

开润股份 (300577.SZ) 代工业务全球化布局加速, “90 分” 迈向独立品牌

2020 年 03 月 21 日

——公司首次覆盖报告

投资评级: 买入 (首次)

吕明 (分析师)

周嘉乐 (联系人)

lvming@kysec.cn

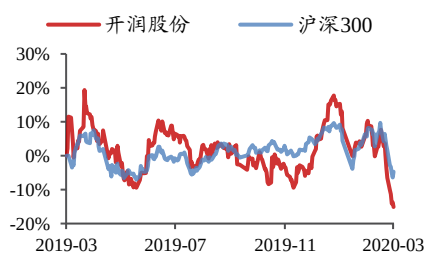
zhoujiale@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

证书编号: S0790120030019

日期	2020/3/20
当前股价(元)	27.91
一年最高最低(元)	39.48/27.56
总市值(亿元)	60.68
流通市值(亿元)	29.05
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	1.04
近 3 个月换手率(%)	91.97

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● B2B、B2C 业务双轮驱动, 首次覆盖给予 “买入” 评级。

开润股份是国内出行消费品行业的龙头公司, 业绩持续快速增长。2012 至 2019 年, 公司营收从 2.80 亿元增长至 26.97 亿元, CAGR 约 38.21%; 公司归母净利润从 0.21 亿元增长至 2.26 亿元, CAGR 约 40.41%, 已成为全球领先的软包代工企业以及中国市场拉杆箱销量第一的品牌公司。我们预测 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.26/2.79/3.82 亿元, 对应 EPS 分别为 1.04/1.28/1.76 元, 当前股价对应 PE 为 26.8/21.8/15.9 倍, 首次覆盖, 给予 “买入” 评级。

● B2B 业务: 国际优质客户+全球化产能布局, 打造箱包代工行业小中洲

1) 原有业务: 原有 2B 业务客户主要为迪卡侬、华硕、戴尔、联想、惠普等。迪卡侬 2019 年全球总销售额达 124 亿欧元, 同比增长 9%, 开润股份是迪卡侬战略合作伙伴, 未来来自迪卡侬的订单仍有增长空间。电脑包行业虽然增速平衡, 但预计公司可以通过抢占竞争对手份额, 获得稳定增长。

2) 印尼工厂业务: 开润股份于 2019 年 2 月完成对印尼宝岛的收购, 正式切入耐克软包供应链体系。我们预计耐克全球订单采购量能够未来三年能保持 20% 左右的增速, 保证了公司印尼工厂订单的稳定增长; 随着公司产能的持续扩张、不断开发新客户并有拓展箱包以外品类的计划, 为公司 2B 业务未来增长提供动力。

● B2C 业务: 完成品牌、渠道与小米的切割, 迈入 90 分品牌独立运作时代

1) 品牌完成 90 分品牌与小米品牌的切割。90 分品牌定位于 22-35 岁的一二线城市用户, 价格定位在 300-800 之间, 重点切入低价的淘品牌和以新秀丽为代表的中高端品牌的空白市场。未来也有望通过新品牌切入 300 以下的大众长尾市场。

2) 渠道上, 大力发展 90 分自有渠道。我们预计 2020 年小米渠道占比将降至 50% 左右, 自有电商渠道、线下渠道、海外渠道逐渐成熟, 提供增长动力。

3) 加大营销投入, 品牌影响力大幅提升。2019 年公司通过机场广告、网红直播带货、明星/IP 联名的方式, 加大品牌推广力度, 预计 2020 年继续加大营销投放。

● **风险提示:** 疫情对出行市场的抑制、海外产能释放不达预期、自有品牌渠道开拓不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162	2,048	2,697	3,434	4,487
YOY(%)	49.8	76.2	31.7	27.3	30.7
净利润(百万元)	133	174	226	279	382
YOY(%)	58.8	30.2	30.2	23.2	37.0
毛利率(%)	29.6	26.0	27.8	28.1	28.3
净利率(%)	11.5	8.5	8.4	8.1	8.5
ROE(%)	28.4	27.2	27.4	25.7	27.7
EPS(摊薄/元)	0.61	0.80	1.04	1.28	1.76
P/E(倍)	45.5	34.9	26.8	21.8	15.9
P/B(倍)	12.4	9.5	7.4	5.6	4.4

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、开润股份：打造世界级出行消费品公司	4
1.1、中国箱包行业龙头，B2B、B2C 业务双轮驱动	4
1.2、公司以 B2B 业务 OEM/ODM 模式起步，后期开展 B2C 业务	5
1.3、管理层绝对控股，激励机制完善	5
2、B2B 业务：拥抱核心客户+全球化产能布局，打造箱包行业小申洲	6
2.1、初期依靠电脑包制造起家，逐步成为国内领先的包袋类产品制造商	7
2.2、原有 B2B 业务增长点：以迪卡侬为代表的优质客户占比提升	7
2.3、未来 B2B 核心看点：切入 Nike 供应商体系，印尼工厂逐步发力	8
2.4、全球化产能布局+优质下游客户，打造箱包行业小申洲	10
2.4.1、逐步累积丰富的制造业经验，精益化制造持续改善成本及效率	11
2.4.2、扩展海外产能布局，优化资源配置，分散国际贸易风险	11
2.4.3、拥有核心优质客户，逐步拓展全球客户资源，实现业绩稳健增长	12
3、B2C 业务：品牌与渠道拆分后，“去小米化”迈向 2.0 时代	13
3.1、借助小米生态链“投资+孵化”理念，实现品牌“从 0 到 1”的突破	13
3.2、渠道端：非米系渠道占比逐步提升，品牌独立性逐步显现	14
3.3、品牌端：分割“90 分”与小米品牌，精细化管理提升运营效率	15
3.4、营销端：加大营销力度，强化品牌形象，提升品牌知名度	16
3.4.1、传统线下广告：直面目标消费人群，提升品牌知名度	16
3.4.2、社交媒体营销：利用粉丝流量效应，提升品牌关注度	17
3.4.3、事件营销：以特定事件为契机，吸引媒体及消费者关注	18
3.4.4、把握最新热点，丰富品牌内涵	19
4、B2B 与 B2C 业务双轮驱动，齐头并进	19
4.1、经营主体与管理团队独立，互不干涉对方业务发展	19
4.2、B2B 业务使公司更加了解供应链，同时为 B2C 业务做良好支撑	20
4.3、自有品牌培育关键：业务独立，资源共享	20
4.3.1、申洲国际：B2B 与 B2C 产品品类冲突，主动放弃自有品牌	21
4.3.2、稳健医疗：差异化产品品类，借助供应链资源发展自有品牌	21
5、财务分析：业绩持续快速增长	22
5.1、业绩：营收及归母净利润保持增长趋势	22
5.2、盈利能力：毛利率近期有所回升，销售费用率有所提升。	23
5.3、营运能力：并表印尼工厂致存货及应收帐款增加	23
6、盈利预测与投资建议：首次覆盖，买入评级	24
6.1、估值假设与盈利预测	24
6.2、相对估值	25
7、风险提示	26
附：财务预测摘要	27

图表目录

图 1：营收及归母净利润保持增长趋势（亿元，%）	4
图 2：B2C 业务占比快速上升（亿元）	4
图 3：开润股份创立十年成功上市，B2B、B2C 业务双轮驱动，未来发展可期	5

图 4: 2019Q3 季报显示, 管理层绝对控股 (%)	6
图 5: ODM 业务模式以电脑包产品为主	7
图 6: OEM 业务模式以传统包袋类产品为主	7
图 7: 2016H1 公司 B2B 客户均为国际优质客户	8
图 8: 公司 B2B 业务近年稳健增长 (亿元, %)	8
图 9: 收购印尼标的公司工厂	9
图 10: 公司 B2B 业务现有客户均为国内外知名企业	9
图 11: 公司在建工程 2019 年大幅提升 (百万元)	10
图 12: 印尼工厂产能未来将不断扩张	10
图 13: 公司当前及未来产能布局	10
图 14: 申洲国际生产工序完善, 业务线清晰	11
图 15: 迪卡侬与供应商共同推进精益生产	11
图 16: 申洲国际成衣工厂分布在全球多图	12
图 17: 申洲国际成衣产能逐年增长 (万件)	12
图 18: 申洲国际拥有四大核心客户 (%)	13
图 19: 申洲国际来自全球客户收入逐步分散化 (%)	13
图 20: 小米生态链赋能企业自主品牌	14
图 21: 润米科技营收实现较快增长 (亿元)	14
图 22: 公司 B2C 非米系渠道未来逐步发力	15
图 23: 2018 年 90GO 扬州门店开业	15
图 24: 2019 年 90 分品牌上海快闪店开业	15
图 25: 公司 B2C 业务逐步迈向 2.0 时代	16
图 26: 90 分广告投放覆盖浦东机场 T1 航站楼	17
图 27: 90 分广告投放覆盖首都机场 T3 航站楼	17
图 28: 李佳琦直播间对 90 分品牌进行推广	17
图 29: 公司 90 分天猫旗舰店产品与李佳琦合作	17
图 30: 微信公众号通过软文进行推广	18
图 31: 抖音账号通过情景短剧进行推广	18
图 32: 90 分亮相天猫超级品类日箱包大秀	18
图 33: “抖 in 美好上海”展出 90 分品牌箱鼓	18
图 34: 90 分与流浪地球合作推出金属箱	19
图 35: 邀请刺猬乐队鼓手石璐到快闪店现场表演	19
图 36: 公司供应商均来自国际知名优质供应商	20
图 37: 公司产品多次荣获 IF 及红点设计大奖	20
图 38: 马威门店布局与优衣库相似	21
图 39: 马威产品品类与优衣库类似	21
图 40: 稳健医疗以医疗和消费两大板块驱动业务发展	22
图 41: 稳健医疗收入以生活消费品为主 (亿元)	22
表 1: 申洲国际成衣产能布局	12
表 2: 公司业绩预测核心假设	25
表 3: 可比公司估值情况	26

1、开润股份：打造世界级出行消费品公司

1.1、中国箱包行业龙头，B2B、B2C 业务双轮驱动

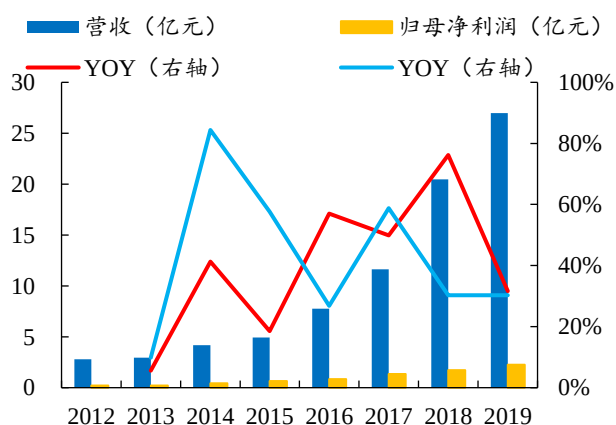
公司是中国箱包行业龙头，打造世界级出行消费品公司。公司是一家致力于出行方式和用户体验的出行消费品公司。主要经营业务为商务包袋、户外休闲包袋、旅行箱、鞋服及相关配件等出行产品的研发、设计、生产和销售。公司把“让出行更美好”作为公司的使命，同时坚持“科技美学”，着力于将高科技融入传统的出行产品中，为用户提供优质出行解决方案。

