

300577.SZ

增持

原评级: 未有评级

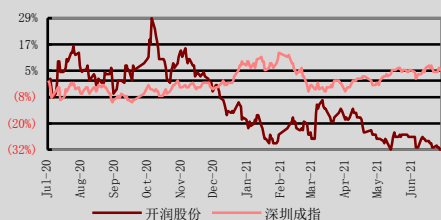
市场价格: 人民币 18.44

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 增长潜力较大的箱包龙头企业

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(24.4)	(8.0)	(21.4)	(32.2)
相对深证成指	(24.6)	(8.8)	(28.8)	(40.2)

发行股数(百万)	240
流通股(%)	54
总市值(人民币 百万)	4,907
3 个月日均交易额(人民币 百万)	24
净负债比率(%) (2021E)	0.5
主要股东(%)	
范劲松	56

资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 纺织制造

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

开润股份

新兴箱包行业龙头，双模式驱动成长可期

公司代工业务客户优质，龙头优势明显，未来将通过现有客户加深合作以及扩展新客户的方式维持稳定增长。公司自有品牌“90 分”产品优质，受到目标消费者认可，未来将受益于品牌力的提升与国内箱包行业的快速发展，预计公司未来业绩发展稳健。首次覆盖，给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **箱包行业龙头企业，双模式发展迅速。**公司是新兴箱包行业龙头，收入利润长期保持高速增长。2013-19 年，收入由 2.95 亿增长至 26.95 亿，CAGR 44.57%。B2B 方面，与众多国际品牌达成了多年的合作关系，积极发展新客户，为公司提供稳定增长的订单需求。B2C 方面，自有品牌“90 分”增长迅速，毛利率稳步提升，在疫情之后有望加速发展。
- **老客户加深合作提高放量，新客户扩宽业务带来增长。**2015-2019 年，B2B 收入由 4.45 亿增长到 13.19 亿，CAGR 为 31.21%。公司在品质、研发、成本等方面有显著优势，未来加深现有客户合作，受益于客户业务发展以及供货占比提升。公司收购印尼工厂及上海嘉乐，打入 Nike 和优衣库供应链；切入 VF 供应链，收到 VF 持续增长的订单，为未来提供新增长点。
- **自有品牌品质优秀，行业发展驱动产品需求提升。**2015-19 年，B2C 收入由 0.49 亿增长到 12.87 亿，CAGR 126.1%。自有品牌“90 分”目标人群定位明确、设计时尚、技术领先，今年将迎来高速增长。我国箱包行业处于快速发展期，2019 年规模同比增长 22.64%，在人均消费及行业集中度等方面，有显著提升空间。未来公司将受益于消费升级、出行需求增长、以及自身品牌力的提升，提高市场占有率，实现业绩快速增长。

盈利预测和估值

- 预计公司 2021-2023 年营收分别为 25.89/31.96/38.08 亿元，净利润为 2.00/3.26/4.18 亿元，对应 EPS 0.83 /1.36/1.74 元/股，当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 22.1/13.6/10.6 倍。B2B 业务新客户发展顺利，B2C 产品力不断增强，双模式驱动未来业绩持续增长。首次覆盖，给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 疫情复苏不及预期、市场竞争加剧、产能扩张不及预期。

投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	2,695	1,944	2,589	3,196	3,808
变动(%)	32	(28)	33	23	19
净利润(人民币 百万)	226	78	200	326	418
全面摊薄每股收益(人民币)	0.94	0.33	0.83	1.36	1.74
变动(%)	30.2	(65.5)	156.4	63.0	28.2
全面摊薄市盈率(倍)	19.6	56.7	22.1	13.6	10.6
价格/每股现金流量(倍)	28.4	32.9	33.5	21.0	15.5
每股现金流量(人民币)	0.65	0.56	0.55	0.88	1.19
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	29.4	14.0	9.0	7.0
每股股息(人民币)	0.117	0.065	0.166	0.272	0.349
股息率(%)	0.6	0.3	0.8	1.3	1.7

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

公司长期发展稳健，领军箱包行业.....	5
箱包行业龙头企业，双业务模式发展迅速	5
股权结构集中稳定，员工持股提升动力	6
箱包行业增长迅速，未来发展空间广阔.....	8
中国箱包行业高速发展，市场规模持续扩大	8
国内箱包市场分散，品牌市占率有望提升	9
B2B 业务增长稳定，新老客户共同推动未来发展	10
代工业务双模式发展稳定，优质客户战略助力增长	10
老客户加深合作提高放量，新客户扩宽业务带来增长	10
海外产能提升竞争力，扩产保障未来增长	11
B2C 业务发展迅速，多元化品牌布局驱动增长.....	13
“90 分”品质技术优秀，丰富产品线推动未来发展	13
小米集团优势显著，深度合作打造全新产品线	15
“大嘴猴”丰富品牌布局，新渠道拓展低端市场	16
行业驱动产品需求增长，未来发展路线清晰	16
业务增长迅速，盈利能力保持稳定.....	17
盈利预测与估值	19
风险提示	21

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 公司 B2B、B2C 业务双轮驱动	5
图表 2. 公司业绩连续多年快速增长	6
图表 3. 公司现在处于双业务扩张期	6
图表 4. 公司股权分布较为集中	7
图表 5. 员工持股绑定核心员工利益	7
图表 6. 中国箱包行业规模稳步扩大	8
图表 7. 中国箱包行业规模稳步扩大	8
图表 8. 中国箱包市场人均消费潜力有待开发	8
图表 9. 中国前五大箱包品牌占比缓慢上升	9
图表 10. 龙头企业品牌矩阵覆盖中高端市场	9
图表 11. ODM、ODM 双模式发展	10
图表 12. 耐克供货商数量不断下降	10
图表 13. 公司不断开拓新客户	11
图表 14. 公司积极发展海外产能布局	11
图表 15. 公司产销量提升迅速	12
图表 16. 公司定增与可转债扩产促进业绩增长	12
图表 17. 公司通过爆款单品打入市场，持续维持高增长	13
图表 18. 90 分“轻盈都市系列”	14
图表 19. 90 分 Hi-tech 自动跟随旅行箱	14
图表 20. 90 分与漫威联名款	14
图表 21. 90 分与前爱马仕设计师联名款	14
图表 22. 90 分的漫威系列包含三款软包产品	15
图表 23. 90 分其他出行相关配件销量优秀	15
图表 24. 公司与小米共同开发走步机新产品，切入健身器材行业	15
图表 25. 大嘴猴箱包入驻淘宝特价板	16
图表 26. 人均消费与旅游人次增加推动行业增长	16
图表 27. 公司业绩连续多年快速增长	17
图表 28. B2B 业务稳定增长，B2C 业务发展飞速	17
图表 29. 公司毛利率保持稳定	18
图表 30. 公司营业费用率保持稳定	18

图表 31. 公司利润率保持稳定.....	18
图表 32. 公司存货周转良好.....	18
图表 33. 公司收入拆分表	19
图表 34. 公司盈利预测的主要假设.....	20
图表 35. 公司 PE 估值表（单位：亿元）	20
损益表(人民币 百万)	22
资产负债表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
主要比率 (%).....	22

公司长期发展稳健，领军箱包行业

箱包行业龙头企业，双业务模式发展迅速

B2B、B2C 双轮驱动，成就箱包行业龙头。开润股份创始于 2005 年，于 2016 年 12 月 21 日在创业板上市，主要经营业务为休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰及相关配件等产品的研发、设计、生产和销售。公司的业务模式主要分为代工制造业务（B2B）以及自有品牌业务（B2C）。代工制造业务方面，公司与耐克、迪卡侬、戴尔、惠普等知名品牌开展合作，品类主要包括电脑包、休闲包等软包品类。自有品牌业务方面，公司以箱包产品为主，目前有“90 分”、“小米”、“Paul Frank（大嘴猴）”等，定位不同消费群体。未来公司将持续通过 B2B、B2C 双轮驱动业务模式实现稳定增长。

图表 1. 公司 B2B、B2C 业务双轮驱动

类别	客户/品牌	品牌标识	品牌特点	品牌形象
代工业务	耐克		ODM 模式下的主要收入来源于惠普、华硕、戴尔等电脑品牌的电脑包以及配套产品；OEM 模式下的主要收入来源于耐克、迪卡侬、VF 等运动品牌的运动休闲包以及拉杆箱产品。	
	迪卡侬			
	VF 集团			
自有品牌	戴尔		产品主力价格带为 400 元~1000 元，为时尚青年提供高颜值、高品质、有调性的拉杆箱、包袋、生活配件等泛出行产品，为人们的出行提供一站式解决方案	
	华硕			
	惠普			
自有品牌	90 分		产品主力价格带为 200 元~400 元，为年轻白领、学生等人群提供强功能性、强科技属性的拉杆箱、包袋等产品。	
	小米			
	Paul Frank (大嘴猴)			
自有品牌	小米		产品主力价格带为 300 元以下，为消费者提供外观色彩丰富、性价比高的箱包类产品等。	
	Paul Frank (大嘴猴)			

资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

公司业绩快速增长，疫情影响逐渐恢复。2013 年到 2019 年，公司营业收入由 2.95 亿元增长至 26.95 亿元，CAGR 为 44.57%，业绩增长迅速；得益于 B2C 业务的成功扩展，公司盈利增长从 2016 年开始提速。2020 年受疫情影响，公司收入同比下降 27.87%，主要系疫情降低消费者出行意愿，减少了对箱包的需求所致。2021 年一季度公司收入为 4.51 亿元，同比下降 15.97%；收入下降主要因为去年一季度春节前消费未受到影响，基数较高。而相比之下，今年一季度海外疫情严重，且国内对春节的出行管控较严。随着疫情得到改善，公司的订单与需求在不断恢复，预计未来业绩将持续稳定增长。

图表 2. 公司业绩连续多年快速增长

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
收入 (亿元)	2.95	4.17	4.94	7.76	11.62	20.48	26.95	19.44	4.51
yoy(%)		41.29	18.51	57.00	49.84	76.19	31.58	(27.87)	(15.97)
净利润 (亿元)	0.23	0.42	0.66	0.84	1.33	1.74	2.26	0.78	0.45
Yoy(%)		84.39	57.67	26.81	58.81	30.23	30.09	(65.51)	41.81

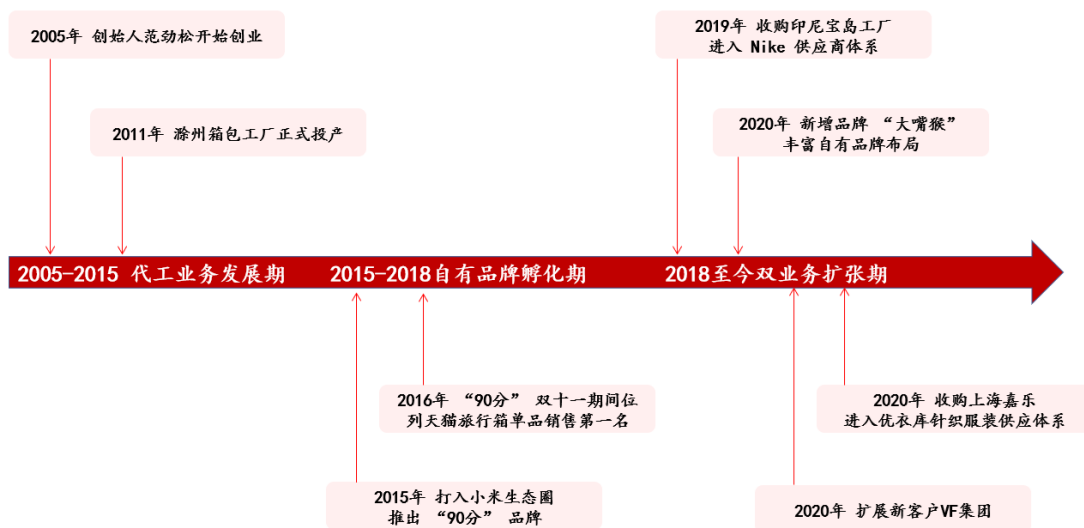
资料来源：万得，中银证券

长期代工业务客户稳定，收购与自有品牌带来新机遇。公司发展历史可以分为三个阶段。

1. **第一阶段为代工业务发展期**，2005-2015 年，公司成立，建设了国内领先的箱包工厂，并与多家客户达成了稳定的代工合作。
2. **第二阶段为自有品牌孵化期**，2015-2018 年，公司通过打入小米生态圈创立了自有品牌“90 分”并取得了优异的销量与增长，完成了从 0 到 1 的突破。
3. **第三阶段为双业务扩张期**，2018 年至今，B2B 业务方面公司通过收购印尼宝岛工厂与上海嘉乐，成功打入了 Nike 与优衣库的供应体系，增加了服装代工业务能力，同时扩展了新客户 VF 集团，成为其箱包类产品供应商。B2C 业务方面，公司拓宽了“90 分”的非米销售渠道，并增加了新的自有品牌“大嘴猴”，推动品牌多元化。

未来公司将持续通过与现有客户加深合作以及积极扩展新客户的方式推动 B2B 业务增长，同时将通过拓宽销售渠道与品牌多元化的方式推动 B2C 业务增长。

图表 3. 公司现在处于双业务扩张期

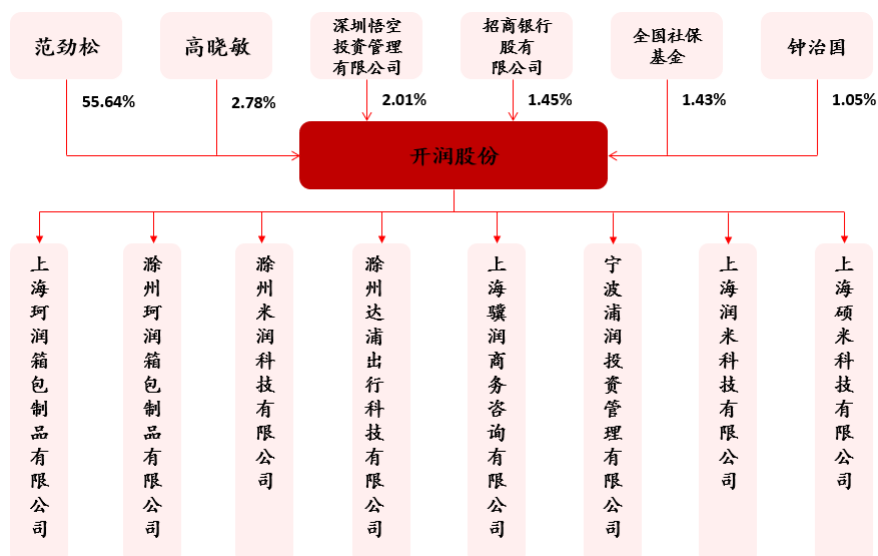


资料来源：公司公告，中银证券

股权结构集中稳定，员工持股提升动力

公司股权分布较为集中，范劲松先生为实际控制人。截止 2021 年 3 月，公司创始人与董事长范劲松先生直接持有公司 55.64% 的股份，为公司实际控制人。公司董事高晓敏女士持股比例为 2.78%，董事钟治国先生持股比例为 1.05%，股权结构集中。

