

# 开润股份 (300577.SZ)

## 箱包龙头，打造出行新方式

**B2C/B2B 两大业务并行拉动公司快速成长。**开润股份成立于2009年，集团业务分为1) B2B业务为合作伙伴提供 ODM/OEM 箱包产品；2) B2C业务依托小米渠道和自有渠道进行产品销售。公司2018年B2B/B2C业务分别实现收入8.8/10.3亿元，占比为46%/54%。2012-2018年营业收入/归母净利润 CAGR 分别为39.37%/43.92%，根据公司业绩预告2019年公司收入/业绩分别实现30%-50%/30%-40%增长。2019年收购 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的100%股权，切入耐克供应链。

**箱包行业：消费升级拉动规模增长，竞争格局待优化。**根据最新的欧睿数据显示，2018年国内箱包市场规模达到2063亿元，同比增长8.92%，预测2023年市场规模将突破3142亿元，未来五年的CAGR将达到8.77%。当前我国箱包市场集中度相对较低，CR5为16.1% (vs 美国41.6%、法国61.6%，日本43.5%)。我们认为未来箱包行业1) 需求端：消费者对产品的功能性要求提升同时个性化需求日益明显；2) 供给端高性价比产品逐步进入大众市场，市场格局有望优化。

**增长的动力之 B2B 业务：传统业务增长稳定，收购印尼工厂切入耐克供应链。**1) **客户优质且关系稳定：**2B核心客户包括联想、惠普、华硕、戴尔、新秀丽、迪卡侬等，公司在生产端自动化水平高，且对产品进行严格质量控制，得到客户认可，与客户形成稳定合作关系，每年传统业务实现收入10%-20%的增长。2) **开展产能全球布局：**2019年2月公司收购印尼切入耐克供应链体系，2019年为公司带来增量订单2.5+亿元，未来有望持续拓展优质客户。

**增长的动力之 B2C 业务：“90分”品牌产品迭代+品类扩张，非米渠道快速增长。**“90分”品牌从成立之初的依靠小米产业链推出极致单品的发展路径转向：1) **产品端**增加科技研发投入(研发费用率2.55%左右)，推出产品迭代，拉宽产品价格带，当下产品单价从300至2700元均有分布；2) **品牌端**通过社群、综艺、事情等营销方式打造“90分”品牌清晰的形象；3) **渠道端**多元发展，非米渠道发力增长，同时拓展线下海外渠道，未来非米渠道/小米渠道占比为1:1。

**投资建议：**公司2B/2C业务并行发展，2B业务并购印尼工厂后切入耐克供应链，有望拓展优质客户，2C业务端非米渠道有望迎来快速增长。我们预计公司2019-2021年归母净利润分别为2.45/3.01/3.91亿元，同比增长41.2%/22.6%/30.1%，现价34.22元，对应PE为30/25/19倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**终端需求下滑影响2C业务发展；2C新产品业务开展不顺；海外业务开展不顺影响；外汇波动对业绩带来的影响。

财务指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162	2,048	2,807	3,381	4,193
增长率 yoy (%)	49.8	76.2	37.0	20.5	24.0
归母净利润(百万元)	133	174	245	301	391
增长率 yoy (%)	58.8	30.2	41.2	22.6	30.1
EPS最新摊薄(元/股)	0.61	0.80	1.13	1.38	1.80
净资产收益率(%)	28.4	27.2	28.0	27.7	28.2
P/E(倍)	55.4	42.5	30.1	24.6	18.9
P/B(倍)	15.2	11.6	8.8	7.0	5.4

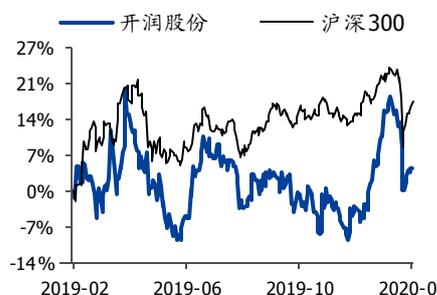
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

### 增持 (首次)

#### 股票信息

行业	纺织制造
最新收盘价	34.22
总市值(百万元)	7,439.93
总股本(百万股)	217.41
其中自由流通股(%)	47.87
30日日均成交量(百万股)	0.96

#### 股价走势



#### 作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱: yangying1@gszq.com



**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	840	1168	1515	1774	2367
现金	192	240	387	568	814
应收票据及应收账款	198	253	357	362	525
其他应收款	11	39	42	44	58
预付账款	5	12	15	15	21
存货	283	413	504	574	739
其他流动资产	151	210	210	210	210
<b>非流动资产</b>	149	242	307	345	395
长期投资	4	13	15	18	22
固定资产	87	96	163	199	245
无形资产	10	12	11	11	10
其他非流动资产	49	121	117	117	118
<b>资产总计</b>	990	1410	1822	2119	2763
<b>流动负债</b>	482	721	930	996	1309
短期借款	0	60	60	60	60
应付票据及应付账款	399	542	739	800	1096
其他流动负债	82	119	130	136	153
<b>非流动负债</b>	9	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	9	10	10	10	10
<b>负债合计</b>	491	731	940	1006	1319
少数股东权益	11	42	44	51	66
股本	121	218	218	218	218
资本公积	159	74	74	74	74
留存收益	230	364	534	745	1032
归属母公司股东权益	488	636	838	1061	1377
<b>负债和股东权益</b>	990	1410	1822	2119	2763

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	154	146	270	309	391
净利润	142	184	247	308	406
折旧摊销	10	12	12	18	23
财务费用	7	-5	0	-2	0
投资损失	-5	-6	-3	-3	-4
营运资金变动	-0	-25	8	-11	-34
其他经营现金流	1	-15	4	-1	-1
<b>投资活动现金流</b>	-316	-176	-79	-52	-69
资本支出	26	94	66	35	46
长期投资	-141	-60	-2	-4	-4
其他投资现金流	-431	-143	-16	-21	-27
<b>筹资活动现金流</b>	-30	42	-44	-76	-76
短期借款	-20	60	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	54	97	0	0	0
资本公积增加	-180	-85	0	0	0
其他筹资现金流	115	-30	-44	-76	-76
<b>现金净增加额</b>	-194	16	147	181	247

**利润表 (百万元)**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	1162	2048	2807	3381	4193
营业成本	818	1516	2063	2479	3053
营业税金及附加	7	10	17	19	23
营业费用	98	190	261	314	384
管理费用	93	83	114	135	164
研发费用	0	52	72	86	105
财务费用	7	-5	0	-2	0
资产减值损失	3	7	0	0	0
其他收益	13	14	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	3	3	4
资产处置收益	-0	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	154	215	283	353	469
营业外收入	9	3	9	9	7
营业外支出	0	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	163	218	292	361	476
所得税	21	34	44	53	70
<b>净利润</b>	142	184	247	308	406
少数股东损益	8	11	2	7	15
<b>归属母公司净利润</b>	133	174	245	301	391
EBITDA	167	227	298	368	482
EPS (元/股)	0.61	0.80	1.13	1.38	1.80

**主要财务比率**

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入 (%)	49.8	76.2	37.0	20.5	24.0
营业利润 (%)	85.5	39.6	31.4	24.8	32.9
归属母公司净利润 (%)	58.8	30.2	41.2	22.6	30.1
<b>获利能力</b>					
毛利率 (%)	29.6	26.0	26.5	26.7	27.2
净利率 (%)	11.5	8.5	8.7	8.9	9.3
ROE (%)	28.4	27.2	28.0	27.7	28.2
ROIC (%)	27.5	25.7	26.7	26.4	27.1
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	49.6	51.9	51.6	47.5	47.8
净负债比率 (%)	-36.7	-25.0	-35.9	-44.8	-51.6
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.8	1.8
速动比率	0.8	0.7	0.8	1.0	1.1
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.3	1.7	1.7	1.7	1.7
应收账款周转率	6.6	9.1	9.2	9.4	9.5
应付账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益 (最新摊薄)	0.61	0.80	1.13	1.38	1.80
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.71	0.67	1.24	1.42	1.80
每股净资产 (最新摊薄)	2.24	2.93	3.85	4.88	6.33
<b>估值比率</b>					
P/E	55.4	42.5	30.1	24.6	18.9
P/B	15.2	11.6	8.8	7.0	5.4
EV/EBITDA	43.3	32.1	23.9	18.9	13.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

## 内容目录

1. 成长中的箱包龙头公司 .....	5
1.1 B2B+B2C 两大业务并行 .....	5
1.2 股权结构集中稳定 .....	6
2. 箱包行业：稳定成长，格局待优化 .....	8
2.1 市场规模稳定成长，竞争格局待优化 .....	8
2.2 趋势展望：消费升级带动规模增长 .....	9
3. B2B：传统业务稳定，收购印尼工厂切入耐克供应链 .....	10
3.1 优化生产，与优质客户稳定合作 .....	10
3.2 产能布局：开展全球布局，收购耐克供应商印尼工厂 .....	12
4. B2C：打造“90分”自有品牌，丰富产品品类 .....	14
4.1 品牌：打造更加“独立”的“90分”品牌 .....	14
4.2 产品：重视科技属性，多品类发展 .....	15
4.3 渠道：借力小米，非米渠道快速成长 .....	18
5. 财务分析 .....	19
6. 盈利预测与投资建议 .....	22
6.1 盈利预测 .....	22
6.2 估值分析与投资建议 .....	23
风险提示 .....	24

## 图表目录

图表 1: 开润股份发展历程 .....	5
图表 2: FY2012-FY2018 营业收入及同比增长率 (百万元, %)	6
图表 3: FY2012-FY2018 净利润及同比增长率 (百万元, %)	6
图表 4: 2013-2018 年 B2B、B2Cs 收入情况 (万元)	6
图表 5: 开润股份股权结构图 .....	7
图表 6: 限制性股票激励计划业绩考核情况 (万元)	7
图表 7: 国内箱包市场及增速 (百万元, %)	8
图表 8: 国内 CR5 组成 (%)	9
图表 9: 箱包行业 CR5 (%)	9
图表 10: 国内旅游人数及增速 (亿人次, %)	9
图表 11: 国内人均可支配收入及增速 (元%)	9
图表 12: 全球箱包市场 .....	10
图表 13: 箱包品牌产品对比 .....	10
图表 14: 开润股份 B2B 业务模式 .....	11
图表 15: 严格制定的生产工序 .....	11
图表 16: 前五大客户占比 .....	12
图表 17: 印度生产基地 .....	12
图表 18: 公司收购 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 后股权结构 .....	13
图表 19: 开润全球布局 .....	13
图表 20: 公司自主品牌 90 分和 Guildford .....	14
图表 21: 开润 B2C 业务收入及增速情况 (亿元, %)	14
图表 22: 90 分 x 抖 in 美好上海活动 .....	15
图表 23: 开润明星联名系列产品 .....	15

图表 24: 公司研发费用情况.....	16
图表 25: 公司科技创新产品.....	16
图表 26: pc 框旅行箱.....	17
图表 27: 公司科技创新产品 (个).....	17
图表 28: 公司“90分”品牌的销售渠道.....	18
图表 29: 90分线下店.....	19
图表 30: 2C 业务渠道占比拆分 (万元).....	19
图表 31: FY2012~FY2018 营业收入.....	20
图表 32: 公司收入构成 (万元).....	20
图表 33: 销售毛利率 (%).....	20
图表 34: 销售费用率、管理费用率及财务费用率 (%).....	21
图表 35: 研发费用及研发费用率 (万元, %).....	21
图表 36: 销售净利率 (%).....	21
图表 37: 存货周转天数及应收账款周转天数 (天).....	22
图表 38: 开润股份收入预测 (万元, %).....	23
图表 39: 公司毛利率及费用率拆分及预测 (%).....	23
图表 40: 公司绝对估值敏感性.....	24

## 1. 成长中的箱包龙头公司

### 1.1 B2B+B2C 两大业务并行

安徽开润股份有限公司于2009年11月13日成立，公司关注用户的出行方式与体验，经营出行相关的包袋、旅行箱、配件等产品的研发、设计、生产和销售，把“让出行更美好”作为公司的使命，立志成为受尊敬的世界级出行消费品公司。

公司董事长范劲松于2005年开始创业，2007年在上海建设箱包工厂，2015年与小米达成合作，成立上海润米科技有限公司和上海说明科技有限公司两家小米生态链公司，并推出了自有品牌“90分”，打开B2C业务的发展通道。2016年自有品牌90分产品全面上线销售，并取得双十一单品销量第一的好成绩。2016年12月21日，开润股份成功在A股上市，2019年公司收购PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development的100%股权，切入耐克供应链体系。

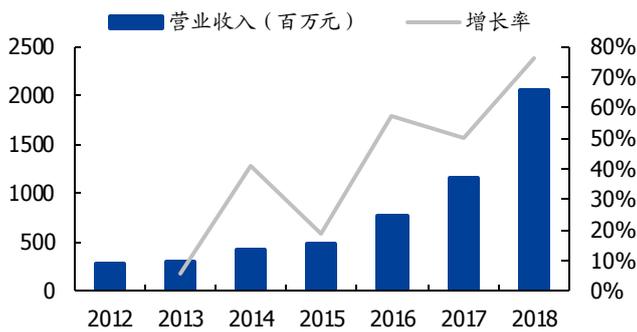
图表 1: 开润股份发展历程



资料来源：公司官网，国盛证券研究所

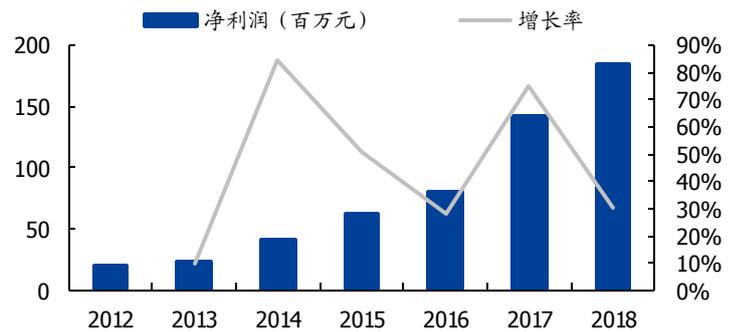
公司过去发展势头迅猛，2012-2018年营业收入/归母净利润 CAGR 分别为39.37%/43.92%，其中2018年实现营业收入20.48亿元，同增76.19%，归母净利润1.84亿元，同增30.01%。

图表 2: FY2012-FY2018 营业收入及同比增长率 (百万元, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: FY2012-FY2018 净利润及同比增长率 (百万元, %)

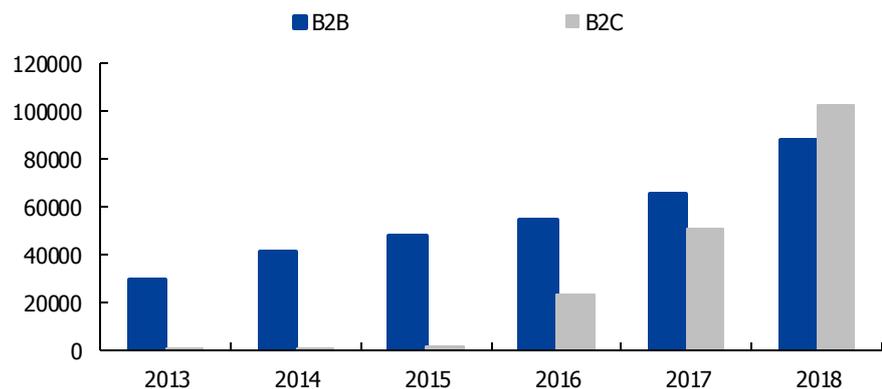


资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司业务主要分为 **B2B** 和 **B2C** 两种模式, **B2B** 业务为合作伙伴提供 **ODM/OEM** 箱包产品, **B2C** 业务依托小米渠道和自有渠道进行产品销售。公司 2018 年 B2B 收入 8.82 亿元(同增 35.38%), 占比 46.23%; B2C 收入 10.26 亿元(同增 102.29%), 占比 53.77%。B2C 业务的迅速发展使其占比在 2018 年首次超过 B2B 业务。

- **B2B 业务:** 2B 业务分为 ODM、OEM 业务, ODM 主打电脑包, OEM 产品则多为运动包和拉杆箱。2B 核心客户包括联想、惠普、华硕、戴尔、新秀丽、迪卡侬等。2019 年 2 月公司收购 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的 100% 股权, 切入耐克供应链体系。
- **B2C 业务:** 2C 业务立足于将科技创新融入生活消费品, 为更多用户提供高品质、高性价比和高科技的箱包鞋服及周边配件等出行消费品。从最开始依托小米产业链, 公司打造自有品牌“90 分”, 到目前“90 分”品牌非米渠道快速成长, 成为独立品牌。

图表 4: 2013-2018 年 B2B、B2Cs 收入情况 (万元)

