

开润股份 (300577.SZ) 参股优衣库核心供应商, 2B 业务剑指 A 股小申洲

2020 年 09 月 24 日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

日期	2020/9/23
当前股价(元)	32.41
一年最高最低(元)	39.26/24.05
总市值(亿元)	70.46
流通市值(亿元)	33.82
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	1.04
近 3 个月换手率(%)	157.11

● 参股上海嘉乐股份, 2B 端延伸至服装领域, 新品类新赛道推动业绩提升

公司公告拟通过全资子公司滁州米润科技有限公司、全资子公司宁波浦润参与投资设立的安徽泰合合伙企业分别收购上海嘉乐股份有限公司 28.70%、10.9% 股权。交易完成后公司 2B 业务市场空间提升的同时, 竞争力大幅提升, 有望对标申洲国际。2C 业务根据魔镜数据, 8 月下旬开始回暖, 9 月已恢复增长, 拐点逐步确立, 此外公司拓展家庭健身器材品类有望为 2C 业务带来增量。维持盈利预测不变, 我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.0/3.3/4.4 亿元, 对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元, 当前股价对应 PE 为 35/22/16 倍, 维持“买入”评级。

● 上海嘉乐客户资源优势突出, 有望与公司高度协同发展

上海嘉乐股份具备从面料研发到成衣的垂直一体化生产能力, 主要客户包括优衣库、VF 集团、GU、Champion、Point 等全球知名企业, 已与优衣库合作近 15 年, 是优衣库核心纺服供应商之一, 客户资源优势突出, 代工经验丰富。考虑箱包与服饰及面辅料在工艺、供应链、工厂管理、研发设计等方面具有一定相似性, 开润股份代工制造业务的核心团队具备丰富的行业运营及管理经验, 新增服装代工业务与原有箱包代工业务有望高度协同发展, 共同推动业绩提升。

● 切入服装赛道打开广阔增长空间, 有望成为 A 股小申洲

此前公司 2B 业务主要为箱包代工, 本次参股后公司切入服装代工领域, 打开更大市场。申洲国际成为全球代工行业翘楚主要系: 1) 优异的面料研发能力; 2) 优质的全球客户资源; 3) 全球化产能布局; 开润股份有望凭借优秀的工厂改造能力成为 A 股小申洲: 1) 上海嘉乐自身具备优异的面料、代工一体化垂直生产能力; 2) 丰富的客户资源: 上海嘉乐自身具备优质客户资源外, 我们预计公司将逐步提升服装代工及面料产能, 吸引更多优质客户; 3) 全球化产能布局 (中国+印尼): 开润此前收购 NIKE 软包代工厂印尼宝岛后, 经过改造、扩产, 印尼宝岛产能及业务规模快速提升, 预计 2020 年底或 2021 年初能够实现产能的翻倍。

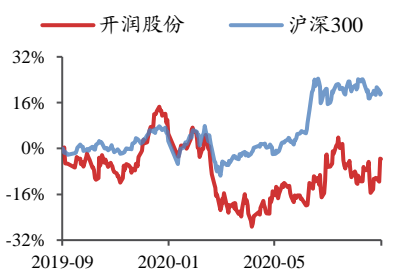
● **风险提示:** 疫情影响出行市场及海外客户订单; 海外产能释放不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	2,724	3,820	4,981
YOY(%)	76.2	31.6	1.1	40.2	30.4
归母净利润(百万元)	174	226	200	327	439
YOY(%)	30.2	30.1	-11.5	63.6	34.2
毛利率(%)	26.0	27.8	24.1	28.0	28.1
净利率(%)	8.5	8.4	7.3	8.6	8.8
ROE(%)	27.2	26.3	19.3	24.5	25.1
EPS(摊薄/元)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
P/E(倍)	40.6	31.2	35.2	21.5	16.0
P/B(倍)	11.1	8.4	7.0	5.4	4.1

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-上半年疫情影响业绩, 2C 端扩品类、扩品牌是亮点》-2020.8.27

《公司信息更新报告-预计业绩拐点将至, C2M 模式助力 2B/2C 业务双翼齐飞》-2020.7.23

《公司信息更新报告-一季报基本符合预期, 开展口罩业务对冲疫情影响》-2020.4.28

1、参股上海嘉乐股份，2B 端新品类新赛道推动业绩增长

公司于 2020 年 9 月 23 日晚发布公告，拟通过全资子公司滁州米润科技有限公司以自有资金 3.26 亿元收购上海嘉乐股份有限公司 28.70% 股权，并通过全资子公司宁波浦润参与投资设立的安徽泰合合伙企业收购该公司 10.9% 股权，此次交易完成后，开润股份将成为上海嘉乐第一大股东，获取公司管理权。

公司将以 11.35 亿元估值完成本次股权收购，但如未来任一会计年度上海嘉乐股份针对其重要客户优衣库的直接销售营收达到 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回 12.6 亿元，届时公司将予补偿转让方相应溢价 3,587.3 万元。

1.1、上海嘉乐股份：下游资源优势突出，服装代工经验丰富

上海嘉乐股份具备从面料研发到成衣的垂直一体化生产能力，主要客户包括优衣库、VF、GU、Champion、Point 等全球知名企业，已与优衣库合作近 15 年，是优衣库核心纺服供应商之一，客户资源优势突出，代工经验丰富。

2019 年上海嘉乐股份实现营收 13.25 亿元，净利润 1.05 亿元，经营性净现金流 1.10 亿元；2020Q1 实现营收 2.02 亿元，净利润-821.1 万元，2020Q1 净利润下滑主要系季度性订单淡季原因所致。2020 年 7 月，优衣库日本地区销售增长约 4.7%，有望带来公司业绩复苏。

1.2、2B 端：切入服装代工领域带来广阔增长空间，有望成为 A 股小申洲

2B 业务切入服装代工领域，有望与原有箱包代工业务协同发展，推动业绩提升。此前，开润股份 2B 业务主要为箱包代工业务，市场空间有限。本次收购后，开润股份正式切入服装代工领域，并且成为优衣库供应商。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。因此，新增服装代工业务与原有箱包代工业务有望高度协同发展，共同推动业绩提升。

申洲国际之所以成为全球代工行业翘楚，主要系：

- 1) 优异的面料研发能力；
- 2) 优质的全球客户资源（Nike、Adidas、优衣库等）；
- 3) 全球化产能布局；

对标申洲国际，开润股份有望凭借优秀的工厂改造能力成为 A 股小申洲：

- 1) 上海嘉乐自身具备优异的面料、代工一体化垂直生产能力；
- 2) 丰富的客户资源：上海嘉乐自身具备优质的客户资源，此外我们预计公司将逐步提升服装代工及面料产能，有望吸引更多国际优质客户资源，实现订单放量，业绩持续稳健增长；
- 3) 全球化产能布局（中国+印尼）：开润此前收购 NIKE 软包代工厂印尼宝岛后，经过对工厂的改造、扩充产能，印尼宝岛产能及业务规模快速提升，预计 2020 年底或 2021 年初能够实现产能的翻倍，公司优秀的工厂改造能力得以

验证。

我们认为，开润股份有望凭借丰富的运营管理经验、人才储备，优化上海嘉乐公司管理、业务运营。未来开润 2B 业务具备较大潜力，剑指 A 股小申洲。

2、2C 端：终端销售逐步改善，持续扩品类带来业务增长

2020H1 受疫情影响，出行需求受到抑制，2C 端业绩下滑幅度较大。根据魔镜数据显示，公司 2C 端 8 月下旬开始明显好转，9 月已恢复增长，拐点逐步确立。此外，我们预计在悠启跑步机之后，公司有望拓展家庭健身器材品类，为 2C 业务带来增量。

3、盈利预测与投资建议

本次公司 2B 端业务进一步拓展新品类、新赛道，开拓纺织服装业务代工，为公司未来长期发展带来了新的品类和市场空间。维持盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润为 2.0/3.3/4.4 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 35/22/16 倍，维持“买入”评级。

4、风险提示

疫情对出行市场及海外客户的抑制。新冠肺炎疫情尚未结束，对出行市场有很强的抑制作用。同时，如果疫情持续在海外蔓延，也会对 B2B 海外主要客户的需求带来抑制作用。

海外产能释放不达预期。公司 B2B 业务未来的增长点主要来自于印尼工厂的产能释放，如果印尼工厂产能释放不达预期，将影响公司收入增长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1168	1481	1469	2405	2709	营业收入	2048	2695	2724	3820	4981
现金	240	417	567	767	1108	营业成本	1516	1946	2068	2752	3582
应收票据及应收账款	253	407	472	514	615	营业税金及附加	10	14	15	20	26
其他应收款	39	20	43	43	71	营业费用	190	257	244	353	474
预付账款	12	11	12	20	22	管理费用	83	126	115	187	224
存货	413	541	304	773	574	研发费用	52	78	58	134	164
其他流动资产	210	86	70	288	320	财务费用	-5	1	-2	-4	-10
非流动资产	242	488	497	563	631	资产减值损失	7	-6	2	-3	-1
长期投资	13	28	41	55	68	其他收益	14	19	17	18	17
固定资产	96	191	179	227	278	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	12	46	51	57	64	投资净收益	6	4	5	4	4
其他非流动资产	121	224	226	225	222	资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
资产总计	1410	1970	1966	2968	3341	营业利润	215	282	246	403	544
流动负债	721	1054	867	1551	1489	营业外收入	3	2	1	1	1
短期借款	60	108	108	108	108	营业外支出	0	1	0	0	0
应付票据及应付账款	542	734	622	1183	1166	利润总额	218	283	247	404	545
其他流动负债	119	212	137	260	215	所得税	34	46	37	60	84
非流动负债	10	16	15	15	15	净利润	184	237	210	343	461
长期借款	0	2	1	1	1	少数股东损益	11	11	10	16	21
其他非流动负债	10	14	14	14	14	归母净利润	174	226	200	327	439
负债合计	731	1070	882	1566	1503	EBITDA	227	295	262	419	561
少数股东权益	42	66	76	92	113	EPS(元)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
股本	218	217	217	217	217						
资本公积	74	73	73	73	73	主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
留存收益	364	546	732	1037	1446	成长能力					
归属母公司股东权益	636	834	1009	1310	1724	营业收入(%)	76.2	31.6	1.1	40.2	30.4
负债和股东权益	1410	1970	1966	2968	3341	营业利润(%)	39.6	31.1	-12.7	63.7	35.0
						归属于母公司净利润(%)	30.2	30.1	-11.5	63.6	34.2
						获利能力					
						毛利率(%)	26.0	27.8	24.1	28.0	28.1
						净利率(%)	8.5	8.4	7.3	8.6	8.8
						ROE(%)	27.2	26.3	19.3	24.5	25.1
						ROIC(%)	25.7	24.4	18.0	23.2	24.0
						偿债能力					
						资产负债率(%)	51.9	54.3	44.8	52.8	45.0
						净负债比率(%)	-25.0	-33.2	-41.4	-46.3	-53.9
						流动比率	1.6	1.4	1.7	1.6	1.8
						速动比率	0.7	0.8	1.3	0.9	1.2
						营运能力					
						总资产周转率	1.7	1.6	1.4	1.5	1.6
						应收账款周转率	9.1	8.2	6.2	7.8	8.8
						应付账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	0.92	1.44	2.11
						每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.84	4.64	6.03	7.93
						估值比率					
						P/E	40.6	31.2	35.2	21.5	16.0
						P/B	11.1	8.4	7.0	5.4	4.1
						EV/EBITDA	30.5	23.0	25.4	15.4	11.0

现金流量表(百万元)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	146	142	201	313	458
净利润	184	237	210	343	461
折旧摊销	12	18	24	29	38
财务费用	-5	1	-2	-4	-10
投资损失	-6	-4	-5	-4	-4
营运资金变动	-25	-91	-25	-51	-26
其他经营现金流	-15	-19	-1	0	-0
投资活动现金流	-176	-26	-26	-92	-101
资本支出	94	67	-9	54	55
长期投资	-60	152	-14	-14	-13
其他投资现金流	-143	193	-49	-52	-60
筹资活动现金流	42	19	-24	-21	-16
短期借款	60	48	0	0	0
长期借款	0	2	-0	-0	-0
普通股增加	97	-0	0	0	0
资本公积增加	-85	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-30	-23	-21	-16
现金净增加额	16	135	150	200	341

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非境内专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn