

2020年05月20日

2B 扩海外剩者为王，2C 借国潮弯道超车

开润股份(300577)

► 2B+2C 型公司有望通过线上打造自主品牌

2019 年线上国产品牌市占率已达 72%，我们从摩飞的成功得到的启示是，2B 与 2C 未必不能兼容，线上提供弯道超车机会。

从开润和新宝的比较来看，共同之处在于：(1) 均为 ODM 起家，相较竞争对手愿意投入研发、自动化方面领先于行业；

(2) 品牌运营均通过极致爆款产品、社群营销、实现了线上高增长；(3) 代工和品牌均做了切割，开润通过渠道切割，新宝则通过国别、渠道和品类切割；但不同之处则在于：(1) 箱包的使用频次更低，需要更强的新品迭代能力；(2) 摩飞净利率率更高；(3) 疫情影响不同，我们判断疫情结束后、箱包行业将更为受益。

► 公司优势：箱包行业中最懂海外客户的供应商+最懂线上运营的品牌

(1) 2B 方面优势在于自动化水平高、相较同行团队年轻、交期和高质量，从而获得了优质海外客户；(2) 2C 优势则在于早期依托小米 3 亿用户、单款量大形成规模优势，并不断进行新品迭代，成为箱包行业中最擅长线上运营的品牌。

► 成长驱动：2B 扩产+2C 份额提升

(1) 2B 端：客户自身成长、采购份额提升、新客户拓展、品牌扩张共振。(2) 2C 端：小米端人员更换影响已消除，未来将逐步发展分销渠道；非米端通过打造品牌矩阵、抢占市场份额，且盈利能力存在改善空间。

► 盈利预测和投资建议

暂不考虑考虑防护用品类贡献，维持 2020-2022EPS1.15/1.5/1.89 元，短期公司 2B 和 2C 业务均受到疫情影响，但目前估值已处于历史底部、悲观预期调整充分，且防护用品投产有望带动业绩超预期；中长期来看，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，上调至“买入”评级，综合相对估值和绝对估值，目标价 32.5-42.4 元。

风险提示

海外疫情发展的不确定性；渠道费用高企；系统性风险。

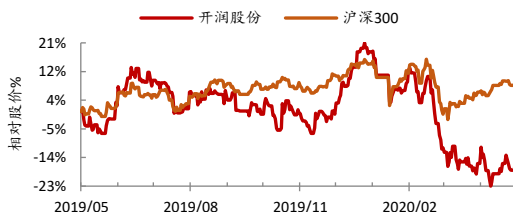
盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	2,968	3,832	4,640
YoY (%)	76.2	31.6	10.1	29.1	21.1
归母净利润(百万元)	174	226	251	326	410
YoY (%)	30.2	30.1	10.9	30.2	25.6
毛利率 (%)	26.0	27.8	27.3	27.7	28.1
每股收益 (元)	0.80	1.04	1.15	1.50	1.89
ROE	27.3%	27.1%	23.6%	24.1%	23.8%
市盈率	34.37	26.43	23.82	18.29	14.57

资料来源：公司公告，华西证券研究所

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	增持
目标价格:	32.5-42.4
最新收盘价:	27.47
股票代码:	300577
52 周最高价/最低价:	38.72/24.56
总市值(亿)	59.72
自由流通市值(亿)	28.59
自由流通股数(百万)	104.07



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：010-5977 5330

相关研究

1. 开润股份(300577)：拓展防护用品对冲，业绩存在超预期可能

2020.04.28

2. 开润股份(300577)：Q4 环比放缓，扣非净利维持高增长

2020.04.20

3. 开润股份：定增加码扩产，短期疫情影响不改长期成长

2020.04.11

正文目录

1. 历史回顾：箱包行业+小米生态链第一股	5
1.1. 发展历程：IT 思维改造传统行业，3 年超越新秀丽	5
1.2. 资本市场表现：从 2XPEG 到 1XPEG，目前处于底部区间	7
1.3. 股权结构：大股东持股比例较高，员工和管理层激励充分	8
2. 箱包行业：市场规模近 2000 亿，受国货潮和创新驱动	9
2.1. 市场规模：未来行李箱市场有望达到 700 亿以上	9
2.2. 行业竞争格局：400-1000 元价格带大有作为	11
2.2.1. 国内箱包代工行业市场格局：8 省份占据 80% 以上	11
2.2.2. 国内箱包零售市场竞争格局：小米成为中间价格带的价格杀手	12
2.3. 行业趋势：2B+2C 型公司有望通过线上打造自主品牌	15
2.3.1. 小米产业链：发展自有品牌是必由之路	15
2.3.2. 线上国货潮兴起，品类创新推动箱包行业扩容	15
2.3.3. 摩飞的启示：2B 与 2C 未必不能兼容，线上提供弯道超车机会	16
3. 公司优势：最懂海外客户的箱包供应商+最懂线上运营的箱包品牌	17
3.1. 2B：进入国际客户核心供应商序列，全球布局分散风险	17
3.1.1. 客户：已进入迪卡侬、NIKE、VF 核心供应商行列	18
3.1.2. 布局海外生产基地，规避关税风险	18
3.2. 2C：单款体量+小米渠道+黑科技新品迭代+口碑营销	19
3.2.1. 供应链：单款体量优势决定性价比优势	19
3.2.2. 研发：黑科技新品不断迭代	20
3.2.3. 渠道：初期借力小米庞大用户群	21
3.2.4. 营销：口碑营销，销售费用率低于线下品牌	22
4. 公司成长驱动：2B 扩产+2C 份额提升	23
4.1. 2B：围绕客户扩张品类，围绕品类拓展客户	23
4.1.1. 客户：采购份额仍存提升空间	23
4.1.2. 产能：股债同发扩张产能	24
4.1.3. 短期拓展防护用品类，对冲疫情影响，业绩存在超预期可能	25
4.2. 2C：打造品牌矩阵抢占市场份额，盈利能力存在改善空间	25
4.2.1. 小米渠道：人员更换影响消除，未来发展分销渠道	26
4.2.2. 非米渠道：打造品牌矩阵，抢占市场份额	26
4.2.3. 盈利能力存在改善空间：非米渠道占比提升+提价+成本优化	27
5. 财务分析：盈利能力存在提升空间	27
5.1. 成长性分析：2B、2C 增速均高于同业	27
5.2. 盈利能力分析：高 ROE 来自高周转和高杠杆，净利率仍有提升空间	28
5.3. 营运能力分析：净营业周期仅 24 天	29
5.4. 现金流分析：近两年有所恶化	30
6. 盈利预测和投资建议	30
6.1. 盈利预测	30
6.2. 相对估值法	31
6.3. 绝对估值	32
6.4. 投资建议	33
7. 风险	33

图表目录

图 1 历年收入、净利及增速	5
图 2 历年毛利率和净利率	5
图 3 上市至今股价走势	7
图 4 开润股份 PE BANDS	8
图 5 箱包市场规模及增速	9
图 6 2017 年箱包皮具行业核心品类销售额及增速情况	10

图 7	2012-2018 年中国箱包行业市场集中度统计情况	12
图 8	主要国家 CR5 值 (从高到低排序)	12
图 9	小米产业链公司毛利率、净利率 (%)	15
图 10	2012-2018 年中国箱包行业市场集中度统计情况	16
图 11	2012-2018 年中国箱包行业市场集中度统计情况	16
图 12	摩飞历年收入、增速、收入占比 (亿元, %)	17
图 13	新宝股份和开润股份 2C 端毛利率对比	17
图 14	2B 业务收入 (亿元)	18
图 15	2B 产品收入、毛利率情况 (亿元, %)	18
图 16	印尼工厂收入和净利 (亿元)	19
图 17	PT. Formosa Bag Indonesia 中 NIKE 占比	19
图 18	2C 业务收入、增速、收入占比 (亿元, %)	20
图 19	新秀丽 VS 90 分历年销量 (万个)	20
图 20	平台运营费用对比 (万元)	21
图 21	MIUI 月活用户数量 (百万)	21
图 22	小米产业链公司收入、净利润 (亿元)	21
图 23	小米产业链公司收入、净利复合增长率 (%)	22
图 24	上海润米业绩	22
图 25	润米股权变动	22
图 26	销售费用率	23
图 27	小米渠道和非米渠道收入情况 (亿元)	25
图 28	历年 2C 业务净利及增速 (亿元, %)	27
图 29	2C 业务净利率	27
图 30	2B 业务与同业收入及增速对比 (亿元, %)	28
图 31	2C 业务与同业收入及增速对比 (亿元, %)	28
图 32	开润股份与同业毛利率对比 (%)	28
图 33	开润股份与同业净利率对比 (%)	28
图 34	开润股份与同业 ROE 对比 (%)	29
图 35	开润股份与同业 2019 年总资产周转率及权益乘数对比	29
图 36	2019 年应收账款周转率	29
图 37	2019 年存货周转率	29
图 38	经营活动现金流/净利润对比	30
表 1	公司发展大事记	6
表 2	2020Q1 开润股份股权结构	8
表 3	股权激励及员工持股计划	9
表 4	箱包市场规模测算	10
表 5	开润 2B 业务竞争对手情况	12
表 6	线上箱包分价位带购买占比情况	13
表 7	重点箱包品牌比较	13
表 8	国内箱包市场市占率前 10 品牌	14
表 9	双十一箱包类 GMV 前十品牌	14
表 10	2B 业务主要产品客户	17
表 11	中国与印尼人工、关税及所得税对比	19
表 12	90 分历年新品	20
表 13	开润 2B 端客户情况	23
表 14	公司产能情况	24
表 15	产能扩张规划	25
表 16	开润主要品牌介绍	26
表 17	收入拆分	30
表 18	2C 可比公司估值	31
表 19	2B 可比公司估值	31
表 20	DCF 绝对估值法	32

投资要件

关键假设

我们假设：(1) 2B 业务：一方面，公司 2020 年受疫情影响，部分下游客户砍单，从而影响产能利用率；另一方面，2022 年滁州软包项目、印尼箱包项目、女包项目逐步投产，从而假设 2020-2022 年产能利用率为 90%/95%/93%、产销率为 95%/96%/95%，女包 2022 年达产 50%、产能利用率和产销率分别为 92%/92%；(2) 2C 业务：我们假设 2019 年小米渠道人员变更影响逐渐消除后迎来恢复性增长，但 2020 年仍受到疫情影响出行需求，假设 2020-2022 年小米渠道增速为 3%/15%/9%、非米渠道在线上、线下、海外、团购等多渠道推动下 2020-2022 年增速为 33%/60%/39%；(3) 盈利能力：我们判断印尼工厂净利率存在较大改善空间，从而预计 2B 端净利率 2020-2022 年为 11.4%/11.6%/11.9%；我们判断 90 分未来存在提价以及成本优化空间，预计 2C 端净利率 2020-2022 年为 5.6%/5.8%/6.3%；(4) 公司公告新增防护品类，但由于投产进度、医用资质申请存在不确定性，盈利预测暂未考虑该品类贡献。

我们区别于市场的观点

1、短期来看，市场认为疫情使代工公司出现客户砍单、对业绩产生重大不利影响。我们判断，(1) 公司情况好于市场预期：分客户来看，尽管迪卡侬、名创优品端收入下滑，但 NIKE 端由于国内增量贡献、预计上半年收入持平略增，且由于疫情期间在线办公需求增长、IT 端客户收入也是增长的。(2) 公司拓展防护品类，带来业绩超预期可能。

2、中期来看，市场认为公司和小米端策略存在分歧，我们梳理了小米生态链公司，认为虽然早期小米庞大的用户群有利于降低获客成本，但利润率承压使得生态链公司选择自主品牌是必由之路。

3、长期来看，市场认为公司 2B、2C 业务难以兼容，长期成长前景存在不确定性，我们认为，传统模式以及过往经验下，市场的担心存在合理之处，但预期差在于：(1) 线上渠道为品牌运营提供了新的可能性，新宝股份的成功有望提振市场信心；(2) 目前公司 2B 和 2C 存在品类差异化，2B 以软包代工为主，2C 以箱包品牌为主，而 2C 市占率较低，未来仍存在份额提升空间；(3) 长期来看，白电龙头格力、美的的 2B 业务也仍占较高比例，当然我们也认为 90 分与其品牌力尚不可同日而语。

股价上涨的催化因素

(1) 海外疫情好转带来出口制造板块估值修复；(2) 疫情影响逐步消除后，出行需求复苏，2C 增速迎来拐点；(3) 公司新增防护品类，业绩存在超预期可能性。

估值和目标价格

暂不考虑防护品类贡献，维持 20-22EPS1.15/1.5/1.89 元，短期公司 2B 和 2C 业务均受到疫情影响，但目前估值已处于历史底部、悲观预期调整充分，且防护品类投产有望带动业绩超预期；中长期来看，公司成长趋势不改：2B 端在 NIKE 背书基础上进一步拓展大客户，叠加品类扩张；2C 端通过打造品牌矩阵、抢占市场份额，摩飞等品牌的成功有望带来 2B+2C 型公司的估值重构，上调至“买入”评级，综合相对估值和绝对估值，目标价 32.5-42.4 元；安全边际参考可转债转股价、员工持股成本、股权激励成本、大股东股权质押成本等。

投资风险

疫情影响的不确定性；小米渠道放缓风险；新渠道人员增加、费用高企；系统性风险。

1. 历史回顾：箱包行业+小米生态链第一股

1.1. 发展历程：IT 思维改造传统行业，3 年超越新秀丽

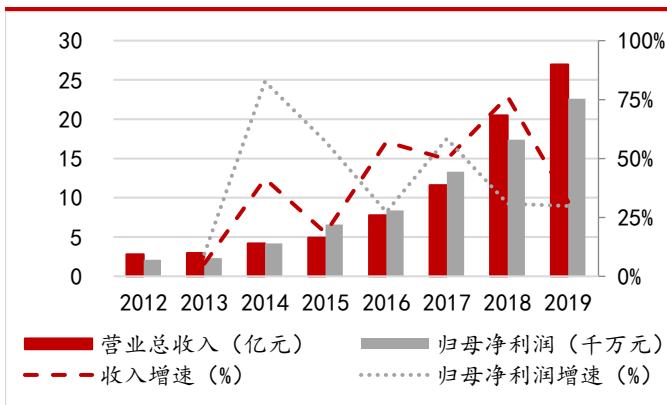
开润股份成立于 2009 年，2016 年上市，是箱包行业第一股、也是小米生态链消费品第一股，定位于做出行行业的极致单品。公司成立之初主要从事箱包代工生产业务（2B），2015 年公司加入小米生态链、运营“90 分”品牌，拓展至 2C 业务，2C 收入占比从 2015 年 10% 迅速跃升至 2018、2019 年占比 50% 左右、3 年 CAGR 为 175%。