图表 4. 公司股权分布较为集中



资料来源：公司公告，中银证券

推动员工持股计划，提升员工凝聚力与动力。公司于 2020 年 10 月 12 日发布第二、三期员工持股计划草案，总额上限分别为 2507 万元、253 万元。第二、三期持股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，共计不超过 62 人。员工持股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%，对应 2021-2024 年营收同比增长不低于 31.7%/15.2%/13.6%/11.6%。本次持股计划激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益，彰显公司长期发展信心，同时提升员工凝聚力与长期发展动力。

图表 5. 员工持股绑定核心员工利益

员工持股计划（2020 年 10 月 12 日）	第二期	第三期
筹集资金上限	2,507.1	253.4
参与员工数	不超过 5 人	不超过 57 人
可持有股票数量（万股）	76.51	7.74
可持有股票数量占比(%)	0.352	0.036
考核目标：2021-2024 年公司营收增速分别不低于 30%/50%/70%/90%		

资料来源：公司公告，中银证券

箱包行业增长迅速，未来发展空间广阔

中国箱包行业高速发展，市场规模持续扩大

我国箱包行业处于加速期。据 Euromonitor 调查显示，2003 年到 2011 年，我国旅行箱市场规模高速发展，CAGR 为 20.34%；2012 年到 2017 年，旅行箱行业进入调整阶段，增速较之前有所放缓，CAGR 为 7.37%。从 2018 年开始，我国箱包市场进入加速增长期，2019 年市场规模达到 2530 亿元，同比增长 22.64%。疫情期间，消费者出行意愿下降，行业增长受到较大影响，但随着疫情改善，预计今后行业将继续保持平稳增长。

图表 6. 中国箱包行业规模稳步扩大

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国箱包行业规模	1,302	1,429	1,548	1,646	1,751	1,858	2,063	2,530
Yoy(%)		9.75	8.33	6.33	6.38	6.11	11.03	22.64

资料来源：Euromonitor，中银证券

我国箱包行业增长高于全球，市场占比不断提升。据 Euromonitor 调查显示，2013 年到 2019 年，全球箱包行业 CAGR 为 3.18%，而我国箱包行业 CAGR 为 9.99%，高于全球增速。我国箱包市场占全球箱包市场的比例从 2013 年的 16.5% 提升到了 2019 年的 24.2%，目前已超越美国成为全球最大的箱包市场。预计未来我国箱包市场的增速将继续高于全球平均水平。

图表 7. 中国箱包行业规模稳步扩大

单位：亿美元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
全球箱包行业规模	1,293	1,371	1,441	1,393	1,378	1,459	1,560
全球箱包行业增速(%)	6.51	6.03	5.11	(3.33)	(1.08)	5.88	6.92
中国箱包行业增速(%)	9.75	8.33	6.33	6.38	6.11	11.03	22.64
中国箱包行业占比(%)	16.5	16.9	17.0	18.8	20.1	21.1	24.2

资料来源：Euromonitor，中银证券

我国人均箱包消费远低于发达国家，提升空间巨大。虽然目前我国箱包市场的总规模已超过美国，但是我国的人均箱包消费依旧与发达国家有很大差距。据 Euromonitor 调查显示，对比 2019 年数据可以看出，我国的人均箱包消费约为 161.9 元，而美国与日本的人均箱包消费分别为 699.6 和 570.7 元，分别为我国的 4.3 和 3.5 倍。因此，从人均箱包消费来看，我国依旧有很大的提升空间。

图表 8. 中国箱包市场人均消费潜力有待开发

(人民币)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
中国	124.7	130.1	134.9	143.0	151.8	161.9
日本	682.2	711.6	677.3	687.6	695.5	699.6
美国	545.9	565.0	551.5	562.4	569.3	570.7

资料来源：Euromonitor，中银证券

国内箱包市场分散，品牌市占率有望提升

行业集中度低，未来提升空间大。我国箱包市场相较于发达国家起步较晚，目前依然处于发展阶段，竞争格局尚未稳定。据 Euromonitor 调查显示，从市占率来看，国内的箱包市场相对分散，2018 年的 CR5 仅为 13.0%，CR10 达到 17.0%。相比之下，2018 年美国箱包 CR5 市占率为 43.3%，日本为 34.3%。箱包产品功能属性较强，尤其是旅行箱，因此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，预计未来也将稳步提升。

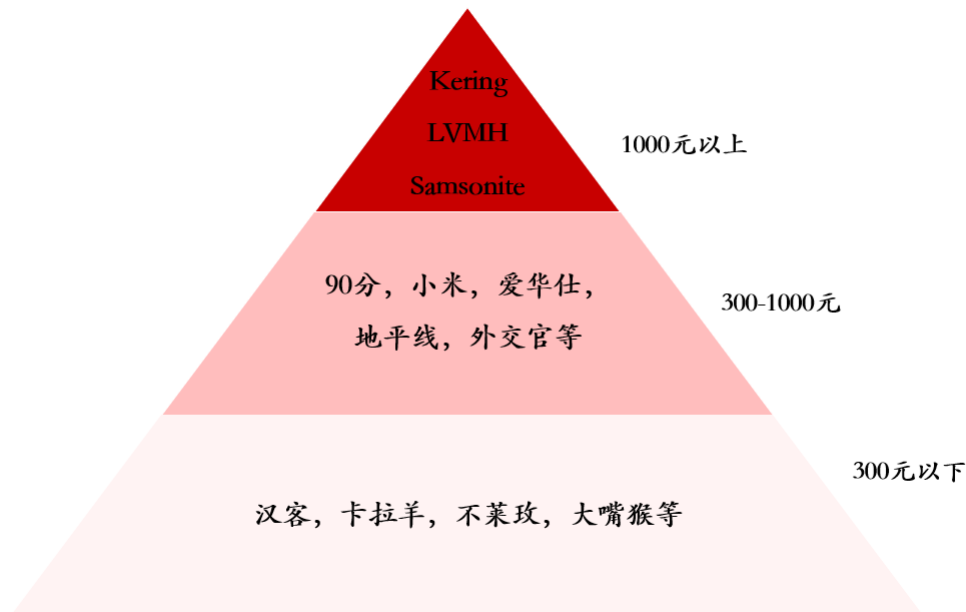
图表 9. 中国前五大箱包品牌占比缓慢上升

(%)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CR5	11.8	11.3	10.5	10.0	10.8	12.1	13.0
CR10	15.3	15.0	14.4	13.9	14.7	16.2	17.0

资料来源：Euromonitor，中银证券

行业两级分化严重，国产品牌有望整合中低端市场。国内箱包市场市占率排名前五的公司分别为 Kering、LVMH、Chanel、Tapestry 和 Samsonite，主要为奢侈品集团下的箱包品牌。目前国际品牌占据国内高端市场，定价在 1000 元以上，国际品牌具有品牌加成且价格偏高，因此市占率较高。相比之下，本土品牌大多处于集中度较低的大众市场，竞争激烈。对比发达国家可以看出，箱包作为功能性标品，单一品牌集中度有很大的提升空间。未来随着国产品牌的知名度与产品品质不断提升，优秀品牌将有望整合中低端市场而成为行业龙头。

图表 10. 龙头企业品牌矩阵覆盖中高端市场



资料来源：天猫网，中银证券

B2B 业务增长稳定，新老客户共同推动未来发展

代工业务双模式发展稳定，优质客户战略助力增长

ODM/OEM 双模式发展，自主研发占比较大。公司的 B2B 代工业务主要分为 ODM 与 OEM 两种模式，其中 ODM 业务的主要收入来源于惠普、戴尔等电脑品牌的电脑包以及配套产品；OEM 业务的主要收入来源于耐克、迪卡侬、VF 等运动品牌的运动休闲包以及拉杆箱产品。ODM 与 OEM 的主要区别在于 ODM 模式下公司可以根据客户需求自主设计与开发产品的款式、面料、与功能等，而 OEM 模式下公司需要严格按照客户的图纸与要求进行生产。2020 年公司的包袋产品收入占比为 67.91% 而旅行箱类产品收入占比为 21.75%，公司 B2B 业务以 ODM 模式为主，自身拥有较强的新品研发设计能力。

图表 11. ODM、OEM 双模式发展

业务模式	ODM 业务模式	OEM 业务模式
主要产品	电脑包与配套产品	运动休闲包与拉杆箱产品
生产模式	公司根据客户的需求，独立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、包装和验收等核心环节。	公司根据客户提供的设计图纸与原材料要求等关键信息，仅负责生产产品。
重要客户	惠普、华硕、戴尔	耐克、迪卡侬、Vera Bradley

资料来源：公司公告，中银证券

优质客户合作稳定，竞争优势明显。公司坚持做优质客户战略，与世界知名品牌开展合作多年。知名品牌对产品质量要求较高，在选择供应商时有着严格的资质认定标准，不仅对供应商生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、全球业务支持和售后服务能力等有明确要求，同时对其生产安全、环保措施等亦有严格标准。由于认证流程复杂，且成本较高，一经认证合格，客户将不会轻易更换供货商。公司作为龙头箱包代工企业，在质量监控、交货速度、以及研发能力等方面有显著优势，形成了较强的竞争壁垒。

老客户加深合作提高放量，新客户扩宽业务带来增长

老客户持续放量，深化合作提升占比。近年来，随着代工市场的不断优化，龙头代工企业的优势越发明显，同时知名品牌也展现出减少供货商的趋势。以耐克为例，2015 年到 2019 年，耐克的服装供应商从 408 家降低到 334 家，共减掉 74 家。知名品牌聚焦于优质供应商，既可以保证产品品质、交货速度，又降低了技术流失风险。公司作为箱包行业的龙头代工企业，与客户关系稳定，且多年持续投入较高的研发费用以保证产品质量与生产效率。因此，公司预计将持续加深与现有客户的合作，同时受益于老客户本身的业务发展以及公司为其供货占比的增长，进而实现业绩稳定增长。

图表 12. 耐克供货商数量不断下降

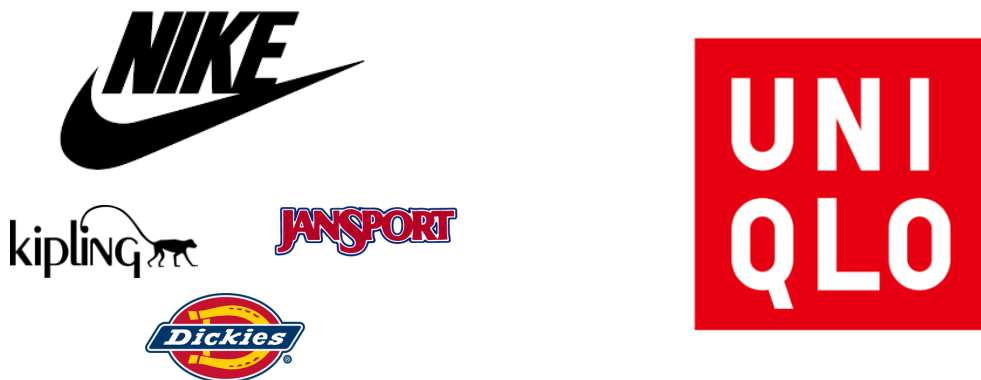
单位：家	2015	2016	2017	2018	2019
服饰供货商	408	394	363	328	334
鞋类供货商	146	142	127	124	112

资料来源：耐克公司公告，中银证券

新用户不断开拓，收购扩宽业务范围。公司不断进行新客户的开拓工作且坚守优质客户原则。公司在 2019 年通过收购印尼宝岛成功打入 Nike 集团供应链，为公司带来了显著的订单增长，目前 Nike 已经成为公司最大的代工客户。此外，公司于 2020 年发展了新客户 VF 集团，为其旗下多个品牌供应箱包产品，供应品牌主要包括 Kipling、JanSport、Dickies、Eaglecreek 等。VF 对公司的生产能力展现出高度的认可，并在 2021 年加大了公司的订单数量。未来公司将通过持续深化与 Nike 和 VF 集团的合作关系，推动 B2B 业务的稳定增长。

积极探索新领域，收购扩宽业务范围。2020年9月，公司通过收购上海嘉乐28.70%股权，成为上海嘉乐第一大股东，获取公司管理权。上海嘉乐自身具备优异的面料、代工一体化垂直生产能力以及丰富的客户资源，并且已与优衣库合作15年。这次收购代表公司正式切入纺织服装及面料生产制造这一黄金赛道，为未来发展进一步打开空间。目前公司正专注于提高工厂自动化水平，生产效率、以及面料研发和产品开发能力，并对其组织体系、人才体系、财务体系进行全面升级，未来服装代工业务有望成为公司新的增长点。

图表 13. 公司不断开拓新客户



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

海外产能提升竞争力，扩产保障未来增长

扩展海外产能布局，降低成本与贸易风险。公司正在积极的开展海外产能布局。2019年2月，公司完成了对印尼宝岛工厂的收购，不仅切入了耐克的供应链，同时也进一步拓展了全球化的产能布局。印尼作为GSP受益国，主要制成品和半制成品对美国出口享受零关税制度，因此印尼产能的扩展能够显著的提升公司产品的国际竞争力与抵御国际贸易风险能力。目前公司的国内与海外的产能比例分别为49.17%和50.83%，相对平衡的产能分布能够在降低贸易风险的同时满足公司不同客户的需求。

图表 14. 公司积极发展海外产能布局

	海内	海外
产能的占比(%)	49.17	50.83
产能的布局	滁州、东莞	印尼、印度
产能利用率(%)	86.78	87.98

资料来源：公司公告，中银证券

产量增长迅速，“以销定产”保证高产销率。公司的产量增长迅速，从2013年的772.43万件增长到2019年的6754.46万件，CAGR为43.5%，同时公司的产销率常年维持在90%以上。公司采取“以销定产”的生产模式，能够结合市场调研情况、未来流行趋势，提前为客户进行年度产品规划、设计与推介。公司在接到客户订单后才会合理的安排生产与销售，以保证公司较高的产销率。公司的营收复合增速高于实际销量复合增速，反映出公司较为稳定的销售价格与议价能力。公司的“以销定产”模式不仅提升了公司的产销率，同时还保证了公司的存货结构，优势明显。

图表 15. 公司产销量提升迅速

(万件)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
实际产量	772.43	1,208.26	1,775.37	2,287.66	3,376.44	5,012.39	6,754.46	11,076.76
Yoy(%)		56.42	46.94	28.86	47.59	48.45	34.76	63.99
实际销量	794.08	1,129.23	1,641.26	2,206.16	3,117.23	4,701.52	6,443.47	10,872.98
Yoy(%)		42.21	45.34	34.42	41.30	50.82	37.05	68.74
产销率(%)	102.80	93.50	92.40	96.40	92.30	93.80	95.40	98.16

资料来源：公司公告，中银证券

定增可转债扩产计划落实，产能释放促进业绩增长。公司于 2020 年 4 月发布定增计划，拟非公开发行募集资金不超过 6.95 亿元，用于印尼箱包生产基地。根据预案，印尼箱包生产基地投资总额为 2.93 亿元。项目建成后将新增箱包产能 1848 万个，年增销售收入 9.3 亿元。目前印尼宝岛产业园一期规划为 118 条产线，预计 2021 年 12 月交付使用；产业园二期规划为 120 条生产线，预计 2022 年交付使用。另外，公司于 2020 年 7 月通过发放可转债募集 22,300 万元用于建设滁州米润优质出行软包制造项目，项目财务内部收益率为 22.76%，计划 2 年完成。预计新增产能释放有望促进公司业绩增长。

图表 16. 公司定增与可转债扩产促进业绩增长

基地	印尼箱包生产基地	滁州米润优质出行软包制造项目
融资方式	定增	可转债
产品种类	箱包	软包
预计建设期	2 年	2 年
投资总额 (亿元)	2.93	1.81
预计产能 (万个)	1,848	1,165
年增销售 (亿元)	9.33	
年增税后利润 (亿元)	0.89	
IRR(%)	17.58	22.76

资料来源：公司公告，中银证券

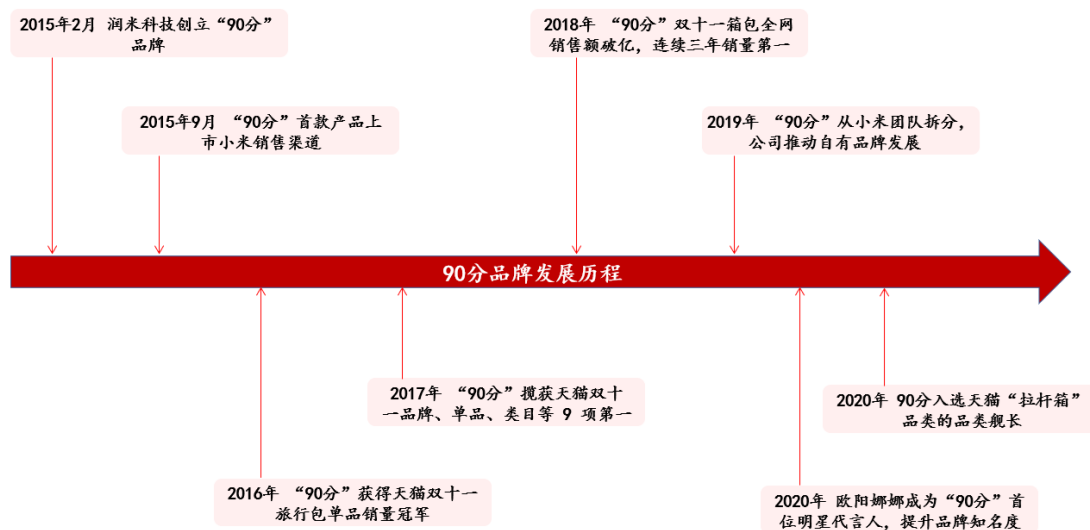
B2C 业务发展迅速，多元化品牌布局驱动增长

B2C 业务布局全面，多元化品牌面向不同市场。公司目前 B2C 业务有“90 分”、“小米”与“大嘴猴”三个品牌，其中“90 分”为自有品类，价格在 400-1000 元左右，主要针对一二三线城市收入较高的年轻白领。“小米”为合作品牌，价格在 200-400 元左右，主要针对追求高性价比的白领与学生。“大嘴猴”为授权品牌，价格在 300 元以下，主要针对三四五线城市消费者。公司三个品牌定位人群区分明显，多元化布局使公司充分渗透中低端箱包市场，促进未来公司 B2C 业务的稳定增长。

“90 分”品质技术优秀，丰富产品线推动未来发展

爆款单品打入市场，“90 分”品牌增长迅速。2015 年公司与小米合作，合资创立了上海润米与上海硕米两家公司，其中公司各持股 76.93% 和 76%。上海润米在 2015 年 9 月在小米网发布首款产品——90 分旅行箱（20 寸）。产品上市后，“90 分”依托小米的销售渠道，通过“爆款单品”的营销策略，迅速打开了市场。2016 年，90 分产品在天猫双十一期间位列旅行箱单品销量第一名，并在之后连续三年夺得天猫双十一销售冠军。2020 年公司 90 分品牌营业收入达到 2.6 亿元，占 B2C 总收入的 16.5%。疫情对 90 分影响较小，2020 年品牌收入同比下降 0.73%。公司于 2019 年底将 90 分从小米渠道团队拆分出来，开始独立运作。未来公司将持续推动“90 分”品牌的独立发展。

图表 17. 公司通过爆款单品打入市场，持续维持高增长



资料来源：公司公告，中银证券

精准定位目标人群，优质产品与国际视野奠定成长基础。“90 分”能够取得成功主要有三个原因：

1. 优质产品，“设计+科技+品质”全面发力：“90 分”品牌产品精准定位 22-35 岁新一代“轻”精英群体，全面迎合目标人群需求。设计方面，公司致力于打造高颜值的时尚单品，旗下的“轻盈都市系列”采用高级的撞色设计，既简约又有很高的辨识度，上市后深受青年喜爱。科技方面，90 分将指纹解锁应用与旅行箱中，并于杜邦合作采用航空材质推出了超轻箱。此外，公司还推出全球首款智能跟随旅行箱 Hi-tech，展现出公司的技术实力。公司通过独特的设计与科技的应用，在高度同质化的箱包行业中达成了差异化竞争，为品牌提高了知名度。

2. **知名 IP 联名，明星效应推广产品：**公司通过与年轻人喜爱的知名 IP 联名，迅速提高了品牌的知名度。90 分今年与全球知名 IP 漫威联名打造的合作系列深受消费者喜爱，过去公司曾联名的 IP 还包括《流浪地球》与《盗墓笔记》等。同时，90 分还联名知名设计师，如 REINEREN 与前爱马仕设计师等，推出不同限定产品，提高品牌形象。此外，90 分本身高颜值+过硬品质的产品，受到了很多一线明星的喜爱，如杨幂、刘昊然、章子怡等，频频出现在明星现实出行、机场街拍等场景中，进一步推广了产品。公司的推广展现出对当代年轻人的充分了解。

图表 18. 90 分“轻盈都市系列”



资料来源：公司官网，中银证券

图表 19. 90 分 Hi-tech 自动跟随旅行箱



资料来源：公司官网，中银证券

图表 20. 90 分与漫威联名款



资料来源：公司官网，中银证券

图表 21. 90 分与前爱马仕设计师联名款



资料来源：公司官网，中银证券

3. **国际化布局，海外市场扩大发展空间。**90 分与杜邦 Kevlar 团队、美国铝业公司、德国材料生产商科思创（Covestro）等国际顶级合作伙伴达成长期合作，使公司获得了更优秀的材质与设计理念。同时公司从上市之初就积极布局与拓展海外渠道，目前已经把产品远销全球 48 个国家和地区。未来海外市场将成为公司重要的发展方向。

积极扩展新品类，推动品牌持续增长。90 分围绕“出行”概念积极扩展除箱包以外的其他产品，例如公司最近与漫威联名的新系列包括双肩包，帆布袋，胸包等软包产品。除此之外，公司发展了包括遮阳伞、渔夫帽、登机牌、收纳袋等出行配件并取得了优秀的销量。公司的新产品拓展集中于出行概念，与主产品箱包有较强的关联性，因此更容易受到市场的认可。未来公司还会持续扩宽产品的品类，推出例如皮质胶材质背包、偏女性向设计的旅行箱、与超轻箱等，在全方面满足消费者出行需求的同时，为公司带来新的增长点。

图表 22. 90 分的漫威系列包含三款软包产品



资料来源：天猫旗舰店，中银证券

图表 23. 90 分其他出行相关配件销量优秀



资料来源：天猫旗舰店，中银证券

小米集团优势显著，深度合作打造全新产品线

小米箱包唯一供应商，依托集团资源稳定增长。公司与小米集团的合作主要采取成本价采购与毛利分成的模式，由公司负责“小米”产品的整体开发、供货、渠道运营、活动促销等。小米品牌经多年发展已受到年轻消费者的广泛认可，具有较强的品牌力与较大的粉丝基数，同时小米集团拥有丰富的渠道资源，包括小米天猫店、小米京东店、小米网、小米之家等。2019 年小米品牌营业收入为 10 亿元，占 B2B 总收入的 83.4%。2020 年品牌营业收入降至 4.7 亿元，同比下降 51.5%。随着疫情影响恢复，未来预计公司将继续借助小米品牌力、流量资源及规模优势实现业绩稳定增长。

加深小米集团合作，健身器材开拓新增长点。公司于 2020 年 7 月 30 日结束对走步机产品的众筹，成功募集金额 1034 万元，超额完成众筹目标 1059%。未来公司计划切入运动大健康赛道，并与小米加深合作，共同开发软硬件一体化的健身器材产品。小米对新品类的开发非常重视，目前公司走步机还处于打磨期，上架时间尚未确定。预计未来公司将有望逐步开拓跑步机、动感单车等家庭个人健身器材产品，打破出行消费品单一品类，为公司业绩带来新的增长点。

图表 24. 公司与小米共同开发走步机新产品，切入健身器材行业



资料来源：公司公告，公司官网，中银证券

“大嘴猴”丰富品牌布局，新渠道拓展低端市场

获得大嘴猴长期授权，新品牌契合低端市场。公司于 2020 年 4 月获得红纺文化有限公司许可，在箱包类、伞类授权品项上独占使用 Paul Frank 品牌，许可期限为 10 年。“大嘴猴”产品主力价格带为 300 元以下，主要卖点为色彩鲜艳与高性价比。“大嘴猴”区别于定位较高端的 90 分与设计更简约的小米品牌，主打低端市场，更契合淘宝特价版平台定位。2020 年 12 月，淘宝特价版月度活跃用户首次破亿，未来“大嘴猴”有望受益于淘宝特价版对下沉市场的重点开发持续渗透低端市场。

图表 25. 大嘴猴箱包入驻淘宝特价版



资料来源：淘宝特价版，中银证券

行业驱动产品需求增长，未来发展路线清晰

旅游人数持续增长，消费升级助力行业发展。箱包市场需求快速增长的驱动因素主要是我国人均可支配收入的增长，以及旅游人次的增加。2013-2019 年，我国人均可支配收入 CAGR 为 8.39%，消费力的提升为箱包行业的增长提供了基础动力。另一方面，箱包行业发展在一定程度上受到旅游业景气度影响。我国旅游业呈现持续快速发展局面，2013-2019 年，中国旅游人数 CAGR 为 10.72%。持续增长的人均消费水平与出行意愿将推动箱包行业的稳定发展。

图表 26. 人均消费与旅游人次增加推动行业增长

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
人均可支配收入(元)	18,311	20,167	21,966	23,821	25,974	28,228	30,733	32,189
Yoy(%)		10.1	8.9	8.4	9.0	8.7	8.9	4.7
中国旅游人次(亿人)	32.63	36.11	39.9	44.35	50.01	55.39	60.1	28.8
Yoy(%)		10.7	10.5	11.2	12.8	10.8	8.5	(52.1)

资料来源：国家统计局，国家文旅部，中银证券

人均收入增长促进箱包需求提升。“十四五”时期，经济社会发展指导方针和主要目标指出，要实现居民收入增长和经济增长应基本同步，分配结构明显改善。我们预计未来五年，居民收入每年增长约 7%—8%，五年以后，居民可支配收入可能达到五万人民币。随着人均可支配收入的提升，消费者对于生活质量的要求相应提高，消费理念也会发生改变，对产品的功能、实用和美观等个性化特点的追求将有利于促进商务背包等各类型箱包需求的增加。

旅游业、交通业发展继续推动未来箱包需求增长。箱包的需求主要受到旅游业发展驱动。随着人们生活水平的进一步提高以及消费观念的改变，旅游的需求将会不断增加。据中国旅游研究院预测，未来五年我国年均旅游人次有望突破百亿，CAGR 为 8.9%。另一方面，我国看重铁路建设，根据国务院于 2021 年 2 月 24 日印发的《国家综合立体交通网规划纲要》，在未来 15 年(2021 年~2035 年)，我国预计将建设 5.37 万公里的铁路，其中高铁 3.21 万公里，普速铁路 2.16 万公里，平均年增长高速铁路 2140 公里，普速铁路 1440 公里。高铁的增长将带来更多的旅游路线，进一步推动旅游业的发展。随着旅游需求的增长，箱包行业的需求也将稳定增长。

业务增长迅速，盈利能力保持稳定

B2C 业务带动公司业绩快速增长，疫情影响逐渐恢复。2013 年到 2019 年，公司营业收入由 2.95 亿元增长至 26.95 亿元，CAGR 为 44.57%，净利润由 0.23 亿增长至 2.26 亿，CAGR 为 46.35%，增长迅速。公司发展主要分为三个阶段。2015 以前，公司以 B2B 代工业务为主，营收增长较为稳定。2015-2019 年，公司得力于 B2C 业务的成功拓展，营收增长开始显著提速，4 年营收 CAGR 达到 52.83%。2020 年，公司业务受疫情影响，营收同比下降 27.87%，现处于恢复期。今年春节后国内疫情有了较大改善，业绩迎来拐点，公司的订单与需求在不断恢复，预计未来业绩将走出疫情影响，迎来加速增长。

图表 27. 公司业绩连续多年快速增长

单位：亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
收入	2.95	4.17	4.94	7.76	11.62	20.48	26.95	19.44
Yoy(%)		41.29	18.51	57.00	49.84	76.19	31.58	(27.87)
净利润	0.23	0.42	0.66	0.84	1.33	1.74	2.26	0.78
Yoy(%)		84.39	57.67	26.81	58.81	30.23	30.09	(65.51)

资料来源：万得，中银证券

B2B 业务增长稳定，新客户助力未来发展。2015 年到 2019 年，公司 B2B 业务收入由 4.45 亿增长到 13.19 亿，CAGR 为 31.21%，增长迅速。公司 B2B 业务在 2019 年有明显提速，主要系公司收购了印尼的宝岛工厂并且进入了 Nike 的供应链所致。2020 年受疫情影响，公司 B2B 业务收入下降至 11.81 亿，同比下降 10.48%。疫情期间，公司的核心客户如迪卡侬与耐克的订单相对稳定。同时，公司还扩展了新客户 VF 集团，成为其箱包类产品供应商，并通过收购上海嘉乐打入了优衣库服装品类的供应链。目前海外疫情有所好转，欧美各国的疫苗开始逐渐普及，且出行意愿在不断恢复。未来公司的 B2B 业务将受益于老客户订单全面回暖与新客户合作深化而保持稳定的增长。

B2C 业务短期承压，疫情好转推动业绩复苏。公司 2015 年开始发展 B2C 业务，2015 年到 2019 年，公司 B2C 业务收入由 0.49 亿增长到 12.87 亿，CAGR 为 126.4%，占比从 9.95% 上涨至 49.39%，发展速度惊人。公司 B2C 业务在 2019 年增速放缓，主要系运营团队变动所致。公司 2020 年受疫情影响较大，B2C 业务收入降至 7.33 亿，同比下降 43.06%。收入下降主要因为公司自有品牌以出行箱包为主，而疫情期间国内旅游行业受到重创。未来随着国内疫苗的普及以及旅游意愿的提升，公司的 B2C 业务将迎来恢复。

图表 28. B2B 业务稳定增长，B2C 业务发展飞速

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
B2B 收入	4.45	5.45	6.55	8.82	13.19	11.81
Yoy(%)		22.58	20.20	35.38	49.47	(10.48)
B2C 收入	0.49	2.30	5.07	10.26	12.87	7.33
Yoy(%)		367.75	119.97	102.29	25.52	(43.06)

资料来源：公司公告，中银证券

毛利率稳步提升，自有品牌有望改善盈利能力。公司 2013 年到 2020 年毛利率基本保持在 28%-30% 之间，没有明显波动。2018 年公司毛利率同比下降 3.63pct，主要系公司毛利率较低的 B2C 业务占比提升所致。2019 年随着公司 B2B 业务占比回升，整体毛利率也有明显回升。2020 年公司毛利率同比提高 0.71pct，主要得益于 B2C 业务毛利率的上涨。在 B2C 业务中，以 90 分为主的线上渠道毛利率提升最大，同比提高 3.73pct。毛利率的上涨说明公司 90 分品牌的平均单价与品牌形象都有所提高。公司一季度毛利率持续上升，同比提高 1.01pct，达到 32.50%（调整后），预计未来随自有品牌的不断升级，公司 B2C 业务毛利率上涨的趋势将继续保持。

图表 29. 公司毛利率保持稳定

(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
毛利率	27.81	28.64	30.36	28.75	29.61	25.98	27.77	28.48	32.50
yoy		0.83	1.72	(1.61)	0.86	(3.63)	1.79	0.71	1.01

资料来源：万得，中银证券

营业费用率波动较小，疫情导致短期费率升高。公司 2013 年到 2019 年总费用率基本保持在 15%-17% 之间，波动较小。公司的销售费用率从 2016 年开始呈增长趋势，主要系发展自有品牌所需的推广费用增加所致。2019 年销售费用率同比仅上升了 0.28pct，提升幅度较往年由明显改善。公司管理费用率整体呈下降趋势，主要系公司管理效率提高所致。2020 年总费用率上升了 6.22pct，主要系公司营业收入大幅下降所致。随着疫情恢复，预计未来公司的费用率将持续改善。

图表 30. 公司营业费用率保持稳定

(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售费用率	7.04	6.86	6.82	8.11	8.41	9.27	9.55	11.11
管理费用率 (包括研发费用)	10.15	8.62	10.04	9.58	8.02	6.62	7.56	12.22
财务费用率	1.63	0.22	(0.59)	(0.79)	0.59	(0.25)	0.02	1.28
总费用率	17.19	15.48	16.86	17.69	16.43	15.88	17.11	23.33
yoy		(1.71)	1.38	0.83	(1.26)	(0.55)	1.23	6.22

资料来源：万得，中银证券

利润率保持稳定。公司 2013 年到 2019 年净利率基本保持在 9%-12% 的区间内，波动主要由毛利率与费用率的变化所致。

图表 31. 公司利润率保持稳定

(%)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利率	7.72	10.08	12.80	10.45	12.20	9.00	8.79	3.42
yoy		2.36	2.72	(2.35)	1.75	(3.20)	(0.21)	(5.37)

资料来源：万得，中银证券

存货周转良好，疫情导致近期存货下降。自公司发展 B2C 业务以来，存货呈稳定增长态势，2017 年存货大幅提高主要是由 B2C 业务爆发式增长使得存货备货需求增加。公司存货周转天数保持在 80-90 天，周转情况良好。2020 年公司周转天数上涨至 120 天。随着疫情改善以及市场需求的增加，公司将恢复良好的存货量以及周转率。

图表 32. 公司存货周转良好

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货	0.83	1.10	2.83	4.13	5.41	3.89
yoy(%)	39.90	32.13	157.01	45.91	30.93	(28.13)
存货周转率	4.81	5.71	4.16	4.35	4.08	2.99
存货周转天数	74.9	63.1	86.6	82.7	88.3	120.5

资料来源：万得，中银证券

盈利预测与估值

B2B 业务：公司与迪卡侬、戴尔等国际知名品牌合作多年，深度绑定，未来伴随客户发展壮大，订单规模预计将持续提升。此外，公司在收购印尼工厂之后进入 Nike 箱包供应链，给 B2B 业务带来了新的增长点。未来随着公司为 Nike 供应占比不断提升，以及与新客户 VF 加深合作，B2B 业务增速有望进一步提升。预计 B2B 业务 2021-2023 年收入分别为 14.45/16.98/19.76 亿元，同比增速达到 22.38%/17.53%/16.35%。

B2C 业务：公司 B2C 业务，尤其是小米品牌，受疫情影响较大，目前仍处于恢复期。随着疫情改善、消费者的出行意愿增强，预计公司 B2C 业务将逐渐恢复，保持稳定增长。预计 B2C 业务 2021-2023 年收入分别为 11.14/14.68/18.02 亿元，同比增速达到 51.91%/31.81%/22.79%。

图表 33. 公司收入拆分表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	26.95	19.44	25.89	31.96	38.08
Yoy(%)	31.58	(27.87)	33.17	23.47	19.15
B2B 业务	13.19	11.81	14.45	16.98	19.76
Yoy(%)	49.47	(10.48)	22.38	17.53	16.35
其中：耐克	3.11	2.81	3.66	4.57	5.49
Yoy(%)	98.26	(9.55)	30.00	25.00	20.00
非耐克	10.08	8.99	10.79	12.41	14.27
Yoy(%)	38.91	(10.76)	20.00	15.00	15.00
B2C 业务	12.87	7.33	11.14	14.68	18.02
Yoy(%)	30.00	(43.06)	51.91	31.81	22.79
其中：小米	9.80	4.70	5.88	7.05	8.11
Yoy(%)	22.99	(52.04)	25.00	20.00	15.00
90 分与大嘴猴	3.07	2.63	5.26	7.63	9.92
Yoy(%)	34.30	(14.41)	100.00	45.00	30.00

资料来源：万得，中银证券

毛利率：公司毛利率在过去几年持续稳定提升，未来随着 B2C 自有品牌的品牌升级，预计公司的毛利率将持续改善。预计 2021-2023 年公司毛利率分别为 29.72%/30.65%/31.44%。

费用率：随着公司的营业收入逐渐恢复，叠加规模效应和公司内部运营效率提升，未来销售费用和管理费用均有一定程度的改善，预计 2021-2023 年公司销售费用率将达到 10.56%/9.36%/9.16%，管理费用率将达到 5.25%/4.15%/4.15%，呈现逐年改善趋势。

综上，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 25.89/31.96/38.08 亿元，同比增长 33.17%/23.47%/19.15%，归母净利润为 2.00/3.26/4.18 亿元，同比增长 156.03%/63.49%/28.25%。

图表 34. 公司盈利预测的主要假设

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总收入 (亿元)	26.95	19.44	25.89	31.96	38.08
Yoy(%)	31.58	(27.87)	33.17	23.47	19.15
毛利率(%)	27.77	28.48	29.72	30.65	31.44
费用率(%)	17.13	24.61	19.77	17.29	16.96
销售费用(%)	9.55	11.11	10.56	9.36	9.16
管理费用(%)	4.66	8.48	5.25	4.15	4.15
研发费用(%)	2.90	3.74	3.00	3.00	3.00
财务费用(%)	0.02	1.28	0.96	0.78	0.65
营业利润率(%)	10.47	4.39	10.23	13.51	14.53
所得税率(%)	16.24	20.43	20.43	20.43	20.43
净利润	2.26	0.78	2.00	3.26	4.18
Yoy(%)	30.09	(65.51)	156.03	63.49	28.25
净利润率(%)	8.39	4.01	7.71	10.21	10.99
基本 EPS(%)	0.94	0.33	0.83	1.36	1.74

资料来源：万得，中银证券

由于上市公司中专注箱包产品的企业较少，可比公司来自于耐用消费品与服装行业。预计公司 2021 年净利润为 2.0 亿元，当前市值对应 2021 年 PE 为 23.0 倍，低于行业平均的 32.0 倍。考虑到公司 B2B 业务新客户发展顺利，以及 B2C 产品力不断增强，预计公司未来净利润增速将高于行业平均水平。首次覆盖，给予增持评级。

图表 35. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	收盘价	净利润				净利润同增速(%)				PE			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
申洲国际	2313.HK	166.6	51.1	64.1	75.0	87.1	0	25	17	16	49.0	39.1	33.4	28.7
石头科技	688169.SH	1066.2	13.7	18.2	23.4	29.7	75	33	29	27	52.1	39.3	30.5	24.1
稳健医疗	300888.SZ	102.4	38.1	19.8	23.9	29.1	598	(48)	21	22	11.4	22.0	18.3	15.0
苏泊尔	002032.SZ	57.6	18.5	21.2	24.0	27.1	(4)	15	13	13	25.4	22.2	19.6	17.4
华利集团	300979.SZ	102.8	18.8	25.5	32.5	39.7	3	36	27	22	63.8	47.0	36.9	30.2
行业平均			22.3	29.8	35.8	42.5	134	12	21	20	42.8	31.9	25.3	21.0
开润股份	300577.SZ	18.4	0.8	2.0	3.3	4.2	(66)	156	63	28	56.7	22.1	13.6	10.6

资料来源：万得，中银证券，开润股份采用预测数据，其余公司盈利预测皆来自万得预期。

风险提示

1. **疫情后消费复苏不及预期：**公司 B2B 的订单主要来源于国际知名品牌。目前海外疫情依然严峻，对消费者的购买意愿与消费能力产生了抑制作用，如果未来海外疫情恶化，公司的代工订单将受到影响。B2C 方面，公司的箱包产品与出行有较强的关联性，而疫情降低了国内消费者的出行意愿，如果未来国内出行恢复不达预期，公司的产品需求也将受到影响。
2. **市场竞争加剧：**中国箱包市场处于快速增长期，竞争格局尚未稳定，且品牌集中度较低。未来行业内的品牌竞争可能会加剧，导致公司的自有品牌与小米旅行箱的收入不达预期。
3. **产能扩张不达预期：**公司未来 B2B 业务的增长需要依靠产能扩张的支持。未来公司印尼宝岛工厂以及上海嘉乐工厂的产能扩张不达预期将有可能抑制公司代工业务的增长。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	2,695	1,944	2,589	3,196	3,808
销售成本	(1,960)	(1,399)	(1,831)	(2,231)	(2,628)
经营费用	(437)	(397)	(440)	(476)	(563)
息税折旧前利润	298	148	318	490	618
折旧及摊销	(18)	(39)	(29)	(34)	(41)
经营利润(息税前利润)	280	109	288	455	577
净利息收入/(费用)	2	(18)	(25)	(25)	(25)
其他收益/(损失)	23	36	35	35	35
税前利润	283	84	263	430	552
所得税	(46)	(17)	(54)	(88)	(113)
少数股东权益	11	(11)	10	16	20
净利润	226	78	200	326	418
核心净利润	226	78	199	326	418
每股收益(人民币)	0.94	0.33	0.83	1.36	1.74
核心每股收益(人民币)	0.94	0.33	0.83	1.36	1.74
每股股息(人民币)	0.117	0.065	0.166	0.272	0.349
收入增长(%)	32	(28)	33	23	19
息税前利润增长(%)	104	(61)	164	58	27
息税折旧前利润增长(%)	99	(50)	115	54	26
每股收益增长(%)	30	(65)	156	63	28
核心每股收益增长(%)	30	(65)	157	64	28

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	283	84	263	430	552
折旧与摊销	18	39	29	34	41
净利息费用	1	25	25	25	25
运营资本变动	133	(309)	21	(108)	(112)
税金	(35)	(29)	(44)	(72)	(92)
其他经营现金流	(257)	325	(161)	(97)	(126)
经营活动产生的现金流	142	134	133	212	287
购买固定资产净值	(130)	(82)	(22)	(37)	(51)
投资减少/增加	(102)	(377)	15	15	15
其他投资现金流	206	(170)	(96)	(60)	(26)
投资活动产生的现金流	(26)	(628)	(103)	(82)	(61)
净增权益	(27)	(19)	(44)	(70)	(90)
净增债务	49	388	11	29	44
支付股息	25	16	40	65	84
其他融资现金流	(30)	792	(116)	(93)	(154)
融资活动产生的现金流	19	1,180	(116)	(93)	(154)
现金变动	135	686	(86)	38	71
期初现金	240	417	1,053	967	1,005
公司自由现金流	118	(491)	34	135	232
权益自由现金流	168	(78)	59	160	257

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	417	1,053	967	1,005	1,076
应收帐款	407	383	509	593	720
库存	541	389	522	558	642
其他流动资产	11	18	15	17	18
流动资产总计	1,481	2,002	2,174	2,353	2,667
固定资产	205	259	274	303	346
无形资产	46	96	103	111	119
其他长期资产	134	579	581	594	608
长期资产总计	385	934	958	1,008	1,073
总资产	1,970	3,032	3,230	3,460	3,841
应付帐款	734	511	626	623	621
短期债务	108	496	496	496	496
其他流动负债	212	163	156	149	189
流动负债总计	1,054	1,170	1,278	1,267	1,306
长期借款	2	163	163	163	163
其他长期负债	16	67	72	54	60
股本	217	240	240	240	240
储备	620	1,325	1,476	1,735	2,073
股东权益	834	1,581	1,667	1,926	2,263
少数股东权益	66	55	55	55	55
总负债及权益	1,970	3,032	3,230	3,460	3,841
每股帐面价值(人民币)	3.84	6.58	6.94	8.02	9.42
每股有形资产(人民币)	3.59	6.11	6.40	7.40	8.71
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.41)	(2.32)	(1.96)	(2.12)	(2.41)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	11.1	7.6	12.3	15.3	16.2
息税前利润率(%)	10.4	5.6	11.1	14.2	15.1
税前利润率(%)	10.5	4.3	10.2	13.5	14.5
净利率(%)	8.4	4.0	7.7	10.2	11.0
流动性					
流动比率(倍)	1.4	1.7	1.7	1.9	2.0
利息覆盖率(倍)	65.3	5.2	5.2	5.2	5.2
净权益负债率(%)	0.6	0.5	0.5	0.4	0.5
速动比率(倍)	0.9	1.4	1.3	1.4	1.6
估值					
市盈率(倍)	19.6	56.7	22.1	13.6	10.6
核心业务市盈率(倍)	19.6	56.7	22.1	13.6	10.6
市净率(倍)	5.3	3.1	2.9	2.5	2.2
价格/现金流(倍)	28.4	32.9	33.5	21.0	15.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.4	29.4	14.0	9.0	7.0
周转率					
存货周转天数	100.9	146.6	103.0	96.9	87.8
应收帐款周转天数	35.6	55.9	47.4	42.8	41.7
应付帐款周转天数	49.8	48.2	44.4	35.8	30.0
回报率					
股息支付率(%)	11.3	20.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	54.2	9.9	23.9	33.9	37.0
资产收益率(%)	23.8	5.7	13.5	20.0	22.9
已运用资本收益率(%)	11.2	1.7	4.2	6.2	7.0

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371