

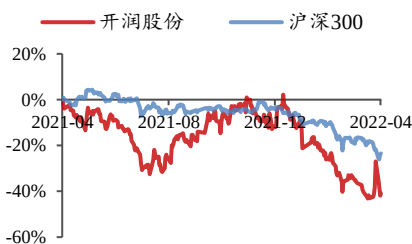
开润股份 (300577.SZ)

2022 年 04 月 28 日

投资评级：买入（维持）

日期	2022/4/28
当前股价(元)	13.99
一年最高最低(元)	25.98/12.74
总市值(亿元)	33.55
流通市值(亿元)	18.09
总股本(亿股)	2.40
流通股本(亿股)	1.29
近 3 个月换手率(%)	115.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司信息更新报告-B 端持续开发新客户, 预计 C 端降本增效将显现》-2022.4.22

《公司信息更新报告-2021 年业绩稳步复苏, 看好 2022 年业绩重回高增长》-2022.1.28

《公司信息更新报告-员工持股计划彰显信心, 共谋公司长期发展》-2022.1.26

2021 业绩开启复苏, 看好 2022 年 B 端业务稳步增长+C 端业务减亏

——公司信息更新报告

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

周嘉乐（分析师）

zhoujiale@kysec.cn

证书编号：S0790522030002

● **2021 业绩开启复苏, 预计 2022 年盈利情况将逐季改善, 维持“买入”评级**

公司 2021/2021Q4/2022Q1 营收 22.89 亿元 (+17.76%) / 7.15 亿元 (+52.29%) / 6.12 亿元 (+35.56%), 归母净利润 1.80 亿元 (+131.03%) / 0.29 亿元 (-29.07%) / 0.47 亿元 (+2.78%), 我们维持 2022-2023 年盈利预测及新增 2024 年盈利预测: 预计 2022-2024 年公司净利润分别为 2.15/2.86/3.74 亿元, 对应 EPS 为 0.89/1.19/1.56 元, 当前股价对应的 PE 分别为 15.6/11.7/9.0 倍, 公司 B2B 业务稳健增长, B2C 业务降本增效, 2021 业绩开启复苏, 维持公司“买入”评级。

● **B2B: 2021 年复苏显著, 新老客户支撑业绩长期增长**

2021 年 B2B 业务实现收入 14.64 亿元 (+24.0%)。2021Q4/2022Q1 收入同比增长 50%+/40%+。(1) 报表内 B2B: 预计 2022 年占比将提升至 70%+, 收入增速为 20%-30%。老客户: 2021 年耐克/迪卡侬收入约为 3.4/3.1 亿元。预计 2022 年耐克与迪卡侬增速为 20%-30%, VF 收入翻倍; 新客户: PUMA 预计 2022H2 出货, 新客户 YETI 和 Home Depot 预计在 2023 年起量。(2) 报表外 B2B: 嘉乐 2021 年收入 9.76 亿元, 亏损 0.28 亿元。已与优衣库进行战略合作, 并新开拓客户阿迪达斯、Puma、李宁、安踏、FILA, 预计 2023 年起 3-5 年收入增速为 30%-50%。

● **B2C: 2021 年米牌稳定盈利, 90 分品牌收入较快增长但仍未实现盈亏平衡**

2021 年 B2C 收入为 7.56 亿元 (+3.2%)。2021Q4/2022Q1 收入同比个位数下滑/个位数增长。分品牌看: 2021 年米牌收入约 3.5-4 亿元, 盈利约 2000 万+, 90 分品牌收入约 4 亿, 亏损约 8000 万。公司 B2C 业务进行战略调整, 90 分耐心打磨品牌并严格控费, 预计 2022 年减亏; 米牌优化产品结构提高盈利能力, 预计 2022 年保持平稳增长。预计减亏措施将在 Q2 开始显现, 盈利情况逐季改善。

● **降本增效效果将逐季度显现, 持续提升公司盈利能力**

2021 年整体/B2B/B2C 毛利率为 26.58% (-1.90 pct) / 25.97% (-3.24 pct) / 28.28% (+0.44 pct)。2021 年、2022Q1 公司期间费用率分别为 23.3% (-1.3 pct)、22.2% (-1.4 pct)。2021 年/2022Q1 归母净利率为 7.87% (+3.86 pct) / 7.60% (-2.42 pct)。2021 年末/2022Q1 存货金额为 5.33 亿元 (+37%) / 5.43 亿元。2021 年末应收账款为 4.77 亿元 (+25%)。2021 年/2022Q1 经营活动净现金流 0.47 亿元 (-65%) / -0.88 亿元 (+33%)。2021 年末现金及现金等价物余额为 7.81 亿元 (-23%)。

● **风险提示:** 产能不及预期; 订单增速放缓; 品牌运营不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1,944	2,289	2,532	3,090	3,745
YOY(%)	-27.9	17.8	10.6	22.0	21.2
归母净利润(百万元)	78	180	215	286	374
YOY(%)	-65.5	131.0	19.1	33.1	30.8
毛利率(%)	28.5	26.6	27.8	28.7	28.8
净利率(%)	4.0	7.9	8.5	9.2	10.0
ROE(%)	4.1	10.0	10.8	12.7	14.3
EPS(摊薄/元)	0.33	0.75	0.89	1.19	1.56
P/E(倍)	43.0	18.6	15.6	11.7	9.0
P/B(倍)	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 2021 业绩开启复苏，2022Q1 利润仍短期承压.....	3
2、 B 端持续拓展新客户及新品类，支撑业绩长期增长	4
3、 C 端打磨品牌并降本增效，预计 Q2 减亏效果将显现.....	4
4、 盈利能力：降本增效将持续提升盈利能力	5
5、 营运能力：各项指标仍处于健康区间	5
6、 未来看点：差异化产能布局+管理团队年轻化经验足，契合客户新需求.....	6
6.1、 差异化产能布局印尼印度，开拓客户上享有优势.....	6
6.2、 管理团队年轻斗志足且经验丰富，契合市场新期待.....	7
6.3、 顺应数字化转型，更好满足客户需求	8
7、 盈利预测与投资建议	8
8、 风险提示	8
附：财务预测摘要.....	9

图表目录

图 1： 2022Q1 收入增速好于 2021 全年收入增速.....	3
图 2： 2021 年归母净利润略高于 2018 年	3
图 3： 2021Q4 与 2022Q1 收入增速较快.....	3
图 4： 2022Q1 归母净利润与 2021Q1 基本持平.....	3
图 5： 公司新增高附加值包袋客户 YETI	4
图 6： 公司新增全球大型零售商客户 Home Depot.....	4
图 7： 印尼印度人口基数较其他东南亚国家更大	6
图 8： 印尼印度人力成本较其他东南亚国家更低	6
表 1： 公司在印尼和印度产能布局领先同行至少 3-4 年	7
表 2： 五期员工持股计划增添公司长期发展动力	7

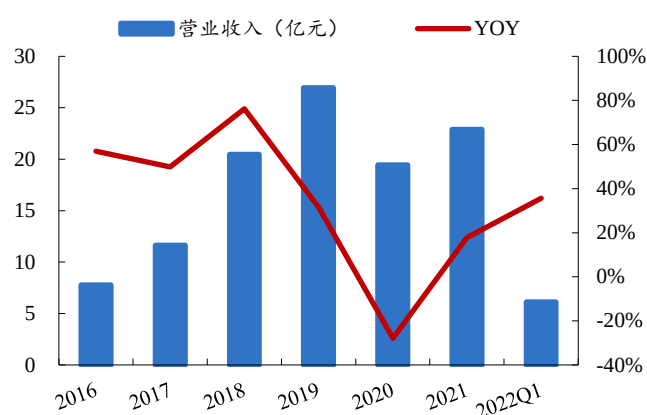
1、2021 业绩开启复苏，2022Q1 利润仍短期承压

2021 年公司实现营业收入 22.89 亿元 (+17.76%)，实现归母净利润 1.80 亿元 (+131.03%)，扣非归母净利润为 0.96 亿元 (+70.31%)。

2021Q4 公司实现营业收入 7.15 亿元 (+52.29%)，实现归母净利润 0.29 亿元 (-29.07%)，扣非归母净利润 0.29 亿元 (-29.07%)。

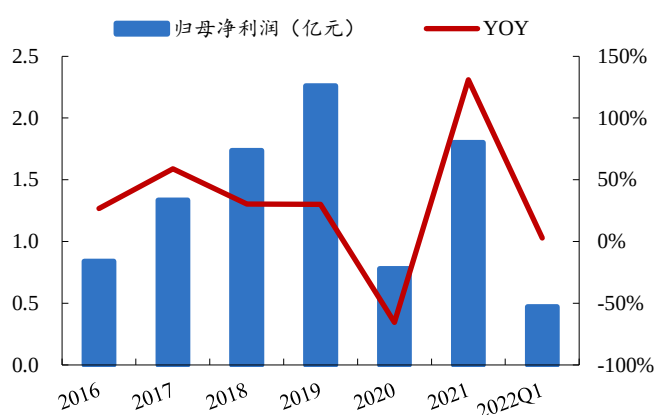
2022Q1 公司实现营业收入 6.12 亿元 (+35.56%)，实现归母净利润 0.47 亿元 (+2.78%)，实现扣非归母净利润 0.13 亿元 (-40.63%)，非经常性损益主要系 2022Q1 有计入当期损益的 0.38 亿元政府补助。

图1：2022Q1 收入增速好于 2021 全年收入增速



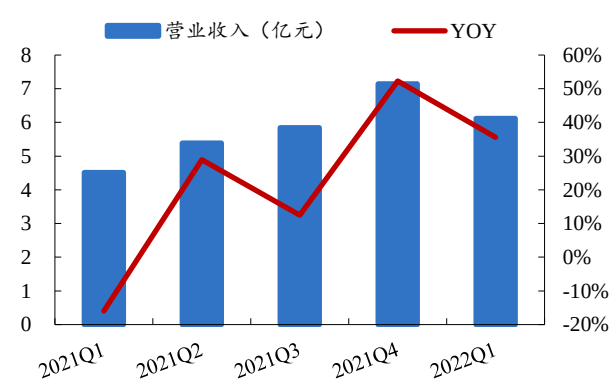
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 年归母净利润略高于 2018 年



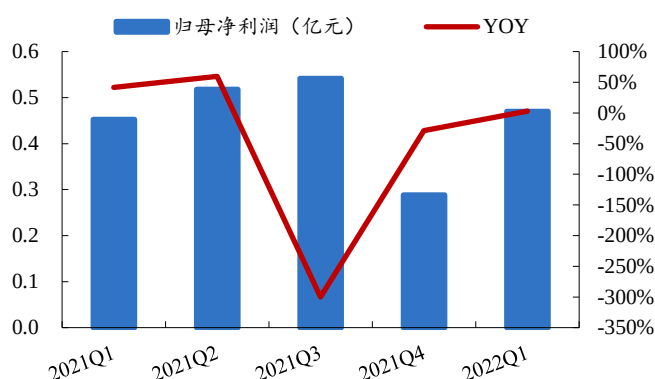
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2021Q4 与 2022Q1 收入增速较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022Q1 归母净利润与 2021Q1 基本持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

分产品来看，2021 年旅行箱实现收入 4.48 亿元 (+6.03%)，包袋实现收入 14.66 亿元 (+11.04%)，其他品类实现收入 3.75 亿元 (+86.48%)。

分地区来看，2021 年公司在国内实现收入 8.04 亿元 (-10.8%)，国外实现收入 14.85 亿元 (+42.45%)。

2、B 端持续拓展新客户及新品类，支撑业绩长期增长

(1) 报表内 B2B:

2021 年 B2B 业务实现收入 14.64 亿元 (+24.0%)，收入占比 64%。

持续拓展客户及产品品类，2B 占比进一步提升。通过老客户处占比提升、拓展新客户、增加并延展附加值更高的品类，预计 2022 年 B2B 业务占比将进一步提升至 70%以上，未来 2-3 年将保持 20%-30%的高速增长。

老客户方面：业务全面恢复，预计 2022 年耐克与迪卡侬增速为 20%-30%，VF 收入翻倍，达到约 1.5 亿；**新客户方面：**PUMA 预计 2022H2 出货，2022 年收入约为 1 千万；新客户 YETI 和 Home Depot 预计在 2023 年起量；**新品类方面：**拓展了 Nike AJ 系列包及 PUMA、迪卡侬的高尔夫球包等高附加值品类。

图5：公司新增高附加值包袋客户 YETI



资料来源：YETI 官网

图6：公司新增全球大型零售商客户 Home Depot



资料来源：Home Depot 官网

(2) 报表外 B2B:

2021 年嘉乐收入 9.76 亿元 (-16.1%)，净利润为-0.28 亿元 (+61.8%)，收入减少主要系疫情影响产能利用率，利润端实现较大幅度减亏。

嘉乐客户拓展显著，协同效应显现。目前嘉乐仍处投入期，阿迪达斯、PUMA、李宁、安踏等重点客户已基本攻克，我们预计嘉乐从 2023 年起 3-5 年内将达 30%-50%的增速，嘉乐的服装代工与开润的包代工有较强协同效应，将为公司带来新发展。**老客户：**优衣库与嘉乐未来将进一步加大合作力度，预计 2023 年及以后能维持 20%+的增速。**新客户：**实现较好突破，预计 2022 年阿迪达斯/PUMA 订单金额约为 1/0.5 亿元，2023 年翻倍；预计李宁、安踏、FILA 等新品牌订单将在 2023 年持续放量。

嘉乐调整改造后，盈利能力有望改善。嘉乐之前的主要精力在使老股东退出，加之与新客户合作伊始，效率爬坡需要 3-6 个月时间，扭亏进度稍慢。目前老股东全面退出，公司开始对价格、订单、品类等进行调整，预计未来产能全面释放后可达 15-20 亿元，近几年毛利率及净利率有望实现 3-5pct 提升。

3、C 端打磨品牌并降本增效，预计 Q2 减亏效果将显现

2021 年 B2C 收入为 7.56 亿元 (+3.2%)。C 端战略调整严格控费，降本增效下减亏效果将显现。2021 年 B2C 业务亏损较大，公司进行战略调整，在流量放缓、费用更贵背景下，耐心打磨品牌并严格控费，预计 2022Q1 收入增速约 10%-20%，2022Q1

的减亏措施将在 Q2 开始显现，盈利情况逐季改善，未来 3 年利润增速将大于收入增速。

分品牌看：米牌优化产品结构以提高盈利能力，预计 2022 年继续保持平稳增长，2022 年营收有望达到 5 亿元；90 分品牌控制费用并营造品牌调性，扩张节奏将放缓，我们预计 2022 年收入与 2020 年相近，收入约为 2 亿元，亏损金额约为 3 千万元。

4、盈利能力：降本增效将持续提升盈利能力

(1) 毛利率：2021 年公司整体毛利率为 26.58% (-1.90 pct)，主要系 B2B 业务毛利率降低。

B2B 业务毛利率为 25.97% (-3.24 pct)，主要系疫情导致海外产能利用率下降（影响程度约为 -1.5 pct），汇率影响（约为 -0.5pct），其余影响为原材料价格与物流费用上涨。