公司业务主要分为 B2B 和 B2C 两种模式，双轮驱动。

- **B2B 业务:**公司长期与诸多世界知名品牌合作，业务模式主要分为 ODM/OEM。代工业务品类主要包括电脑包、休闲包等软包品类以及旅行箱。在 2019 年，公司收购印尼工厂，成功切入 Nike 供应商体系。目前主要客户包括耐克、华硕、联想、戴尔、惠实、迪卡侬等。
- **B2C 业务:**公司 2015 年与小米成立合资公司润米科技，成为小米生态链公司的一员。创立初期，借助小米的品牌背书、销售渠道以及供应链背书等，迅速度过“从 0 到 1”的初创期。2016 年开始，公司开始努力打造 90 分自有品牌，2018 年旅行箱销售超过新秀丽在中国市场的销量，2019 年完成小米品牌与 90 分品牌和渠道的拆分，90 分品牌已经进入 2.0 时代，即独立品牌的发展时代。

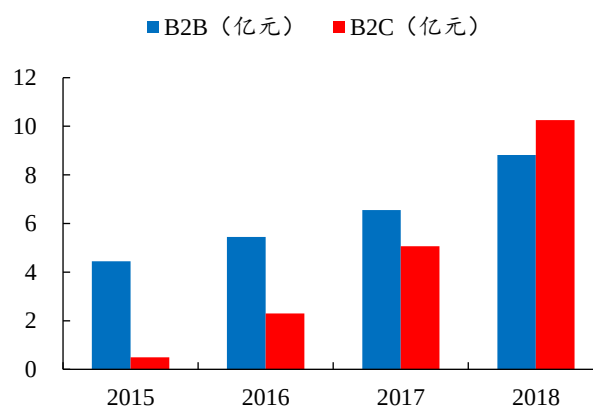
公司收入、净利润保持快速增长趋势。2012 至 2019 年，公司营收从 2.80 亿元增长至 26.97 亿元，CAGR 约 38.21%；公司归母净利润从 0.21 亿元增长至 2.26 亿元，CAGR 约 40.41%。2016-2018 年期间，公司营收高增速主要归功于 B2C 业务的快速放量增长。2018 年，B2C 业务销售收入首次超过 B2B 业务。其中，B2C 营收为 10.26 亿元，营收占比 50.10%；B2B 营收 8.82 亿元，营收占比 40.06%。2019 年收购印尼工厂后，B2B 和 B2C 都保持较高增长。我们预计 2019 年 B2B 收入增长 50%左右，B2C 业务增长 30%左右。

图1：营收及归母净利润保持增长趋势（亿元，%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：B2C 业务占比快速上升（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

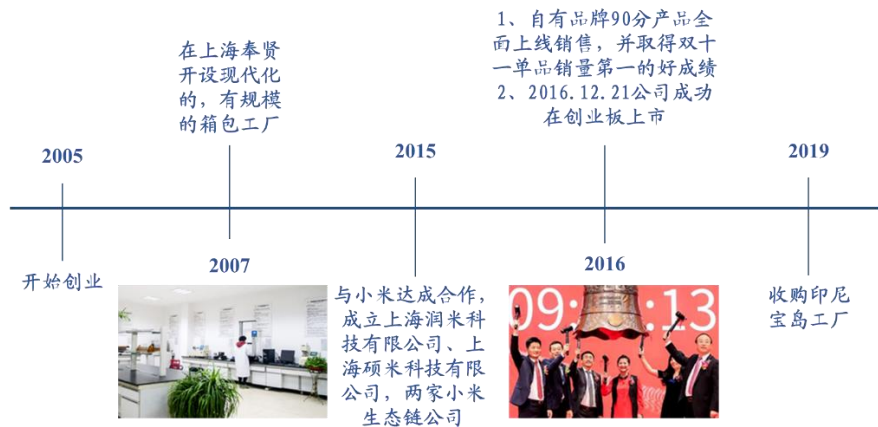
1.2、公司以 B2B 业务 OEM/ODM 模式起步，后期开展 B2C 业务

纵观公司十来年的发展演变过程，我们可以大致分为以下两个阶段：

1) OEM/ODM 业务为主的工厂(2005-2015): 2005 年，董事长范劲松开始创业。2007 年，现代化的、有规模的箱包工厂在上海奉贤开设。2009 年 11 月 13 日，公司正式成立。2011 年，占地 100 亩的国内领先的箱包工厂正式投产，原奉贤工厂全面搬迁至滁州。公司业务模式主要以 OEM、ODM 为主，主要产品为电脑包运动包以及拉杆箱，主要客户有联想、迪卡侬、新秀丽等。

2) B2C/B2B 业务双轮驱动的箱包龙头(2015 至今): 2015 年，公司与小米达成合作，成立上海润米、上海硕米两家小米生态链公司，开启 B2C 端业务；同时，自有品牌“90 分”正式设立，但业务占比仍比较小。2016 年，B2C 业务开始快速增长， “90 分”产品全面上线销售，并取得双十一单品销售第一的好成绩；2016 年 12 月 21 日，公司成功在创业板上市。2019 年，公司通过完成收购 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development，成功进入 Nike 供应商体系，未来 B2B 业务前景可期。

图3：开润股份创立十年成功上市，B2B、B2C 业务双轮驱动，未来发展可期

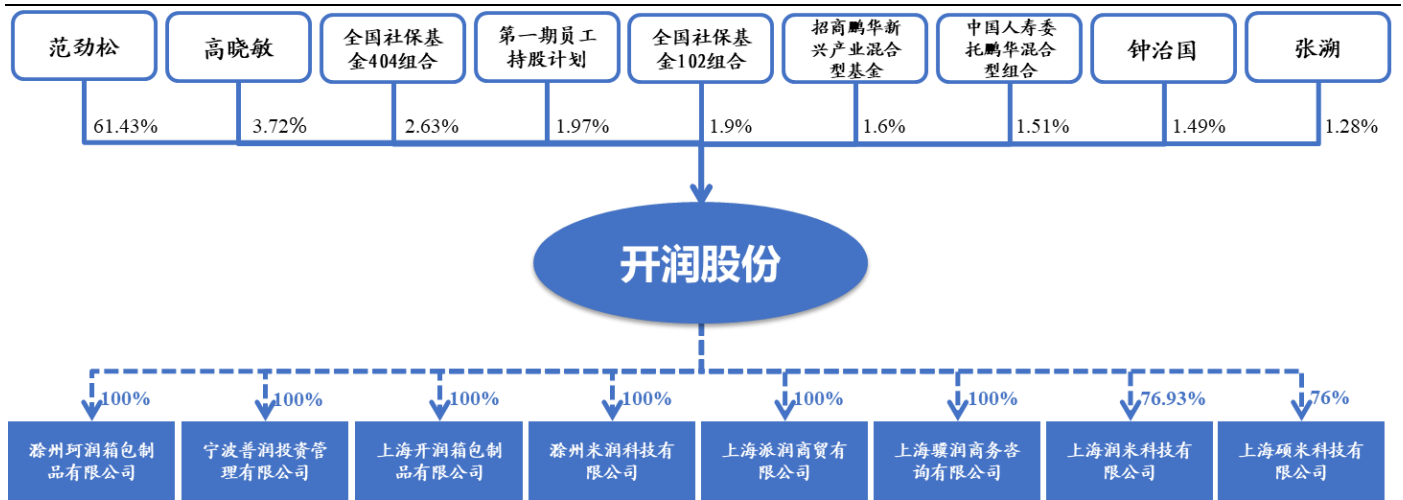


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、管理层绝对控股，激励机制完善

管理层绝对控股，激励机制完善。截至 2019 年 Q3，公司创始人及实际控制人范劲松直接持有公司 61.43%的股份，此外，润米科技 CEO 张溯持股 1.28%，公司董事高晓敏持股比例为 3.72%，第一期员工计划持股比例为 1.97%。截至 2019 年 H1，公司参与控股 25 家公司，包括上海润米科技、滁州米润科技、印尼宝岛工厂等。

图4: 2019Q3 季报显示, 管理层绝对控股 (%)



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

推出限制性股票激励以及员工持股计划, 进一步完善激励机制。

● **限制性股票激励:** 上市以来, 公司一共发起两次限制性股权激励:

1) 2017 年 5 月, 公司发起第一次限制性股权激励计划, 激励对象包括公司高管、核心技术人员及核心业务人员等共计 170 人, 股份总数为 55.35 万股, 授予价格为 50.83 元/股, 共设有四个解除限售期。其解锁条件为 2017-2020 年公司净利润较 2016 年净利润分别增长 15%/32%/52%/75%。第一次股权授予后, 前复权股价为 27.06 元/股 (-1.60%)。目前第一期股权激励已经完成两期业绩考核成功解锁。

2) 2019 年 12 月底, 公司发起第二次限制性股权激励计划, 激励对象包括公司高管及重要管理人员共计 51 人, 股份总数 376.74 万股, 授予价格为 16.46 元/股, 共有五个解除限售期。其解锁条件为 2019-2023 年公司净利润较 2018 年净利润分别增长 15%/32%/52%/75%/100%。股权激励有助于进一步绑定核心管理层利益, 能带动公司未来业绩持续增长。

● **员工持股计划:** 2017 年 9 月, 公司公布第一轮员工持股计划, 已于 2017 年 11 月完成。其中员工出资 5,100 万元, 董事长范劲松借款 1.02 亿元, 成交均价 61.6 元/股。截至 2019 年 Q3, 第一期员工计划持股比例为 1.97%。第一轮员工持股计划实施完毕后, 前复权股价为 35.19 元/股 (+0.79%)。

2、B2B 业务: 拥抱核心客户+全球化产能布局, 打造箱包行业

小申洲

B2B 业务为公司主要业务模式之一, 凭借优质的产品与服务获得客户认可。公司拥有众多国际优质客户, 包括耐克、迪卡侬、华硕、联想、戴尔、惠普、VF 集团

等。同时公司拥有全球化的产能布局，除了在中国大陆，在印尼、印度拥有制造工厂，全球多个国家和地区开设销售分部。近年来伴随业务结构优化、公司客户数量及产品品类的扩张，业务量保持稳定增长。未来有望进一步扩大业务范围，吸引更多潜在优质客户，长期来看，有可能在品类上拓展到箱包以外的品类。