公司创始人和团队多为 IT 背景、跨界从事箱包行业，也正缘于此，管理层意识到 IT 行业容易受技术迭代的影响，而越是传统的行业反而越不易被颠覆；从公司的基因来看，年轻、创新、黑科技的特点明显，高管以 70 后为主、员工以 85 后为主。

回顾公司历史来看，2012-2019 年公司收入/归母净利复合增速为 38%/ 40%，2019 年公司收入和净利润分别为 26.95/2.26 亿元，同比增长 32%/30%，收入增速放缓主要受小米人员变动影响。分拆来看，我们估计 2B/2C 分别实现中双/低双位数增长，1) 2B 业务中，剔除印尼工厂并表因素，估计老客户增长在 15% 左右；2) 2C 业务中，估计小米渠道同比增长约 10%、非米渠道中双位数增长。

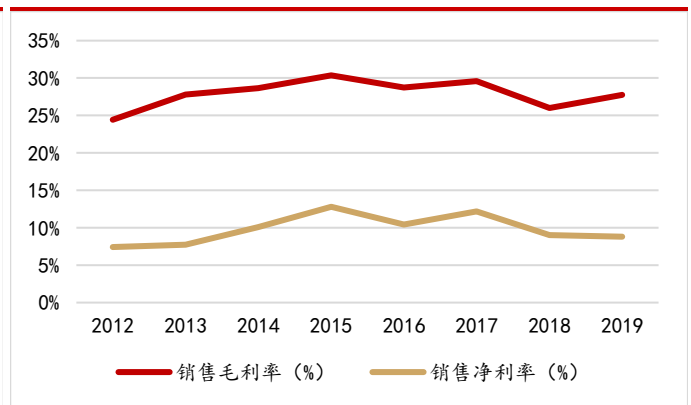
从成本构成来看，原材料/折旧/人工占比分别为 71%/25%/4%，自动化水平较高。2019 年公司毛利率/净利率分别为 27.77%/8.39%，毛利率历史范围在 24-30%、净利率范围在 7-13%，2B 净利率主要受客户结构、印尼工厂等因素影响，2C 净利率主要受成本优化、流量成本以及提价节奏影响，未来均有提升空间。分拆来看，1) 我们估计 2B 端毛利率在 30% 以上、与申洲国际等优质代工企业相当、净利率在 12-13%，其中印尼工厂净利率仅为 5%，未来仍有提升空间；2) 我们估计 2C 端毛利率为 24-25%，未来 90 分自有品牌在提价、成本优化下有望达到 50-60%；2C 端净利率稳步提升，2016 年基本实现盈亏平衡，2017-2019 年净利率 4-6%。

图 1 历年收入、净利及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 历年毛利率和净利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

我们将公司的发展简要分为三个阶段：

(1) 2009-2015 年，起始于 2B 代工业务：这一期间笔记本电脑行业快速发展，公司创始人作为 IT 背景出身，意识到电脑包、配件等比笔记本电脑本身利润更高，因此从这一细分市场切入，初期客户以 IT 客户为主，包括戴尔、惠普、华硕等；此后公司逐步拓展至运动包、双肩包等品类，客户以迪卡侬为主。

(2) 2015-2018 年，2B、2C 双轮驱动：2015 年公司进入小米供应链迈开 2C 业务的第一步，2C 业务由 2015 年收入占比 10%提升至 2018、2019 年占比 50%，90 分自 2016-2019 年每年双十一均为箱包品类第一名。2018 年公司进行了品类扩张（拓展至鞋服）以及渠道扩张（拓展线下）。

(3) 2019 年至今，重新聚焦箱包品类，将小米和 90 分单独运营：1) 2B 方面，公司收购印尼工厂，成功切入 NIKE 供应链体系、成为 NIKE 体系中增速最快的箱包供应商，并以 NIKE 为背书、公司年底进入 VF 供应链体系。另一方面，公司拓展东南亚、日本、韩国等海外市场，打造出行消费产业链纵向一体化。2) 2C 方面，公司将小米和 90 分切割运营，将自有品牌 90 分定位于中高端调性品牌、米牌定位于中低端性价比品牌，未来致力于通过打造品牌矩阵的方式，进一步提升市场份额。

表 1 公司发展大事记

时间	大事记
2005-2009	公司成立，在上海奉贤开设箱包工厂
2011	在安徽滁州投产占地 100 亩、业内领先的箱包工厂，扩大箱包产能；运营总部迁往上海；
2015	与小米生态链负责人达成合作，开始拓展 2C 业务，成立润米、硕米两家公司； 9 月推出第一款 299 元的 90 分 PC 材质旅行箱，此后连续 4 年均为公司销量冠军；
2016	90 分双十一箱包销量位居第一，2C 做到 2 亿收入、实现盈亏平衡； 9 月 90 分全铝镁合金旅行箱面世、附加蓝牙解锁功能的版本定价仅 1999 元，获得了 IF 设计大奖，以做“汽车的精密标准来制作每一只金属箱”，在京东网上好评率 100%； 引入京东成为战略投资者，12 月上市；
2017	90 分迎来爆发式增长，17Q1 销量超预期；1.56 亿现金收购润米科技 26%股权、持股比例提升至 77%，硕米从 56%提升至 76%； 公司成为迪卡侬全球 40 家战略合作伙伴供应商之一、并成为第 2 家迪卡侬家族战略合作伙伴的供应商；与美国铝业、科思创、日本东丽、YKK、Segway 等知名供应商深度合作；
2018	年初 CES 展上展示了黑科技产品自平衡智能跟随旅行箱“Puppy1”；在刷爆商业圈的罗辑思维跨年演讲上，开润股份及 90 分品牌被作为解读“中国式机会”之“比特化脑洞”的典型案例，被罗振宇重点提及。 2018 年重点在于渠道多元化（拓展线下，体外孵化 90GO）；品类多元化（拓展鞋服）
2019	C 端受到小米团队人员变更影响增速放缓； 90 分从 300-400 元拓宽价位带至 400-1000 元，与米牌切割、单独运营； 收购印尼宝岛工厂，成功进入 Nike 供应商体系（对应收购 PE 30 倍）；由于 NIKE 的背书，成功打入 VF 供应链。
2020	2B、2C 业务均受到疫情冲击； 4 月，公司拟非公开发行募集资金不超过 6.95 亿元，用于印尼箱包生产基地、滁州时尚女包工厂项目、安徽开润股份有限公司信息化建设项目及补充流动资金项目。

资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 资本市场表现：从 2XPEG 到 1XPEG，目前处于底部区间

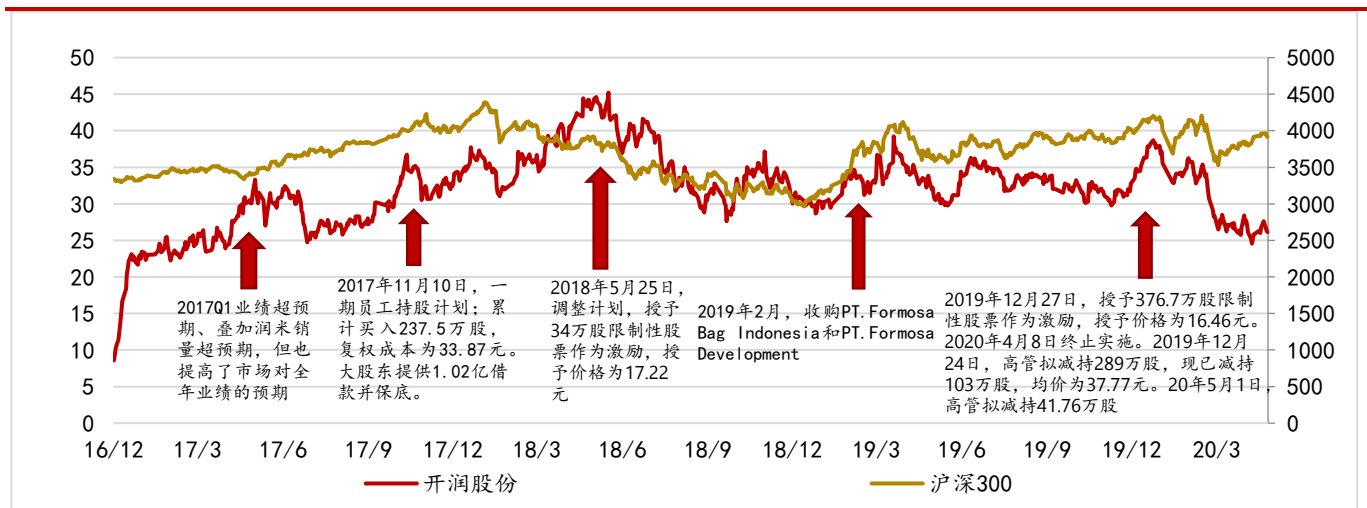
2016 年上市至今（截至 2020 年 5 月 20 日），公司股价上涨 221%，跑赢 SW 纺织服装 272PCT、跑赢沪深 300 210PCT。2020 年 5 月 20 日公司市值约 60 亿元。公司上市以来累计融资金额为 3.26 亿元，累计现金分红金额为 1.17 亿元。

回顾公司历史股价表现，我们分为两个阶段：

(1) 2016 年 12 月-2018 年 6 月上漲阶段：1) 公司上市之初即迎来 17Q1 业绩超预期，主要得益于 90 分线上销量超预期，彼时适逢消费股结构性牛市阶段，公司作为电商高成长的代表，受到市场追捧；但也正由于 17Q1 超预期，调高了市场对 2017 全年的业绩预期，从而在中报、三季报前后经历了阶段性调整。2) 2018 年上半年是 2016Q4 以来可选消费复苏的高峰和尾声阶段，这一期间，公司 2B 业务新增新零售大客户、2C 业务维持翻倍以上增长，叠加贸易战第一阶段缓和，2018 年 6 月公司股价最高点对应 PE 为 57 倍、接近 2XPEG、市值 99 亿。

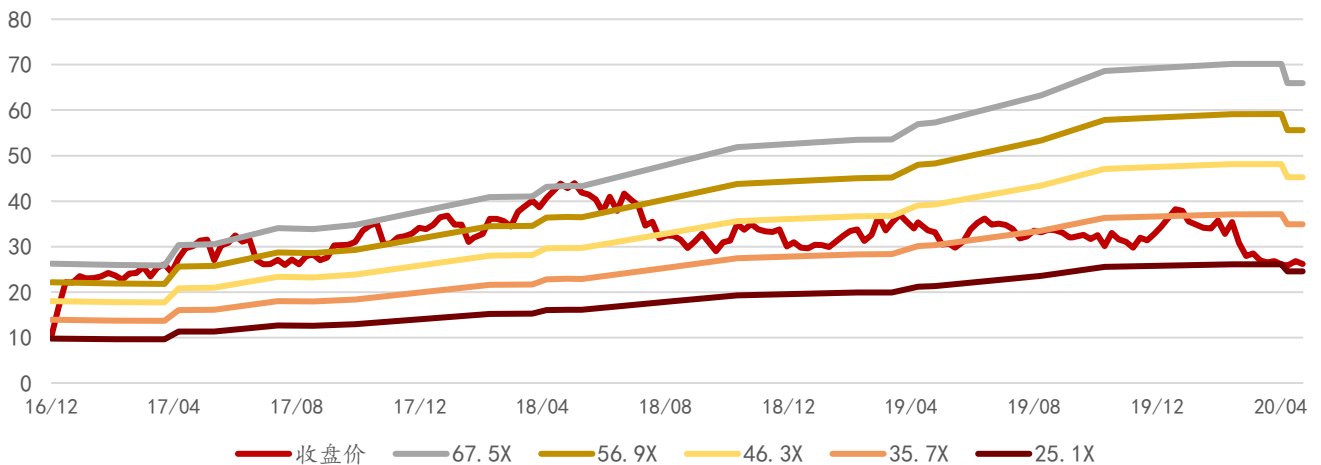
(2) 2018 年 6 月-至今下跌阶段：这一期间随着公司净利增速降至 30%左右、1XPEG，公司估值范围也被下杀至 25-35 倍，具体来看：1) 2018 年下半年以来，a. 公司 2B 业务受到贸易战影响；b. 公司 2C 业务进行了品类延伸（鞋服）和渠道延伸（线下），但市场对此存在分歧，历史来看，市场对专一、聚焦型的公司给予了更高的估值；c. 小米 7 月上市以来持续杀估值，也对产业链公司的估值有所影响。2) 2019 年 2 月，公司收购印尼工厂从而成功进入 Nike 供应商体系，迎来估值修复；但 2019Q3 受小米人员变更影响，小米端渠道增速放缓使得业绩低于预期。3) 2020 年初至今，公司 2B 和 2C 业务均受到疫情影响，目前估值已跌到 20/21PE22/17X，处于历史底部区间。对比小米来看，公司 2019 年最低跌至 20X，随后迎来估值修复。

图 3 上市至今股价走势



资料来源：wind，华西证券研究所

图 4 开润股份 PE BANDS



资料来源: wind, 华西证券研究所

1.3. 股权结构: 大股东持股比例较高, 员工和管理层激励充分

公司创始人范劲松总持股 61.46%，为第一大股东及实控人，此外前十大股东中 3 名为管理层。公司上市后继续加强对员工和管理层的激励，2017、2019 年两次实施限制性股票激励计划（其中 2019 年激励计划于 2020 年终止）；2017 年公司开展第一期员工持股计划，认购员工 57 人，至 2020Q1 末员工持股计划市值约 1.14 亿元，占公司总股本 1.97%。

表 2 2020Q1 开润股份股权结构

股东名称	占总股本比例 (%)
范劲松	61.46%
高晓敏	3.53%
全国社保基金四零四组合	2.63%
香港中央结算有限公司(陆股通)	2.49%
第一期员工持股计划	1.97%
大成睿享混合型证券投资基金	1.93%
鹏华新兴产业混合型证券投资基金	1.60%
全国社保基金一零二组合	1.59%
中国人寿委托鹏华基金公司混合型组合	1.51%
钟治国	1.25%

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 3 股权激励及员工持股计划

	时间	股权激励份额	行权价	覆盖员工人数	行权条件
股权激励计划	2017	94.73 万股	27.96 元 (复权价 15.38 元)	142 人	以 2016 年净利润为基数，2017-2020 年净利增速不低于 15%/32%/52%/75%
	2019	376.74 万股	16.46 元	51 人	以 2018 年净利润为基数，2019-2023 年净利增速不低于 15%/32%/52%/75%/100% (2020 年终止)。
员工持股计划	2017 年公司开展第一期员工持股计划，认购员工 57 人，至 2019 年年末员工持股计划市值约 1.5 亿元，占公司总股本 1.97%，业绩考核条件为以 2016 年净利润为基数，2018/2019/2020/2021 年净利润增长率不低于 32%/52%/75%/101%。				