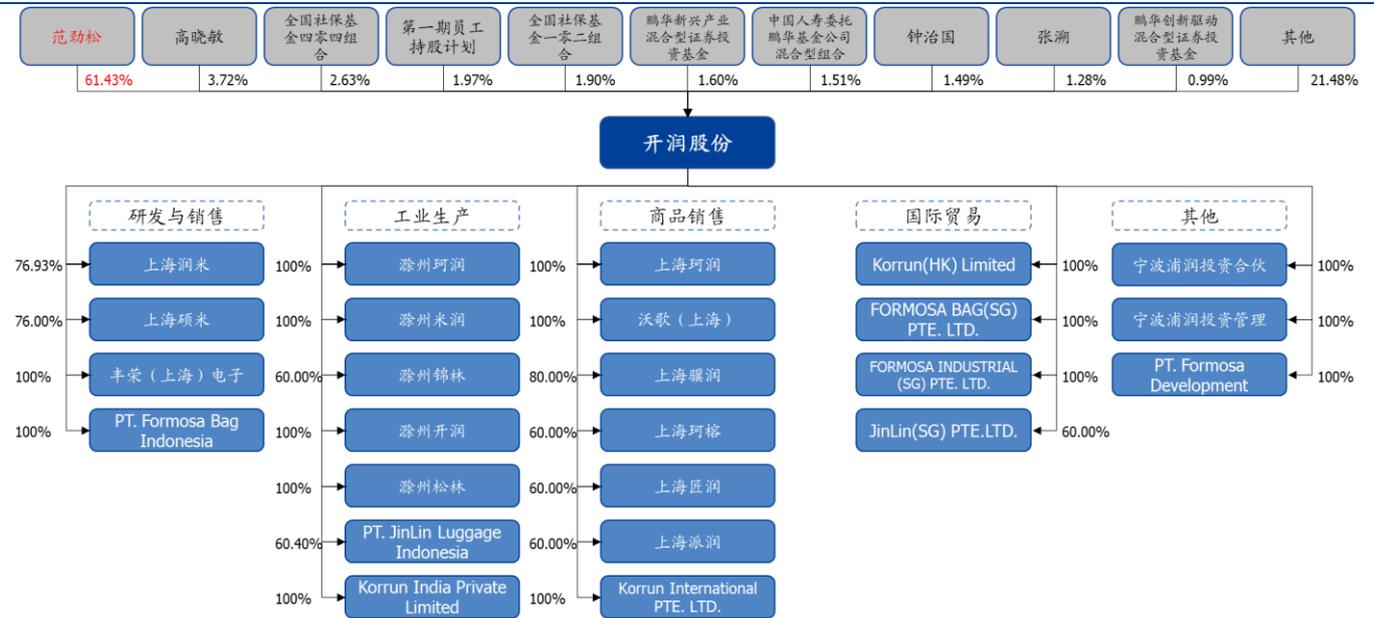


资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

## 1.2 股权结构集中稳定

范劲松为公司的控股股东和实际控制人，持股比例为 61.43%，股权结构稳定且集中，自然人股东高晓敏、钟治国为公司现任董事及高管，公司旗下有上海珂润、上海润米等 18 家子公司。

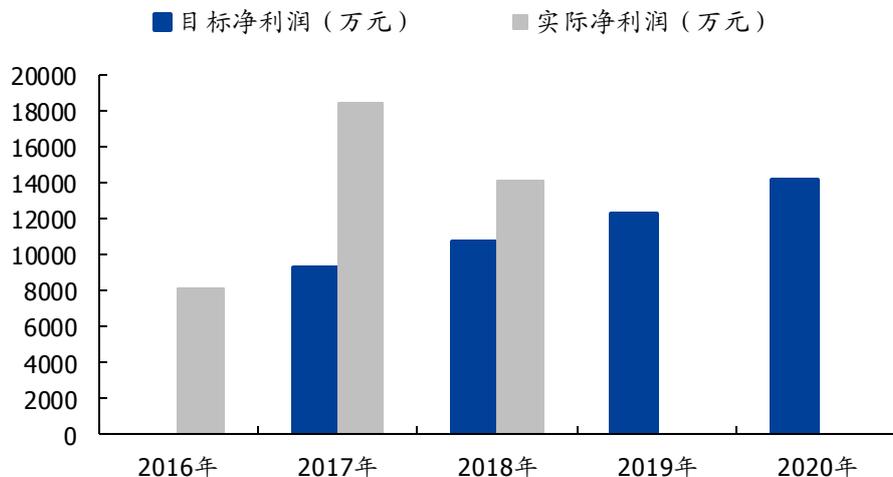
图表 5: 开润股份股权结构图



资料来源：公司公告，国盛证券研究所整理绘制

**股票激励计划，调动员工积极性。**为促进建立、健全激励约束机制，充分调动高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及核心业务人员的积极性，公司在 2017 年 5 月推出限制性股票激励计划，授予激励对象限制性股票 55.35 万股，激励对象为在公司任职的高级管理人员、中层管理人员、核心技术人员及核心业务人员、以及董事会认定需要激励的其他员工共计 170 人。此次股票激励计划共有四个解除限售期，业绩考核目标分别是 2017 年、2018 年、2019 年、2020 年的公司净利润分别为 2016 年净利润的 115%、132%、152%、175%，截止至目前为止，前两个解除限售期的业绩考核目标已经达到。

图表 6: 限制性股票激励计划业绩考核情况 (万元)



资料来源：wind，国盛证券研究所

**发行可转债募集资金。**公司发行期限六年的可转债，总规模为 2.23 亿元，本次发行的募

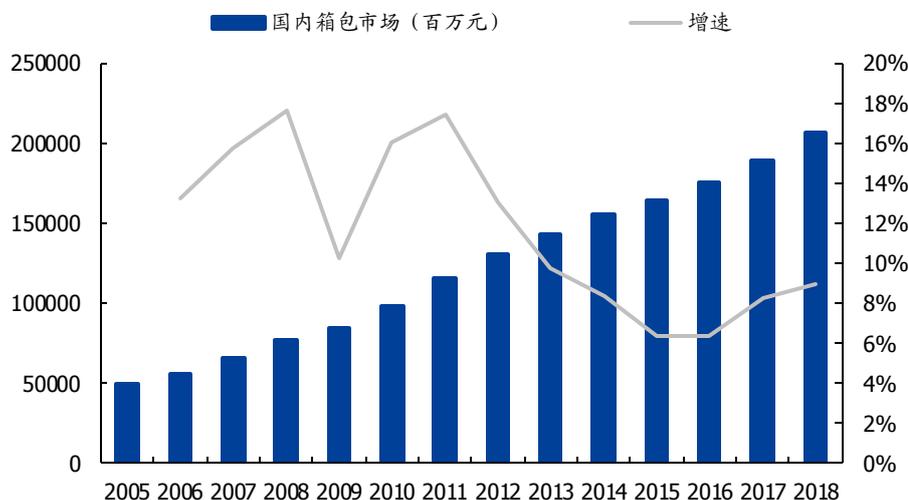
集资金总额扣除发行费用后将投资于“滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目”和“补充流动资金”。

## 2. 箱包行业：稳定成长，格局待优化

### 2.1 市场规模稳定成长，竞争格局待优化

我国箱包市场体量庞大，且处于持续加速增长。根据最新的欧睿数据显示，2018年国内箱包市场规模达到2063亿元，同比增长8.92%，保持着从2015年开始的加速增长态势，过去五年的CAGR为7.62%。预测2023年市场规模将突破3142亿元，未来五年的CAGR将达到8.77%。

图表 7: 国内箱包市场及增速 (百万元, %)

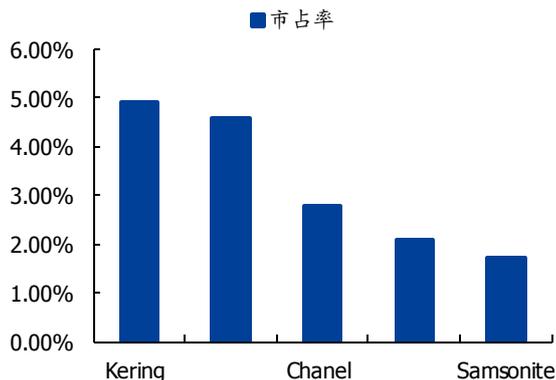


资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

市场分散，竞争格局处在优化过程中。从市场占有率上看，国内的箱包市场是比较分散的，2018年的CR5仅为16.1%，CR10达到21.6%。相比之下，2018年美国箱包市场的CR5为41.6%，法国为61.6%，日本为43.5%。

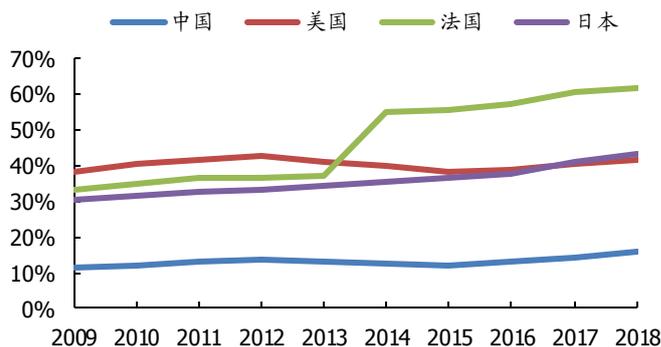
- 国内箱包市场相较于国际市场发展较晚，目前仍然处于相对发展阶段，竞争格局尚未稳定。我国前五家公司分别为Kering、LVMH、Chanel、Tapestry和Samsonite，多为奢侈品集团下的箱包品牌，国内品牌仍然处于成长阶段，尤其是大众市场上品牌众多品牌竞争激烈，还没有形成龙头品牌。
- 我们认为未来市场竞争格局有望优化。箱包产品功能属性较强，尤其是旅行箱，也因此我们看到国际市场上箱包市场竞争格局比较集中，而我国随着未来大众消费市场对于箱包功能性的要求提升竞争格局有望优化，近年来我国箱包行业CR5呈缓慢上升态势。

图表 8: 国内 CR5 组成 (%)



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

图表 9: 箱包行业 CR5 (%)

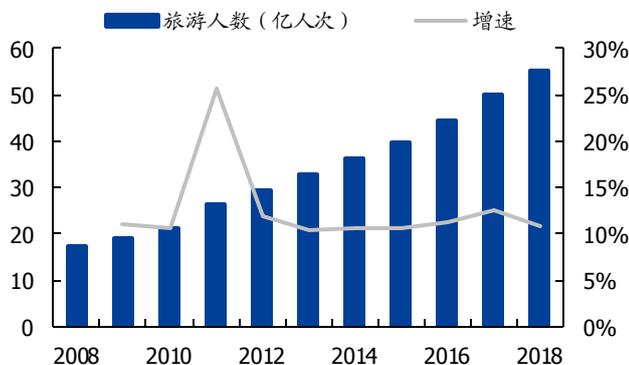


资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

## 2.2 趋势展望: 消费升级带动规模增长

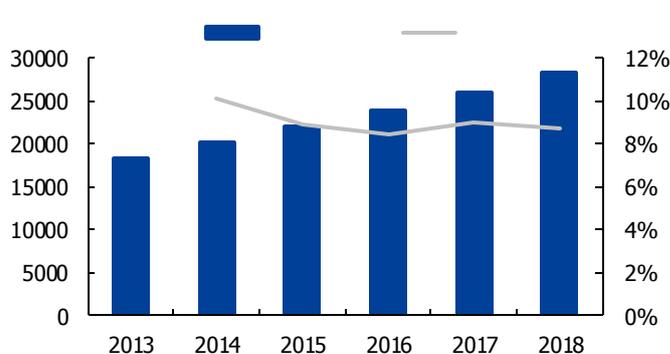
需求持续释放, 增长潜力可观。2018 年全年, 国内旅游人数 55.39 亿人次, 比上年同期增长 10.76%, 过去五年的 CAGR 为 11.17%; 人均可支配收入 28228 元, 同比增长 8.68%, 过去五年的 CAGR 为 9.04%。随着我国旅游人数和人均可支配收入的持续增长, 箱包需求将快速释放, 整个行业呈现出较大的发展空间, 有可观的增长潜力。

图表 10: 国内旅游人数及增速 (亿人次, %)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 11: 国内人均可支配收入及增速 (元, %)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

对于箱包行业的发展变化上我们认为有以下 2 点趋势: 1) 需求端: 消费者对产品的功能性、专业性要求提升同时箱包产品带有展示性, 消费者个性化需求日益明显; 2) 供给端高性价比产品逐步进入大众市场。

从需求层面来说, 消费者追求品质, 实用性与个性化兼具。箱包的应用场景主要分为两类: 日常包袋、旅行箱包。在我们的传统观念中日常包袋的时尚需求属性更强, 但是随着消费者的年轻化, 对箱包产品的时尚要求日益明显。在追求“美”的同时, 消费者同样要求箱包产品的功能属性能够满足日常需求, 包括材料的耐磨、滑轮的材质、箱体的弹性等。

图表 12: 全球箱包市场



资料来源: 欧睿, 国盛证券研究所

从供给层面来说, 中高端产品具有龙头公司, 大众市场龙头仍在崛起过程中。海外大牌进入中国市场较早, 且占据了中高端箱包品牌市场, 对于国内品牌而言, 走高性价比路线推出爆品成为一条可行的路径: 当前消费市场相对割裂, 三四线消费者仍处于消费升级的过程中, 而一二线消费者消费观念逐渐趋于理性, 关注高性价比产品及个性化产品。且当下电商发展成熟, 共性价比的行李箱作为标品也适合电商售卖。

图表 13: 箱包品牌产品对比



90分实用拉杆箱  
挂牌价: 349

新秀丽高端行李箱  
挂牌价: 2279

Dot-Drops个性行李箱  
挂牌价: 1980

资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

### 3. B2B: 传统业务稳定, 收购印尼工厂切入耐克供应链

#### 3.1 优化生产, 与优质客户稳定合作

公司 B2B 业务分为 ODM、OEM 业务，ODM 主打电脑包，OEM 产品则多为运动包和拉杆箱。公司从建立之初就开始做 B2B 业务，积累了大量经验和优势，产品设计优秀、产品和服务优质、运营团队高效、业务能力出色：1) 生产端：构建生产体系，提升生产自动化；2) 客户端：与国际知名品牌形成稳定的合作关系并不断拓展优质新客户。

图表 14: 开润股份 B2B 业务模式

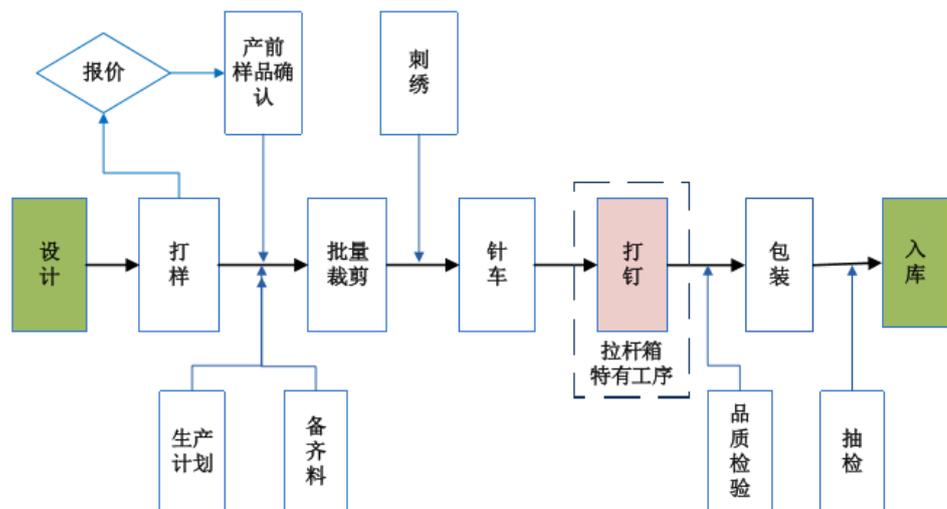
业务模式	ODM	OEM
主要产品	电脑包	运动包、拉杆箱
设计研发	综合客户对款式、外观、功能、面料等元素的需求，自主开发设计并打样，供客户选择修改；或根据市场需求与潮流趋势自行研发设计产品供客户选择	根据客户提供样品与图纸进行制造生产
工业技术	大量使用公司特有的专利与非专利技术面料，显著提升了包袋类产品的防菌防霉能力以及耐磨性等	主要从客户指定供应商采购原辅料，少量使用公司特有专利与非专利技术面料

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 探索自动化制造，体系化生产

公司一直在不停的探索自动化生产的道路，与供应商或高校合作研发先进生产设备，强化先进生产的技术壁垒，夯实智能自动化优势。工厂自动化程度在 18 年底是 15%，预计在 19 年底达到 25%，在 2021 年可以超过 50%。同时公司一直在加强体系化的工厂管理理念，每一个工序在没有确立规则前绝不生产，每一道生产工序都经过严格的设计和检查。

图表 15: 严格制定的生产工序

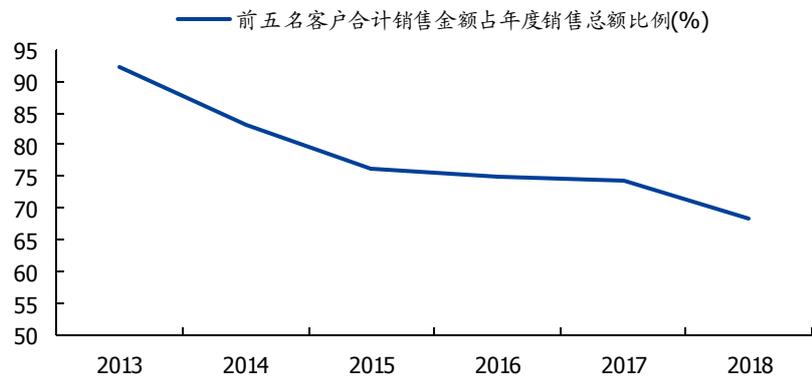


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 与国际知名品牌形成稳定合作关系

- **合作门槛高，合作关系稳定。**公司 2B 端的核心客户为小米、戴尔、联想等国际知名品牌，这些公司在选择供应商时认证流程复杂、认证成本较高，对供应商的选择有严格的资质认定标准，对生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、工业技术、全球业务支持和售后服务能力等有明确要求，故一经认证合格，便不会轻易更换供应商。公司已通过上述世界知名品牌公司的认证，并与该等优质品牌客户建立了长期稳定的合作关系，合作产品品类也逐步拓宽。
- **客户集中度高，新客户持续拓展。**客户集中度密集，前五大客户占比高。虽然近几年来公司的前五大客户在收入中的占比呈现减少的趋势，但是比例仍不低于 70%；且客户集中度下降的原因是因为公司一直在寻找新的客户，增加更优质的客户，像 Nike 和名创优品等。

图表 16: 前五大客户占比



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

### 3.2 产能布局：开展全球布局，收购耐克供应商印尼工厂

**扩建生产基地，释放更多产能。**公司目前分别在滁州、印度和印尼拥有生产基地，其中中国工厂主打本地需求，欧美需求通过印度和印尼等地的产能来满足。随着公司箱包销售量的增加，产能也需要跟上，未来国内滁州产业园及海外印尼工厂产能仍会持续提升。

图表 17: 印度生产基地

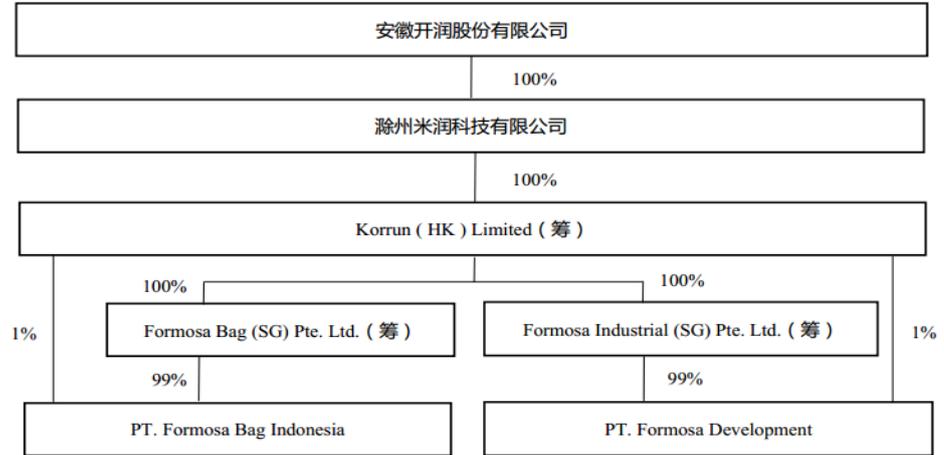


资料来源：公司官网，国盛证券研究所

公司于 2019 年 2 月 19 日完成股权交割，通过境外全资孙公司 Korrun (HK) Limited、

境外全资曾孙公司 Formosa Bag (SG) Pte. Ltd.、Formosa Industrial (SG) Pte. Ltd.收购王贻卫、Billion Islands Ltd.、White Angel Ltd.持有的 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的 100%股权，收购金额为 2280 万美元。

图表 18: 公司收购 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 后股权结构



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- 此次收购意味着公司成为 Nike 供应商，同等级优质客户资源可期。标的公司与美国 Nike 公司保持了十几年的稳定合作，并成长为其核心包袋供应商之一。通过此次收购，公司进入了国际一线客户 Nike 的供应商体系，这也为公司争取其他与 Nike 同等级的优质客户资源奠定了坚实的基础。
- 扩大生产版图，开拓欧美市场。此次收购有助于公司扩大国外生产工厂版图，为打通东南亚地区上游产业链、实现纵向一体化的发展策略进行铺垫，进一步为公司延伸产业链、实现产业集聚、打造良好商业生态奠定良好基础；同时，标的公司所在国是印度尼西亚，为 GSP (Generalized System of Preference) 国家，即普惠制关税制度国家，对美国出口享受零关税制度，此次收购能够降低公司出口欧美等市场的产品成本，提升公司产品的国际竞争力与抵御国际贸易风险能力，并为公司进一步开拓欧美市场奠定基础。

图表 19: 开润全球布局



资料来源: 开润官网, 国盛证券研究所

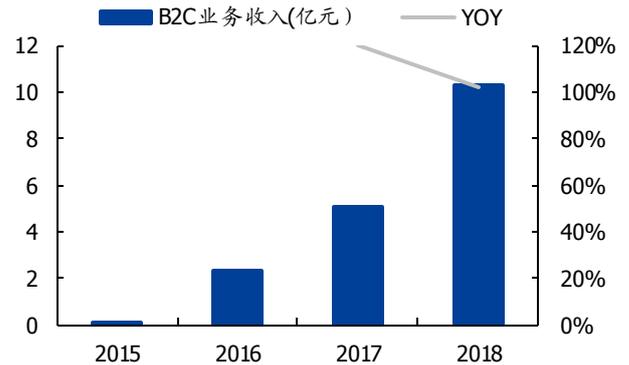
## 4. B2C: 打造“90分”自有品牌, 丰富产品品类

立足于将科技创新融入生活消费品, 为更多用户提供高品质、高性价比和高科技的箱包鞋服及周边配件等出行消费品, 公司打造了自有品牌“90分”和“Guildford”。其中“90分”主要生产商务包袋和户外休闲包袋, “Guildford”主要生产平板电脑和手机保护套。2016-2018年B2C业务飞速增长, CAGR为110.94%, 我们预计2019年公司2C业务收入增速超过30%。

图表 20: 公司自主品牌 90 分和 Guildford



图表 21: 开润 B2C 业务收入及增速情况 (亿元, %)



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

### 4.1 品牌: 打造更加“独立”的“90分”品牌

说到“90分”品牌的兴起, 离不开小米生态链。小米集团在布局科技产品圈层的同时大力拓展了生活产品领域, 而这一基础为“90分”品牌的兴起奠定了良好的基础。开润股份与小米集团合资成立上海润米以此成为“90分”品牌的运营主体。而品牌也经历了借助小米生态链崛起再到逐步独立发展的历程。

品牌理念上, “90分”倡导“轻趣美好, 活力质感”的生活方式, 以出行减负为使命, 挑战传统, 坚持将科技与创新融入出行装备的设计与开发, 从旅行箱, 双肩包, 鞋服等产品, 升级用户的出行体验。这一品牌理念借助小米的生态链得到认可, 借助小米的渠道销售品牌得到快速发展, 2016年实现双十一旅行箱类排行榜第一的销售额。

而当前, “90分”品牌的进一步发展, 需要想市场传达出“属于”自己的品牌理念、采用新营销手段进行品牌宣传进而树立独立而清晰的品牌形象。

- 多元宣传, 注重社交营销方式。线下投放广告, 线上利用电商品台、社交平台进行营销。注重和客户的互动, 符合年轻人的营销模式。
- 除了线上新型营销之外, 也多与流量明星合作, 进行综艺产品植入, 增加品牌的曝光度。公司与李承铉&戚薇、曾舜晞&张雪迎等明星进行合作, 在综艺节目中进行产品推广, 同时打造相应的系列产品, 增强消费者印象。

图表 22: 90分×抖in美好上海活动



资料来源: 天猫旗舰店, 国盛证券研究所

图表 23: 开润明星联名系列产品

90分轻盈都市系列全程陪伴

曾舜晞&张雪迎的挚友之旅

追一点时光里的轻松与欢乐



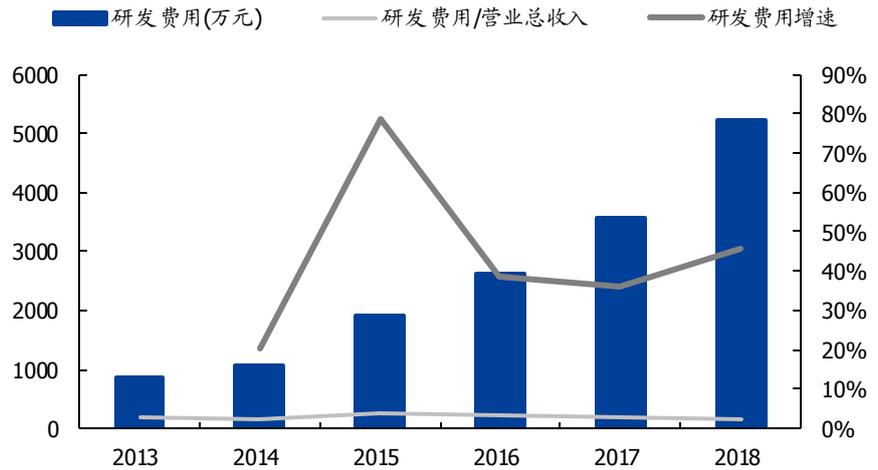
资料来源: 90分官方微信, 国盛证券研究所

#### 4.2 产品: 重视科技属性, 多品类发展

公司将潮流设计与科技运用进入产品, 同时注重供应链管理, 保证产品质量, 积累品牌口碑。

- **注重产品设计, 打造专业团队。**公司非常重视自身设计能力, 通过多年的培养实践, 打造了一支专业的设计师队伍。公司一方面从德国、香港、台湾等地引进了资深专业设计师, 另一方面, 公司自成立伊始就积极从国内知名设计专业院校招聘了一批平面设计及工业设计等专业优秀毕业生, 并对他们进行了各项专业的培训和历练, 现在他们已被培养成了具有丰富实践经验的专业包袋产品设计师。同时, 公司与国内外一些顶尖的设计工作室、独立设计师保持着长期合作关系, 共同保障了公司高水平设计力量。2018年公司研发费用率为2.55%, 研发投入好过5000万元。

图表 24: 公司研发费用情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

- **不断推出科技创新产品, 屡获大奖。** 凭借扎实的设计和研发能力, 公司旗下品牌及产品获得了多项国内外大奖。公司自主开发的 90 分商旅两用旅行箱(七道杠)荣获 2018 年德国红点设计大奖; 米兔儿童旅行箱荣获 2018 年优良设计奖; 90 分智能跟随旅行箱 Puppy1 在美国 CES 展上获得国外媒体的一致好评, 并荣获 2019 德国红点设计大奖。2019 年公司与杜邦™联手研发 18 个月的产品——90 分 × Kevlar® 超轻旅行箱 70 周年献礼版精彩亮相, 40L 大容量仅重 1.7kg 的新品

图表 25: 公司科技创新产品



资料来源: 90分官方微信公众号, 国盛证券研究所

- **优质的供应商资源, 出色的供应链管理。** 公司与美国铝业、科思创(原德国拜耳)、杜邦、日本东丽、YKK、Segway 等知名供应商建立了稳定深度的合作关系, 通过引进各行业供应链优秀管理人才和与行业内资深专家合作, 加强团队建设, 拥有了稳定优质的供应商资源, 具备出色的供应链管理能力和全球

最知名的供应商联合，在原材料、工艺等方面都有创新，如原材料中的 PC 框来自德国科思创公司，是箱包行业第一家也是唯一一家和头部公司发展合作的公司，保证了原材料符合要求。

图表 26: pc 框旅行箱

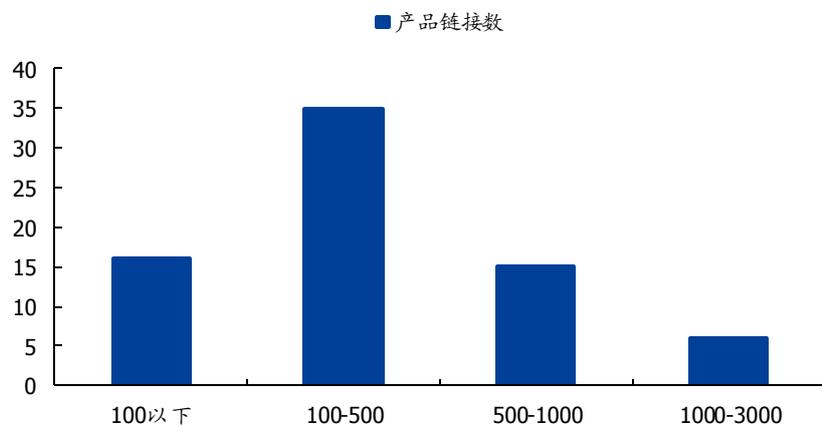


资料来源: 京东旗舰店, 国盛证券研究所

产品定位上来说从过去高性价比产品开始进行拓展，进行新产品迭代，同时拓宽价格带。随着产品价格带拓宽，平均单价的提升，产品结构调整会带来毛利率整体的提升。

- 品牌在发展之初以 299 元的基本款旅行箱打造爆品，简约设计和高性价比在互联网上迅速打开市场。2016 年箱包品牌多为中小品牌占据大众市场、国际大牌掌握中高端市场，大众市场缺乏有品牌背书的高性价比产品。“90 分”在小米集团的背书下通过小米渠道顺利打入大众市场，高颜值和平价的爆款产品很快得到市场认可。
- 近两年，公司致力于对产品进行迭代推出高科技含量产品、联名款系列产品，价格带也随之拓宽。目前所销售产品价格带分布在 299-2699 元/件。高价产品多为具备指纹识别锁、铝镁合金箱体等高品质设计产品。“90 分品牌”随着过去的发展得到了市场的人口，品牌形象也越发清晰，当前背景下推广高科技属性产品更容易获取市场认可。

图表 27: 公司科技创新产品 (个)



资料来源: 90分天猫官方旗舰店, 国盛证券研究所

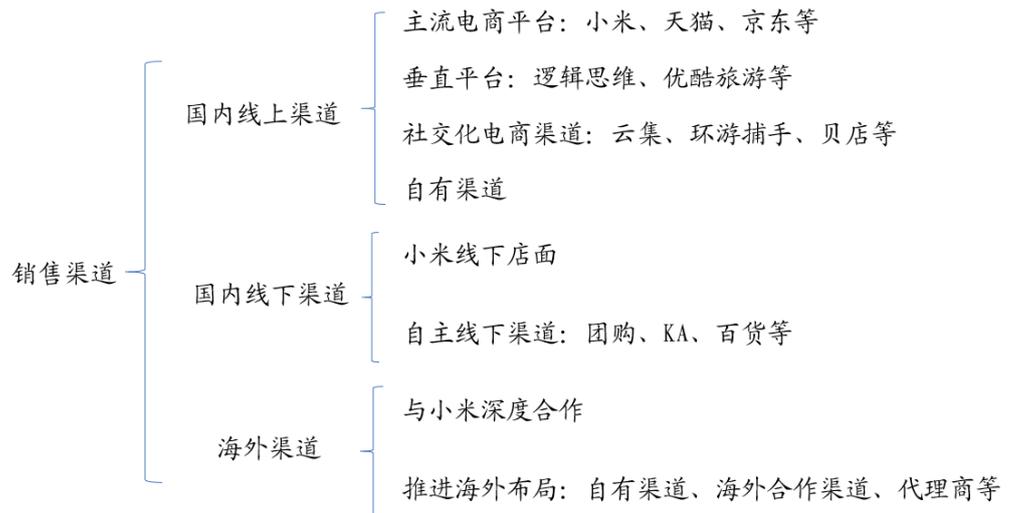
- 产品品类扩展，拓展出行类产品周边。目前除了行李箱外，“90 分”品牌同样推出了出行小物（收纳、雨伞等）、钱包等产品进行售卖。在天猫平台上同样开设了 90

分服饰旗舰店销售服装、配饰类产品。丰富产品品类，也进一步优化了公司的产品结构。

### 4.3 渠道：借力小米，非米渠道快速成长

过去“90分”品牌的销售渠道主要依赖于小米线上渠道，目前随着品牌的独立发展，渠道发展多元化，线上、线下渠道，海内外渠道全面发展。

图表 28: 公司“90分”品牌的销售渠道



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

**线上渠道：**1) 深化与小米、天猫、京东等国内主流电商平台和逻辑思维、优酷旅游等垂直平台的持续合作，开拓了云集、环球捕手、贝店等社交化电商渠道。2) 不断巩固和充实自有渠道力量，让自有渠道团队独立运作、考核，充分发挥团队的主观能动性。

**线下渠道：**继续保持和小米线下店全面合作，并在团购、KA、百货等自主线下渠道方面进一步探索和拓展；海外渠道方面，初步组建了强有力的团队，一方面通过与小米海外渠道的深度合作积极布局，另一方面通过自有线上线下渠道、海外合作渠道、代理商等方式扎实推进海外渠道布局。海外已进入美国、印度、日本、印尼等国家，未来增长前景良好。

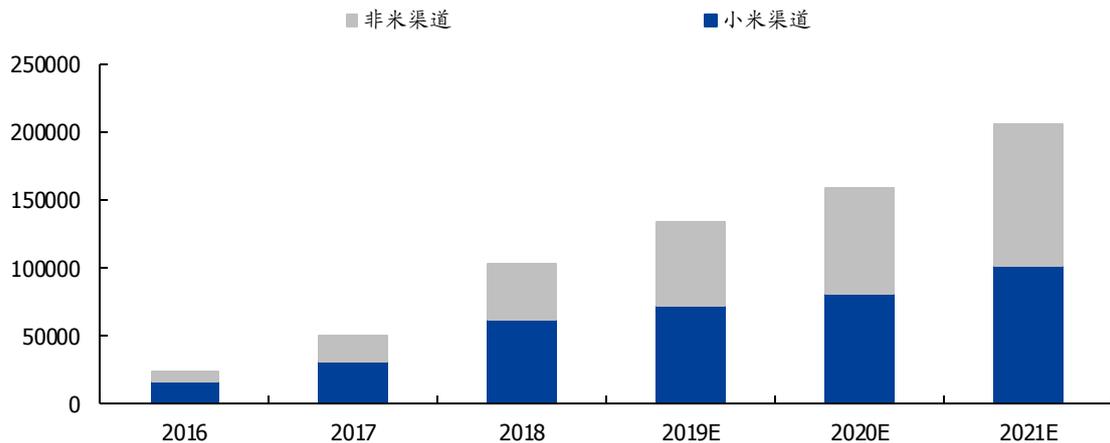
图表 29: 90分线下店



资料来源: 联商网新闻, 国盛证券研究所

根据我们的测算分析, 经过 2019 年全年对于非米渠道业务的拓展, 非米渠道销售实现了快速增长, 未来随着非米渠道占比的提升 (我们预计 2020 年非米渠道收入能和小米渠道收入基本实现 1:1), 公司 2C 业务毛利率能够稳步提升。

图表 30: 2C 业务渠道占比拆分 (万元)

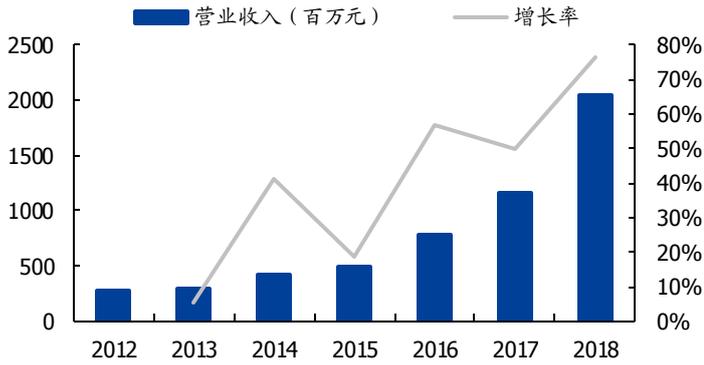


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所测算

## 5. 财务分析

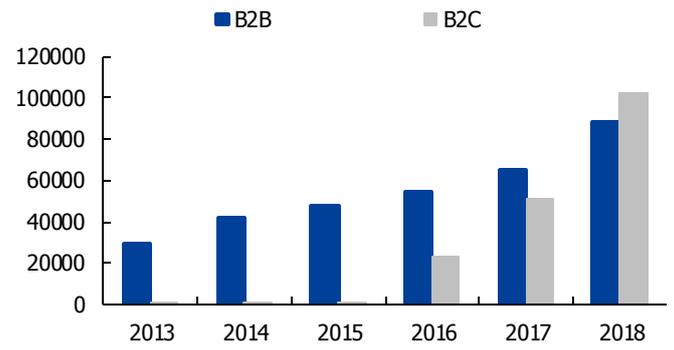
收入: FY2016~FY2018 公司实现收入 7.76/11.62/20.48 亿元, 近三财年收入增速分别为 49.84%/76.19%。公司收入主要由 B2B 部分和 B2C 部分构成, 通过发挥精益管理和自动化智能制造等方面的优势, B2B 业务近三财年保持稳健增长, YOY 分别为 13.5%/20.2%/34.7%; 同时公司不断强化渠道建设和品类延展, B2C 业务近三财年迅猛增长, YOY 分别为 1548.5%/120%/102.3%, 且 B2C 部分的收入已于 2018 年超过 B2B。

图表 31: FY2012~FY2018 营业收入



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

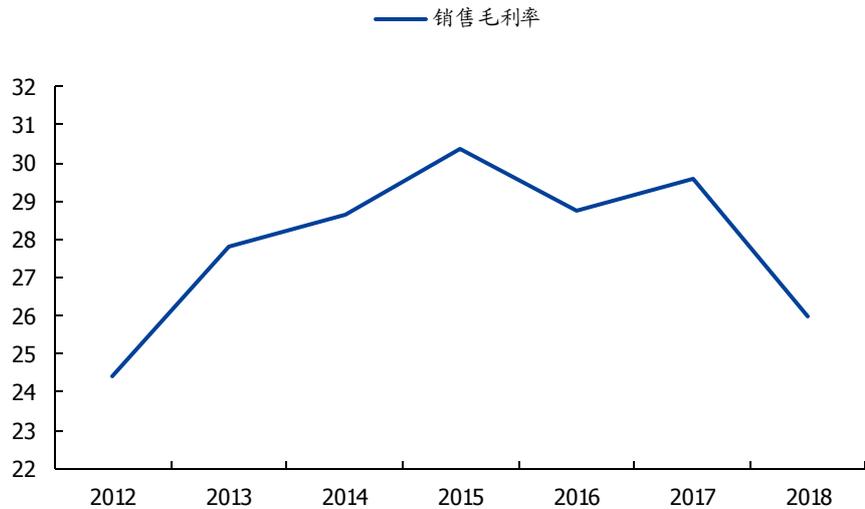
图表 32: 公司收入构成 (万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

**毛利率:** FY2016~FY2018 公司整体毛利率为 28.75%/29.61%/25.98%。毛利率主要与公司的产品结构、产品售价、产品成本有关。2018 年公司的销售毛利率较 2017 年下降 3.63%，最主要的原因是 2018 年 B2C 端的迅速增长，超过了 B2B 端，而 B2C 端的自主产品一方面为了占领市场，产品加价较低；另一方面由于与主要的渠道小米是五五分成，使得产品的毛利率较低，拉低了总的销售毛利率。

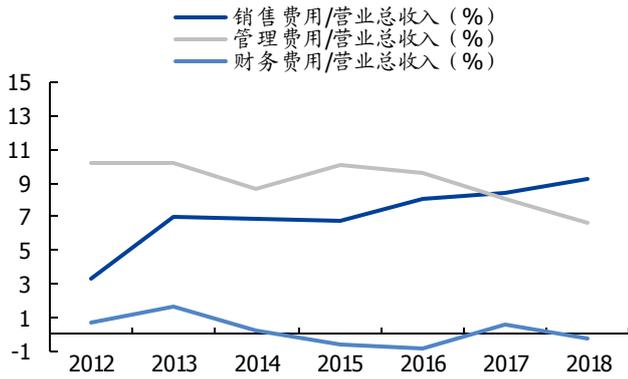
图表 33: 销售毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

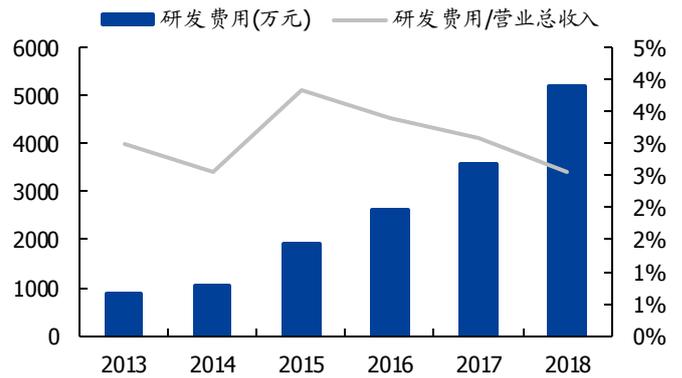
**费用率:** FY2016~FY2018 公司的销售费用率分别为 8.11%/8.41%/9.27%、管理费用率为 9.58%/8.02%/6.61%，研发费用率分别为 3.39%/3.08%/2.55%。2018 年销售费用相比 2017 年增长了 94.26%，超过了营业收入的增长率，因此销售费用率比 2017 年有所增加，公司 2018 年销售规模增长，相应物流费、市场平台运营费、市场开拓费等增长金额较大。由于销售规模的增长也带来了更多的职工薪酬和股权激励费用，所以管理费用也在增加，但是总的管理费用率在降低。同时由于当期汇率波动导致的汇兑净收益金额增加，2018 年的财务费用相比 2017 年有所降低。研发方面，公司 2018 年加大研发投入，发生的职工薪酬、模具费等研发费用金额增大。

图表 34: 销售费用率、管理费用率及财务费用率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

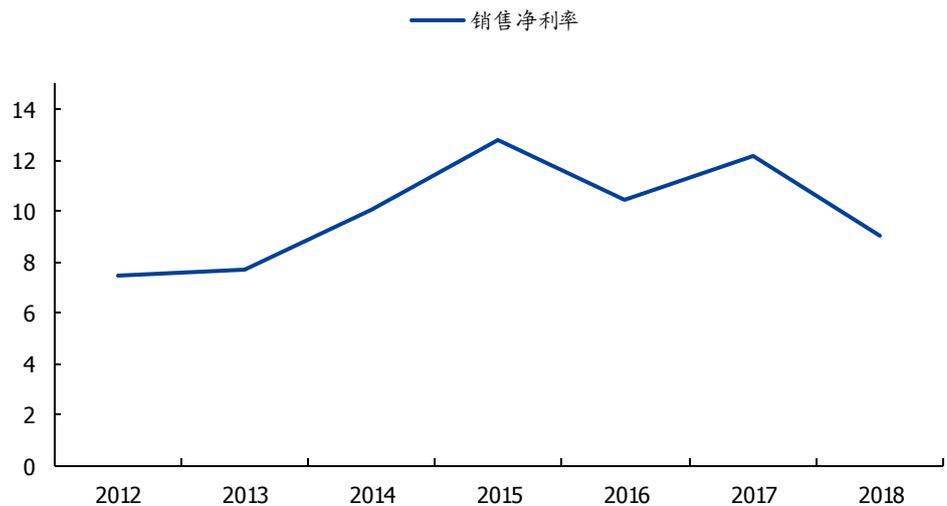
图表 35: 研发费用及研发费用率 (万元, %)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