B2C 业务毛利率为 28.28% (+0.44 pct)，主要系产品结构优化，高毛利产品占比提升。

2022Q1 毛利率为 25.04% (-1.98 pct)，主要系原材料价格与物流费用上涨。

(2) 费用端：2021 年、2022Q1 公司期间费用率分别为 23.3% (-1.3 pct)、22.2% (-1.4 pct)。2021 年销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 11.8%/7.4%/2.8%/1.4%，同比+0.6/-1.1/-1.0/+0.1 pct。

销售费用：2021 年销售费用 2.69 亿元，同比增长 25%，主要系人员薪资增长、市场营销运营费增长。

管理费用：2021 年管理费用 1.70 亿元，同比增长 3%，主要系人员薪资增长。

财务费用：2021 年财务净收入为 0.31 亿元，同比减少 24%，主要系利息收入增加及汇兑损失减少。

研发费用：2021 年研发费用 0.63 亿元，同比减少 13%，主要系研发阶段性投入减少。

(3) 归母净利率：2021 年归母净利率为 7.87% (+3.86 pct)。2022Q1 净利率为 7.60% (-2.42 pct)，主要系原材料价格上涨以及疫情导致产能利用率下降。

5、营运能力：各项指标仍处于健康区间

(1) 存货：截至 2021 年末，公司存货金额为 5.33 亿元 (+37%)，主要系公司提前采购备货，以应对材料涨价以及受疫情影响而导致海外物流受阻的影响。

2022Q1 公司存货金额为 5.43 亿元 (+2%)，周转天数为 106 天，较 2021 年末增加 7 天。

(2) 应收账款：2021 年末公司应收账款为 4.77 亿元 (+25%)，主要系公司销售规模扩大。应收账款周转天数为 68 天。2022Q1 公司应收账款为 5.02 亿元，应收账款周转天数为 72 天。

(3) 现金流：2021 年经营活动净现金流 0.47 亿元 (-65%)，主要系公司为了应对材料涨价，及受疫情影响海外物流受阻，提前采购备货。2022Q1 经营活动净现金流

流为-0.88 亿元(+33%)，主要系 2022Q1 销售增加导致销售商品、提供劳务收到的现金增加。2021 年末公司现金及现金等价物余额为 7.81 亿元(-23%)。2022Q1 末公司现金及现金等价物余额为 7.35 亿元(-10%)。

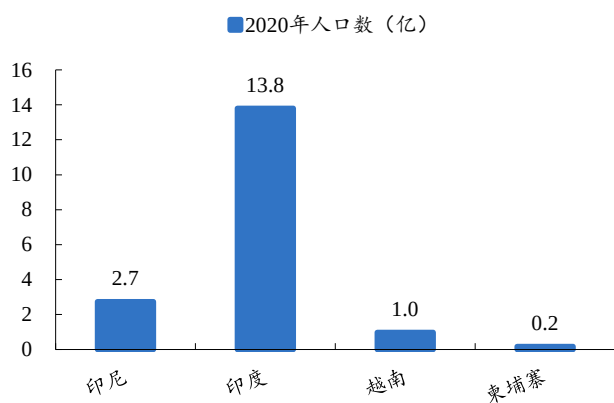
6、未来看点：差异化产能布局+管理团队年轻化经验足，契合客户新需求

6.1、差异化产能布局印尼印度，开拓客户上享有优势

海外差异化布局印尼印度，有效分散风险。开润股份已分别于 2017 年、2019 年拥有印度、印尼两个生产基地，2022 年 3 月印尼产业园 1 期投产以承接 B 端箱包订单增长，2 期在建以承接 2023 年的产能。预计印尼工厂 2022 年将陆续新增 120 条生产线，2022 年底增加至 240 条生产线，预计 2023 年再新增约 120 条。短期来看，疫情对公司业绩造成一定损失，但对于长期发展有益，主要系客户为降低供应链由于疫情发生停摆的风险，开始更重视印尼和印度的产能布局。

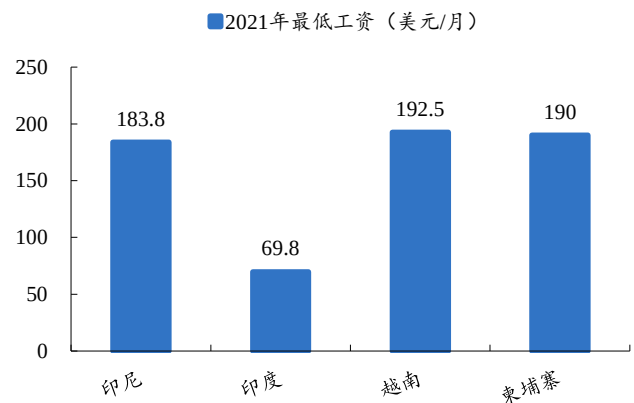
享受印尼关税优惠及人力成本红利，有效减少成本并提升公司产品竞争力。当前印尼疫情较为稳定，人口红利及税收优惠较为明显。从人力成本来看，印尼人口基数大，劳动力纵深长，工资涨幅低，人力成本更为低廉，2020 年印尼总人口为 2.7 亿，2021 年印尼制造业人工成本为 183.8 美元/月，低于越南及柬埔寨。从关税及税收优惠来看，印尼作为 GSP 成员国，对美国出口货物享受零关税制度；此外印尼对出口占比超过 30%的纺织服装企业实行附加税减免政策。公司生产成本及费用将有所降低，国际竞争力及抵御贸易风险能力增强，同时也为进一步开拓欧美市场客户奠定良好基础。

图7：印尼印度人口基数较其他东南亚国家更大



数据来源：世界银行、开源证券研究所

图8：印尼印度人力成本较其他东南亚国家更低



数据来源：TRADING ECONOMICS、开源证券研究所

客户供应链布局分散趋势下，公司优势显著。随着客户对于差异化产能布局需求进一步提升，各公司对于印尼印度产能布局更为重视。差异化产能布局对公司的要求较高，需要对国家有较深的调研能力与对前期投资环境较强的分析能力。申洲国际主要产能地为越南、柬埔寨，晶苑国际主要产能地为越南、柬埔寨、孟加拉国，预计开润股份在印尼和印度产能布局领先同行至少 3-4 年，目前为印尼面料、成衣垂直一体化工厂中最大的一家，管理成熟稳定，未来有望继续在差异化全球产能布局需求趋势下，拓展更多客户。

表1：公司在印尼和印度产能布局领先同行至少 3-4 年

	2021 年海外产能占比	海外产能布局	产能扩建计划
开润股份	59.42%	印度、印尼	2022 年 3 月印尼产业园 1 期投产以承接 B 端箱包订单增长，2 期在建以承接 2023 年的产能,2022 年印尼新增产能翻倍。
申洲国际	成衣约 40% 面料约 50%	越南、柬埔寨	在全年招工和产能爬坡加速下，预计 2022 年总产能增长 15%左右。
晶苑国际	约 80%	越南、柬埔寨、 孟加拉国、斯里兰卡	加快将产能从中国重新分配至非中国生产基地的计划步伐。

资料来源：公司公告、开源证券研究所

6.2、管理团队年轻斗志足且经验丰富，契合市场新期待

市场对于单个供应商所能提供价值的期望提高。对于客户而言，现在正是需要代工企业多国别布局（东南亚或其他国家）、新建工厂与产能、数字化转型等方面做得更好的时期，客户期待年轻、有野心、有干劲的团队帮助其面对电商、快反等各种需求的新变化。同时其也在不断缩减供应商，希望单个供应商在品类开拓及产能布局等方面提供更多价值，以提高供应商管理效率。

团队整体年轻、充满斗志且经验丰富，有利于客户开拓。团队整体偏年轻化，董事长 IT 背景出身，是代工制造行业中最年轻的一代，成员年龄段普遍在 70 后-80 初。团队经验丰富，2B 端大部分核心团队成员此前均深耕服装行业，熟悉服装代工制造与工厂管理。公司壮大过程中不断招贤纳士，公司目前设计总监曾在阿迪达斯、FILA 任职；海外负责人曾在华为海外业务部门、安克创新任职；COO 曾在迪卡侬任职。公司的团队基因及打法在 2B 业务更能契合现在客户的一些新需求，同时在 2C 业务上能够进行积极探索。

实施员工持股计划，共谋公司长期发展。2017-2022 年，公司共发布五期员工持股计划，主要参与对象为高管、中层核心骨干人员及优秀员工。激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益，有望实现利益共享的长期激励机制，提升员工凝聚力，增添长期发展动力。

表2：五期员工持股计划增添公司长期发展动力

	职务	姓名	份额（股）	占本计划总份额比例
第一期 (2017.09)	副总经理、董事会秘书、财务总监	丁丽君	2,598,000	1.70%
	监事	陈胜超	66,000	0.04%
	-	其他员工	105,336,000	68.85%
	-	预留	45,000,000	29.41%
第二期 (2020.10)	副总经理、董事会秘书	徐耘	2,071,820	8.26%
	-	其他员工	23,000,000	91.74%
第三期 (2020.10)	董事	范风云	56,316	2.22%
	监事会主席	范丽娟	56,316	2.22%
	财务总监	段会阳	75,000	2.96%

	职务	姓名	份额（股）	占本计划总份额比例
	-	其他员工	2,347,130	92.60%
第四期 (2021.07)	副总经理、董事会秘书	徐耘	10,331	2.65%
	财务总监	刘凯	78,512	20.17%
	-	其他员工	300,440	77.18%
第五期 (2022.01)	-	公司核心骨干员工	278,038	100%
合计			31,322,303	

资料来源：公司公告、开源证券研究所

6.3、顺应数字化转型，更好满足客户需求

市场对于供应商顺应数字化转型的需求提升。随着客户对柔性生产、快反的需求增速提高，其数字化转型的需求也在增大，客户希望供应商能跟随其做出转变，当供应商拥有信息化基础后，客户才会相信供应商有不断升级的能力，进而对其更为看重。

公司在数字化转型方面引领行业，生产效率持续提升。疫情期间公司开始打造SAP 信息化系统，将更先进的理念和方法引入相对较传统的行业，从本质上进行数字化与智能化改造。通过自动化、信息化、智能化建设以及精益管理等方式持续提高生产效率，在成本、交期、品质等方面更好地满足客户需求。

7、盈利预测与投资建议

公司 2021/2021Q4/2022Q1 营收 22.89 亿元（+17.76%）/7.15 亿元（+52.29%）/6.12 亿元（+35.56%），归母净利润 1.80 亿元（+131.03%）/0.29 亿元（-29.07%）/0.47 亿元（+2.78%），我们维持 2022-2023 年盈利预测及新增 2024 年盈利预测：预计 2022-2024 年公司净利润分别为 2.15/2.86/3.74 亿元，对应 EPS 为 0.89/1.19/1.56 元，当前股价对应的 PE 分别为 15.6/11.7/9.0 倍，公司 B2B 业务稳健增长，B2C 业务降本增效，2021 业绩开启复苏，维持公司“买入”评级。

