

开润股份 (300577.SZ) 深度解读开润股份三季报：拐点与增量

2020年10月30日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

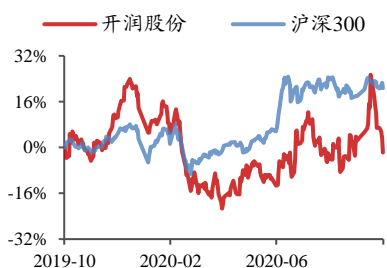
吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

| | |
|------------|-------------|
| 日期 | 2020/10/30 |
| 当前股价(元) | 30.55 |
| 一年最高最低(元) | 42.56/24.05 |
| 总市值(亿元) | 66.41 |
| 流通市值(亿元) | 31.88 |
| 总股本(亿股) | 2.17 |
| 流通股本(亿股) | 1.04 |
| 近3个月换手率(%) | 158.88 |

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-与阿里战略合作，打造C2M闭环》-2020.10.19

《公司信息更新报告-拟推员工持股计划彰显信心，2C、2B业务均迎来边际向好变化》-2020.10.13

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

● 前三季度业绩承压，预计Q4迎来业绩拐点，维持“买入”评级

公司2020年前三季度实现营收14.74亿元(-24.53%)，归母净利润0.37亿元(-78.74%)。其中Q3单季度实现营收5.20亿元(-29.07%)，归母净利润-0.27亿元(-144.01%)。受疫情影响，收入和利润明显下滑。我们认为，随着2B下游客户业绩复苏，订单企稳，以及2C端出行市场恢复，销售增速转正，公司预计在Q4迎来业绩拐点，2021年2B/2C收入较2019年增速均有望超过30%。由于疫情影响下公司前三季度业绩承压，增长不及预期，下调盈利预测至2020-2022年公司归母净利润分别为1.11/3.02/4.28亿元(原2.00/3.27/4.39亿元)，对应EPS分别为0.51/1.39/1.97元，当前股价对应PE为59.6/22.0/15.5倍，维持“买入”评级。

● 2B端增量：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

1) **新赛道**：公司于2020年9月参股优衣库核心纺服供应商上海嘉乐股份，成为第一大股东，切入服装代工赛道，协同双方优质供应链资源与客户资源，推进业绩提升。2) **新客户**：2020年公司新增重磅客户VF，有望给公司2021年带来1亿元以上新增订单。3) **新产能**：公司增发顺利完成，印尼基地与女包工厂均获得产能扩充，2021年新增产能部分释放有望促进公司业绩增长。

● 2C端增量：品牌升级、品类拓展夯实增长边际

1) **90分**：90分成为天猫品类舰长能获得大量C端数据，利于公司通过数字化精准用户画像，洞察客户需求，及时进行产品迭代升级；2020年疫情导致公司推新延迟，2021年春夏季有望迎来新品爆发，且预计产品价格带上移，毛利率提升。2) **大嘴猴**：该品牌目前已入驻天猫平台，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。3) **健身器材**：公司切入运动健康赛道，已成功试水走步机，目前积极深化与小米合作，协同开发软硬件一体化产品，后续有望延伸产品线，带来新的增长点。

● **风险提示**：疫情对出行市场及海外客户的抑制，海外产能释放不达预期。

财务摘要和估值指标

| 指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2,048 | 2,695 | 2,217 | 3,506 | 4,669 |
| YOY(%) | 76.2 | 31.6 | -17.7 | 58.2 | 33.2 |
| 归母净利润(百万元) | 174 | 226 | 111.4 | 302.4 | 427.6 |
| YOY(%) | 30.2 | 30.1 | -50.7 | 171.6 | 41.4 |
| 毛利率(%) | 26.0 | 27.8 | 28.4 | 28.9 | 29.1 |
| 净利率(%) | 8.5 | 8.4 | 5.0 | 8.6 | 9.2 |
| ROE(%) | 27.2 | 26.3 | 11.8 | 24.7 | 26.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.80 | 1.04 | 0.51 | 1.39 | 1.97 |
| P/E(倍) | 38.2 | 29.4 | 59.6 | 22.0 | 15.5 |
| P/B(倍) | 10.4 | 8.0 | 7.2 | 5.5 | 4.2 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

