天风证券 TF SECURITIES

开润股份（300577）

证券研究报告
2020 年 09 月 24 日

拟参股优衣库供应商，推进 2B 业务向服装和面料生产延伸

事件：拟收购优衣库核心供应商上海嘉乐股份 28.70%的股权

公司拟通过全资子公司滁州米润有限公司以自有资金 3.26 亿元收购温州荷胜企业管理合伙企业（有限合伙）持有的上海嘉乐股份有限公司 28.7%的股权。本次交易完成后，开润股份将间接持有上海嘉乐 28.70%的股权。与此同时公司作为有限合伙人参与投资的安徽泰合合伙企业将以 1.24 亿元收购上海嘉乐 10.9%的股权。本次交易完成后，开润股份将成为上海嘉乐第一大股东。

参股优衣库供应商，推进公司 B2B 业务向服装和面料生产延伸

上海嘉乐股份有限公司创建于 1993 年，主营业务为纺织服装的生产加工及织物面料开发，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，主要产品为中高档休闲时装和运动系列产品。

上海嘉乐主要客户为优衣库、GU、VF 集团、Point 等全球知名客户，其中上海嘉乐在 2006 年进入优衣库供应商名单，是优衣库核心的服装供应商之一。同时，上海嘉乐设有“院士工作站”和“上海市企业技术中心”，拥有较强的产品研发能力；在生产端，上海嘉乐在上海和印尼建有“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，并从德国、日本等引进先进生产设备，拥有业内领先的生产技术和制造能力。

2019 年上海嘉乐实现营收 13.25 亿元，实现净利润 1.05 亿元，净利率为 7.89%。截至 2020Q1 上海嘉乐净资产 6.36 亿元，本次收购估值为 11.35 亿元，溢价率 78%。但若上海嘉乐未来任一年度对优衣库的销售收入达到 11 亿元，则上海嘉乐估值则调整为 12.60 亿元。

我们认为本次收购将推进开润股份 B2B 的产品品类从箱包领域延伸至纺织服装及面料生产制造领域，与公司箱包主业形成一定的协同。

1）客户间的协同：公司 B2B 业务一直聚焦于服务中头部客户，并沿着客户持续拓展品类。公司软包主业的客户已经涵盖 Nike、VF 集团、迪卡侬、惠普、戴尔等全球知名客户；本次通过收购上海嘉乐，开润将正式进入优衣库的供应商领域；同时切入到纺织服装及面料生产领域，符合公司 B2B 沿着客户拓品类的战略，并在未来有望助力上海嘉乐获得更多客户资源，形成客户间的良好协同。

2）制造端的协同：开润股份在印尼、安徽均有工厂和产能布局，全球化布局的思路与上海嘉乐的生产基地布局方向高度一致（上海嘉乐在安徽和印尼均有工厂），能够形成良好协同和管理一致。

3）生产管理的协同：在生产工艺上，箱包与服饰及面辅料属于纺织业，在制造工艺、供应链和工厂管理、研发设计等方面具备相似度。而开润股份 B2B 业务的核心团队曾在大型纺企任职，具备充足的行业管理运营经验。

开润股份 B2B 业务近年动作频繁，19 年通过收购印尼工厂成功进入 NIKE 供应链；2020 年签约 VF 集团，成为其供应商；同时布局时尚女包领域，进行品类的延展；本次交易将再次进入优衣库的供应商行列，并成功求服装和面料生产制造领域。公司利用其在供应链管理上的优势和经验，以及自身强大的研发技术优势，以服务中头部客户为主，并持续拓展品类，有助于公司 B2B 业务的持续长远发展。

2020H1 公司业绩受到疫情影响较大，但随着疫情逐步恢复，公司 2C 业务持续恢复；2B 业务随着新拓展客户和品类的起量，未来将会为公司带来新的业绩增量。我们继续看好公司未来长期发展。

B2C 业务：公司品牌矩阵进一步完善，2020H1 取得“大嘴猴”在箱包和雨伞等品类的品牌授权，针对下沉市场发力；小米品牌针对米系渠道和高性

投资评级

行业	纺织服装/纺织制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	32.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	217.39
流通 A 股股本(百万股)	104.35
A 股总市值(百万元)	7,045.61
流通 A 股市值(百万元)	3,382.01
每股净资产(元)	4.04
资产负债率(%)	52.54
一年内最高/最低(元)	39.26/24.05

作者

范张翔 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080004
fanzhangxiang@tfzq.com
孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

1《开润股份-半年报点评:2020H1 业绩受疫情影响较大，新品类及新品牌为未来增长奠定基础》 2020-08-30
2《开润股份-季报点评:2020Q1 B2C 业务受疫情影响较大，B2B 业务拓展防护品类降低影响》 2020-05-01
3《开润股份-年报点评报告:2019 年业绩持续快速增长，继续看好公司未来长期发展》 2020-04-22

价比产品市场；90 分则主要针对个性化差异化的大众市场。与此同时针对 90 分品牌，公司积极进行品牌建设，并入选天猫品类舰长，与天猫服饰“服配箱包”行业开展深入合作，有助于提升公司数字化运营能力。另外近期公司通过悠启切入走步机领域，有望打造继旅行箱之后的下一个爆款。

B2B 业务：客户方面，在成功切入 NIKE 供应链成为 NIKE 软包核心供应商后，公司进一步拓展 VF 集团成为其供应商；并通过此次交易成为优衣库的核心供应商；品类方面，除了运动包袋、电脑包等，公司成功拓展时尚女装新品类，通过本次交易进入服装和面料生产制造领域。新的品类和新的客户将持续为公司 2B 贡献新的业绩增长点，保证公司 2B 业务未来的持续稳健增长。

虽然公司上半年业绩受到疫情影响，但口罩防疫物资业务预计下半年将帮助公司弥补疫情对主业产生的影响。我们预计公司 Q3 能够维持持平或略降，预计 Q4 季度能够恢复正增长。维持原有盈利预测，预计公司 2020-2022 年实现营收 27.18/36.46/46.40 亿元，同比分别增长 0.86%、34.13%、27.28%；实现归母净利润 1.97/3.13/4.11 亿元，同比分别增长-13%、59%、31%。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 0.90/1.44/1.89 元，维持“买入”评级。

风险提示：参股后标的经营情况不及预期，B2C 渠道恢复不及预期，疫情反复，B2B 客户拓展和下单不及预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048.07	2,694.82	2,717.95	3,645.71	4,640.20
增长率(%)	76.19	31.58	0.86	34.13	27.28
EBITDA(百万元)	259.85	377.82	262.33	409.65	544.01
净利润(百万元)	173.73	226.00	196.62	312.72	410.88
增长率(%)	30.23	30.09	(13.00)	59.05	31.39
EPS(元/股)	0.80	1.04	0.90	1.44	1.89
市盈率(P/E)	40.55	31.17	35.83	22.53	17.15
市净率(P/B)	11.07	8.45	7.16	5.78	4.61
市销率(P/S)	3.44	2.61	2.59	1.93	1.52
EV/EBITDA	25.14	19.25	25.10	16.31	11.30

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	239.90	416.55	459.04	364.79	925.92
应收票据及应收账款	252.93	406.65	225.33	644.68	448.46
预付账款	12.41	10.80	11.26	18.82	19.39
存货	413.48	541.36	409.32	843.00	744.98
其他	249.43	105.94	192.14	187.48	194.88
流动资产合计	**1,168.16**	**1,481.29**	**1,297.09**	**2,058.77**	**2,333.63**
长期股权投资	13.09	27.68	32.18	36.68	41.18
固定资产	95.64	190.63	228.27	258.57	279.42
在建工程	5.78	14.73	24.97	31.11	34.79
无形资产	11.69	46.23	58.72	70.60	81.86
其他	115.49	209.19	178.13	185.05	173.39
非流动资产合计	**241.68**	**488.46**	**522.27**	**582.01**	**610.64**
资产总计	**1,409.84**	**1,969.75**	**1,819.35**	**2,640.78**	**2,944.27**
短期借款	60.00	107.61	20.00	20.00	20.00
应付票据及应付账款	542.10	734.40	602.16	1,106.66	1,086.63
其他	119.17	212.02	124.85	190.45	183.33
流动负债合计	**721.27**	**1,054.03**	**747.01**	**1,317.11**	**1,289.96**
长期借款	0.00	1.63	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	9.91	13.89	11.01	11.60	12.16
非流动负债合计	**9.91**	**15.52**	**11.01**	**11.60**	**12.16**
负债合计	**731.18**	**1,069.55**	**758.02**	**1,328.71**	**1,302.13**
少数股东权益	42.37	66.17	76.97	93.16	115.07
股本	217.61	217.41	217.39	217.39	217.39
资本公积	73.76	73.26	73.26	73.26	73.26
留存收益	437.53	619.51	766.98	1,001.52	1,309.68
其他	(92.63)	(76.17)	(73.26)	(73.26)	(73.26)
股东权益合计	**678.66**	**900.20**	**1,061.34**	**1,312.07**	**1,642.14**
负债和股东权益总计	**1,409.84**	**1,969.75**	**1,819.35**	**2,640.78**	**2,944.27**

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**2,048.07**	**2,694.82**	**2,717.95**	**3,645.71**	**4,640.20**
营业成本	1,515.88	1,946.33	1,992.53	2,632.02	3,330.10
营业税金及附加	10.03	13.55	16.17	22.24	28.40
营业费用	189.86	257.27	260.92	349.99	450.10
管理费用	83.26	125.68	125.03	168.69	213.45
研发费用	52.18	78.20	81.54	98.43	121.57
财务费用	(5.14)	0.56	2.07	(2.12)	(4.45)
资产减值损失	7.13	(6.28)	(5.00)	2.00	3.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	(8.33)	2.22	2.96
投资净收益	5.74	3.77	6.00	5.15	5.00
其他	(26.00)	(6.39)	4.67	(14.74)	(15.93)
营业利润	**215.13**	**282.13**	**242.36**	**381.83**	**506.00**
营业外收入	2.94	1.73	5.80	5.57	6.16
营业外支出	0.08	0.91	0.35	0.45	0.57
利润总额	**217.99**	**282.95**	**247.81**	**386.95**	**511.58**
所得税	33.61	45.96	40.39	58.04	78.78
净利润	**184.39**	**236.99**	**207.42**	**328.91**	**432.80**
少数股东损益	10.65	10.99	10.80	16.19	21.92
归属于母公司净利润	**173.73**	**226.00**	**196.62**	**312.72**	**410.88**
每股收益（元）	0.80	1.04	0.90	1.44	1.89

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	76.19%	31.58%	0.86%	34.13%	27.28%
营业利润	39.58%	31.14%	-14.09%	57.55%	32.52%
归属于母公司净利润	30.23%	30.09%	-13.00%	59.05%	31.39%
获利能力					
毛利率	25.98%	27.77%	26.69%	27.81%	28.23%
净利率	8.48%	8.39%	7.23%	8.58%	8.85%
ROE	27.30%	27.10%	19.97%	25.66%	26.91%
ROIC	68.32%	61.78%	44.97%	61.57%	49.59%
偿债能力					
资产负债率	51.86%	54.30%	41.66%	50.32%	44.23%
净负债率	-26.51%	-34.14%	-41.37%	-26.28%	-55.17%
流动比率	1.62	1.41	1.74	1.56	1.81
速动比率	1.05	0.89	1.19	0.92	1.23
营运能力					
应收账款周转率	9.08	8.17	8.60	8.38	8.49
存货周转率	5.88	5.64	5.72	5.82	5.84
总资产周转率	1.71	1.59	1.43	1.63	1.66
每股指标（元）					
每股收益	0.80	1.04	0.90	1.44	1.89
每股经营现金流	0.67	0.65	1.06	0.27	3.40
每股净资产	2.93	3.84	4.53	5.61	7.02
估值比率					
市盈率	40.55	31.17	35.83	22.53	17.15
市净率	11.07	8.45	7.16	5.78	4.61
EV/EBITDA	25.14	19.25	25.10	16.31	11.30
EV/EBIT	26.38	20.09	26.94	17.60	12.26

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	184.39	236.99	196.62	312.72	410.88
折旧摊销	12.39	17.88	17.90	29.93	42.46
财务费用	(0.10)	4.72	2.07	(2.12)	(4.45)
投资损失	(5.74)	(3.77)	(6.00)	(5.15)	(5.00)
营运资金变动	(129.81)	80.83	16.63	(294.43)	269.81
其它	84.83	(194.50)	2.47	18.41	24.88
经营活动现金流	**145.95**	**142.14**	**229.67**	**59.37**	**738.59**
资本支出	34.80	256.12	81.14	77.67	77.70
长期投资	9.38	14.59	4.50	4.50	4.50
其他	(220.52)	(296.39)	(135.23)	(159.72)	(161.38)
投资活动现金流	**(176.34)**	**(25.67)**	**(49.59)**	**(77.55)**	**(79.19)**
债权融资	60.00	109.25	20.00	20.00	20.00
股权融资	19.73	14.69	0.81	2.12	4.45
其他	(37.58)	(105.13)	(158.40)	(98.18)	(122.72)
筹资活动现金流	**42.16**	**18.81**	**(137.59)**	**(76.06)**	**(98.27)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**11.77**	**135.29**	**42.49**	**(94.25)**	**561.13**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com