

## 开润股份 (300577.SZ) 买入 (首次评级)

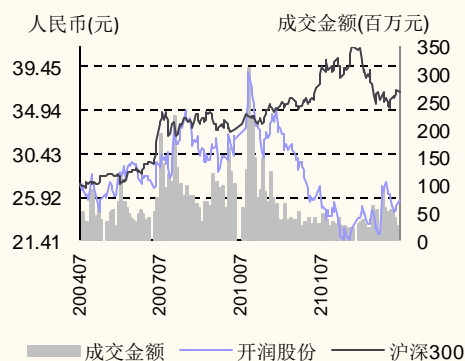
公司深度研究

市场价格 (人民币): 25.63 元

目标价格 (人民币): 32.67 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.40
已上市流通 A 股(亿股)	1.06
总市值(亿元)	61.55
年内股价最高最低(元)	39.00/21.41
沪深 300 指数	5140
创业板指	2832



## B2B、B2C 双龙头，扩客户、扩品类促增长

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,695	1,944	2,685	3,341	4,032
营业收入增长率	31.58%	-27.87%	38.14%	24.42%	20.69%
归母净利润(百万元)	226	78	238	314	393
归母净利润增长率	30.09%	-65.51%	205.84%	31.68%	25.27%
摊薄每股收益(元)	1.040	0.325	0.993	1.307	1.638
每股经营性现金流净额	0.56	0.41	0.31	1.54	2.10
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.10%	4.93%	14.09%	16.69%	18.58%
P/E	33.86	80.36	25.82	19.61	15.65
P/B	9.18	3.96	3.64	3.27	2.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **箱包行业 B2B、B2C 双龙头，20 年受疫情影响业绩承压。**公司 2005 年以箱包代工业务起家，2015 年依托小米生态链打造自有品牌“90 分”，开启 B2B、B2C 双轮驱动模式，已逐渐成长为全球箱包代工龙头及国内领先的出行消费品公司。20 年 B2B、B2C 收入分别占 61%、38%，其中 B2C 业务中分销（主要为小米品牌）和线上渠道（主要为 90 分品牌）分别占 71%、29%。2012-19 年公司业绩快速增长，收入、净利复合增长率分别为 38.2%、40.4%，20 年由于疫情对出行市场影响较大导致收入降 27.9%（其中 B2B、B2C 分别降 10.5%、43.1%）、净利降 65.5%。
- **B2B 业务：新业务、新客户提升业绩预期。**公司代工客户优质，通过 ODM 自主研发能力保持竞争优势，并不断拓展客户与品类，夯实竞争力、打开增长边界，19 年收购印尼宝岛切入耐克软包供应链体系，20 年收购优衣库核心供应商上海嘉乐切入服装赛道，同年新增箱包重磅客户 VF、有望带来 21 年 7000 万元以上新增订单，同时 20 年定增募集 6.74 亿元主要用于扩充印尼基地与女包工厂产能。
- **B2C 业务：拓品牌、拓品类打开增长空间。**旗下品牌包括 90 分、大嘴猴等自有品牌及小米品牌，针对不同定位渠道差异化布局。20 年出行消费受疫情影响较大导致 B2C 端收入压力较大，展望未来 90 分品牌丰富箱包产品线、推出出行新品类，20 年新增授权的品牌大嘴猴增长可期，成功试水走步机，拓品牌、拓品类打开增长空间，预计 21 年收入有望同比增长 40%以上。

## 投资建议

- 公司 20 年受疫情影响业绩承压，预计 B2B 端订单逐渐企稳、切入服装代工赛道打开增长空间，B2C 端品牌持续升级，拓新品牌、新品类顺利，21 年收入有望恢复至 19 年疫情前水平，预测 21-23 年 EPS 分别为 0.99/1.31/1.64 元，给予公司 21 年 33 倍 PE、目标价 32.67 元，首次覆盖给予“买入”评级。

## 风险提示

- 疫情影响远距离出行市场及海外客户订单；B2C 端非米系渠道开拓、B2B 端产能扩张不达预期；限售解禁风险等。

李婕

分析师 SAC 执业编号: S1130520110003  
lijie6@gjzq.com.cn

## 投资要件

### ■ 关键假设

新客户、新订单、新产能推动业绩提升。收购服装供应商上海嘉乐，未来优衣库等客户订单增长预计增厚公司业绩；2020年新增重磅客户VF，有望带来2021年7000万元以上新增订单；产能端，公司增发顺利完成，印尼基地与女包工厂均获得产能扩充，21、22年新增产能部分释放有望促进公司业绩增长。

品牌升级、品类拓展带来业绩增量。90分品牌方面2020年疫情下推新延迟，预计2021年春夏新品推出，均价上移、折扣收窄有望带动毛利率提升；新品牌大嘴猴品牌入驻天猫、淘宝特价版以来表现亮眼，行李箱单品上架当月销量突破4万，品类热度居前五名，未来增长可期；新品类方面，公司切入运动健康赛道，已成功试水跑步机，后续有望延伸产品线，带来新的增长点。

综上，我们预计2021年公司主营业务收入可恢复至疫情前水平。

### ■ 本文的主要贡献

更新了公司B2B端外延收购及B2C端品牌迈向独立发展、增添新品牌、新品类的业务情况。

深入剖析了公司的业务模式，解答了市场对公司业务的常见疑问，包括公司B2B、B2C业务的兼容协同性、B2B持续外延收购的可能性以及B2C端多品牌的运营策略等。

### ■ 股价上涨的催化因素

从B2B端来看，自3Q20以来，疫情影响逐渐减弱，下游客户业绩逐渐复苏，我们预计公司B2B业务下滑幅度预计将逐渐收窄。

从B2C端来看，随着新冠疫苗逐渐落地，出行市场加速恢复。国金证券数据中心研究显示，2021年1-3月阿里平台线上箱包销售同比显著增长，预计随着各地防控政策、景区限流调控放宽，公司B2C端业绩有望加速反弹。

### ■ 盈利预测与估值

公司为国内出行消费品行业龙头公司，疫情前业绩保持快速增长。2020年受疫情影响营收、归母净利分别同比下滑27.87%、65.51%。考虑到随着疫情影响减弱，公司B2B端订单逐渐企稳，且20年切入服装代工赛道、新增VF客户提升增长潜力，B2C端品牌持续升级，拓新品牌、新品类顺利，公司业绩有望加速恢复。

预计2021-2023年公司归母净利润分别为2.38/3.14/3.93亿元，对应2021-23年EPS分别为0.99/1.31/1.64元，当前股价对应PE分别为26/20/16倍，相比可比公司仍有提升空间，且作为出行消费龙头应享有一定溢价。参考可比公司估值水平，给予公司21年33倍PE、目标价32.67元，首次覆盖给予“买入”评级。

### ■ 风险提示

疫情影响远距离出行市场及海外客户订单；B2C端非米系渠道开拓、B2B端产能扩张不达预期；限售解禁风险等。

## 内容目录

投资要件 .....	2
1、B2B、B2C 双轮驱动的出行消费品龙头 .....	5
1.1、基本概况：箱包行业领军者，B2B、B2C 双龙头 .....	5
1.2、历史发展：从小米生态链第一股到出行消费品龙头 .....	5
1.3、财务简析：2012-2019 年业绩快速增长，2020 年疫情影响业绩短期承压 .....	6
1.4、股权结构与激励：管理层控股集中稳定，激励计划绑定核心管理层利益 .....	8
1.5、思考 1：B2B、B2C 是否会互相竞争、抢占彼此资源？ .....	9
2、B2B 端：新业务、新客户提升业绩预期 .....	10
2.1、优质客户资源铸就深厚壁垒，自主研发能力保障核心优势 .....	10
2.2、收购优衣库核心供应商切入新赛道、新增 VF 客户提升订单预期 .....	10
2.3、思考 2：外延收购能否持续地帮助公司 B2B 业务切入新赛道、拓展新客户？ .....	12
3、B2C 端：拓品牌、拓品类带来业绩增量 .....	12
3.1、90 分：品牌持续升级，拓展新品类带来业绩增量 .....	12
3.2、小米：依托渠道资源持续向外拓展 .....	14
3.3、大嘴猴：拓展下沉品牌，进军新渠道 .....	15
3.4、思考 3：公司 B2C 端如何在资源有限的情况下实现多品牌运营？ .....	15
4、盈利预测与投资建议 .....	16
4.1、盈利预测 .....	16
4.2、相对估值 .....	17
4.3、投资建议 .....	18
5、风险提示 .....	18

## 图表目录

图表 1：公司 B2B、B2C 业务双轮驱动 .....	5
图表 2：从小米生态链第一股到出行消费品龙头 .....	6
图表 3：2012-2020 年公司业绩情况 .....	7
图表 4：B2B、B2C 业务历年增长情况 .....	7
图表 5：2015-2020 年毛利率、净利率波动情况 .....	8
图表 6：2015-2020 期间费用率波动情况 .....	8
图表 7：管理层集中控股 .....	8
图表 8：2020 年 10 月公司推出第二、第三期员工持股计划 .....	9
图表 9：公司 B2B 业务现有客户均为国内外知名企业 .....	10
图表 10：印尼宝岛工厂 .....	11
图表 11：公司通过非公开发行股票募资不超过 6.95 亿元 .....	11

图表 12: 公司品牌矩阵完善.....	12
图表 13: 90 分作为品类舰长亮相天猫品类日 .....	13
图表 14: 90 分x盗墓笔记联名系列.....	13
图表 15: 2021 年公司推出“90 分x芝麻街”联名新品.....	13
图表 16: 90 分持续丰富出行消费品品类 .....	14
图表 17: 疫情期间公司推出杀菌布袋.....	14
图表 18: 试水走步机产品.....	14
图表 19: 公司 2020 年新增大嘴猴品牌.....	15
图表 20: 开润股份盈利预测 (百万元) .....	16
图表 21: 可比公司估值.....	17

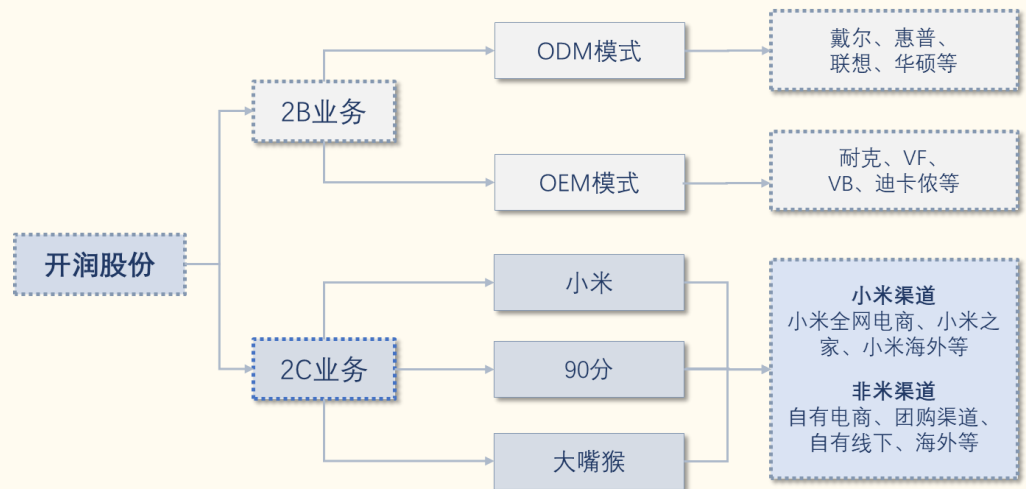
## 1、B2B、B2C 双轮驱动的出行消费品龙头

### 1.1、基本概况：箱包行业领军者，B2B、B2C 双龙头

开润股份 2005 年以箱包代工业务起家，主营业务为商务包袋、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。2015 年公司依托小米生态链打造了自有品牌“90 分”，开启 B2B、B2C 双轮驱动模式，已逐渐成长为全球箱包代工龙头及国内领先的出行消费品公司。

- **B2B 业务：**业务模式主要分为 ODM/OEM，品类主要包括电脑包、休闲包等软包品类以及旅行箱。其中 ODM 模式下主要为联想、华硕、惠普、戴尔等电脑品牌商生产电脑包及配套商品；OEM 模式下主要为耐克、迪卡侬、VF 等品牌商生产运动包、休闲包袋及旅行箱等。
- **B2C 业务：**主要从事箱包等出行消费品的销售，旗下品牌包括 90 分、大嘴猴、小米品牌等。销售渠道包括米系的小米商城、小米线下等，以及非米渠道的自有电商、团购、自有线下店等。

图表 1：公司 B2B、B2C 业务双轮驱动



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.2、历史发展：从小米生态链第一股到出行消费品龙头

开润股份作为 A 股第一家小米生态链中的上市企业，以互联网的理念、优秀的设计研发能力在箱包市场中迅速拓展。复盘公司十来年的发展演变过程，可以大致分为以下两个阶段：

#### 1) 以 B2B 代工业务为主 (2005-2015):

2005 年董事长范劲松通过销售电脑包开始创业，2007 年在上海奉贤开设了现代化的箱包工厂，2009 年 11 月公司正式成立。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。十年间深耕箱包代工业务，公司拓展了优质稳定的核心客户群，包括耐克、惠普、VF 集团、华硕、联想、戴尔、迪卡侬等国际知名品牌。

#### 2) B2B、B2C 业务协同发展 (2015 至今):

2015年，公司与小米合作成立上海润米、上海硕米两家小米生态链公司，开启B2C端业务发展，成为小米生态链公司的一员。润米公司旗下的90分品牌精准定位大众出行空白市场，创立初期依托小米的品牌、销售渠道及供应链等迅速扩张，开润持股约51%；硕米公司则主要运营“稚行”品牌，主营儿童出行产品，开润持股约56%。

2016年，伴随着业绩的快速提升，12月21日公司成功在创业板上市，成为A股第一家小米生态链公司、第一家箱包类企业。公司自有品牌90分尤其呈快速扩张态势，双十一期间位列天猫旅行箱单品销售第一名，靠高性价比产品与小米渠道优势快速上量，实现了“从0到1”的突破。

2017年，公司从小米系手中收回润米、硕米部分股权，对润米公司持股比例提升至76.93%，对硕米公司持股比例提升至76%。由此，公司开始减弱对小米单一渠道的依赖，逐步提升自有渠道占比。2017年，公司非米系渠道占比约为30%-40%。

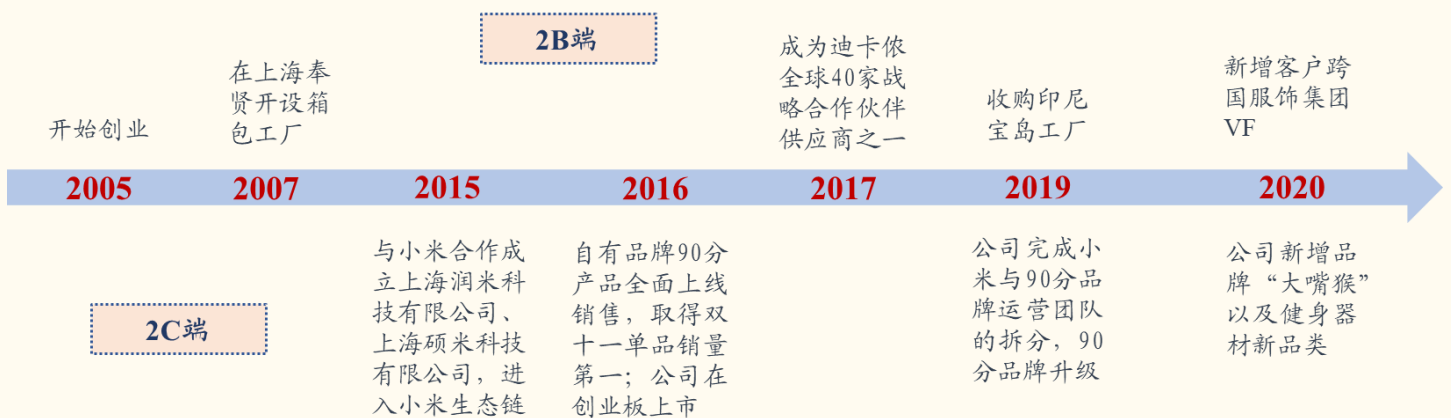
2018年，公司旅行箱在中国市场的销量超新秀丽，品牌知名度逐步提升。

2019年，公司完成了小米与90分品牌及运营团队的拆分，开始独立管理90分品牌，并转变其品牌定位，从以往的主推高性价比爆款产品切换至针对城市新精英群体的中高端赛道，产品价格带由300-400元左右拓宽至300-800元左右。

2019年，公司通过完成收购印尼宝岛工厂（PT. Formosa Bag Indonesia和PT. Formosa Development），成功进入Nike供应商体系。

2020年公司新增品牌“大嘴猴”，主打低价市场，与90分差异化定位；且在新增健身器材新品类，试水走步机产品；截至2020年，公司B2C端非米系渠道收入占比为29%。

图表 2：从小米生态链第一股到出行消费品龙头



来源：公司公告，国金证券研究所

### 1.3、财务简析：2012-2019年业绩快速增长，2020年疫情影响业绩短期承压

2012-2019年公司收入、净利润保持快速增长趋势，营收从2.80亿元增长至26.97亿元、CAGR为38.21%，归母净利润从0.21亿元增长至2.26亿元、CAGR为40.41%。

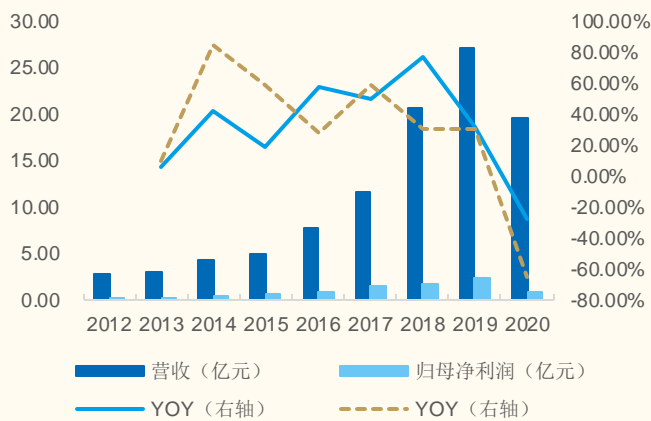
2015-2018年公司营收增速较快主要归功于处于开拓期的B2C业务快速放量，其收入从2015年的0.49亿元提升至2018年的10.26亿元，CAGR约为82.5%，业务占比由10%提升至50%。2019年公司B2C端受到运营团队变动影响收入增速有所下滑，而B2B端收购印尼工厂后增厚收入、增速有所提升，B2C与B2B业务占比分别为52%/48%。

2020 年疫情导致公司业绩承压，实现营收 19.44 亿元 (-27.87%)，归母净利润 0.78 亿元 (-65.51%)，其中：

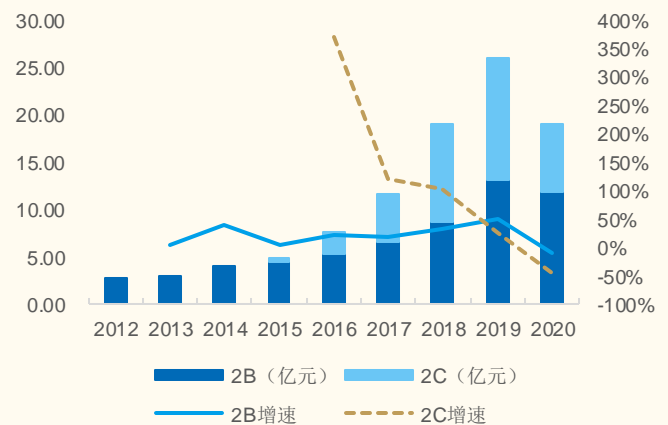
**1) B2B 业务：**实现营收 11.81 亿元 (-10.48%)，收入下滑主要系名创优品等订单减少所致，核心客户如迪卡侬、耐克等订单相对稳定，受影响相对较小，表现出较强的业绩韧性。随着疫情影响减弱下游客户订单回流，预计 B2B 端收入规模有望提升。

**2) B2C 业务：**实现营收 7.33 亿元 (-43.08%)。B2C 业务下滑主要系疫情影响下出行市场需求严重萎缩，对于公司以出行箱包为主的 B2C 端业务造成较大影响。其中线上 (90 分电商+有品电商)/分销渠道 (小米品牌+礼品团购) 分别实现收入 2.12/5.21 亿元、同比下降 1%/51%。国金证券数据中心研究显示，2021 年 1-3 月线上箱包销售同比显著增长，预计随着各地防控政策、景区限流调控放宽，公司 B2C 端业绩有望加速反弹。

图表 3：2012-2020 年公司业绩情况



图表 4：B2B、B2C 业务历年增长情况



来源：Wind，国金证券研究所

来源：公司公告，国金证券研究所

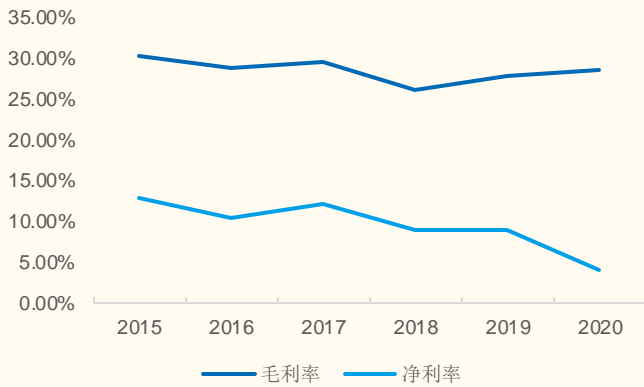
2015 年至 2019 年公司毛利率主要在 28%-31% 之间波动。其中 2018 年毛利率为 25.98% (-3.63pct)，有所下滑，主要系 B2C 业务占比提升、且 B2C 业务的毛利率低于 B2B 业务。2019 年 B2B 业务占比提升带动公司毛利率回升。

2020 年公司毛利率为 28.48%、同比提升 0.71pct，主要受益于 B2C 端毛利率的提升。其中：1) B2B 端：毛利率 29.21%、同比减少 3.36pct，我们判断主要系产能利用率下降、以及会计政策调整，部分物流费用计入营业成本所致。2) B2C 端：毛利率 27.8%、同比提升 3.3pct。其中分销渠道 (小米品牌+礼品团购) 毛利率为 24.6% (+1.6pct)，线上渠道 (90 分电商+有品电商) 毛利率达 35.7% (+3.7pct)，受益于品牌持续升级，盈利能力进一步提升。2020 年 90 分品牌疫情下推新延迟，预计 2021 年春夏新品推出，均价上移、折扣收窄将带动毛利率继续提升。

从费用率来看，2015 年至 2019 年公司期间费用率稳定在 15%-17% 区间内。2020 年公司期间费用率为 20.87%、同比提升 6.6pct，其中销售/管理/研发/财务费用率分别为 11%/12%/4%/1%、同比增加 1.6/4.7/0.8/1.3pct，其中销售费用提升主要系公司促销力度加大、且新代言人相关的营销活动产生了较大的费用；财务费用增加主要系人民币升值造成了约 1,500 万元汇兑损失；管理费用增长较大主要系公司拓展业务，加强人才引进力度及投资并购所发生的各类费用所致。

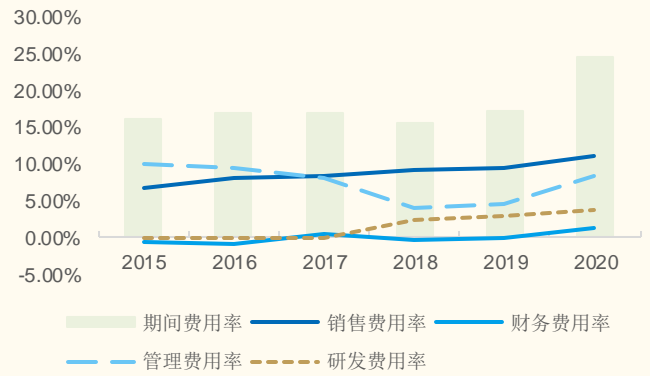
2012-2019 由于毛利率保持稳步提升趋势、期间费用率较为稳定，公司净利率保持在 8%-12% 之间，基本与毛利率同步变动。2020 年公司净利率为 4.01%、同比下降 4.38pct，主要系费用率上升以及计提资产减值损失所致。若加回公司 0.18 亿元资产减值损失，估计 2020 年净利率为 4.94%、同比下降 3.45pct。

图表 5: 2015-2020 年毛利率、净利率波动情况



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 6: 2015-2020 期间费用率波动情况

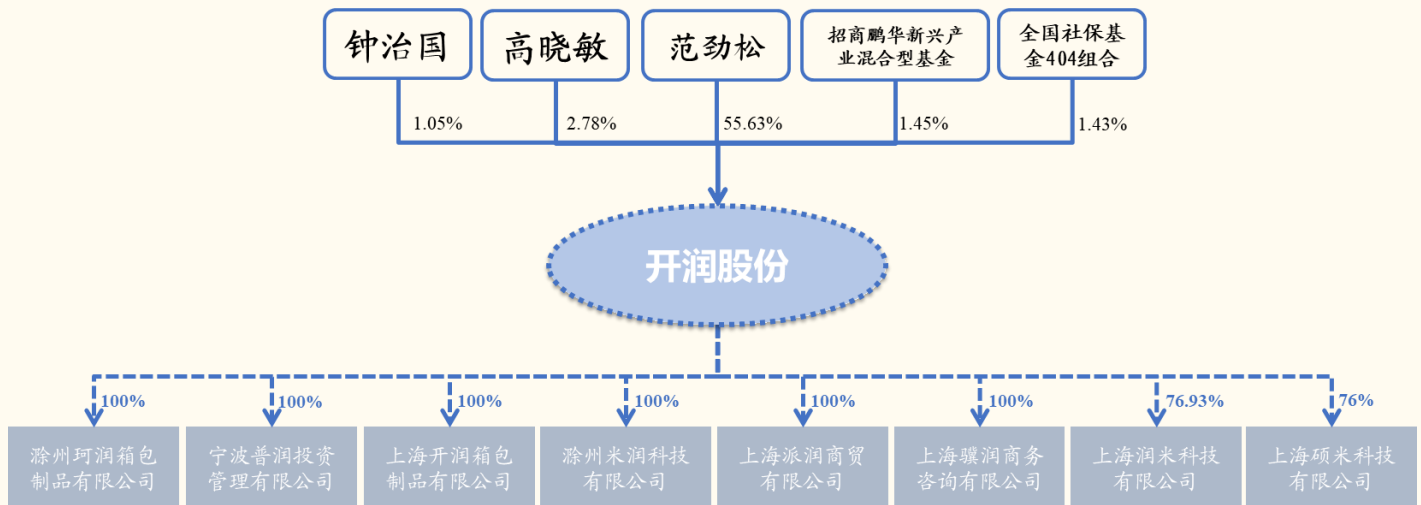


来源: Wind, 国金证券研究所

#### 1.4、股权结构与激励: 管理层控股集中稳定, 激励计划绑定核心管理层利益

截至 2020 年 12 月, 公司创始人及实际控制人范劲松直接持有公司 55.63% 的股份, 公司董事高晓敏持股比例为 2.78%, 董事钟治国持股比例为 1.05%, 管理层控股集中。截至 2020 年 12 月, 公司共参与控股 35 家公司, 包括上海润米科技、上海珂润箱包制品有限公司、滁州米润科技、印尼宝岛工厂等。

图表 7: 管理层集中控股



来源: Wind, 国金证券研究所

**推出员工持股计划, 充分调动员工积极性。**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。2020 年 10 月推出第二、第三期员工持股计划, 资金总额上限分别为 2507 万元、253 万元, 参与员工总人数上限分别为 5 人、57 人, 可持有标的股票数量分别约为 76.51 万股、7.74 万股, 对应占当前总股本比例分别约为 0.352%、0.036%。员工持股计划业绩考核目标为基于 2017-2019 年营收均值, 2021-2024 年收入增速分别不低于 30%、50%、70%、90%, 对应 2021-2024 年收入分别不低于 25.6、29.5、33.5、37.4 亿元。考虑到公司 2020 年收入 19.44 亿元, 考核目标可大致转换为 2021-2024 年收入增速分别不低于 32%、15%、13%、12%。



**图表 8：2020 年 10 月公司推出第二、第三期员工持股计划**

员工持股计划	第二期	第三期
筹集资金上限	2507 万元	253 万元
参与员工总数上限	5 人	57 人
可持有的标的股票数量	76.51 万股	7.74 万股
可持有的标的股票数量占比	0.352%	0.036%
业绩考核目标	基于 2017-2019 年营收均值，2021-2024 年收入增速分别不低于 30%、50%、70%、90%。	

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 股权激励方面，上市以来公司共发起两次限制性股权激励：

**1) 2017 年 5 月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 50.83 元/股，共设有四个解除限售期。解锁条件为 2017-2020 年净利润较 2016 年分别增长 15%/32%/52%/75%（即 2017、2018、2019、2020 年分别同比增长 15.0%、14.8%、15.2%、15.1%）。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 16.46 元/股，共有五个解除限售期。解锁条件为 2019-2023 年净利润较 2018 年分别增长 15%/32%/52%/75%/100%（即 2020-2022 年净利同比年均增长约 15%，2023 年同增 14%）。2020 年公司净利同比下滑 65.5%，未达到解锁条件。

#### 1.5、思考 1：B2B、B2C 是否会互相竞争、抢占彼此资源？

**B2B、B2C 业务团队相互独立。**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，只共享 HR、财务、IT 三部分，基本可以做到互不影响、互不干涉。

**B2B、B2C 业务之间相互协同。**从供应链角度来看，B2B 代工制造业务积累的经验，能够实现快速设计打样、灵活安排生产等等，有效地为 B2C 业务起到支撑作用，为其高品质产品生产奠定了良好的基础；而公司对 B2C 业务的运营管理、产品推广销售经验则可以强化公司对终端市场的理解，提升创新、设计、研发能力。

参考可比公司稳健医疗、新宝股份的发展历程可以看到，通过 B2B、B2C 产品差异化定位运营、共享资源但互不干涉，未来公司有望做到 B2B、B2C 业务协同发展，共同推动公司业绩增长。

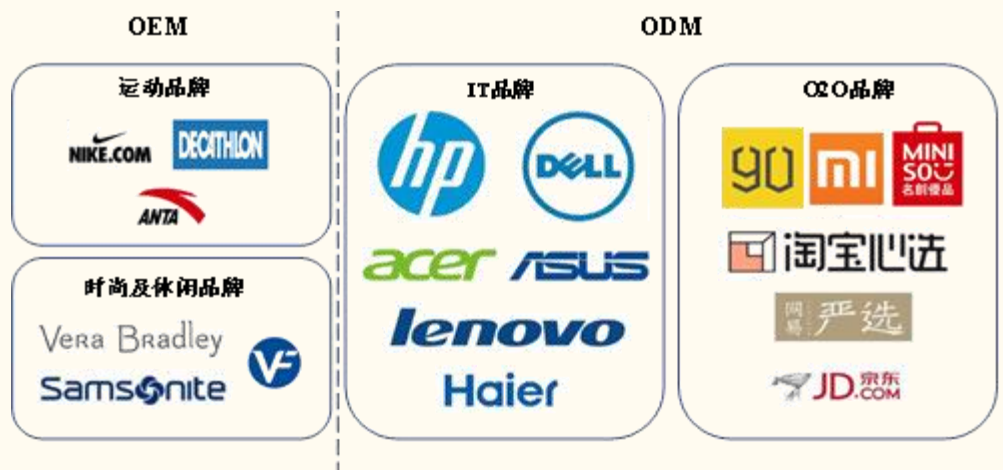
- **稳健医疗：产品差异化定位，医疗、消费板块双轮驱动。**公司早期以医用敷料 OEM 出口业务为主，建立了自有品牌“winner 稳健医疗”，并拓展了以“全棉时代”为核心的日用消费品业务板块，成为了医疗、消费板块双轮驱动的大健康领军企业。公司两大业务板块产品差异性较强，处于不同赛道，B2B 端医用敷料业务丰富的代工经验与领先的制造工艺为 B2C 端消费品零售提供了优质的供应链资源支撑，助力 B2C 业务快速成长，已逐渐发展为公司重要增长引擎。
- **新宝股份：代工龙头转型 OBM 快速发展。**公司以西式小家电 OEM 业务起家，2010 年转型 ODM 模式，进入设计环节，拓展了飞利浦、松下、西门子等众多国际知名品牌。2017 年公司代理摩飞品牌，成功转型 OBM 模式，自主推广、销售产品，在新宝自身经过多年代工积淀的优质供应链、研发团队支持下快速发展，爆款产品频出，自有品牌拉动公司内销收入快速增长，预计 2020 年内销收入约 29.9 亿元，同比增长约 65%。

## 2、B2B 端：新业务、新客户提升业绩预期

### 2.1、优质客户资源铸就深厚壁垒，自主研发能力保障核心优势

公司手握大量优质客户资源并持续深化合作，优质客户占比提升有望带动盈利能力提升。公司在箱包代工行业深耕多年，拓展了大量国际 IT 集团及国际包袋行业领先零售企业。此类企业对供应商有着严格的资质认定标准，流程较为复杂，一旦成为合格供应商不会轻易变更，形成了较强的竞争壁垒。且公司自 2016 年上市以来积极调整客户结构，逐步提升优质客户收入占比，订单结构进一步优化有望带动公司盈利能力提升。

图表 9：公司 B2B 业务现有客户均为国内外知名企业



来源：公司公告，国金证券研究所

**强大自主研发能力奠定竞争优势。**不同于市场上仅具备 OEM 代工生产能力而无法自主研发设计的厂商，公司具备多年的 ODM 代工经验，且研发费用率常年维持在 2.5% 以上，能够贴近客户需求自行研发设计产品，产生更多附加值，维持较高的毛利率水平。因此，公司与 B2B 端 ODM 模式核心客户维持着长期稳定的合作关系。

### 2.2、收购优衣库核心供应商切入新赛道、新增 VF 客户提升订单预期

#### ■ 在原有箱包品类方面，持续扩客户、扩产能

**收购印尼宝岛工厂切入 NIKE 供应链。**2019 年 2 月，公司完成了对印尼宝岛的收购，正式切入耐克软包供应链体系，同时完善了全球化产能布局，提升了自身服务制造能力。我们预计耐克全球订单采购量在未来两年能保持 20% 左右的增速，保证了公司印尼工厂订单的稳定增长。并且随着公司产能的持续扩张，不断开发新客户并拓展品类，有望持续助力公司业绩提升。

图表 10: 印尼宝岛工厂



来源: PT. Formosa Bag Indonesia 官网, 国金证券研究所

**增发顺利推动印尼工厂产能释放。**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, 预计 2021 年初能够实现产能的翻倍, 公司优秀的工厂改造能力得以验证。2020 年 4 月公司定向增发顺利完成, 印尼基地与女包工厂均获得产能扩充。公司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; 新增产能部分释放有望促进公司业绩增长。

图表 11: 公司通过非公开发行股票募资不超过 6.95 亿元

投资项目名称	项目投资总额 (万元)	拟投入额占比
印尼箱包生产基地	29,308.04	42.17%
滁州米润科技有限公司时尚女包工厂项目	15,196.47	21.87%
安徽开润股份有限公司信息化建设项目	4,996.16	7.19%
补充流动资金	20,000.00	28.78%
合计	69,500.67	100.00%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

**箱包业务新增客户 VF, 订单预期再提升。**凭借优秀存量核心客户的背书与优秀的研发制造能力, 公司不断拓展新客户。2020 年公司新增传统箱包业务核心客户、与跨国服饰公司 VF 首次展开合作。且 2020 年公司已合计持有 1000 多万元 VF 客户订单, 预计 2021 年能提升至 7000 万, 未来还有上行空间, 公司整体订单预期又上一层楼。

#### ■ 在扩品类方面, 收购优衣库核心供应商切入服装代工新赛道

2020 年 9 月, 公司通过全资子公司滁州米润科技以自有资金 3.26 亿元收购上海嘉乐 28.70% 股权, 并通过全资子公司宁波浦润参与投资设立的安徽泰合合伙企业收购该公司 10.9% 股权, 此次交易完成后, 开润股份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, 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。此次收购前, 公司 B2B 业务主要为箱包代工业务, 市场空间有限。通过本次收购, 公司正式切入服装代工领域, 打开广阔增长空间。并且考虑到优衣库即将重点拓展童装业务市场, 有利于具备丰富童装代工经验的上海嘉乐拓展订单、提升供应商集中度。

#### ■ 入选首批阿里巴巴箱包供应链战略合作伙伴, 代工业务再添新看点

2020 年公司入选首批阿里巴巴箱包供应链战略合作伙伴。通过与阿里战略合作，在其大数据支持驱动下，公司智能自动化生产水平和产业链协同效应有望进一步，加快运营周转速度。考虑到天猫将在未来三年将造就 50 个年度千万单品、20 个 5000 万元俱乐部、5 个 1 亿俱乐部、1 个十亿俱乐部，整体市场规模达 100 亿元，公司作为战略合作伙伴、箱包品类领先品牌商，有望继续加强行业内领跑地位，加速提升销售水平，带动业绩提升。

### 2.3、思考 2：外延收购能否持续地帮助公司 B2B 业务切入新赛道、拓展新客户？

公司具备丰富的并购经验，有望通过持续的并购产值及现金流优秀的标的，切入服装行业内部，取得头部优质客户。




公司具备较强的并购管理能力，能够充分赋能、整合并购标的公司，改造调动其生产经营能力。例如上海嘉乐具备较强的生产研发能力，但经营投入较为保守，获取新客户的能力相对较弱。而公司拥有丰富的头部客户资源与对客户需求的深度认知，有能力帮助上海嘉乐拓新客户、新订单。

因此，我们认为，开润股份有望通过持续的并购获取新客户、新订单，突破单一行业限制，向全面供应商方向迈进。

### 3、B2C 端：拓品牌、拓品类带来业绩增量

B2C 业务方面，公司敏锐洞察市场消费需求，搭建了针对不同消费人群、主营不同品类的自有品牌矩阵，进一步提升市场份额，聚焦出行消费品的同时加速开辟新赛道、不断开发探索新品类。

图表 12：公司品牌矩阵完善

品牌名称	LOGO	针对人群	价格段	品牌特色	主要渠道
90 分		一二三线城市收入较好的年轻白领	300-800 元	主营拉杆箱、包袋、生活配件及其他泛出行产品，强调颜值、时尚、品牌调性	公司自有电商渠道（天猫、京东、小米有品、唯品会等）
小米		年轻白领、学生	200-400 元	主营箱包及其他出行产品，科技感、功能性强	小米系渠道（小米天猫、小米京东、小米商城、小米线下以及小米有品等）
大嘴猴		三四五线城市消费者	300 元以下	主营拉杆箱产品，外观色彩丰富、高性价比	淘宝特价版、天猫、快手等

来源：公司公告，国金证券研究所

#### 3.1、90 分：品牌持续升级，拓展新品类带来业绩增量

“90 分”品牌创立于 2015 年，初期依靠小米渠道并通过“爆款单品”策略迅速打开市场；2016 年 90 分产品夺得天猫双十一旅行箱单品销量第一名，2018 年公司旅行箱在中国市场的销量超新秀丽；2017 年，90 分揽获天猫双十一品牌、单品、类目等 9 项第一。

2019 年公司将 90 分自有渠道与小米渠道团队进行了分拆，进行独立运作，提升运营效率，开始迈向独立品牌。近年来，公司积极梳理自身品牌形象，明确自身品牌定位，通过纵向产品迭代，横向品类扩张与品牌营销不断提升市场份额。

品牌营销方面，2020 年公司自有品牌“90 分”及旗下“90 分旗舰店”成功入选了天猫“拉杆箱”品类舰长及“2020Win+项目舰长”，并由此获取了天猫全客测最高级别数据中心。凭借平台的数据支撑，公司能够及时获取需求信息，对用户精准画像、深度分析，进而合理优化研发生产、市场运营、品牌建设等流程，扩大品牌市场份额。同时，公司通过与知名 IP 联名、与知名歌手及车队合作、签约当红流量明星代言人等方式积极提升品牌知名度。

图表 13: 90 分作为品类舰长亮相天猫品类日



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 14: 90 分×盗墓笔记联名系列



来源: 公司官网, 国金证券研究所

产品方面, 90 分持续横向丰富箱包产品线。公司进一步梳理 90 分品牌产品线, 将产品“系列化”, 推出了满足不同出行场景的商务系列“曼哈顿”、旅游度假系列“西西里”等, 促进箱包及包袋、出行配件等品类消费, 受到了消费者欢迎, 销售数据、转化率良好。2021 年公司推出“90 分×芝麻街”联名新品, 将拉杆箱、背包、行李牌等配件以及晴雨伞合并宣传并同时销售, 满足全方位出行需求的同时有效提升产品销售连带率。

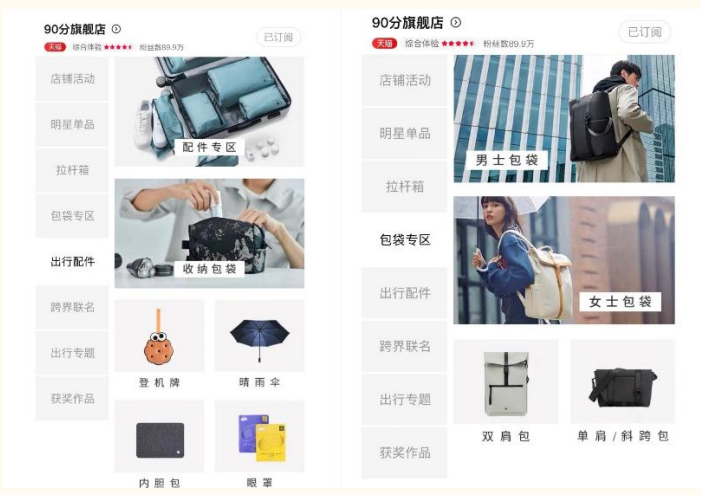
图表 15: 2021 年公司推出“90 分×芝麻街”联名新品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

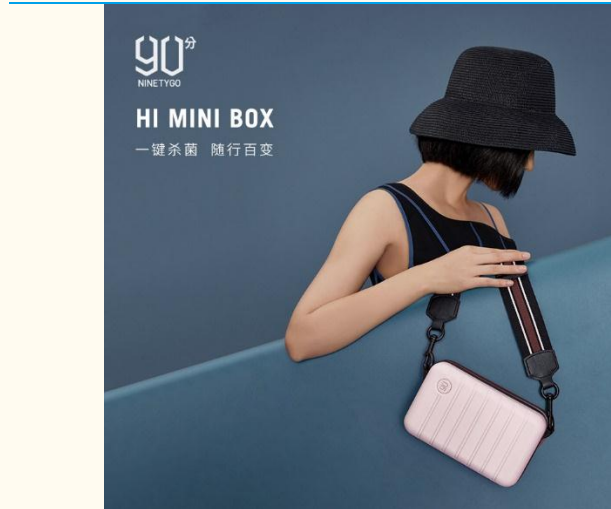
出行品相关新品类方面, 公司 20、21 年积极推出双肩包、收纳包等软包新品以及晴雨伞、登机牌等出行配件, 持续丰富出行消费品品类。疫情期间, 公司准确把握市场趋势, 适时推出了 MINI BOX“雪糕包”等多款具备杀菌功能的产品, 并在箱包内采用长效抑菌内衬, 精准满足了用户出行过程中的防护需求, 在疫情催化下销量有望大幅提升。预计未来公司将围绕出行产品拓展品类, 全方位满足消费者出行需求。

图表 16：90 分持续丰富出行消费品品类



来源：天猫，国金证券研究所

图表 17：疫情期间公司推出杀菌包袋



来源：天猫，国金证券研究所

### 3.2、小米：依托渠道资源持续向外拓展

**产品方面**，对于小米渠道中的米牌产品，公司延续了高性价比的产品策略，价格为 200-400 元之间，通过科技感、强功能性与同价格带淘品牌展开差异化竞争；同时与定位在 300-800 元左右，主要针对一二三线城市收入较好的年轻白领的 90 分产品区别定位。

**渠道方面**，预计未来公司将继续借助小米品牌力、流量资源及规模优势，提升品牌影响力。小米品牌经过多年发展受到年轻消费者的广泛认可，积累较大粉丝基数，渠道资源丰富（包括线上渠道、小米之家门店、运营商渠道等），且未来增长空间较大。作为小米生态链中唯一的箱包品类公司，凭借小米资源支持，公司可逐渐提升自有品牌曝光率、知名度，并由此催生更多分销渠道销量，推动业绩增长。

**切入健身器材领域，开拓新的业绩增长点。**2020 年 7 月，公司成功众筹悠启走步机，且超额完成众筹目标 1059%，顺利扩品类至家庭健身器材。公司未来将深化与小米的合作，协同开发软硬件一体化产品，并借小米品牌、流量、供应链资源快速冲量，带来销售增长。此外我们预计公司有望逐步开拓划船机、跑步机、动感单车、健康检测设备 etc 健身器材产品，深挖运动大健康赛道，不断引入新的业绩增长点。

图表 18：试水走步机产品



来源：小米有品，国金证券研究所

### 3.3、大嘴猴：拓展下沉品牌，进军新渠道

公司控股子公司上海潞润纺于 2020 年 4 月获得红纺文化许可，在箱包类、伞类授权品项上独占使用 Paul Frank 及图形、中英文系列品牌，授权期限为 10 年。

“Paul Frank（大嘴猴）”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，与以 300-800 元产品为主的 90 分品牌差异化定位，更精准契合淘宝特价版平台定位，有望依托新平台新渠道大幅拓展低价段位市场。该品牌目前已入驻天猫、淘宝特价版平台，表现亮眼，行李箱单品成为爆款，月销量突破 4 万，品类热度居前五，未来有望进入更多电商平台，挖掘品牌潜力。

图表 19：公司 2020 年新增大嘴猴品牌



来源：天猫，淘宝特价版，国金证券研究所

### 3.4、思考 3：公司 B2C 端如何在资源有限的情况下实现多品牌运营？

公司各个品牌共享供应链资源，但有不同的发展侧重。从三个主营箱包业务的重点品牌来看，小米品牌从产品、供应链等角度看都已经比较成熟；2019 年把 90 分与小米运营团队分离，独立打造 90 分品牌，重点在于产品设计和打造品牌调性；大嘴猴品牌主要与代理商合作。公司各品牌采用差异化定位，推出不同的产品，采用不同的渠道，向不同人群推广，实现了品牌之间互不冲突，并同时覆盖了更广泛的人群。

**1) 品牌定位：**90 分品牌针对一二三线城市收入较好的年轻白领，更强调颜值、时尚、品牌调性，价位为 300-800 元；小米品牌针对 IT 理工男，主打功能性，对科技感要求更高，要求产品功能结构好用，对颜值、色彩、品牌调性相对要求不高，价格段在 200-400 元；大嘴猴品牌主要针对三四五线城市消费者，需要色彩调性，高性价比，主打 200 元以下市场。

**2) 渠道：**90 分品牌销售重点在于公司自有电商渠道，包括天猫、京东、小米有品、唯品会等，是公司倾注最多研发、营销资源的品牌；小米品牌主要依托小米系渠道，包括小米天猫、小米京东、小米商城、小米线下以及小米有品等，采用卖断给小米，毛利润分成的销售模式；大嘴猴品牌主要渠道在淘宝特价版、天猫、快手直播等。

## 4、盈利预测与投资建议

### 4.1、盈利预测

**预测假设：**公司为国内出行消费品行业龙头公司，疫情前业绩保持快速增长。2020年公司受疫情影响业绩承压，收入、净利润分别同比下滑27.8%、65.6%，未来业绩恢复弹性较大。

**1) 收入端：**考虑到疫情后出行市场逐渐恢复，公司B2B端订单逐渐企稳、20年切入服装代工赛道打开增长空间，21年有望同比增长22%恢复至疫情前水平，2022、2023年有望保持高双位数增速。

公司B2C端品牌持续升级，拓新品牌、新品类顺利，自有品牌21年有望同比增长40%，2022、2023年维持30%以上增速，渠道占比继续上升；小米渠道20年受疫情影响严重，收入大幅下滑，修复弹性较大，21年有望同比增长75%恢复至近19年水平，2022、2023年有望保持20%以上稳定增长，渠道占比预计下降。

**2) 盈利能力：**毛利率方面，B2C端受益于90分品牌持续升级、推出新品价格带提升，毛利率有望提升。B2B端随着产能扩大，规模效应显现，毛利率有望继续提升。

从净利率来看，考虑到公司2020年面临资产减值损失、汇兑损益、签约新代言人等一次性大额支出，21年公司净利率有望提升至疫情前水平，并在公司严格控费下保持增长趋势。

综上，我们预计2021-2023年公司归母净利润分别为2.38/3.14/3.93亿元，对应2021-23年EPS分别为0.99/1.31/1.64元。

图表 20：开润股份盈利预测（百万元）

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>B2C 业务</b>						
收入	1025.66	1287.79	733.00	1208.55	1540.37	1896.53
YOY	85.06%	25.56%	-43.08%	64.88%	27.46%	23.12%
自有渠道占比	35%	17%	29%	25%	26%	28%
自有渠道营收	358.98	213.56	212.00	296.80	400.68	528.90
YOY		-40.51%	-1%	40.00%	35.00%	32.00%
小米渠道占比	65%	83%	71%	75%	74%	72%
小米渠道营收	666.68	1074.23	521.00	911.75	1139.69	1367.63
YOY		61.13%	-52%	75.00%	25.00%	20.00%
毛利率	23.80%	25.30%	27.84%	27.95%	28.30%	28.30%
成本		961.98	528.93	870.76	1104.45	1359.81
<b>B2B 业务</b>						
收入	882.16	1318.92	1180.74	1439.96	1757.76	2086.16
YOY	34.68%	49.51%	-10.48%	21.95%	22.07%	18.68%
原有板块	882	1051.05	939.66	1114.50	1318.39	1536.94
YOY		19.15%	-10.60%	18.61%	18.29%	16.58%
-传统客户	732.155	838.11	752.71	903.25	1083.90	1279.00
YOY	15.30%	-10%	-10%	20.00%	20.00%	18.00%
-新零售客户	150.00	212.94	186.95	211.25	234.49	257.94
YOY	650%	15.00%	-12%	13.00%	11.00%	10.00%
印尼工厂		267.87	241.08	325.46	439.37	549.22
YOY			-10%	35.00%	35.00%	25.00%
毛利率	32.16%	32.00%	29.21%	31.80%	33.10%	33.10%
成本		896.87	835.85	982.06	1175.94	1395.64



	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>主营业务收入</b>	1908.01	2606.71	1913.74	2648.52	3298.14	3982.69
YOY		36.62%	-26.58%	38.39%	24.53%	20.76%
<b>其他业务</b>	140.00	88.11	30.07	36.69	42.92	49.79
YOY		-37.06%	-66%	22.00%	17.00%	16.00%
毛利率	3.0%	5%	5%	5.00%	5.00%	5.00%
营业成本		83.70	28.57	34.85	40.78	47.30
<b>营业总收入</b>	<b>2047.816</b>	<b>2694.82</b>	<b>1943.81</b>	<b>2685.21</b>	<b>3341.06</b>	<b>4032.48</b>
YOY	64.2%	31.6%	-27.87%	38.14%	24.42%	20.69%
B2C 业务占比	50.09%	47.79%	37.71%	45.01%	46.10%	47.03%
B2B 业务占比	43.08%	48.94%	60.74%	53.63%	52.61%	51.73%
<b>营业总成本</b>	<b>1515.88</b>	<b>1942.55</b>	<b>1393.35</b>	<b>1887.67</b>	<b>2321.17</b>	<b>2802.75</b>
YOY		28.15%	-28.27%	35.48%	22.96%	20.75%
<b>毛利率</b>	<b>25.98%</b>	<b>27.92%</b>	<b>28.32%</b>	<b>29.70%</b>	<b>30.53%</b>	<b>30.50%</b>
<b>净利率</b>	<b>8.48%</b>	<b>8.40%</b>	<b>4.01%</b>	<b>8.88%</b>	<b>9.39%</b>	<b>9.73%</b>
B2C 业务	5.77%	6.19%	3.17%	6.40%	6.90%	7.10%
B2B 业务	12.99%	11.12%	4.63%	11.18%	11.80%	12.36%
-原有业务		13%	12%	12%	12%	12%
-印尼工厂	-91.00%	9.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
<b>净利润</b>	<b>174</b>	<b>226</b>	<b>78</b>	<b>238</b>	<b>314</b>	<b>393</b>
YOY		30.32%	-65.57%	205.75%	31.62%	25.12%
B2C 业务	59.19	79.73	23.27	77.35	106.29	134.65
YOY	78.15%	34.69%	-70.82%	232.46%	37.41%	26.69%
B2B 业务	114.55	146.69	54.69	160.99	207.42	257.85
YOY	25.49%	28.05%	-62.72%	194.39%	28.84%	24.31%
<b>EPS</b>	<b>0.80</b>	<b>1.04</b>	<b>0.32</b>	<b>0.99</b>	<b>1.31</b>	<b>1.64</b>

来源: Wind, 国金证券研究所

#### 4.2、相对估值

公司拥有 B2C、B2B 两大业务板块，为小米生态链公司之一。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：主营代工业务的申洲国际，兼具 B2B、B2C 业务的新宝股份、稳健医疗，以及同处小米生态链的石头科技。预计公司 21、22 年 PE 分别为 26、20 倍，相比可比公司仍有提升空间，且作为出行消费龙头应享有一定溢价。参考可比公司估值水平，给予开润股份 21 年 33 倍 PE、目标价 32.67 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 21：可比公司估值

证券代码	公司名称	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300888.SZ	稳健医疗	139	1.45	8.91	4.82	5.72	95.86	15.60	28.86	24.30
002705.SZ	新宝股份	37.19	0.86	1.35	1.67	1.99	43.24	27.55	22.21	18.67
688169.SH	石头科技	1150.01	15.66	20.57	25.88	32.26	73.44	55.91	44.44	35.65
2313.HK	申洲国际	163.3	3.39	3.4	4.32	5.04	48.17	48.03	37.80	32.41
	中位数						60.80	37.79	33.33	28.36
	平均数						65.18	36.77	33.33	27.76
300577.SZ	开润股份	25.63	1.04	0.32	0.99	1.31	33.86	80.36	25.81	19.62

来源: Wind, 国金证券研究所 (除开润股份外均采用 wind 一致预期; 开润股份 2020 年 EPS 为实际值, 其余为 Wind 预测值; 收盘截止日为 2021/04/06)

### 4.3、投资建议

公司为国内出行消费品行业龙头公司，疫情前业绩保持快速增长。2020 年受疫情影响业绩承压，收入、净利润分别同比下滑 27.8%、65.6%。考虑到随着疫情影响减弱，公司 B2B 端订单逐渐企稳，且 20 年切入服装代工赛道、新增 VF 客户提升增长潜力，B2C 端品牌持续升级，拓新品牌、新品类顺利，公司业绩有望加速恢复。

我们预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 2.38/3.14/3.93 亿元，对应 2021-23 年 EPS 分别为 0.99/1.31/1.64 元，当前股价对应 PE 分别为 26/20/16 倍，仍有上升空间。给予公司 21 年 33 倍 PE、目标价 32.67 元，首次覆盖给予“买入”评级。

### 5、风险提示

疫情影响远距离出行市场及海外客户订单。国内新冠肺炎疫情尚未结束，对消费者远距离出行有抑制作用，影响 B2C 端产品销售；同时，如果疫情持续在海外蔓延，也会对 B2B 端海外主要客户的需求带来抑制作用。

B2C 端非米系渠道开拓不达预期。公司 B2C 端品牌大力开发非米自有渠道，如拓展不及预期将对业绩带来影响。

B2B 端产能扩张不达预期。公司印尼宝岛工厂、上海嘉乐产能扩张如不及预期将影响代工业务增速。

限售解禁风险。2279.21 万股定向增发机构配售股份预计于 2021.5.24 上市流通。

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>主营业务收入</b>	<b>2,048</b>	<b>2,695</b>	<b>1,944</b>	<b>2,685</b>	<b>3,341</b>	<b>4,032</b>	货币资金	240	417	1,053	633	719	903	
增长率		31.6%	-27.9%	38.1%	24.4%	20.7%	应收款项	292	433	409	495	515	522	
<b>主营业务成本</b>	<b>-1,516</b>	<b>-1,946</b>	<b>-1,390</b>	<b>-1,888</b>	<b>-2,321</b>	<b>-2,803</b>	存货	413	541	389	528	642	729	
%销售收入	74.0%	72.2%	71.5%	70.3%	69.5%	69.5%	其他流动资产	223	90	150	147	154	164	
<b>毛利</b>	<b>532</b>	<b>748</b>	<b>554</b>	<b>798</b>	<b>1,020</b>	<b>1,230</b>	流动资产	1,168	1,481	2,002	1,802	2,031	2,318	
%销售收入	26.0%	27.8%	28.5%	29.7%	30.5%	30.5%	%总资产	82.9%	75.2%	66.0%	64.5%	66.5%	69.0%	
<b>营业税金及附加</b>	<b>-10</b>	<b>-14</b>	<b>-9</b>	<b>-12</b>	<b>-16</b>	<b>-16</b>	长期投资	49	61	502	502	502	502	
%销售收入	0.5%	0.5%	0.4%	0.5%	0.5%	0.4%	固定资产	101	205	260	292	316	333	
<b>销售费用</b>	<b>-190</b>	<b>-257</b>	<b>-216</b>	<b>-258</b>	<b>-312</b>	<b>-372</b>	%总资产	7.2%	10.4%	8.6%	10.4%	10.4%	9.9%	
%销售收入	9.3%	9.5%	11.1%	9.6%	9.3%	9.2%	无形资产	12	150	192	197	202	208	
<b>管理费用</b>	<b>-83</b>	<b>-126</b>	<b>-165</b>	<b>-184</b>	<b>-231</b>	<b>-278</b>	非流动资产	242	488	1,031	991	1,021	1,043	
%销售收入	4.1%	4.7%	8.5%	6.8%	6.9%	6.9%	%总资产	17.1%	24.8%	34.0%	35.5%	33.5%	31.0%	
<b>研发费用</b>	<b>-52</b>	<b>-78</b>	<b>-73</b>	<b>-85</b>	<b>-104</b>	<b>-122</b>	<b>资产总计</b>	<b>1,410</b>	<b>1,970</b>	<b>3,032</b>	<b>2,793</b>	<b>3,051</b>	<b>3,361</b>	
%销售收入	2.5%	2.9%	3.7%	3.2%	3.1%	3.0%	短期借款	60	108	498	201	113	12	
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>197</b>	<b>274</b>	<b>91</b>	<b>259</b>	<b>358</b>	<b>441</b>	应付款项	565	828	525	611	751	907	
%销售收入	9.6%	10.2%	4.7%	9.7%	10.7%	10.9%	其他流动负债	96	118	148	71	89	108	
<b>财务费用</b>	<b>5</b>	<b>-1</b>	<b>-25</b>	<b>-19</b>	<b>-9</b>	<b>1</b>	流动负债	721	1,054	1,170	884	953	1,027	
%销售收入	-0.3%	0.0%	1.3%	0.7%	0.3%	0.0%	长期贷款	0	2	1	1	1	1	
<b>资产减值损失</b>	<b>-7</b>	<b>13</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	其他长期负债	10	14	225	162	162	162	
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	负债	731	1,070	1,397	1,046	1,116	1,190	
<b>投资收益</b>	<b>6</b>	<b>4</b>	<b>15</b>	<b>40</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>636</b>	<b>834</b>	<b>1,581</b>	<b>1,692</b>	<b>1,881</b>	<b>2,117</b>	
%税前利润	2.6%	1.3%	18.5%	14.3%	5.4%	4.3%	其中：股本	218	217	240	240	240	240	
<b>营业利润</b>	<b>215</b>	<b>282</b>	<b>85</b>	<b>280</b>	<b>369</b>	<b>463</b>	未分配利润	326	498	552	695	884	1,120	
营业利润率	10.5%	10.5%	4.4%	10.4%	11.1%	11.5%	少数股东权益	42	66	55	55	55	55	
<b>营业外收支</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>-2</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,410</b>	<b>1,970</b>	<b>3,032</b>	<b>2,793</b>	<b>3,051</b>	<b>3,361</b>	
<b>税前利润</b>	<b>218</b>	<b>283</b>	<b>84</b>	<b>280</b>	<b>369</b>	<b>463</b>	<b>比率分析</b>		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
利润率	10.6%	10.5%	4.3%	10.4%	11.1%	11.5%	<b>每股指标</b>							
<b>所得税</b>	<b>-34</b>	<b>-46</b>	<b>-17</b>	<b>-42</b>	<b>-55</b>	<b>-69</b>	每股收益	0.798	1.040	0.325	0.993	1.307	1.638	
所得税率	15.4%	16.2%	20.4%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.924	3.836	6.582	7.047	7.831	8.814	
<b>净利润</b>	<b>184</b>	<b>237</b>	<b>66</b>	<b>238</b>	<b>314</b>	<b>393</b>	每股经营现金净流	0.671	0.564	0.407	0.310	1.540	2.103	
少数股东损益	11	11	-11	0	0	0	每股股利	0.200	0.120	0.100	0.397	0.523	0.655	
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>174</b>	<b>226</b>	<b>78</b>	<b>238</b>	<b>314</b>	<b>393</b>	<b>回报率</b>							
净利率	8.5%	8.4%	4.0%	8.9%	9.4%	9.8%	净资产收益率	27.30%	27.10%	4.93%	14.09%	16.69%	18.58%	
							总资产收益率	12.32%	11.47%	2.57%	8.54%	10.29%	11.70%	
							投入资本收益率	22.54%	22.60%	3.16%	10.44%	13.76%	15.99%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	76.19%	31.58%	-27.87%	38.14%	24.42%	20.69%	
							EBIT 增长率	34.25%	39.07%	-66.62%	183.72%	38.08%	23.28%	
							净利润增长率	30.23%	30.09%	-65.51%	205.84%	31.68%	25.27%	
							总资产增长率	42.45%	39.71%	53.95%	-7.89%	9.24%	10.16%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	39.9	44.5	74.2	62.0	51.0	42.0	
							存货周转天数	83.9	89.5	122.2	102.0	101.0	95.0	
							应付账款周转天数	83.9	76.8	119.4	70.0	70.0	70.0	
							固定资产周转天数	17.0	25.8	41.9	34.3	30.1	26.3	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-26.51%	-36.36%	-28.65%	-19.72%	-26.83%	-37.01%	
							EBIT 利息保障倍数	-38.3	488.3	3.7	13.8	41.2	-334.0	
							资产负债率	51.86%	54.30%	46.06%	37.45%	36.56%	35.39%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	11	11	13	32
增持	1	12	20	27	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.52	1.65	1.68	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

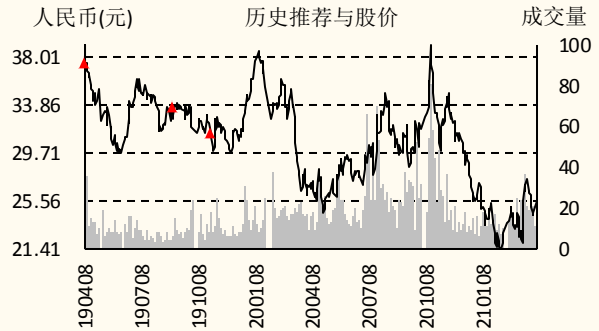
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-04-10	买入	39.48	N/A
2	2019-04-28	买入	34.19	N/A
3	2019-08-29	买入	32.86	N/A
4	2019-10-28	买入	32.50	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402