

开润股份 (300577.SZ) 拟推员工持股计划彰显信心, 2C、2B 业务均迎来边际向好变化

2020 年 10 月 13 日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2020/10/12
当前股价(元)	33.16
一年最高最低(元)	39.26/24.05
总市值(亿元)	72.09
流通市值(亿元)	34.60
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	1.04
近 3 个月换手率(%)	147.2

吕明 (分析师)

lvming@kysec.cn

证书编号: S0790520030002

● 发布员工持股计划彰显信心, 增添长期发展动力, 维持“买入”评级

公司 10 月 12 日发布第二期、第三期员工持股计划草案, 拟分别提取总额不超过 2,507、253 万元, 共计不超过 2,760.66 万元的专项激励基金用于本次员工持股计划。主要参与对象为高管、中层核心骨干人员及优秀员工等共计不超过 62 人, 激励范围较广, 进一步绑定核心员工利益, 彰显公司长期发展信心, 增添长期发展动力。维持盈利预测不变, 预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.00/3.27/4.39 亿元, 对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元, 当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍, 考虑到国内市场出行加速恢复, 继续看好公司长期投资逻辑, 维持“买入”评级。

● 激励范围广泛, 考核目标长远, 共谋集团长期发展, 共享业绩成长红利

从参与范围来看, 两期计划共计拟授予副总经理等 4 名高级管理人员合计 225.95 万份, 约占本次计划 8.18%; 其他核心人员 2534.7 万份, 约占 91.82%, 激励范围广泛。从考核目标来看, 第二期计划业绩考核目标为: 以 2017-2019 年公司营收平均值为基数, 2021-2024 年公司营收增速分别不低于 30%/50%/70%/90%; 第三期采用个人绩效考核。鉴于 2012-2019 年公司营收 CAGR 为 38.21%, 本次激励考核目标设置科学合理, 且充分体现了公司未来业绩成长性, 调动员工积极性。

● 出行市场复苏显著, 大嘴猴品牌表现亮眼, 收购优衣库代工厂为 2B 业务蓄力

双节期间出行市场恢复至同期 7-8 成, 出行高峰显著带动了公司出行品销售额增长。根据魔镜数据, 公司 2C 端销售 8 月下旬开始回暖, 9 月已恢复增长, 预计 10 月以来业绩持续边际改善, 拐点逐步确立。新品牌大嘴猴拉杆箱产品进入天猫品类排行前五名, 截至 10.12 日累计月售超 1 万件, 表现亮眼, 后续增长可期。此外, 在拓品类方面, 预计在悠启走步机之后, 公司有望进一步拓展家庭健身器材品类。公司 2B 端收购优衣库核心供应商, 切入服装代工赛道打开成长空间。

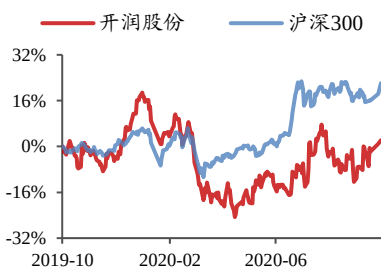
● 风险提示: 疫情二次爆发影响出行市场及海外订单; 海外产能释放不达预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,048	2,695	2,724	3,820	4,981
YOY(%)	76.2	31.6	1.1	40.2	30.4
归母净利润(百万元)	174	226	200	327	439
YOY(%)	30.2	30.1	-11.5	63.6	34.2
毛利率(%)	26.0	27.8	24.1	28.0	28.1
净利率(%)	8.5	8.4	7.3	8.6	8.8
ROE(%)	27.2	26.3	19.3	24.5	25.1
EPS(摊薄/元)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
P/E(倍)	41.5	31.9	36.0	22.0	16.4
P/B(倍)	11.3	8.6	7.1	5.5	4.2

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-参股优衣库核心供应商, 2B 业务剑指 A 股小申洲》-2020.9.24

《公司信息更新报告-上半年疫情影响业绩, 2C 端扩品类、扩品牌是亮点》-2020.8.27

《公司信息更新报告-预计业绩拐点将至, C2M 模式助力 2B/2C 业务双翼齐飞》-2020.7.23

1、发布员工持股计划彰显信心，增添长期发展动力

2020年10月12日晚公司发布第二、三期员工持股计划草案，拟分别提取总额不超过2,507、253万元，共计不超过2,760.66万元的专项激励基金用于本次员工持股计划。第二、三期持股计划主要参与对象为公司高管（含副总经理、财务经理、监事会主席等）、中层核心骨干人员及优秀员工等，共计不超过62人，激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益，彰显公司长期发展信心，有望实现利益共享的长期激励机制，提升员工凝聚力，增添长期发展动力。