资料来源：wind，华西证券研究所

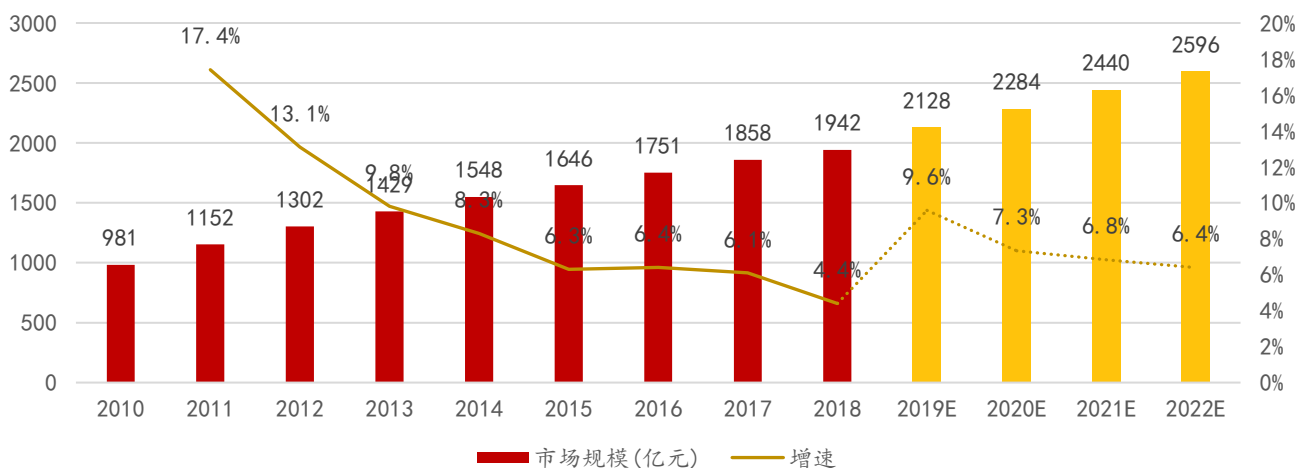
2. 箱包行业：市场规模近 2000 亿，受国货潮和创新驱动

2.1. 市场规模：未来行李箱市场有望达到 700 亿以上

根据 Euromonitor 数据，2018 年国内箱包市场规模为 1942 亿元，同比增长 4.4%。分品类来看，国内行李箱市场规模从 2008 年的 106 亿元增至 2018 年的 352 亿元，年复合增速达 12.75%；包袋市场规模则从 2008 年的 661 亿元增至 2018 年的 1,711 亿元，年复合增长 9.98%。若以箱包市场整体口径计算，2018 年公司市占率仅为 0.53%、其中 90 分市占率仅 0.24%；若分品类测算，我们估计 2C 业务中行李箱/包袋/其他分别占比 60%/30%/10%，则公司在行李箱/包袋市场市占率分别为 1.7%/0.2%。

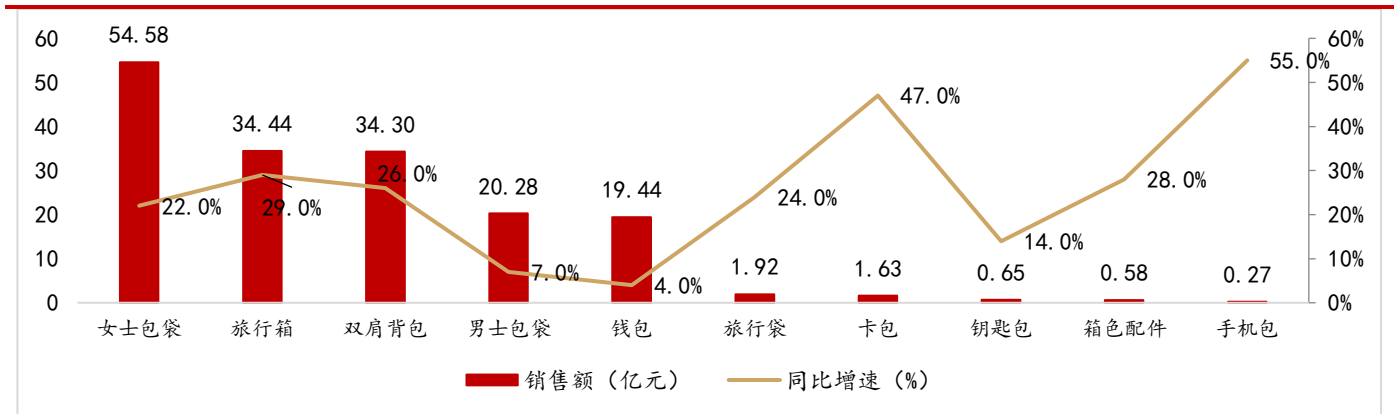
分品类来看，手机包和卡包增速最快、达到 50%左右，但体量仍小；女士包袋、旅行箱、双肩背包占据主要体量，且增速达到 22%/29%/26%，维持较高增速。

图 5 箱包市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，华西证券研究所

图 6 2017 年箱包皮具行业核心品类销售额及增速情况



数据来源：前瞻行业研究院，华西证券研究所

从人口方面来看，我们认为有 2 个数据分析箱包需求较为重要：(1) 从机场客流看商务人群：20 年间国内机场从单个机场不到千万客流，发展至有 11 个机场客流超过 3000 万人、最大的机场过亿，代表着商务客群的增长趋势；(2) 出境游：目前约 1.55 亿人。我们假设未来 10 年：(1) 机场客流复合增速 2%、其中商务出行占比 50%、考虑吞吐量口径重复计算、给予减半；出境游客流复合增速 1%、其中广东至港澳台等短途游占比 50%；(2) 商务/旅游箱子渗透率假设为 80%/70%；(3) 商务/旅游箱子客单价假设为 1000/300 元，此外由于国内游长短途不好区分，我们统计核心用户未计入，从而得出长期国内核心客群的旅行箱需求在 984 亿元。

受益于不同人群渗透率、箱包单价提升，我们预计 2030 年我国箱包市场空间有望超 700 亿元。我们将箱包购买者分为四类人群，低端/中低端/中端/高端，分别对应农民工/城镇 16-59 岁收入后 50%/城镇 16-59 岁收入中 45%/城镇 16-59 岁收入最高 5%。我国农村人口及城镇 16-59 岁人口超 5.5 亿人/近 5.5 亿人，预计低端/中低端/中端/高端人口基数分别为 2.82/2.72/2.44/0.27 亿人。考虑到近些年出行需求增加，我们预计箱包渗透率有望增加 12pct 至 76%。随着人均可支配收入的提升、以及未来箱包功能性提升，我们预计中长期低收入人群/中低收入人群/中收入人群/高收入人群箱包中性预期下的平均价格为 105/241/541/1,595 元。由此我们预计中长期低收入/中低收入/中收入/高收入人群中性预期下的市场规模为 42/123/354/185 亿元。

表 4 箱包市场规模测算

	悲观	中性	乐观
箱包购买人群基数 (万人)	82,525	82,525	82,525
——低收入人群人数	28,203	28,203	28,203
乡村人口	55,168	55,168	55,168
乡村外出务工比 (%)	51%	51%	51%
——中低收入人群人数	27,161	27,161	27,161
16-59 岁城镇人口	54,322	54,322	54,322
——中收入人群人数	24,445	24,445	24,445
——高收入人群人数	2,716	2,716	2,716
箱包渗透率	73%	76%	79%

——低收入人群箱包渗透率	67%	70%	73%
——中低收入人群箱包渗透率	72%	75%	78%
——中收入人群箱包渗透率	77%	80%	83%
——高收入人群箱包渗透率	82%	85%	88%
箱包更新率	27%	27%	27%
——低收入人群箱包更新率	20%	20%	20%
——中低收入人群箱包更新率	25%	25%	25%
——中收入人群箱包更新率	33%	33%	33%
——高收入人群箱包更新率	50%	50%	50%
箱包购买人数(万人)	16122	16780	17438
——低收入人群箱包购买人数	3,796	3,965	4,135
——中低收入人群箱包购买人数	4909	5113	5317
——中收入人群箱包购买人数	6,299	6,543	6,788
——高收入人群箱包购买人数	1118	1158	1199
人均箱包购买支出(元)	407	419	432
——低收入人群箱包支出	100	105	110
——中低收入人群箱包支出	231	241	251
——中收入人群箱包支出	521	541	561
——高收入人群箱包支出	1,575	1,595	1,615
箱包市场规模(亿元)	656	704	753
——低收入人群箱包市场规模	38	42	45
——中低收入人群箱包市场规模	113	123	133
——中收入人群箱包市场规模	328	354	381
——高收入人群箱包市场规模	176	185	194

资料来源：华西证券研究所

2.2. 行业竞争格局：400-1000 元价格带大有作为

我们分箱包代工和箱包零售两部分来分析行业竞争格局，集中度均较低。

2.2.1. 国内箱包代工行业市场格局：8 省份占据 80%以上

国内箱包代工企业主要在沿海的广东、福建、浙江、山东、上海、江苏、和内陆的河北、湖南等 8 个省份、占全国 80%以上的市场份额。主要代工企业包括福建祥兴（客户为国内外著名的旅游品牌、运动品牌）、威海金猴、浙江泰普森、泉州子燕、青岛捷爱斯、达派(中国)箱包、广州市斐高箱包等。

表 5 开润 2B 业务竞争对手情况

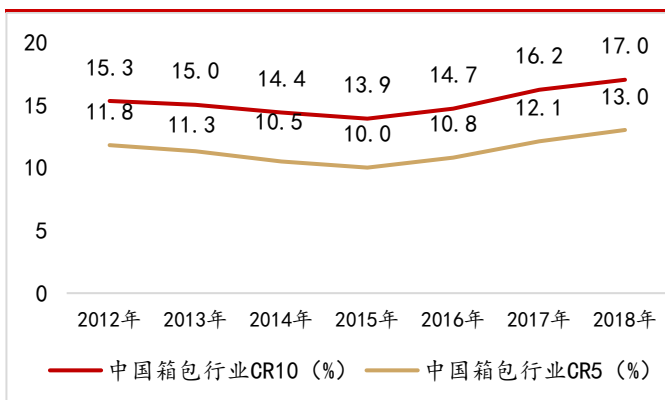
公司名称	年产能	生产类型	品牌客户	生产类型
开润股份	约 6750 万件	休闲包袋、运动包袋、电脑包、商务包袋	耐克、迪卡侬、戴尔、惠普、华硕	OEM 及 ODM，拥有自主品牌 90 分
祥兴箱包集团	超过 1 亿只	旅行箱、运动包袋、商务包袋等	SWISSGEAR、SAMSONITE、HIGHSIERRA、TOTTO、Adidas	OEM/ODM，有自主品牌 SUIESSWIN、GEM、HIGHLAND、COTS、SMART、WELLS WALLS、LUMMA 等，收购美国知名户外品牌 Granite gear 及香港旅行品牌 TRAVEL+PLUS 等，拥有 QUIKSILVER、DC、Champion 等海内外著名箱包品牌代理权
金猴集团	超过 200 万套	电脑包	三星、戴尔	-
泰格斯	-	笔记本电脑包、平板电脑保护套、产品配件	三星、NPD、微软、苹果、Google	OEM，拥有自有品牌 Targus、Targus California 等

资料来源：公司官网，招股书，华西证券研究所

2.2.2. 国内箱包零售市场竞争格局：小米成为中间价格带的价格杀手

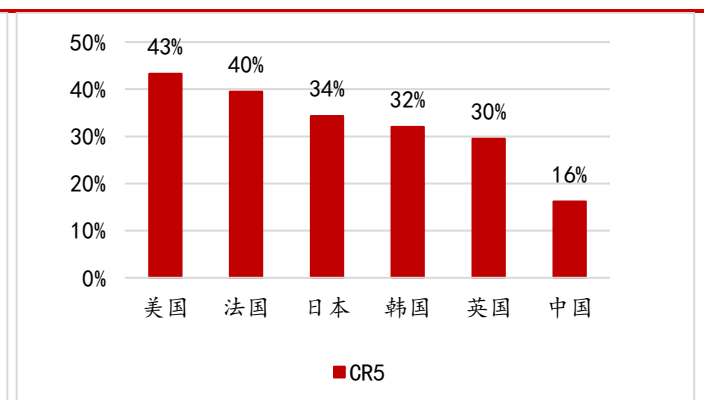
国内箱包品牌市占率 CR5 为 16%、CR10 为 21.6%，相较国外来看市场集中度较低，未来随着消费者对功能性要求提升、市场集中度有望提升。

图 7 2012-2018 年中国箱包行业市场集中度统计情况



数据来源：前瞻行业研究院，华西证券研究所

图 8 2017 年主要国家 CR5 值



数据来源：前瞻行业研究院，华西证券研究所

分价位带来看：(1) 顶级 (10000 元以上)：以国际奢侈品牌如 LV、Gucci、Chanel 等为主；(2) 高端 (1000 元以上)：一方面包括 Coach、MK、Kate Spade 等轻奢品牌，另一方面包括定位高端的行李箱品牌、如 RIMOVA、新秀丽等；(3) 中端

(400-1000 元)：具备一定性价比，包括美旅、Crown、外交官等；(4) 低端 (300 元以下)：线上以淘品牌为主，线下以批发市场、火车站等渠道品牌为主。

因此总的来说，1000 元以上被新秀丽等大品牌占据，300 元以下主要是淘品牌的天下，中间 400-1000 元价格带空间较大：(1) 根据京东和天猫箱包价格带占比来看，京东以中端为主 (323-613 元价位带购买占比 45%)、天猫以低端为主 (99-249 元价位带购买占比 60%)。(2) 我们分析，中间价位段以前包含很多品牌，如皇冠、美旅、Delsey 等，但由于小米进入、作为价格杀手使得这些类渠道品牌不得不再降低价格带，因此我们判断，未来 90 分有望在这个价位带继续抢夺新秀丽、美旅、外交官等的市场份额。

表 6 线上箱包分价位带购买占比情况

京东					
价格区间 (元)	0-189	189-323	323-613	613-973	873-6649
购买占比	10%	27%	45%	12%	6%
天猫					
价格区间 (元)	0-99	99-249	249-513	513-11629	
购买占比	33%	60%	9%	1%	
拼多多均价 (元)	50.25				

资料来源：京东，天猫，华西证券研究所

表 7 重点箱包品牌比较

公司	创立时间	国别	特色	收入 (亿美元)	价位带	SKU (种)
新秀丽	-	-	-	36.39	-	-
——新秀丽	1910	美国	黑标 Vintage 系列	16.55	1380-2780	219
——Tumi	1975	美国	高品质商旅箱包	7.67	790-15900	230
——美旅	1933	美国	坚固且高性价比	6.55	90-3780	96
外交官	1971	台湾	高端五星级酒店专卖店扩张路线	-	312-8380	116
RIMOVA	1898	德国	轻巧旅行箱的先驱，平行沟槽式结构设计，被 LV 收购	-	2080-32999	63
皇冠	1952	台湾	强调国际流行色；在印尼销售最好	-	409-3492	108
达派	1991	福建	致力于设计，研发，制造和分销品牌为 DAPAI 的双肩背包和行李包	-	219-1099	224

爱华仕 OIWAS	1995	惠州	不同功能划分, 提供不同皮质箱包	-	199-3599	127
大使 DELSEY	1946	法国	注重创新的设计, 因优质产品和贴心细节备受用户青睐	-	199-4308	71
雅士 EMINENT	1979	台湾	以出口欧美等发达国家为主, 定位于中端市场	-	299-3580	53
爱思 ACE	1940	日本	首创轮式硬箱设计	-	248-4798	91

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

表 8 国内箱包市场市占率前 10 品牌

公司	2014	2015	2016	2017	2018
开云集团	3.0%	3.0%	3.3%	4.0%	4.9%
LVMH	3.9%	3.2%	3.6%	4.1%	4.6%
香奈儿	2.2%	2.3%	2.4%	2.6%	2.8%
Tapestry	-	-	-	2.0%	2.1%
新秀丽	1.5%	1.5%	1.7%	1.7%	1.7%
阿迪达斯	1.1%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%
VF 集团	0.9%	0.9%	1.0%	1.0%	1.1%
卡普里控股	-	-	-	-	1.0%
Prada	1.2%	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%
爱马仕	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
托里伯奇	0.5%	0.6%	0.7%	0.8%	0.8%
保兰德	1.0%	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%
COACH	1.8%	2.0%	2.0%	-	-

资料来源: 欧睿, 华西证券研究所

表 9 双十一箱包类 GMV 前十品牌

排名	2017 年 (GMV)	2018 年	2019 年
1	七匹狼 (5.63 亿元)	小米 90 分	小米
2	稻草人 (3.09 亿元)	新秀丽	CHARLES&KEITH
3	CHARLES&KEITH (2.41 亿元)	CHARLES&KEITH	新秀丽
4	蔻驰 (2.24 亿元)	美旅	MCM
5	花花公子 (1.75 亿元)	稻草人	Michael Kors

6	佐斯登 (1.70 亿元)	七匹狼	卡帝乐鳄鱼
7	魔比斯 (1.60 亿元)	菲安妮	美旅
8	新秀丽 (1.58 亿元)	迪桑娜	七匹狼
9	90 分 (1.51 亿元)	MCM	稻草人
10	皮尔卡丹 (1.48 亿元)	ELLE	金利来

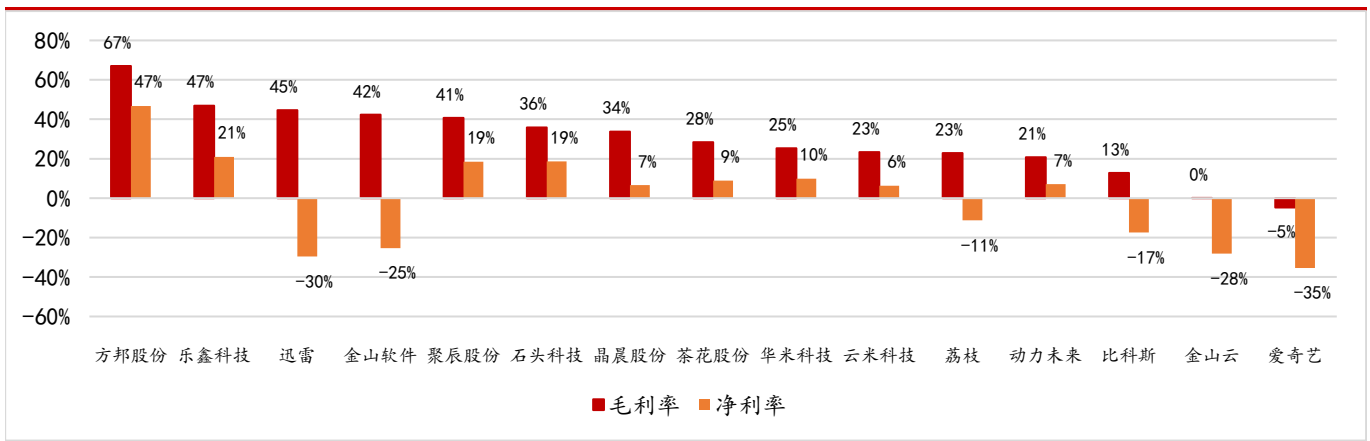
资料来源：天猫，华西证券研究所

2.3. 行业趋势：2B+2C 型公司有望通过线上打造自主品牌

2.3.1. 小米产业链：发展自有品牌是必由之路

高速增长的背后，小米产业链公司对小米的议价能力较弱，相较网易严选来看，小米对供应链的参与程度更深、对性价比要求更为严苛、从而产业链公司利润率承压也就较大。2015-2019 年华米的小米渠道毛利率分别为 12.5%、17.5%、23.6%、22.8%、21.4%，而自主品牌的毛利率分别为 7.9%、20.2%、26.0%、31.8%、35.3%；发展初期，自主品牌毛利率低于小米、但随着自主品牌逐步成熟，2019 年毛利率已高出小米渠道近 14PCT。

图 9 2019 年小米产业链公司毛利率、净利率 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

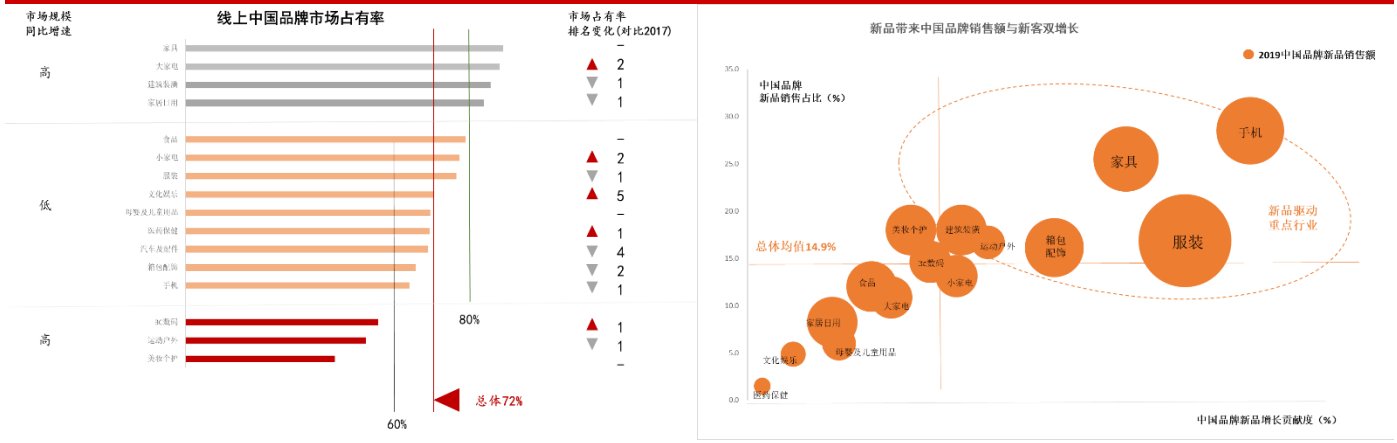
2.3.2. 线上国货潮兴起，品类创新推动箱包行业扩容

根据阿里研究院《2020 中国消费品牌发展报告》，2019 年线上中国品牌市占率达到 72%，在乳制品、数码产品等品类中，近 1/3 的消费者会在高端产品上选择中国品牌；在快消品中，近两年中国品牌抢占了超过 4/5 细分品类的外资品牌的市场份额。我们分析，这一现象的背后，是线上消费者对品牌的认知发生了变化，即不再为品牌自身价值支付高溢价、品牌更多作为超越白牌产品的一种质量背书，这也就为国产品牌通过线上弯道超车提供了可能性，珀莱雅、摩飞、南极电商的成功都可以作为典型例证。

分人群来看，国潮用户主要来自：(1) 高线城市女性；(2) 85 后-00 后的消费者。

分品类来看，(1) 增速：国产品牌增速最快的 3 个品类为医药健康、美妆个护、食品行业 (38.5%/36.7%/31.5%)；国产品牌份额最高 (超过 80%) 的品类 (家具、大家电、建筑装潢、家居日用) 和最低 (低于 60%) 的品类 (3C 数码、运动户外、美妆个护) 增速最快，份额在 60-80% 的品类 (食品、小家电、服装等) 则增速较低。(2) 市占率提升：对比 2017 年来看，文化娱乐上升了 5 位，家具、小家电上升了 2 位，医药保健、3C 数码上升 1 位；名次下降最快的是汽车及配件行业市场规模下降 4 位、箱包配饰下降了 2 位。

图 10 2012-2018 年中国箱包行业市场集中度统计情况 图 11 2012-2018 年中国箱包行业市场集中度统计情况



数据来源：阿里研究院，华西证券研究所

数据来源：阿里研究院，华西证券研究所

中国品牌继续通过品类创新推动市场规模扩大，品类创新对市场规模扩大的总体贡献度达到 44.8%，较 2018 年增长了 15.2PCT。2019 年中国品牌新品发售表现十分活跃，从新品销售额占比和新品增长贡献度两方面来看，手机、服装、家具、箱包配饰、运动户外、建筑装潢是新品驱动的重点行业。依靠品类创新实现增长的行业主要是母婴及儿童用品、家具、服装、箱包配饰、小家电、建筑装潢六大行业。

2.3.3. 摩飞的启示：2B 与 2C 未必不能兼容，线上提供弯道超车机会

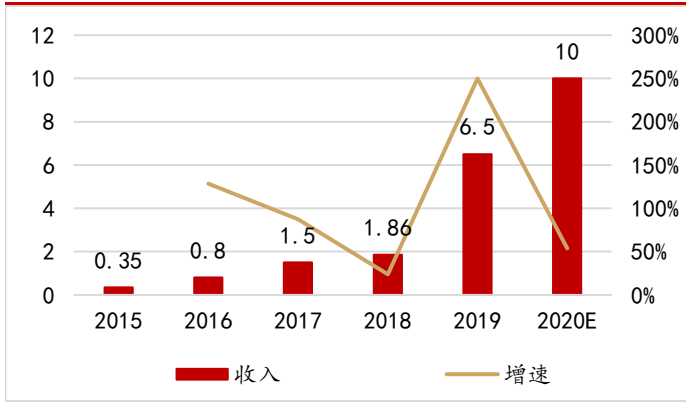
新宝股份此前是英国高端小厨电品牌摩飞的 ODM 代工商，2014 年开始代理，通过线上渠道弯道超车，绕开了传统小家电的线下壁垒，成功将摩飞打造成网红品牌。具体来看，(1) 借力新兴渠道：分结构来看，微商+礼品/传统线上/线下渠道收入占比为 30%/60%/10%；(2) 抓住细分需求，打造爆款单品：公司不追求 SKU 数量、而是基于“便携”和“多功能”深挖用户需求，且款式设计上颜值较高、符合高线城市审美，推出便携式榨汁机、手持式咖啡机、多功能料理锅等多个爆款单品；(3) 营销：利用 KOL 资源进行社群营销、口碑传播；(4) 供应链：新宝多年积累的供应链能力，保证了快速反应、质量稳定。

从估值来看，新宝股份是小家电出口第二名，此前以代工为主、业绩受出口环境、汇率波动、原材料波动影响，估值在贸易战背景下跌至 10-15x 左右、天花板明显；而 2017 年摩飞进入爆发式增长、特别是 2020 年以来受疫情影响、摩飞多功能锅销售再度超预期；摩飞整体体量在 20 亿、利润 2 亿左右、海外已经进入增长停滞阶段，而市场预计今年摩飞线上达到 10 亿收入、占比一半，叠加利润率较传统业务更高 (估计净利率在 15%左右)，带动了公司的戴维斯双击，估值达到 30x。

从开润和新宝的比较来看，我们认为有诸多共同之处：(1) 均为 ODM 起家，相较于竞争对手来看愿意投入研发、在自动化方面领先于行业，从而具备一定议价能力，且

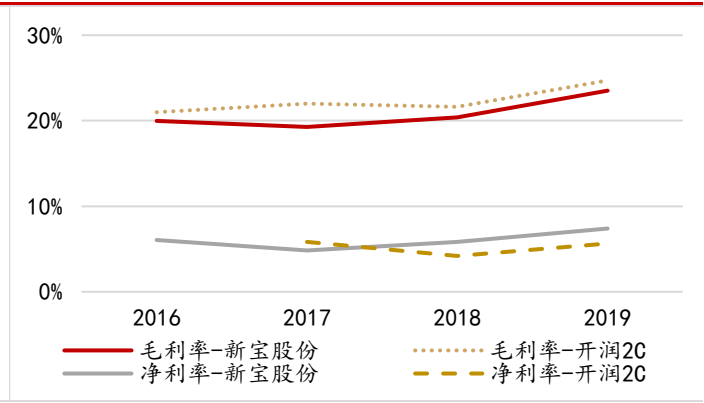
开润前5大客户集中度更高；(2)品牌运营均通过极致爆款产品、社群营销、实现了线上高增长；(3)代工和品牌均做了切割，开润通过渠道切割，新宝则通过国别、渠道和品类切割。但二者不同之处则在于：(1)箱包品类的使用频次更低，公司需要更强的新品迭代能力、“制造”需求；(2)摩飞净利率更高；(3)疫情影响不同，我们判断疫情结束后、箱包行业将更为受益。

图 12 摩飞历年收入、增速、收入占比（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 新宝股份和开润股份 2C 端毛利率、净利率对比



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3. 公司优势：最懂海外客户的箱包供应商+最懂线上运营的箱包品牌

开润股份依托 2B/2C 业务双轮驱动，2B 方面优势在于自动化水平高、相较同行团队年轻、交期和质量高，从而获得了优质海外客户；2C 优势则在于早期依托小米 3 亿用户、打造极致单品，并依托研发优势不断进行新品迭代，成为箱包行业中最擅长线上运营的品牌。

3.1. 2B：进入国际客户核心供应商序列，全球布局分散风险

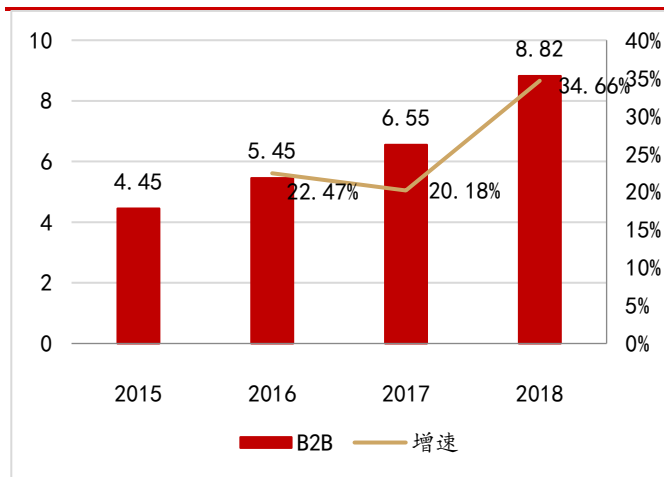
2019 年公司 2B 业务约 13 亿元、占比 50%左右，2015-2019 年 4 年 CAGR 达 31%，毛利率在 30%以上，净利率在 12-13%。2B 代工业务主要包括 ODM 和 OEM，(1)分品类来看，休闲包袋和商务包袋 19H 占比为 78%/22%；(2)分委外和自产来看，自产和委外产量占比分别为 32%/68%，其中自产中国内/国外占比为 40%/60%。

表 10 2B 业务主要产品客户

主要产品	主要客户	代工类型	收入占比
休闲包袋	迪卡侬、名创优品、VF 集团、NIKE、小米、Vera Bradley	OEM	78%
商务包袋	戴尔、惠普、华硕、小米、Mentor Media Ltd	ODM	22%

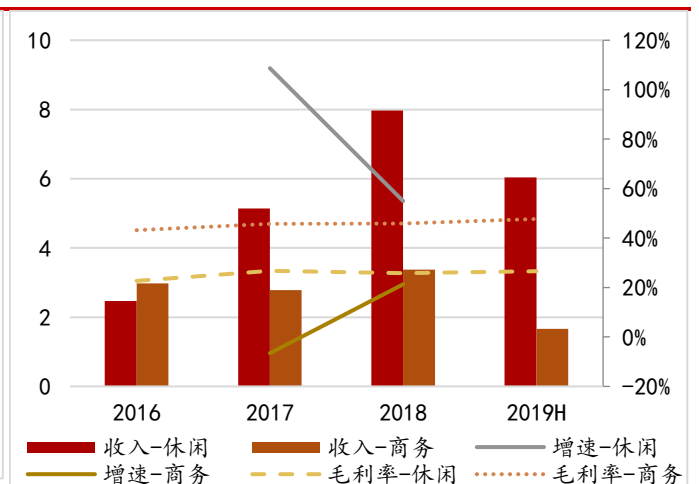
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 2B 业务收入 (亿元)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 15 2B 产品收入、毛利率情况 (亿元, %)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.1.1. 客户：已进入迪卡侬、NIKE、VF 核心供应商行列

目前公司 2B 业务前五大客户包括迪卡侬 (占比 20%)、惠普、戴尔、NIKE、名创优品 (后四位各占比 10-20%)；2019 年收购印尼工厂后，NIKE 已成为第一大客户。

我们分析，公司 2B 代工业务的主要优势在于自动化水平、交期和质量高于行业，从而得以积累了一批稳定的优质客户资源，主要包括 3 类：(1) IT 客户：包括联想、华硕、惠普、戴尔等；(2) 新零售客户：包括名创优品、网易严选、淘宝心选、海澜优选等，由于新零售客户追求极致性价比、对供应商的要求较高，可选的供应商并不多；新零售客户毛利率也较低，公司选择进入新零售客户主要出于战略考量；(3) 国际大牌集团：NIKE、迪卡侬等，国际品牌在选择供应商时要求更高、周期更长，但通过之后客户便不会轻易更换，形成较强的验厂壁垒，且经过国际品牌、特别是 NIKE 认证背书后，也有利于公司进一步拓展其他海外品牌客户。

我们分析，未来优质供应商的稀缺性将越发凸显，未来 80% 的订单可能会集中到 40 家左右核心供应商、剩下的 20% 订单分配给 100 家左右其他供应商。开润目前已成为迪卡侬董事会战略合作的中国 2 家企业之一、并进入 NIKE、VF 核心供应商行列；且一旦达成合作，国际品牌通常不会轻易更换、并和供应商做中长期产能规划、订单确定性更强。

3.1.2. 布局海外生产基地，规避关税风险

海外布局方面，公司于印度设有制造基地、并于 2019 年收购了印尼工厂，海外布局使得公司在贸易战背景下优势明显：(1) 人工成本低：印尼平均月工资为 1357 元，开润核心工厂所在地滁州的平均月工资为 5022 元，即使考虑到人工效率的差异，海外人工成本也仍有比较优势；(2) 关税差异：印尼为 GSP (Generalized System of Preference、即普惠制关税制度) 国家，对美国出口享受零关税制度 (此前，公司出口至美国的产品主要为软包，属于加征关税的商品范围，即关税税率从 17.60% 增至 42.60%)。

收购后，公司整合效果明显，印尼工厂 2019H 收入已超过 2018 年全年。

图 16 印尼工厂收入和净利（亿元）

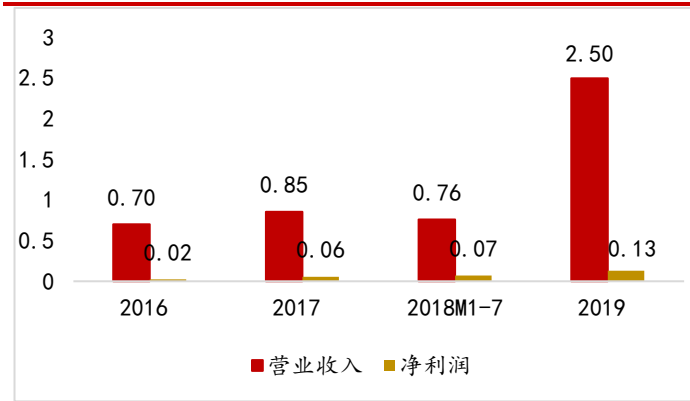
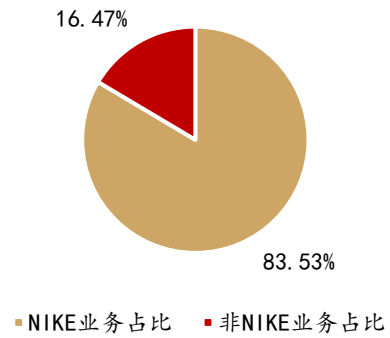


图 17 PT. Formosa Bag Indonesia 中 NIKE 占比



资料来源：公司公告，华西证券研究所。注：2019 年数据为 2019 年 2 月后的并表数据

资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 11 中国与印尼人工、关税及所得税对比

		中国	印尼
毛利率		IT 客户 30-40%，新零售客户 10%+	接近 30%
关税	欧洲	3%	0
	日本	8%	0
	美国	5% (附加税 10%)	0
所得税	所得税率	25% (高新申请下来税率将下降，高新税率为 15%)	25%
人工	月工资	4000-5000 元	817-2042 元
净利率		12-13%	5-10%

资料来源：华西证券研究所

3.2. 2C：单款体量+小米渠道+黑科技新品迭代+口碑营销

2019 年公司 2C 业务约 13 亿元、收入占比 50%、2015-2019 年 CAGR 达 126%，毛利率 24-25%、净利率 5-6%。

3.2.1. 供应链：单款体量优势决定性价比优势

90 分主要采用委外代工模式，因此我们认为单款体量直接决定了公司同供应商的议价能力、及对供应链的管控能力。

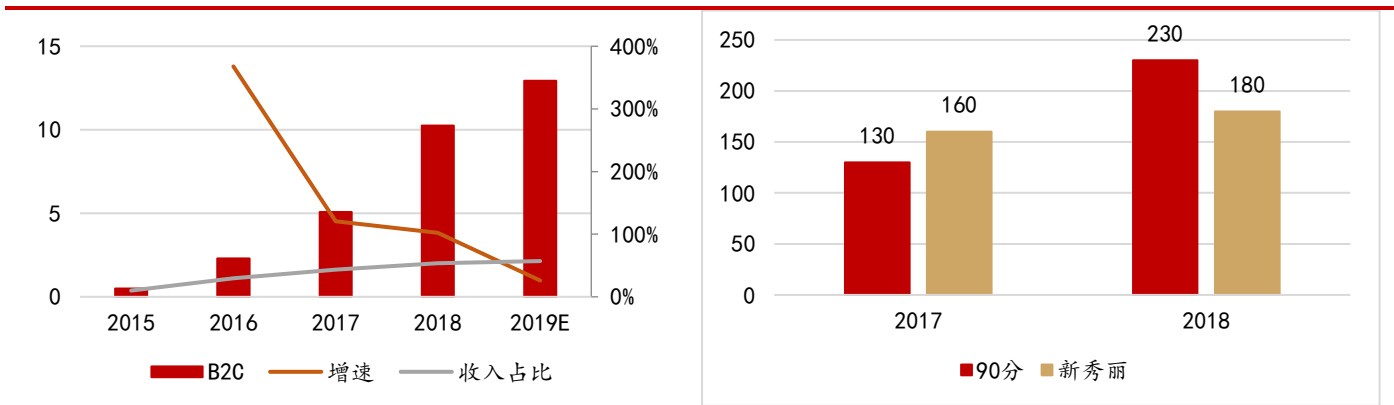
相较新秀丽来看，新秀丽目前在国内最大，但公司 SKU 较多，单款的量相对不大，90 分基于定位中高端、SKU 少，在同供应商议价方面更为有利，从而公司才能做到 299 元的箱子质量高于新秀丽 1500 元的产品。

相较 RIMOVA 来看，RIMOVA 的经典产品是竖条纹旅行箱、竖条纹主要起到更加坚固的作用，90 分主要走产品差异化路线：1) 90 分的万向轮旅行箱拉杆设计更长、更牢固、不会晃动，从而推动更为省力；2) 90 分和美国铝业合作了一种从未在箱包上用过的新型材料，而美铝之所以愿意合作，也是看中了公司在小米背书基础上、单款体量规模优势。

从合作的供应商来看，公司产品体量基本占到核心供应商产能的 1/3、占小型代工厂的 1/2。

图 18 2C 业务收入、增速、收入占比（亿元，%）

图 19 新秀丽 VS 90 分历年销量（万个）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.2. 研发：黑科技新品不断迭代

公司自设立之初就十分重视产品研发，2019 年公司拥有研发人员 275 人，研发支出约 7819.6 万元，研发支出/收入达 2.9%。公司同时积极与外部技术平台和企业如安徽省技术中心、德国科思创、美国杜邦等合作，率先采用新材料、并利用单款多量降低了供应商开发新材料的风险。

表 12 90 分历年新品

时间	主推产品	单价 (元)	产品特点
2015 年	90 分旅行箱	299	质量不亚于新秀丽 1499 元产品
2016 年	90 分智能金属旅行箱	非智能版 1799/智能版 1999	与 RIMOVA5999 元竖条纹产品差异化竞争，外壳首次采用和美国铝业合作的镁铝合金
2017 年	90 分新款金属登机箱、(2017 年德国 iF 设计大奖)、90 分七道杠旅行箱	新款金属：999；七道杠：18 寸-309、20 寸-329、24 寸-429、28 寸-529	新款金属：全铝材质；七道杠旅行箱：可进行四节提拉，适应不同身高的人群
2018 年	90FUN Puppy1 (2019 年德国红点设计大奖)、90 分轻商务登机箱 (2019 年德国红点设计大奖)	Fun puppy-4999；米兔儿童旅行箱 349；90 分轻商务登机箱 399	Puppy1：在 5 米范围内自动跟随
2019 年	90 分 X.L.a 轻盈都市 NICE 限定系列、90 分冰岛旅行箱	轻盈都市：569/699/899/1199；冰岛旅行箱：569/699	一体式开锁结构

资料来源：公司公告，官网，华西证券研究所

3.2.3. 渠道：初期借力小米庞大用户群

小米产业链内的公司初期采用为小米代工模式，借助小米的背书以及国内外渠道迅速打开市场、实现渗透率的快速提升。小米当时用半年的时间来找合适的合作对象，在找到开润之后第二天就签了协议，通常小米产业链中每个品类会选择 2-3 个品牌，而箱包品类只有开润一家。目前，开润已成为小米生态链中最大的生活消费品公司。

小米在 2015-2018 年先后孵化了 89 家生态链公司，通过打造极致单品，部分公司已达到市占率行业前 3 名的水平。2014 年，华米和小米合作发布小米手环 1，1 年内小米手环实现国内市占率第一、3 年全球市占率第一，2015-17 年 3 年收入 CAGR 超 50%，2016 年净利润转正后、2017-2019 年 3 年净利 CAGR 达 85%。

2015-2019 年小米平台的 MIUI 月活数从 1.12 亿增长到 19 年 3.1 亿，为产业链公司提供了丰厚的流量优势。

图 20 平台运营费用对比（万元）

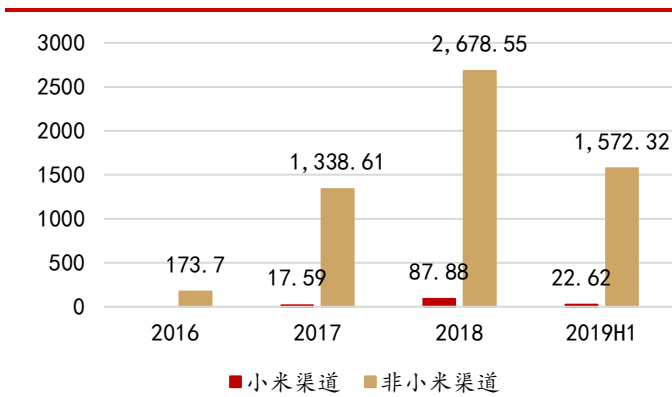
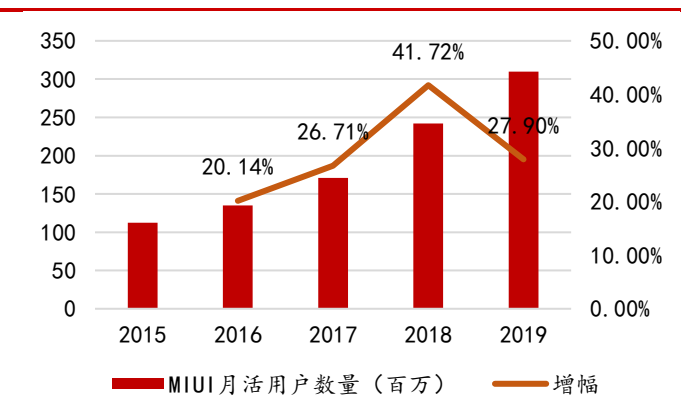


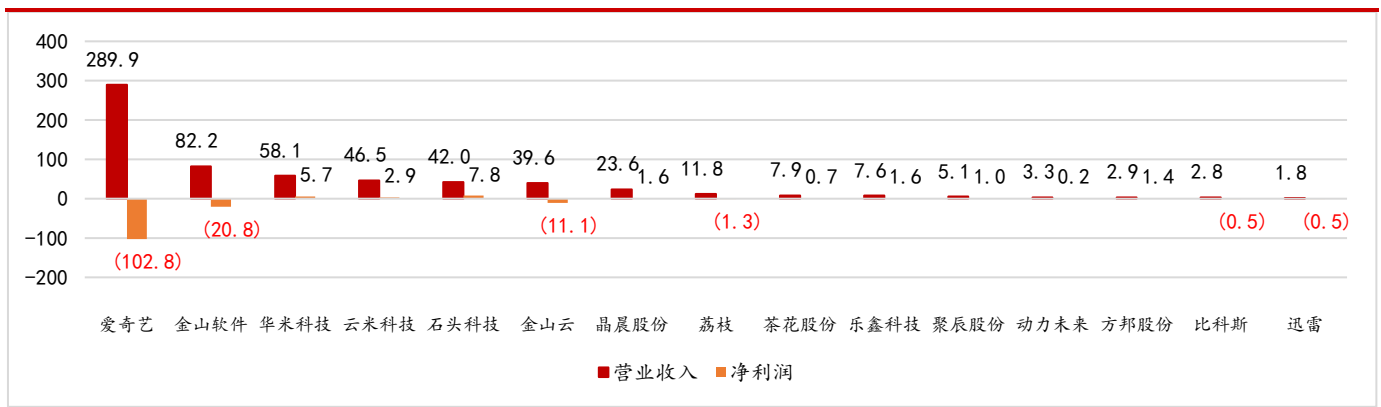
图 21 MIUI 月活用户数量（百万）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

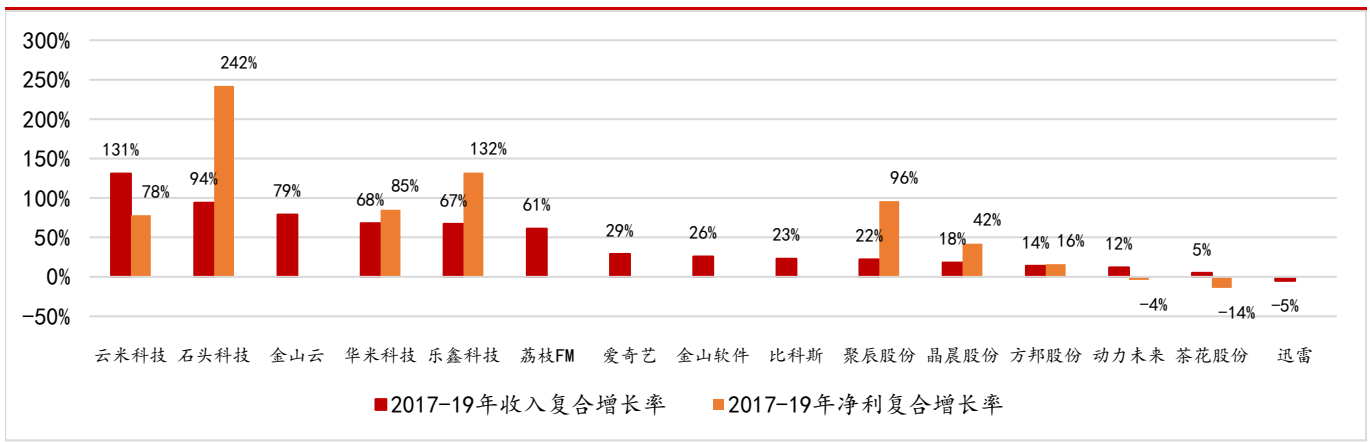
资料来源：小米公告，华西证券研究所

图 22 2019 年小米产业链公司收入、净利润（亿元）



数据来源：wind，华西证券研究所

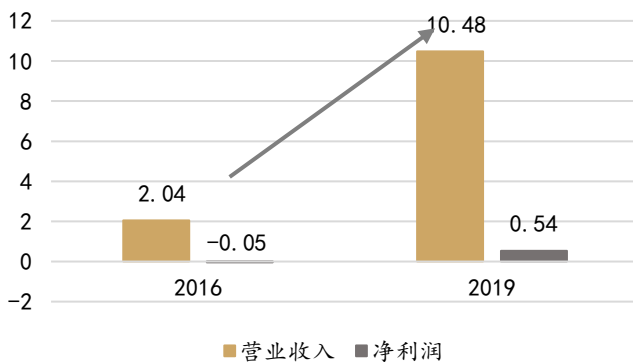
图 23 小米产业链公司收入、净利复合增长率 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

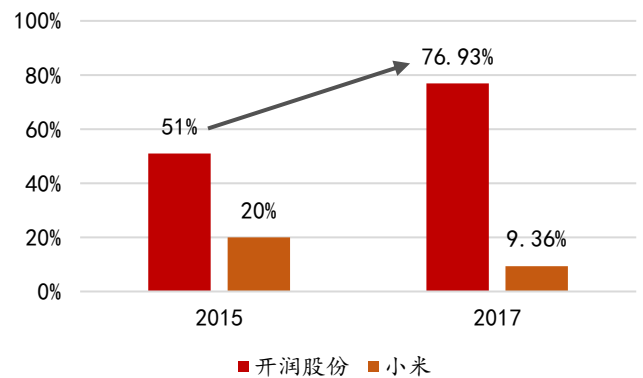
就开润而言, 2015 年 2 月 27 日, 小米和公司合作成立上海润米科技有限公司, 致力于打造优质出行生活场景, 以旅行箱、背包、功能性鞋服及出行配件为核心产品。2019 年润米收入为 10.48 亿元, 2016-2019 年复合增长率 72%。在渠道费用承担上, 小米渠道中开润仅承担运费, 大大降低了发展初期的成本压力。

图 24 上海润米业绩 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

图 25 润米股权变动

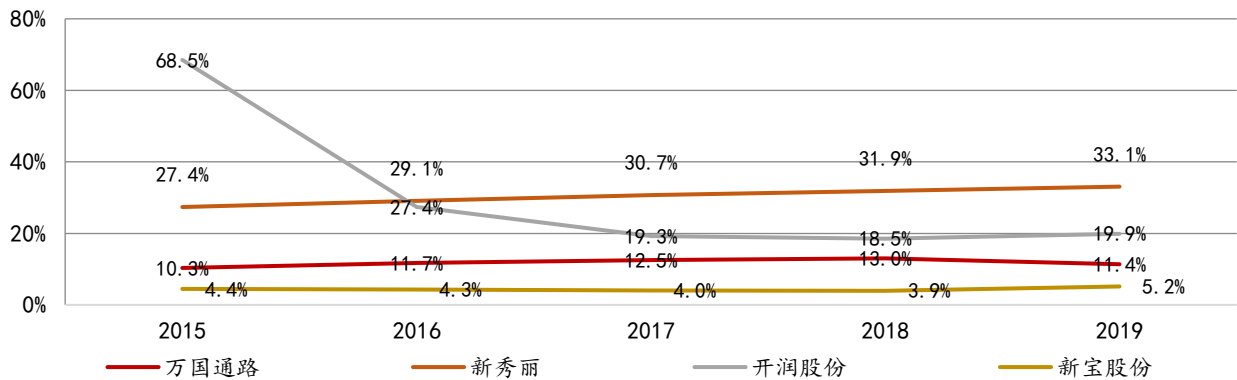


资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

3.2.4. 营销: 口碑营销, 销售费用率低于线下品牌

公司较为擅长依托产品为王、口碑宣传进行营销, 短短 3 年时间, 90 分累计用户已超 1000 万。公司营销方式包括: (1) 诸多一线明星如刘昊然、汪峰、章子怡、杨幂、马伊俐、林俊杰、宋祖儿等均在娱乐新闻中被曝出喜爱使用 90 分箱子, 迎合了各类人群对于时尚元素的追求; 罗永浩在 2018 年初的跨年演讲中提及 90 分, 也带来了较大的传播效应。(2) 参加 CES 展, 产品再引回国内时影响力更大。(3) 小米 3 亿用户、2.5 亿活跃用户提供了强有力的客群基础。

图 26 销售费用率



资料来源: wind, 华西证券研究所 (注: 开润采用销售费用/2C 收入)

4. 公司成长驱动: 2B 扩产+2C 份额提升

4.1. 2B: 围绕客户扩张品类, 围绕品类拓展客户

4.1.1. 客户: 采购份额仍存提升空间

我们分析, 未来公司 2B 端增长主要来自: (1) 老客户自身增长: 不考虑疫情影响, 预计客户自然增长将主要来自海外运动品牌如 NIKE、VF 贡献, IT 客户估计保持个位数增长, 新零售客户估计保持 20-30%增速; (2) 公司在客户采购份额的提升: 公司在传统 IT 客户采购份额已较高, 未来提升主要来自 NIKE、迪卡侬等; (3) 新客户拓展: 公司在 NIKE 背书基础上拓展了 VF, 预计未来仍将继续拓展海外客户; (4) 品类扩张: 公司在软包、旅行箱之外继续拓展时尚女包品类, 供给轻奢品牌。

表 13 开润 2B 端客户情况

排序	公司	收入占比	采购占比	2016-2019 年自身收入 CAGR	框架协议签订时间	有效期
1	迪卡侬	12%-19% 占 2B 端 20%+	20%+	7.43%	2014 年 11 月 20 日	长期有效
2	NIKE	15-20%	10%+	6.71%	-	-
3	Vera Bradley	5%+	-	0.63%	-	-
4	戴尔	5%-10%	50%-60%	14.02%	2014 年 8 月 5 日	3 年, 合同期满双方无异议已自动续期
5	华硕集团	6%-7%	50%-60%	-12.89%	-	-
6	名创优品	6%-7%	-	30.38%	2018 年 10 月 9 日	2 年, 合同期满双方无异议则自动续期
7	VF	-	-	5.86%	2020 年	-

8	惠普	-	-	2.36%	2014年1月1日	3年, 合同期满双方无异议已自动续期
---	----	---	---	-------	-----------	--------------------

资料来源: 华西证券研究所。注: NIKE、华硕、名创优品、惠普为 2016-2018 年复合增速。

4.1.2. 产能: 股债同发扩张产能

目前公司产能包括: (1) 滁州工厂; (2) 印尼工厂: 收购时产能为 56 条线, 到目前已有 80 多条线, 长期来看有望扩至 300 条线; (3) 委外产能。公司于 2019 年 4 月公告可转债项目、2020 年 4 月公告拟非公开发行募资继续扩产。

表 14 公司产能情况

指标	2016	2017	2018	2019H
1、软包产量 (万个)	1,729.05	2,934.56	4,325.70	2,609.92
委外产量 (万个)	1,171.07	2,252.51	3,419.43	1,765.43
自有产量 (万个)	557.98	682.05	906.27	844.49
软包产能 (万个)	629.98	745.41	972.4	900
产能利用率	88.57%	91.50%	93.20%	93.83%
1) 休闲包袋				
产量 (万个)	1,135.25	2,158.81	3,520.50	2,226.01
销量 (万个)	1,095.74	2,057.11	3,383.47	2,198.68
产销率	96.52%	95.29%	96.11%	98.77%
2) 商务包袋				
产量 (万个)	593.8	775.75	805.2	383.91
销量 (万个)	662.63	659.4	675.51	312.93
产销率	111.59%	85.00%	83.89%	81.51%
2、旅行箱				
产量 (万个)	62.3	119.68	223.8	158.8
销量 (万个)	55.86	100.36	246.84	141.99
产销率	89.66%	83.86%	110.29%	89.41%
3、鞋服				
产量 (万个)	62.83	68.51	110.43	47.27
销量 (万个)	43.25	61.79	95.46	47.9
产销率	68.84%	90.19%	86.45%	101.32%

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

表 15 产能扩张规划

项目	公告时间	募集资金 (亿元)	总投资 (亿元)	达产节奏	新增产能 (万个)	新增年收入/税后净利 (万元)	客户
印尼箱包生产基地项目	20/4/11	2.93	2.93	2 年建成, 建成后次年 100%	1,848 (箱包)	93,288 / 8,907	耐克等
滁州女包工厂项目	20/4/11	1.52	1.52	2 年建成, 建成后次年 100%	248 (女包)	48,664 / 3,221	耐克、迪卡侬、Vera Bradley 等
滁州软包项目	19/4/23	1.56	1.81	2 年建成, 建成后首年达产 70%、次年 100%	1,165 (软包)	59,874 / 5,781	耐克、迪卡侬、名创优品

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

4.1.3. 短期拓展防护品类, 对冲疫情影响, 业绩存在超预期可能

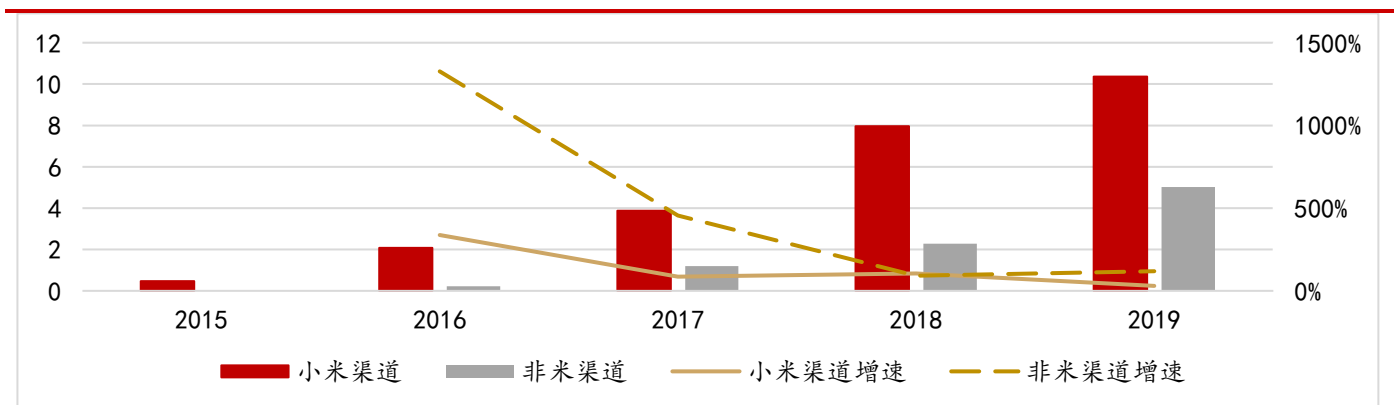
公司 2020 年 4 月 28 日公告经营范围变更, 增加口罩和熔喷布等防护品类: 新增 1) 一次性平面口罩产能 64.8 万只/天, 2) KN95 口罩产能 23.04 万只/天, 3) 熔喷布 2.4 吨/天。目前防护物资的生产经营尚处于前期起步阶段, 未开展实际经营、未收到生产订单, 相关医疗类防护物资的许可资质正在申请之中。

我们分析, 目前国内熔喷布价格仍维持在高位, 主要壁垒在于设备投入高、且喷丝模头需要一定海外采购周期, 此外印度、印尼等国疫情阶段类似我国疫情爆发初期, 口罩供不应求, 国内普通口罩目前过剩、但 N95 医用口罩仍存在供给缺口, 因此防护品类利润率仍较高, 业绩存在超预期可能性 (假设 6 月投产, 我们测算毛利理论贡献值在 3 亿左右); 但由于目前医用资质仍处于申请中、未开展实际经营、未收到生产订单, 暂不上调盈利预测。

4.2.2C: 打造品牌矩阵抢占市场份额, 盈利能力存在改善空间

公司 2C 渠道主要包括小米渠道和非米渠道, 近些年小米渠道占比降至 50% 左右, 非米渠道在低基数基础上增速更高。

图 27 小米渠道和非米渠道收入情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

4.2.1. 小米渠道：人员更换影响消除，未来发展分销渠道

2019 年公司经历了小米人员变更带来的负面影响，增速放缓；小米追求极致性价比的策略和公司将 90 分打造成有调性的品牌战略也有分歧之处，因此公司 2019 年将米牌和 90 分单独运营。

我们分析，未来小米端将保持稳定增长，2019 年人员变更影响消除后增速将有恢复；此外公司将逐步拓展小米分销渠道的空间。

4.2.2. 非米渠道：打造品牌矩阵，抢占市场份额

2019 年，公司将米牌和 90 分单独运营，未来将通过品牌矩阵的形式抢占市场份额：(1) 90 分：定位追求品质的新中产阶级，价格带在 400-1000 元；(2) 米牌：定位中低端；(3) 低端市场；(4) 高端细分品牌组合。

表 16 开润主要品牌介绍

品牌名称	定位	培育方式	销售渠道	价位带（元）
90 分	高端，22-35 岁城市“新”精英群体	强供应链+强产品力	线上全渠道 线下：快闪店	300-800
小米品牌	中端	-	线上：小米商城，淘宝，京东 线下：小米线下店	100-400
悠启	低端，专注于“泛出行”概念，主打高性价比	强运营	小米有品，京东，淘宝店	349-499
稚行	儿童消费品，专攻成人+儿童出行海量市场	-	小米有品，淘宝店	219-799

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分渠道来看，2019 年小米渠道的收入占比已从 2016 年 90% 降至 50%-60%，小米有品渠道收入占比在 15-20%，公司自有电商渠道收入占比在 15-20%，其他 10-20% 来自团购、礼品、海外等渠道。

(1) 线上：包括天猫、淘宝、京东、小米网、有品、垂直电商（唯品会、小红书、一条、得到等）、社交电商（拼多多、有赞、云集、环球捕手等），2020 年公司在疫情期开始尝试直播带货；

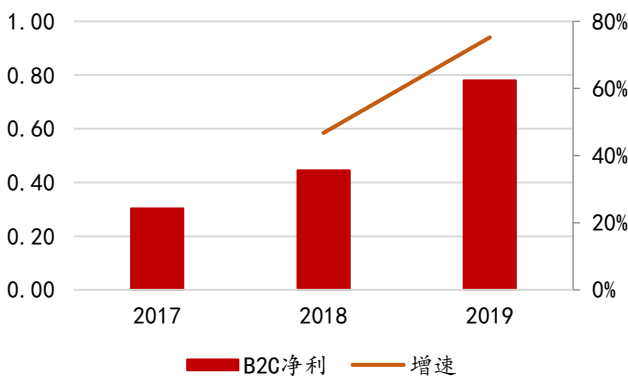
(2) 线下：包括 90GO（基于出行场景的线下综合店）、团购礼品（公司通过专业礼品团购平台为中国国际航空股份有限公司的常旅客计划提供布袋类产品）、传统百货和 mall、新零售集合店等渠道；公司团队主要来自沃尔玛、屈臣氏、名创优品等，前期通过参股的方式体外孵化。

(3) 海外渠道：借助跨境电商、海外代理商等渠道，90 分在日本、韩国迅速进入市占率前三之列；日本主要借助大型商社资源（如伊藤忠等），韩国主要通过经销商在线上分销，美国主要借助亚马逊、Costco 做线上渠道，印度、东南亚主要借助小米渠道。我们预计海外空间是国内的 5 倍左右。

4.2.3. 盈利能力存在改善空间：非米渠道占比提升+提价+成本优化

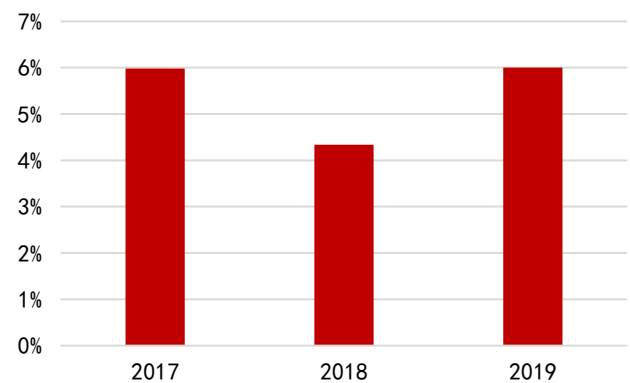
目前公司 2C 业务净利率仅在 5-6%，未来存在改善空间，主要在于：(1) 小米要求生态链公司加价率不得高于 2.5-3 倍，但非米渠道则无此限制，未来随着非米渠道占比提升，利润率有望改善；(2) 提价：2019 年 90 分价格带从 300-400 元提升至 400-1000 元，未来 90 分有望通过逐年小幅提价，打造中高端调性品牌；(3) 新品迭代、结构升级：通过添加不同的细分功能（如指纹解锁、自带称重）区分用户群、推出轻质产品系列、女性产品系列和旅行产品系列等，让风格、功能更加系列化，实现差异化定价；(4) 成本优化，目前 90 分以委外加工为主，2019 年开始 2B 已有部分协同效应体系，估计 2C 业务中来自 2B 加工的占比 25%左右。目前 90 分毛利率在 24-25%，未来有望提升至 50-60%。

图 28 历年 2C 业务净利及增速（亿元，%）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 29 2C 业务净利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

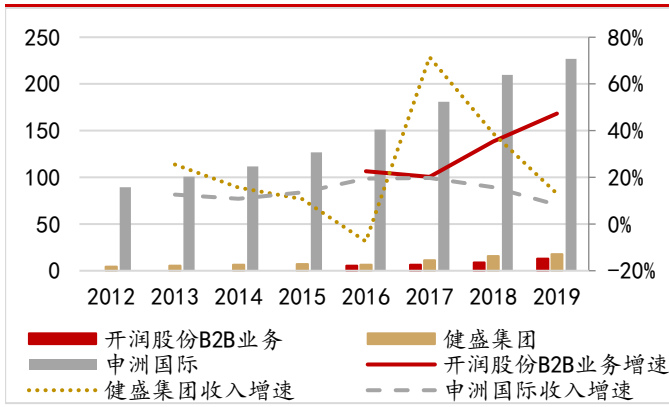
5. 财务分析：盈利能力存在提升空间

5.1. 成长性分析：2B、2C 增速均高于同业

2B 端：2017-2019 年，开润股份 2B 业务收入复合增长率为 41%，高于进入稳定增长期的申洲国际（12%）、也高于健盛集团（25%）。2019 年，我们估计 2B 端收入增速近 50%、剔除印尼工厂并表估计老客户增长 15%，未来随着滁州、印尼项目的逐步达产、2B 端有望保持中双位数增速。

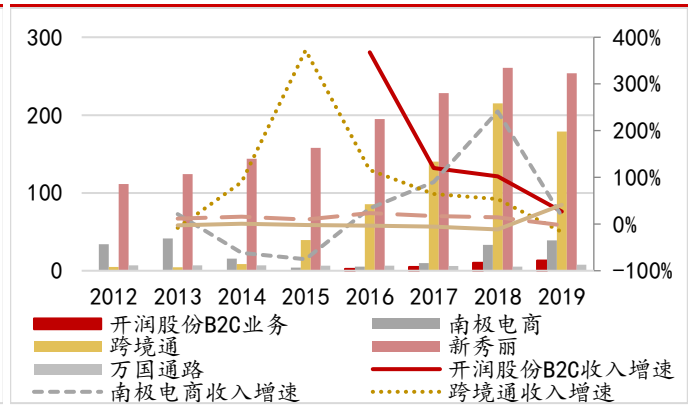
2C 端：2017-2019 年，开润股份 2C 端业务收入复合增长率为 60%，高于跨境通（13%）和新秀丽（5%）、南极电商（剔除时间互联业务、主业年复合增速为 19%）、万国通路（12%）。我们估计，2019 年 2C 收入增速接近 30%；20Q1 受疫情影响，2C 端收入承压，但随着疫情逐步好转、公司在小米+非米、国内+海外渠道扩展下，2C 有望继续保持高速增长。

图 30 2B 业务与同业收入及增速对比 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 31 2C 业务与同业收入及增速对比 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

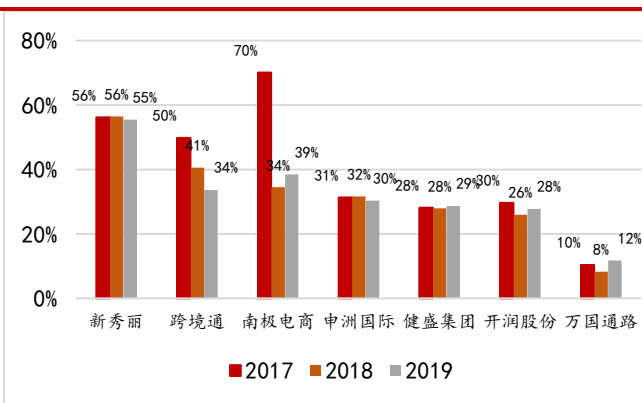
5.2. 盈利能力分析: 高 ROE 来自高周转和高杠杆, 净利率仍有提升空间

2B 端: 我们估计 2019 年 2B 毛利率约为 30%+, 净利率约为 12-13%, 毛利率水平和健盛、中洲相当, 未来净利率提升空间主要在于印尼工厂的整合空间, 目前印尼工厂净利率仅 5%, 我们估计长期 2B 整体净利率可达到 15-16%。

2C 端: 我们估计 2019 年 2C 毛利率约为 24-25%, 净利率约为 5%-6%; 参考品牌类公司如新秀丽, 毛利率处于 50-60%, 长期来看, 开润 2C 业务盈利能力成长空间大、预计毛利率可达 50-60%、净利率可达到 10% 以上。

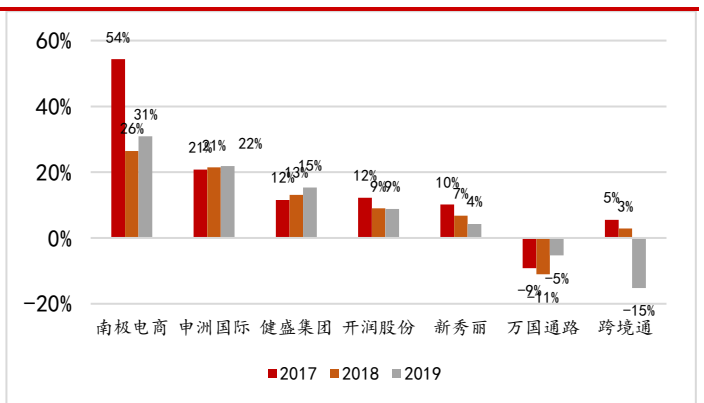
开润股份 2017-2019 年 ROE 分别为 27.74%、32.81%、32.24%, 在同行业中最高, 主要得益于其高周转能力以及高杠杆。

图 32 开润股份与同业毛利率对比 (%)



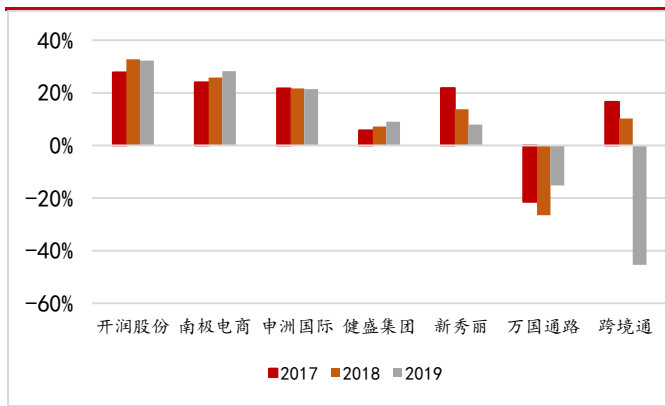
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 33 开润股份与同业净利率对比 (%)



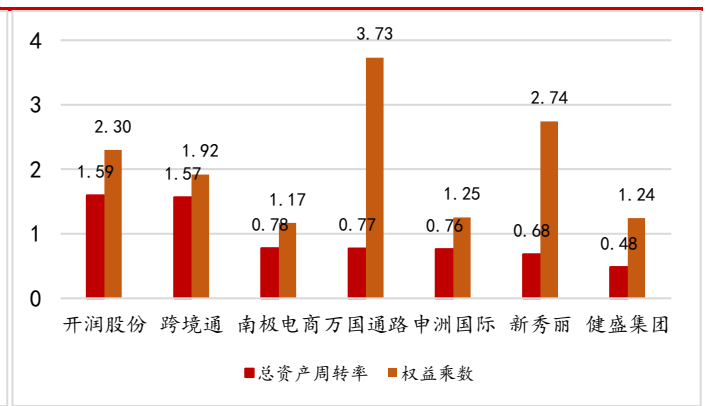
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 34 开润股份与同业 ROE 对比 (%)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 35 开润股份与同业 2019 年总资产周转率及权益乘数对比



资料来源: wind, 华西证券研究所

5.3. 营运能力分析: 净营业周期仅 24 天

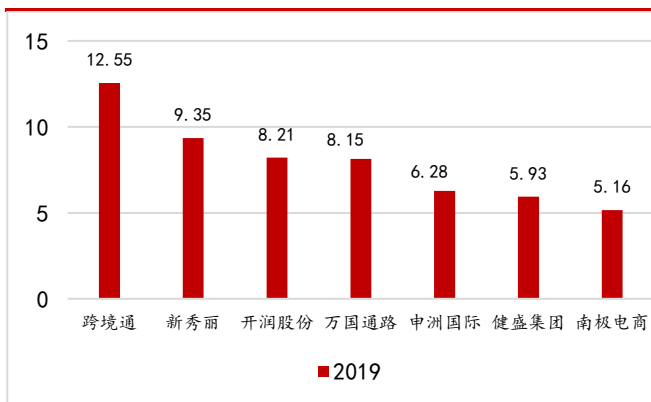
从应收账款周转率来看, 开润股份 2017-2019 年应收账款周转率分别为 6.56、9.14 和 8.21, 高于制造业可比公司申洲国际及健盛集团、低于零售类公司跨境通及新秀丽, 但高于南极电商。

从存货周转率来看, 开润股份 2017-2019 年存货周转率分别为 4.16、4.35、4.08, 高于制造业可比公司申洲国际及健盛集团、以及零售类公司跨境通及新秀丽, 但低于南极电商 (品牌授权模式不承担库存)、万国通路。

值得指出的是公司与小米之间合作运营的会计计提方式, 公司收入按照发货确认收入分成, 即发到小米仓的产品计入收入, 但产品尚未卖出时计入应收账款, 小米的账期在 1 个月左右; 存货风险由小米承担, 但是会计师出于谨慎把存货计入公司报表。

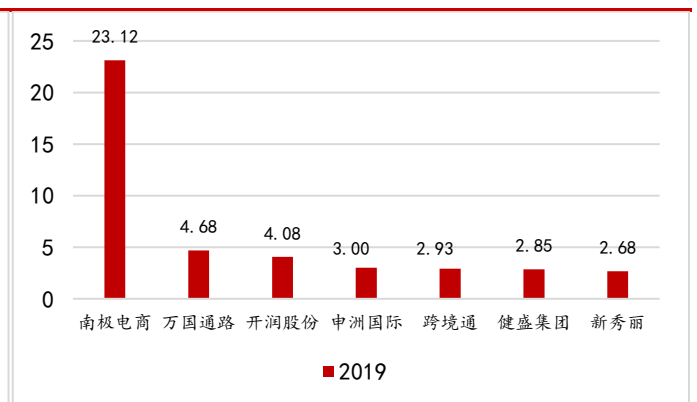
综合来看, 公司净营业周期天数仅为 24 天, 且已持续 3 年多, 上游应付账款+应付票据天数为 109 天, 对上游议价能力较高。

图 36 2019 年应收账款周转率



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 37 2019 年存货周转率

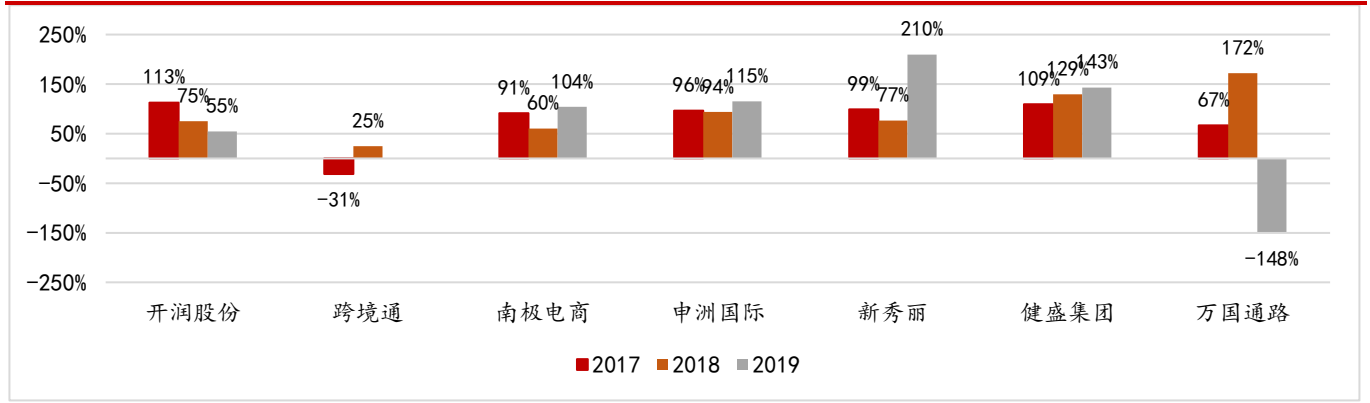


资料来源: wind, 华西证券研究所。注: 南极电商为估算的本部存货周转率。

5.4. 现金流分析：近两年有所恶化

2017-2019年，开润股份的经营性现金流/净利分别为113%、75%和55%，2019年较往年下降，主要由于应收账款同比增长63%，应收账款/收入为15%，同比提升3PCT。

图 38 经营活动现金流/净利润对比



资料来源：wind，华西证券研究所

6. 盈利预测和投资建议

6.1. 盈利预测

我们假设：(1) 2B 业务：一方面，公司 2020 年受疫情影响，部分下游客户砍单，从而影响产能利用率；另一方面，2022 年滁州软包项目、印尼箱包项目、女包项目逐步投产，从而假设 2020-2022 年产能利用率为 90%/95%/93%、产销率为 95%/96%/95%，女包 22 年达产 50%、产能利用率和产销率分别为 92%/92%；(2) 2C 业务：我们假设 2019 年小米渠道人员变更影响逐渐消除后迎来恢复性增长，但 2020 年仍受到疫情影响出行需求，假设 2020-2022 年小米渠道增速为 3%/15%/9%、非米渠道在线上、线下、海外、团购等多渠道推动下 2020-2022 年增速为 33%/60%/39%；(3) 盈利能力：我们判断印尼工厂净利率存在较大改善空间，从而预计 2B 端净利率 2020-2022 年为 11.4%/11.6%/11.9%；我们判断 90 分未来存在提价以及成本优化空间，预计 2C 端净利率 2020-2022 年为 5.6%/5.8%/6.3%；(4) 公司公告新增防护品类，但由于投产进度、医用资质申请存在不确定性，盈利预测暂未考虑该品类贡献。维持 2020-2022 年 EPS1.15/1.5/1.89 元。

表 17 收入拆分

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
营业总收入	20.48	26.95	29.68	38.32	46.40
归母净利	1.74	2.26	2.51	3.26	4.11
1.2B	8.82	13.14	14.84	18.17	21.13
YOY (%)	35%	49%	13%	22%	16%
毛利	3.09	4.27	4.67	5.72	6.81
毛利率	35%	33%	31%	31%	32%

净利	-	1.50	1.68	2.10	2.50
净利率	-	11.4%	11.4%	11.6%	11.9%
2. 2C	10.26	12.93	14.84	20.15	25.27
YOY (%)	102%	26%	15%	36%	25%
毛利	2.23	3.21	3.44	4.88	6.21
毛利率	22%	25%	24%	25%	25%
净利	0.45	0.75	0.82	1.16	1.60
净利率	4.3%	5.8%	5.6%	5.8%	6.3%
3. 其他收入	1.40	0.88	-	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所

6.2. 相对估值法

相对估值法下，考虑：（1）2C 端行业可比公司 2020 年 PE 平均为 31 倍，2B 端行业可比公司 2020 年 PE 平均为 18 倍；（2）公司未来 3 年净利 CAGR 为 20% 以上；（3）公司 2C 未来仍有望保持 40-50% 增速，且新宝股份通过线上弯道超车、成功打造摩飞打消市场对 2B、2C 业务分歧的顾虑，我们分别给予公司 2021 年 2B 业务 17X、2C 业务 30X，对应目标价 32.5 元。

表 18 2C 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2020E EPS	2021E PES	2022E EPS	2020E PE	2021E PE	2022E PE	2020E 净利增速	2020E PEG
港股	新秀丽	5.94	-1.81	0.78	-1.81	-3.01	6.93	5.01	-375%	0.01
A 股	南极电商	17.39	0.63	0.81	1.01	27.60	21.47	17.22	28%	0.99
	跨境通	5.27	0.15	0.32	0.15	34.65	16.36	9.80	109%	0.32
	新宝股份	31.41	1.07	1.30	1.07	29.35	24.23	19.93	25%	1.17
平均值 (剔除负值)		-	-	-	-	30.53	17.25	12.99	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2020 年 5 月 19 日，港股收盘价为港元，A 股收盘价为元。港币汇率中间价为 0.91503 元/港元。

表 19 2B 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2020E EPS	2021E PES	2022E EPS	2020E PE	2021E PE	2022E PE	2020E 净利增速	2020E PEG
港股	申洲国际	89.85	3.69	4.37	4.71	22.39	18.89	17.45	9%	2.50
A 股	健盛集团	8.74	0.67	0.80	0.97	12.00	10.05	8.29	2%	6.49
平均值		-	-	-	-	17.72	14.91	13.23	-	-

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2020 年 5 月 19 日，港股收盘价为港元，A 股收盘价为元。港币汇率中间价为 0.91503 元/港元。

6.3. 绝对估值

基于长周期对未来自由现金流折现，预计公司未来自由现金流伴随业务扩张及利润释放而快速增长，预测期为 2020-2026 年、过渡期持续到 2032 年且期内增速 10%、之后为永续期且期内增速 3%。根据历史情况假设公司负债比重 35%、债务资本成本 5%，同时公司股权比重 65%、基于 CAPM 模型得到股权资本成本 18%，因此有公司 WACC 为 13%。预计 2020 年非核心资产 5 亿、付息债务 1 亿，由此得到公司 2020 年合理股权价值为 92 亿人民币、即目标价 42.4 元。

表 20 DCF 绝对估值法

假设							
债务资本成本 Kd	5.0%	贝塔值 (β)				1.5	
长期有效税率 T	25.0%	无风险利率 Rf				3.0%	
债务资本比重 Wd	35.0%	市场的预期收益率 Rm				13.0%	
股权资本成本 Ke	18.0%	永续增长率 g				3.0%	
股权资本比重 We	65.0%	过渡期增长率 g				10.0%	
加权平均资本成本 WACC	13.0%	过渡期年数 N				6	
估值							
单位: 百万	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
NOPLAT	251	326	411	537	698	903	1127
加: 折旧摊销	14	16	19	22	25	29	33
减: 营运资本增加	-29	-33	-38	-44	-50	-58	-66
减: 资本支出	108	124	142	164	188	216	249
公司自由现金流 FCFF	186	252	326	439	585	773	977
FCFF 预测期现值	2215	2293	2307	2239	2034	1637	977
FCFF 过渡期现值	2564	2897	3274	3700	4182	4726	5341
FCFF 永续价值现值	4104	4638	5242	5924	6695	7566	8550
企业价值	8883	9829	10823	11863	12910	13929	14869
加: 非核心资产	489	489	489	489	489	489	489
减: 付息债务	126	126	126	126	126	126	126
减: 少数股东权益	76	76	76	76	76	76	76
股权价值 (百万元)	9170	10116	11110	12150	13198	14216	15156
总股本 (百万)	217	217	217	217	217	217	217
每股价值	42.18	46.53	51.10	55.88	60.70	65.39	69.71
YOY		10%	10%	9%	9%	8%	7%

资料来源: 华西证券研究所

6.4. 投资建议

暂不考虑考虑防护品类贡献，维持 20-22EPS1.15/1.5/1.89 元，短期公司 2B 和 2C 业务均受到疫情影响，但目前估值已处于历史底部、悲观预期调整充分，且防护品类投产有望带动业绩超预期；中长期来看，公司成长趋势不改：2B 端在 NIKE 背书基础上进一步拓展大客户，叠加品类扩张；2C 端通过打造品牌矩阵、抢占市场份额，摩飞等品牌的成功有望带来 2B+2C 型公司的估值重构，上调至“买入”评级，综合相对估值和绝对估值，目标价 32.5-42.4 元；安全边际参考可转债转股价、员工持股成本、股权激励成本、大股东股权质押成本等。

7. 风险

海外疫情发展的不确定性：海外疫情扩散导致 2B 业务砍单；小米渠道放缓风险：受小米人员更换影响，小米渠道增速放缓，影响公司业绩；新渠道人员增加、费用高企；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	2,695	2,968	3,832	4,640	净利润	237	265	344	432
YoY (%)	31.6%	10.1%	29.1%	21.1%	折旧和摊销	18	27	41	50
营业成本	1,946	2,158	2,771	3,338	营运资金变动	-129	-65	-64	-36
营业税金及附加	14	16	20	24	经营活动现金流	142	232	321	444
销售费用	257	275	364	442	资本开支	-67	-83	-115	-115
管理费用	126	133	179	216	投资	39	0	0	0
财务费用	1	-5	-11	-15	投资活动现金流	-26	-77	-107	-105
资产减值损失	-6	-10	-10	-10	股权募资	13	0	0	0
投资收益	4	7	8	10	债务募资	154	-108	0	0
营业利润	282	317	412	518	筹资活动现金流	19	-135	-31	-41
营业外收支	1	2	2	2	现金净流量	135	20	184	299
利润总额	283	319	414	520	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	46	54	70	88	成长能力 (%)				
净利润	237	265	344	432	营业收入增长率	31.6%	10.1%	29.1%	21.1%
归属于母公司净利润	226	251	326	410	净利润增长率	30.1%	10.9%	30.2%	25.6%
YoY (%)	30.1%	10.9%	30.2%	25.6%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.04	1.15	1.50	1.89	毛利率	27.8%	27.3%	27.7%	28.1%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	8.8%	8.9%	9.0%	9.3%
货币资金	417	436	620	918	总资产收益率 ROA	11.5%	11.9%	12.0%	12.2%
预付款项	11	12	15	19	净资产收益率 ROE	27.1%	23.6%	24.1%	23.8%
存货	541	562	759	914	偿债能力 (%)				
其他流动资产	513	558	695	823	流动比率	1.41	1.64	1.68	1.78
流动资产合计	1,481	1,568	2,089	2,675	速动比率	0.88	1.04	1.06	1.16
长期股权投资	28	28	28	28	现金比率	0.40	0.46	0.50	0.61
固定资产	191	193	193	195	资产负债率	54.3%	46.0%	46.4%	45.1%
无形资产	46	45	44	43	经营效率 (%)				
非流动资产合计	488	546	622	689	总资产周转率	1.37	1.40	1.41	1.38
资产合计	1,970	2,114	2,711	3,363	每股指标 (元)				
短期借款	108	0	0	0	每股收益	1.04	1.15	1.50	1.89
应付账款及票据	734	745	972	1,170	每股净资产	3.84	4.88	6.24	7.94
其他流动负债	212	213	270	333	每股经营现金流	0.65	1.07	1.48	2.04
流动负债合计	1,054	957	1,242	1,503	每股股利	0.00	0.11	0.14	0.19
长期借款	2	2	2	2	估值分析				
其他长期负债	14	14	14	14	PE	26.87	24.22	18.60	14.81
非流动负债合计	16	16	16	16	PB	9.03	5.63	4.41	3.46
负债合计	1,070	973	1,258	1,519					
股本	217	217	217	217					
少数股东权益	66	80	98	120					
股东权益合计	900	1,141	1,454	1,845					
负债和股东权益合计	1,970	2,114	2,711	3,363					

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，9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。

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。