2.1、初期依靠电脑包制造起家，逐步成为国内领先的包袋类产品制造商

公司主要以 ODM 为主，OEM 为辅的代工业务模式，为国内外众多知名企业提供包袋类产品的设计及制造，逐步成长成为国内箱包类代工龙头企业之一。自 2009 年起，一直从事包袋类产品研发与设计、生产与销售，拥有较多优质客户资源，业务发展迅速稳健。从 ODM 业务来看，产品以电脑包为核心切入点，以 IT 配件产品为辅，成为戴尔、惠普、联想以及华硕等国际知名 IT 集团最大的 ODM 生产商之一。从 OEM 业务来看，依靠电脑包制造工艺和经验，布局传统箱包行业，逐步成为迪卡侬、Vera Bradley 等国际知名箱包品牌公司核心的 OEM 制造商。

图5：ODM 业务模式以电脑包产品为主



资料来源：招股说明书

图6：OEM 业务模式以传统包袋类产品为主



资料来源：招股说明书

2.2、原有 B2B 业务增长点：以迪卡侬为代表的优质客户占比提升

客户关系稳定，不断抢占竞争对手市场份额。公司凭借优秀的设计研发能力以及丰富的制造经验、及时的交货能力、精益化生产能力，吸引了一批国际 IT 集团及国际包袋类产品行业领先零售企业。此类客户通常对供应商资质认证标准较高，流程较为复杂，一旦成为合格供应商，不会轻易变更。从客户集中度来看，2016H1 公司 2B 业务前四大客户分别为迪卡侬、联想、华硕以及 Vera Bradley。随着近年下游 IT 与消费市场快速发展，公司相关产品需求量有所提升。在逐步拓宽合作产品品类的同时，提供包括市场调研、研发设计、供应链一条龙服务，帮助并解决客户存在的问题。

深化已有客户关系，积极开发新客户，实现业绩稳健增长。公司自 2016 年上市后积极调整客户结构，逐步提升优质客户收入占比，并努力开发新客户。原有客户订单结构进一步优化，扩大产能进一步提升盈利能力。

● 深化原有客户关系：迪卡侬（Decathlon）

迪卡侬在全球拥有 1000 多家供应商，2017 年公司成为迪卡侬全球 40 家战

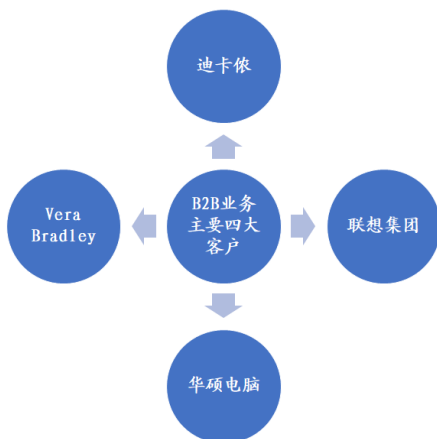
略合作伙伴供应商之一，并成为其中第二家率先成为迪卡侬家族战略合作伙伴的供应商。迪卡侬作为全球知名运动用品零售商，来自其高毛利率订单进一步集中，公司盈利能力有所提升。2019 年迪卡侬集团营收为 124 亿欧元，同比增长 9%，门店遍布全球 69 个国家和地区。中国市场 2017 年营收为首次突破百亿人民币大关，2014-2017 年中国市场营收 CAGR 为 37.94%。预计到 2020 年，中国将超越法国成为迪卡侬集团实体门店数量第一的市场。

● 扩展新客户资源：网易严选、名创优品等

公司于 2018 年新增网易严选、名创优品、淘宝心选以及海澜优选等互联网大客户与线下新零售客户，并逐步开展深度合作，形成高度互信的客户关系。其中，网易严选成为公司战略合作伙伴，多数箱包类产品由公司生产制造；与名创优品成立合资公司，未来逐步成为其唯一箱包供应商。伴随下游客户门店迅速扩张，业绩实现稳健增长，同时借鉴线下零售经验实现双赢。

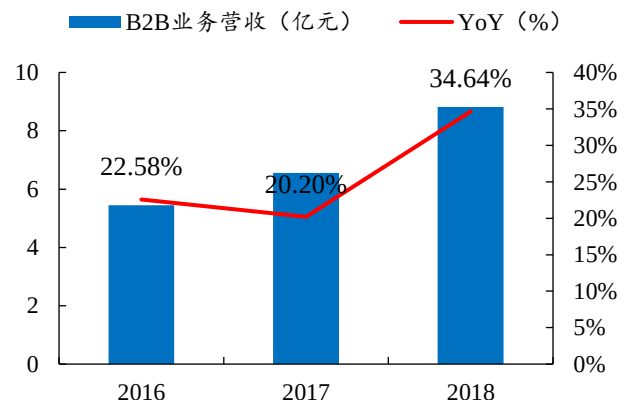
客户结构优化效果较为明显，B2B 端收入稳健提升。从收入端来看，2018 年公司 B2B 业务实现收入 8.82 亿元（+34.64%），增速同比提升 14.44pct，2015-2018 年 CAGR 为 25.65%。主要系公司深挖与合作客户的合作深度和潜能，重点客户收入保持较快增长。并随着客户业务的扩张，逐步拓展公司产品品类，业务量保持稳定增长。

图7：2016H1 公司 B2B 客户均为国际优质客户



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图8：公司 B2B 业务近年稳健增长（亿元，%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.3、未来 B2B 核心看点：切入 Nike 供应商体系，印尼工厂逐步发力

事件：收购印尼工厂，切入 Nike 供应商体系。公司于 2018 年 10 月 26 日与王贻卫、BillionIslands Ltd.、White Angel Ltd. 签署股权转让协议。该协议拟通过上市公司名义或附属机构名义以 2,280 万美元受让 PT. Formosa Bag Indonesia、PT. Formosa Development 的 100% 股权。收购标的公司主要从事 OEM 业务，与 Nike 保持十几年稳定合作，并成长为其核心包袋供应商之一。切入 Nike 供应商体系后，我们预计公司未来将逐步改善收购标的运营效率，积极扩大产能，逐步提升收入及盈利能力。

我们认为在收购印尼工厂后，公司未来的竞争优势、盈利能力以及产业布局或将进一步有效提升：

1) 切入世界一线运动品牌供应商体系，有利于开启运动服饰领域新增长点。

公司在收购前主要从事 ODM 与 OEM 业务模式，主要客户集中于 IT 产业以及运动或出行行业零售巨头。运动服饰行业是纺服大类增速较快子行业之一，公司切入全球运动服饰巨头 Nike 的供应商体系后，不仅未来在订单量方面具有潜在增长，此外也有助于公司开拓运动服饰领域新的客户资源。

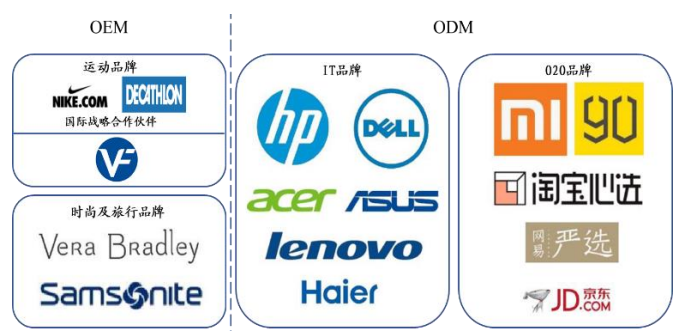
- 2) **享受印尼关税优惠及人力成本红利，有助于提升公司产品竞争力。**当前印尼政局较为稳定，经济增长较为迅速，金融市场较为开放，能够给与公司关税及税收优惠以及人力成本红利。从关税及税收优惠来看，印尼作为 GSP 成员国，对美国出口货物享受零关税制度；此外印尼对出口占比超过 30% 的纺织服装企业实行附加税减免政策。从人力成本来看，印尼的人力成本较为低廉，2018 年印尼人工最低工资为 8.24 美元/天，中国为 11.72 美元/天。因此公司生产成本及费用将有所降低，增强国际竞争力及抵御贸易风险能力，同时也为进一步开拓欧美市场客户奠定良好基础。
- 3) **扩大海外工厂版图，打通东南亚消费品制造产业链一体化布局。**公司当前已拥有印度、印尼两个生产基地，印尼工厂正逐步扩建增加产能，同时在开发当地消费零售市场也起到关键作用，此外也将为公司延伸产业链、实现产业集聚以及打造良好商业生态奠定良基础。对标 ODM 代工厂巨头申洲国际，在中国、越南以及柬埔寨等地布局生产基地，一体化工序有效缩短生产周期以及控制生产成本，拥有众多国际知名休闲、运动服饰品牌客户。

图9：收购印尼标的公司工厂



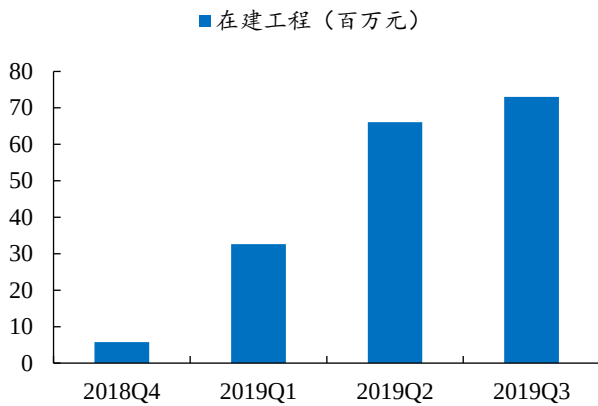
资料来源：PT. Formosa Bag Indonesia 官网

图10：公司 B2B 业务现有客户均为国内外知名企业

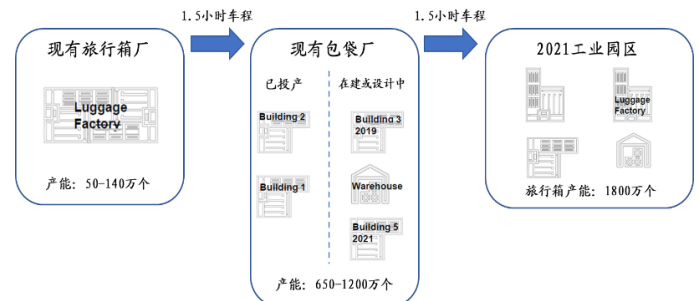


资料来源：公司公告、开源证券研究所

印尼工厂未来产能进一步扩大，满足未来客户订单量增长需求。2019 年 10 月 11 日，公司子公司印尼宝岛公司拟使用 4,421 万元购买印尼 1.43 万平方米土地使用权；子公司印尼锦林公司拟用 1800 万元购买 4.7 万平方米土地使用权。此类新购买的土地主要作为公司海外生产基地扩建的储备用地，有利于提升公司海外生产基地的产能规模，满足现有客户以及潜在客户的需求。我们预计公司 2020 年底或 2021 年初能够实现产能的翻倍，效率及盈利能力未来有望持续提升，从而保证公司 B2B 业务的良好发展。

