科技企业管理及创业经历；润米供应链副总刘志欣拥有 13 年迪卡侬供应链管理经验的，多行业精英汇聚于此，实现跨界多维出击。另外，公司于 2017 年 9 月完成限制性股票激励计划首次

授予，绑定核心管理团队利益；2017年11月，第一期员工持股计划完成二级市场股票买入。

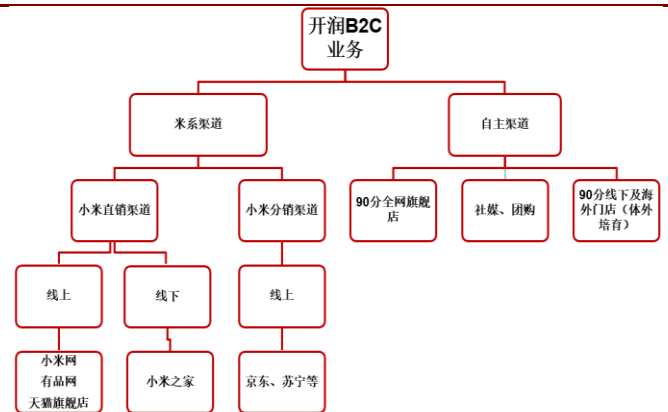
- **品类扩充、品牌裂变、渠道扩张驱动 B2C 业务呈翻倍式成长。** 品牌裂变及品类扩张：公司一方面持续做深“90分”品牌，并对核心箱包品类进行产品迭代以及功能升级，2018年全年拉杆箱出货量超200万只，收入达到6.24亿元，占B2C业务收入61%；包袋品类收入占比30%+；同时谨慎尝试开拓鞋服配件品类，收入占B2C业务的8%左右。渠道扩张方面，借力小米渠道扩张红利快速胜出，同时启动线上自主渠道建设。米系渠道2018年占B2C业务收入比例为70%+，主要分布在线下小米之家门店、线上小米网、有品网站、小米全网电商渠道。自主渠道2018年收入占B2C业务的比例接近30%，包括90分全网电商、社交电商、团购等。

图 7: B2C 业务分品类收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 8: B2C 业务渠道分布 (2018 年)

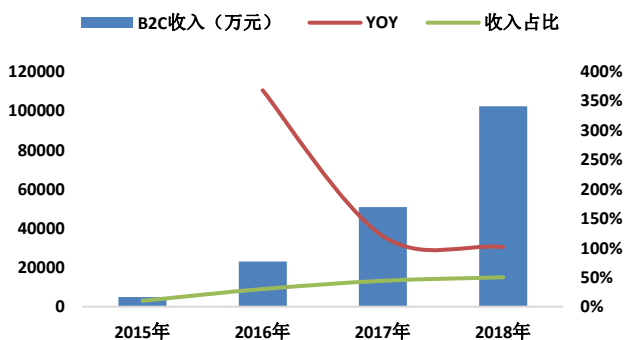


资料来源：公司公告、招商证券

B.B2C阶段性业绩总结：2018年收入破10亿并实现盈利

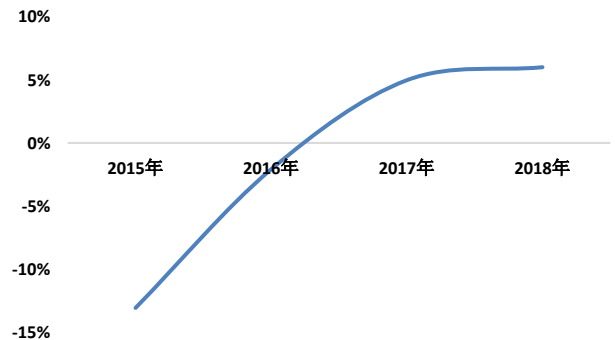
在品牌&品类扩充&渠道扩张的驱动下，B2C业务收入从2015年的4934万元快速增长至2018年的10.26亿，收入占比也从10%提升至54%。随着规模效应的显现，B2C业务净利润率从2015年的-13%提升至2018年的6%左右。

图 9: B2C 业务收入金额、占比及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 10: B2C 业务盈利水平持续提升



资料来源：公司公告、招商证券

3) B2C 初期成功要素总结：成功的市场卡位、正确的赛道选择、管理&产品&运营的持续革新，与龙头差异逐渐缩小

回到我们此前提出的问题：公司 B2C 业务的成功仅仅是因为小米助力吗？显然不是，

除了正确的赛道选择以外，还包含着市场卡位的成功、以及在小米理念渗透后在管理理念、产品理念、以及运营方式的自我持续革新。

A.恰当的市场卡位

在出行消费品品类选择方面，开润巧妙的选择了箱包品类进行优先发展，一方面，自主品牌业务在供货管理方面可以嫁接原有代工业务积累的成功管理经验，降低了供应链的运营难度；另一方面，箱包品类市场空间足够大（国内拉杆箱及包袋合计 2060 亿+）且竞争对手相对弱势（新秀丽最大，但拉杆箱市占率仅为 4.8%；且其余中小品牌面临产品同质化严重，运营压力加大的难题），为 90 分品牌的发展留下了机会。2018 年公司拉杆箱市占率仅为 2.2%，包袋市占率仅为 0.29%，在功能升级、颜值提升以及高性价比路线下，未来市占率继续提升的空间较大。

B.小米理念深入后自我革新显效

- **管理理念及方式的革新。**组织结构重塑，从以前代工业务时期传统的管理方式向精益小团队、自生长组织、裂变式组织、阿米巴独立经营组织转变。同时引入互联网企业的绩效考核方式：学习阿里腾讯等互联网企业的绩效考核体系，将所有公司核心员工价值观的列入考核，优化奖金比例，激励员工提高绩效。
- **产品理念的革新：科技创新+高颜值搅局千篇一律的箱包市场**

科技创新：不同于市场上多数箱包品牌商因循守旧缺乏创新的思想，2015 年开润涉足小米生态链后，与全球多家顶级材料与科技公司合作研发，在行李箱箱体、配件、智能技术上进行革命性创新，研发投入占收入的比例提升至 3%以上，研发团队快速扩充，截至 2018 年公司拥有研发人员 122 人。

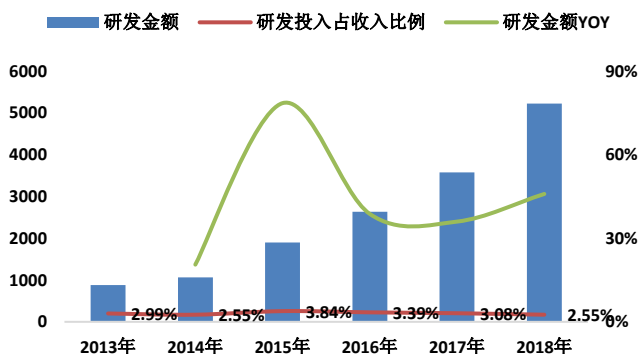
公司与多家知名企业建立了新材料项目合作关系：其中与德国科思创合作开发聚碳酸酯/碳纤维复合材料旅行箱；与德国汉高在旅行箱自动化装配工艺方面进行深度合作；与美国杜邦就聚碳酸酯复合 KEVLAR（凯夫拉）材料在旅行箱上的应用进行深度合作，推出了仅 1.68kg 的超轻旅行箱。在产学研方面，与武汉纺织大学、上海理工大学、华东理工大学建立产学研合作关系，为公司进一步的深度研发和技术创新提供支撑。

