

开润股份：豪华阵容团队+互联网大IP 打造极致单品，市场空间广阔

投资建议

公司作为传统ODM/OEM制造型企业成为首个打入小米生态链的纺服企业，自有产品“90分”专注打造拉杆箱及背包类目的极致单品，借助公司产品的极佳做工及科技型，叠加小米流量，未来在箱包自有品牌销售上有望实现0到1的突破。同时公司希望借助小米等平台推出更多围绕用户出行的极致单品以做到产品品类延伸。公司高管均拥有深厚IT或外企背景，相较于传统生产企业拥有深厚的互联网基因，我们相信这对公司转型将会有巨大帮助。

公司目前市值49亿，16年、17年净利润有望达到7900万及1.12亿，对于市盈率62倍、44倍，考虑到公司作为次新股市空间广阔，首次覆盖给予“推荐”评级！

本报告导读：

- 包袋类业务已成为国内龙头企业，传统ODM/OEM业务稳定增长，预计2017年持续增长15%，同时保持13%净利润率。为联想集团、迪卡侬、华硕电脑、新秀丽等国际知名品牌客户提供包袋类产品的研发设计与生产制造服务。
- 自主的研发能力以及具有深厚IT背景的高管团队是核心竞争力。ODM的生产模式使得设计研发能力成为核心竞争力。多年的培养实践打造出一支专业的设计师队伍。公司创始团队来自联想集团、惠普等知名IT企业，拥有深厚的互联网基因，将IT行业高效、迅速、灵活的反应能力应用到包袋制造业。
- 借力小米生态链渠道，自有品牌“90分”快速增长，打造线上创新性极致单品，预计今年公司自有品牌零售端收入有望突破2亿，2017年收入端有望达到5亿，公司全年净利润保持超高40%的增长。1)公司与小米、京东成为开润合作伙伴，设立合资控股公司上海润米和上海硕米，共同打造线上销售公司。未来在箱包自有品牌销售上有望实现0到1的突破。同时公司借助小米等平台推出更多围绕用户出行的极致单品以做到产品品类延伸。2)在对产品科技性，创新性的追求下，公司取得多项核心技术专利，希望通过技术创新以及工艺改进持续打造极致单品。

表：主要业绩指标

| | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万) | 295.11 | 416.96 | 494.13 | 776 | 1134.8 |
| 同比 | | 41.29% | 18.51% | 57.04% | 46.24% |
| 归属净利润(百万) | 22.79 | 42.01 | 66.24 | 78.88 | 112.52 |
| 同比 | | 84.34% | 57.68% | 19.08% | 42.65% |
| 每股收益 | 0.34 | 0.63 | 0.99 | 1.18 | 1.68 |
| P/E | 215 | 117 | 74 | 62 | 44 |

资料来源：中国银河证券研究部，公司招股说明书

- 风险提示：现有产品线上销售不及预期 品类扩张不及预期

开润股份(300577.SZ)

推荐 (首次覆盖)

分析师

马莉

☎: (8610) 6656 8489

✉: mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020012

陈腾曦

☎: (8621) 2025 2682

✉: (chentengxi@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130516080002

特此鸣谢

林骥川: (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

相对深证成指表现



资料来源：中国银河证券研究部

目录

| | |
|--|----|
| 一、股权集中高管激励到位，创始人拥有深厚 IT 背景 | 4 |
| 二、借力小米生态链渠道，自有品牌“90 分”专注打造极致单品..... | 6 |
| (一)、携手小米，以自身 IT 背景，打造线上极致单品..... | 7 |
| (二)、小米生态链价值巨大，帮助公司实现从 0 到 1 的突破 | 9 |
| 三、传统 ODM/OEM 业务：女包及小米背包和平板手机保护壳成为新增长点 | 11 |
| (一) 户外休闲女包及平板电脑手机保护套成为收入增长来源 | 11 |
| (二)、客户合作方均为国际大型企业，前五大客户占比比较高 | 13 |
| (三)、自主生产、委外生产及直接采购三种模式并用 | 14 |
| (四)、ODM/OEM 业务核心竞争力：自主的研发能力以及具有深厚 IT 背景..... | 14 |
| 的高管团队 | 14 |
| 四、财务分析：公司整体管理优秀，自有品牌发展是未来业绩增长源动力 | 14 |
| (一)、传统 OEM 业务受惠于小米订单保持稳定增长，自有品牌成为公司收..... | 15 |
| 入增长最大动力 | 15 |
| (二)、传统 OEM 毛利率稳定，自有品牌让利终端毛利率下滑 | 16 |
| (三)、期间费用率整体保持稳定，净利润率稳步提升 | 16 |
| 五、募投项目分析 | 17 |

一、股权集中高管激励到位，创始人拥有深厚 IT 背景

作为国内箱包行业登陆资本市场的第一股，开润股份以让人们出行更加优质，优雅，轻便，舒适为使命，围绕优质出行场景，通过旅行箱及箱包为主的产品，为用户提供完整的出行解决方案。

