

开润股份 (300577.SZ) 预计业绩拐点将至，C2M 模式助力 2B/2C 业务双翼

2020 年 07 月 23 日

齐飞

投资评级：买入（维持）

——公司信息更新报告

日期	2020/7/22
当前股价(元)	32.85
一年最高最低(元)	39.26/24.05
总市值(亿元)	71.40
流通市值(亿元)	34.20
总股本(亿股)	2.17
流通股本(亿股)	1.04
近 3 个月换手率(%)	119.5

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 2B、2C 业务协同增长，预计业绩拐点将至，维持“买入”评级

我们认为公司 2B+2C 双轮驱动的业务模式使其既具备强大的供应链实力，又不至于对市场的敏锐应变能力。2020 年尽管受疫情影响公司一季度利润下滑，我们预计二季度 2B、2C 业务均已触底，业绩拐点将至，三季度随着出行的恢复、海外客户业绩逐渐恢复，公司业绩将加快复苏，下半年有望恢复较高增长。维持盈利预测不变，预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.5/3.4/4.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.15/1.55/1.97 元，当前股价对应 PE 为 29/21/17 倍，维持“买入”评级。

● 2B 端：扩品类、扩客户增长逻辑不变

1) 扩客户：公司不断加速全球化布局，巩固与迪卡侬、耐克、VF、戴尔、华硕等世界级企业的合作，同时全球化布局海外工厂，积极拓展新客户。2) 扩品类：公司 2019 年增加拉杆箱业务，2020 年在广东建厂拓展奢侈品女包业务。作为唯一在东南亚布局拉杆箱工厂的公司，具有显著的制造成本、关税等优势。从非典经验来看疫情结束后出行产品预计将出现报复性增长，带动下游客户订单恢复。

● 2C 端：品牌矩阵丰富，新品类、新渠道带来业绩增量

1) 多品牌：90 分、小米品牌及新增品牌大嘴猴采取差异化定位，通过搭建品牌矩阵全方位覆盖消费需求，依托淘宝特价版等平台大幅拓展低价段位市场。2) 新品类：公司继续围绕出行产品丰富品类，并布局运动大健康赛道推出走步机产品。封口机、全能伞等新品类产品均在小米有品平台销量领先，扩品类成效显著。

● 流量端、生产端优势明显，C2M 模式助力 2B、2C 业务协同发展

C 端：90 分品牌入选天猫品类舰长、大嘴猴品牌淘宝特价版开店获得阿里流量支持；**M 端：**公司自有工厂具备柔性供应，精益化生产的能力，配合阿里数字化运营的支持，公司的 C2M 模型有望实现产销高效配合，不断提升品牌运营效率。

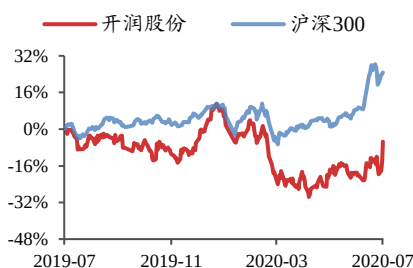
● 风险提示：疫情影响出行恢复，下游客户业绩恢复不及预期。

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	3,109	4,047	5,017
YOY(%)	76.2	31.6	15.4	30.2	24.0
归母净利润(百万元)	174	226	250	337	428
YOY(%)	30.2	30.1	10.5	34.9	26.8
毛利率(%)	26.0	27.8	27.6	28.0	28.4
净利率(%)	8.5	8.4	8.0	8.3	8.5
ROE(%)	27.2	26.3	23.0	24.1	23.8
EPS(摊薄/元)	0.80	1.04	1.15	1.55	1.97
P/E(倍)	41.1	31.6	28.6	21.2	16.7
P/B(倍)	11.2	8.6	6.7	5.2	4.0

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-一季报基本符合预期，开展口罩业务对冲疫情影响》-2020.4.28

《公司信息更新报告-业绩符合预期，2B、2C 双轮业务长期潜力可期》-2020.4.21

《公司信息更新报告-发布定增预案，2B 业务扩产能扩品类助力后续发展》-2020.4.13

目 录

1、 2B、2C 业务协同增长，预计业绩拐点将至	3
1.1、 业务解读：2B、2C 双轮驱动，多品牌矩阵完善	3
1.2、 疫情影响下二季度业绩见底，出行恢复预计拐点将至	4
2、 2B 端：扩品类、扩客户增长逻辑不变	4
3、 2C 端：品牌矩阵丰富，新品类、新渠道带来业绩增量	5
3.1、 90 分：品牌持续升级，拓展新品类带来业绩增量	5
3.1.1、 品牌营销：入选品类舰长获阿里流量数据支持，站外引流加强营销推广	5
3.1.2、 产品：持续拓展新品类成效显著，布局运动大健康行业新赛道	6
3.1.3、 渠道：借助小米资源支持持续拓展	7
3.2、 大嘴猴：拓展下沉品牌，进军新渠道	8
3.3、 流量端、生产端优势明显，C2M 模式助力 2B、2C 业务协同发展	8
3.3.1、 C 端：获阿里流量支持，深度挖掘用户需求	9
3.3.2、 M 端：多年精益化生产优势沉淀，以销定产落实 C 端需求	10
4、 盈利预测与投资建议	11
5、 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 2003 年非典疫情结束后出行量显著增加	4
图 2： 公司 B2B 业务现有客户均为国内外知名企业	5
图 3： 90 分作为品类“舰长”亮相天猫超级品类日	6
图 4： 90 分品牌加强新媒体营销推广	6
图 5： 西西里、曼哈顿系列箱包设计时尚新颖	7
图 6： 90 分推出具有杀菌功能的斜挎包及箱包	7
图 7： 公司走步机、雨伞产品超额达成众筹目标	7
图 8： 90 分新产品销售火热	7
图 9： 大嘴猴产品外观色彩丰富、高性价比	8
图 10： 90 分借助天猫数据中心深度挖掘用户需求	9
图 11： 淘宝特价版采用 C2M 货品供给模式	10
图 12： 开润滁州工厂自动化水平领先	10
表 1： 各品牌差异化定位	3
表 2： 淘宝特价版全面赋能进驻商家	8
表 3： 开润股份研发能力突出	11

1、2B、2C 业务协同增长，预计业绩拐点将至

针对目前市场上对开润股份业务发展的部分疑问，本报告对公司 2B、2C 业务能否协同发展、未来业绩情况做出了解读与预判。我们认为，公司 2B+2C 双轮驱动的业务模式使其既具备强大的供应链实力，又不乏对市场的敏锐应变能力。2020 年尽管受疫情影响公司一季度利润下滑，我们预计二季度 2B、2C 业务均已触底，业绩拐点将至，预计三季度随着出行的恢复、海外客户业绩逐渐恢复，公司业绩将加快复苏，下半年有望恢复较高增长。

1.1、业务解读：2B、2C 双轮驱动，多品牌矩阵完善

● 公司 2B、2C 业务是否会分散公司精力和资源？

2B、2C 业务在独立运转的同时具备协同性。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，主要共享 HR、财务、IT 三部分，基本可以做到互不影响、互不干涉；从供应链角度来看，B2B 业务积累的经验，能够较为有效的支撑 B2C 业务，B2C 业务则会强化公司对终端市场的理解，提升创新、设计、研发能力。因此公司有望未来实现 B2B 与 B2C 两种业务的双赢。

● 公司 2C 端如何在资源有限的情况下实现多品牌运营？

公司三个品牌共享供应链资源，但有不同的发展侧重。小米品牌已经运营 4 年，从产品、供应链等角度看都已经比较成熟；2019 年把 90 分和小米分开，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。

● 品牌之间是否存在冲突？

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 400-800 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，毛利润分层的销售模式；**大嘴猴品牌**主要渠道在淘宝特价版、天猫、快手直播等。

表1：各品牌差异化定位

品牌	针对人群	价格段	品牌特色	主要渠道
	一二三线城市收入较好的年轻白领	400-800 元	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）
	IT 理工男	200-400 元	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）

品牌	针对人群	价格段	品牌特色	主要渠道
	三四五线城市消费者	200 元以下	外观色彩丰富、高性价比	淘宝特价版、天猫、快手直播等

资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.2、疫情影响下二季度业绩见底，出行恢复预计拐点将至

● 怎么看 2B、2C 业务疫情影响下的发展？

疫情对旅游出行产品影响较大，对公司业绩造成了冲击，公司 2020Q1 收入、利润分别下滑 10.30%、29.79%；2020Q2 由于 2B 端海外客户 Nike、迪卡侬，国内客户名创优品等关店，出口制造影响较大，但下游主要客户目前已陆续恢复营业。我们预计公司业绩已下滑至底部，第三季度随着疫情得到进一步缓解，出行恢复，下游客户业绩恢复，公司业务将加速复苏，下半年有望恢复较高增长。

从下游品牌销售情况来看，三季度业绩复苏趋势明显。FY2020Q4（3-5 月）耐克集团销售额同比下跌 38%，净利润大幅下降 180%，亏损 7.9 亿美元，全球仅大中华区实现 1% 增长。随着疫情趋于缓和，5 月中旬起，全球约 90% 的耐克自营店铺已恢复营业，复苏趋势显著。同时，耐克在华重点经销商宝胜国际 5 月业绩同比增长 8.1% 达 23.9 亿元，进一步佐证了耐克销售回暖。

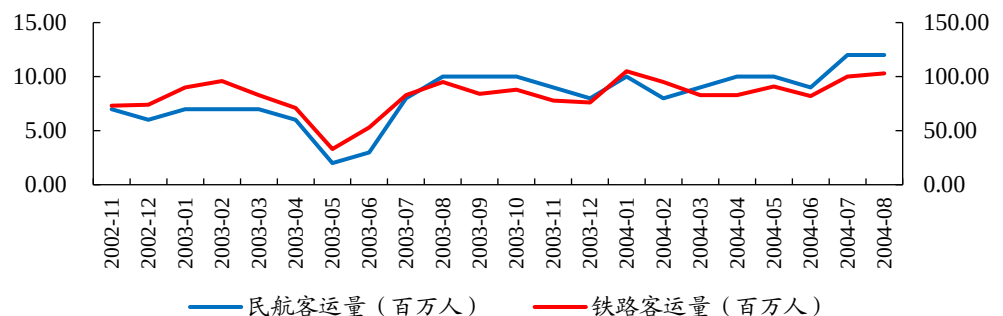
并且，公司在疫情期间开展了口罩业务，生产 KN95 口罩、一次性平面口罩及熔喷布，目前已经与迪卡侬、印度、德国超市 LIDL、意大利政府达成合作，预计将冲淡疫情对公司业绩影响。

2、2B 端：扩品类、扩客户增长逻辑不变

2B 业务方面，公司不断加速全球化布局，巩固与迪卡侬、耐克、VF、戴尔、华硕等世界级企业的合作，同时全球化布局印度、印尼等海外工厂，积极拓展新品类、新客户，不断强化自身竞争优势。

扩品类：公司 2019 年在双肩包、电脑包等软包品类基础上增加了拉杆箱业务，与供应商在安徽及印度尼西亚成立了合资工厂。作为唯一在东南亚布局拉杆箱工厂的公司，具有显著的制造成本、关税等优势。尽管 2020Q2 及 Q3 受到了疫情影响，但从非典经验来看一旦疫情结束，出行产品预计将出现报复性增长，带动下游客户订单增长。同时，公司在广东建立奢侈品工厂，拓展了奢侈品女包代工业务。奢侈品市场增速较快，且市场空间较大，有望为公司业务带来新增量。

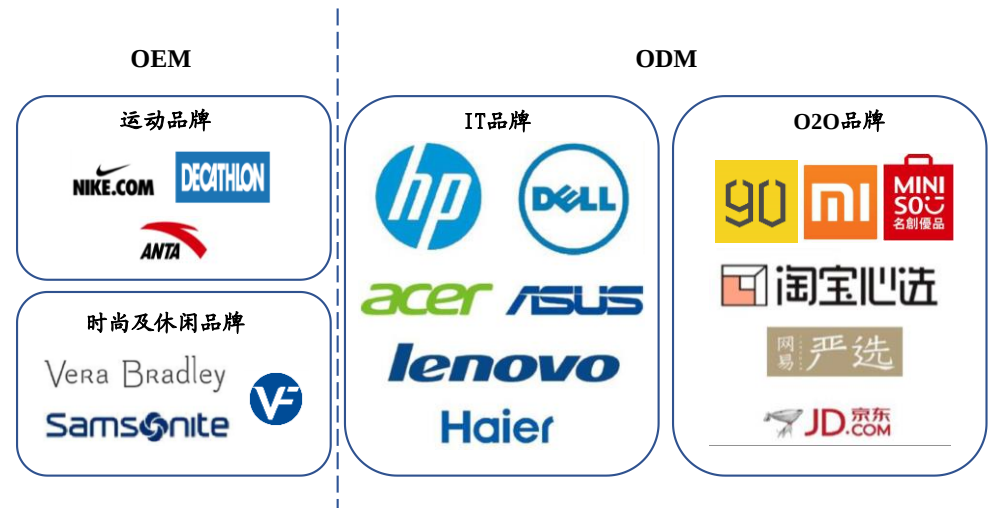
图1：2003 年非典疫情结束后出行量显著增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

扩客户：公司自上市以来积极调整客户结构，逐步提升优质客户收入占比，并着力开发新客户。公司 2019 年通过收购印尼宝岛切入 NIKE 供应链体系，NIKE 作为运动服饰巨头，未来订单潜力较大，虽然短期受海外疫情影响，但长期逻辑不变；2020 年公司新增威富公司 (VF) 订单，在深化原有合作关系基础上不断开拓新客户，未来增长可期。

图2：公司 B2B 业务现有客户均为国内外知名企业



资料来源：公司公告、开源证券研究所

持续产业收购拓宽赛道，带来业绩新增量。与收购耐克全球最大包袋供应商印尼 Formosa 工厂相似，公司预计将持续通过产业收购拓展客户和品类，带动业绩增长。同时，海外布局产能可有效提升产能、降低人工成本，享受关税优惠政策并分散国际贸易风险。

产能方面，公司 2B 端产能稳步扩充，供应链成熟。公司未来在印尼、印度等地扩充产能的弹性较大，能够针对不同下游客户提供差异化的、健康的一站式服务，未来公司将继续完成供应链升级，加强人员管理激励，提升生产效率。

3、2C 端：品牌矩阵丰富，新品类、新渠道带来业绩增量

2C 业务方面，公司敏锐洞察市场消费需求，依靠创新技术积极应对不断变化的市场局势，加大自主研发投入，聚焦出行品类的同时加速开辟新赛道，不断开发探索新品类，通过打造自有品牌矩阵的方式，进一步提升市场份额。

3.1、90 分：品牌持续升级，拓展新品类带来业绩增量

3.1.1、品牌营销：入选品类规长获阿里流量数据支持，站外引流加强营销推广

品牌方面，90 分持续升级，入选天猫品类规长，借助数据中心深度挖掘用户需求，精准画像提高转化率。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”品类规长及“2020Win+项目规长”，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。

图3：90分作为品类“舰长”亮相天猫超级品类日



资料来源：美通社

在站外引流方面，公司制定了打通内容电商、新媒体直播的全套方案，触达一、二、三线城市的年轻白领。90分品牌目前以线上渠道为主，除了在站内借助阿里平台数据中心支持提升运营效率、转化率之外，公司同时在站外签约明星、KOL 直播带货引流，提升品牌影响力。我们预计，随着品牌的健康发展、品牌力增强，90分品牌毛利率有望持续提升，带动公司整体盈利能力提升。

图4：90分品牌加强新媒体营销推广



资料来源：90分官方微博

3.1.2、产品：持续拓展新品类成效显著，布局运动大健康行业新赛道

原有箱包品类方面，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。

出行品相关新品类方面，公司新上线女包软包产品，并推出了 MINI BOX “雪糕包”等多款具备杀菌功能的产品，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。预计未来公司将继续围绕出行产品拓展品类，全方位满足消费者出行需求。

图5：西西里、曼哈顿系列箱包设计时尚新颖



资料来源：90分天猫旗舰店

图6：90分推出具有杀菌功能的斜挎包及箱包



资料来源：90分天猫旗舰店

公司布局运动大健康赛道推出走步机产品，多个新品上线销售火热。公司 2020 年 7 月 17 日于小米众筹上线悠启走步机产品，截至 7 月 22 日距众筹结束倒计时 8 天，已筹得金额 504 万元，达成目标金额 505%，吸引 1.3 万人参与。此外，公司于小米有品上线的多款新品销售火热，90 分迷你封口机成为平台“新品推荐热销榜”第一名，90 分便携全能伞产品也取得了雨具热销榜第一名的成绩，拓展新品类成效显著。

图7：公司走步机、雨伞产品超额达成众筹目标



资料来源：小米有品

图8：90分新产品销售火热



资料来源：小米有品

3.1.3、渠道：借助小米资源支持持续拓展

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。小米品牌广受年轻消费者认可，粉丝基数较大，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。

并且，小米品牌在海外多地区具备市场竞争优势，包括东南亚、日本、欧洲等，有利于 90 分品牌逐渐向海外渠道拓展。预计 2020 年公司小米箱包产品将在中东、

西欧运营商渠道销售，公司可依托于此进入传统箱包难以触达的海外高效渠道。目前公司自有品牌已成为日本亚马逊市场前五名、韩国部分线上平台第一名，有望持续提升海外市场市占率，带动业绩提升。

3.2、大嘴猴：拓展下沉品牌，进军新渠道

公司未来将以大嘴猴品牌在淘宝特价版、天猫等平台开店，拓展下沉市场。大嘴猴品牌主打 200 元以下产品，与以 400-800 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。

图9：大嘴猴产品外观色彩丰富、高性价比



资料来源：天猫

淘宝特价版自 2020 年 3 月上线以来一直维持快速增长，公司作为较早进驻淘宝特价版的商家，可享受平台早期补贴与免费流量支持，具备一定先发优势，预计将持续受益平台高速发展红利，获取新流量，拓展下沉市场。天猫方面，由于既有模式较为完整，公司会采用自营联营磨合的模式。

表2：淘宝特价版全面赋能进驻商家

平台支持	具体支持政策
流量活动支持	早期无流量费用，免费推广
	不定期推出淘宝特价版专属活动
基础设施建设服务	新品研发服务
	全生命周期运营服务
	菜鸟物流仓配服务
	专属金融服务

资料来源：友淘电商、开源证券研究所

3.3、流量端、生产端优势明显，C2M 模式助力 2B、2C 业务协同发展

C2M (Customer-to-Manufacturer) 模式为电商平台与生产商合作组织定制化产销的一种形式。即通过电商平台对消费者购买行为等信息进行搜集，整合、分析，并据此协助生产商更高效地安排设计、采购、生产、发货。与传统的销售模式不同，C2M 略过了传统模式中品牌商、运营商、物流商等高耗的中间环节，可以有效地降低中间成本，实现“消费者——生产商”的直连。

目前开润股份已与淘宝 C2M 项目组达成合作，C 端、M 端优势显著。1) 从 C 端来看，旗下“90 分”品牌作为天猫“品类舰长”享受流量优势，同时公司将会以

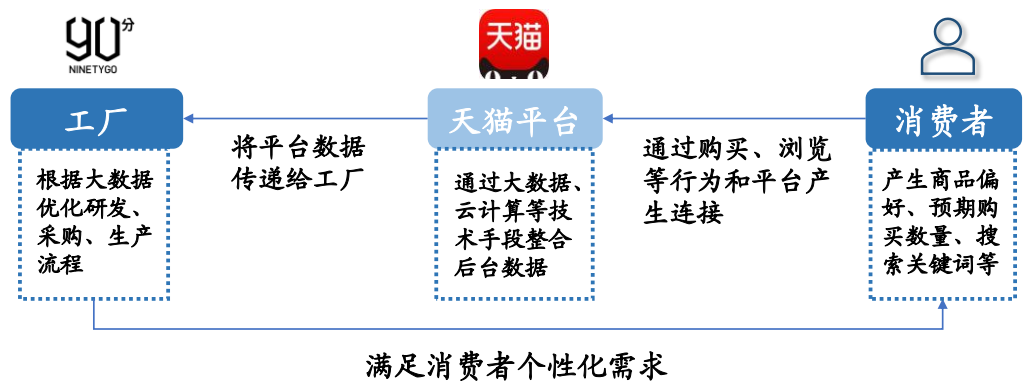
大嘴猴品牌在淘宝特价版 APP 开店，拓展下沉市场；2) 从 M 端来看，公司自有工厂具备柔性供应，精益化生产的能力，配合阿里数字化运营的支持，公司的 C2M 模型有望实现产销高效配合，不断提升品牌运营效率。

同时，公司 90 分、大嘴猴、小米品牌自产比例预计将提高，加强产销协同。目前公司部分自有品牌产品由外部工厂代工制造生产，随着客户资源结构的优化和精益管理能力的提升，公司将加大自有品牌自产比例，2B 端代工业务将与 2C 端自有品牌业务产生积极协同效应，同时进一步加强 M 端与 C 端的对接，提升对数据流量、市场需求的响应速度与转化率。

3.3.1、C 端：获阿里流量支持，深度挖掘用户需求

90 分品牌作为品类舰长拥有天猫后台数据中心权限，能够凭借数据支持对消费者购买偏好、主要竞品展开深度分析，进一步挖掘用户需求，提升转化率。针对客户需求，90 分推出了曼哈顿、西西里等箱包系列，疫情期间仍保持良好销售数据，验证了数据权限有效性，流量端优势凸显。并且，公司可基于用户画像精准营销，针对潜在用户进行品牌推广，并根据前端需求相应调整优化供应链，形成正向反馈，带动销售增长。

图10：90 分借助天猫数据中心深度挖掘用户需求



资料来源：公司公告、开源证券研究所

大嘴猴品牌由于将在淘宝特价版上线，有望享受平台早期补贴与免费流量支持，获取大量前端数据，并根据数据进行精准的新品开发及订单规划。同时依托淘宝平台的数字化能力、为商家提供的全方位运营支持（包括新品开发、营销服务、供应链服务和金融服务等），大嘴猴品牌有望实现在中低价位市场的快速扩张。

图11: 淘宝特价版采用 C2M 货品供给模式



资料来源：七麦数据

3.3.2、M 端：多年精益化生产优势沉淀，以销定产落实 C 端需求

多年精益化生产优势沉淀，挖潜降耗提升产品性价比。公司在行业内率先采用精益管理模式，充分授权组织内的每一个人，建立系统性的机制，使生产过程中一切无用、多余的东西被精简，在投入较少的人力、设备、较短的时间和较小的场地的同时创造出尽可能多的价值，产品质量更高、成本更低、交货期更短，且生产灵活性强，能够很快适应用户需求的不断变化。

公司工厂自动化水平业内领先，滁州工厂生产工段自动化覆盖率高达 80%。软包制造工序主要包含拉布、裁剪、运输、车缝、包装入库等，目前除包装入库外，其他工序均已实现自动化，生产效率突出，具备成本优势。

图12: 开润滁州工厂自动化水平领先



资料来源：公司官网

柔性研发快速响应，以销定产落实需求。出色的研发能力有助于公司柔性研发，快速响应市场需求。公司 2B 端 ODM/OEM 业务历经多年发展，拥有众多国际大牌客户，多次参与产品设计研发，善于对设备应用、模板设计等进行研发创新，例如公司曾为惠普设计的多功能电脑包、为迪卡侬优化运动包设计；公司 2C 端自有品牌“90 分”产品多次获得德国红点、IF 设计等国际大奖，公司产品设计研发能力突出。

表3: 开润股份研发能力突出

获奖主体	奖项/证书名称
开润股份	世界制造业大会创新产品金奖（2019）
	高新技术产品防霉抗菌多用途背包（2016 年）
	高新技术产品基于防霉聚氨酯海绵技术的时尚背包（2016 年）
	高新技术产品太阳能充电电脑包（2015 年）
	高新技术产品智能蓝牙防丢箱包（2015 年）
	高新技术企业证书（2014 年）
	高新技术产品 PVC 涂覆涤纶上市纱罗高强度材料仕女包（2014 年）
	高新技术产品聚丙烯片材复合超高分子量聚乙烯纤维材料拉杆箱（2014 年）
“90 分”品牌	IF 设计奖（2019、2017）
	德国红点奖（2019、2018）
	台湾金点设计奖
	“白玉兰”杯上海设计创新大赛二等奖

资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司代工制造经验丰富，多年来与国际大牌合作，根据前端数据、客户订单要求组织生产，存货控制较好。2019 年公司存货周转率为 4.08 次，在行业内处于领先水平。凭借丰富代工经验，公司可根据平台反馈数据精准、快速地落实用户需求，转化为更适应市场需要的商品，提升流量转化率。

4、盈利预测与投资建议

公司 2B+2C 双轮驱动的业务模式使其既具备强大的供应链实力，又不乏对市场的敏锐应变能力。2020 年尽管受疫情影响公司一季度利润下滑，我们预计二季度 2B、2C 业务均已触底，业绩拐点将至，预计三季度随着出行的恢复、海外客户业绩逐渐恢复，公司业绩将加快复苏，四季度将有望实现增长。我们预计公司 2020-2022 年公司 2B 端业务增速约为 10%、25%、19%，2C 端业务增速约为 19%、37%、30%。

因此，维持此前盈利预测不变，我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 2.5/3.4/4.3 亿元，对应 EPS 分别为 1.15/1.55/1.97 元，当前股价对应 PE 为 29/21/17 倍，维持“买入”评级。

5、风险提示

疫情影响出行恢复，下游客户业绩恢复不及预期。

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	1633	2438	2787
现金	240	417	444	573	786
应收票据及应收账款	253	407	596	560	873
其他应收款	39	20	52	39	75
预付账款	12	11	16	19	24
存货	413	541	455	959	708
其他流动资产	210	86	70	288	320
非流动资产	242	488	520	575	630
长期投资	13	28	41	55	68
固定资产	96	191	201	238	276
无形资产	12	46	51	57	64
其他非流动资产	121	224	227	225	222
资产总计	1410	1970	2153	3013	3417
流动负债	721	1054	1001	1533	1514
短期借款	60	108	108	108	108
应付票据及应付账款	542	734	743	1167	1189
其他流动负债	119	212	151	258	218
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	1016	1548	1529
少数股东权益	42	66	78	95	115
股本	218	217	217	217	217
资本公积	74	73	73	73	73
留存收益	364	546	779	1092	1490
归属母公司股东权益	636	834	1058	1370	1772
负债和股东权益	1410	1970	2153	3013	3417

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	146	142	104	238	326
净利润	184	237	262	354	448
折旧摊销	12	18	24	31	38
财务费用	-5	1	1	1	-2
投资损失	-6	-4	-5	-4	-4
营运资金变动	-25	-91	-177	-144	-155
其他经营现金流	-15	-19	-1	0	-0
投资活动现金流	-176	-26	-50	-82	-89
资本支出	94	67	14	43	42
长期投资	-60	152	-14	-14	-13
其他投资现金流	-143	193	-50	-53	-60
筹资活动现金流	42	19	-27	-27	-24
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	-26	-26	-24
现金净增加额	16	135	28	129	213

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	2048	2695	3109	4047	5017
营业成本	1516	1946	2252	2912	3593
营业税金及附加	10	14	17	21	26
营业费用	190	257	298	383	482
管理费用	83	126	159	198	246
研发费用	52	78	93	142	166
财务费用	-5	1	1	1	-2
资产减值损失	7	-6	2	-4	-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	308	415	529
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	308	416	530
所得税	34	46	46	62	82
净利润	184	237	262	354	448
少数股东损益	11	11	12	16	21
归母净利润	174	226	250	337	428
EBITDA	227	295	327	438	555
EPS(元)	0.80	1.04	1.15	1.55	1.97

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	76.2	31.6	15.4	30.2	24.0
营业利润(%)	39.6	31.1	9.1	34.9	27.6
归属于母公司净利润(%)	30.2	30.1	10.5	34.9	26.8
获利能力					
毛利率(%)	26.0	27.8	27.6	28.0	28.4
净利率(%)	8.5	8.4	8.0	8.3	8.5
ROE(%)	27.2	26.3	23.0	24.1	23.8
ROIC(%)	25.7	24.4	21.8	23.3	23.1
偿债能力					
资产负债率(%)	51.9	54.3	47.2	51.4	44.7
净负债比率(%)	-25.0	-33.2	-28.7	-31.1	-35.4
流动比率	1.6	1.4	1.6	1.6	1.8
速动比率	0.7	0.8	1.1	0.8	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.7	1.6	1.5	1.6	1.6
应收账款周转率	9.1	8.2	6.2	7.0	7.0
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	1.15	1.55	1.97
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.65	0.48	1.09	1.50
每股净资产(最新摊薄)	2.93	3.84	4.87	6.30	8.15
估值比率					
P/E	41.1	31.6	28.6	21.2	16.7
P/B	11.2	8.6	6.7	5.2	4.0
EV/EBITDA	30.9	23.4	21.1	15.4	11.8

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

12 / 14

特别声明

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

分析师承诺

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

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835