图11: 公司在建工程 2019 年大幅提升 (百万元)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图12: 印尼工厂产能未来将不断扩张


资料来源: 公司公告

我们预计公司原有 B2B 业务能够保持每年 10-20% 的稳定增长。此外, 我们预计 NIKE 的全球订单采购量能够保持 20% 左右的增速, 保证了公司印尼工厂订单的稳定增长; 随着公司产能的持续扩张, 我们预计印尼工厂 2019 年能够实现 3 亿元左右的营收, 2020 年能够保持 50-60% 的增长。整体来看, 预计公司目前 B2B 毛利率为 30-35% 左右, 2019 年净利率预计为 10-12%。

图13: 公司当前及未来产能布局


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

2.4、全球化产能布局+优质下游客户, 打造箱包行业小申洲

申洲国际作为中国最具规模的纵向一体化针织代工制造商, 其产品品类及工序完整, 与国际众多服饰品牌商具有长期战略合作关系。而公司作为中国包袋类产品制造商龙头之一, 我们认为开润股份有望从制造经验、全球化布局以及客户资源等方面复制申洲国际的成功商业模式, 从而奠定公司未来中长期 B2B 业务的发展方向。

2.4.1、逐步累积丰富的制造业经验，精益化制造持续改善成本及效率

申洲国际取得骄傲的成绩，离不开制造经验的长期累积。创立三十年以来，专注于服装 OEM 模式，产品业务线清晰。通过设备升级，不断提升效率；通过海内外持续投入，开发模块化生产。逐步成为在全球有较强的竞争力与知名度的制造企业。开润股份 B2B 业务已经开展近十五年，具备一定服务全球性客户的经验与能力，在切入 Nike 供应商体系后，随着时间的推移有望进一步积累丰富的制造经验与技术。

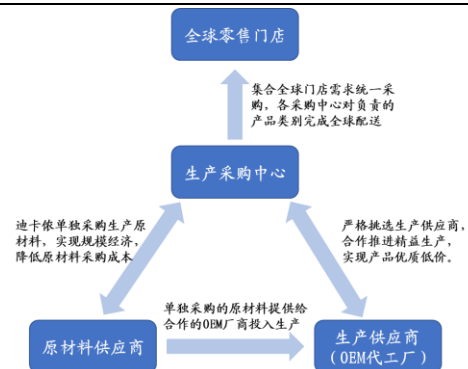
精益化生产为导向，持续改善运营成本及生产效率。迪卡侬与供应商的合作不仅来源于产品的研发设计与质量管控，同时与供应商一起持续推进生产工艺优化，致力于精益化生产管理，保证最高性价比和可持续发展。开润股份作为迪卡侬的核心供应商，在行业内率先采用精益管理模式，充分授权给组织内员工建立系统性机制，不断消除经营过程中的一系列浪费，使公司能快速适应用户需求变化。逐步实现高产品质量，较低成本生产，缩短交货周期，提升灵活性、团队协作性等竞争性优势。

图14：申洲国际生产工序完善，业务线清晰



资料来源：申洲国际官网

图15：迪卡侬与供应商共同推进精益生产



资料来源：迪卡侬官网、开源证券研究所

2.4.2、扩展海外产能布局，优化资源配置，分散国际贸易风险

海内外布局产能，有效减少或分散成本与风险，有助于提升市占率与知名度。从申洲国际产能布局来看，逐步向海外扩张，主要系：1）最初产能不足而受到一些订单限制；2）海外布局产能能够降低人工成本以及减少中美等国际贸易摩擦所带来的风险。申洲国际目前于柬埔寨、越南设有生产基地，逐年扩建厂房扩大产能，2018年申洲国际成衣产能为4亿件，同比增长14.29%。其中宁波、安庆衢州、越南、柬埔寨成衣工厂收入占比分别为47%/18%/3%/16%/16%。开润股份已分别于2017年、2019年拥有印度、印尼两个生产基地，未来有望继续扩建扩产，从而逐步满足国际大客户需求，同时抵御国际贸易风险的能力增强，形成了显著的海外布局优势。

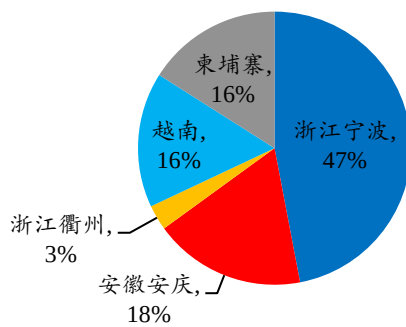
表1: 申洲国际成衣产能布局

地区	工厂	2019 年 12 月	
		估算工人数量	估算产能
中国	宁波	4 万	85 万件/天
	安徽安庆	1 万	27.5 万件/天
	浙江衢州	0.2 万	8 万件/天
	国内整体制衣产能	5.2 万	120.5 万件/天
柬埔寨	申洲制衣、大千纺织、荣德制衣	1.2 万	24 万件/天
	越群制衣（在建）		
	柬埔寨整体制衣产能	1.2 万	24 万件/天
越南	世通工厂	1.1 万	26 万件/天
	德利制衣工厂（爬坡）	0.3 万	4 万件/天
	新阿迪达斯专用工厂（在建）		
	越南整体制衣产能	1.4 万	30 万件/天
总计			174.5 万件/天

资料来源：公司公告、开源证券研究所

图16: 申洲国际成衣工厂分布在全球多图

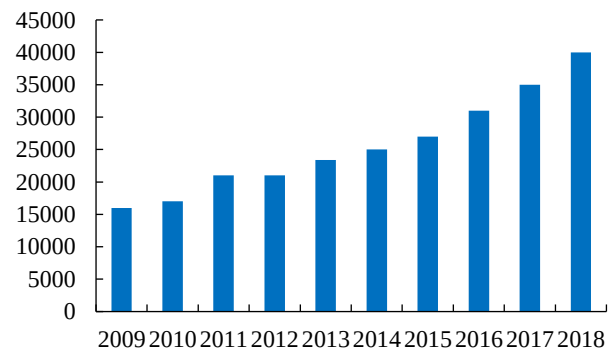
■ 浙江宁波 ■ 安徽安庆 ■ 浙江衢州 ■ 越南 ■ 柬埔寨



数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

图17: 申洲国际成衣产能逐年增长（万件）

■ 针织产品件数（万件）

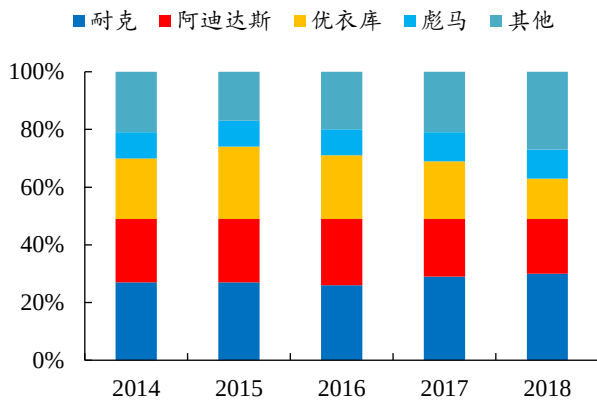


数据来源：申洲国际公司公告、开源证券研究所

2.4.3、拥有核心优质客户，逐步拓展全球客户资源，实现业绩稳健增长

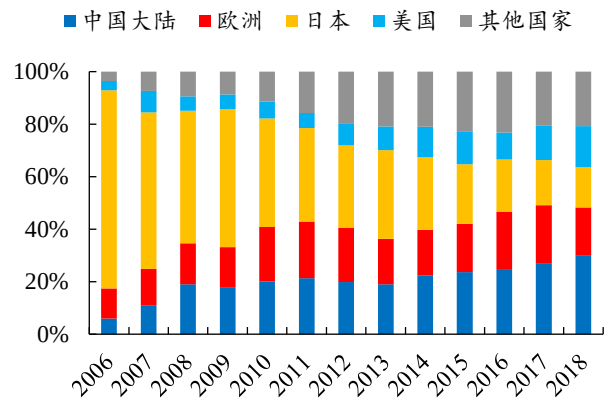
提升核心优质客户数量，维持稳定订单规模，有望实现业绩持续稳健增长。申洲国际拥有较多核心优质国际知名服装品牌商客户，建立了长期稳固的战略合作关系，主要包括国内外运动服饰品牌巨头 NIKE、ADIDAS、PUMA 以及休闲品牌 UNIQLO 等。此外，多元化的客户结构可以帮助公司抵御单一客户风险，一定程度上降低市场波动。尽管优质国际客户供应商认证条件苛刻、流程复杂、成本较高，但开润股份凭借自身优势，现已切入耐克、迪卡侬、戴尔等世界知名品牌公司的供应商认证，并其建立起了稳定的合作关系，为未来稳定订单放量奠定基础。长期来看，有望继续扩展新客户资源，减少客户高集中度风险，从而实现业绩稳健增长。

图18: 申洲国际拥有四大核心客户 (%)



数据来源: 申洲国际公司公告、开源证券研究所

图19: 申洲国际来自全球客户收入逐步分散化 (%)



数据来源: 申洲国际公司公告、开源证券研究所

3、B2C 业务: 品牌与渠道拆分后, "去小米化"迈向 2.0 时代

公司 B2C 业务于 2015 年起开始逐步发力, 现已成为公司主要业务模式之一。初期发展“90 分”自有品牌, 主要借助礼品团购渠道、小米渠道进行快速布局。后期通过积极发展自有渠道体系, 利用多方面资源加强合作, 紧抓移动互联网、新零售、粉丝经济等经营思维, 强化经营理念以及供应链管理能力和能力, 谨慎拓展产品品类, 实现 B2C 业务快速健康发展。自有品牌未来或将成为新零售、高性价比新国货品牌代表。

3.1、借助小米生态链“投资+孵化”理念, 实现品牌“从 0 到 1”的突破

贯彻“投资+孵化”理念, 全面赋能企业开启新零售模式。随着物联网概念兴起, 2013 年小米开始布局生态链, 旨在为消费者提供极致性价比产品。小米利用其强大的生态势能赋能生态链体系, 为生态链中的企业提供良好的品牌背书、排他性的渠道支持、稳定的供应链资源、做好产品的方法论以及较为广泛的活跃用户客群。小米生态链采用独特的“投资+孵化”理念, 对生态链中的企业只投资不控股、只建议不决策, 保证了生态链中的企业独立性, 实现小米和生态链中的企业长期互利共赢。

● 投资: 只参股不控股, 保证生态链企业独立性

小米仅占有生态链企业较少股份, 保证小米与小米生态链独立运营的同时, 也为生态链中的企业提升了运营效率, 赋予了更广泛的发展空间。小米设立生态链的核心在于以小米成功的模式孵化企业, 因此小米更注重生态链中企业的团队能力以及产品潜力。小米持有少数股权, 为生态链企业提供建议及帮助, 避免参与企业决策, 充分发挥生态链企业自主性和创新性。

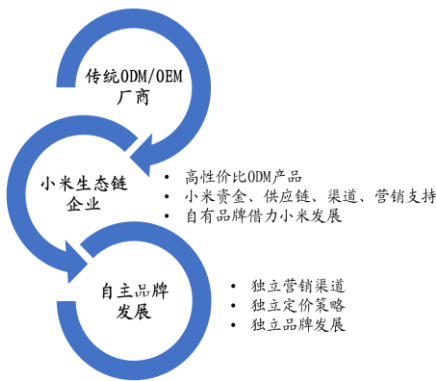
● 孵化: 为生态链企业赋能, 复制小米成功模式

通过小米自身各个方面的优势, 持续生态链企业赋能, 实现生态链企业复制小米成功模式, 使自身品牌“从 0 到 1”进行突破。迅速打造性价比新品

牌的关键在于品牌内涵，小米传达的价值观以及产品方法论为关键所在。此外，初创品牌能够借助小米生态势能，从品牌背书、渠道、供应链以及客群等方面较为平稳的度过品牌初创期。从而实现生态链企业通过 1-2 年时间迅速成熟，从各个行业中脱颖而出，打造性价比爆款产品击穿市场。

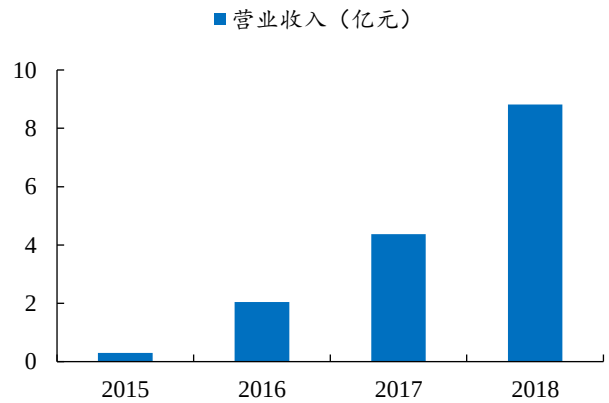
“90 分”借助小米生态链支持，实现“从 0 到 1”的突破，平稳度过品牌初创期，逐步具有自身品牌势能。2015 年开润股份与小米共同组建合资公司润米科技并通过小米生态链进行销售，小米持有润米科技 37.46% 的股权，2017 年公司从小米系手中收回一半的股权，小米占润米科技股份降低至 18.74%。润米科技旗下 90 分品牌致力于打造优质出行生活场景，精准定位大众出行空白市场。以箱包为核心品类，借助小米生态链赋能，极大降低品牌初创期的推广成本并缩短了推广时间，快速完成品牌的从 0 到 1。2018 年润米科技实现营收 8.82 亿元（+101.83%），实现净利润 4,451.22 万元（+46.75%），预计 2019 年 B2C 业务收入在 13 亿左右。近年围绕出行消费品为中心，通过纵向产品迭代，横向品类扩张、渠道及营销扩张等多维度发力，品牌势能逐步呈现，开启品牌新的时代。

图20：小米生态链赋能企业自主品牌



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图21：润米科技营收实现较快增长（亿元）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、渠道端：非米系渠道占比逐步提升，品牌独立性逐步显现

非米系渠道收入占比逐步提升，多渠道策略发展助力“90 分”品牌扩张。“90”分品牌度过初创期后，随着公司产品研发能力提升以及产品品类丰富，品牌势能逐步显现，凭借自身能力逐步脱胎于小米生态链，迈向“90 分”品牌 2.0 时代。从渠道端来看，近年非米系渠道收入占比有所提升，自有渠道增速较快，为“90 分”品牌未来发展持续提供动力。目前公司的非米渠道主要系：

- **线上渠道：**主要包括 90 分天猫旗舰店、90 分京东旗舰店、小米有品、唯品会等。其中在小米有品渠道上的销售，是开润股份运营的，不同于小米商城、小米之家、小米天猫等小米直营系渠道，因此我们把小米有品渠道列为公司自有线上渠道。
- **团购礼品渠道：**与航企、银行、电信运营商等品牌客户及礼品团购平台运营商合作。例如为国航常旅客计划提供专属定制包装袋类产品。
- **线下渠道：**除小米有品线下门店外，公司通过体外公司在扬州开设第一家

“90分”线下门店“90GO”，目前仍在试探开店模型阶段，为90分品牌未来走向线下，提供想像空间。

- **海外渠道：**预计公司未来海外市场会优先布局发达国家的美国、日本、韩国，以及发展中国家的印度、印尼，这些国家的箱包行业市场广阔。

小米渠道稳定增长，强化多渠道布局优化，为后续增长提供动力。我们认为公司未来小米渠道占比会逐步减小，非米系渠道占比逐步提升，并保持快速增长，将为90分增长提供新的渠道；同时我们认为2019/2020年是90分线下渠道和海外渠道的蓄力年，将为90分未来增长提供后续动力。我们预计目前小米渠道占比在50%-60%左右，2020年有望缩减至50%左右，增速能够维持在30%左右；非米系渠道占比不断提升，2020年预计能够维持在50%左右的增速。

图22: 公司 B2C 非米系渠道未来逐步发力



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图23: 2018 年 90GO 扬州门店开业



资料来源：中国新闻网

图24: 2019 年 90 分品牌上海快闪店开业



资料来源：90分官网

3.3、品牌端：分割“90分”与小米品牌，精细化管理提升运营效率

分拆不同渠道的管理团队，制定不同的策略与打法，加强精细化运营，提升运营效率。近年随着非米系渠道的收入占比逐步提升，公司从竞争策略与管理团队入手，将90分自有渠道和小米渠道的团队进行分拆，进行独立运作，提升运营效率。

- **竞争策略：**公司根据不同的渠道开展不同的竞争策略。对于小米渠道中的

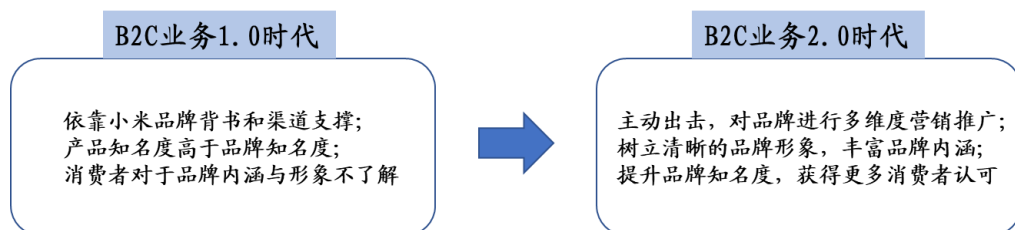
米牌产品，继续维持高性价比的价格策略，价格为 199-299 元之间；主要的竞争对手是价格带较低的 300 元及以下的淘品牌等；而 90 分自有渠道中的产品价格带定位在 300-800 元左右，主打低价品牌和以新秀丽为代表的中高端品牌的空白价格带。

- **管理方面：公司根据不同的渠道聘用不同的管理团队。**从小米渠道来看，主要追求稳定的增长，提高单个 SKU 的单产和销量；预计公司于 2020 年开始深化做小米渠道的分销和精细化运营，提升运营效率，提高产品销量。从 90 分自有渠道来看，公司将重新梳理组织架构，招募人才，为 90 分的未来发展战略上注入了新的打法。例如 2019 年双十一预售阶段，薇娅和李佳琦的直播间内销售 90 分的产品，体现了公司对于 90 分品牌新思路、新打法。

3.4、营销端：加大营销力度，强化品牌形象，提升品牌知名度

梳理自身品牌形象，明确自身品牌定位，为品牌扩张奠定基础。“90 分”品牌初期依靠小米渠道并通过“单款爆品”迅速打开市场，而消费者对“90 分”品牌本身并没有清晰的概念及认知。由此，塑造清晰的品牌形象，明确品牌定位，打响品牌知名度，成为打破消费者仅知晓产品而不了解品牌的局面。公司在营销方面从各个维度进行突破和尝试，明确定位新生代年轻商旅人群，深耕出行消费产品，打造舒适、高效、无负担的出行场景体验。

图25：公司 B2C 业务逐步迈向 2.0 时代

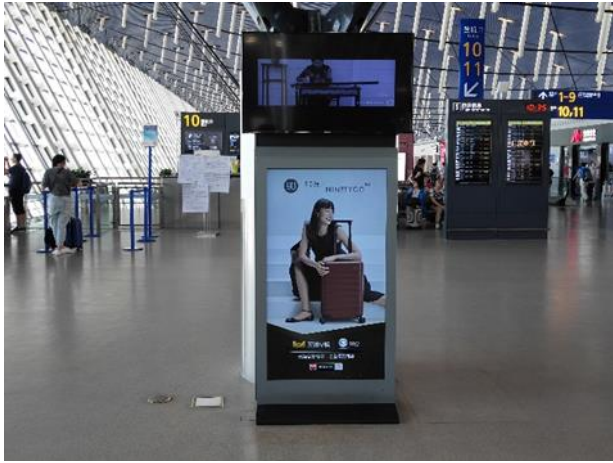


资料来源：开源证券研究所

3.4.1、传统线下广告：直面目标消费人群，提升品牌知名度

B2C 核心业务主要围绕出行消费品，面向出行消费人群。“90 分”品牌在机场、高铁站等出行人群较为集中的公共场所投放广告，可以直接解除目标消费客群，为差旅人群留下较为深刻的印象，直接提升“90 分”品牌在目标客群中的知名度。

图26: 90分广告投放覆盖浦东机场 T1 航站楼



资料来源: 开源证券研究所

图27: 90分广告投放覆盖首都机场 T3 航站楼



资料来源: 开源证券研究所

3.4.2、社交媒体营销: 利用粉丝流量效应, 提升品牌关注度

“90分”品牌利用微博、微信、抖音等具有较高日均活跃用户群体的网络社交媒体平台进行宣传推广活动。例如通过微信公众平台, 既可以使消费者获取最新发布的产品以及相关活动详情, 也可以定期发布软文进行产品推广。利用抖音平台, 拍摄情景短剧、直播等方式进行营销推广, 一定程度上激发了消费者对产品和品牌关注度, 提升了品牌知名度, 且有潜在机会吸引更广泛的消费群体。

图28: 李佳琦直播间对 90 分品牌进行推广



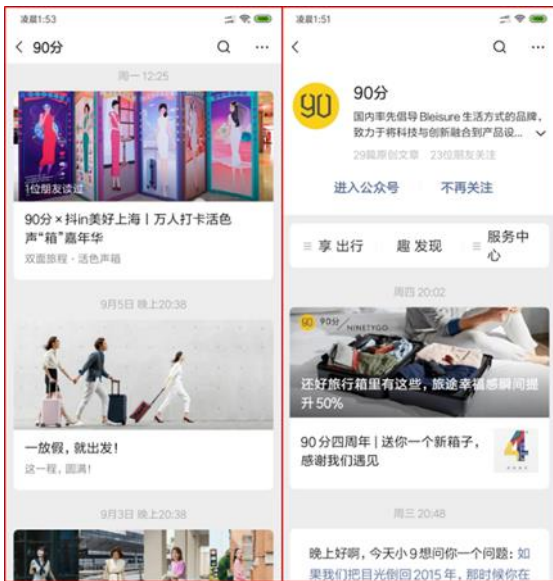
资料来源: 天猫

图29: 公司 90 分天猫旗舰店产品与李佳琦合作



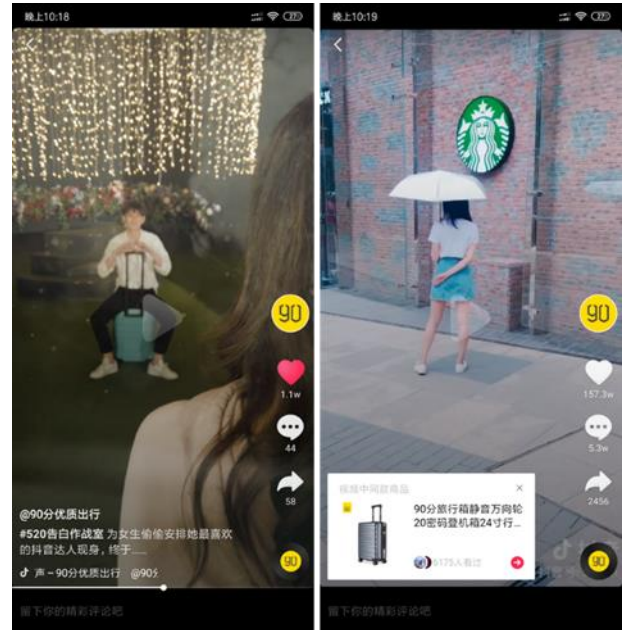
资料来源: 天猫

图30: 微信公众号通过软文进行推广



资料来源: 90 分微信公众号

图31: 抖音账号通过情景短剧进行推广



资料来源: 90 分抖音号

3.4.3、事件营销: 以特定事件为契机, 吸引媒体及消费者关注

“90 分”品牌利用特定事件创造相关话题, 通过讨论话题形式, 引起社会关注度, 提升或吸引消费者兴趣, 从而提升品牌知名度。例如 2019 年 8 月在“天猫超级品类日”活动中, 以“舰长”品牌身份参与到“理想生活, 箱当能秀”箱包大秀中, 并于 8 月 15 日、16 日在天猫旗舰店开展大规模特惠活动。在箱包大秀活动中, 众多核心产品亮相的同时, 还发布了与杜邦合作的超轻旅行箱。此外, 2019 年 9 月与抖音合作举行“抖 in 美好上海”, 将行李箱做成“箱鼓”, 让消费者进行体验, 增强互动。在宣传品牌价值的同时, 也使得品牌知名度和影响力得到进一步的提升。

图32: 90 分亮相天猫超级品类日箱包大秀



资料来源: 美通社

图33: “抖 in 美好上海”展出 90 分品牌箱鼓



资料来源: 90 分微信公众号

3.4.4、把握最新热点，丰富品牌内涵

通过对当前社会热点的及时把握，推出相应的营销推广活动，将品牌与热点有效捆绑，提升消费者的认同感。例如 2019 年初上映的电影《流浪地球》大热，引起了全民的广泛讨论。在电影上映前夕推出金属箱流浪地球合作款，旅行箱采用电影主题的定制内饰，箱体印有《流浪地球》联合政府镭射徽章，拉杆处印有专属激光码，引起了市场的关注。此外在“天猫超级品类日”邀请了 2019 年大热的综艺《乐队的夏天》中走红的人气选手—刺猬乐队鼓手石璐到现场，以旅行箱做鼓箱进行品牌和产品宣传，丰富品牌内涵，塑造年轻时尚的品牌形象，提升品牌知名度。

图34：90 分与流浪地球合作推出金属箱



资料来源：90 分天猫旗舰店

图35：邀请刺猬乐队鼓手石璐到快闪店现场表演



资料来源：90 分微信公众号

我们认为，通过上述营销手段锁定年轻消费族群，倡导 Business+Leisure 的生活方式，从小米客群有望提升到优质年轻客群。我们预计，目前由于疫情因素影响，2020 年品牌营销处于蓄势阶段，主要对产品细节和店铺形象调整、优化品牌视觉和品牌形象、沟通社交达人引流。预计从 2020 年 6 月开始进入品牌层面的推广阶段，预计主要手段通过 PR 讲述品牌故事、在社交媒体上全域种草、塑造 90 分代言人、推出联名 IP 产品等措施，提升品牌溢价能力。与此同时，借助线下体验店、快闪店等形式实现品牌渗透，增强与消费者的互动。

4、B2B 与 B2C 业务双轮驱动，齐头并进

B2B 与 B2C 均为公司当前两大主要业务，而全球范围来看，两种业务能够良好兼顾的企业知之甚少，公司未来的发展能否实现鱼与熊掌兼得？我们认为从公司运营角度来看，B2B 与 B2C 业务经营主体与管理团队独立，基本可以做到互不影响、互不干涉；从供应链角度来看，B2B 业务积累的经验，能够较为有效的支撑 B2C 业务。因此公司有望未来实现 B2B 与 B2C 两种业务的双赢。

4.1、经营主体与管理团队独立，互不干涉对方业务发展

整体管理团队经验丰富，跨界融合思维新颖。公司创始团队主要来自知名 IT 企业，此外还引进多名箱包行业人才以及互联网、消费品零售行业人才，打造跨界合

作团队。公司将 IT 及互联网公司管理理念融合运用到箱包制造和运营中，使公司箱包制造能够实现高效、迅速、灵活的反应能力，多年共同经营，公司整体业绩优异。

B2C 业务通过子公司运营，保证其运营独立性。为扩展 B2C 业务，公司于 2015 年成立润米科技独立子公司，聘用独立管理团队运营，形成地理、管理团队隔绝，保证其不受干扰独立运营。例如润米科技子公司 CEO 张溯，具有 10 年半导体和智能硬件工作及创业经历，与 B2B 业务主要负责人并非同一位高管，能够有效保证自身独立性。此外，公司推进一系列组织结构调整，学习小米、阿里等互联网企业优秀的组织形式，划分成精英小团队、自生长组织、裂变式组织与阿米巴独立经营体。

4.2、B2B 业务使公司更加了解供应链，同时为 B2C 业务做良好支撑

供应链科技属性较为突出，奠定高品质产品生产基础。公司重视供应链管理，目前拥有科技属性较为突出的供应链体系，产品核心原材料、配件等均来自国际知名的优质供应商，与科思创（原德国拜耳）、杜邦、日本东丽、YKK、Segway 等知名供应商建立较为稳定的深度合作关系，形成优质稳定的供应商资源和供应链管理能力，同时也为高品质产品生产奠定良好基础。

公司研发水平较高，产品多次荣获国际奖项。B2C 业务的扩张需要良好的产品作为支持，公司坚持产品自主开发，已向市场推广一部分具有较强科技性、功能性产品，并不断加大研发资金投入。此外公司设有产品研发设计中心，旨在通过技术创新并融入传统产品，同时配合具备功能性、科技性的原材料及制造工艺，努力帮助消费者解决问题关键所在。公司目前已在出行消费品领域积累的一定的研发优势。

B2C 业务继承于 B2B 业务，为强化自有供应链体系提供经验。公司成立初期主要专注于 B2B 代工业务，具备良好的国际沟通能力、丰富的专业知识和国际营销经验，同时已积累了一定的优质供应商资源。B2C 业务的扩张需要良好的产品以及丰富的品类，公司从 B2B 业务累积的相关经验，可以速设计打样，灵活安排订单生产，为 B2C 业务提供快捷、优质、高性价比产品服务，为发展自有供应链提供宝贵经验。

图36：公司供应商均来自国际知名优质供应商



资料来源：公司公告

图37：公司产品多次荣获 IF 及红点设计大奖



资料来源：公司公告

4.3、自有品牌培育关键：业务独立，资源共享

我们选取行业较有代表性的两家公司进行分析，两家公司均以 B2B 业务起步，后逐步扩展至 B2C 业务。申洲国际于 2019 年初逐步关闭 B2C 业务旗下马威品牌线下门店，而稳健医疗 B2C 业务旗下全棉时代已成为公司支柱业务之一。两家公司均

作为 B2B 行业龙头，为何 B2C 业务发展方向不同？我们认为，从业务独立性角度以及公司资源投入力度等方面可以看出问题所在。

4.3.1、申洲国际：B2B 与 B2C 产品品类冲突，主动放弃自有品牌

B2C 业务产品品类与 B2B 下游客户相似，影响 B2B 业务与客户的良好合作关系。申洲国际自有零售品牌马威于 2010 年创立，门店主要集中于江浙沪区域，其产品大多为基础款高性价比服装，价格带相对较低，众多消费者将其与优衣库产品作比较。与此同时，申洲国际 B2B 业务第一大客户优衣库，同样主打高性价比服装而占领市场。马威品牌在一定程度上侵蚀 B2B 业务下游客户消费群体，为 B2B 下游客户业务开展带来一定冲击。为确保 B2B 主业订单不受影响，马威品牌逐步淡出视野。

图38：马威门店布局与优衣库相似



资料来源：搜狐网

图39：马威产品品类与优衣库类似



资料来源：搜狐网

4.3.2、稳健医疗：差异化产品品类，借助供应链资源发展自有品牌

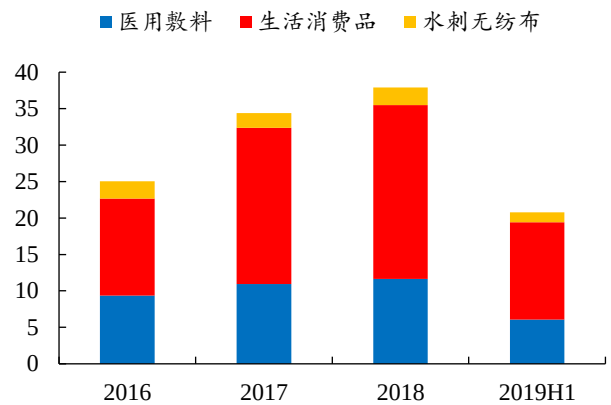
B2B 与 B2C 业务专注于不同领域，产品差异化程度较大。稳健医疗作为全棉水刺非织造布行业龙头，协同发展医疗及消费板块不断创新。通过两大自有品牌“winner 稳健医疗”及“Purcotton 全棉时代”，分别奠定了公司在医疗及消费领域的领先地位。主要从事棉类制品的研发、生产、销售，业务涉及医疗卫生、个人护理、家庭护理、母婴护理、家纺服饰等。

我们认为，公司从早期以 OEM 出口业务为主的医用敷料生产企业，发展成为以棉为核心原材料、医疗和消费领域皆有覆盖的大健康领军企业。主要系：1）B2B 医用敷料业务板块生产标准较高、生产技术较先进。公司积累的制造经验和资源，能够为 B2C 消费零售板块提供良好的供应链资源支撑。2）医疗卫生和消费板块相对隔绝，产品品类差异化程度较大，业务发展相互影响较小。此外，稳健医疗也成立了不同的子公司分别运营两个不同板块的业务，实现较好的独立性。开润股份对 B2B 与 B2C 业务也通过不同的独立子公司运营，有望复制稳健医疗的模式走向成功。

稳健医疗以健康生活消费产品为主，感染防护类产品收入占比逐年提升。公司主营业务收入主要由医用敷料、健康生活消费品以及全棉水刺无纺布组成，2018 年分别占总营业收入比重为 30.70% (-1.16pct)、62.94% (+0.56pct)、6.36% (+0.60pct)，健康生活消费品收入占比逐年提升。生活消费用品已逐渐发展成为公司核心支柱业务，公司在资源投入、团队管理、公司运营等多维度给予一定的支持，有利于健康生活消费产品业务的扩展壮大。

图40：稳健医疗以医疗和消费两大板块驱动业务发展


资料来源：公司公告

图41：稳健医疗收入以生活消费品为主（亿元）


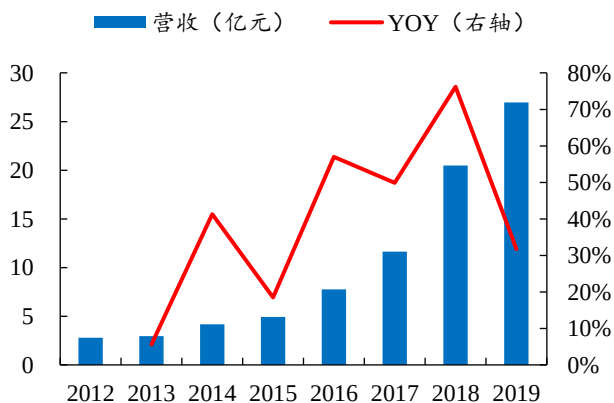
数据来源：公司公告、开源证券研究所

5、财务分析：业绩持续快速增长

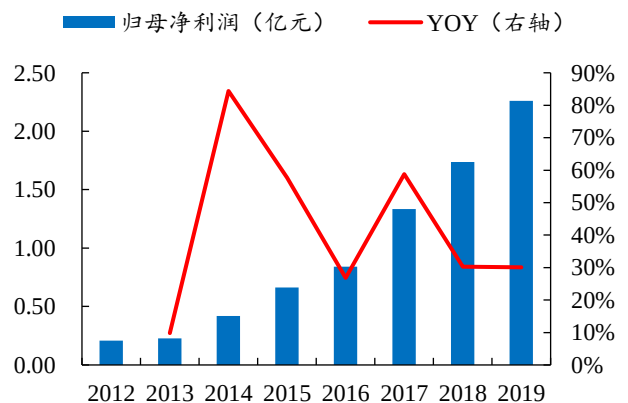
5.1、业绩：营收及归母净利润保持增长趋势

1) 营收：持续快速增长。2012至2019年，公司营收从2.80亿元增长至26.97亿元，CAGR约38.21%。公司的主要业务分为B2B及B2C两部分，B2C业务在2018年首次超越B2B业务，B2C业务的快速增长对2018年营收增速有较大贡献。2019前三季度公司营收为19.54亿元，同比增长32.57%，增速较2018前三季度下降46.22pct，有明显下滑，主要系：公司小米渠道的销售受到小米中国区管理层变动的影响，导致B2C业务在2019年Q3收入有所放缓。我们认为增速下滑是短期的一次性影响，无需过分担忧。

2) 归母净利润：稳定增长，增速同比持平。2012至2019年，公司归母净利润从0.21亿元增长至2.26亿元，CAGR约40.41%。2019年归母净利润增速与2018年基本持平，较2017年有明显下降，主要系B2C业务不断扩大导致营业成本上升所致。

图42：公司营收持续增长，增速下滑（亿元，%）


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图43：公司归母净利润稳定增长，增速放缓（亿元，%）


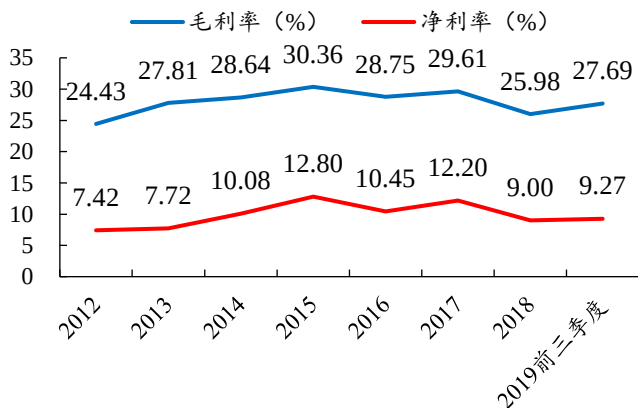
数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.2、盈利能力：毛利率近期有所回升，销售费用率有所提升。

1) 利润率：公司毛利率波有所回升。从毛利率来看，2016年至2018年，毛利率在28%-31%之间波动。其中，2018年毛利率为25.98% (-3.63pct)，下滑的主要原因系B2C业务占比提升且B2C业务的毛利率低于B2B业务，拉低了公司整体毛利率。2019年前三季度，公司毛利率为27.69% (+2.16pct)，较2018年同期有所提高。从净利率来看，公司2019年前三季度净利率为9.27% (-0.29pct)，较2018年同期无明显变化。

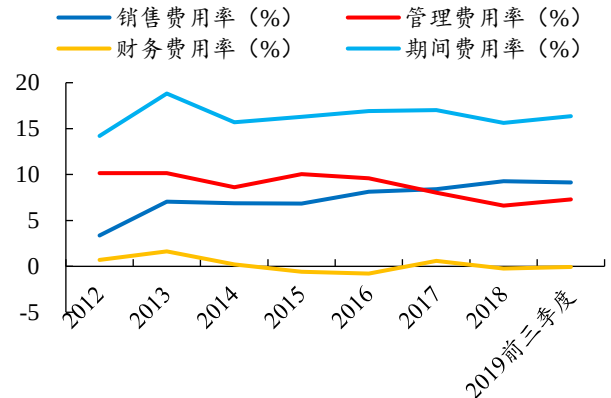
2) 费用率：公司期间费用率不高，销售费用率有所提升。2015年至2018年，公司期间费用率稳定在15%-17%区间内。2019前三季度，公司期间费用率为16.35% (+1.62pct)，同比略有增加，主要系公司销售规模增长导致的销售费用及管理费用的增长。其中，销售费用率9.14% (+1.19pct)，管理费用率7.29% (+0.26pct)，财务费用率-0.08% (+0.18pct)，销售费用率提升主要系公司加大90分品牌推广所致。

图44：公司毛利率波动明显，近期有所回升（%）



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图45：公司期间费用率不高，相对稳定（%）

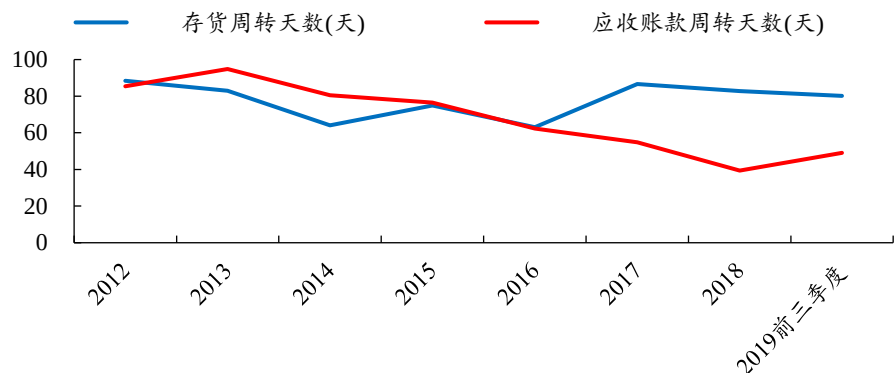


数据来源：公司公告、开源证券研究所

5.3、营运能力：并表印尼工厂致存货及应收帐款增加

1) 存货：2019年前三季度公司存货规模为4.26亿元 (+39.15%)，相比年初增加3.1%，存货规模有所增长，我们认为主要系公司备货以及并表印尼工厂所致。从存货周转率来看，2019年前三季度存货周转率为3.37次 (-0.27次)，有所下降。

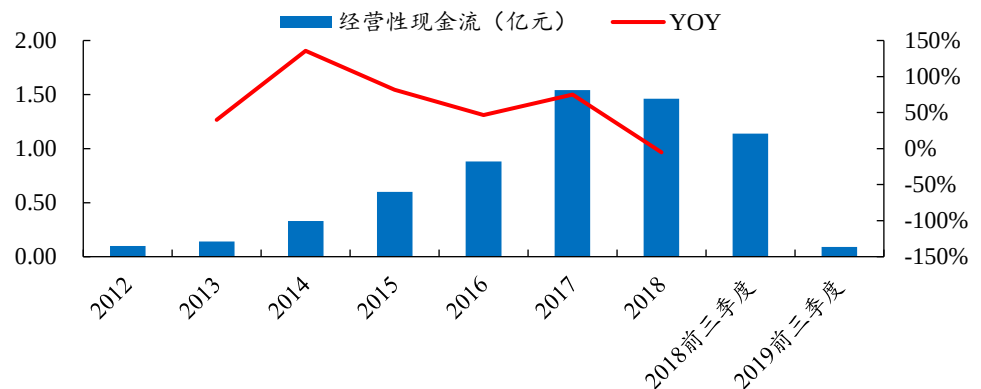
2) 应收账款及周转情况：2015年起，应收账款周转天数持续下降。2015年至2018年，公司应收账款周转天数从76.49天快速下降为39.39天，应收账款周转能力持续强化，主要系2015年来B2C业务占比不断提升以及B2C端回款快。2019年前三季度公司应收账款规模为4.61亿元，相比年初增加84.26%，主要系公司产销规模增长以及并表印尼工厂所致。

图46: 存货周转天数有所提升, 应收款周转天数持续下降(天)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3) 应收账款: 公司 B2B 主要客户皆为国际品牌客户, 应收帐款坏帐风险较小。B2C 业务没有经销商, 仅有小米、京东等电商平台方产生的应收帐款, 因此也不存较大的坏帐风险。2019 年前三季度公司应收账款规模为 4.61 亿元, 相比年初增加 84.26%, 主要系公司产销规模增长以及并表印尼工厂所致。

4) 经营性现金流净额: 2015 年至 2018 年, 公司的经营性金流比较健康, 与净利润差额不大。2019 年前三季度公司经营性现金流净额为 921 万元 (-91.91%), 降幅较大主要系公司印尼工厂项目前期投入较多营运资本所致, 我们认为是短期影响, 未来将持续改善。2019Q3 单季度公司经营性现金流净额为 3489 万元, 环比 2019 年 Q2 的-897 万元, 由负转正, 改善明显。

图47: 公司经营性现金流多年保持健康(亿元, %)


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

6、盈利预测与投资建议: 首次覆盖, 买入评级

6.1、估值假设与盈利预测

根据公司目前发展情况, 我们做出如下估值假设:

1) 收入端:

从 B2C 业务来看，未来 B2C 仍将成为公司主要业务之一持续发力。公司有望扩充产品品类，吸引更多年轻客群，占领中高端品牌空白市场；有望持续推动线上线下渠道改善，提升自有渠道占比；有望加大营销投入，提升自身品牌内涵与品牌力。当前 B2C 业务规模已发展较大，2019-2021 年预计维持 30%+增速。

从 B2B 业务来看，切入国际优质客户供应商体系，产能逐步海外布局，业绩有望实现稳健增长。预计未来：1）B2B 业务传统客户及新零售客户订单量稳定增长，原有板块能够维持低双位数增长。2）印尼工厂逐步发力，预计 NIKE 全球订单采购量维持 20%左右增速。2019 年印尼工厂有望实现近 3 亿元收入，随着工厂产能扩张，2020/2021 年印尼工厂有望每年保持 50%左右增速。

2) 盈利能力：

毛利率：我们预计随着 B2C 业务品牌力不断深化，品牌内涵不断提升，逐步占领中高端产品的空白市场，2019 年 B2C 毛利率有望提升 2pct，2020/2021 有望在 2019 年基础上小幅提升。B2B 业务客户订单量有望逐年增长，但价格相对稳定，预计 2019-2021 年将维持现有毛利率水平。

费用率：我们预计 B2C 业务未来短期内仍将以线上渠道为发力点，随着品牌调性提升，2019 年有望维持当前费用支出，2020/2021 年费用率有望小幅减少。B2B 业务随着工厂产能扩充，费用支出有所提升，2019 年预计费用率提升 1pct 左右，2020/2021 将维持 2019 年费用率水平。

表2：公司业绩预测核心假设

	2019E	2020E	2021E
B2C 业务			
营业收入（百万元）	1325.19	1746.26	2392.29
YoY（%）	29.20%	31.77%	36.99%
毛利率（%）	25.30%	26.00%	26.50%
B2B 业务			
营业收入（百万元）	1283.81	1582.26	1973.31
YoY（%）	45.53%	23.25%	24.71%
毛利率（%）	32.00%	32.00%	32.00%
其他业务			
营业收入（百万元）	87.87	105.44	121.26
YoY（%）	-37.24%	20%	15%
毛利率（%）	5%	5%	5%
营业总收入（百万元）	2696.88	3433.97	4486.85
YoY（%）	31.70%	27.33%	30.66%
毛利率（%）	27.83%	28.12%	28.34%

数据来源：开源证券研究所

6.2、相对估值

公司拥有 B2C、B2B 两大业务板块，产品具备一定科技属性，以线上渠道为主，零售模式较为新颖。由此，我们选取可选消费板块内具有同类属性的可比公司作为参考标的：南极电商、科沃斯、石头科技。其中南极电商与开润股份都是以电商渠

道为主的公司；科沃斯是一家由代工业务起家，转型成为具有独立品牌的公司；石头科技与开润股份同属小米生态链公司，以上三家公司与开润股份具有可比性。

表3：可比公司估值情况

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
002127.SZ	南极电商	10.39	65.92	36.04	28.98	27.95	28.86	21.20	16.49	12.83
603486.SH	科沃斯	20.11	29.13	-45.28	48.03	43.36	16.62	42.79	28.73	20.11
688169.SH	石头科技	351.19	359.10	144.90	30.00	26.50	76.18	31.08	23.92	18.90
A 股平均								31.69	23.05	17.28
300577.SH	开润股份	28.35	30.2	30.2	23.2	37	35.44	26.80	21.80	15.90

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：收盘价日期为 2020 年 3 月 20 日，除开润股份、石头科技外，其他公司均使用 wind 一致预期预测数据

公司为国内出行消费品行业龙头公司，上市以来业绩快速增长。公司核心业务由 B2B 及 B2C 两大板块构成，其中：1）B2B 业务板块原有客户订单较为稳定，2019 年切入国际优质客户 Nike 核心供应商体系后，海外工厂产能未来逐步发力，有望吸引更多国际优质客户资源，实现订单放量，业绩持续稳健增长。2）B2C 业务板块旗下 90 分品牌，在小米生态链成功孵化后，迈向 2.0 时代，即提升品牌力及品牌内涵阶段，逐步实现产品品类不断扩充，非米系渠道逐步发力，营销力度持续增强。未来有望吸引更多年轻消费客群，占领中高端品牌市场，提升毛利率水平，实现业绩较快速增长。

由此，我们预测 2019-2021 年公司收入分别为 26.97 亿、34.34 亿、44.87 亿元，分别同比增长 31.7%、27.3%、30.3%。2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.26/2.79/3.82 亿元，分别同比增长 30.2%、23.2%、37%，对应 EPS 分别为 1.04/1.28/1.76 元，当前股价对应 PE 为 26.8/21.8/15.9 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

7、风险提示

疫情对出行市场及海外客户的抑制。新冠肺炎疫情尚未结束，对出行市场有很强的抑制作用。同时，如果疫情持续在海外蔓延，也会对 B2B 海外主要客户的需求带来抑制作用。

海外产能释放不达预期。公司 B2B 业务未来的增长点主要来自于印尼工厂的产能释放，如果印尼工厂产能释放不达预期，将影响公司收入增长。

自有品牌渠道开拓不达预期。公司 B2C 业务在大力开发自有渠道，是 B2C 业务增长的主要来源，但自有渠道开发存在一定风险，从而对业绩带来影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	840	1168	1378	1829	2382
现金	192	240	235	368	524
应收票据及应收账款	198	253	617	364	758
其他应收款	11	39	20	59	42
预付账款	5	12	8	19	16
存货	283	413	448	751	742
其他流动资产	151	210	50	268	300
非流动资产	149	242	364	411	457
长期投资	4	13	22	30	38
固定资产	87	96	128	163	206
无形资产	10	12	11	11	10
其他非流动资产	49	121	203	207	203
资产总计	990	1410	1742	2240	2839
流动负债	482	721	857	1081	1369
短期借款	0	60	60	60	60
应付票据及应付账款	399	542	667	866	1131
其他流动负债	82	119	130	154	178
非流动负债	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
负债合计	491	731	867	1091	1379
少数股东权益	11	42	56	73	97
股本	121	218	218	218	218
资本公积	159	74	74	74	74
留存收益	230	364	544	765	1069
归属母公司股东权益	488	636	819	1076	1364
负债和股东权益	990	1410	1742	2240	2839

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	154	146	160	204	298
净利润	142	184	240	296	405
折旧摊销	10	12	11	15	19
财务费用	7	-5	-6	-8	-13
投资损失	-5	-6	-4	-5	-5
营运资金变动	-0	-25	-80	-94	-108
其他经营现金流	1	-15	-1	0	0
投资活动现金流	-316	-176	-127	-57	-61
资本支出	26	94	136	30	41
长期投资	-141	-60	-8	-8	-8
其他投资现金流	-431	-143	0	-35	-28
筹资活动现金流	-30	42	-38	-14	-80
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	-38	-14	-80
现金净增加额	-194	16	-5	133	157

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	1162	2048	2697	3434	4487
营业成本	818	1516	1947	2469	3216
营业税金及附加	7	10	16	19	25
营业费用	98	190	240	309	404
管理费用	93	83	146	185	238
研发费用	0	52	81	120	148
财务费用	7	-5	-6	-8	-13
资产减值损失	3	7	8	11	14
其他收益	13	14	14	14	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5	6	4	5	5
资产处置收益	-0	0	-0	-0	-0
营业利润	154	215	283	347	474
营业外收入	9	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	163	218	283	347	474
所得税	21	34	43	51	69
净利润	142	184	240	296	405
少数股东损益	8	11	14	17	23
归属母公司净利润	133	174	226	279	382
EBITDA	167	227	290	356	484
EPS(元)	0.61	0.80	1.04	1.28	1.76

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	49.8	76.2	31.7	27.3	30.7
营业利润(%)	85.5	39.6	31.5	22.6	36.7
归属于母公司净利润(%)	58.8	30.2	30.2	23.2	37.0
获利能力					
毛利率(%)	29.6	26.0	27.8	28.1	28.3
净利率(%)	11.5	8.5	8.4	8.1	8.5
ROE(%)	28.4	27.2	27.4	25.7	27.7
ROIC(%)	27.5	25.7	26.7	25.4	27.7
偿债能力					
资产负债率(%)	49.6	51.9	49.8	48.7	48.6
净负债比率(%)	-36.7	-25.0	-18.8	-25.9	-31.1
流动比率	1.7	1.6	1.6	1.7	1.7
速动比率	0.8	0.7	1.0	0.7	1.0
营运能力					
总资产周转率	1.3	1.7	1.7	1.7	1.8
应收账款周转率	6.6	9.1	6.2	7.0	8.0
应付账款周转率	2.7	3.2	3.2	3.2	3.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.80	1.04	1.28	1.76
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.67	0.74	0.94	1.37
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.93	3.77	4.95	6.27
估值比率					
P/E	45.5	34.9	26.8	21.8	15.9
P/B	12.4	9.5	7.4	5.6	4.4
EV/EBITDA	36.9	27.4	21.5	17.2	12.4

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

27 / 29

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835