图 1：90 分箱包产品



资料来源：天猫，中国银河证券研究部

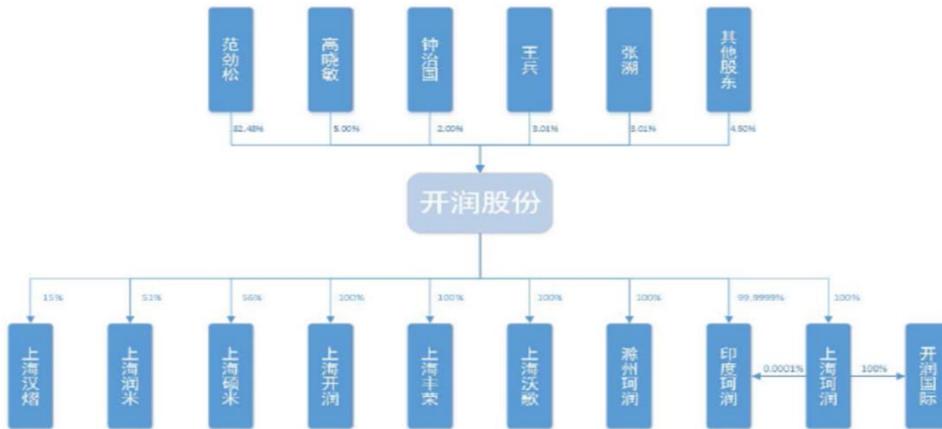
公司股权结构较为集中，大股东持股比例较高。公司控股股东、实际控制人为范劲松，其所持有公司股份占总股本 82.48%。本次发行前公司总股本为 5,000 万股，拟向社会公开发行人民币普通股不超过 1,667 万股，占发行后总股本的比例为 25.00%。IPO 发行后，实控人股权比例为 61.86%。

表 1：发行前后股权结构对比

| 股东名称 | 本次发行前股本结构 | | 本次发行后股本结构 | |
|-------|------------|----------|------------|----------|
| | 股份数量（万股） | 股权比例（%） | 股份数量（万股） | 股权比例（%） |
| 范劲松 | 4,124.2480 | 82.4800 | 4,124.2480 | 61.8606 |
| 高晓敏 | 250.0000 | 5.0000 | 250.0000 | 3.7498 |
| 王兵 | 150.3760 | 3.0100 | 150.3760 | 2.2555 |
| 张朔 | 150.3760 | 3.0100 | 150.3760 | 2.2555 |
| 钟治国 | 100.0000 | 2.0000 | 100.0000 | 1.4999 |
| 范风云 | 50.0000 | 1.0000 | 50.0000 | 0.7500 |
| 范丽娟 | 50.0000 | 1.0000 | 50.0000 | 0.7500 |
| 范泽光 | 50.0000 | 1.0000 | 50.0000 | 0.7500 |
| 丁丽君 | 50.0000 | 1.0000 | 50.0000 | 0.7500 |
| 揭江华 | 15.0000 | 0.3000 | 15.0000 | 0.2250 |
| 蔡刚 | 10.0000 | 0.2000 | 10.0000 | 0.1500 |
| 社会公众股 | - | - | 1,667.0000 | 25.0037 |
| 合计 | 5,000.0000 | 100.0000 | 6,667.0000 | 100.0000 |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

图 2：发行前股权结构图

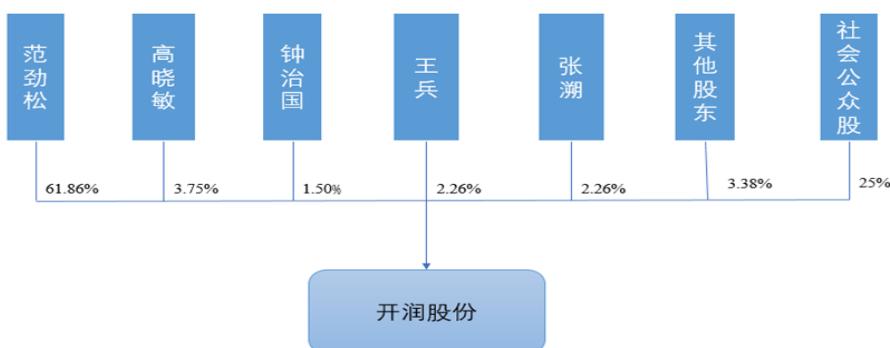


资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部，

公司管理层股权激励充分。公司的股权激励覆盖其管理层以及各子公司负责人。其中，个人大股东中：高晓敏为公司董事兼副总经理；张溯为研发总监及上海润米（公司与小米、京东等公司创办的子公司，从事互联网包袋设计与销售）、上海硕米（公司与小米等公司创办的子公司，从事平板电脑与智能手机保护套类产品的设计与销售）的董事、总经理。