表1：共计2,760.66万元专项基金用于二、三期员工持股计划

二期				三期			
职务	姓名	份额（份）	占本计划总份额比例	职务	姓名	份额（份）	占本计划总份额比例
董事、副总经理	徐耘	2,071,820	8.26%	董事	范风云	56,316	2.22%
-	其他员工	23,000,000	91.74%	监事会主席	范丽娟	56,316	2.22%
-	-	-	-	财务总监	段会阳	75,000	2.96%
-	-	-	-	-	其他员工	2,347,130	92.60%
总计		25,071,820	100%	总计		2,534,762	100%
第二、三期总计				27,606,582			

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从考核目标来看，1）第二期员工持股计划采取公司层面业绩考核及个人层面绩效考核结合，业绩考核目标为：以2017-2019年公司营收平均值为基数，2021-2024年公司营收增速分别不低于30%/50%/70%/90%，2020年度不设考核目标。2012-2019年公司营收CAGR约为38.21%，本次激励考核目标设置科学合理，且体现了公司未来业绩成长性。

2）第三期员工持股计划主要采用个人绩效考核，员工持股计划锁定期届满后，公司根据各持有人在2020年度个人绩效考核结果调整其在本员工持股计划份额所对应的最终归属份额和比例，充分调动员工积极性。

从预计产生摊销费用来看，第二、三期员工持股计划于2020-2025年预计产生共计94.7/346.8/313.4/564.1/783.5/658.1万元摊销费用。公司2012-2019年归母净利润CAGR约为40.41%，维持长期高速增长，预计摊销有效期内对公司净利润影响程度有限。

表2：2020年约计入费用94.71万元

计入相关费用金额（单位：万元）						
	2020年	2021年	2022年	2023年	2024年	2025年
二期	31.34	156.7	313.4	564.12	783.49	658.14
三期	63.37	190.11	-	-	-	-
合计	94.71	346.81	313.4	564.12	783.49	658.14

数据来源：公司公告、开源证券研究所

从存续期来看，第二、三期持股计划分别为期五年、一年。在员工持股计划的存续期届满前1个月，经出席持有人会议的持有人所持2/3以上份额同意并提交公司董事会审议通过后，持股计划的存续期可以延长。

从交易方式来看，股东大会通过第二、三期员工持股计划后6个月内，管理委

员会根据员工持股计划指令通过二级市场竞价交易、大宗交易等法律法规许可的方式完成公司股票的购买。

2、2C 端：双节期间出行恢复带动公司业绩边际改善，新品牌大嘴猴表现亮眼

出行市场恢复至 7-8 成，2C 端业绩持续边际改善。根据文旅部数据，10 月 1 日至 7 日全国共接待旅客 6.18 亿人次，同比恢复 79%；旅游收入 4,543 亿元，同比恢复 70%。我们估计，本次节假日出行高峰显著带动了公司出行品销售额增长。根据魔镜数据，公司 2C 端销售 8 月下旬开始回暖，9 月已恢复增长，预计 10 月以来业绩持续边际改善，拐点逐步确立。预计随着疫情得到控制，景区限流等限制因素解除，公司业绩有望持续反弹，四季度实现正增长。

新品牌大嘴猴表现亮眼，拓新品类添业绩增量。公司新品牌大嘴猴拉杆箱产品按销量看跻身天猫品类排行第五名，截至 10 月 12 日累计月售超 1 万件，累计月评论超 1 万条，表现亮眼，后续增长可期。此外，在拓品类方面，我们预计在悠启跑步机之后，公司有望进一步拓展家庭健身器材品类，为 2C 业务带来增量。

图1：新品牌大嘴猴旅行箱销售火热



资料来源：天猫

3、2B 端：参股优衣库核心供应商，打开服装赛道广阔增长空间

公司近期通过全资子公司及子公司参与投资设立合伙企业分别收购上海嘉乐股份有限公司 28.70%、10.9%股权，成为上海嘉乐第一大股东，获取公司管理权。上海嘉乐具备从面料研发到成衣的垂直一体化生产能力，主要客户包括优衣库、VF、GU、Champion、Point 等全球知名企业，已与优衣库合作近 15 年，是优衣库核心纺织服装供应商之一，客户资源优势突出，代工经验丰富。

此前，开润股份 2B 业务主要为箱包代工业务，市场空间有限。本次收购后，开

润股份正式切入服装代工领域，并且成为优衣库供应商，竞争力大幅提升。公司此前收购 NIKE 软包代工厂印尼宝岛后，经过对工厂的改造、扩充产能，印尼宝岛产能及业务规模快速提升，优秀的工厂改造能力得以验证。我们认为，开润股份有望凭借丰富的运营管理经验、人才储备，优化上海嘉乐公司管理、业务运营，成为 A 股纺服代工龙头，吸引新订单、新客户，为公司业绩带来新增长点。

4、盈利预测与投资建议

公司 10 月 12 日发布第二期、第三期员工持股计划草案，拟分别提取总额不超过 2,507、253 万元，共计不超过 2,760.66 万元的专项激励基金用于本次员工持股计划。本次计划主要参与对象为公司高管、中层核心骨干人员及优秀员工等，激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益，彰显公司长期发展信心，增添长期发展动力。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年归母净利润分别为 2.00/3.27/4.39 亿元，对应 EPS 为 0.92/1.51/2.02 元，当前股价对应 PE 为 36/22/16 倍，考虑到国内市场出行加速恢复，继续看好公司长期投资逻辑，维持“买入”评级。

5、风险提示

疫情二次爆发影响出行市场及海外订单；海外产能释放不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1168	1481	1469	2405	2709
现金	240	417	567	767	1108
应收票据及应收账款	253	407	472	514	615
其他应收款	39	20	43	43	71
预付账款	12	11	12	20	22
存货	413	541	304	773	574
其他流动资产	210	86	70	288	320
非流动资产	242	488	497	563	631
长期投资	13	28	41	55	68
固定资产	96	191	179	227	278
无形资产	12	46	51	57	64
其他非流动资产	121	224	226	225	222
资产总计	1410	1970	1966	2968	3341
流动负债	721	1054	867	1551	1489
短期借款	60	108	108	108	108
应付票据及应付账款	542	734	622	1183	1166
其他流动负债	119	212	137	260	215
非流动负债	10	16	15	15	15
长期借款	0	2	1	1	1
其他非流动负债	10	14	14	14	14
负债合计	731	1070	882	1566	1503
少数股东权益	42	66	76	92	113
股本	218	217	217	217	217
资本公积	74	73	73	73	73
留存收益	364	546	732	1037	1446
归属母公司股东权益	636	834	1009	1310	1724
负债和股东权益	1410	1970	1966	2968	3341

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	146	142	201	313	458
净利润	184	237	210	343	461
折旧摊销	12	18	24	29	38
财务费用	-5	1	-2	-4	-10
投资损失	-6	-4	-5	-4	-4
营运资金变动	-25	-91	-25	-51	-26
其他经营现金流	-15	-19	-1	0	-0
投资活动现金流	-176	-26	-26	-92	-101
资本支出	94	67	-9	54	55
长期投资	-60	152	-14	-14	-13
其他投资现金流	-143	193	-49	-52	-60
筹资活动现金流	42	19	-24	-21	-16
短期借款	60	48	0	0	0
长期借款	0	2	-0	-0	-0
普通股增加	97	-0	0	0	0
资本公积增加	-85	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-30	-30	-23	-21	-16
现金净增加额	16	135	150	200	341

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2048	2695	2724	3820	4981
营业成本	1516	1946	2068	2752	3582
营业税金及附加	10	14	15	20	26
营业费用	190	257	244	353	474
管理费用	83	126	115	187	224
研发费用	52	78	58	134	164
财务费用	-5	1	-2	-4	-10
资产减值损失	7	-6	2	-3	-1
其他收益	14	19	17	18	17
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	6	4	5	4	4
资产处置收益	0	-0	-0	-0	-0
营业利润	215	282	246	403	544
营业外收入	3	2	1	1	1
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	218	283	247	404	545
所得税	34	46	37	60	84
净利润	184	237	210	343	461
少数股东损益	11	11	10	16	21
归母净利润	174	226	200	327	439
EBITDA	227	295	262	419	561
EPS(元)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	76.2	31.6	1.1	40.2	30.4
营业利润(%)	39.6	31.1	-12.7	63.7	35.0
归属于母公司净利润(%)	30.2	30.1	-11.5	63.6	34.2
获利能力					
毛利率(%)	26.0	27.8	24.1	28.0	28.1
净利率(%)	8.5	8.4	7.3	8.6	8.8
ROE(%)	27.2	26.3	19.3	24.5	25.1
ROIC(%)	25.7	24.4	18.0	23.2	24.0
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	54.3	44.8	52.8	45.0
净负债比率(%)	-25.0	-33.2	-41.4	-46.3	-53.9
流动比率	1.6	1.4	1.7	1.6	1.8
速动比率	0.7	0.8	1.3	0.9	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.4	1.5	1.6
应收账款周转率	9.1	8.2	6.2	7.8	8.8
应付账款周转率	3.2	3.0	3.0	3.0	3.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	1.04	0.92	1.51	2.02
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	0.92	1.44	2.11
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.84	4.64	6.03	7.93
估值比率					
P/E	41.5	31.9	36.0	22.0	16.4
P/B	11.3	8.6	7.1	5.5	4.2
EV/EBITDA	31.2	23.6	26.0	15.8	11.3

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

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R4（中高风险），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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn