

纺织服装

2017年02月07日

开润股份 (300577)

——小米生态圈第一股，极致单品量起利高，成长性好

报告原因：首次覆盖

增持 (首次评级)

市场数据： 2017年02月06日

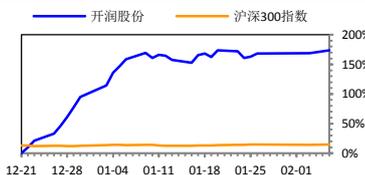
收盘价(元)	77.2
一年内最高/最低(元)	80.77/19.58
市净率	17.8
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	1287
上证指数/深证成指	3156.98/10078.73

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	4.35
资产负债率%	51.41
总股本/流通A股(百万)	67/17
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

王一博 A0230116070007
wangyb@swsresearch.com

联系人

王一博
(8621)23297818×7419
wangyb@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 公司定位“智能出行领域极致单品供应商”，是功能性包袋制造龙头之一。1) 以ODM为主，内外销对半。公司主要为新秀丽、迪卡侬、联想等品牌提供商务、户外和电脑包袋，自有品牌/ODM/OEM/收入约占20%/50%/30%，内外销对半开。2) 管理层拥有资深IT或外企背景，互联网基因浓厚。董事长兼CEO范劲松曾任联想采购事业部经理，美罗耗材副总经理，从业20年经验丰富。3) 16年前前三季度业绩增速67%，16年H1自有品牌业绩近六倍增长。12年至15年公司收入/利润复合增速为21%/45%，16年前三季度收入增长67%至5.6亿元，归母净利润增长43%至6414万元；自有品牌13年至16H1的收入CAGR为371%，16H1收入同比达605%增长，其中90分品牌表现优异，16年双十一创造2200万元销售额箱包类冠军。
- 与小米深度合作，打造智能出行极致品牌“90分”。15年3月，公司与小米、京东共同设立润米、硕米，控股51%和56%，旗下90分品牌代表着轻松活力、充满质感的生活方式，给自己留出10分自由空间。1) 小米生态圈是中国最优秀孵化器之一，迅速起量能力已实质成为捞金圈。小米生态圈已形成“软件-云端-硬件”梯度式完美闭环，目前共77家公司，16年收入共150亿元，其中12家公司收入过亿，4家“独角兽”估值超10亿美元。2) “独角兽”式培育自主性高，利润分配清晰独立性强。小米对润米、硕米采用参股不控股的“独角兽”3形式孵化，通过小米渠道销售利润“五五分成”，非小米渠道无需分利。对公司而言，品牌独立性增强；对小米而言，获得股权收益+资本溢价。3) 以孵化经验来看，润米硕米大概率在17、18年再上一个台阶。以“小米系”注资为基点，估值10亿美金的“独角兽”多在1年半-2年半之间名声大噪，润米2015年成立，2016年收入超过2亿元，2017年硕米也将发力，预计润米业绩在17年大概率再上一个台阶。
- “最佳渠道+极致产品”齐头并进，以“质”换“量”成就品牌腾飞。1) 利用小米粉丝迅速起量，未来多渠道发展将是必然趋势。小米MIUI系统拥有2亿米粉用户，90分高科技元素深度契合米粉需求，迅速起量能力在双十一得到证实；小米利润分成等价于25%渠道费率，远高于其它渠道，公司未来将向转化率更高，费用更低的渠道例如逻辑思维，优酷旅游等布局，提高毛利率。2) 深入解决箱包痛点，追求卓越是90分热卖根本原因。公司与顶级面料商科思创、美国铝业合作，将拉杆箱产品净重大幅降低，拉杆摇晃程度控制在1.5厘米，远胜于同行。公司从不盲目扩充SKU，以“质”换“量”，未来将进行产品迭代和新品类研发，提高净利率。3) 智能出行行业千亿级市场，试水众筹智能鞋服有望再创极致单品。除拉杆箱外，90分品牌还将将智能生活的理念运用在背包，功能性服装以及智能鞋等千亿级智能出行穿戴领域，预计17年有望再出极致单品。
- 公司作为纺织业小米生态圈唯一上市公司标的，业绩持续40%+高速增长，自主品牌迅速起量能力已被证实，未来在产品迭代与新渠道扩张有望超预期，首次覆盖并给予增持评级。我们预计16-18年分别实现归母净利润0.8/1.13/1.65亿元，EPS分别为1.2/1.7/2.47元，对应17/18年PE为45和31倍。公司市值不大，目前51亿，小米生态圈上市标的具有稀缺性，业绩稳健又有爆发力，且次新股给予一定股值溢价，给予17年55倍PE，对应目标价93.5元，首次覆盖给予增持评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	494	556	755	1,077	1,534
同比增长率(%)	18.51	66.52	52.79	42.65	42.43
净利润(百万元)	66	64	80	113	165
同比增长率(%)	57.68	42.53	20.77	41.25	46.02
每股收益(元/股)	1.32	1.28	1.20	1.70	2.47
毛利率(%)	30.4	28.2	29.0	30.5	31.8
ROE(%)	32.2	29.5	28.0	28.4	29.2
市盈率	58		64	45	31

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE

投资案件

投资评级与估值

公司作为纺织业小米生态圈唯一上市公司标的，业绩持续近 50%高速增长，自主品牌迅速起量能力已被证实，未来在产品迭代与新渠道扩张有望超预期，首次覆盖并给予增持评级。我们预计 16-18 年分别实现归母净利润 0.8/1.13/1.65 亿元，EPS 分别为 1.2/1.7/2.47 元，对应 17/18 年 PE 为 45 和 31 倍。公司传统 OEM/ODM 业绩稳健中近 20% 增长，自主品牌爆发力强，小米生态圈唯一上市公司具有稀缺性，且公司市值小，目前仅 51 亿，且次新股给予一定估值溢价，给予 17 年 55 倍 PE，对应目标价为 93.5 元，尚有超 20% 上涨空间，首次覆盖并给予增持评级。

关键假设点

1、公司原有 OEM/ODM 业务稳健中持续上升，16-18 年收入增速分别为 15%/18%/18%；

2、自主品牌迅速发力，16-18 年爆发式增长，其中“90 分”品牌年收入增速分别为 1500%/110%/80%；另外，随着品牌逐渐成熟，“90 分”依托小米渠道销售占比逐渐下降，16-18 年分别为 80%/60%/50%。

3、16-18 年销售费用率分别为 7.0%/7.5%/7.5%，管理费用率分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

有别于大众的认识

1、市场普遍认为，公司是一家传统 ODM/OEM 公司，我们认为公司是一家定位智能出行领域极致单品供应商，自主品牌占比已超过 20%，其中 90 分品牌更是大放异彩，迅速起量能力已在双十一被证实，未来在产品迭代与新渠道扩张有望超预期。

2、市场普遍认为，90 分品牌自主性不强，但我们认为购买者中仅有半数消费者为非小米粉丝，品牌对小米依赖程度不高，其他费用率更低的渠道有望迅速爆发；

3、市场普遍认为，90 分品牌的核心竞争力是小米渠道，我们认为是产品自身优秀；

股价表现的催化剂

1、多渠道有望快速发展，带来自主品牌销售收入和毛利率双重上升；

2、子公司硕米发力，产品线延伸，突破电脑周边产品市场，再创爆发单品；

3、智能出行研发项目顺利落地投产。

核心假设风险

1、终端零售不景气；

2、OEM/ODM 大客户流失风险；

3、自主品牌发展不及预期，拓展小米以外渠道不顺利；

目录

1. 公司是国内功能性包袋制造龙头之一，近些年中高速增长	6
1.1 以 ODM/OEM 为主，转型自有品牌，切入智能出行领域	6
1.2 受益于电子产品周边热销，收入利润中高速增长	7
1.3 股权结构稳定且集中，管理层 IT 背景居多互联网基因深厚	9
2. 深度绑定小米生态圈，“90 分”品牌大放异彩	10
2.1 与小米京东深度合作，打造极致智能出行品牌“90 分”	11
2.2 小米是中国最成功孵化器之一，生态圈已形成完美闭环	12
2.3 合作式孵化利益清晰，最佳渠道+极致单品成就品牌腾飞	15
2.31 合作机制：“独角兽”式培育自主性高，利益机制清晰独立性强	15
2.32 渠道端：利用小米粉丝基数迅速起量，未来多渠道发展将是必然趋势	16
2.33 产品端：深入解决箱包痛点，追求卓越是 90 分热卖根本原因	17
2.4 增品类与拓渠道齐头并进，两年内收入利润有望突破	20
3 切入智能生活领域，引领出行消费新风尚	21
3.1 智能穿戴行业增速企稳，极致单品将迎来发展契机	21
3.2 试水众筹智能鞋服，再创科技生活极致单品	22
3.3 募投项目：扩大产能+加码研发，持续推进智能出行落地	23
4 盈利预测与投资建议	24

图表目录

图 1: 开润股份业务模式.....	6
图 2: 公司传统产品图	7
图 3: 公司 2016 年前三季度各类产品收入比重	7
图 4: 公司自主品牌 90 分产品图.....	7
图 5: 公司自主品牌营业收入情况.....	7
图 6: 公司收入持续高增长	8
图 7: 公司净利润持续高增长.....	8
图 8: 公司费用率较为稳定	8
图 9: 公司毛利率净利率稳定中略有增长	8
图 10: 公司生产模式收入比重图	9
图 11: 公司产销率情况.....	9
图 12: 公司员工构成情况.....	9
图 13: 公司 2016 年上半年客户销售情况	9
图 14: 公司股权结构图	10
图 15: “90 分”极致单品制造工序图.....	12
图 16: “90 分”品牌寓意: go fun.....	12
图 17: 小米生态圈属类布局	12
图 18: 小米生态圈层次递进.....	12
图 19: 小米生态圈度过婴儿期, 盈利机制趋于完善	14
图 20: 小米生态圈企业 2016 年单品销售额“亿元俱乐部”	14
图 21: “90 分”与小米嫡系外包装风格高度一致	15
图 22: “米”与非“米”尊卑有别, “米”为嫡系	15
图 23: 公司控股润米、硕米, “小米系”参股不控股	15
图 24: 小米渠道销售毛利“5-5 分配”机制.....	16
图 25: 小米渠道销售业绩好但渠道成本高昂	16
图 26: “米粉”效应——百度贴吧关注人数	16
图 27: “米粉”效应——微信公众号活跃粉丝数	16
图 28: “90 分”双十一单品销量夺冠.....	17

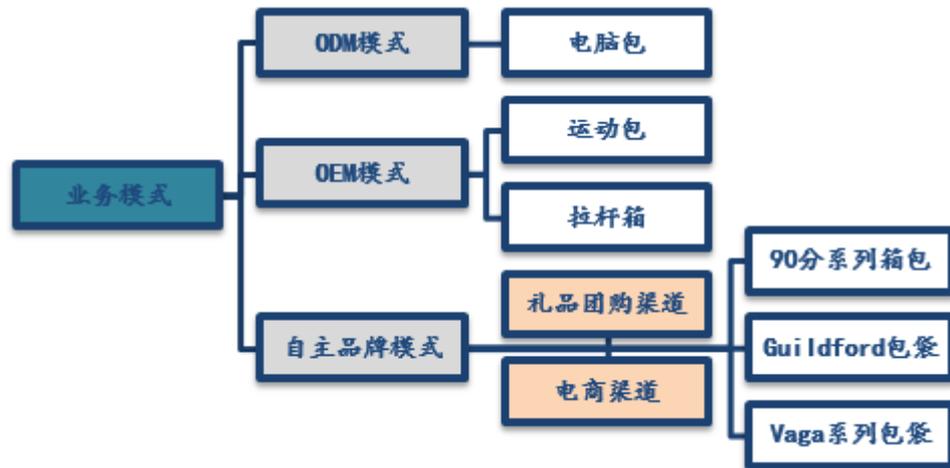
图 29: 双十一的社会影响力连年攀升	17
图 30: “90 分”引领传统箱包革新	17
图 31: 小米粉丝与普通消费者的区别	17
图 32: 双十一爆款 PC 箱 , 售价 299 元	18
图 33: 90 分高端拉杆箱, 最高售价 1999 元	18
图 34: 2016-2018 中国智能可穿戴设备市场规模	21
图 35: 智能可穿戴设备认知率	21
图 36: 境内外出行人数情况	21
图 37: 国内出游率情况	21
图 38: 90 分智能轻跑鞋	22
图 39: 90 分轻薄羽绒服	23
图 40: 90 分百变运动鞋	23
表 1: 公司高层持股情况	10
表 2: 润米科技股权结构	11
表 3: 硕米科技股权结构	11
表 4: 小米生态圈孵化成绩斐然 (不完全统计)	13
表 5: 做质量与外观兼具的箱包	18
表 6: 服务贴心, 理念颠覆传统行业	18
表 7: 与开润合作研发的国际大牌	19
表 8: 生态圈孵化周期的经验启示	20
表 9: 本次拟公开发行募集资金用途	24
表 10: 主要可比公司估值表	25
表 11: 开润股份主营收入预测拆分	25
表 12: 开润股份利润表	26

1. 公司是国内功能性包袋制造龙头之一，近些年中高速增长

1.1 以 ODM/OEM 为主，转型自有品牌，切入智能出行领域

公司是国内领先的功能性包袋类产品专业制造商，围绕智能出行为消费者提供产品解决方案。公司成立于 2009 年，是一家以 ODM 为主、OEM 为辅的包袋制造行业龙头之一，目前员工近 1400 人，年产量达 2000 万件，主要产品包括商务包袋、户外休闲包袋、平板电脑与手机保护套等，主要客户为联想、华硕、新秀丽、迪卡侬等多家全球知名品牌商，主要业务收入一半在国内，一半在国外。同时，顺应时代发展浪潮，向自有品牌和智能穿戴领域转型，目前拥有 Vaga、Guildford 和 90 分等自主品牌。近两年发展迅速。

图 1：开润股份业务模式



资料来源：公司公告，申万宏源研究

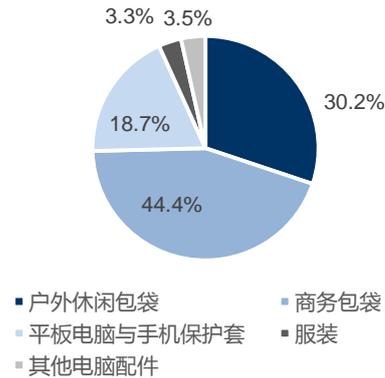
传统业务以 ODM 为主，OEM 为辅，为全球知名品牌提供包袋类产品研发设计和生产制造。1) 传统业务按生产方式拆分：公司主以 ODM 方式为联想、华硕等 IT 巨头集团提供电脑包产品，16 年 3Q 收入为 3 亿元，占总收入 54%；辅以 OEM 方式为迪卡侬、新秀丽、小米科技、Vera Bradley 等公司提供运动包、拉杆箱等产品，16 年 3Q 收入为 2 亿元，占总收入 36%。2) 按产品品类拆分：公司产品分为商务包袋，户外休闲包袋和平板电脑及手机保护套三大类。商务包袋类主要有电脑包和商务拉杆箱，16 年 3Q 收入 2.5 亿元，占总收入 44%，毛利率 37%；户外休闲包袋类主要有运动包、女包、沙滩包和冰袋，16 年 3Q 收入 1.7 亿元，占总收入 30%，毛利率 22%；平板电脑及手机保护套 16 年 3Q 收入 1 亿元，占总收入 19%，毛利率 19%。

图 2：公司传统产品图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 3：公司 2016 年前三季度各类产品收入比重



资料来源：公司公告，申万宏源研究

新兴领域自有品牌切入智能穿戴领域，近两年爆发式增长。公司通过加大研发投入大力发展自主产品，目前拥有“Guildford”和“90 分”等多个自主包袋品牌。2016 年 H1，公司自主品牌销售额达 4926 万元，占营业收入 15%，而 2015 年仅占比 3%。随着互联网、人工智能、生命健康与大数据的融合，公司逐步将战略发展重点转向智能穿戴领域，目前，公司已与碳云智能、IT 行业巨头英特尔集团就自主品牌“90 分”达成战略合作，将体感芯片植入鞋子，共同研发智能鞋产品，预计 2017 年将上市发售。

图 4：公司自主品牌 90 分产品图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 5：公司自主品牌营业收入情况



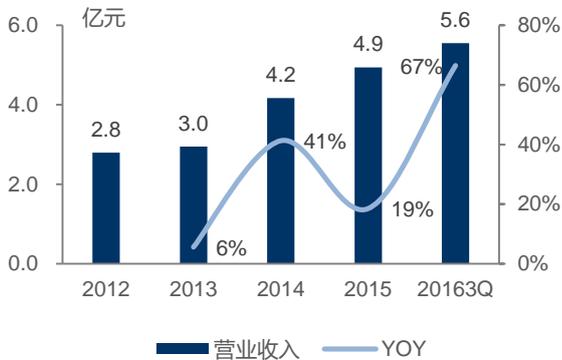
资料来源：公司公告，申万宏源研究

1.2 受益于电子产品周边热销，收入利润中高速增长

受益于电子产品包袋保护套热销，公司收入利润中高速增长。公司 12 年至 15 年收入复合增速 21%，净利润复合增速 45%，远超行业平均水平。16 年 3Q 实现收入 5.6 亿元，同比增长 67%，系公司 15 年开始与小米深度合作后，为小米科技提供 OEM/ODM 产品比例大幅提升，且自主品牌 90 分爆发增长所致。收入中，商务包袋 2.5 亿元，户外休闲包袋 1.7

亿元，平板电脑及手机保护套 1 亿元。归母净利润 6414 万元，同比增长 43%，系公司调整产品结构，以及外协加工成本下降，带动整体毛利上升所致。

图 6：公司收入持续高增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 7：公司净利润持续高增长



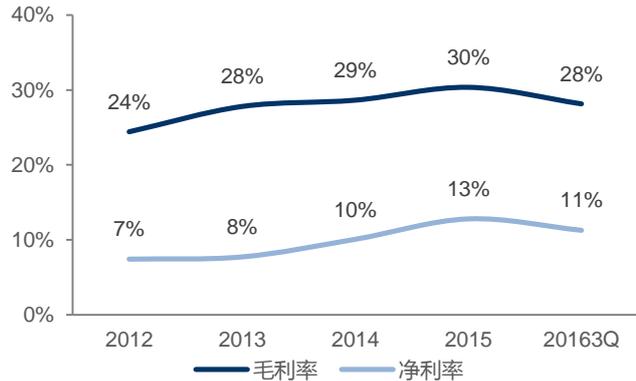
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 8：公司费用率较为稳定



资料来源：公司公告，申万宏源研究

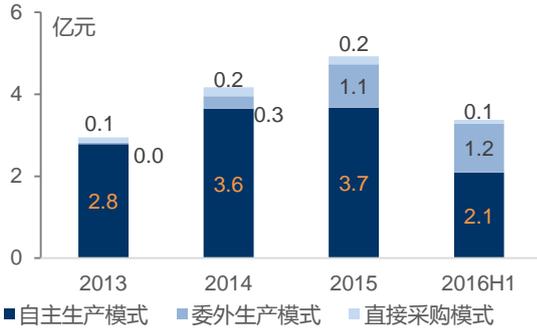
图 9：公司毛利率净利率稳定中略有增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

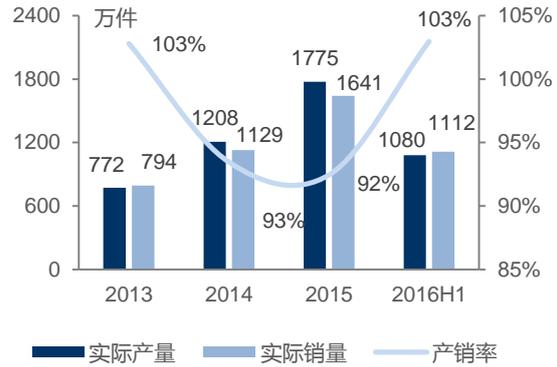
毛利率产销率稳中有升，自主+委外+直采生产模式灵活多变。公司毛利率保持稳定上升趋势，16 年 3Q 毛利率有所下降至 28%，系公司“90 分”品牌产品收入大幅增加，市场开拓初期定价较低所致。受公司内部升级转型以及外部市场环境的影响，产销率在 2014、2015 年略微下降，2016 年开始回升，上半年产销率达 103%。公司多数包袋产品以自主生产模式为主，同时兼顾委外生产和直接采购模式，节约相关成本费用，使更多的资源投向公司核心产品，灵活多变。

图 10: 公司生产模式收入比重图



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

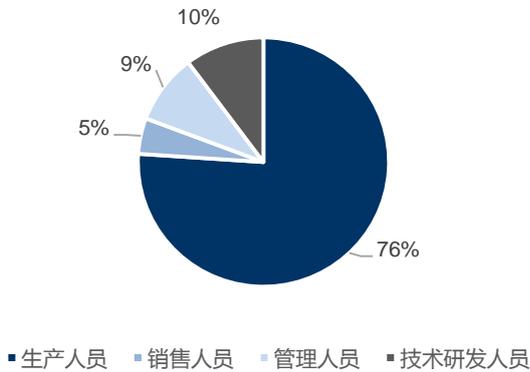
图 11: 公司产销率情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

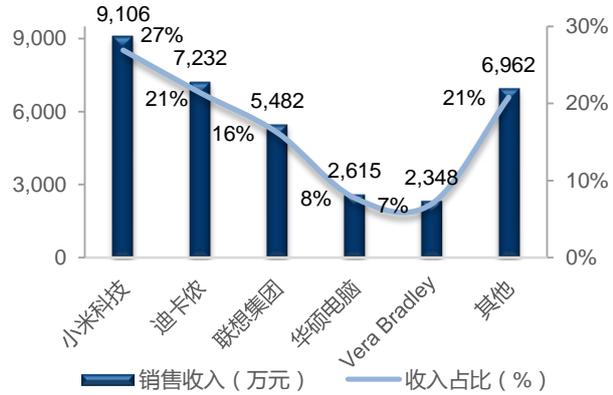
强大研发团队+优质稳定的全球客户资源, 为创新突破和利润增长保驾护航。公司目前拥有一支由国内外资深设计师组成的专业团队, 技术研发人员比例达 10%, 自主研发专利 34 项, 已通过联想集团、迪卡侬、华硕电脑、新秀丽等世界知名公司认证, 为其提供一站式笔记本电脑配件解决服务, 并与其建立长期、稳定的合作关系。2015 年与小米科技合作, 对小米的销售收入从 2015 年的 4790 万元上升至 2016 年上半年的 9106 万元, 占总收入比例相应由 10% 增长至 27%。16 年上半年, 公司前五大客户的销售比例达 79%。

图 12: 公司员工构成情况



资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 13: 公司 2016 年上半年客户销售情况

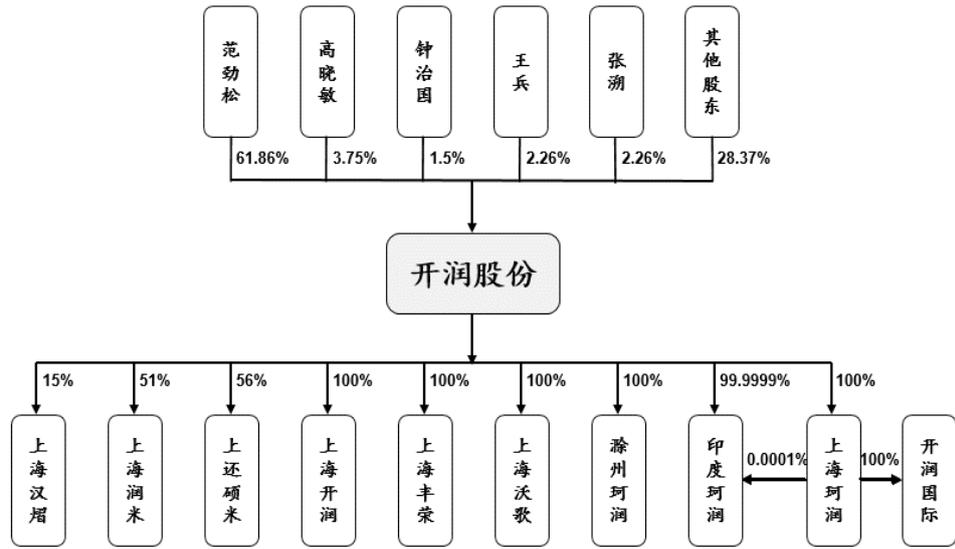


资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

1.3 股权结构稳定且集中, 管理层 IT 背景居多互联网基因深厚

公司股权结构长期稳定且集中, 实控人范劲松占总股本 62%。公司系 2014 年由滁州博润电脑配件有限公司整体变更设立的股份有限公司, 自发起日至公开发行股票前, 公司股本结构未发生变动。范劲松直接持有公司 4124 万股股份, 占总股本 61.86%, 为公司控股股东和实际控制人。

图 14：公司股权结构图



资料来源：公司公告，申万宏源研究

管理层拥有资深 IT 或外企背景，具有深厚的互联网基因。公司致力于改善用户出行装备及出行体验，创始团队多数来自知名 IT 公司或外企如联想，惠普等，公司实际控制人范劲松任公司董事长兼总经理，曾担任联想集团笔记本电脑事业部采购经理，天津美罗耗材副总经理，拥有多年国际知名公司管理经验。此外，公司董事、监事会主席、监事、副总经理、财务总监、研发总监等均有较高持股，股权绑定程度高，利益激励机制完善，。

表 1：公司高层持股情况

姓名	公司任职	持股数 (万股)	持股比例 (%)	学历	备注
范劲松	董事长、总经理	4124	61.86	EMBA	曾任联想集团笔记本电脑事业部采购经理
高晓敏	董事、副总经理	250	3.75	MBA	曾任联想集团上海电脑备件中心采购经理；上海惠普公司项目管理经理
钟治国	董事、副总经理	100	1.5	大专	曾任上海劲达皮具业务经理
张溯	研发总监	150	2.26	博士	润米 90 分创始人
范风云	董事、采购总监	50	0.75	中专	
丁丽君	副总经理、财务总监、 董事会秘书	50	0.75	硕士	曾任美国福禄克公司财务总监
揭江华	监事会主席、风控总监、 内审负责人	15	0.22	大专	
蔡刚	监事、外发总监	10	0.15	大专	

资料来源：公司公告，申万宏源研究

2. 深度绑定小米生态圈，“90 分”品牌大放异彩

小米已成为中国最优秀的孵化器之一，公司子公司润米、硕米正处在互联网转型与下一代消费风口。小米科技早在 2013 年就已经启动小米生态圈建设战略，在随后的 2014-2016 年度密集投资，秉持着“打造黑科技”、“连接一切”、“构建物联网智能生活”的理念，

在三年时间内先后链接 77 家公司。2016 年，小米周边生态圈全年收入过 150 亿元，连接了超过 5000 万台智能设备。生态圈高层公开表态 2017 将持续扩大智能硬件生态链的投资布局，倾力打造一套面向未来的盈利模式，孕育新增长点。广阔的想法空间未来将赢得资本市场的支持，成就一个又一个“造富梦”。

2.1 与小米京东深度合作，打造极致智能出行品牌“90分”

公司 51%和 56%控股润米科技和硕米科技，小米、京东、开润三方众志成城。2015 年 2 月和 3 月，公司与小米、京东背景的企业设立 2 家合资控股公司——上海润米科技有限公司、上海硕米科技有限公司。“90分”品牌正是在科技成熟企业入资的背景下成长起来。

表 2：润米科技股权结构

股东	持股比例	归类	合计
安徽开润股份有限公司	51.0%		
张溯	3.9%	“开润系”	60.7%
上海象润投资管理合伙企业	5.8%		
天津金米投资合伙企业	19.4%	“小米系”	36.3%
曹莉萍	16.9%		
上海和丰永金融信息服务有限公司	1.5%	“京东系”	3.0%
北京京东世航卓能众创投资基金管理中心	1.5%		

资料来源：全国企业信用信息公示系统，申万宏源研究

表 3：硕米科技股权结构

股东	持股比例	归类	合计
安徽开润股份有限公司	56%	“开润系”	56%
天津金米投资合伙企业	15%	“小米系”	30%
曹莉萍	15%		
张新	14%	自然人	14%

资料来源：全国企业信用信息公示系统，申万宏源研究

“90分”品牌深度契合小米生态链，追求“轻松活力、充满质感”生活方式。从开润董事长范劲松与小米生态圈负责人刘德见面到合作只用了 90 分钟可知，双方管理层在发展愿景、科技血统完美融合。同时，“90分”象征“轻松活力、充满质感”的生活方式，给自己留有 10 分的自由空间，产品概念引领未来，散发科技荷尔蒙。

图 15：“90 分”极致单品制造工序图



资料来源：公司官网，申万宏源研究

图 16：“90 分”品牌寓意：go fun



资料来源：公司官网，申万宏源研究

2.2 小米是中国最成功孵化器之一，生态圈已形成完美闭环

小米生态圈根基坚实，硬件扎根生长无后顾之忧。整个软硬件系统由位于生态圈基础位置小米 MIUI 操作系统串联指挥，组成“软件-云端-硬件”递进式梯度模式，集成了神经网络般的技术链、成长链、利益链。各层级间彼此交融、互相依存形成稳定性高、抗风险性强、可持续发展的商业体系。生态圈围绕消费者 24 小时的生活需求展开，目前在终端硬件已经形成了以路由器为中心、米家 App 贯穿的智能硬件生态，手机智能操控一切的远景蓝图正被逐步实现。

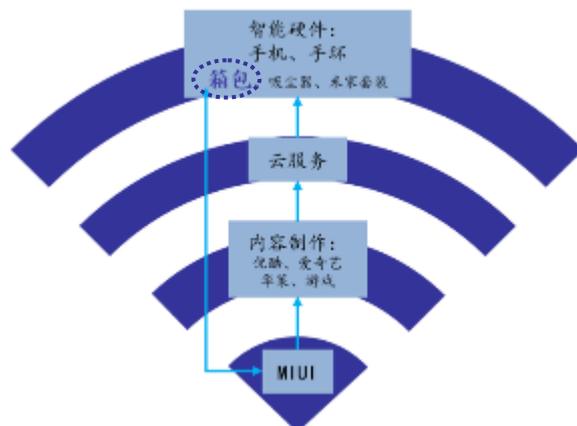
“90 分”定位生态圈最外层，放眼智能、潮流大格局。90 分锚定在小米生态圈递进外延的硬件发力端，主打智能化出行，着力颠覆传统箱包功能局限。本着为消费者营造良好出行体验的目的，将科技、智能元素不断注入提升产品品质。

图 17：小米生态圈属类布局



资料来源：艾瑞咨询，申万宏源研究

图 18：小米生态圈层次递进



资料来源：申万宏源研究

小米经济产业生态圈度过婴儿期，迅速起量能力已实质上成为捞金圈。大量机构投资者如 IDG、红杉资本等高度认可生态链的发展逻辑，圈内企业从种子轮到 C 轮直至上市的每

一轮估值都很可观。这种被商业市场所膜拜的创新也吸引京东金融跟进投资了 5 家企业。小米生态圈已经成为各家硬件创新性企业竞相争夺入局的“香饽饽”。目前，已经孵化出 1 家新三板上市企业青米，4 家“独角兽”估值超过 10 亿美元的紫米、华米、智米、纳恩博。

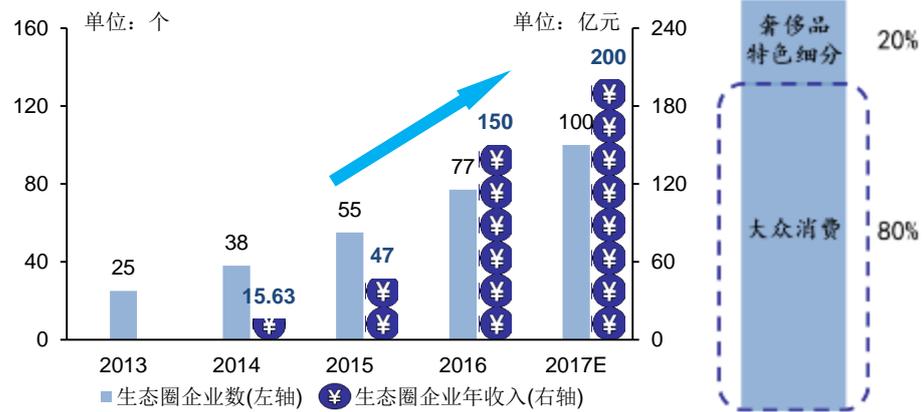
表 4：小米生态圈孵化成绩斐然（不完全统计）

名称	主要产品	产品特质	成就	销售成绩
紫米	小米、紫米移动电源	各项保护到位 可带上飞机		16 年收入 20 亿元，净利润 2 亿元，推出 2 个月后问鼎全球第一
华米	小米手环	1 个月不充电 运动潮流	四大“独角兽”	16 年销售 15 亿元，净利润 1 亿元，超过苹果居全球可穿戴设备第二位
智米	小米空气净化器	CADR 比肩千元同类产品 安静、价格低	华米、智米、Ninebot 2016 年天猫双 11 单品第一	日销量 4-5 千台，最高达 9 千台，2016 收入 10 亿
Ninebot	小米平衡车	手机连接可控制 轻巧		年出货近百万，目前估值 12 亿美元 全资收购平衡车鼻祖 segway
润米	90 分箱包等	小尺寸大容量、拖行静音 可带上飞机	2016 年天猫双 11 单品第一 销售额 2200 万元	16 年销售额 2.56 亿元
硕米	智能手机与平板电脑 保护外壳	17 年将逐步发展		
蓝米	蓝牙耳机、有线耳机	小巧便携		2014 销售额破 1.2 亿元，2015 估值 3.5 亿元，计划三年内上市
青米	小米、青米插线板	有 USB 接口 设计人性化	新三板上市 2016 年天猫双 11 单品第一	2015 米粉节售出 24.7 万只，两个月时间销售突破 100 万只
田米	小米笔记本 Air	轻薄兼具性能 性价比高	2016 年天猫双 11 单品第一	2017 年中国移动包销 50 万台 一年销售额将轻松超 20 亿元
纯米	米家 IH 电饭煲 米家压力 IH 电饭煲	加压、内胆优质 高端电饭煲	2016 年天猫双 11 单品第一	
飞米	小米无人机	定点、定路线飞行 便携、高清	2016 年天猫双 11 单品第一	
趣睡	8H 品牌：乳胶弹簧床垫 乳胶枕、护颈枕	众筹上线、羽泉试用 人性化定制软硬度		第一天众筹达预定 500 件的 949%

资料来源：小米 2017 年公司年会，IT 桔子，申万宏源研究

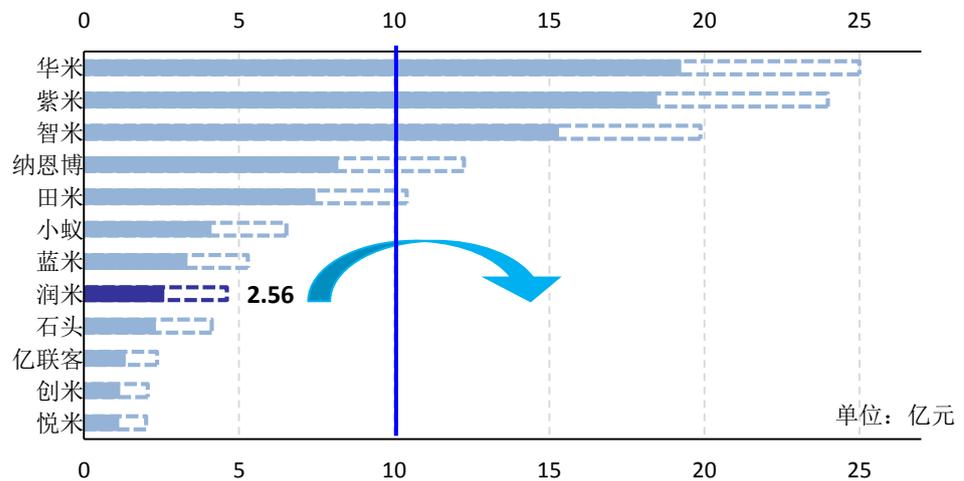
77 家公司共 150 亿年收入，润米有望成为生态圈内下一个 10 亿级“独角兽”。2016 年生态圈企业数达 77 家，年收入 150 亿元，12 家企业 2016 年度旗下单品营收进入“亿元俱乐部”。按小米公司计划，2017 年底生态圈企业数目将达到 100 家之多。后发企业如雨后春笋般向着四大“独角兽”齐头并进，正先后向着“十亿”级进军。

图 19：小米生态圈度过婴儿期，盈利机制趋于完善



资料来源：米家品牌发布会，小米公司年会，申万宏源研究

图 20：小米生态圈企业 2016 年单品销售额“亿元俱乐部”



资料来源：小米 2017 年公司年会，申万宏源研究

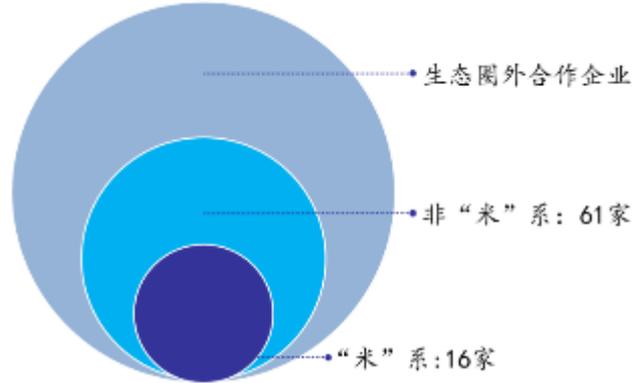
90 分品牌属小米生态圈嫡系产品，合作深度和广度远高于生态圈其他非“米”字公司。小米生态链企业在命名中往往呈现如下规律，公司名称中含“米”字表示与生态圈契合度高，目前仅 16 家，新三板上市公司青米和 3 只独角兽紫米、华米、智米均属于该系列，为生态圈核心“嫡系”产业，2016 年天猫双 11 小米生态圈 7 项单品销量第一中有 6 项来自本系列；而公司名称中不含“米”字的公司数量多达 61 家，除纳恩博外，它们在企业规模、市场影响和盈利能力远不及前者，属于“旁系”。所以，润米、硕米可谓是一“米”千金。

图 21：“90 分”与小米嫡系外包装风格高度一致



资料来源：什么值得买，申万宏源研究

图 22：“米”与非“米”尊卑有别，“米”为嫡系



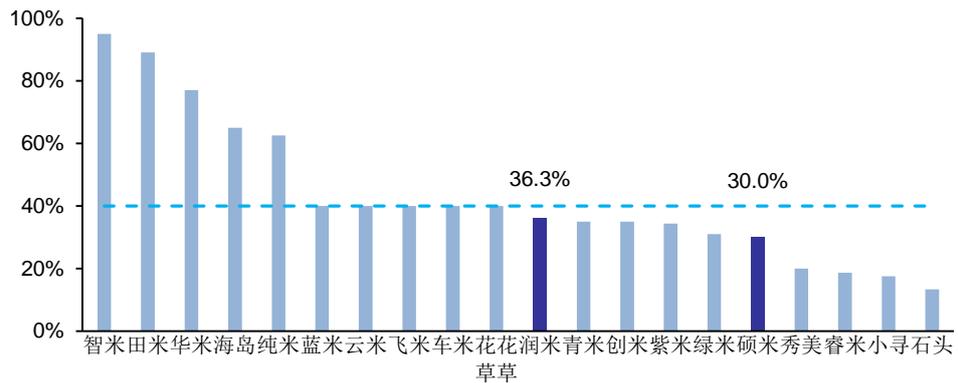
资料来源：申万宏源研究

2.3 合作式孵化利益清晰，最佳渠道+极致单品成就品牌腾飞

2.3.1 合作机制：“独角兽”式培育自主性高，利益机制清晰独立性高

超越传统父子型孵化方式，“独角兽”式培育独立性高。小米生态圈旗下品牌初创时，除偶有控股外，“小米系”多以小于 40%的比例参股不控股。当“独角兽”繁育成功，“小米系”撤出全部投资，获取股权上的溢价。例如 2015 年“小米系”从青米、紫米撤出全部股份，并开始减持华米股权比重。公司此次与小米合作的润米、硕米公司沿袭了本套理念：控股权归属开润股份，“小米系”分别仅占 36.3%和 30%，健康、自主的培育方式下，90 分品牌依托而不依赖，成长性、独立性高。

图 23：公司控股润米、硕米，“小米系”参股不控股

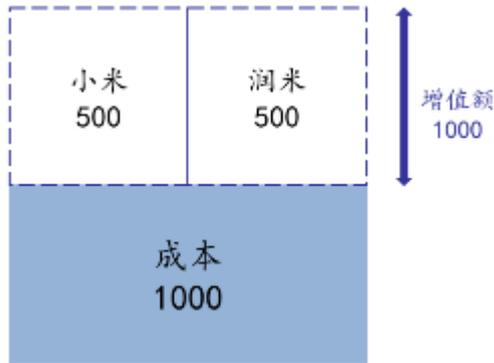


资料来源：全国企业信用信息公示系统，申万宏源研究

利润分配机制清晰，走小米渠道利润“五五分成”，走非小米渠道毛利更高。1) 通过小米渠道（包括米家商城、天猫/京东小米旗舰店、小米线下体验店等）销售产品利润采取“五五分配”机制。例如拉杆箱产品终端售价 2000 元，润米实际入账 1500 元，小米获得余下 500 元。在成本为 1000 元情况下，实质上收取了高昂的 25%渠道费用。2) 非小米渠道销售毛利不进行分成，除缴纳正常 10-15%渠道费用外，全部归润米科技所有。显然，

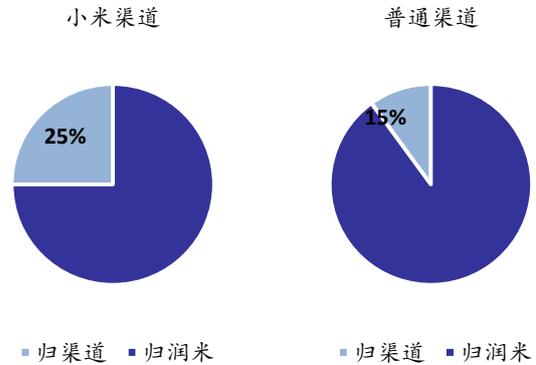
其他渠道对企业长久发展更具吸引力，企业从“婴儿”向“独角兽”的发展过程，必然是渠道拓宽和利润率提升的过程。

图 24：小米渠道销售毛利“5-5 分配”机制



资料来源：依据“青米”股转书估算，申万宏源研究

图 25：小米渠道销售业绩好但渠道成本高昂

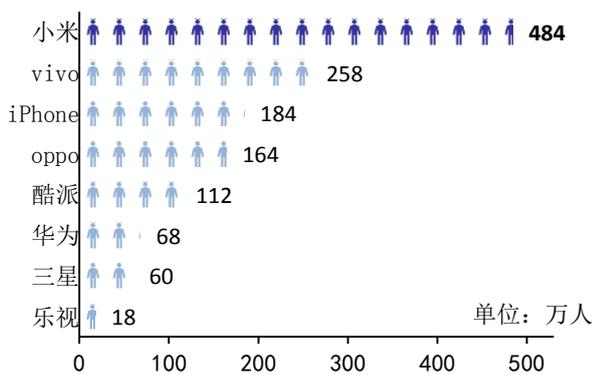


资料来源：依据“青米”股转书估算，申万宏源研究

2.32 渠道端：利用小米粉丝基数迅速起量，未来多渠道发展将是必然趋势

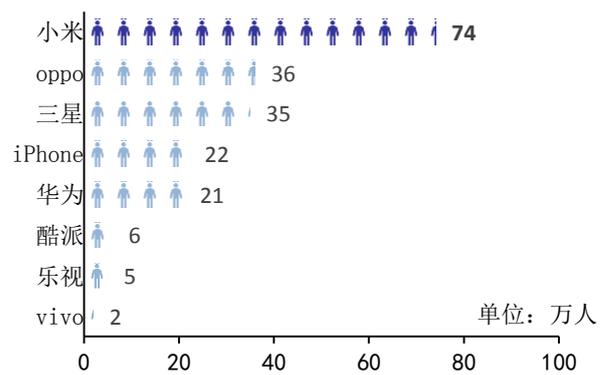
利用小米粉丝效应，快速推广品牌影响力，迅速起量。小米是中国第三大电商、仅次于 BAT 的第四大互联网公司，其 MIUI 系统有 2 亿“米粉”用户。高科技元素提高了“90 分”产品整体附加值的同时，无缝对接小米粉丝群体，形成第一批消费需求。高质量的产品又使这批 IT 发烧友成为品牌推广的“自来水”，不断吸引其他用户加入，吸引第二批、第三批购买，形成乘数效应，使得品牌力不断增强。

图 26：“米粉”效应——百度贴吧关注人数



资料来源：百度贴吧，申万宏源研究

图 27：“米粉”效应——微信公众号活跃粉丝数



资料来源：清博指数，新榜，申万宏源研究

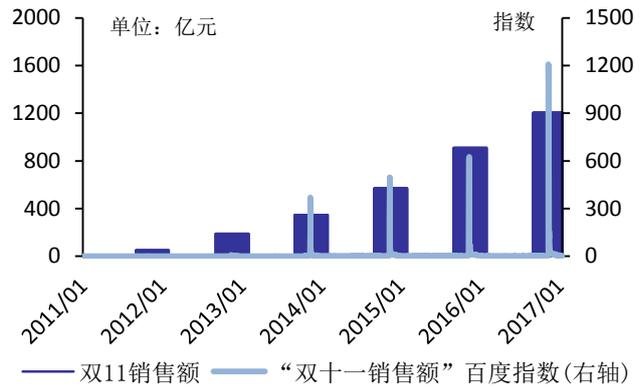
天猫双十一单品销量夺冠，迅速起量能力得到证实。90 分品牌创造了第一年就达 50 万销量的业界神话，以 300 元/个计，流水超 1.5 亿元。在小米粉丝效应与自身“科技+人性化”高性价比产品双重推动下，90 分旅行箱力压新秀丽、路易·威登等一线大牌，2016 年双十一销售额超过 2200 万元，天猫同品类销量夺冠。产品在刚刚推出一年取得突破性成绩，呈现高增长潜力。

图 28：“90 分”双十一单品销量夺冠



资料来源：90 分天猫旗舰店，申万宏源研究

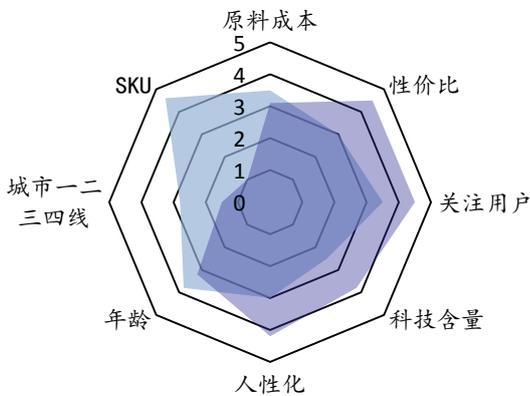
图 29：双十一的社会影响力连年攀升



资料来源：百度指数，申万宏源研究

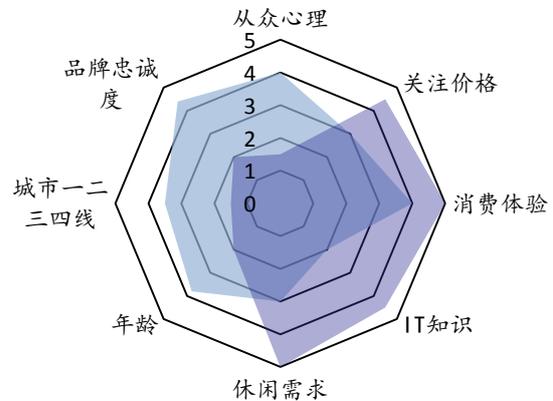
过半用户非小米粉丝，未来多渠道高毛利将是必然趋势。公司通过大量市场调研发现，购买 90 分品牌产品的用户，过半数的都不是小米粉丝，箱包产品设计的特性也是兼顾小米发烧友与普通人群需求。这既满足了小米粉丝群体超前卫心理，又兼顾了大众消费的审美观。目前，公司大部分产品走小米线上渠道，如米家商城、天猫/京东小米旗舰店等，同时也在垂直渠道，例如罗辑思维、优酷旅游有所布局，成效显著。有如此强大非小米粉丝基础，说明产品核心竞争力还是产品本身，未来降低小米渠道占比，变身为利润率更高，销售渠道更广的“独角兽”将是必然。

图 30：“90 分”引领传统箱包革新



资料来源：小米社区，申万宏源研究

图 31：小米粉丝与普通消费者的区别



资料来源：小米社区，申万宏源研究

2.33 产品端：深入解决箱包痛点，追求卓越是 90 分热卖根本原因

与顶级面料商科思创、美国铝业合作，打造兼顾质量与时尚的箱包界新星。箱包历来以质量和外观作为产品两大核心，但往往难以兼顾。公司通过与顶级面料商科思创、美国铝业合作，不断创新，成功克服痛点，打造出一款铝合金，一款 PC 材质，兼顾美观和质量的极致 90 分旅行箱单品。同时，利用新材料，将 20 寸净重由一般的 4.2kg 降至 2.9kg，24 寸由 5.2kg 降至 4.2kg，28 寸由 6kg 降至 5.3kg。拉杆左右摇晃控制在 1.5cm 之内，滑轮采用静音万向飞机轮。90 分金属旅行箱在数千全球参赛产品中脱颖而出，获得设计界的奥斯卡——德国 iF 设计奖殊荣。

图 32: 双十一爆款 PC 箱，售价 299 元



资料来源：90 分天猫旗舰店，申万宏源研究

图 33: 90 分高端拉杆箱，最高售价 1999 元



资料来源：90 分天猫旗舰店，申万宏源研究

表 5: 做质量与外观兼具的箱包

部件名	质量追求	部件名	外观专利
箱壳	科思创直接进口 PC 材料	把手	CN303905499S
	与美国铝业合作高标号 6 系铝材	脚珠	CN303904176S
拉杆	PC 材料加入金属粉和科思创共同研发 3 个月	活力版铝框	CN303904036S
	自主开模，加厚 30%，套管顺滑与稳固兼具	轮子	CN303815541S
轮子	吸震耐磨的高弹 TPE 材料灵活、安静、耐用	90 分 PC 铝框箱	CN303760960S

资料来源：公开资料，企信网，申万宏源研究

深入解决用户痛点，用服务精神革新传统行业，致力于提供最优质的出行体验。公司专注于用户出行场景，并非仅仅是卖箱子和鞋子，而是致力于为客户提供最优质的出行体验，将每一个细节都做到极致。公司注重产品设计研发，同行业研发一款旅行箱通常耗时 3-5 个月，但“90 分”最基础款就做了 10 个月。从 4 档拉杆位到内置多区块设计，每一个细节处理无不由内而外散发着对消费者贴心的极致单品思维。

表 6: 服务贴心，理念颠覆传统行业

图片	部件名	细节处理	贴心效果
	拉杆	3 或 4 档拉杆位置	适合不同身高的消费者
	隔层	箱体两侧分割，内置多区块	保护隐私、分类存放
	箱体边缘	R 边角设计	同等尺寸腾出更多储存空间
	拉连锁	密码+TSA 海关锁	出国旅行海关通关自如



拉连锁	App 连接手机	智能解锁
箱壳	蜂窝纹	防刮擦
滑轮	静音万向飞机轮	保证顺畅结实

资料来源：申万宏源研究

公司高度重视科技研发，频繁与国家知名品牌进行科研合作。公司高度重视研发，此次上市募集近 5600 万元将投入研发中心建设项目。虽然目前公司还无法达到国际巨头公司那样的体量规模，但是凭借团队自身实力以及国际巨头对小米生态链的认可，最终促成了一次又一次跨量级的合作。在国际科研合作中积累的宝贵经验成为了“90 分”不断迭代创新的源动力。

表 7：与开润合作研发的国际大牌

合作研发企业	合作研发内容
	与 Intel 美国 NDG 部门成立合作实验室，共同开发智能跑鞋，记录跑步、爬山、骑车等不同场景运动数据。
	科思创（原德国拜耳）。合作研发拉杆箱 PC 外壳，在保证外壳物理特性的前提下，其中混入金属粉以调色。
	美国铝业。联合打造 5 系、6 系高标号铝材，提高综合延伸性和抗冲击性，用于镁铝合金旅行箱。

资料来源：申万宏源研究

核心竞争力在于用“质”替代“量”，少 SKU 专注极致单品。公司目前仅有 20、24、28 寸 PC 箱和 20 寸金属箱以及 20 铝镁合金箱共 5 种极致单品，反观其他竞争对手动辄上百个 SKU，这给润米带来四点核心优势：

- **大大提升箱包生产人工环节效率：**箱包是非标品，放眼全球没有任何一个企业可以实现完全自动化。品类少可以提高箱包生产工人熟练度，确保每一件产品得到最优质的装配与检测。
- **降低优质原材料采购价格：**每个 SKU 的材料、配件都不相同，更少的 SKU 及更大的单品出货量益于“90 分”旅行箱压低上游采购价格。
- **提高库存、物流配送管理效率：**更简明的批次使得库存管理与包装物流驾轻就熟
- **售后保障更佳：**更加通用化的零配件即便出现了质量问题也可以避免出现“无件可换”的售后服务。

2.4 增品类与拓渠道齐头并进，两年内收入利润有望突破

以生态圈孵化经验来看，润米硕米大概率将于 2017-2018 年再上一个台阶。以“小米系”注资为基点，各家成规模企业多在 1 年半-2 年半之间名声大噪。成熟的生态圈孵化机制是初创企业成功的必备因素，而为数众多的成功案例为后续发展提供了实践经验。以 2015 年 4 月“小米系”注资润米、硕米为起点，接下来的 2017 和 2018 年将有望成为开润股份主营业务大放异彩的重要年份。

表 8：生态圈孵化周期的经验启示

名称	成立时间	小米注资时间	企业成名时间	注资与成名间隔
紫米	2012.2	2012.4	2014.12 移动电源出货量全球第一	2 年 8 个月
华米	2013.12	2014.2	2016.9 超越苹果居全球智能可穿戴设备第二	2 年 7 个月
青米	2014.2	2014.2	2016.8 新三板挂牌上市	2 年 6 个月
智米	2014.6	2014.6	2016.5 新国标空气净化十大品牌	1 年 9 个月
Ninebot	2013.6	2014.10	2017.1 艾瑞咨询估值 12 亿美元	2 年 3 个月
润米	2015.2	2015.2	预计 2017-2018 年	预计 2-3 年
硕米	2015.3	2015.3	大概率将出现高增长	

资料来源：艾瑞咨询，2015 小米新品发布会，申万宏源研究

产品端：未来将围绕智能出行领域，稳步增加品类但并非盲目扩张，加快现有产品迭代，增加新品研发投入，提高产品毛利。1) 润米在 17 年将主攻产品升级迭代和新品类扩展，但不会大量扩充 SKU，要保证每一个产品都必须是无可挑剔的极致单品。同时，公司也会将更多更好的科技元素跨界融合到箱包鞋帽中，提高产品附加值。2) 硕米也是 17 年重点发展的对象，公司将加大资金投入和研究力度。

渠道端：未来将降低小米渠道占比，积极布局垂直渠道、线下渠道和海外渠道，降低现有渠道成本，提高产品净利。1) 增加天猫、京东等自营旗舰店占比，降低小米渠道占比。在小米商城、米家商城、小米天猫旗舰店、小米京东旗舰店之外，润米硕米先后开设了淘宝 90 分品牌自营店、天猫 90 分旗舰店、京东 90 分旗舰店，未来将更多从这些渠道发力。2) 纵向联合罗辑思维、优酷旅游等，提升新渠道占比。新兴流量渠道具有转化率高，复购率高，流量成本低的特点，公司将积极布局线上新渠道，包括与驴妈妈、穷游、途牛在内的旅游品牌合作，利用更低成本获得更大影响力。3) 积极布局新零售，实现线上线下共融互通。预计未来公司将以 O2O 体验店形式进军线下渠道，或在现有小米体验店进行布局。4) 战略性拓展海外 C 端，有望与跨境电商新渠道合作。目前，海外 2C 端通过小米渠道向台湾地区、韩国、美国等海外市场销售，反馈良好。未来公司有望经由亚马逊等跨境电商平台，将“90 分”向海外市场开拓。

3 切入智能生活领域，引领出行消费新风尚

3.1 智能穿戴行业增速企稳，极致单品将迎来发展契机

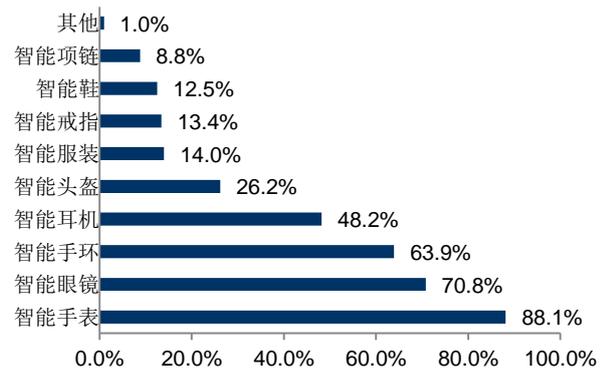
智能手环手表增长遭遇瓶颈，小众极致单品将迎来爆发式增长。依据易观智库预测，中国智能穿戴行业将从 2015 年的爆发期走向中速增长时期，增速将维持 40%+，预计 2018 年市场规模可达 400 亿元，如果再加上智能拉杆箱所在的智能出行装备领域，市场规模将达千亿级别。从可穿戴设备的占比来看，接近 85% 的产品被智能手环和智能手表占据，15 年的爆发式增长也主要是苹果手表的带动，完成了国内市场规模 100 亿到 200 亿的突破，而其他产品比如智能鞋，智能服饰占比仅 15%。从认识率来看，智能手表，智能眼镜，智能手环排名前三，分别 88%，71% 和 64%，智能服装，智能鞋均有接近 15% 的认识度。当手环，手表等市占率高认识度高的智能穿戴产品增长遭遇天花板时，较低认识度市占率低的优质单品将会迎来增长爆发期。

图 34：2016-2018 中国智能可穿戴设备市场规模



资料来源：易观智库，申万宏源研究

图 35：智能可穿戴设备认知率



资料来源：Raincent，申万宏源研究

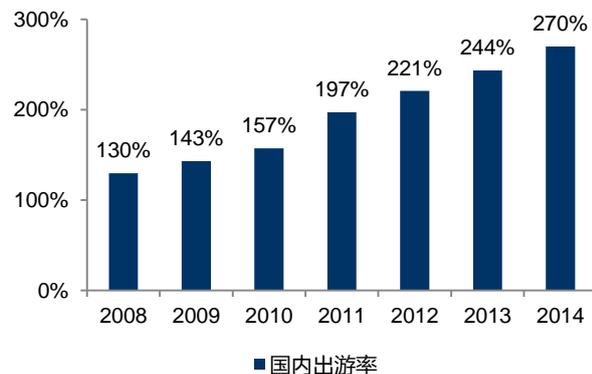
境内外游迎来发展高峰，出游率提升+消费升级将显著提升智能出行设备需求。据国家旅游局统计，2015 年境内外游玩共达 41.3 亿人次，增长 11%，其中国内游 40 亿人次，增长 11%，出境游 1.28 亿人次，增长 20%，出游率接近 300%，随着人们旅行需求不断增长，对高品质生活的不断追求，加之消费升级对购买力提升，将显著带动智能出行行业。

图 36：境内外出行人数情况



资料来源：国家旅游局，申万宏源研究

图 37：国内出游率情况



资料来源：国家旅游局，申万宏源研究

3.2 试水众筹智能鞋服，再创科技生活极致单品

除了拉杆箱外，90分品牌还将智能生活的理念运用在背包，功能性服装以及智能鞋等千亿级智能生活领域，致力于围绕消费者打造出极致产品解决方案。2017年有望再出行极致单品。

智能轻跑鞋：2016年3月，90分智能轻跑鞋在小米众筹上发布，售价169元。这双跑鞋主打轻便透气，同时兼容小米运动APP，专为慢跑爱好者打造。这双鞋全面兼容小米运动APP，能够记录跑步路线、距离以及卡路里消耗，还能够分享到微信朋友圈。这款90分智能轻跑鞋采用内外两层弹性纤维布料和高弹SBR材质平面贴合设计，后跟处内置高密度泡面。同时鞋底厚3厘米，专为慢跑及健身运动研发的EVA大底，即圆形外凸的鞋底侧墙设计，着地稳定性和缓震效果更好。值得一提的是，后跟外侧还贴有安全反光材质，当夜晚强光照射时，可将光亮反射回去，对于夜跑爱好者提供保护。

图 38：90分智能轻跑鞋



资料来源：小米社区，申万宏源研究

超轻羽绒服：2016年9月，90分超轻羽绒服，男女款均有，售价229元。该羽绒服主打3D剪裁、防风防泼水、保暖锁温、轻便易收纳等特色。旅行、通勤、野营、登山等场景均能使用。90分羽绒服采用3D功能性剪裁，衣袖更为立体、上身更加修身有型，严冬穿着不会觉得局促臃肿。

其采用国际羽绒羽毛局认证检测机构测定的蓬松度650FP白鸭绒，绒子含量达到国家羽绒服装GB/T14272-2011规定的90%羽绒标准，并经过分区填充设计，含绒量根据型号从80g到120g不等，即使长时间在户外也能带来持久的温暖体验。面料采用全新杜邦特氟龙Teflon EcoElite处理的面料，防泼水处理可以让雨水以荷叶效应直接滑落，无惧风雨侵袭。它还采用独特YKK拉链头，可以固定耳机线。

图 39：90 分轻薄羽绒服



资料来源：小米众筹，申万宏源研究

百变运动生活鞋：2016年10月，90分运动生活鞋在京东众筹上发布，售价199元。这双鞋支持4种穿法：无鞋带、系鞋带、踩鞋跟和变拖鞋。采用全鞋一体织工艺，不同密度的聚酯纱线织出人体工学鞋面，提升脚感舒适体验。后背90分Logo采用3M反光印刷工艺，保障夜间出行安全。它支持“DIY鞋带”，只要脑洞够大，就有无穷多变的创意系法。90分运动生活鞋上线18小时项目进度突破100%、众筹金额突破20W，关注人数5000+

图 40：90 分百变运动鞋



资料来源：京东众筹，申万宏源研究

3.3 募投项目：扩大产能+加码研发，持续推进智能出行落地

本次发行1667万股股票，募集资金总额3.82亿元，募集资金到位后，公司将按照轻重缓急顺序依次投入以下项目：

1) 平板电脑与智能手机保护套及箱包技术改造与扩能项目，总投资 2.12 亿元，拟投入募集资金 1.64 亿元。该项目旨在满足深化现有客户合作，拓展新客户需求，进一步扩展市场份额以迎接广阔的市场前景。项目由公司在安徽省滁州市实施，将进行厂房及配套设施的工程建设，同时购买并安装相应生产、仓储设备和仪器用于现有生产线技术改造和新建包袋产品与移动设备保护套生产线。本项目建成后，将新增年产包袋类产品 376 万件及平板电脑与智能手机保护套 1000 万件的生产能力。项目从前期准备到交付使用拟建周期约为 12 个月。项目达产后，预计可实现年销售收入 36160 万元，年均税后利润为 5817 万元。

2) 研发中心建设项目总投资 0.73 亿元，拟投入募集资金 0.56 亿元。该项目旨在丰富产品品类，在不断外延发展的客户群体中形成一站式服务能力，抢占市场先机，巩固竞争优势。此外，研发实力的提升将明显助力智能出行概念落地。预计研发中心占地 6048 平方米，主要包含信息部、产品与原材料实验室、技术部、工程中心、综合办公室 5 个部门以及 100 人左右的高素质优秀科研人员队伍的行业领先的各种包袋类产品研发中心。项目从前期准备到交付使用拟建周期约为 12 个月。该项目本身不直接产生效益，但通过提高公司研发能力、改进研发流程、提升公司应对未来市场需求的综合能力，推动公司核心竞争力的持续增强。

3) 智能拉杆箱研发、生产、营销综合建设项目总投资 0.98 亿元，拟投入募集资金 0.76 亿元。自有品牌 90 分爆发增长，领跑智能拉杆箱领域，该项目旨在稳定公司在智能拉杆箱领域的增长态势，进一步提升市占率，借助小米生态圈，加快智能拉杆箱发展。项目由公司在安徽省滁州市实施，拟租赁建筑面积 10000 平方米的生产车间，5000 平方米的仓储库房，1000 平方米的办公场地。另外，公司将购置相关智能拉杆箱研发设备及生产设备，进行产品研发及生产，同时进行品牌及产品营销。预计项目建成达产后，项目承建单位将新增智能拉杆箱产品产能 25 万个。项目从前期准备到交付使用拟建周期约为 24 个月。项目达产后，预计可实现年销售收入 22000 万元，年均税后利润为 3506 万元

表 9：本次拟公开发行募集资金用途

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟投入募集资金（万元）
1	平板电脑与智能手机保护套及箱包技术改造与扩能项目	21190.47	16419.36
2	研发中心建设项目	7259.15	5624.73
3	智能拉杆箱研发、生产、营销综合建设项目	9767.15	7559.4
	合计	38216.77	29603.49

资料来源：招股说明书，申万宏源研究

4 盈利预测与投资建议

盈利预测核心假设：

1) 公司原有 OEM/ODM 业务稳健中持续上升，16-18 年收入增速分别为 15%/18%/18%；

2) 自主品牌迅速发力, 16-18 年爆发式增长, 其中“90 分”品牌年收入增速分别为 1500%/110%/80%; 另外, 随着品牌逐渐成熟, “90 分”依托小米渠道销售占比逐渐下降, 16-18 年分别为 80%/60%/50%。

3) 16-18 年销售费用率分别为 7.0%/7.5%/7.5%, 管理费用率分别为 10.0%/10.0%/10.0%。

我们预计公司 2016-2018 年实现收入分别为 7.55 亿、10.77 亿、15.34 亿; 归母净利润分别为 0.8 亿、1.13 亿、1.65 亿; EPS 分别为 1.2/1.7/2.47 元, 目前价格对应 17-18 年 PE 分别为 45/31 倍。

公司作为纺织业小米生态圈唯一上市公司标的, 业绩持续近 50%高速增长, 自主品牌迅速起量能力已被证实, 未来在产品迭代与新渠道扩张有望超预期, 首次覆盖并给予增持评级。我们预计 16-18 年分别实现归母净利润 0.8/1.13/1.65 亿元, EPS 分别为 1.2/1.7/2.47 元, 对应 17/18 年 PE 为 45 和 31 倍。公司传统 OEM/ODM 业绩稳健中近 20%增长, 自主品牌爆发力强, 小米生态圈唯一上市公司具有稀缺性, 且公司市值小, 目前仅 51 亿, 且次新股给予一定估值溢价, 参考纺服行业由 ODM/OEM 开始发展自主品牌的可比上市公司估值, 给予 17 年 55 倍 PE, 对应目标价为 93.5 元, 尚有超 20%上涨空间, 首次覆盖并给予增持评级。

表 10: 主要可比公司估值表

股票代码	股票简称	市值 (亿) (2017.2.6)	EPS			P/E		
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
603558.SH	健盛集团	115	0.34	0.44	0.58	91	70	53
603608.SH	天创时尚	56	0.38	0.44	0.45	53	46	45
	平均值		0.36	0.44	0.52	72	58	49
300577.SZ	开润股份	51	1.20	1.70	2.47	64	45	31

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 11: 开润股份主营收入预测拆分

		单位: 百万元						
	品牌	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	
OEM/ODM	小米科技			47.90	95.80	162.86	244.28	
	YOY				100%	70%	50%	
	迪卡侬	71.06	93.05	90.70	117.91	141.49	162.72	
	YOY		31%	-3%	30%	20%	15%	
	联想集团	107.12	156.85	139.14	125.22	118.96	118.96	
	YOY		46%	-11%	-10%	-5%	0%	
	华硕电脑	39.17	40.18	48.37	55.62	60.07	63.07	
	YOY		3%	20%	15%	8%	5%	
	Vera Bradley			50.2875	50.29	50.29	50.29	
	YOY				0%	0%	0%	
	新秀丽	49.99	46.37	46.37	48.69	52.58	56.79	
	YOY		-7%	0%	5%	8%	8%	

	其他	25.98	78.15	57.32	57.32	63.05	69.36
	YOY		201%	-27%	0%	10%	10%
	合计	293.32	414.58	480.08	550.85	649.31	765.48
	YOY		41%	16%	15%	18%	18%
	90 分系列	0.00	0.00	12.68	202.88	426.05	766.90
	YOY				1500%	110%	80%
自主品牌	其他	1.79	1.65	1.30	1.36	1.47	1.62
	YOY		-8%	-21%	5%	8%	10%
	合计	1.79	1.65	13.98	204.25	427.53	768.52
	YOY		-8%	747%	1361%	109%	80%
总收入		295.11	416.23	494.06	755.10	1076.84	1534.00
YOY			41%	19%	53%	43%	42%
自主品牌占总收入比		0.61%	0.40%	2.83%	27.05%	39.70%	50.10%

资料来源：申万宏源研究

表 12：开润股份利润表

单位：百万元，元

利润表						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
一、营业收入	295	417	494	755	1,077	1,534
二、营业总成本	272	371	429	671	949	1,333
其中：营业成本	213	298	344	536	748	1,046
营业税金及附加	2	2	4	5	8	11
销售费用	21	29	34	53	81	115
管理费用	30	36	50	76	108	154
财务费用	5	1	(3)	0	0	0
资产减值损失	2	6	1	1	5	6
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	23	46	65	84	128	201
加：营业外收入	7	9	11	11	10	9
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
四、利润总额	30	54	76	95	138	210
减：所得税	7	12	13	16	23	35
五、净利润	23	42	63	79	115	175
少数股东损益	0	0	(3)	(1)	1	11
归属于母公司所有者的净利润	23	42	66	80	113	165
六、基本每股收益	0.00	0.84	1.32	1.61	2.27	3.30
全面摊薄每股收益	0.34	0.63	0.99	1.20	1.70	2.47

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。