8、风险提示

产能不及预期；订单增速放缓；品牌运营不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2002	2053	1933	2254	2054
现金	1053	848	935	455	612
应收票据及应收账款	383	477	348	784	544
其他应收款	26	24	33	37	46
预付账款	18	27	6	41	16
存货	389	533	491	804	703
其他流动资产	132	144	121	132	133
非流动资产	1031	1460	1644	2023	2365
长期投资	427	678	921	1234	1510
固定资产	223	222	252	304	357
无形资产	96	95	86	78	69
其他非流动资产	285	465	385	407	429
资产总计	3032	3513	3577	4277	4419
流动负债	1170	1359	1352	1842	1703
短期借款	496	530	378	647	459
应付票据及应付账款	511	605	717	933	961
其他流动负债	163	223	257	263	282
非流动负债	226	422	312	273	221
长期借款	163	365	267	217	168
其他非流动负债	64	58	45	56	53
负债合计	1397	1781	1664	2115	1923
少数股东权益	55	45	36	24	8
股本	240	240	240	240	240
资本公积	722	702	702	702	702
留存收益	603	758	917	1141	1426
归属母公司股东权益	1581	1687	1877	2138	2488
负债和股东权益	3032	3513	3577	4277	4419

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	134	47	554	-294	776
净利润	66	173	206	274	358
折旧摊销	39	44	42	43	51
财务费用	25	31	19	27	33
投资损失	-15	-33	-33	-33	-33
营运资金变动	-28	-135	329	-577	391
其他经营现金流	47	-32	-9	-28	-23
投资活动现金流	-628	-436	-192	-369	-329
资本支出	158	180	8	48	56
长期投资	-441	-287	-243	-277	-276
其他投资现金流	-911	-543	-427	-599	-549
筹资活动现金流	1180	157	-275	4	-112
短期借款	388	34	-152	90	-9
长期借款	161	202	-97	-50	-49
普通股增加	23	-0	0	0	0
资本公积增加	648	-19	0	0	0
其他筹资现金流	-41	-60	-25	-36	-54
现金净增加额	681	-232	88	-659	335

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1944	2289	2532	3090	3745
营业成本	1390	1681	1828	2203	2666
营业税金及附加	9	9	11	14	16
营业费用	216	269	284	340	380
管理费用	165	170	182	213	251
研发费用	73	63	79	96	114
财务费用	25	31	19	27	33
资产减值损失	-18	-11	-12	-14	-17
其他收益	21	90	36	41	47
公允价值变动收益	1	24	24	24	24
投资净收益	15	33	33	33	33
资产处置收益	0	-3	-1	-1	-2
营业利润	85	195	232	309	404
营业外收入	2	2	2	2	2
营业外支出	4	2	2	3	2
利润总额	84	195	232	309	404
所得税	17	22	26	35	45
净利润	66	173	206	274	358
少数股东损益	-11	-7	-9	-12	-15
归母净利润	78	180	215	286	374
EBITDA	132	269	285	370	478
EPS(元)	0.33	0.75	0.89	1.19	1.56

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-27.9	17.8	10.6	22.0	21.2
营业利润(%)	-69.8	128.0	19.3	33.2	30.6
归属于母公司净利润(%)	-65.5	131.0	19.1	33.1	30.8
获利能力					
毛利率(%)	28.5	26.6	27.8	28.7	28.8
净利率(%)	4.0	7.9	8.5	9.2	10.0
ROE(%)	4.1	10.0	10.8	12.7	14.3
ROIC(%)	3.2	7.5	8.2	9.3	11.7
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	50.7	46.5	49.4	43.5
净负债比率(%)	-20.4	8.1	-9.3	24.8	5.8
流动比率	1.7	1.5	1.4	1.2	1.2
速动比率	1.3	1.0	1.0	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.8	0.9
应收账款周转率	4.9	5.3	6.1	5.5	5.6
应付账款周转率	2.2	3.0	2.8	2.7	2.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.33	0.75	0.89	1.19	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.20	2.31	-1.23	3.24
每股净资产(最新摊薄)	6.32	6.76	7.56	8.64	10.10
估值比率					
P/E	43.0	18.6	15.6	11.7	9.0
P/B	2.2	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	22.8	13.0	11.1	10.4	7.2

数据来源：聚源、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

	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