表 5：90 分拉杆箱黑科技汇总

分类	合作伙伴	联合研发成果	应用产品	产品优势
箱体材料	美国铝业	镁铝合金	90 分金属箱	超轻航空系用材，含镁量 3%-5%，密度低，重量轻，延伸性和抗冲击性表现更佳。
	美国杜邦	超轻材料 Kevlar	90 分 x 杜邦™ Kevlar®轻质登机箱	Kevlar 此前被普遍运用于防弹衣中，具有极高强度重量比，同等质量下硬度是钢材的 5 倍，应用该材料的 20 寸登机箱仅重 1.68kg。
	德国科思创	Makrolon PC	90 分七道杠 PC 行李箱	材料以塑胶粒子为主原料，区别于劣质色粉，箱体更加强韧坚固，耐磨防刮。
配件	美国道康宁	轮子	所有 90 分拉杆箱	减振降噪和回弹表现更佳
功能	瑞典指纹识别龙头企业 FPC	指纹识别	所有 90 分指纹识别拉杆箱	配备单扣联动结构+生物识别方式的美国交通运输部安全局 TSA 海关锁，较密码解锁更加便捷
	Segway-Ni nebot	智能跟随	智能跟随旅行箱 Puppy1	将自平衡技术与旅行箱产品进行跨界结合，内置 Segway 跟随芯片，采用 UWB 精准军用无线电定位技术，通过配备的专用多功能遥控器，不仅能够通过摇杆直接控制旅行箱的行进，还能够设置自动跟随模式，在 5m 范围内实现一键召唤。

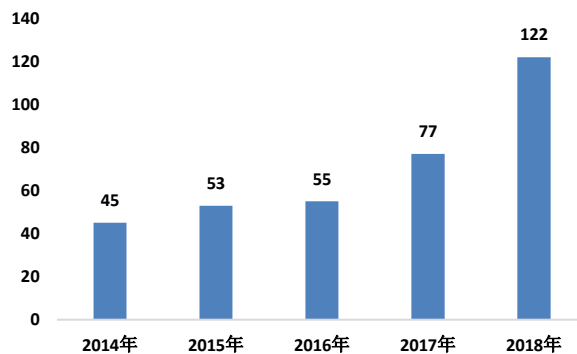
资料来源：开润微信公众号、官网、招商证券

图 11：研发支出金额及收入占比



资料来源：公司公告、招商证券

图 12：2017 年后研发人数快速增加



资料来源：公司公告、招商证券

专注外观设计，“高颜值”俘获年轻消费群体。一方面从德国、香港、台湾、新加坡等地引进获得过多次国际设计大奖的资深专业设计师；另一方面，从北京服装学院、上海东华工业设计、深圳大学艺术与设计学院等国内知名设计专业院校招聘平面设计及工业设计等专业优秀毕业生；同时，与国内外一些顶尖的设计工作室、独立设计师保持长期合作关系，共同保障公司高水平设计能力。

表 6：开润高颜值拉杆箱所获奖项

代表产品	所获奖项
90 分金属箱	获得有“设计界奥斯卡”之称的德国 iF Design Award 2017 年设计大奖
90 分商旅两用七道杠旅行箱	获得 2018 年德国红点设计奖，并永久收藏于德国红点博物馆
米兔拉杆箱	获得 Good Design 2018 日本优良设计大奖

资料来源：开润微信公众号、官网、招商证券

- **运营理念的革新：“互联网渠道推广+高效供应链”，获得低于竞品的运营成本以及高于竞品的运营效率。**

开润的 B2C 业务在运营之初选择了优先发展电商渠道，特别是米系电商渠道，主要原因为相比其他渠道，其能够直接触达消费者，为全渠道运营积累用户、渠道、产品数据。第一、米系渠道除了自带庞大月活用户以外，其通过精选 SKU，单一品类引入两到三家品牌商，既保证了合理有序的竞争，也保证了单一品牌能够获得与渠道型电商相比更高的用户关注度。第二、线上渠道可以快速的对消费者画像进行精确描述，并根据消费者评价等反馈意见对商品进行改造，向消费者提供针对性的产品。第三、根据线上销售情况挖掘爆品，指导线下商品投放的时间节奏和投放量，提高线下坪效。

供应链方面，90 分品牌直接与全球一级材料及配件供应商合作，向上游箱包代工厂商统一提供优质材料，并且提出高于国外品牌的交货标准。因此，规模化采购降低单位成本的同时，能够做到品质严格统一，产品竞争力加强。

C.与行业龙头差距日益缩小

- **高质价比爆款思维推动销量快速增长：90 分品牌快速放量，2018 年箱子销售数量多达 200 多万支，包袋销售数量 500 多万个；而同期新秀丽箱子销售数量不到 200**

万支，包袋销售数量接近 300 万个，90 分品牌箱包出货量已经赶超新秀丽。从双十一销售数据来看，90 分品牌已经连续两年位居榜首。

表 7: 历年双十一箱包天猫销售额排名

	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年	2014 年	2013 年
1	90 分	90 分	ELLE	七匹狼	七匹狼	七匹狼
2	新秀丽	新秀丽	Kipling	ELLE	DELSEY	ELLE
3	小 CK	ELLE	DELSEY	菲安妮	ELLE	A-ZA
4	美旅	美旅	菲安妮	Coach	迪桑娜	伊米妮
5	稻草人	Kipling	迪桑娜	DELSEY	A-ZA	DELSEY
6	七匹狼	七匹狼	美旅	迪桑娜	伊米妮	汉客
7	菲安妮	菲安妮	小 CK	新秀丽	Artmi	美旅
8	迪桑娜	稻草人	新秀丽	Kipling	美旅	简.佰格
9	MCM	小 CK	客邻尚品	美旅	简.佰格	爱华仕
10	ELLE	迪桑娜	小米	A-ZA	Kipling	古思奇

资料来源：亿邦动力网、招商证券

- **运营效率高，与新秀丽盈利水平的差距日益缩小。**经过 3 年运营，2018 年开润 B2C 毛利率已超 20%，受益于米系渠道流量支持以及非米渠道高效流量导入能力，营销费用率远低于同行，净利润率介于 5%-6% 之间。新秀丽品牌虽然加价倍率高，毛利率介于 55%-60% 之间，但三项费用率超 40%，因此净利润率仅在 6%-7%。

2、展望未来：有望实现从小米生态链公司向大众出行消费品龙头的跨越

进入 2019 年后，公司 B2C 业务在多层次品牌矩阵搭建、全渠道拓展、营销创新方面持续深化，致力于成长为大众出行消费品龙头。

1) 构建多层次品牌矩阵，覆盖不同购买力人群

A.90 分品牌将围绕品牌力、产品力、科技感、外观进行持续升级

- **产品升级：**2019 年后，90 分品牌持续进行功能迭代升级、材料创新研发，并加入更多智能体验。同时与更多国内外优秀时尚设计师合作，与知名 IP 打造联名款，提升产品的时尚度和外观差异化程度。

图 13: 90 分 × 《流浪地球》限量款

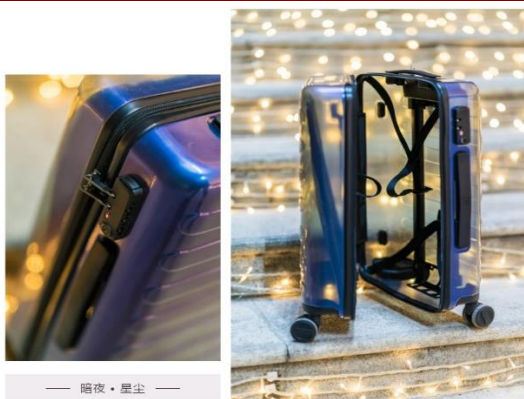


图 14: 90 分 × L.a 联名轻盈都市 NICE 系列



资料来源：微信公众号、招商证券

资料来源：天猫 90 分旗舰店、招商证券

图 15: 90 分凯芙拉超轻旅行箱



资料来源：天猫 90 分旗舰店、招商证券

图 16: 90 分时尚透明旅行箱

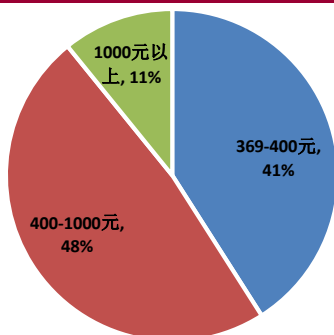


资料来源：天猫 90 分旗舰店、招商证券

- **价格中枢上移**: 2019 年后公司将 90 分品牌定位进行升级, 主打产品的价格带位于 400 元以上。
- **90 分品牌以自主渠道为主**: 包括 90 分全网旗舰店、社媒以及团购渠道; 另外 90 分品牌也在有品网进行少量铺货。

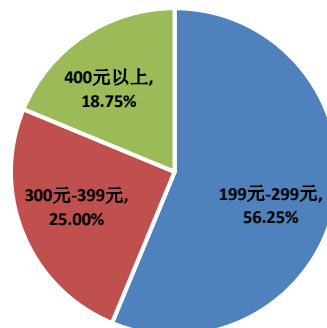
B.米牌仍坚持高性价比路线。米牌依托小米直营、分销、线上、线下渠道,定价在 200-400 元之间,坚持做深做透供应链,走极致性价比路线。

图 17: 天猫 90 分旗舰店中拉杆箱价格带分布



资料来源：天猫 90 分旗舰店、招商证券

图 18: 小米网渠道米牌拉杆箱价格带分布



资料来源：小米网、招商证券

2) 谨慎进行多品类扩张

2019H1 鞋服收入规模 4086 万元, 占公司 B2C 业务的 7.5%, 我们并不认为鞋服配件的发展速度过慢, 相反, 这是一种稳健的发展方式。鞋服配件领域公司并不十分擅长, 同时竞争对手强大, SKU 数量多, 盲目发展会带来存货风险以及资金压力, 因此采取稳健的培育方式是符合逻辑的。

3) 渠道匹配产品定位进行有序开拓

2019 年后, 公司加速进行自主渠道的开拓, 2019H1 公司 B2C 业务中来自自主渠道的收入贡献度达到了 38%, 包括 90 分全网旗舰店、团购、以及云集、环球捕手、有赞等

社交化电商渠道的合作，并谨慎尝试上市公司体外培育 90 分线下及海外渠道。米系渠道作为公司的基本盘，仍处于稳健发展状态，2019H1 米系渠道对 B2C 业务收入贡献度达 62%。未来公司将逐渐参与到小米的分销以及海外渠道，获取更多销售增量。

A.加强自主渠道建设，与产品结构优化相匹配

➤ 为何加强自主渠道建设？

通过拓展新渠道带动新品销售，优化产品结构。小米主打爆款战略，箱包类只陈列为数不多的低价单品爆款，不利于公司产品更新迭代以及整体盈利水平的提升。因此公司加速自主渠道建设，根据不同的渠道属性及成本配置不同的货品，掌握配货自主权，优化产品结构，实现 B2C 业务毛利率的提升。自主渠道收入占 B2C 业务的比例从 2016 年的 5%提升至 2019H1 的 38%。

➤ 开润加速进行自主渠道扩张是否可行？

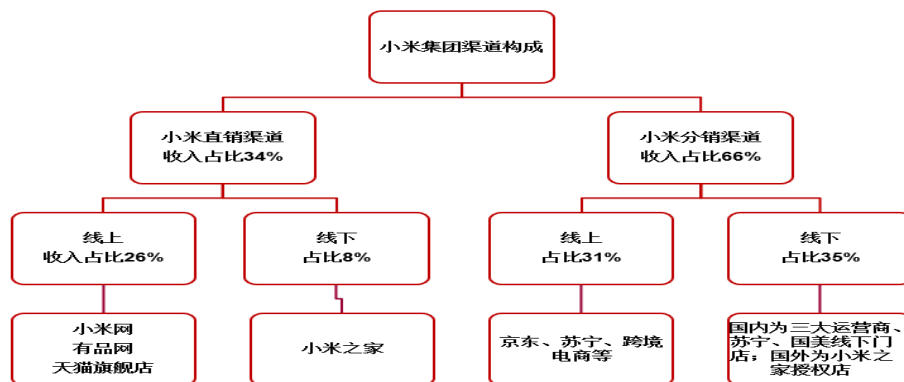
传统品牌进行线上线下融合布局存在较大难度。传统线上淘品牌的优势在于淘系营销能力强，但是缺乏高品质的产品和高效供应链支持，因此向线下扩张后，面临商品 SKU 的丰富度欠缺、组货不合理的问题；同时缺乏线下购物场景搭建经验，因此淘品牌向线下扩张多以失败而告终。而传统的线下品牌在发展线上渠道的同时也遇到了诸如因以做到同款同价带来的经销商和直营体系利益分配问题、线下品牌商缺乏电商品牌运营经验等问题。

不同于传统品牌在渠道扩张方面面临的难题，开润具备强大品牌力、高效供应链、以及多年米系渠道运营经营，自主渠道建设有望顺利推进。1) 线上自主渠道扩张方面，公司经过 4 年的运营，同成熟的线上品牌相比，具备产品设计以及供应链运营的优势，劣势在于淘系运营经验尚需提升，但运营经验可以通过招聘相关运营团队进行完善。同时自主电商渠道的运营成本与米系线上渠道相似，因此大力发展自主电商渠道不会增加额外的费用投入。2) 上市公司体外培育线下及海外渠道，目前 90 分品牌已经在国内尝试开设 90GO 门店，但尚处于模式探索初期。海外渠道拓展方面，采用与当地商社或者经销商联手，目前进入日本以及韩国市场。

B.米系渠道红利仍存

目前米牌箱包主要在小米的直销渠道进行销售，包括小米网、有品网、小米天猫旗舰店以及线下的小米之家。而小米的直销渠道所贡献的收入占小米集团的比例仅为 34%（截至 2018Q1），小米的分销渠道占比高达 66%。目前米牌箱包在小米的分销渠道销售较少，未来米牌箱包将与小米分销渠道进行深度合作，提高其在小米分销渠道的渗透率。

图 19: 2018Q1 小米集团渠道收入构成



资料来源: 公司公告、招商证券

4) 从口碑营销向全盘体系化营销转变

此前公司主要通过米粉运营，或借助罗辑思维等社交媒体，以及旅游网站进行营销，通过口碑效应带来低成本但高效的营销效果。自 2019 年起，在产品升级以及全渠道发展战略下，公司意识到口碑营销对品牌价值的提升所发挥作用有限，开始向全盘体系化营销方式转变。2019 年开始公司加强营销推广，2019H1 销售费用为 1.1 亿元，假设全部为 B2C 业务发生，销售费用率为 20% 左右，较以前年度有明显提升。

在营销方式创新上，线下营销除了常规的机场大屏广告以外，尝试联手刺猬乐队进行快闪主题活动宣传。线上营销则主要以综艺冠名以及社媒营销为主，如公司冠名爱奇艺《漫游全世界》综艺节目，携手三组当红明星，以任达华&黄景瑜澳大利亚逆转破冰之旅、戚薇&李承铉新西兰甜蜜之旅、曾舜晞&张雪迎奥地利友情之旅三大系列，进行场景化营销。

图 20: 携手刺猬乐队鼓手石璐打造线下快闪店



资料来源: 微信公众号、招商证券

图 21: 冠名《慢游全世界》综艺节目



资料来源: 微信公众号、招商证券

二、B2B 业务：布局东南亚 客户结构再升级

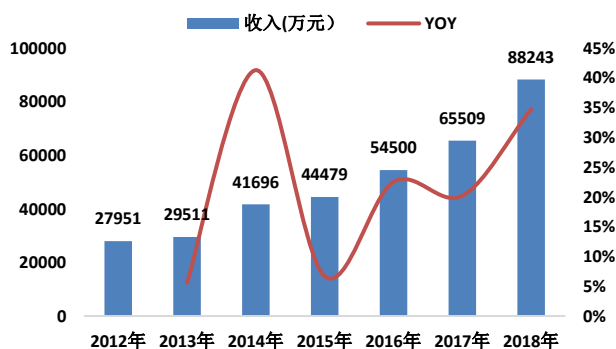
公司 B2B 业务从 2005 年公司成立至今已经有近 15 年的历史，凭借着独立产品开发能力、精细化流程管控，聚集了众多行业知名客户，如迪卡侬、Nike、惠普以及国内新零售客户等，已经成为现阶段公司主要的利润和现金流来源。2019 年开始公司顺应箱包制造产能向东南亚转移的趋势于印尼扩产，实现产能的进一步扩张以及优质头部客户订单的获取。

1、B2B：“强研发/精益生产/优质客户”构建核心竞争力

1) 订单稳健增长，盈利水平业内领先

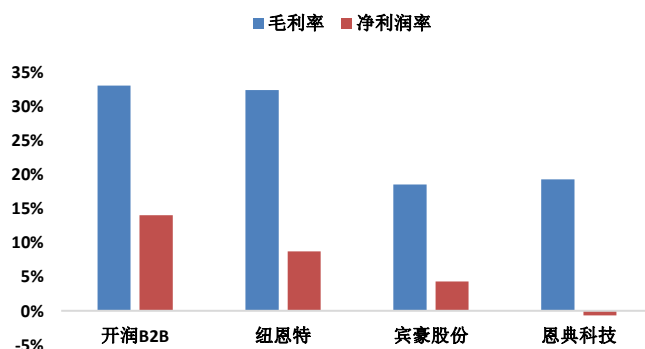
开润代工业务于 2005 年开始，以 ODM 为主、OEM 为辅的业务模式从事包袋代工生产。2013 年-2018 年 2B 业务收入 CAGR 为 21%，同时受印尼工厂并表影响，2019 年前三季度 2B 业务收入增幅约达到了 35%-40%。其凭借强大的管理效率，毛利率/净利率分别为 30%/12%左右，好于箱包代工企业普遍个位数的净利率。

图 22：开润 B2B 业务收入金额及增速



资料来源：公司公告、招商证券

图 23：开润 B2B 业务盈利水平居前



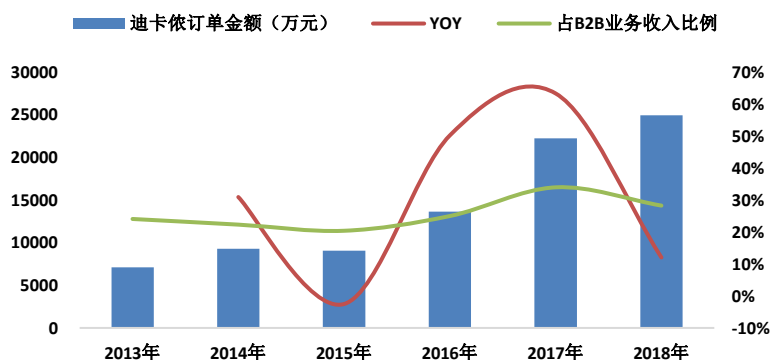
资料来源：公司公告、招商证券（数据为近 3 年平均值）

2) 2B 业务竞争优势：独立研发+精益生产+强大客户阵容

独立研发能力强：开润在创立之初便注重研发投入，体现在两个方面，一是面料的研发，二是生产工艺流程的优化。同时精细化管理能力强，控费得力。体现在财务数据上便是毛利率及净利率均处于行业领先地位。

客户阵容强大：公司凭借先进技术水平、过硬产品质量以及严格交期，长期与联想、迪卡侬、华硕、惠普等国际知名客户合作，为其生产商务包袋、户外包袋等产品。其中迪卡侬与公司合作时间长达 10 年之久，2017 年公司晋升为迪卡侬全球 40 家核心供应商中的 TOP2 战略伙伴之一，包袋产量占迪卡侬全球销量的 15% 左右，未来有望承接迪卡侬更多优质订单。国内新零售业态快速发展，公司自 2017 年起承接以名创优品为主的新零售客户订单，2018 年名创优品订单金额达到 1.5 亿元。

图 24: 迪卡侬与公司合作时间长且订单增长稳定



资料来源：公司公告、招商证券

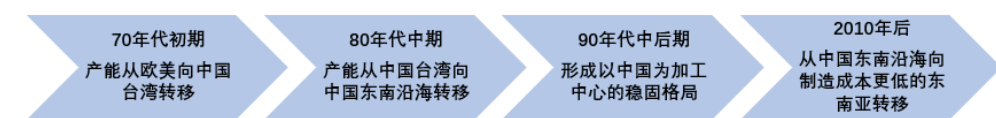
2、国内箱包制造现状：低端过剩，头部客户向优质代工厂聚集

1) 中国、欧洲、东南亚为箱包主要产区，近年来有向东南亚转移趋势

A. 全球箱包产能分布地区变迁

- ✓ 从 70 年代开始，美国及欧洲一些箱包的制造、消费大国由于本国劳动力、原材料成本上涨及地区的政治经济等因素，逐步将箱包的加工转移到了以我国台湾为中心的亚洲地区。
- ✓ 80 年代中期，随着台湾地区产业调整及我国改革开放后的优惠政策，吸引了大批台资箱包制造商到大陆投资生产箱包，从而带动了我国箱包生产从过去的手工作坊、简单再生产的方式逐步升级，形成了现代化程度较高的箱包加工出口新兴产业。
- ✓ 90 年代中后期，世界箱包制造业已形成了以中国为加工中心的稳固格局，形成了广东花都、浙江平湖和河北白沟等箱包产品聚集地。2013 年中国箱包出口金额占全球箱包出口金额的 45%，位居全球第一。
- ✓ 2010 年后，由于国内东南沿海由于劳动力成本上升，箱包制造产能呈现向制造成本更低的东南亚转移迹象，越南箱包出口金额从 2013 年的 16.87 亿美元增长至 2017 年的 29.12 亿美元，占全球箱包出口总额的比例从 2013 年的 2.77% 提升至 2017 年的 4.50%。

图 25: 箱包产能分布变迁



资料来源：恩典科技招股书、招商证券

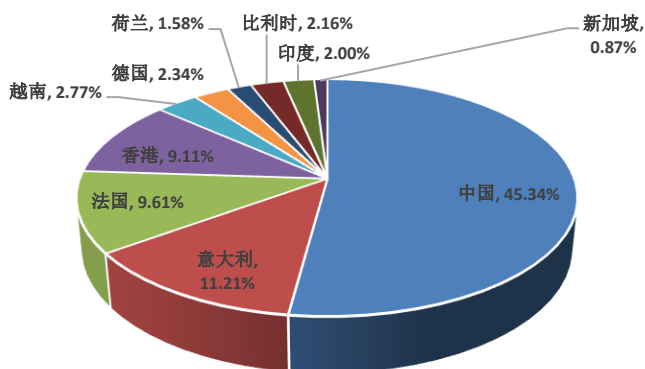
B. 目前全球箱包产能主要分布在中国、欧洲、东南亚

从技术实力和产品定位来看，东南亚起步最晚，附加值最低；中国经历了 20 多年的发展，成为全球生产第一大国，但整体技术水平不高，优质产能仍然稀缺；欧洲的技术实力领先，主要从事高端及奢侈品箱包的制造。从全球知名箱包品牌商的产能分布来看，也同样符合以上规律。

- 日默瓦的行李箱定位高端，仅在欧洲生产。
- 新秀丽的箱包中仅有的 6% 的自有产能用来生产高端硬质行李箱，分布在比利时、匈牙利和印度。其余 94% 的产品包括布袋以及定位中低端的行李箱是通过代工实现的，代工厂主要分布在中国、越南、泰国、印度、孟加拉这五大地区，其中中国占 84%。
- TUMI 自 2001 年起将所有的制造环转移至亚洲，包括中国、越南、泰国的不超过 10 家合作伙伴，TUMI 从事产品设计以及质量管控。

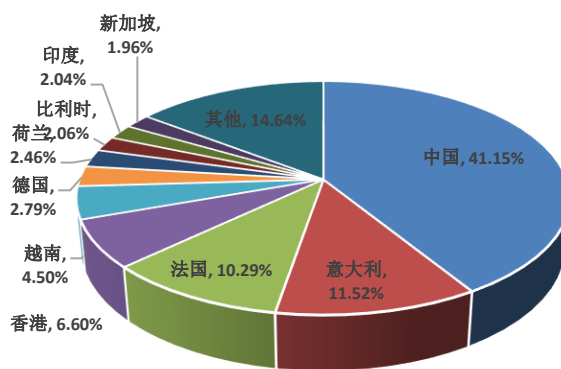
不同国家和地区的出口数据也印证了以上趋势，2017 年全球箱包出口金额合计达 647.04 亿美元，其中中国出口金额达 266.25 亿美元，为第一大出口国，占比达 41.15%，但较 2013 年的 45.34% 出口占比有所下降。从第二及第三以此意大利 74.55 亿美元（占比 11.52%）、法国 66.55 亿美元（占比 10.29%），越南迅速崛起，2017 年出口金额达 29.12 亿美元（占比 4.5%），较 2013 年占比 2.77% 明显提升。

图 26: 2013 年各国箱包出口占比



资料来源: trademap、招商证券

图 27: 2017 年各国箱包出口占比



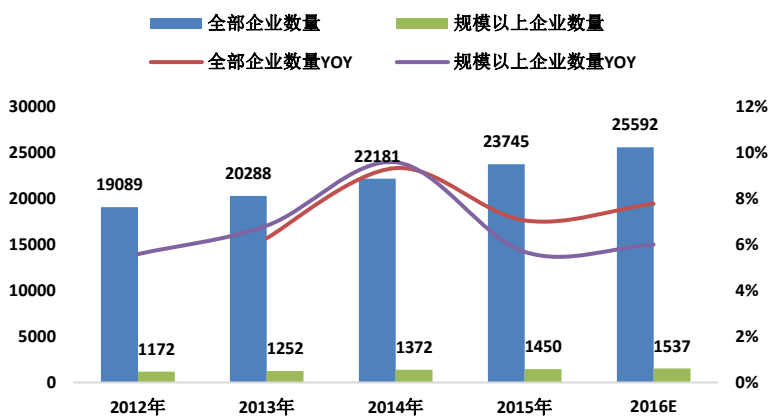
资料来源: trademap、招商证券

2) 国内箱包产能现状：低端产能过剩，头部客户订单向优质制造商集中

A. 低端过剩：规上占比仅为 5%，绝大部分为家庭式作坊

2012 年至今，国内箱包企业数量增幅稳定在中个位数水平，目前国内箱包企业数量超过 2.5 万家，规模以上企业数量超过 1500 家，其余企业普遍规模小，对产品设计开发能力投入不足，产品集中在中低端市场，且多数厂家属于典型的 OEM 经营模式，为品牌箱包企业进行贴牌生产，产品附加值较低，市场竞争激烈。

图 28: 国内箱包企业数量



资料来源: 统计局、智研咨询、招商证券

从生产地区来看,国内产能主要集中在广东花都狮岭、浙江平湖、河北白沟这三大箱包产品聚集地;同时还诞生了海宁皮革城,上海虹口皮具中心,广州皮具城等专业市场。这些聚集地约占据着我国箱包产值的70%。

表 8: 国内三大箱包生产基地情况

地区	广东花都狮岭	浙江平湖	河北白沟
品类及定位	在手袋设计生产方面颇有优势,产能占全球六成;也有相当数量的箱体包,皮带,钱包,书包等形成丰富的皮具生态产品群,产业配套完善,为中国皮具之都。	以箱体包闻名内外,在设计生产箱体包类方面有明显优势,在皮具手袋,书包等其它的辅助性产品线就相对较少,为中国的箱包之都。	箱包产业链配套完善,但是产品定位中低端
规模	聚集了 7200 多家皮具生产企业以及 13000 多家皮具原辅料以及缝制设备商;从业人员 30 多万人;年产皮具箱包 7 亿多只,产值近 200 亿元,70%以上产品出口,产品份额占广东市场的 60%,全国市场 30%,皮具、皮革总交易量全国第一。	有箱包企业 500 多家,产值超过 100 亿元。在以平湖为核心的 100 公里辐射半径内,箱包企业更多达 2000 多家,总产值超过 200 亿,一系列著名的箱包品牌都聚集此地。	白沟地区约有一万个箱包小作坊和个体户,占到整个产业规模的 73%。规模以下企业多达 3000 家,规模以上企业(年收入人民币 2000 万元以上)仅 350 家。年产箱包 8 亿只,产值 180 多亿元
区位优势	位于广州市花都区西北部,是广州的"北大门",处于珠三角一小时经济圈范围内,距新白云国际机场、花都港均为 15 公里	身处杭州、宁波、上海、苏州的一小时长三角核心经济圈内	隶属于高碑店市的副县级建制镇,位于京、津、保三角腹地,高碑店、雄县、容城、定兴四县交界,北距北京 102 公里

资料来源: 行业协会、招商证券

B. 箱包制造行业发展趋势: 头部品牌订单向优质代工企业聚集

随着消费升级的推进,优质的产品以及高效供货体系成为品牌商关注的焦点,相应的箱包制造订单未来将呈现向龙头集中的趋势,特别是具备独立研发实力,生产流程精细化程度高,同时具备海外产能扩张能力的龙头企业,有望在获得更多订单的同时,实现盈利水平的提升。

国内龙头箱包代工企业规模介于 10 亿至 20 亿之间,时代集团控股客户定位较为高端,

包括 Coach、Fossil、Michael Kors、Lacoste、Prada 以及 Tumi，其 2019 财年箱包制造实现收入 21.58 亿元，净利润率 4.6%。纽恩特、恩典科技、宾豪集团、万国通路等与开润代工业务体量相当，收入介于 1 亿至 10 亿之间，虽然体量不大，但质地良好，客户多为新秀丽、迪卡侬等国际知名品牌，未来发展空间大。

表 9: 国内优质箱包代工企业经营情况

所在地	收入规模	产品品类	毛利率	净利润率	客户情况	拥有专利数量	研发支出占比	东南亚布局情况	
时代集团控股 (代工业务)	广东	2019 财年实现收入 21.58 亿元	以奢侈品手袋及小皮具代工为主，以及少量拉杆箱生产	28%	4.6%	Coach、Fossil、Michael Kors、Lacoste、Prada、Tumi 代工。	NA	NA	无
宾豪股份 (三板已退市)	广东	2016 年实现收入 3.12 亿元	硬箱 83%，包袋 8%，软箱 9%	19%	6%	新秀丽收入占比 50.26%，其他包括 Ricardo、Delsey 等	30	3%	无
纽恩特 (三板已退市)	上海	2016 年实现收入 1.91 亿元	包袋为主，少量拉杆箱	35%	10%	迪卡侬收入占比达 41.01%，其他客户包括沃尔玛、家乐福、Argos、Tesco 等。目前为迪卡侬全球战略合作伙伴之一	17	3%	柬埔寨
恩典科技 (三板已退市)	广东	2018 年实现收入 1.51 亿元	双肩包 89%，单肩包 1%，电脑包 2%，其他 8%	20%	2%	新秀丽收入占比达 74.41%	9	1%	无
万国通路 (代工业务)	台湾	2018 年实现收入约 5.4 亿元	拉杆箱、包、袋	8%	-11%	日本 DUNLOP、意大利 BENETTON、法国 DELSEY、美国 Samsonite、TUMI	NA	NA	正在规划投资台湾产业园
开润 (B2B) 业务	安徽	2018 年实现收入 8.8 亿元	包袋	30%	12%-15%	迪卡侬收入占比达 30%，其他客户包括 Nike、联想、VB，小米等。目前为迪卡侬核心战略合作伙伴之一。	34	3%	印度及印尼

资料来源：公司公告、招商证券

3、2019 年开润启动全球化箱包产业整合，客户定位再升级

1) 为何要在东南亚加码代工业务？

A. 代工业务是公司现阶段净利润及经营净现金流的主要来源

代工业务为公司的传统优势业务，在国内外产能扩张、全球头部品牌客户 & 国内新零售客户订单快速增长的驱动下，2013 年至 2018 年收入复合增速为 20% 左右。受益于强大的研发实力以及精细化管理能力，毛利率达 30% 左右，净利润率介于 12%-15%，处于行业领先地位。同时头部客户订单稳定增长，回款及时。因此 B2B 业务是公司净利润，以及经营活动现金流的主要且稳定来源。

B. 国内制造成本高企，贸易摩擦仍存不确定性，产能全球化整合势在必行

正如我们在分析全球箱包制造资源分布中所述，近年来随着国内用工成本增加、社保及税收负担加重、融资成本不断提升，国内低成本制造红利已经消失，头部品牌客户箱包制造订单向东南亚转移趋势已经形成。对于开润而言未来的产能布局应遵循两大方针：自建产能方面，顺应产业转移大趋势，国内龙头聚焦高附加值环节，向强研发 & 精益管

理方向升级；同时通过管理输出将低附加值环节向东南亚转移。海外并购方面，寻找东南亚地区头部客户的优质供应商进行并购，既节省了产能爬坡的时间，又可以顺利切入头部客户供货体系，为日后获取更多优质客户奠定基础。

表 10: 印尼劳动力成本、关税税率及配套情况

项目	现状
关税税率	GSP 国家，出口欧美为 0%
劳动力成本低，但劳动法较国内严格	收购标的所在地中爪哇地区工资水平 1000 元+，为国内的四分之一。但劳动法对劳动的保护力度强，依照印尼法规规定，企业若要解雇员工，必须支付最多达 32 个月薪资的遣散费。
人口红利释放期	截止到 2018 年年末，印尼总人口 2.65 亿，人口结构年轻，这也意味着在未来几十年的时间内，印尼将拥有大量廉价劳动力和广阔的消费市场。
基础能源配套不完善	爪哇岛是印尼纺织产业的中心，因基础能源配套不完善，所以印尼大多从事成衣及包袋加工业务。

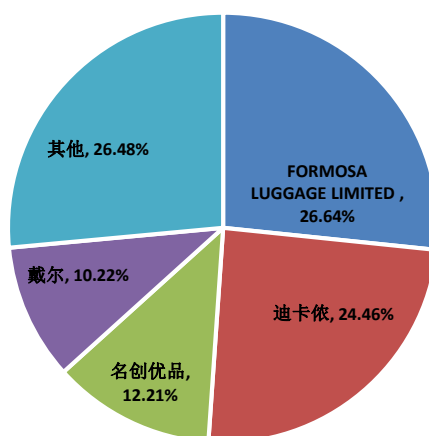
资料来源：公司公告、招商证券

2) 并购印尼工厂切入耐克代工体系，储备优质客户资源

2019 年 2 月公司出资 2280 万美元（折合人民币约 1.55 亿元）完成收购印尼优质箱包代工厂 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development.100% 股权。收购标的主要经营背包、运动袋、旅行箱 OEM 业务，主要客户为 NIKE。收购印尼工厂的目的之一在于享受东南亚地区低劳动力成本以及出口关税优惠的红利。更重要的是，公司通过收购将进入包括 NIKE 在内一线运动品牌客户的供应链体系，产品品类将拓展至主流运动包袋，为争取其他头部客户奠定基础。

2019 年上半年，印尼宝岛工厂贡献收入 1.69 亿元，占公司 B2B 业务收入的 26.64%，超越迪卡侬成为 B2B 业务第一大客户。

图 29: 2019H1 公司 B2B 业务客户构成（按照收入占 B2B 业务的比例）



资料来源：公司公告、招商证券

三、盈利预测及投资建议

1、盈利预测

B2C 业务：短期看公司出行相关产品受疫情因素影响出货增速放缓，但疫情消除后，预计需求会在 Q2 反弹。全年来看，自有品牌 90 分箱包持续迭代升级、谨慎进行鞋服

配件品类扩展，并加速进行自主电商渠道布局，考虑疫情对 Q1 销售的冲击，预计 2020 年自主渠道收入增速有望达到 40%左右。同时做深米牌箱包产品供应链，做好小米直营渠道的同时，逐渐渗透小米分销渠道，预计 2020 年米系渠道收入增速有望达到 30%。预计 B2C 业务 2020 年收入增长 35%左右。

B2B 业务：老客户关系紧密，预计 2020 年老客户订单增长有望达到 15%-20%。新签 Nike 订单提升收入弹性，在考虑印尼工厂持续扩产的情况下，预计 2020 年公司 B2B 收入增速有望达到 25%以上。

毛利率：随着产品的更新迭代以及规模化效应，自主品牌业务毛利率在过去的 3 年中呈现逐渐提升趋势，我们预计未来随着产品功能属性以及设计感的持续提升，自主品牌毛利率仍有持续提升的空间。对于 B2B 业务而言，随着客户结构的逐渐优化、整体毛利率有望稳中有升。

费用率：2019 年 B2C 业务在自主渠道开拓方面将会加大费用投入力度，但是 2020 后随着自主品牌品牌力的加强、渠道的日益成熟，规模效应显现，费用率将会稳中有降。

表 11：收入及利润预测假设

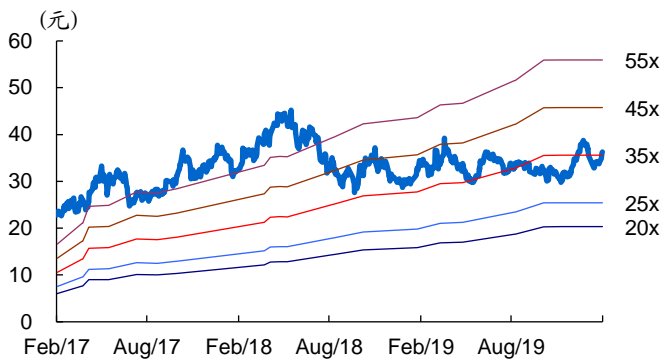
单位：亿元	2019E	2020E	2021E
一、B2C 收入	13.85	18.69	24.67
YOY	35%	35%	32%
B2C 净利润率	6%	6%	6%
B2C 净利润	0.83	1.12	1.48
二、B2B 收入	12.35	15.66	19.89
YOY	40%	27%	27%
B2B 净利润率	12%	12%	12%
B2B 净利润	1.48	1.88	2.38
三、物料收入	1.54	1.65	1.64
四、收入合计	27.74	36.00	46.21
YOY	35%	30%	28%
五、净利润合计	2.36	3.00	3.86
YOY	36%	27%	28%

资料来源：wind、招商证券

2、估值及投资建议

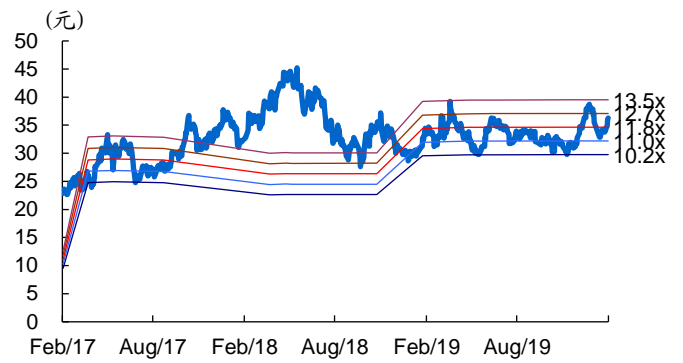
考虑到疫情的短期影响，微调公司 2019 年-2021 年 EPS 分别为 1.09 元、1.39 元、1.78 元，对应 2020PE26X。我们认为在经济下行周期，高质价比大众品牌可享受行业集中度提升带来的增长红利，公司凭借强大自主创新力，在供应链/产品力/品牌/渠道等多方面具有前瞻性战略布局视角，具备从小米生态链企业向全球出行消费品龙头进阶的潜质，维持强烈推荐-A 评级。

图 30: 开润股份历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 31: 开润股份历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

四、风险提示

- 1、疫情对出行消费品的影响超预期;
- 2、公司 B2C 业务自主渠道开拓速度慢于预期;
- 3、自主渠道开拓过程中费用增加;
- 4、新品牌和新品类开拓不达预期
- 5、汇率波动导致代工业务利润率波动

参考报告:

- 1、《开润股份(300577)——小米生态链助力高成长 渠道及品类双推进成就未来看点》2017/04/13
- 2、《开润股份(300577)——自有品牌拉动下业绩保持高成长 关注渠道及品类拓展》2017/4/26
- 3、《开润股份(300577)——享受小米生态链红利 90 分自有品牌业务快速放量》2017/07/31
- 4、《开润股份(300577)——B2C 业务维持高增长 可逢低为明年布局》2017/10/16
- 5、《招商服饰纺织行业 2018 年年度投资策略-掘金新轻奢风潮》2017/11/18
- 6、《开润股份(300577)深度报告——揭秘小米崛起秘诀 透析开润成长逻辑》2017/12/04
- 7、《开润股份(300577)——小米多元赋能+自主创新实力提升 17 年业绩如期高增长》2018/01/26
- 8、《开润股份(300577)——享受新零售红利释放 90 分业务快速放量》2018/04/13
- 9、《开润股份(300577)——B2C 业务增长靓丽 高效能持续释放未来成长可期》2018/04/26
- 10、《开润股份(300577)——渠道及品类扩充驱动收入弹性加大 利润表现符合预期》2018/08/28
- 11、《开润股份(300577)——出行消费品龙头 三季报业绩快速增长符合预期》2018/10/15
- 12、《开润股份(300577)——Q3 收入增长提速 收购印尼箱包制造商完善海外产能布局》2018/10/29
- 13、《开润股份(300577)——海外产能收购完善箱包供应链布局 成功切入 NIKE 代工体系》2018-12-27
- 14、《开润股份(300577)——优质出行消费品龙头 弱市环境业绩如期快速增长》2019-01-29
- 15、《开润股份(300577)——业绩符合预期 19 年全渠道战略有序推进和 NIKE 订单落地助力高成长》2019-04-03
- 16、《开润股份(300577)——零售全渠道战略稳步推进 一季报维持高速增长》2019-04-10

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	840	1168	1461	1947	2527
现金	192	240	252	380	519
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	3	4	5	7
应收款项	198	250	314	407	522
其它应收款	11	39	53	69	88
存货	283	413	538	695	889
其他	155	223	301	391	502
非流动资产	149	242	248	253	258
长期股权投资	4	13	13	13	13
固定资产	87	96	103	109	115
无形资产	10	12	11	9	9
其他	49	121	121	121	121
资产总计	990	1410	1709	2200	2785
流动负债	482	721	842	1058	1323
短期借款	0	60	0	0	0
应付账款	399	542	719	929	1189
预收账款	3	13	17	23	29
其他	79	106	106	106	106
长期负债	9	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他	9	10	10	10	10
负债合计	491	731	852	1068	1333
股本	121	218	217	217	217
资本公积金	137	54	54	54	54
留存收益	230	364	529	786	1081
少数股东权益	11	42	57	75	99
归属于母公司所有者权益	488	636	800	1057	1352
负债及权益合计	990	1410	1709	2200	2785

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	154	146	150	177	234
净利润	133	174	236	300	386
折旧摊销	10	12	13	14	14
财务费用	1	(0)	0	0	0
投资收益	(5)	(6)	(15)	(15)	(15)
营运资金变动	11	(42)	(108)	(152)	(189)
其它	4	8	23	30	38
投资活动现金流	(316)	(176)	(5)	(5)	(5)
资本支出	(26)	(94)	(20)	(20)	(20)
其他投资	(290)	(83)	15	15	15
筹资活动现金流	(30)	42	(133)	(43)	(90)
借款变动	124	83	(60)	0	0
普通股增加	54	97	(1)	0	0
资本公积增加	(201)	(83)	0	0	0
股利分配	0	(60)	(72)	(43)	(90)
其他	(7)	6	0	0	0
现金净增加额	(192)	12	12	128	139

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1162	2048	2774	3600	4621
营业成本	818	1516	2010	2599	3323
营业税金及附加	7	10	14	18	23
营业费用	98	190	261	342	439
管理费用	93	83	128	169	222
研发费用	36	52	71	94	122
财务费用	7	(5)	0	0	0
资产减值损失	3	7	10	16	20
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	17	20	15	15	15
营业利润	154	215	296	378	487
营业外收入	9	3	3	3	3
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	163	218	299	381	490
所得税	21	34	48	62	81
净利润	142	184	251	319	409
少数股东损益	8	11	14	18	24
归属于母公司净利润	133	174	236	300	386

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	50%	76%	35%	30%	28%
营业利润	86%	40%	38%	28%	29%
净利润	59%	30%	36%	27%	28%
获利能力					
毛利率	29.6%	26.0%	27.5%	27.8%	28.1%
净利率	11.5%	8.5%	8.5%	8.3%	8.3%
ROE	27.3%	27.3%	29.5%	28.4%	28.5%
ROIC	27.5%	23.6%	28.7%	27.7%	27.9%
偿债能力					
资产负债率	49.6%	51.9%	49.9%	48.5%	47.9%
净负债比率	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.7	1.6	1.7	1.8	1.9
速动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
营运能力					
资产周转率	1.2	1.5	1.6	1.6	1.7
存货周转率	4.2	4.4	4.2	4.2	4.2
应收帐款周转率	6.6	9.1	9.7	9.9	9.8
应付帐款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2	3.1
每股资料 (元)					
EPS	1.10	0.80	1.09	1.39	1.78
每股经营现金	1.28	0.67	0.69	0.82	1.08
每股净资产	4.04	2.92	3.69	4.88	6.24
每股股利	0.50	0.33	0.20	0.42	0.53
估值比率					
PE	32.4	44.7	32.7	25.8	20.1
PB	8.8	12.2	9.7	7.3	5.7
EV/EBITDA	49.2	37.7	27.0	21.3	16.6

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商家电纺服研究组:

纪敏 复旦大学,计算机专业学士和硕士。2012-至今,任招商证券家电行业首席分析师。

隋思誉 北京大学金融硕士,香港中文大学经济学硕士,北京大学文学和经济学双学士。2017年入职。

刘丽 对外经济贸易大学会计学硕士,2011-2015年就职于国美控股集团投资部,2015-2017.7 太平洋证券服饰纺织行业分析师,2017年8月加入招商证券。

团队荣誉:

金牛奖: 2018 最具价值金牛分析师 & 2018 最佳行业金牛分析师

新财富: 2017-第4名 2016-第3名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第5名

金牛奖: 2017-第2名 2016-第4名 2015-第3名 2014-第3名 2013-第4名

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内,公司股价相对同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内,行业指数相对于同期市场基准(沪深300指数)的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司(以下简称“本公司”)编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息,但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价,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。除法律或规则规定必须承担的责任外,本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有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。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载,否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。