公司创始人及核心高管均有深厚 IT 行业背景。公司实际控制人范劲松曾任联想集团有限公司笔记本电脑事业部采购经理；拥有多年的 IT 企业经验。同时，公司董事兼副总经理高晓敏曾任联想集团有限公司上海电脑配件中心采购经理和上海惠普有限公司项目经理。公司与小米合资公司润米、硕米的总经理，研发总监张溯拥有博士研究生学历，曾在大唐电信任职，拥有大学任教以及电子企业高管经历。高管核心团队多数拥有海外学历背景，且几乎均拥有自 IT、互联网、外企 500 强等从业经验，整套班子均由跨界行业精英组成。

图 3：发行后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

二、借力小米生态链渠道，自有品牌“90分”专注打造极致单品

公司自有品牌主要包括以90分系列为主的自有品牌矩阵，2016年上半年，90分系列占比整个自有品牌销售收入的99.67%。90分箱包旨在打造中国第一个以“轻松出行”为切入点的生活方式品牌，倡导“轻趣美好，活力质感”的生活方式，希望通过打造“好看好用”极致单品的模式提升用户出行的体验。

图4：90分箱包产品



资料来源：天猫，中国银河证券研究部

公司产品主要涉及拉杆箱、背包、智能跑鞋、服装等四个品类，其中主要以90分拉杆箱为主。公司的硬质拉杆箱均为委托外包，2016年上半年90分拉杆箱的采购额为4,045.69万元。

表格2：自有品牌的收入及占比

| | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年1-6月 |
|--------------|--------|--------|----------|-----------|
| 自有品牌收入(万元) | 179.22 | 164.98 | 1,398.17 | 4,925.82 |
| Vaga 系列 | 1.8 | 1.14 | 0.16 | 0.03 |
| Guildford 系列 | | 0.51 | 1.14 | 0.13 |
| 90分系列 | | | 12.68 | 49.1 |
| 占公司总收入比 | 0.61% | 0.40% | 2.84% | 14.60% |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

公司以自有品牌为主的箱包业务在16年上半年为了打开市场对价格向市场有所让步，因此毛利率有所下滑。

表格3：拉杆箱毛利率

| | 2013年 | 2014年 | 2015年 | 2016年1-6月 |
|-------|-------|-------|--------|-----------|
| 商务拉杆箱 | 6.59% | 5.03% | 22.48% | 12.33% |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(一) 携手小米，以自身 IT 背景，打造线上极单品

2014 年起，公司开始开拓和运营自有品牌的电子商务销售渠道，目前已经在淘宝网、京东商城等主要电子商务平台开设网络直营店。2015 年，公司与小米科技关联企业天津金米投资合伙企业（有限合伙）合资设立上海润米与上海硕米，通过小米商城等电子商务渠道的进行自有品牌“90 分”产品的销售。公司电子商务渠道与实体渠道初步形成了互补格局，未来电子商务渠道所占份额有望进一步扩大。

图 5：90 分箱包产品



资料来源：天猫，中国银河证券研究部

1、小米、京东成为开润合作伙伴，共同打造线上销售公司

2015 年 2 月和 3 月，公司与小米科技关联企业分别设立合资公司上海润米和上海硕米，在互联网上大力发展自有品牌“90 分”，拓展 C 端客户。开润以 51% 和 56% 控股润米科技和硕米科技，小米、京东入股也均对润米及硕米进行投资，小米在润米持股达到 36.3%，在硕米持股达到 30%。

表 4：润米科技股权结构

| 股东 | 持股比例% | 备注 |
|--------------|-------|-------------------|
| 安徽开润股份有限公司 | 51% | |
| 天津金米投资合伙企业 | 19.4% | 小米关联企业 |
| 曹莉平 | 16.9% | 顺为投资副总裁，顺为投资为雷军创立 |
| 上海象润投资管理合伙企业 | 5.82% | 法人代表为张溯 |

| | | |
|------------------------|-------|-------------------|
| 张溯 | 3.88% | 润米科技 CEO |
| 上海和丰永讯金融信息服 务有限公司 | 1.5% | 法人代表和执行董事是刘 强东 |
| 北京京东世航卓能众创投 资基金管理中心 | 1.5% | 京东投资平台 |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

表 5：硕米科技股权结构

| 股东 | 持股比例% | 备注 |
|------------|-------|-----------------------|
| 安徽开润股份有限公司 | 56% | |
| 天津金米投资合伙企业 | 15% | 小米关联企业 |
| 曹莉平 | 15% | 顺为投资副总裁，顺为投 资为雷军创立 |
| 张新 | 14% | |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

2、公司专注于产品科技上的创新，力争打造极致单品

作为小米生态链系统内首家生活纺织品的互联网品牌创业公司，公司着力打造“90 分”成为围绕用户出行需求提供极致单品、提供用户出行质感的自有品牌。由于公司高管的 IT 背景，公司整体氛围在传统制造型企业中独树一帜，与互联网公司极为类似。

公司为实现其“产品情怀”将自己定位于专注于生产极致单品的公司，其核心竞争力体现在其对产品做工精益求精的追求以及其在产品科技性、创新性的追求，比如公司的轻致系列，采用 100% 德国拜耳 PC、重量低至 2.9kg，同时其超细窄边铝框，做到美感与坚固兼备新升级；同时，公司的 90 分智能金属旅行箱品质优良，富有质感，内置智能蓝牙开锁方案，着力使用户在任何一种出行方式中，都能获得轻松愉悦，舒适动感的良好体验。

图 6：90 分智能箱包



资料来源：天猫，中国银河证券研究部

未来公司希望围绕用户出行，持续打造相关极致单品。目前公司自主品牌“90 分”主要产品为拉杆箱及背包，未来公司希望继续保持围绕用户出行，打造好看好用价格合适产品的原则在鞋帽(已与 INTEL 合作开发智能鞋)、雨伞，服饰等一系列产品上进行品类拓展和延伸，从实用主义出发，通过探寻智能应用于纺织品的有效结合，为每一个用户量身定制，提供给用户提供优质出行完整的产品解决方案。

(二)、小米生态链价值巨大，帮助公司实现从 0 到 1 的突破

公司高管深厚的互联网基因使其高管能够清楚地寻找到创建品牌的突破口，借助小米其自带的大量粉丝为自有箱包产品提供绝佳渠道，我们预计今年公司自有品牌零售端收入有望突破 2 亿。我国传统 ODM/OEM 企业往往拥有优秀的生产技术但是无法转变思维寻找到合适的渠道销售产品。公司由于高管跨境的背景，其能够在短时间内与小米达成合作意向，借助小米生态链帮助公司接触到大量的活跃用户，使公司完成 0 到 1 的突破。

截止目前，公司是小米生态链上第一家纺服企业。小米投资的生态链企业已经达到 77 家，其 30 家已经发布产品，覆盖品类近 20 类。其生态链产品已覆盖包括耳机、移动电源、手环、插座、血压计、空气净化器、净水器、运动相机、平衡车、电池、床头灯、电饭煲等在内的一系列产品，强大的品牌矩阵使得小米在各大平台上均沉淀了大量的粉丝。作为首家打入小米生态链的纺服企业，公司希望以箱包为基础，在更多品类上进行拓展。

图 7: 小米官方旗舰店



资料来源：天猫，中国银河证券研究部

在小米渠道帮助下，公司自有品牌产品 90 分旅行箱在今年首次参加双十一，其销售额超过 2200 万元，夺得天猫同品类单品销量夺冠。我们预计 2016 年公司以 90 分为主的自主品牌在零售端收入有望达到 2 亿元。

图 8：90 分双十一单品销量夺冠



资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

由于公司产品的性价比极高，其单品在天猫上销量极高。公司自有品牌 90 分旅行箱中，279 元/件的产品，月销达到 2.3 万笔，而价格达到 2000 元/件的旅行箱月销也达到 85 笔。

图 9：90 分系类代表单品销量

资料来源：天猫，京东，中国银河证券研究部

参照小米生态链上其他公司的模式，我们预计公司与小米的合作方式除去合资设立子公司之外还将采取利润五五分成的模式。由于小米在其自有门店提供大量客户流量，其将获取公司产品销售收入减去成本后的一半利润。(60 元的产品，成本若为 40 元，则公司收入为 50 元，小米获取 10 元分成)

三、传统 ODM/OEM 业务：女包及小米背包和平板手机保护壳成为新增长点

公司主营业务为包袋类产品的研发、设计、生产与销售，经营以 ODM 为主、OEM 为辅，目前开润已成为国内包袋类产品龙头企业。公司的主要生产商务包袋、户外休闲包袋、平板电脑与手机保护套等，以 ODM/OEM 的模式为联想集团、迪卡侬、华硕电脑、新秀丽等国际知名品牌客户提供包袋类产品的研发设计与生产制造服务。公司的传统 ODM/ODM 类业务在近年保持了较为稳定的收入增速。

表 6：传统 ODM/OEM 业务收入情况

| 单位（百万元） | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H1 |
|---------|--------|--------|--------|--------|
| 传统业务收入 | 293.31 | 415.31 | 480.15 | 288.92 |
| YOY | 41.60% | 15.60% | | |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

（一）户外休闲女包及平板电脑手机保护套成为收入增长来源

在公司传统 ODM/OEM 中，商务包袋类产品增速较为有限；而公司户外休闲包业务由于与 VeraBradly 在女包以及小米在背包上的合作增长较快；同时，与小米在平板电脑与手机保护壳上的代工生产合作，使得该部分业务收入也保持了较快增长。

1、商务包袋

商务包袋在销售总额中占比较高，然而公司由于转型自有品牌的箱包出售，该业务增速有所放缓。商务包袋包括电脑包、商务拉杆箱等产品，主要的用途是为商务人士和学生群体提供日常出行中的笔记本电脑收纳与保护以及公文资料、办公文具等用品的携带。