| | |
|---|---|
| 1、 疫情对 2B 业务影响较大，公司前三季度业绩承压 | 3 |
| 2、 盈利能力：毛利率提升，存货规模下降 | 3 |
| 3、 拐点：2B 端订单预期良好，2C 端强势复苏、边际改善显著 | 4 |
| 4、 2B 端增量：收购优衣库核心供应商切入服装赛道，新增 VF 核心客户提升订单预期 | 4 |
| 4.1、 增量 1：收购优衣库核心供应商，新品类新赛道推动业绩增长。 | 4 |
| 4.2、 增量 2：新增核心客户 VF，订单预期又上一层 | 5 |
| 4.3、 增量 3：增发顺利完成，印尼与女包扩充新产能 | 5 |
| 4.4、 增量 4：与阿里达成供应链战略合作，打造 C2M 闭环推动业绩提升 | 5 |
| 5、 2C 端增量：品牌升级、品类拓展夯实增长边际 | 6 |
| 5.1、 增量 1：产品上新、数字化运营赋能 90 分增长 | 6 |
| 5.2、 增量 2：逐步入驻电商平台，大嘴猴拥有发展潜力 | 6 |
| 5.3、 增量 3：切入健身器材领域，协同小米开发新品 | 7 |
| 6、 盈利预测与投资建议 | 7 |
| 7、 风险提示 | 7 |
| 附：财务预测摘要 | 8 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1： 大嘴猴箱包旗舰店已于 2020 年 8 月入驻天猫，行李箱单品月销售破万 | 6 |
| 表 1： 推出员工持股计划，调动员工积极性 | 3 |

1、疫情对 2B 业务影响较大，公司前三季度业绩承压

2020 年前三季度，公司实现营收 14.74 亿元 (-24.53%)，归母净利润 0.37 亿元 (-78.74%)，扣非归母净利润 0.24 亿元 (-85.08%)。收入和利润的明显下滑主要系疫情使得 2B 端订单下降，且影响 2C 出行市场所致。其中 2020Q3 单季度，公司实现营收 5.20 亿元 (-29.07%)，归母净利润-0.27 亿元 (-144.01%)。净利润大幅下降主要由于费用提升及公司加大了资产减值损失计提，2020Q3 合计计提 0.19 亿元。

推出员工持股计划，调动员工积极性。公司于 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，可持有的标的股票数量分别约为 76.51 万股、7.74 万股，对应占公司当前总股本的比例分别约为 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%。此外，对于 2020 年，公司不设考核目标。该计划利于充分调动员工积极性，体现了公司对未来发展的信心。

表1: 推出员工持股计划，调动员工积极性

| 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%。2020 年公司不设考核目标。 | |

资料来源：公司公告、开源证券研究所

2、盈利能力：毛利率提升，存货规模下降

毛利率：2020 年前三季度，公司毛利率为 29.60% (+1.92pct)，毛利率略有增长主要系相对高毛利的 2B 业务占比提升；**净利率**为 2.51% (-6.45pct)，其下滑主要系公司前三季度毛利率较稳而销售、管理费用率上升明显所致。

费用端：2020 年前三季度销售/管理/研发/财务费用率分别为 13.34%/7.75%/4.14%/0.97%，较 2019 年同期分别提高 4.20pct/3.66pct/0.94/1.05pct。其中：

1) **销售费用**提升主要系：公司促销力度加大，且三季度新代言人欧阳娜娜相关的营销活动也产生了费用。考虑到公司在三季度提前进行了大量销售费用的投入和支出，我们预计 2020Q4 销售费用率企稳。

2) **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。考虑到公司预计将积极开展套期保值业务，我们判断，该影响将不会延续至四季度。

3) **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致。

营运能力方面，公司截至 2020Q3 存货规模为 3.49 亿元，较年初减少 35.48%，主要系受疫情影响销售下降，公司消化库存所致。截至 2020Q3 公司经营性净现金流为 -4,989.78 万元，同比下降 -642.02%，主要系本期销售下降，收到的资金减少，同时

加强人才引进力度，支付的职工薪酬增加，以及为投资并购而支付的各项费用增加所致。

3、拐点：2B 端订单预期良好，2C 端逐步复苏、边际改善显著

2B 端：下游客户复苏，预计四季度订单企稳

二、三季度受海外疫情影响，耐克、VF、迪卡侬等主要下游客户业绩大幅下滑，导致公司 2B 业务受到较大负面影响。自三季度以来，疫情影响逐渐减弱，下游客户业绩逐渐复苏，例如耐克 2021 财年一季度（区间为 2020 年 6 月 1 日-8 月 31 日）收入下滑幅度收窄至 0.6%，环比改善 38.4pct，中国市场实现 6% 增长。

考虑到上游代工企业的订单波动通常滞后反应一个季度，我们预计公司 2B 业务将于四季度迎来拐点，下滑幅度预计将会进一步收窄。国际头部品牌对于供应商的选择相对审慎，考察因素较为全面，选定后不会轻易更换。公司手握大量优质客户资源，且作为多个客户的核心供应商，与客户联系紧密，例如耐克已将公司列为配件类全球战略合作伙伴。因此我们认为，在疫情结束后，公司下游客户订单有望率先回流，仍看好公司 2B 端长期业务发展。

2C 端：出行市场恢复，9 月恢复增长，业绩持续边际改善。

一二季度国内出行市场受疫情影响较大，公司 2C 端出行消费品收入下滑。随着疫情得到控制，国内出行市场回复明显，国庆期间出行市场恢复至 7-8 成，2C 端业绩持续边际改善。根据魔镜数据，公司 2C 端销售 8 月下旬开始回暖，9 月已恢复增长，10 月以来业绩持续边际改善，拐点确立。预计随着疫情得到控制，景区限流等限制因素解除，叠加四季度双十一购物节促销等因素，公司业绩有望持续反弹，四季度实现正增长。

4、2B 端增量：收购优衣库核心供应商切入服装赛道，新增 VF

核心客户提升订单预期

4.1、增量 1：收购优衣库核心供应商，新品类新赛道推动业绩增长。

公司于 2020 年 9 月参股优衣库核心纺服供应商上海嘉乐股份，成为第一大股东，切入服装代工赛道。此前开润股份 2B 业务主要为箱包代工业务，市场空间有限。本次收购后，开润股份正式切入服装代工领域，打开广阔增长空间。在生产工艺上，箱包与服饰及面辅料同属纺织业，制造工艺、供应链及工厂管理、研发设计等方面具有一定相似度；在人才储备上，开润股份代工制造业务的核心团队曾在大型纺织服装及面辅料生产公司任职，具备充足的行业运营及管理经验。因此，新增服装代工业务与原有箱包代工业务有望高度协同发展，共同推动业绩提升。

作为优衣库纺服核心供应商之一，上海嘉乐股份客户资源优势突出，代工经验丰富。对标全球纺服代工龙头，开润股份有望凭借优秀的工厂改造能力成为 A 股纺服代工龙头企业：

1) 上海嘉乐自身具备优异的面料、代工一体化垂直生产能力；

2) 丰富的客户资源：上海嘉乐自身具备优质的客户资源（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），此外我们

预计公司将逐步提升服装代工及面料产能，有望吸引更多国际优质客户资源，实现订单放量，业绩持续稳健增长；

3) 全球化产能布局（中国+印尼）：开润股份此前收购 NIKE 软包代工厂印尼宝岛后，经过对工厂的改造、扩充产能，印尼宝岛产能及业务规模快速提升，预计 2020 年底或 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。

我们认为，开润股份有望凭借丰富的运营管理经验、人才储备，优化上海嘉乐公司管理、业务运营。未来公司 2B 业务具备较大潜力，有望成为 A 股纺服代工龙头企业。2021 年上海嘉乐股份有望正式并表，由于其订单增长趋势良好，我们预计公司服装代工业务未来平均年增长率有望达到约 30%，为公司业绩带来增量。

4.2、增量 2：新增核心客户 VF，订单预期又上一层

公司持续深化与存量核心客户关系，不断挖掘新客户，2020 年与跨国服饰公司 VF 首次展开合作，传统箱包业务核心客户名单又起一行。2020 年公司已持有 VF 客户订单 1000 多万元，预计 2021 年能提升至 1 亿元以上，未来还有上行空间，公司整体订单预期又上一层。

4.3、增量 3：增发顺利完成，印尼与女包扩充新产能

2020 年公司定增募资约 6.95 亿元，其中 2.93 亿元用于在印尼箱包生产基地建设 200 条生产线，及生产车间、中央仓等设施，预计年产达到 1,848 万只箱包；1.52 亿元用于在滁州米润科技女包工厂购置 42 条时尚女包生产线等，项目建成后预计年产时尚女包 248 万件。印尼与女包的新增产能有望于 2021 年部分释放，促进业绩提升。

4.4、增量 4：与阿里达成供应链战略合作，打造 C2M 闭环推动业绩提升

与阿里达成供应链战略合作，服装代工业务新增看点。2020 年公司成为首批阿里巴巴箱包供应链战略合作伙伴，未来公司有望联合阿里大数据支持驱动智能自动化生产和产业链协同，提升运营效率，进一步加强 M 端与 C 端的对接，提高制造端对数据流量、市场需求的响应速度与转化率。通过 C2M 模式，公司可实现以销定产，降低库存，通过互联网将消费者、设计者和生产者直接连通，并大大缩短传统批量生产周期，再向超级供应链方向迈进。

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。

思考：为何开润股份能够通过持续通过并购切入新赛道、获取新客户？

1) 现有客户充分认可：由于公司具备全球化布局，领先的生产、设计水平及智能化制造能力，公司主要客户，包括耐克、迪卡侬等行业头部公司对公司收购行为较为认可。

2) 公司有能力提供全面赋能：公司具备较强的并购管理能力与丰富的并购经验，能够充分为并购标的公司赋能，通过整合、改造调动其生产能力，使其迸发出新的活力，促进订单增长。例如上海嘉乐具备较强的生产、开发能力，但获取新客户的能力相对较弱，且经营投入较为保守，业绩相对平稳。开润股份拥有丰富的头部客户资源，且具备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。

我们认为，开润股份有望通过持续的并购产值及现金流优秀的企业，通过切入服装行业内部，取得头部客户，并通过为并购企业赋能获取新订单，向超级供应链方向迈进，逐渐成为服装行业龙头企业。

5、2C 端增量：品牌升级、品类拓展夯实增长边际

公司洞察市场需求，依靠研发、创新在聚焦出行品类的同时加速品牌升级、品类拓展。2020 年疫情导致公司自有品类低基数，随着出行市场持续复苏，2021 年公司 C 端业绩想象空间较大。

5.1、增量 1：产品上新、数字化运营赋能 90 分增长

顺应客户需求推新，价格带有望上移。公司积极洞察市场走向，及时进行产品升级，用不同产品针对性地适配应用场景，如推出“曼哈顿”系列覆盖商务场景，“西西里”覆盖旅游出行；推出 MINIBOX “雪糕包”等多款具备杀菌功能的产品，以满足消费者出行中的防护需要，市场表现出色，预计未来还会细化用户出行需求，持续推陈出新。此外，受制于疫情影响，公司 2020 年 90 分新品尚未完全推出，我们预计 2021 年春夏季节将迎来新品的集中爆发，且价格带有所上移、带动毛利率提升以助推业绩增长。

深化与阿里合作，数字化赋能品牌张力。90 分作为天猫品类舰长，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及主要竞品展开深度分析，利于洞悉客户需求，校准用户画像，实现精准投放，提升转化率。

5.2、增量 2：逐步入驻电商平台，大嘴猴拥有发展潜力

天猫销售表现亮眼，增长趋势已显。大嘴猴箱包与 90 分差异化定位，主打 200 元以下的低端市场，已于 2020 年 8 月入驻天猫平台，主售行李箱，其爆款单品月销量可达 4 万，在行李箱品类搜索排名前五，预计 2020 年底可以做到链接搜索热度第一。借助品牌既有势能，公司后续会覆盖更多平台，进一步发掘品牌潜力。

图1：大嘴猴箱包旗舰店已于 2020 年 8 月入驻天猫，行李箱单品月销售破万



资料来源：天猫大嘴猴箱包旗舰店

入驻淘宝特价版，进一步拓展下沉市场。由于大嘴猴主打低端，精准契合淘宝特价版平台定位，该平台由公司自营。公司作为较早进驻淘宝特价版的商家，可享平台

早期补贴与免费流量支持，获取大量前端数据，并能够根据数据进行精准的新品开发及订单规划，优势显著，预计将持续受益平台高速发展红利。

此外，下沉市场品牌的顺利拓展给予公司信心，未来公司可能通过授权或兼并方式切入高端市场，进一步丰富品牌矩阵。

5.3、增量3：切入健身器材领域，协同小米开发新品

切入健身器材领域，开拓新的业绩增长点。2020年7月，公司成功众筹悠启跑步机，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、健康检测设备等健身器材产品，深挖运动大健康赛道，不断引入新的业绩增长点。

6、盈利预测与投资建议

2020年疫情对公司业绩影响较大，前三季度业绩承压但拐点已明确。一方面，随着公司收购优衣库核心代工厂切入新赛道、新增重磅客户VF带来高额订单、印尼生产基地与女包工厂扩充产能、以及与阿里合作进一步深化，公司2B业务整体向好，下游客户订单企稳。另一方面，随着出行市场持续恢复，公司2C业务边际改善明显，品牌升级、品类扩充给公司带来新的业绩增量。我们认为，公司预计在Q4迎来业绩拐点，2021年2B/2C收入增速均有望超过30%，具备良好的成长性和投资价值。

考虑到疫情影响下公司前三季度业绩承压，增长不及预期，下调盈利预测，我们预计2020-2022年公司归母净利润分别为1.11/3.02/4.28亿元（原2.00/3.27/4.39亿元），对应EPS分别为0.51/1.39/1.97元，当前股价对应PE为59.6/22.0/15.5倍，维持“买入”评级。

7、风险提示

疫情对出行市场及海外客户的抑制。新冠肺炎疫情尚未结束，对出行市场有很强的抑制作用。同时，如果疫情持续在海外蔓延，也会对B2B海外主要客户的需求带来抑制作用。

海外产能释放不达预期。公司B2B业务未来的增长点主要来自于印尼工厂的产能释放，如果印尼工厂产能释放不达预期，将影响公司收入增长。

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 | 1056 | 2466 | 2236 |
| 现金 | 240 | 417 | 530 | 644 | 1001 |
| 应收票据及应收账款 | 253 | 407 | 308 | 596 | 461 |
| 其他应收款 | 39 | 20 | 31 | 47 | 59 |
| 预付账款 | 12 | 11 | 8 | 22 | 18 |
| 存货 | 413 | 541 | 108 | 868 | 377 |
| 其他流动资产 | 210 | 86 | 70 | 288 | 320 |
| 非流动资产 | 242 | 488 | 466 | 545 | 614 |
| 长期投资 | 13 | 28 | 41 | 56 | 71 |
| 固定资产 | 96 | 191 | 149 | 208 | 258 |
| 无形资产 | 12 | 46 | 51 | 57 | 64 |
| 其他非流动资产 | 121 | 224 | 225 | 224 | 222 |
| 资产总计 | 1410 | 1970 | 1522 | 3011 | 2850 |
| 流动负债 | 721 | 1054 | 515 | 1713 | 1129 |
| 短期借款 | 60 | 108 | 108 | 108 | 108 |
| 应付票据及应付账款 | 542 | 734 | 306 | 1329 | 843 |
| 其他流动负债 | 119 | 212 | 101 | 277 | 178 |
| 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 | 530 | 1728 | 1144 |
| 少数股东权益 | 42 | 66 | 72 | 86 | 107 |
| 股本 | 218 | 217 | 217 | 217 | 217 |
| 资本公积 | 74 | 73 | 73 | 73 | 73 |
| 留存收益 | 364 | 546 | 650 | 931 | 1329 |
| 归属母公司股东权益 | 636 | 834 | 920 | 1197 | 1599 |
| 负债和股东权益 | 1410 | 1970 | 1522 | 3011 | 2850 |

| 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 146 | 142 | 132 | 241 | 477 |
| 净利润 | 184 | 237 | 117 | 317 | 448 |
| 折旧摊销 | 12 | 18 | 23 | 29 | 38 |
| 财务费用 | -5 | 1 | -2 | -3 | -7 |
| 投资损失 | -6 | -4 | -5 | -5 | -6 |
| 营运资金变动 | -25 | -91 | 0 | -99 | 3 |
| 其他经营现金流 | -15 | -19 | -1 | 0 | -0 |
| 投资活动现金流 | -176 | -26 | 5 | -103 | -102 |
| 资本支出 | 94 | 67 | -40 | 65 | 55 |
| 长期投资 | -60 | 152 | -14 | -14 | -15 |
| 其他投资现金流 | -143 | 193 | -49 | -52 | -61 |
| 筹资活动现金流 | 42 | 19 | -23 | -23 | -19 |
| 短期借款 | 60 | 48 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 0 | 2 | -0 | -0 | -0 |
| 普通股增加 | 97 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -85 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -30 | -30 | -23 | -23 | -18 |
| 现金净增加额 | 16 | 135 | 114 | 114 | 357 |

| 利润表(百万元) | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 2048 | 2695 | 2217 | 3506 | 4669 |
| 营业成本 | 1516 | 1946 | 1587 | 2493 | 3311 |
| 营业税金及附加 | 10 | 14 | 12 | 18 | 24 |
| 营业费用 | 190 | 257 | 219 | 297 | 382 |
| 管理费用 | 83 | 126 | 238 | 280 | 299 |
| 研发费用 | 52 | 78 | 47 | 74 | 154 |
| 财务费用 | -5 | 1 | -2 | -3 | -7 |
| 资产减值损失 | 7 | -6 | 1 | -3 | -1 |
| 其他收益 | 14 | 19 | 17 | 18 | 17 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 6 | 4 | 5 | 5 | 6 |
| 资产处置收益 | 0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 营业利润 | 215 | 282 | 137 | 372 | 530 |
| 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 | 137 | 373 | 530 |
| 所得税 | 34 | 46 | 21 | 56 | 82 |
| 净利润 | 184 | 237 | 117 | 317 | 448 |
| 少数股东损益 | 11 | 11 | 5 | 15 | 21 |
| 归母净利润 | 174 | 226 | 111 | 302 | 428 |
| EBITDA | 227 | 295 | 153 | 391 | 550 |
| EPS(元) | 0.80 | 1.04 | 0.51 | 1.39 | 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 | -17.7 | 58.2 | 33.2 |
| 营业利润(%) | 39.6 | 31.1 | -51.5 | 172.2 | 42.3 |
| 归属于母公司净利润(%) | 30.2 | 30.1 | -50.7 | 171.6 | 41.4 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率(%) | 26.0 | 27.8 | 28.4 | 28.9 | 29.1 |
| 净利率(%) | 8.5 | 8.4 | 5.0 | 8.6 | 9.2 |
| ROE(%) | 27.2 | 26.3 | 11.8 | 24.7 | 26.3 |
| ROIC(%) | 25.7 | 24.4 | 10.6 | 23.4 | 25.2 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率(%) | 51.9 | 54.3 | 34.8 | 57.4 | 40.1 |
| 净负债比率(%) | -25.0 | -33.2 | -41.6 | -41.0 | -51.8 |
| 流动比率 | 1.6 | 1.4 | 2.0 | 1.4 | 2.0 |
| 速动比率 | 0.7 | 0.8 | 1.7 | 0.8 | 1.4 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 1.7 | 1.6 | 1.3 | 1.5 | 1.6 |
| 应收账款周转率 | 9.1 | 8.2 | 6.2 | 7.8 | 8.8 |
| 应付账款周转率 | 3.2 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.0 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.80 | 1.04 | 0.51 | 1.39 | 1.97 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.67 | 0.65 | 0.61 | 1.11 | 2.19 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 2.93 | 3.84 | 4.23 | 5.51 | 7.36 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 38.2 | 29.4 | 59.6 | 22.0 | 15.5 |
| P/B | 10.4 | 8.0 | 7.2 | 5.5 | 4.2 |
| EV/EBITDA | 28.7 | 21.7 | 41.0 | 15.8 | 10.6 |

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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

| | | |
|--|----------------|------------------------|
| 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。

开源证券研究所

上海

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

深圳

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

北京

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

西安

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