

2020年03月28日

开润股份 (300577.SZ)

深度分析

2C 占据线上领先地位，2B 印尼拓展推动增长

投资要点

◆ **开润股份：涵盖 B2B 及 B2C 的箱包制造商：**开润股份始于 2005 年，是较为传统的 B2B 箱包制造商。2015 年起公司与小米合作开始打造 B2C 模式。目前公司具有 B2B、B2C 双模式，2018 年分别占营收 46%、54%。公司管理团队多样化，董事长曾就职于南京同创、联想集团，互联网思维推动公司差异化发展。2015 至 2019 年公司营收年复合增速约 53%，归母净利年复合增速约 36%，主要来源于 B2C 业务的增长。

◆ **B2C 小米赋能，高性价比奠定线上中档拉杆箱龙头地位：**开润股份 B2C 业务 2015 年至 2018 年营收年复合增速约 113.4%，一是源于公司在箱包市场上的较高性价比，二是源于小米合作带来的流量扶持。

开润与小米合作，始于小米开启生态链战略，小米流量入口推动小米生态链战略成功。2C 端小米科技及其他渠道均取得快速增长，2015 年至 2018 年小米科技渠道年复合增速约 155%，其他渠道年复合增速约 464%。开润股份 B2C 业务营收规模逐步追赶新秀丽，估计 2018 年及之前，开润股份 B2C 业务加价倍率位于 1.4 倍至 1.8 倍之间，加价倍率远低于新秀丽、美旅等品牌。

小米流量扶持以及高性价比，小米、90 分品牌拉杆箱占据国内线上中档拉杆箱龙头地位。天猫平台 199 元至 600 元的中档拉杆箱市场中，小米品牌市占率 11.1%，90 分品牌市占率 3.8%。展望未来，开润 B2C 将持续受益国内箱包市场集中度提升，持续受益国内电商市场的较快发展。

◆ **B2B 稳健增长，收购印尼工厂切入 NIKE 供应链：**开润 B2B 业务 2015 年至 2018 年年复合增速约 26%，客户订单挖掘与外延推动 B2B 发展。2019 年初公司收购印尼工厂，切入 NIKE 供应链，一方面并表推升 B2B 业绩增速，另一方面切入运动服饰品类有望扩大与 NIKE 等北美客户的合作。国内箱包制造市场较为广阔，2018 年箱包制造对应终端销售规模预计约 3689 亿元。公司箱包产能持续提升，2015 年至 2018 年产量年复合增速约为 45%，在建工程夯实未来 B2B 增长契机。

◆ **疫情影响国内业务，海外业务目前受影响较小：**B2C 方面，春节物流产能缩减影响线上消费，短期内旅游出行需求降低减少拉杆箱 2 月成交，春节及 2 月并非电商旺季，开润线上销售 2 月占比约 4%。箱包非高频消费，中长期需求受影响幅度或有限。

B2B 方面，收购印尼工厂后，海外 B2B 占比已明显提高，截止 3 月 24 日公司 2B 业务未受海外疫情明显影响。国内新冠疫情逐步可控，纺织制造行业复工逐步进行，未来开润或将通过增加产线的方式消除国内疫情影响。

◆ **投资建议：**开润股份 B2C 业务占据国内线上中档拉杆箱龙头地位，B2B 业务印尼拓展夯实增长动力。B2C 受疫情影响月份非旺季，国内 B2B 有望通过增加产线部分挽回，海外 B2B 目前未受疫情明显影响。我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年 EPS 分别约 1.04 元、1.30 元、1.63 元，对应 PE 分别约 27 倍、22 倍、18 倍。目前 PEG 低于可比公司平均水平，维持“买入-B”评级。

纺织服装 | 体育及户外 III

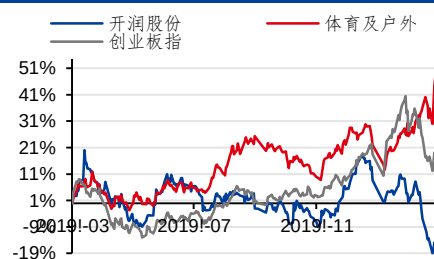
投资评级 买入-B(维持)

股价(2020-03-27) 28.50 元

交易数据

总市值(百万元)	6,196.32
流通市值(百万元)	2,966.12
总股本(百万股)	217.41
流通股本(百万股)	104.07
12 个月价格区间	26.18/39.48 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.55	-24.91	-35.6
绝对收益	-15.88	-17.2	-19.36

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

报告联系人

吴雨舟
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

开润股份：三季度归母净利增长 39%，延续良好的增长态势 2019-10-27

开润股份：B2C 及印尼工厂推动营收增长，费用提升影响净利率 2019-08-29

开润股份：2017H1 业绩增长超预期，自主品牌“90 分”继续发力，全年高增长可期 2017-07-13

开润股份：打造传统箱包行业与互联网结合业态 2017-02-07

- ◆ **风险提示：** 1. 疫情对国内外消费影响或超预期；2. 印尼工厂整合效果或不及预期；
3. 印度及印度尼西亚医疗防疫条件落后我国，疫情对两国影响尚待检验；4. 公司前五大客户占比较大，对客户存在一定依赖性。

财务数据与估值

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162	2,048	2,691	3,400	4,298
YoY(%)	49.8	76.2	31.4	26.4	26.4
净利润(百万元)	133	174	226	284	354
YoY(%)	58.8	30.2	30.1	25.5	24.8
毛利率(%)	29.6	26.0	28.1	27.0	27.8
EPS(摊薄/元)	0.61	0.80	1.04	1.30	1.63
ROE(%)	27.3	27.3	27.4	27.3	27.2
P/E(倍)	46.4	35.7	27.4	21.8	17.5
P/B(倍)	12.7	9.7	7.5	6.0	4.8
净利率(%)	11.5	8.5	8.4	8.3	8.2

数据来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、开润股份：涵盖 B2B 及 B2C 的箱包制造商	6
（一）开润股份：涵盖 B2B 及 B2C 的箱包制造商	6
（二）B2C 业务推动业绩较快增长	7
二、B2C 小米赋能，高性价比奠定线上中档拉杆箱龙头地位	8
（一）开润 B2C 较快增长，主要销售拉杆箱	8
（二）B2C 业务始于与小米合作，流量扶持推动润米发展	9
（三）营收规模逐步追赶新秀丽，性价比具有明显优势	11
（四）线上中档拉杆箱龙头，受益龙头集聚及线上增长	13
三、B2B 稳健增长，收购印尼工厂切入 NIKE 供应链	16
（一）开润 B2B 维持稳健增长，客户订单挖掘与外延推动 B2B 发展	16
（二）收购印尼工厂拓展海外业务，切入 NIKE 供应链	17
（三）箱包市场空间广阔，在建工程夯实 B2B 增长契机	18
四、疫情影响国内业务，海外业务目前受影响较小	20
（一）疫情影响短期消费情绪，春节并非电商旺季	20
（二）海外 B2B 占比较高，国内 B2B 复工逐步进行	21
五、财务分析及盈利预测	22
（一）开润 B2C 业务推动规模快速增长	22
（二）开润股份存货控制良好	23
（三）开润股份季度经营现金流回暖	24
（四）盈利预测与投资建议	24
六、风险提示	25

图表目录

图 1：开润股份公司业务简介	6
图 2：开润股份营业收入及其增长	7
图 3：开润股份归母净利润及其增长	7
图 4：开润股份销售利润率	7
图 5：开润股份 B2C、B2B 分业务营收	8
图 6：开润股份国内外分地域营收	8
图 7：开润股份国内外分地域毛利率	8
图 8：B2C 业务营业收入及其增速	9
图 9：90 分品牌主要产品	9
图 10：典型电商平台中公司品牌品类销售额结构估计	9
图 11：小米集团与开润股份合作历程图	10
图 12：开润旗下上海润米、上海硕米股权结构	10
图 13：小米系统月活跃用户数量	10
图 14：小米集团 IoT 与生活消费产品营收	10
图 15：开润子公司润米业绩概况	10
图 16：开润 B2C 业务小米科技及其他渠道规模估计	11
图 17：开润股份小米及 90 分品牌拉杆箱价格（元）	11
图 18：开润 B2C 业务与新秀丽中国大陆营收对比	12
图 19：新秀丽与开润股份模式示意图	12

图 20: 新秀丽公司亚洲业务批发直销占比	12
图 21: 90 分、新秀丽及美旅加价倍率估计	13
图 22: 天猫平台典型品牌拉杆箱均价	14
图 23: 天猫平台拉杆箱月成交额市占率估计	14
图 24: 天猫平台 199 元至 600 元拉杆箱月成交额市占率估计	14
图 25: 国内箱包市场规模及其预期	15
图 26: 2017 年国内箱包市场集中度较低	15
图 27: 国内箱包市场集中度变化	15
图 28: 国内服装电商及服装整体市场增速对比	15
图 29: 阿里巴巴 2024 财年国内消费 GMV 目标	15
图 30: 开润股份 B2B 业务营业收入 (百万元)	16
图 31: 开润股份招股说明书分业务收入 (百万元)	16
图 32: 开润股份分商品典型客户	16
图 33: 2012 年至 2015 年公司前五大客户销售情况 (百万元)	16
图 34: 2015 年至 2018 年前五大客户销售情况 (百万元)	17
图 35: 开润股份收购印尼工厂经营业绩	17
图 36: 印尼工厂占公司 B2B 及海外业务营收比例	18
图 37: 开润股份海外营业收入及毛利润情况	18
图 38: 国内箱包进出口规模及单价	19
图 39: 国内箱包制造对应终端销售规模估计	19
图 40: 开润股份箱包生产销售情况	19
图 41: 天猫平台拉杆箱市场月成交情况估计	20
图 42: 开润股份线上销售月度占比	20
图 43: SARS 前后国内旅游总人数及其增长	21
图 44: 开润股份分地域营业收入及其增速	21
图 45: 开润股份分地域毛利润增速	21
图 46: 新冠病毒确诊及疑似人数统计	22
图 47: 2 月 17 日国内纺织制造子行业复工情况调查	22
图 48: 国内棉纺织行业复工情况调查	22
图 49: 可比公司营业收入情况 (百万元)	23
图 50: 可比公司归母净利情况 (百万元)	23
图 51: 可比公司毛利率情况	23
图 52: 可比公司净利率情况	23
图 53: 开润股份存货及其占营收比例	23
图 54: 开润股份存货结构 (百万元)	23
图 55: 可比公司存货周转率	24
图 56: 开润股份经营活动现金流情况	24
图 57: 开润股份分季度经营活动现金流情况	24
表 1: 开润股份管理团队简要介绍	6
表 2: 新秀丽旗下品牌毛利率估计	12
表 3: 新秀丽及美旅品牌批发直销毛利率估计	13
表 4: 开润股份 B2C 业务毛利率及加价倍率估计	13
表 5: 收购印尼工厂估值对比	17
表 6: 收购印尼工厂切入 NIKE 供应链	18

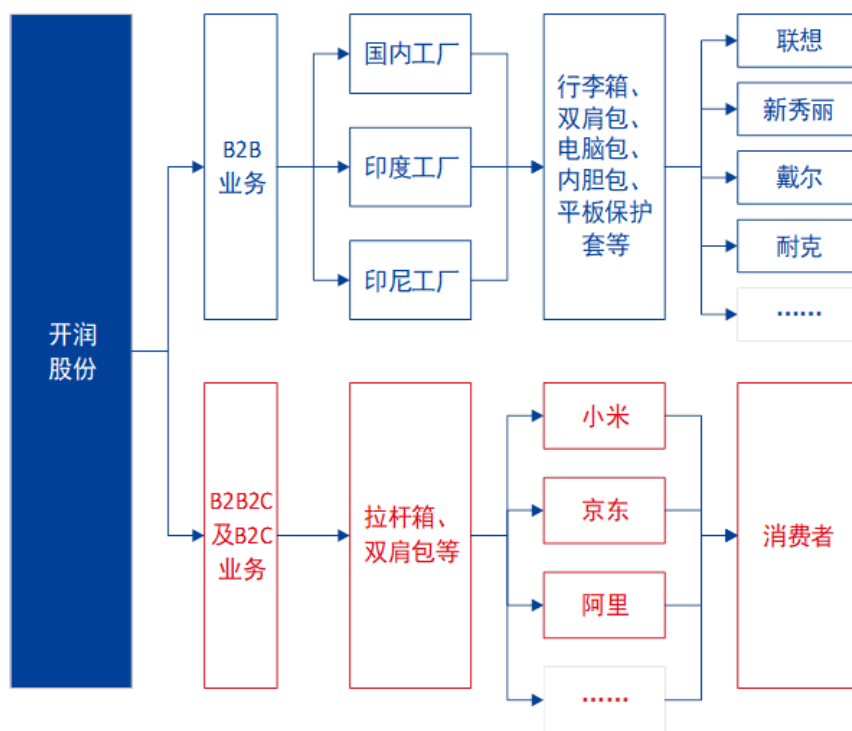
表 7：开润股份近年来在建工程情况统计	19
表 8：典型电商平台对线上商家的扶持	20
表 9：开润股份营业收入预测表（百万元）	24
表 10：开润股份重要指标预测表	25
表 11：可比公司估值一览表	25

一、开润股份：涵盖 B2B 及 B2C 的箱包制造商

（一）开润股份：涵盖 B2B 及 B2C 的箱包制造商

开润股份始于 2005 年，2007 年在上海奉贤设立箱包工厂，是较为传统的 B2B 箱包制造商，2011 年搬迁至安徽滁州。2015 年起公司与小米合作开始打造 B2C 模式。目前公司具有 B2B、B2C 双模式，2018 年分别占营收 46%、54%。

图 1：开润股份公司业务简介



资料来源：公司公告，公司官网，京东，天猫，小米有品，华金证券研究所

公司管理团队有别于传统纺织制造公司。公司管理团队多样化，董事长曾就职于南京同创、联想集团，互联网思维推动公司差异化发展。公司 2B 业务与 2C 业务为两个不同的团队，让合适的人做擅长的事。

表 1：开润股份管理团队简要介绍

高管	职位	简要背景
范劲松	董事长	曾就职于南京同创、联想集团，有十多年管理经验
高晓敏	董事兼副总经理	曾有多家知名外企的管理经验
钟治国	董事兼副总经理	箱包行业十年以上的管理经验
范风云	董事	历任滁州博润、公司生产总监，现任公司采购总监
刘俊祥	海外销售副总	多年跨国公司的管理经验和 10 年以上的 PC 配件行业销售经验
王海岗	供应链总经理	曾在全球知名服装企业任职 16 年，担任中国区高管职位
张溯	自有品牌 90 分合伙人、CEO	多年知名科技企业管理经验和创业经历
刘志欣	自有品牌 90 分合伙人、供应链副总	17 年供应链管理经历
刘苗	自有品牌 90 分合伙人、运营副总	曾担任知名企业高管多年
杨继栋	自有品牌 90 分合伙人	曾获得德国 IF，REDDOT 等设计奖项

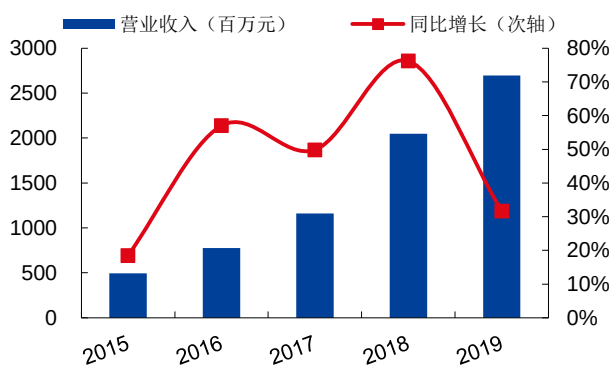
高管	职位	简要背景
王晓媛	自有品牌 90 合伙人	拥有超过 10 年的全球 500 强快消品品牌、产品及运营推广经验
唐宇轩	自有品牌 90 分合伙人	多年知名电脑公司的高级产品经理经验
李永强	自有品牌 90 分合伙人	曾就职于某知名电商公司负责渠道和销售工作

资料来源：公司官网，公司公告，华金证券研究所

（二）B2C 业务推动业绩较快增长

近四年公司 B2C 业务快速发展，推动营收快速增长。2015 至 2019 年公司营收由 4.9 亿元快速提升至近 27.0 亿元，年复合增速约 53%，主要来源于 B2C 业务的增长。2015 年至 2019 年，公司 B2C 业务主要处于开拓期，较低净利率的 B2C 业务较快增长，略微影响公司净利率，但在营收快速增长背景下，2015 年至 2019 年公司归母净利年复合增速约 36%。

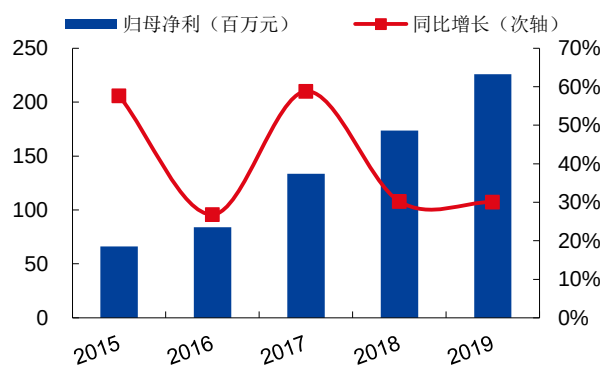
图 2：开润股份营业收入及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：2019 年为业绩快报数据。

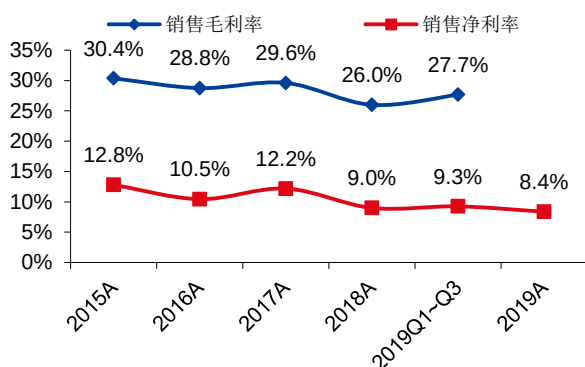
图 3：开润股份归母净利及其增长



资料来源：Wind，华金证券研究所

注：2019 年为业绩快报数据。

图 4：开润股份销售利润率



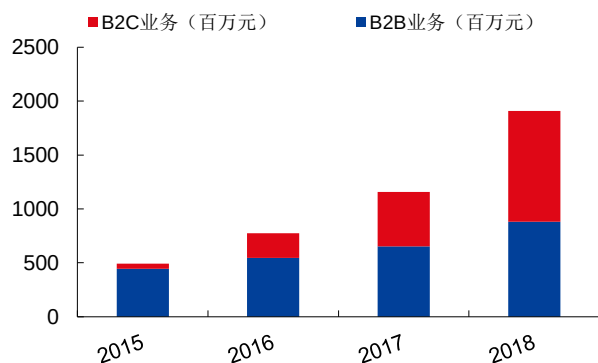
资料来源：Wind，华金证券研究所

注：2019 年为业绩快报数据。

B2C 业务快速扩张推升业绩。2015 年至 2018 年期间，公司 B2B、B2C 业务分别实现年复合增速 29.9%、113.4%。2018 年，公司 B2B、B2C 业务分别实现营收 8.82 亿元、10.26 亿元，营收占比分别约 46%、54%，快速增长的 B2C 业务已经成为公司主要业务。

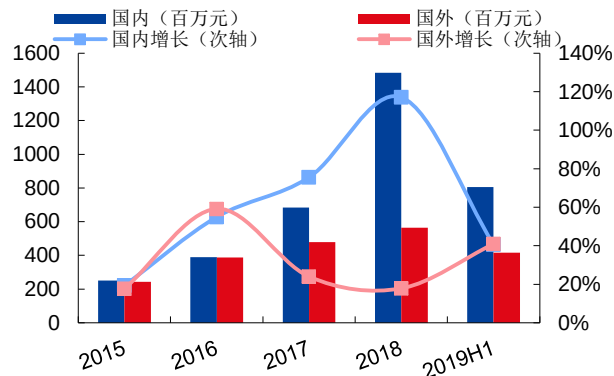
2019 年 B2C 提价有望推动利润率提升。开润 B2C 业务主要通过电商平台于国内销售，2019 年上半年起，B2C 业务脱离超高性价比打规模阶段，国内利润率回升。国外利润率下降主要源于 2 月起并表的印尼工厂利润率较低。

图 5：开润股份 B2C、B2B 分业务营收



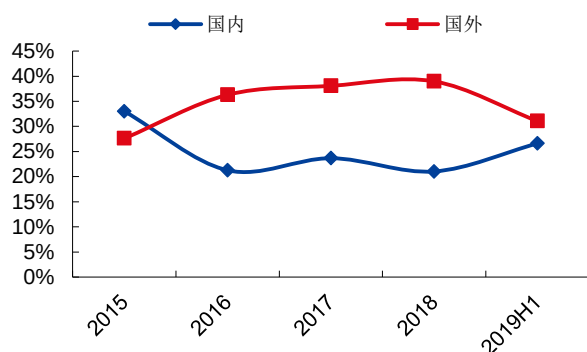
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 6：开润股份国内外分地域营收



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 7：开润股份国内外分地域毛利率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

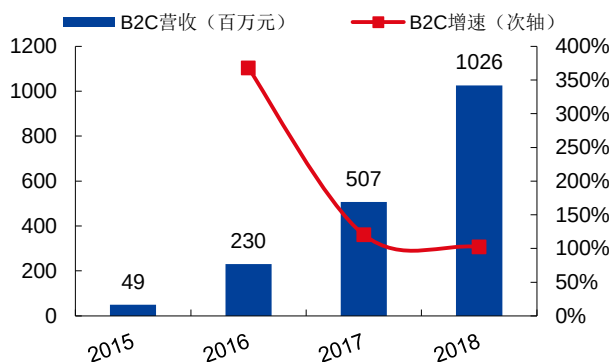
二、B2C 小米赋能，高性价比奠定线上中档拉杆箱龙头地位

（一）开润 B2C 较快增长，主要销售拉杆箱

开润股份 B2C 业务主要为拉杆箱，目前有 90 分及小米双品牌。由于定位差异及渠道差异，公司逐步将 90 分与小米品牌进行区别。公司品牌主要商品为拉杆箱与双肩包，按照天猫、京东、小米有品渠道的商品评论数或月销量（仅考虑评论数或月销量高于 300 的商品），估计其中拉杆箱占比 81%、双肩包占比 6%。

近年来公司 B2C 业务快速开拓，2015 年至 2018 年营收年复合增速约 113.4%，一是源于公司在箱包市场上的较高性价比，二是源于小米合作带来的流量扶持。

图 8：B2C 业务营业收入及其增速



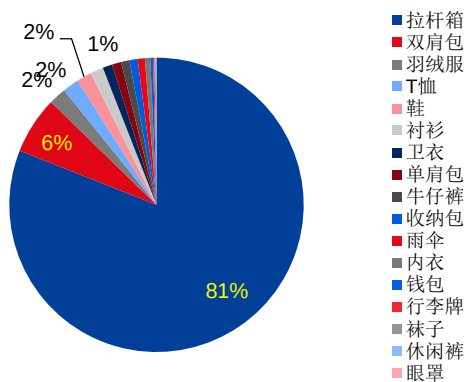
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 9：90 分品牌主要产品



资料来源：公司官网，华金证券研究所

图 10：典型电商平台中公司品牌品类销售额结构估计



资料来源：京东，天猫，小米有品，2020/1/14，华金证券研究所

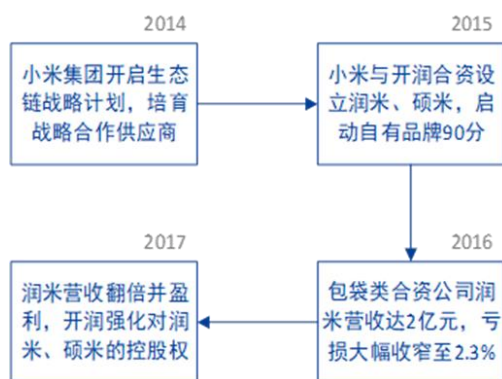
注：仅考虑评论数或月销量超过 300 的商品，京东天猫以原标签价计，小米有品以实际售价计。

（二）B2C 业务始于与小米合作，流量扶持推动润米发展

开润与小米合作，始于小米开启生态链战略。小米主力产品为智能手机及相关电子产品，并在渠道、消费者运营方面具有优势。2014 年，小米成立小米生态链部门，以股权合作的方式拓展品类，打造小米智能生活生态系统。2015 年开润与小米合作设立润米、硕米，分别为小米系统制造包袋、电脑手机保护套等产品。

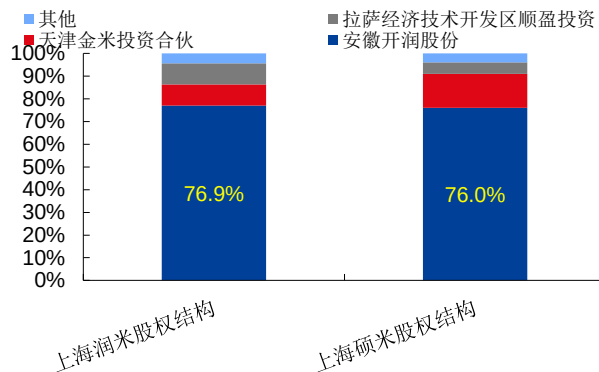
2017 年润米业绩转暖，开润强化对润米硕米控股权。2015 年初创时，润米、硕米中，开润分别均持股 51%、56%。2017 年公司增资及收购部分股东股权，在润米、硕米中分别持股 77%、76%，强化控股权。

图 11：小米集团与开润股份合作历程图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

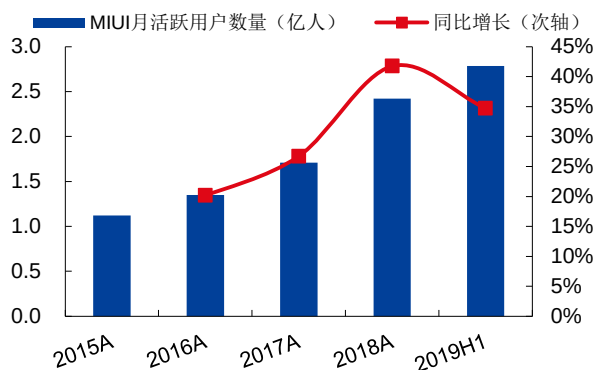
图 12：开润旗下上海润米、上海硕米股权结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

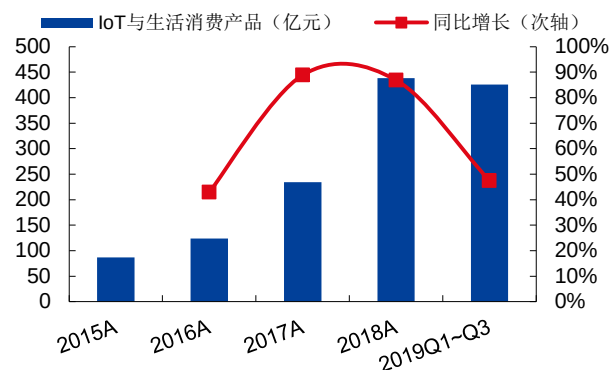
小米通过智能手机、电脑及系统的打造，具有较为活跃流量入口。截止 2018 年，小米系统月活达 2.4 亿人，且保持较快增长，2015 年至 2018 年年复合增速约 29%。流量入口推动小米生态链战略成功。2015 年至 2018 年，小米 IoT 与生活消费产品营收已取得 71% 的年复合增速。润米随小米生态链共同成长。2015 年至 2018 年开润子公司润米营收复合增速约 210%。2017 年利润转暖，2018 年净利率约为 5%。

图 13：小米系统月活跃用户数量



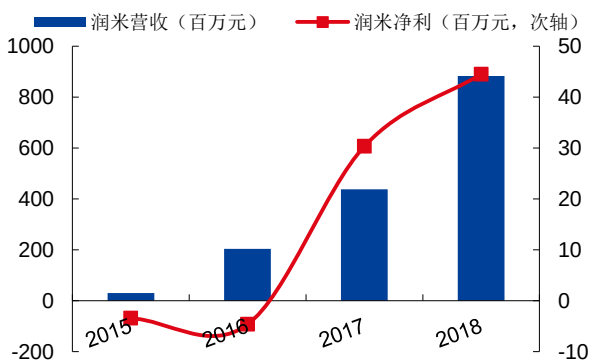
资料来源：小米集团公司公告，华金证券研究所

图 14：小米集团 IoT 与生活消费产品营收



资料来源：Wind，小米集团公司公告，华金证券研究所

图 15：开润子公司润米业绩概况

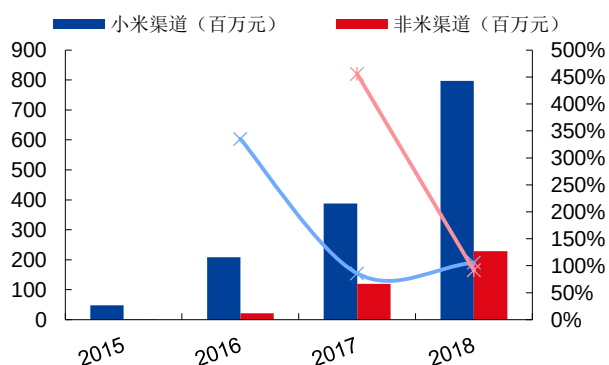


资料来源：公司公告，华金证券研究所

开润股份 2C 端小米科技及其他渠道均取得快速增长。2016 年起，B2C 业务推动小米科技成为公司最大客户，2018 年第一大客户营收约 7.97 亿元，约占 B2C 业务收入的 78%。2015 年至 2018 年，小米科技及其他渠道均取得快速增长，其中小米科技渠道估计年复合增速约 155%，其他渠道估计年复合增速约 464%。

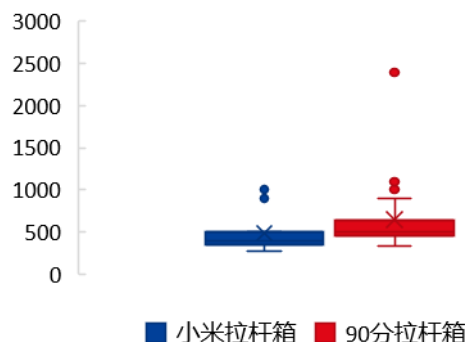
目前小米与 90 分拉杆箱有差异，90 分定位较小米更高。公司对小米 90 分品牌进行拆分，拆分后为定位较低的小米品牌和定位相对较高的 90 分品牌。天猫平台上，小米品牌拉杆箱价格位于 199 元至 999 元，月成交均价 355 元，90 分品牌拉杆箱价格位于 328 元至 2399 元，月成交均价 501 元。

图 16：开润 B2C 业务小米科技及其他渠道规模估计



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：开润股份小米及 90 分品牌拉杆箱价格（元）



资料来源：天猫，2020/3/2，华金证券研究所

注：以平台月成交为权重计算加权平均价格。

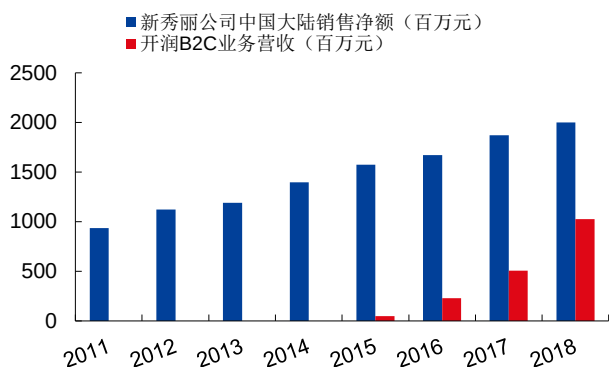
（三）营收规模逐步追赶新秀丽，性价比具有明显优势

开润股份 B2C 业务营收规模逐步追赶新秀丽。以财报口径来看，2018 年开润 B2C 业务营收超 10 亿元，约为新秀丽 2018 年中国大陆销售净额近 20 亿元的一半。

开润 B2C 与新秀丽均是外采销售模式。从商业模式来看，开润股份的 B2C 业务，包括产品设计研发、供应链管理，以及之后的线上线下销售、运营推广、客户服务等业务，箱包产品对外采购，与新秀丽类似。

开润通过线上平台销售，与新秀丽不同。开润股份主要通过线上平台进行销售，新秀丽通过经销商（或有二级经销商）进行销售，渠道方面存在较大差异。

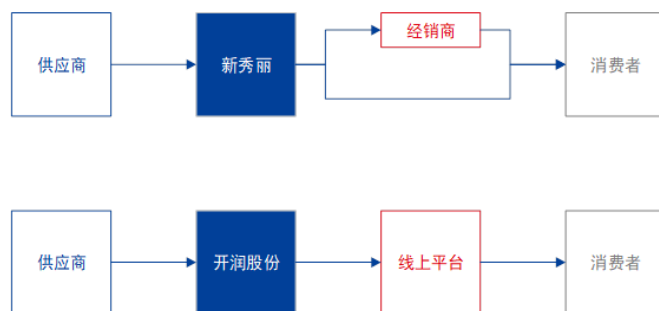
图 18：开润 B2C 业务与新秀丽中国大陆营收对比



资料来源：公司公告，新秀丽公司公告，华金证券研究所

注：汇率采用美元兑人民币中间价年平均汇率进行换算。

图 19：新秀丽与开润股份模式示意图

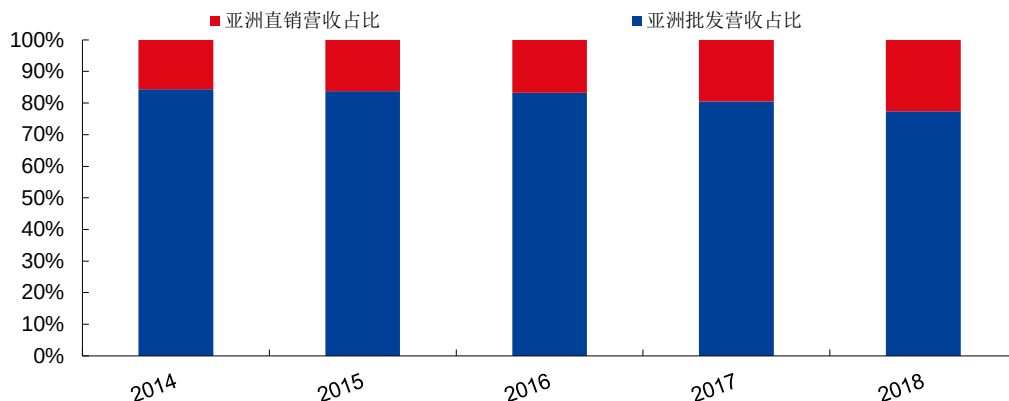


资料来源：公司公告，新秀丽公司公告，华金证券研究所

新秀丽批发业务占比较高。近年来新秀丽积极开拓线上直营渠道，但目前其亚洲批发业务占比仍占据约 77% 营收份额。

2018 年新秀丽合计毛利率约 56%。其中轻奢品牌途明 17 年毛利率 68.9%，另有直营占比提升推动 18 年毛利率提升。按照价格带与毛利率成正比的逻辑，我们估计 2018 年新秀丽、美旅品牌毛利率分别约 58%、37%。各渠道同款同价及仅一级经销商模式假设下，我们估计新秀率、美旅品牌直销毛利率约 80%、71%。

图 20：新秀丽公司亚洲业务批发直销占比



资料来源：新秀丽公司公告，华金证券研究所

表 2：新秀丽旗下品牌毛利率估计

销售净额 (百万美元)			毛利率		
	2017	2018		2017	2018
新秀丽	1654.9	1712.6	新秀丽	56.00%	58.00%
途明	678.1	762.1	途明	68.90%	72.00%
美旅	573.1	667.8	美旅	35.00%	37.00%
其他	584.8	654.5	其他	50.28%	52.10%
合计	3490.9	3797	合计	54.10%	56.10%

资料来源：新秀丽公司公告，华金证券研究所

注：图中灰色毛利率为估计值。

表 3：新秀丽及美旅品牌批发直销毛利率估计

新秀丽	2017	2018	美旅	2017	2018
直销毛利率	79.94%	80.48%	直销毛利率	70.37%	70.72%
批发毛利率	43.83%	45.35%	批发毛利率	17.02%	18.03%
合计毛利率	56.00%	58.00%	合计毛利率	35.00%	37.00%

资料来源：新秀丽公司公告，华金证券研究所

注：图中所有毛利率均为估计值。

估计 2018 年及之前，开润股份 B2C 业务加价倍率位于 1.4 倍至 1.8 倍之间。2016 年以来，开润股份国外业务毛利率位于 31%~39%之间，主要为 B2B 业务。如果假设国内 B2B 与国外 B2B 毛利率类似，因此推算国内 B2C 毛利率在 13%~24%之间。另外线上平台费用率约 5.9%~12.8%，以及存在增值税。我们最终估计 2018 年及之前，开润 B2C 业务，加价倍率位于 1.4 倍至 1.8 倍之间。

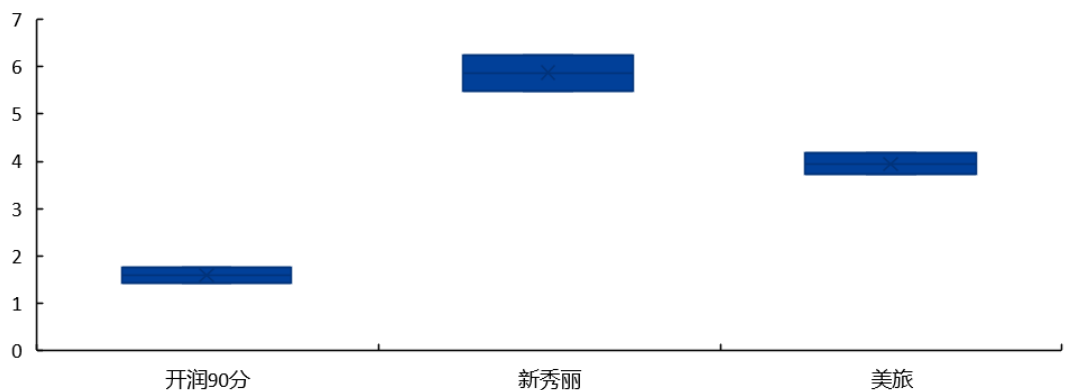
开润 B2C 加价倍率远低于新秀丽、美旅等品牌。由于新秀丽、美旅品牌直销毛利率约 80%、71%，估计新秀丽品牌加价倍率约 5.5~6.3 倍，美旅加价倍率约 3.7~4.1 倍。开润的 90 分、小米拉杆箱具有明显超过新秀丽、美旅的性价比。

表 4：开润股份 B2C 业务毛利率及加价倍率估计

	低值	高值
国外 B2B 毛利率估计	31.05%	38.97%
国内 B2B 毛利率估计	31.05%	38.97%
国内 B2C 毛利率估计	13.04%	24.33%
线上平台费用率	5.87%	12.80%
增值税率	16.00%	16.00%
估计开润 B2C 加价倍率	1.42	1.76

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：90 分、新秀丽及美旅加价倍率估计



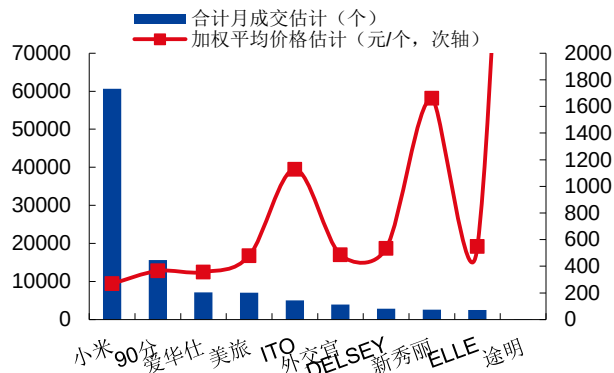
资料来源：公司公告，新秀丽公司公告，华金证券研究所

（四）线上中档拉杆箱龙头，受益龙头集聚及线上增长

小米流量扶持以及高性价比，小米、90 分品牌拉杆箱占据国内线上中档拉杆箱龙头地位。疫情前的天猫平台月成交数据看（仅统计月成交量超过 300 的商品），拉杆箱市场中，小米、90

分品牌分别占据约 4.4%、1.5% 的市场份额，分别排名第 4、第 12。由于开润 B2C 价格带已有所提升，90 分定位较原小米 90 分略高，我们统计天猫平台 199 元至 600 元的中档拉杆箱市场，其中小米品牌市占率 11.1%，90 分品牌市占率 3.8%，开润 B2C 占据线上中档拉杆箱龙头地位。

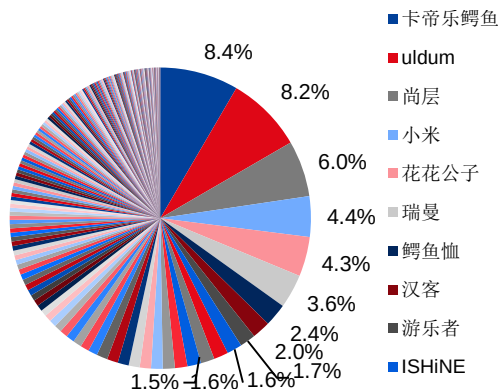
图 22：天猫平台典型品牌拉杆箱均价



资料来源：天猫，2020/1/14，华金证券研究所

注：选各品牌销量前 10 商品。

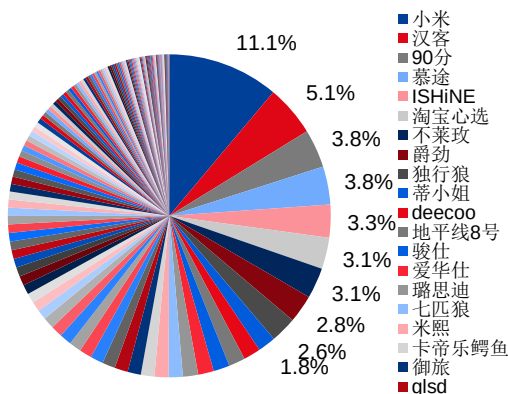
图 23：天猫平台拉杆箱月成交额市占率估计



资料来源：天猫，2020/1/15，华金证券研究所

注：统计月成交量超过 300 的商品。

图 24：天猫平台 199 元至 600 元拉杆箱月成交额市占率估计

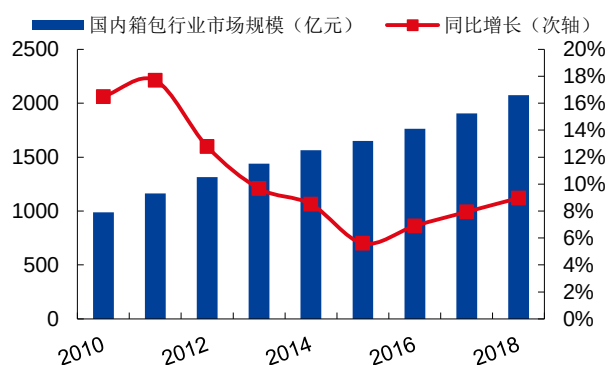


资料来源：天猫，2020/1/15，华金证券研究所

注：统计月成交量超过 300、标签价位于 199 元至 600 元之间的商品。

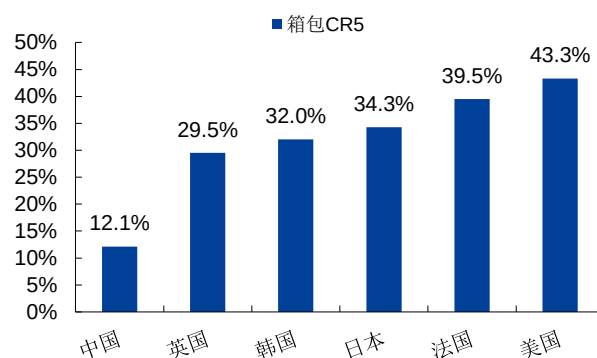
展望未来，第一，开润 B2C 将持续受益国内箱包市场集中度提升。2018 年国内箱包市场行业规模约 2075 亿元，保持高个位数增长。2017 年国内箱包市场 CR5 仅 12%，远低于发达国家水平，且市场集中度逐步提升。开润 B2C 已占据线上领先地位，未来有望持续受益集中度提升。

图 25：国内箱包市场规模及其预期



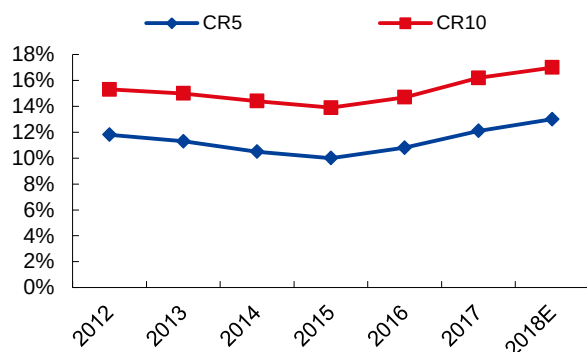
资料来源：EMIS, Euromitor, 华金证券研究所

图 26：2017 年国内箱包市场集中度较低



资料来源：前瞻研究院, 华金证券研究所

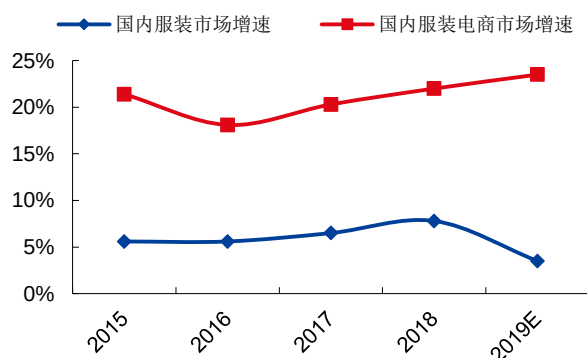
图 27：国内箱包市场集中度变化



资料来源：前瞻研究院, Euromonitor, 华金证券研究所

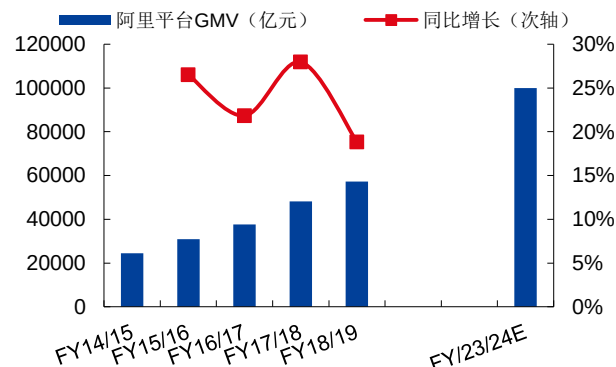
第二，开润 B2C 将持续受益国内电商市场的较快发展。一方面，国内服装消费逐步线上化。2015 年至 2019 年，国内服装电商市场延续 20%左右的较快增速，增速高于整体服装市场的个位数增长。服装电商销售占比预计由 2015 年的 25%左右，提升至 2019 年的 47%左右。另一方面，国内电商市场有望继续取得较线下渠道更快的增速。阿里巴巴 2024 财年国内消费 GMV 目标达 10 万亿元，年复合增速近 12%，高于近年来线下消费的 4%~6%的增速。

图 28：国内服装电商及服装整体市场增速对比



资料来源：新浪网, 艾媒咨询, Euromonitor, 华金证券研究所

图 29：阿里巴巴 2024 财年国内消费 GMV 目标



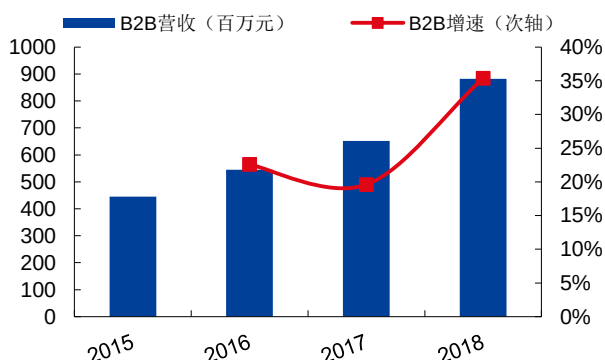
资料来源：阿里巴巴公司官网, 华金证券研究所

三、B2B 稳健增长，收购印尼工厂切入 NIKE 供应链

（一）开润 B2B 维持稳健增长，客户订单挖掘与外延推动 B2B 发展

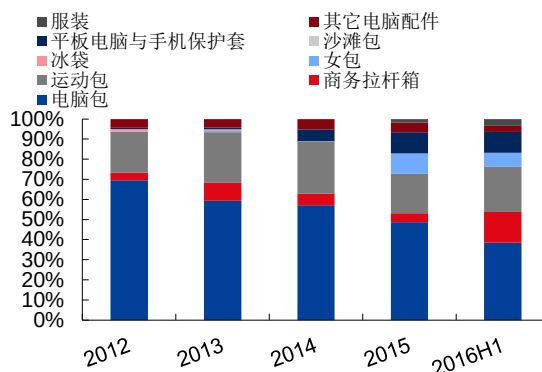
开润 B2B 业务为公司原核心业务。近年来取得较为稳健的增长，2015 年至 2018 年年复合增速约 26%，2018 年营收约为 8.82 亿元，占营收比例约为 46%。开润 B2B 业务原以电脑包、运动包为主。2016 年在润米的推动下，B2B 业务的箱包占比也在提升。

图 30：开润股份 B2B 业务营业收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 31：开润股份招股说明书分业务收入（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

开润股份为优质客户生产箱包。其中双肩包、电脑包、内胆包典型客户为联想、新秀丽、戴尔。平板保护套典型客户为小米。旅行箱为公司 B2B2C 模式与小米合作的重点，近年来规模快速增长。

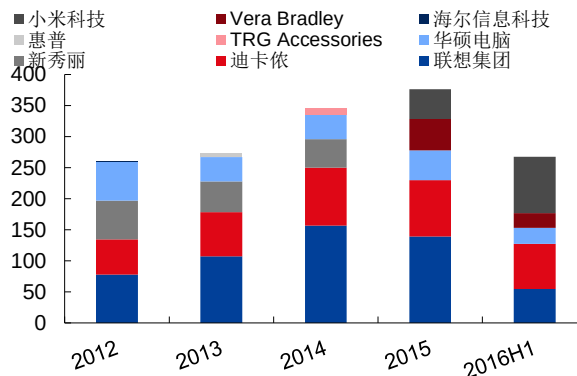
客户订单挖掘与外延推动 B2B 发展。2012 年至 2016 年上半年，联想、迪卡侬、华硕等客户与开润保持着较为稳定的合作关系。2016 年至 2018 年，去除第一大客户小米，第二至第四名客户合计收入实现年复合增速约 29%，接近 B2B 整体增速，客户订单挖掘及客户外延共同推动 B2B 发展。

图 32：开润股份分商品典型客户



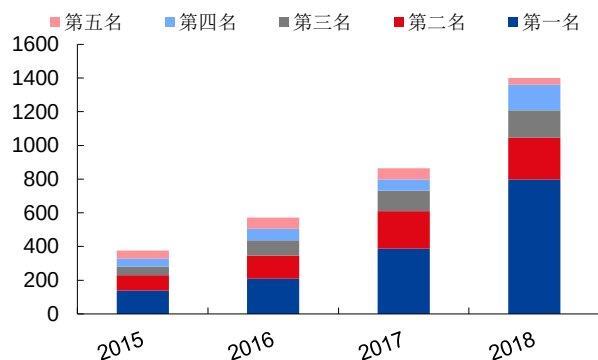
资料来源：公司官网，公司公告，华金证券研究所

图 33：2012 年至 2015 年公司前五大客户销售情况（百万元）



资料来源：招股说明书，华金证券研究所

图 34：2015 年至 2018 年前五大客户销售情况（百万元）



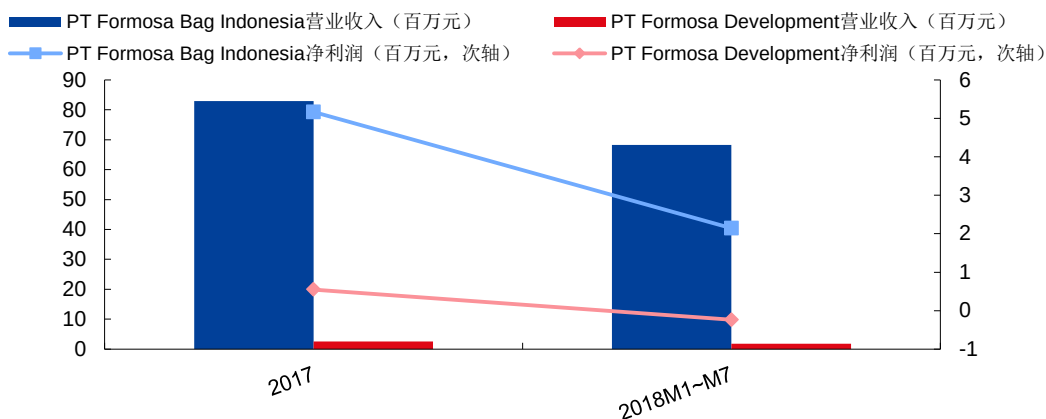
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（二）收购印尼工厂拓展海外业务，切入 NIKE 供应链

2019 年初公司收购印尼工厂。公司出资 2280 万美元收购 PT Formosa Bag Indonesia 以及 PT Formosa Development。其中 2017 年上述公司分别实现净利润约合 516 万人民币、55 万人民币。对比行业平均估值，本次收购 PS 较低，PE 略高于行业平均。

本次收购主要为切入 NIKE 供应链。PT Formosa Bag Indonesia 在印尼具有较先进的制造工厂，从事箱包袋 OEM 业务。其主要客户为北美的 NIKE，通过此公司，开润股份可切入 NIKE 供应链体系。

图 35：开润股份收购印尼工厂经营业绩



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 5：收购印尼工厂估值对比

	PS（倍）	PE（倍）
开润股份	3.75	40.31
健盛集团	2.97	22.69
百隆东方	1.40	14.66
鲁泰 A	1.32	10.69
申洲国际	5.92	27.15
行业平均	3.07	23.10

	PS (倍)	PE (倍)
收购印尼工厂	1.83	27.39

资料来源：公司公告，Wind，华金证券研究所

注：汇率选用 18 年 12 月末的中间价，印尼方估值为 2017 年情况，其余公司选用 2018/12/31 日情况。

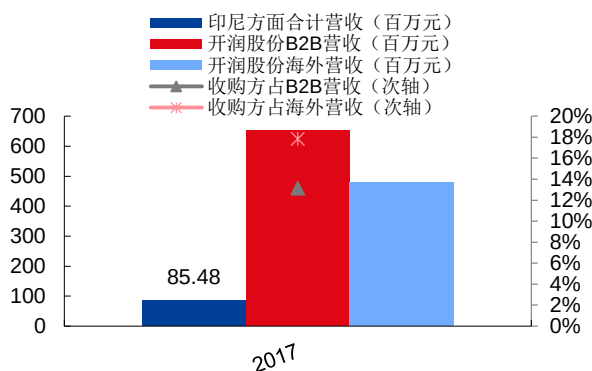
表 6：收购印尼工厂切入 NIKE 供应链

公司名称	主营业务	客户情况
PT Formosa Bag Indonesia	箱包袋 OEM 业务	客户大多归属北美洲，最主要客户为 NIKE
PT Formosa Development	出租土地、厂房及配套设置	PT Formosa Bag Indonesia

资料来源：公司公告，华金证券研究所

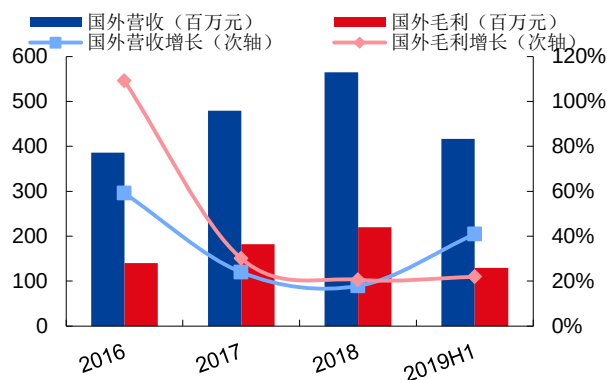
本次收购后，开润股份 B2B 业务延续过去的较快增长。一方面，印尼工厂 2019 年 2 月起并表，并表推升公司海外业务营收增速。若以 2017 年计，印尼工厂合计营收占公司 B2B 营收约 13%，占公司海外营收约 18%。另一方面，公司与 NIKE 形成合作关系，切入运动服饰品类，并有望扩大与 NIKE 及其他北美客户的 B2B 合作。

图 36：印尼工厂占公司 B2B 及海外业务营收比例



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 37：开润股份海外营业收入及毛利润情况



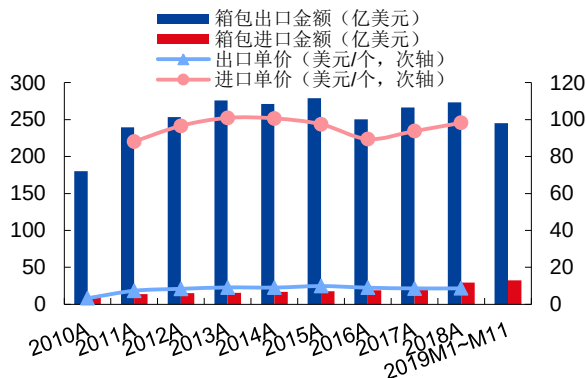
资料来源：公司公告，华金证券研究所

（三）箱包市场空间广阔，在建工程夯实 B2B 增长契机

国内箱包制造市场较为广阔。2018 年国内箱包行业市场规模约 2075 亿元。同年箱包出口 1807 亿元，进口 193 亿元，合计国内箱包制造对应终端销售规模约为 3689 亿元。若国内消费假设为 4 倍加价倍率，净出口假设为 1.5 倍加价倍率，预计国内箱包制造对应生产商发货端市场规模有望达 1595 亿元。

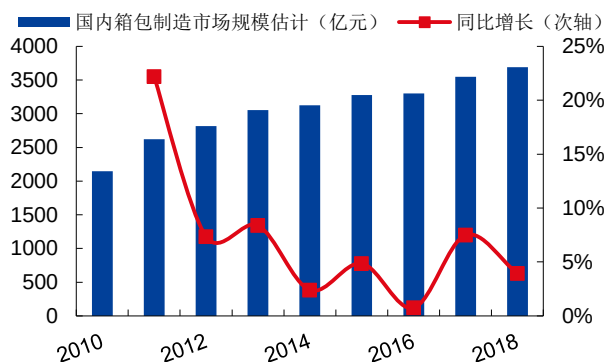
开润股份 B2B 未来仍有增长空间。2018 年开润 B2B 营收近 9 亿元，箱包制造市场市占率不高，未来仍有广阔增长空间。

图 38：国内箱包进出口规模及单价



资料来源：Wind，中国轻工工艺品商会，华金证券研究所

图 39：国内箱包制造对应终端销售规模估计



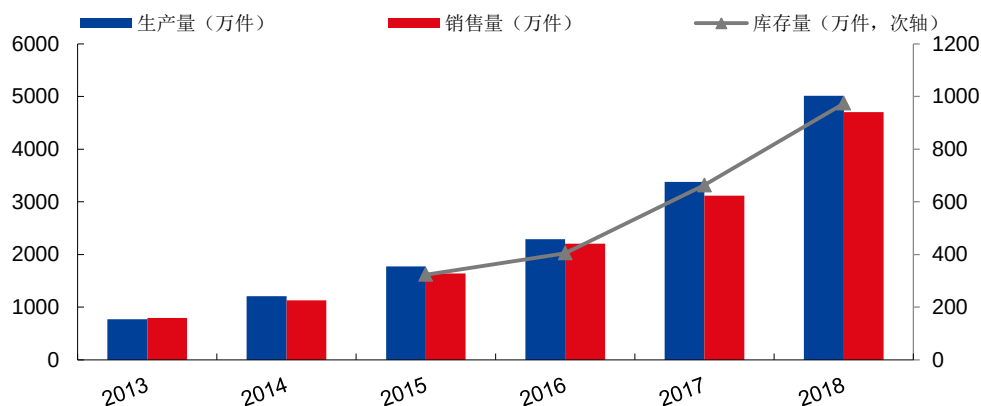
资料来源：Wind，中国轻工工艺品商会，EMIS，Euromonitor，华金证券研究所

注：为国内箱包市场终端市场规模加上箱包净出口规模。

公司箱包产能持续提升。2013 年至今，公司国内外产能不断扩张。截止 2018 年，公司年箱包产量约为 5012 万件，2015 年至 2018 年年复合增速约为 45%。

在建工程夯实未来 B2B 增长契机。收购印尼工厂后，公司加快产能扩张步伐。截止 2019 年 6 月末，印尼拉杆箱、软包生产项目工程进度已达 80% 以上。部分在建项目 2020 年有望建成投产，产能扩张夯实未来 B2B 增长契机。

图 40：开润股份箱包生产销售情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 7：开润股份近年来在建工程情况统计

项目名称	预算数 (百万元)	2018A		2019H1	
		期末余额 (百万元)	工程进度	期末余额 (百万元)	工程进度
出行产业园项目	400.00	0.15	0.04%	17.86	4.47%
滁州拉杆箱生产项目	20.00	5.62	28.13%	9.08	45.38%
印尼拉杆箱生产项目	17.00			14.73	86.64%
印尼软包生产项目	10.00			8.20	82.01%
滁州软包生产项目	8.00			2.76	34.47%
印尼厂房建设项目	15.00			9.64	64.24%
ERP 软件系统	8.14			1.89	23.26%

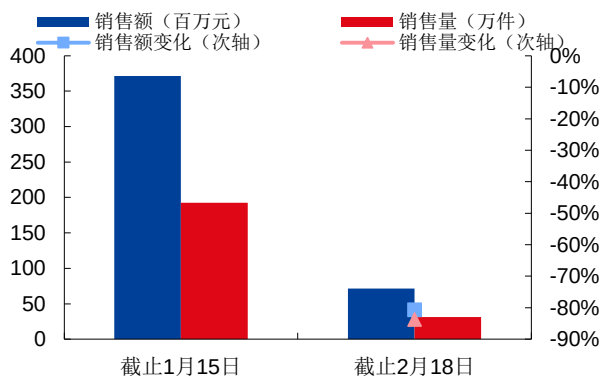
资料来源：公司公告，华金证券研究所

四、疫情影响国内业务，海外业务目前受影响较小

（一）疫情影响短期消费情绪，春节并非电商旺季

B2C 方面，今年初国内突发新型冠状病毒肺炎疫情，消费情绪受到冲击。一方面，春节物流产能缩减影响线上消费，短期内旅游出行需求降低减少拉杆箱成交。截止 2 月 18 日，天猫平台拉杆箱月成交额较截止 1 月 15 日的月成交额下降 81%，销售量下降 84%（1 月 15 日统计口径为月成交大于 300 的商品，合计 518 个商品，2 月 18 日保持与 1 月 15 日同样的商品个数口径，即均为销量前 518 名的商品）。另一方面，春节并非电商旺季，开润线上销售 2 月占比较小。据 Wind 数据，2017 年及 2018 年开润股份 2 月线上销售占比平均约 4%，疫情对消费的影响比例或较小。

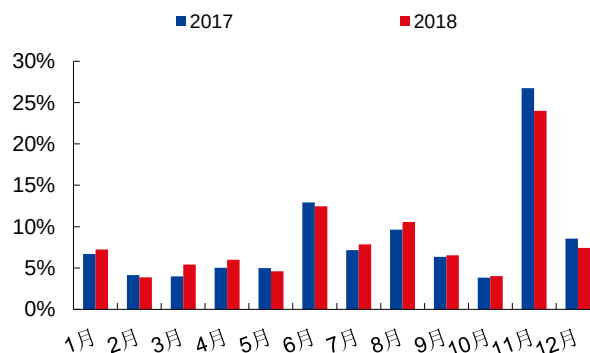
图 41：天猫平台拉杆箱市场月成交情况估计



资料来源：天猫，华金证券研究所

注：均为销量前 518 名的商品（截止 1 月 15 日的月成交额高于 300 件的商品合计 518 个）的月成交情况统计。

图 42：开润股份线上销售月度占比



资料来源：Wind，华金证券研究所

应对疫情影响，渠道商扶持消费及物流。典型电商平台各自启动补贴政策，包括减免服务年费，划拨基金补贴供应链、物流或商家。

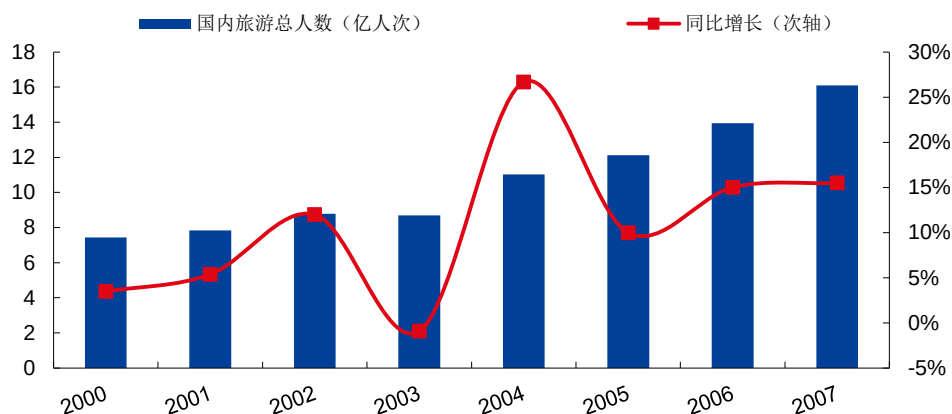
箱包非高频消费，长期需求受影响幅度或有限。SARS 影响 2003 年国内旅游人数，但在 2004 年人数反弹性较快增长。近年来国内人均旅游次数已达 3.6 次，疫情影响春节黄金周，但消费者之后的出行需求仍存。箱包并非高频消费，短期需求或受影响，但中长期看需求受影响幅度或有限。

表 8：典型电商平台对线上商家的扶持

电商平台	补贴政策
阿里巴巴	免去天猫 2020 年上半年平台服务年费
	蚂蚁金服为平台上的湖北商家提供一年的贷款，总额 100 亿元，前三个月利息全免
	淘宝天猫联合菜鸟设立 10 亿元基金，用于补贴供应链及物流
京东	对湖北地区商家减免 1 个月的平台使用费
	组织第三方代运营商为湖北地区商家提供 1 个月免费运营服务
拼多多	划拨 10 亿元专项补贴，激励达到发货及运输时效的商家

资料来源：利丰，亿邦动力网，华金证券研究所

图 43: SARS 前后国内旅游总人数及其增长

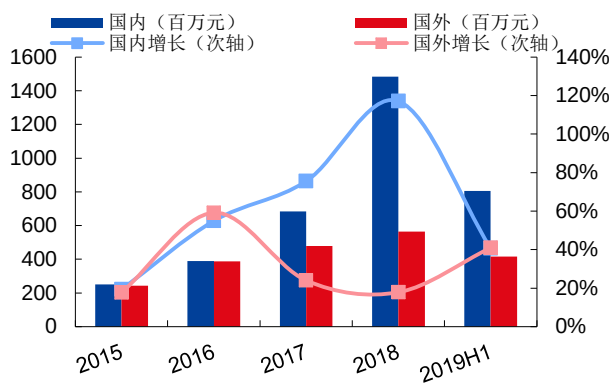


资料来源：Wind，国家统计局，华金证券研究所

(二) 海外 B2B 占比较高，国内 B2B 复工逐步进行

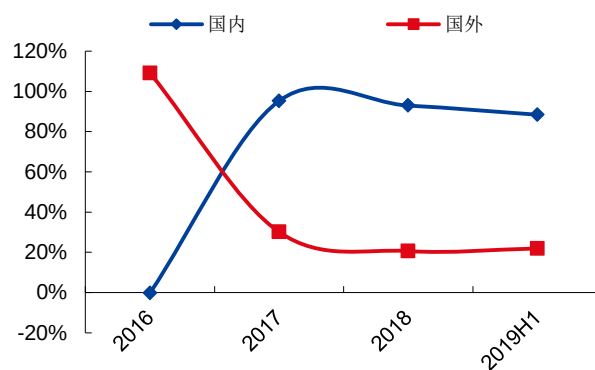
B2B 方面，新冠疫情限制工人本地隔离延后节后产能恢复。收购印尼工厂后，公司海外 B2B 占比已明显提高。若假设 B2C 业务均在国内进行，且非主营收入按比例分摊在各业务中，则 2018 年国内 B2B 与海外 B2B 营收比例约 43:57。再加上印尼工厂推升海外营收增速，假设国内 B2B 仍以 20% 增速稳健增长，预计 2019 年上半年国内 B2B 与海外 B2B 营收比例约 36:64。据全景网投资者关系互动平台，截止 3 月 24 日，公司 2B 业务目前未受海外疫情明显影响，预计目前海外订单及海外 B2B 产能正常运行。

图 44: 开润股份分地域营业收入及其增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 45: 开润股份分地域毛利润增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

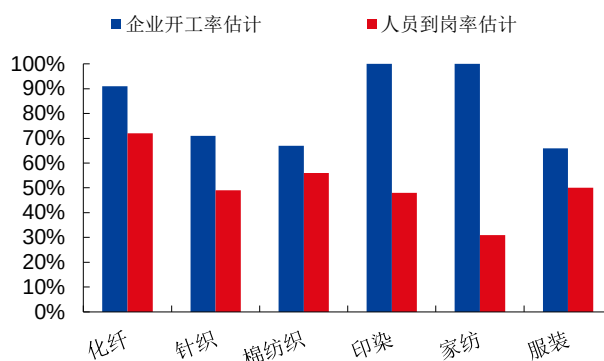
国内新冠疫情逐步可控。2 月 9 日起除 12 日湖北口径变化外，国内新冠确诊及疑似病例合计人数持续降低，3 月 12 日卫健委称，我国本轮疫情流行高峰已经过去。行业方面，纺织制造行业复工逐步进行。2 月 17 日各子行业平均企业开工率约 83%，平均人员到岗率约 51%，产业链 2 月中旬已开始复苏。至 3 月初，棉纺织行业企业开工率近 80%，人员到岗率约 70%。开润国内 B2B 受国内疫情影响逐步缩小。公司国内 B2B 业务 2 月 10 日复工，未来或将通过增加产线的方式消除国内疫情影响。

图 46：新冠病毒确诊及疑似人数统计



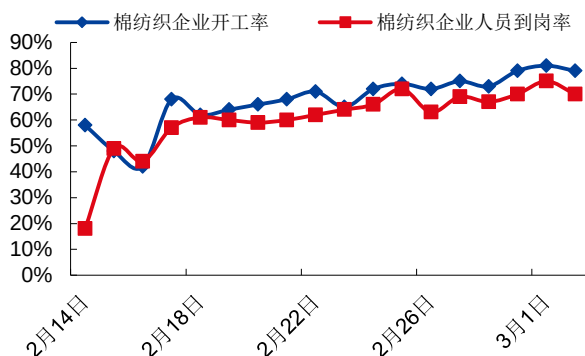
资料来源：国家卫生健康委员会，华金证券研究所

图 47：2 月 17 日国内纺织制造子行业复工情况调查



资料来源：中国纺织经济信息网，中国棉纺织协会调查，华金证券研究所

图 48：国内棉纺织行业复工情况调查



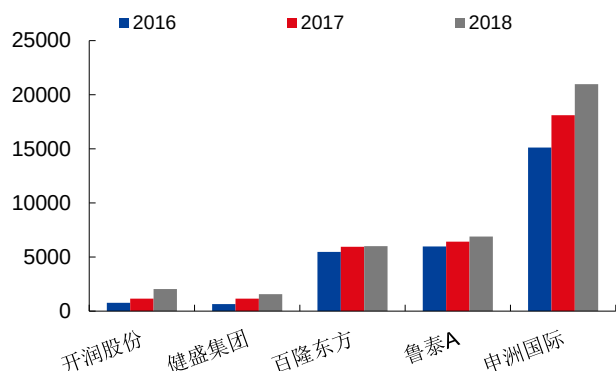
资料来源：中国纺织经济信息网，中国棉纺织协会调查，华金证券研究所

五、财务分析及盈利预测

（一）开润 B2C 业务推动规模快速增长

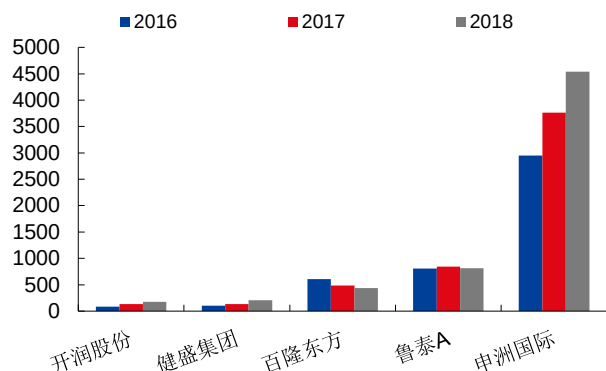
开润股份主打箱包品类，2018 年营收规模在纺织制造行业中较小，但 B2C 业务推动规模快速增长，公司 2019 年营收近 27 亿元。2018 年公司利润率有所下降，主要受 B2C 拓市场影响，2019 年 B2C 业务脱离低价拓展市场阶段，利润率已有所回升，公司利润率继续下降主要源于较低利润率的 B2C 业务占比提升，以及并表印尼工厂影响 B2B 利润率。2015 年至 2019 年，公司营收年复合增速约 53%，归母净利年复合增速约 36%。

图 49：可比公司营业收入情况（百万元）



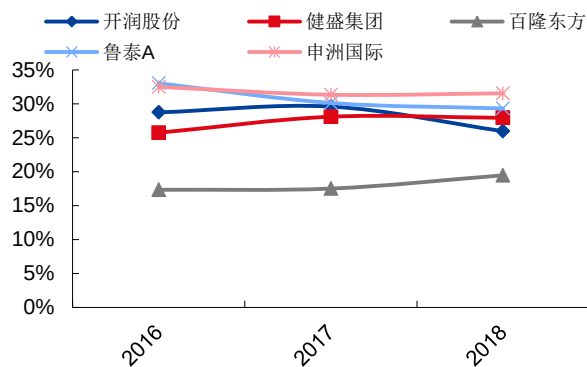
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 50：可比公司归母净利情况（百万元）



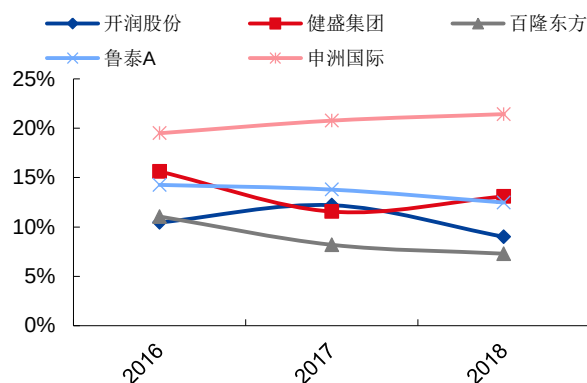
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 51：可比公司毛利率情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 52：可比公司净利率情况

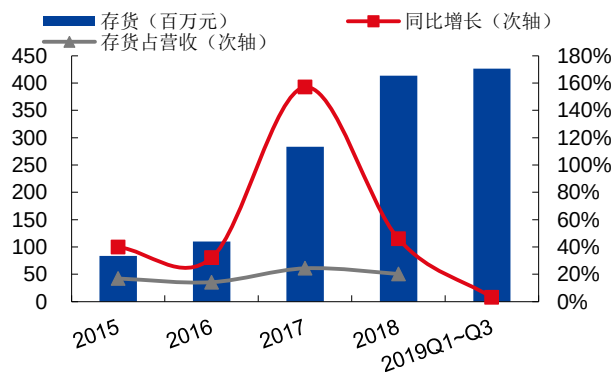


资料来源：Wind，华金证券研究所

（二）开润股份存货控制良好

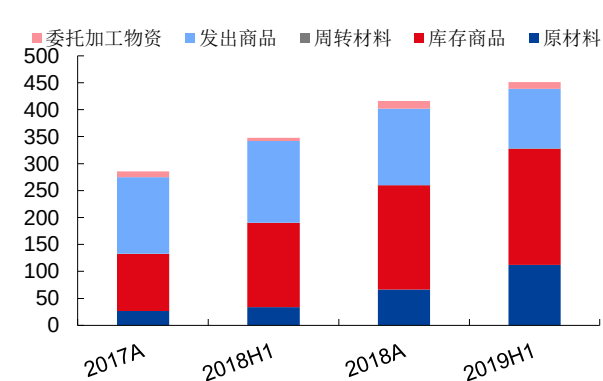
2019 年前三季度存货控制良好。营收同比增长 35% 的背景下存货同比增长约 3%。2019 年上半年，库存商品占存货约 47%，在营收增长 41% 的背景下增长 38%。对比行业内可比公司，开润股份存货周转明显较快，存货整体控制较好。

图 53：开润股份存货及其占营收比例



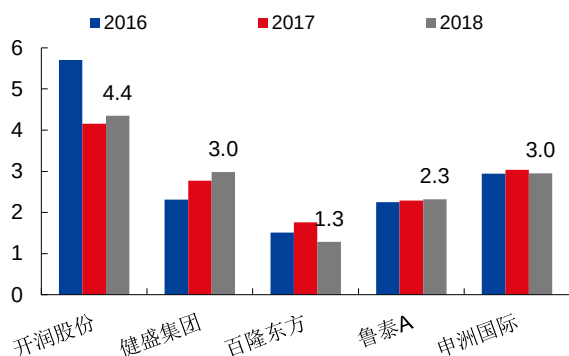
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 54：开润股份存货结构（百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 55：可比公司存货周转率

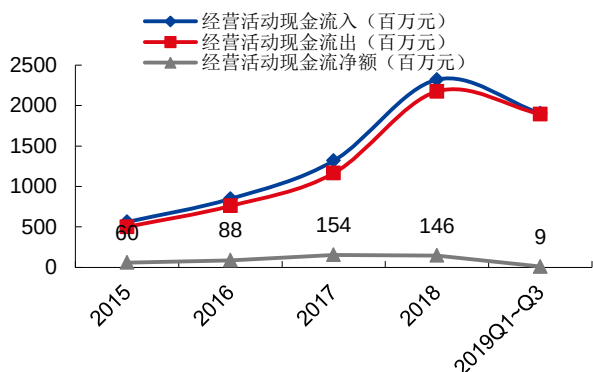


资料来源：Wind，华金证券研究所

（三）开润股份季度经营现金流回暖

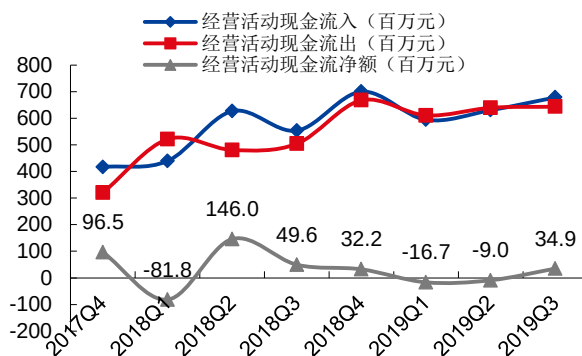
长期看，开润股份经营活动现金流持续向好。印尼工厂初期投入导致 2019 上半年经营现金流净流出。三季度随着初期投入逐步减少，经营活动现金流净额已回暖。

图 56：开润股份经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 57：开润股份分季度经营活动现金流情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

（四）盈利预测与投资建议

开润股份 B2C 业务占据国内线上中档拉杆箱龙头地位，B2B 业务印尼拓展夯实增长动力。B2C 受疫情影响月份非旺季，国内 B2B 有望通过增加产线部分挽回，海外 B2B 目前未受疫情明显影响。我们预计公司 2019 至 2021 年营收分别增长 31%、26%、26%，净利润分别增长约 30%、26%、25%。

表 9：开润股份营业收入预测表（百万元）

		2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
国内	营业收入	389.35	683.26	1483.24	1928.21	2395.18	3041.87
	增长率	54.92%	75.49%	117.08%	30.00%	24.22%	27.00%
	毛利率	21.27%	23.67%	21.04%	26.50%	26.00%	26.50%
国外	营业收入	386.42	479.17	564.83	762.53	1004.74	1255.93
	增长率	59.15%	24.00%	17.88%	35.00%	31.76%	25.00%

	毛利率	36.29%	38.08%	38.97%	32.00%	29.50%	31.00%
	营业收入	775.77	1162.44	2048.07	2690.73	3399.92	4297.80
合计	增长率	57.00%	49.84%	76.19%	31.38%	26.36%	26.41%
	毛利率	28.75%	29.61%	25.98%	28.06%	27.03%	27.82%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们预计公司 2019 年、2020 年、2021 年 EPS 分别约 1.04 元、1.30 元、1.63 元，对应 PE 分别约 27 倍、22 倍、18 倍。目前 PE 高于行业可比公司，但 PEG 低于可比公司平均水平，维持“买入-B”评级。

表 10：开润股份重要指标预测表

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1,162	2,048	2,691	3,400	4,298
YoY (%)	49.8	76.2	31.4	26.4	26.4
净利润(百万元)	133	174	226	284	354
YoY (%)	58.8	30.2	30.1	25.5	24.8
毛利率 (%)	29.6	26.0	28.1	27.0	27.8
EPS(摊薄/元)	0.61	0.80	1.04	1.30	1.63

资料来源：Wind，公司公告，华金证券研究所

表 11：可比公司估值一览表

	健盛集团	百隆东方	鲁泰 A	申洲国际	可比公司平均	开润股份
PE (2018A)	18.43	12.65	9.74	24.92	16.43	35.67
PE (2019E)	13.92	13.73	9.86	22.20	14.93	27.42
PE (2020E)	11.68	11.37	9.16	20.09	13.08	21.84
PB (LF)	1.25	0.69	1.03	/	0.99	7.39
PS (2018A)	2.14	0.92	1.10	/	1.39	3.03
PEG (2019E)	0.51	/	/	2.46	1.49	1.02
PEG (2020E)	0.61	0.55	1.15	1.91	1.05	0.82

资料来源：Wind 及一致预期，2020/3/27，华金证券研究所

注：开润股份盈利预测采用本文财务模型，可比公司盈利预测采用 Wind 一致预期。

六、风险提示

1. 疫情对国内外消费影响或超预期；
2. 印尼工厂整合效果或不及预期；
3. 印度及印度尼西亚医疗防疫条件落后我国，疫情对两国影响尚待检验；
4. 公司前五大客户占比较大，对客户存在一定依赖性。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	840	1168	1448	1813	2209	营业收入	1162	2048	2691	3400	4298
现金	192	240	404	510	708	营业成本	818	1516	1936	2481	3102
应收票据及应收账款	209	291	366	464	585	营业税金及附加	7	10	13	10	13
预付账款	5	12	9	19	16	营业费用	98	190	258	326	421
存货	283	413	447	587	654	管理费用	93	83	116	136	193
其他流动资产	151	212	222	234	245	研发费用	0	52	85	92	129
非流动资产	149	242	335	420	411	财务费用	7	-5	1	0	-4
长期投资	4	13	13	13	13	资产减值损失	3	7	8	9	9
固定资产	87	96	151	217	232	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	10	12	13	15	17	投资净收益	5	6	6	7	8
其他非流动资产	8	80	84	88	92	营业利润	154	215	281	353	441
资产总计	990	1410	1784	2233	2621	营业外收入	9	3	3	3	3
流动负债	482	721	890	1110	1211	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	0	60	101	80	0	利润总额	163	218	284	356	444
应付票据及应付账款	399	542	660	881	1046	所得税	21	34	44	55	68
其他流动负债	57	83	87	91	96	税后利润	142	184	240	301	376
非流动负债	9	10	12	11	11	少数股东损益	8	11	14	17	22
长期借款	0	0	2	0	0	归属母公司净利润	133	174	226	284	354
其他非流动负债	9	10	10	11	11	EBITDA	158	208	303	387	478
负债合计	491	731	903	1121	1222	主要财务比率					
少数股东权益	11	42	56	74	95	会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
股本	121	218	217	217	217	成长能力					
资本公积	159	74	74	74	74	营业收入(%)	49.8	76.2	31.4	26.4	26.4
留存收益	230	364	533	746	1011	营业利润(%)	85.5	39.6	30.5	25.8	25.0
归属母公司股东权益	488	636	825	1038	1303	归属于母公司净利润(%)	58.8	30.2	30.1	25.5	24.8
负债和股东权益	990	1410	1784	2233	2621	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	29.6	26.0	28.1	27.0	27.8
会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率(%)	11.5	8.5	8.4	8.3	8.2
经营活动现金流	154	146	264	307	382	ROE(%)	27.3	27.3	27.4	27.3	27.2
净利润	142	184	226	284	354	ROIC(%)	102.5	68.3	62.1	64.9	66.3
折旧摊销	10	12	21	34	41	偿债能力					
财务费用	7	-5	1	0	-4	资产负债率(%)	49.6	51.9	50.6	50.2	46.6
投资损失	-5	-6	-6	-7	-8	流动比率	1.7	1.6	1.6	1.6	1.8
营运资金变动	-116	-131	9	-21	-22	速动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.3
其他经营现金流	117	91	14	17	22	营运能力					
投资活动现金流	-316	-176	-105	-107	-20	总资产周转率	1.2	1.5	1.5	1.5	1.6
筹资活动现金流	-30	42	4	-93	-165	应收账款周转率	6.2	8.2	8.2	8.2	8.2
						应付账款周转率	4.6	5.9	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)						估值比率					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.80	1.04	1.30	1.63	P/E	46.4	35.7	27.4	21.8	17.5
每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.67	1.22	1.41	1.76	P/B	12.7	9.7	7.5	6.0	4.8
每股净资产(最新摊薄)	2.24	2.93	3.79	4.77	5.99	EV/EBITDA	45.7	31.5	19.3	14.8	11.4

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号 31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.cn