表 7：商务包袋销售情况

| 单位（百万元） | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H1 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 电脑包 | 174.77 | 238.05 | 239.43 | 129.92 |
| YOY | | 36.00% | 0.42% | |
| 占比 | 59.36% | 57.11% | 48.61% | 38.50% |
| 毛利率 | 34.18% | 36.43% | 39.64% | 40.78% |
| 商务拉杆箱 | 26.22 | 24.02 | 22.03 | 51.53 |
| YOY | | -7.69% | -8.33% | |
| 占比 | 8.90% | 5.76% | 4.47% | 15.27% |
| 毛利率 | 12.33% | 22.48% | 5.03% | 6.59% |
| 商务包袋总销售额 | 200.98 | 262.07 | 261.45 | 181.45 |
| YOY | | 30.35% | -0.38% | |
| 总占比 | 68.26% | 62.87% | 53.08% | 53.77% |
| 毛利率合计 | 32.70% | 38.19% | 33.56% | 30.58% |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

2、户外休闲包袋

户外旅行用品方面，公司收益于与 Vera Bradley 和小米的合作，收入增长较快。由于与 Vera Bradley 在女包上的合作，使得户外休闲包业务收入增速较快；同时由于与小米在运动包上的合作，公司在运动包上也增长迅速，16年上半年收入达到 7575 万元（15 年全年 9691 万元）。

表 8:户外休闲包袋销售情况

| 单位 (百万元) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H1 |
|-----------------|--------|----------|----------|--------|
| 运动包 | 73.87 | 107.96 | 96.91 | 75.75 |
| YOY | | 46.15% | -10.24% | |
| 占比 | 25.09% | 25.90% | 19.67% | 22.45% |
| 毛利率 | 21.53% | 17.17% | 21.63% | 16.02% |
| 女包 | 1.79 | 0.66 | 50.18 | 23.51 |
| YOY | | -62.91% | 7448.24% | |
| 占比 | 0.61% | 0.61% | 10.19% | 6.97% |
| 毛利率 | 30.96% | -7.63% | 16.77% | 28.39% |
| 冰袋 | 2.31 | 0.14 | 0.15 | 0.13 |
| YOY | | -93.80% | 4.54% | |
| 占比 | 0.78% | 0.03% | 0.03% | 0.04% |
| 毛利率 | 10.39% | -103.29% | -183.10% | 46.33% |
| 沙滩包 | 0.04 | 0.17 | 0 | 0 |
| YOY | | 366.58% | -100.00% | |
| 占比 | 0.01% | 0.04% | 0.00% | 0.00% |
| 毛利率 | 19.56% | 16.53% | -579.39% | |
| 户外休闲包袋合计 | 78.01 | 108.94 | 147.24 | 99.39 |
| YOY | | 39.65% | 35.15% | |
| 总占比 | 26.49% | 26.58% | 29.89% | 29.46% |
| 总毛利率 | 21.42% | 16.86% | 19.79% | 18.99% |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

3、平板电脑与手机保护套

平板电脑与手机保护套近年来虽然占比不大但增长较快，未来发展潜力大。公司为小米品牌提供平板电脑与手机保护套的加工，为抓住市场机遇，公司迫切需要自行建设和扩充平板电脑与智能手机保护套产能，丰富产品结构并形成规模化生产能力。

表 9:平板电脑与手机保护套销售情况

| 单位 (百万元) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H1 |
|-------------------|--------|---------|---------|--------|
| 平板电脑与手机保护套 | 3.06 | 24.24 | 51.36 | 34.76 |
| YOY | | 700.00% | 112.50% | |
| 占比 | 1.04% | 5.81% | 10.43% | 10.30% |
| 毛利率 | 35.40% | 33.79% | 26.90% | 27.99% |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(二)、客户合作方均为国际大型企业，前五大客户占比较高

公司主要客户联想集团、华硕电脑、迪卡侬、新秀丽、Vera Bradley 均为行业内领先企业，2016 年小米成为公司第一大客户。公司消费电子品厂商类客户联想集团、华硕电脑均为业内领先的笔记本电脑商，近年来笔记本电脑年出货量位居全球前五；户外休闲包袋品牌商客户中迪卡侬为 Oxylane 集团旗下全球著名的大型连锁运动用品超市，在全球拥有超过 900 家门店；新秀丽为全球最大的旅行行李箱公司；Vera Bradley 是国际知名手袋、箱包、文具及眼镜设计制造商。

同时，2015 年起，公司在传统 ODM/OEM 领域开始为小米提供手机保护套以及背包等配套生产服务，并在 2016 年上半年成为公司 ODM/OEM 类业务第一大客户。

2015 年和 2016 年 1-6 月公司前五大客户的销售收入合计为 3.76 亿元和 2.68 亿元，占当期营业收入的比例分别为 76.17% 和 79.20%。