净利率: FY2016~FY2018 公司实际净利率分别为 10.45%/12.20%/9%, 另外由于 2018 年所得税费用本期发生额比上期增长 56.75%, 落后于营业收入 76.19% 的增长率, 所以净利率的减少程度小于毛利率的减少程度。

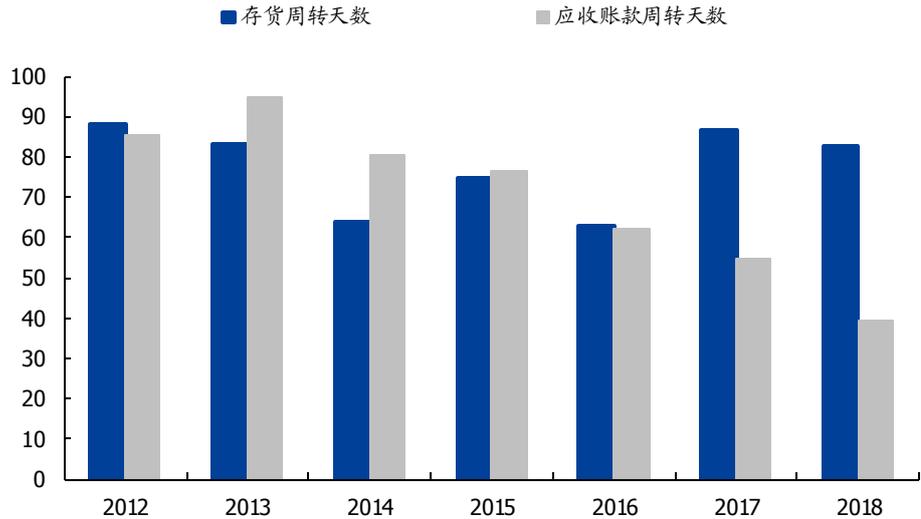
图表 36: 销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

运营指标: FY2016~FY2018 公司存货周转天数分别为 63.08/86.59/82.75 天, 应收账款周转天数为 62.35/54.84/39.39 天。2017 年随着 B2C 端业务的迅猛发展, 存货周转天数相对于以前年度有所提升; 应收账款周转天数则呈现出减少的趋势, 与公司的总体信用期基本一致。

图表 37: 存货周转天数及应收账款周转天数(天)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

## 6. 盈利预测与投资建议

### 6.1 盈利预测

我们在如下假设基础上对公司进行盈利预测:

收入端: 2B 业务方面, 1) 传统 2B 业务基本维持 10%-20% 的增速增长, 考虑 2019 年公司收购印尼工厂带来收入增量, 预计 2019-2021 年 2B 业务分别增长 48.6%/24.3%/20.3%。2C 业务方面, 非米渠道进入快速发展阶段, 小米渠道业务基本维持稳定, 同时考虑到 2020 年“新冠”疫情影响, 2C 业务受到一定挑战, 增速有所放缓, 2019-2021 年 2C 业务收入增速为 30.8%/18.0%/29.9%。

综上所述我们预计公司 2019-2021 年收入为 28.1/33.8/41.9 亿元, 同比增长 37.0%/20.5%/24.0%。

图表 38: 开润股份收入预测 (万元, %)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>2B 业务</b>						
OEM/ODM 业务	65500.00	88243.06	104126.81	119745.83	137707.71	154232.63
YOY	20.2%	34.7%	18.0%	15.0%	15.0%	12.0%
印尼工厂	0.00	0.00	27000.00	43200.00	58320.00	72900.00
YOY				60.0%	35.0%	25.0%
<b>B2B 业务收入</b>	65500.00	88243.06	131126.81	162945.83	196027.71	227132.63
YOY	20.2%	34.7%	48.6%	24.3%	20.3%	15.9%
<b>2C 业务</b>						
小米渠道	30420.00	61534.97	72611.26	81324.61	101655.77	127069.71
YOY	88.5%	102.3%	18.0%	12.0%	25.0%	25.0%
非米渠道	20280.00	41023.31	61534.97	76918.71	103840.26	140184.35
YOY	193.3%	102.3%	50.0%	25.0%	35.0%	35.0%
<b>B2C 业务收入</b>	50700.00	102558.28	134146.23	158243.32	205496.03	267254.06
YOY	120.0%	102.3%	30.8%	18.0%	29.9%	30.1%
<b>其他业务收入</b>	364.74	14005.68	15406.25	16946.88	17794.22	18683.93
<b>总收入</b>	116242.74	204807.02	280679.29	338136.03	419317.95	513070.62
YOY	49.8%	76.2%	37.0%	20.5%	24.0%	22.4%

资料来源: wind, 国盛证券研究所预测

利润端: 1) 毛利率上我们认为随着公司业务结构及 2C 产品结构的变化毛利率稳中有升, 预计 2019-2021 年毛利率分别为 26.5%/26.7%/27.2%); 2) 费用率: 销售费用随着 2C 业务的增长会略有提升, 未来随着规模效应的体现会有所下降, 我们预计 2019-2021 年销售费用率分别为 9.3%/9.3%/9.2%、管理费用率和研发费用率基本维持。

综上所述我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.45/3.01/3.91 亿元, 同比增长 41.2%/22.6%/30.1%。

图表 39: 公司毛利率及费用率拆分及预测 (%)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>综合毛利率</b>	<b>29.6%</b>	<b>26.0%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.7%</b>	<b>27.2%</b>
销售费用率	8.4%	9.3%	9.3%	9.3%	9.2%
管理费用率		4.1%	4.1%	4.0%	3.9%
研发费用率		2.5%	2.6%	2.6%	2.5%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所预测

## 6.2 估值分析与投资建议

- **绝对估值:** 按照 DCF 估值法, 假设永续增长率为 2%、市场预期收益率为 8%, WACC 为 8.15%, 再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析, 得出估值区间 40.17-54.95 元, 对应 2020 年 PE 为 29-39 倍。

图表 40: 公司绝对估值敏感性

永续增长率 g WACC	1.37%	1.50%	1.65%	1.82%	2.00%	2.20%	2.42%	2.66%	2.93%
5.57%	72.38	74.34	76.64	79.39	82.70	86.76	91.82	98.28	106.74
6.13%	63.47	64.93	66.64	68.66	71.07	73.97	77.53	81.97	87.62
6.74%	55.83	56.92	58.20	59.69	61.45	63.56	66.09	69.20	73.07
7.41%	49.23	50.06	51.01	52.12	53.42	54.95	56.78	58.99	61.69
8.15%	43.52	44.14	44.86	45.68	<b>46.64</b>	47.77	49.10	50.68	52.59
8.97%	38.54	39.01	39.55	40.17	40.88	41.71	42.68	43.83	45.19
9.87%	34.20	34.56	34.96	35.42	35.95	36.56	37.28	38.11	39.09
10.85%	30.40	30.67	30.97	31.32	31.71	32.16	32.69	33.29	34.01
11.94%	27.07	27.27	27.50	27.75	28.05	28.38	28.77	29.21	29.73

资料来源: 国盛证券研究所测算

- **相对估值:** 我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.45/3.01/3.91 亿元, 同比增长 41.2%/22.6%/30.1%, 对应 PE 为 29/24/18 倍。从公司的 PE-BAND 来看, 自 2017 年 4 月上市以来,
- **首次覆盖, 给予“增持”评级:** 公司 2B/2C 业务并行发展, 2B 业务并购印尼工厂后切入耐克供应链, 有望拓展优质客户, 2C 业务端非米渠道有望迎来快速增长。我们预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 2.45/3.01/3.91 亿元, 同比增长 41.2%/22.6%/30.1%, 现价 34.22 元, 对应 PE 为 30/25/19 倍, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

## 风险提示

**终端需求下滑影响 2C 业务发展:** 公司 2C 业务品类以箱包销售为主, 该品类具备功能属性, 消费环境变化包括社会重大疫情等导致消费者出行减少会造成终端需求减少。

**2C 新产品业务开展不顺:** 目前公司尝试在“90 分”品牌下进行品类扩张, 销售服饰、鞋和配饰等产品, 新产品进入市场需要一定时间发展, 发展不顺可能会给公司带来额外的费用成本。

**海外业务开展不顺影响:** 公司于 2019 年收购印尼工厂, 目前处于整合过程中, 存在业务开展和磨合中的不确定性。

**外汇波动对业绩带来的影响:** 公司 2B 业务部分外销, 外汇波动会对公司业绩产生不良影响。

### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38934111  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com