表 10：公司几大客户销售情况

| 单位（百万元） | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H1 |
|--------------|--------|--------|---------------|---------------|
| 小米科技 | | | 47.90 | 91.06 |
| YOY | | | | |
| 占比 | | | 9.69% | 26.93% |
| 迪卡侬 | 71.06 | 93.05 | 90.70 | 72.32 |
| YOY | | 30.99% | -2.15% | |
| 占比 | 24.08% | 22.32% | 18.35% | 21.39% |
| 联想集团 | 107.12 | 156.85 | 139.14 | 54.82 |
| YOY | | 46.73% | -11.46% | |
| 占比 | 36.30% | 37.62% | 28.16% | 16.21% |
| 华硕电脑 | 39.17 | 40.18 | 48.37 | 26.15 |
| YOY | | 2.56% | 20.00% | |
| 占比 | 13.27% | 9.63% | 9.79% | 7.73% |
| Vera Bradley | | | 50.29 | 23.48 |
| YOY | | | | |
| 占比 | | | 10.18% | 6.94% |
| 新秀丽 | 49.99 | 46.37 | | |
| YOY | | -8.00% | | |
| 占比 | 16.94% | 11.12% | | |
| 总计 | 267.33 | 336.44 | 376.39 | 267.83 |
| YOY | | 25.84% | 11.90% | |
| 占比 | 90.59% | 80.69% | 76.17% | 79.20% |

资料来源：公司招股说明书，中国银河证券研究部

(三)、自主生产、委外生产及直接采购三种模式并用

公司生产模式主要分为自主生产、委外生产和直接采购三种模式。其中，自主生产模式是指由公司负责组织并实施产品市场调研、研发、设计、打样、原材料采购、批量裁剪、针车打钉、包装和验收等主要核心环节。

委外生产模式主要适用于硬质拉杆箱、平板电脑和手机保护套等产品（两项产品合计销售收入占比 25%左右），由公司委托供应商按照特定流程进行生产。公司完成产品市场调研、研发和设计后，关键原材料由公司指定供应商并洽谈好价格、确定技术标准，制定生产制造工艺流程和品质标准后，委托供应商按照上述工艺流程和标准生产，经公司驻场检验人员验收合格后，按照公司送货指令直接发送至指定仓库。委外生产的原因主要有降低成本和弥补现有设备不足以生产部分产品的缺陷。

直接采购模式销售收入占公司主营业务收入比例较小。直接采购模式是指公司在生产经营过程中根据客户要求采购相关鼠标、鼠标垫、杀毒软件等电脑配件，配套电脑包销售。

(四)、ODM/OEM 业务核心竞争力：自主的研发能力以及具有深厚 IT 背景的高管团队

在我国传统企业大多为 OEM 生产的情况下，公司 ODM 的生产模式使得设计研发能力成为核心竞争力。作为我国不多的包袋类产品制造商，公司具备研发设计能力，且自身具备一定规模，多采用 ODM 方式为客户生产产品，对客户需求较为了解，能较好的与客户对接。公司自成立之初即重视自身设计能力，设有专门的设计部门。公司通过多年的培养实践，打造了一支专业的设计师队伍。同时，公司注重设计人才的引进：一方面积极引进业内资深设计师；另一方面，定期组织设计团队参加全球设计展，注重设计人员的进修深造与业务交流，进一步提升公司产品设计优势。

公司创始团队来自联想集团、惠普等知名 IT 企业。同时还引进了多名包袋产品行业资深优秀人才，已将 IT 行业高效、迅速、灵活的反应能力较好地应用到包袋制造业。同时，公司拥有一支优秀的营销队伍，具有良好的国际沟通能力、丰富的专业知识和国际营销经验，熟悉国际市场行情变化，并与优质全球品牌客户保持有效沟通合作。

四、财务分析：公司整体管理优秀，自有品牌发展是未来

业绩增长源动力

(一)、传统 OEM 业务受惠于小米订单保持稳定增长，自有品牌成为公司收入增长最大动力

公司近年销售收入增长强劲，公司 2016 年 1-9 月的营业收入为 555.57 百万元，同比 2015 年 1-9 月份增长 66.5%。我们认为公司增长的最大动力来自于其自有品牌，今年上半年公司自有品牌收入 4925 万元（去年全年 1398 万元）。

表 11：开润股份产品收入分析（单位：百万元）

| | 2012-12-31 | 2013-12-31 | 2014-12-31 | 2015-12-31 | 2016-06-30 |
|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 279.51 | 295.11 | 416.96 | 494.13 | 338.18 |
| YOY | | 5.6% | 41.3% | 18.5% | |
| 户外休闲包袋 | 60.29 | 78.01 | 108.94 | 147.24 | 99.39 |
| YOY | | 29.4% | 39.7% | 35.1% | |
| 占比 | | 26.4% | 26.1% | 29.8% | 29.4% |
| 商务包袋 | 204.70 | 200.98 | 262.07 | 261.45 | 181.45 |
| YOY | | -1.8% | 30.4% | -0.2% | |
| 占比 | | 68.1% | 62.9% | 52.9% | 53.7% |
| 平板电脑与手机保护套 | 1.63 | 3.06 | 24.24 | 51.36 | 34.76 |
| YOY | | 87.4% | 692.5% | 111.9% | |
| 占比 | | 1.0% | 5.8% | 10.4% | 10.3% |
| 服装 | | | | 8.937 | 11.247 |
| YOY | | | | | |
| 占比 | | 0.0% | 0.0% | 1.8% | 3.3% |
| 其他电脑配件 | 12.17 | 12.35 | 21.55 | 23.54 | 10.60 |
| YOY | | 1.5% | 74.5% | 9.2% | |
| 占比 | | 4.2% | 5.2% | 4.8% | 3.1% |

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

另一方面，公司传统 ODM/OEM 业务现有客户关系稳定，收入在户外休闲包及平板电脑保护套代理下稳定增长。公司传统 ODM/OEM 业务在户外休闲包的带领下继续保持稳定增速。而自有品牌“90 分”借力小米生态链，其快速发展成为公司收入端迅速增长的重要保障。

表 12：开润股份传统业务收入分析（单位：百万元）

| | 2013/12/31 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/6/30 |
|--------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 295.11 | 416.96 | 494.13 | 338.18 |
| YOY | | 41.3% | 18.5% | |
| 传统业务收入 | 293.31 | 415.31 | 480.15 | 288.92 |
| YOY | | 41.6% | 15.6% | |
| 占比 | 99.4% | 99.6% | 97.2% | 85.4% |

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

（二）、传统 OEM 毛利率稳定，自有品牌让利终端毛利率下滑

公司传统 OEM 业务毛利率一直保持稳定上升的态势。户外休闲袋、电脑包、以及平板电脑与手机保护套的毛利率在过去数年一直保持较为稳定态势，其由于自身技术管理优势毛利率绝对值也保持在与同业优秀公司相仿的水平。2015 年公司毛利率在电脑及商务拉杆箱的带动下突破 30%。

以商务拉杆箱为主的自有品牌业务毛利率在 16 年上半年下滑较为明显，拖累整体毛利率。由于公司以“90 分”为首的自有品牌在初创阶段需要通过向市场让利获取市场占有率，因此公司商务拉杆箱业务毛利率在 16 年上半年有较大幅度下滑。

表 13：开润股份销售毛利率（按品类）

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016H1 |
|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 销售毛利率(%) | 24.43 | 27.81 | 28.64 | 30.36 | 27.15 |
| 户外休闲包袋 | 27.26 | 21.42 | 16.86 | 19.79 | 18.99 |
| 商务包袋 | 23.91 | 30.58 | 33.56 | 38.19 | 32.7 |
| 电脑包 | 24.92 | 34.18 | 36.43 | 39.64 | 40.78 |
| 商务拉杆箱 | 6.17 | 6.59 | 5.03 | 22.48 | 12.33 |
| 平板电脑与手机保护套 | 11.99 | 35.4 | 33.79 | 26.9 | 27.99 |
| 服装 | | | | 14.99 | 12.63 |
| 其他电脑配件 | 19.93 | 21.19 | 22.94 | 21.74 | 21.37 |

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

（三）、期间费用率整体保持稳定，净利润率稳步提升

在过去几年中，公司的期间费用率一直保持稳定。在管理费用方面，公司的管理费用率一直稳定在 10.0% 左右，表现出了明显的优秀 OEM 生产型企业的特征。公司的销售费率则在近几年一直保持稳定在 7%。我们认为随着公司自有品牌的建立，其在营销推广上的费用将会在未来上升。然而由于与之而来的收入的增长，我们认为公司销售费用率会基本保持稳定。

表 14：开润股份费用表（单位：百万元）

| | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/6/30 |
|------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 管理费用 | 28.38 | 29.96 | 35.95 | 49.63 | 37.1 |

| YOY | 5.57% | 19.99% | 38.05% | | |
|-------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 管理费用率 | 10.20% | 10.20% | 8.60% | 10.00% | 11.00% |
| 销售费用 | 9.4 | 20.77 | 28.61 | 33.69 | 23.72 |
| YOY | 120.96% | 37.75% | 17.76% | | |
| 销售费用率 | 3.40% | 7.00% | 6.90% | 6.80% | 7.00% |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

在收入快速增长, 毛利率持续上升, 费用率较为稳定的情况下, 公司净利润与净利润率在过去几年均快速增长。16年前几季度净利润率下滑则与自有品牌拉杆箱类毛利率下滑有关。

表 15: 开润股份净利润

| (单位: 百万元) | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016Q3 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 净利润 | 20.75 | 22.79 | 42.01 | 63.24 | 62.64 |
| YOY | | 9.8% | 84.3% | 50.5% | |
| 净利润率 | 7.4% | 7.7% | 10.1% | 12.8% | 11.3% |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

在周转率方面, 公司整体周转率在近年来保持了稳定上升的态势。

表 16: 开润股份营运能力分析

| | 2012/12/31 | 2013/12/31 | 2014/12/31 | 2015/12/31 | 2016/6/30 |
|-------------|------------|------------|------------|------------|-----------|
| 营运能力 | | | | | |
| 存货周转率 | 4.07 | 4.34 | 5.61 | 4.81 | 2.83 |
| 应收账款周转率 | 4.22 | 3.8 | 4.47 | 4.71 | 2.79 |

资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

五、募投项目分析

公司本次 IPO 拟发行不超过 1667 万股, 占发行后总股本的比例不低于 25.00%, 募集资金净额 2.96 亿元, 本次发行及上市的募集资金扣除发行费用后, 将投资于以下项目: (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, (2) 研发中心建设项目, (3) 智能拉杆箱研发、生产、营销综合建设项目。

表 17: 募投项目基本情况

| 项目名称 | 投资金额(亿元) | 募集资金投入(亿元) |
|--------------------------|-------------|-------------|
| 平板电脑与智能手机保护套及箱包技术改造与扩能项目 | 2.12 | 1.64 |
| 研发中心建设项目 | 0.72 | 0.56 |
| 智能拉杆箱研发、生产、营销综合建设项目 | 0.98 | 0.76 |
| 合计 | 3.82 | 2.96 |

资料来源：，公司招股说明书，中国银河证券研究部

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，募集资金投入 1.64 亿元。本项目是对公司目前产品的技术升级及产能扩充。通过项目实施，公司现有生产工艺将得到优化、相关生产设备得到改造升级，生产的机械化、自动化程度明显提高，生产规模将进一步扩大，以满足日益增长的市场需求，进而增强公司综合实力，为公司的长远可持续发展奠定坚实基础。

本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 1,000 万件的生产能力。

2) 研发中心建设项目，总投资 0.72 亿元，募集资金投入 0.56 亿元。本项目有助于提高公司技术储备及新技术、新产品转化能力，以迎接和适应包袋制造业的产业升级。该项目的实施也将有利于集聚并培养一批高素质的专业研发和技术人才，巩固并进一步强化公司研发和技术优势，为公司的生产经营提供技术支持。

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，募集资金投入 0.76 亿元。本项目旨在智能箱包产品进行研发、生产，并对公司 90 分、Guilford 品牌及智能箱包产品进行营销推广。该项目实施后，公司可根据市场的实际需求，加大对高端智能拉杆箱各项功能的研发投入，从而提升智能拉杆箱的产品特点、丰富公司产品线、提升公司自有品牌的市场知名度，进而增强公司的市场竞争力。

本项目由公司在安徽省滁州市实施，拟租赁建筑面积 10,000 平方米的生产车间，5,000 平方米的仓储库房，1,000 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。项目的设备选用主要基于实际需求及产品定位出发，选用先进适用的设备，减少人工操作的工序和难度以及可能带来的污染，节省人工成本的同时提高产品品质。

图表目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 表 1: 发行前后股权结构对比..... | 4 |
| 表 2: 自有品牌的收入及占比..... | 6 |
| 表 3: 拉杆箱毛利率..... | 6 |
| 表 4: 润米科技股权结构..... | 7 |
| 表 5: 硕米科技股权结构..... | 8 |
| 表 6: 传统 ODM/OEM 业务收入情况..... | 11 |
| 表 7: 商务包袋销售情况 | 11 |
| 表 8: 户外休闲包袋销售情况..... | 12 |
| 表 9: 平板电脑与手机保护套销售情况..... | 12 |
| 表 10: 公司几大客户销售情况..... | 13 |
| 表 12: 开润股份产品收入分析 (单位: 百万元) | 15 |
| 表 13: 开润股份传统业务收入分析 (单位: 百万元) | 16 |
| 表 14: 开润股份销售毛利率 (按品类) | 16 |
| 表 15: 开润股份费用表 (单位: 百万元) | 16 |
| 表 16: 开润股份净利润..... | 17 |
| 表 17: 开润股份营运能力分析..... | 17 |
| 表 18: 慕投项目基本情况..... | 17 |

| | |
|-------------------------|----|
| 图 1: 90 分箱包产品..... | 4 |
| 图 2: 发行前股权结构图 | 5 |
| 图 3: 发行后股权结构图 | 5 |
| 图 4: 90 分箱包产品..... | 6 |
| 图 5: 90 分箱包产品..... | 7 |
| 图 6: 90 分智能箱包..... | 8 |
| 图 7: 小米官方旗舰店..... | 9 |
| 图 8: 90 分双十一单品销量夺冠..... | 10 |
| 图 9: 90 分系类代表单品销量 | 10 |

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

马莉，研究员行业证券分析师；陈腾曦，研究员行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔(600177.sh)、鲁泰A(000726.sz)、七匹狼(002029.sz)、报喜鸟(002154.sz)、

罗莱家纺(002293.sz)、潮宏基(002345.sz)、探路者(300005.sz)、星期六(002291.sz)、

梦洁家纺(002397.sz)、搜于特(002503.sz)、华斯股份(002494.sz)、希努尔(002485.sz)、

红豆股份(600400.sh)、嘉麟杰(002486.sz)、奥康国际(603001.sh)、浔兴股份(002098.sz)、

富安娜(002327.sz)、伟星股份(002003.sz)、美邦服饰(002269.sz)、海澜之家(600398.sh)、华孚色纺(002042.sz)、嘉欣丝绸(002404.sz)、森马服饰(002563.sz)。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

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

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

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼
公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 詹 璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构: 李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区: 王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构: 刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn