



服装+箱包双轮驱动，自由品牌重启航

—— 开润股份（300577.SZ）首次覆盖报告

纺织服饰行业首席分析师：郝帅

服装+箱包双轮驱动，自有品牌重启航

——开润股份（300577.SZ）首次覆盖报告

2025 年 03 月 04 日

核心观点

- 双业务模式积极探索，中国箱包制造龙头发展态势稳健。**公司主要经营休闲包袋、旅行箱、商务包袋、及相关配件等产品的研发、设计、生产和销售。模式分为代工制造（B2B）以及自有品牌业务（B2C）。代工制造产品包括包袋与服装，公司已与耐克、迪卡侬、优衣库、戴尔等知名品牌开展合作。自有品牌业务方面，公司拥有“90 分”“小米”两大箱包品牌。未来公司将持续通过 B2B、B2C 双业务实现稳定增长。2024 年公司预计收入增速 32.05%-38.49%，归母净利润 3.7-4.2 亿元，同比增长 220.01-263.25%。
- 开拓成衣面料赛道，加速布局海外产能，B2B 业务实现从传统 IT 箱包代工到时尚运动休闲代工龙头的多元化转变。**公司于 2019 年通过收购印尼工厂成功切入耐克等大牌包袋供应链。同时，公司收购服装加工企业上海嘉乐股份有限公司进入服装代工产业，2024 年实现收入并表，服装板块有望成为公司新增长点。公司已成为优衣库、阿迪达斯等海外知名品牌成衣供应商，订单有望不断放量。产能方面，2020 年以后公司在印尼、印度等地区加大产能投入，2023 年海外产能占比达到 65.13%。其中印尼承接全球制造业产业转移，拥有广阔市场、基础设施、劳工成本等区位优势，成为公司海外产能扩张的重心。
- B2C 业务从规模到高质量经营，推出多元产品矩阵，加大创新研发投入。**公司 B2C 端有自营品牌“90 分”与合作品牌“小米”。自疫情以来公司 To C 大幅下降，公司主动实施降本增效，2023 年实现盈亏平衡。2025 年，随着公司“全面出海”战略的深入实施及海外分销渠道的持续优化，公司 90 分品牌有望借助新拓展渠道实现收入稳健的提升。小米品牌方面，公司与小米公司合作方式不断优化，未来新品推出更为灵活，提升小米箱包竞争力。
- 投资建议：**预计 2024-2026 年，公司营收分别为 41.00/53.22/61.00 亿元，增速分别为 +32.04%/+29.82%/+14.59%。采用 2025 年 3 月 4 日收盘价，2024/25/26 年 EPS 分别为 1.63/1.55/1.89 元，PE 估值分别为 13.96/14.62/12.04 倍，未来估值低于可比公司平均。考虑到公司 B2B 新业务新客户发展顺利，及 B2C 产品竞争力不断增强，首次覆盖给予推荐评级。
- 风险提示：**代工新客户订单不及预期风险，B2C 业务销售不及预期风险，原材料价格波动与劳动力成本上升风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	3104.90	4099.86	5322.46	6099.15
收入增长率%	13.28	32.04	29.82	14.59
归母净利润(百万元)	115.62	390.46	372.71	452.66
利润增速%	146.69	237.70	-4.55	21.45
毛利率%	24.35	23.68	22.89	23.43
摊薄 EPS(元)	0.48	1.63	1.55	1.89
PE	47.14	13.96	14.62	12.04
PB	2.94	2.51	2.21	1.92
PS	1.76	1.33	1.02	0.89

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

开润股份（300577.SZ）

推荐 首次评级

分析师

郝帅

☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

市场数据

2025-03-04

股票代码	300577.SZ
A 股收盘价(元)	22.73
上证指数	3324.21
总股本(万股)	23,979.25
实际流通 A 股(万股)	14,047.83
流通 A 股市值(亿元)	31.88

相对沪深 300 表现图

2025-03-04



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

目录

Catalog

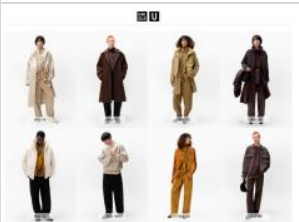
一、 从箱包代工龙头到 C 端+服装代工多元发展.....	4
(一) 双业务模式积极探索，造就中国箱包制造龙头	4
(二) 股权结构集中稳定，管理团队精英卓越	7
(三) 公司财务状况分析	7
二、 箱包行业发展现状	9
三、 B2B 业务多元化转变，加速布局海外产能	13
(一) B2B 业务支撑增长，箱包代工龙头实现多元化转变	13
(二) 服装代工业务发力，搭建优质大牌供应链，完善成衣面料板块	15
(三) 借力印尼本土制造优势，布局海外产能，进军全球市场	16
四、 B2C 业务从规模到高质量经营转变	21
(一) C 端业务面临发展瓶颈，公司调整发展战略	21
(二) 90 分品牌产品与研发实力概览	22
(三) 小米品牌经营状况分析	24
五、 盈利预测与估值	26
(一) 盈利预测	26
(二) 相对估值	27
(三) 绝对估值	27
六、 风险提示	28

一、从箱包代工龙头到 C 端+服装代工多元发展

（一）双业务模式积极探索，造就中国箱包制造龙头

公司创立于 2005 年，主要经营业务涵盖休闲包袋、旅行箱、商务包袋、服饰及相关配件等产品的研发、设计、生产和销售。公司业务模式分为代工制造业务（B2B）和品牌直营业务（B2C）。在代工制造业务方面，公司与耐克、迪卡侬、VF 集团、优衣库、PUMA、戴尔、惠普、华硕等知名品牌合作，产品品类涵盖运动休闲包袋、商务包袋、其他功能性软包、拉杆箱等。另外，公司通过控股方式进入优衣库等服装产业链，进军纺织服装及面料生产制造领域。在 To C 业务方面，公司以箱包产品为主，拥有 90 分自有品牌和小米合作品牌，通过线上、团购等方式进行产品销售。根据公司 2024 年业绩预告，2024 年公司预计实现营业收入 41-43 亿元，同比增长 32.05%-38.49%，归母净利润 3.7-4.2 亿元，同比增长 220.01-263.25%。

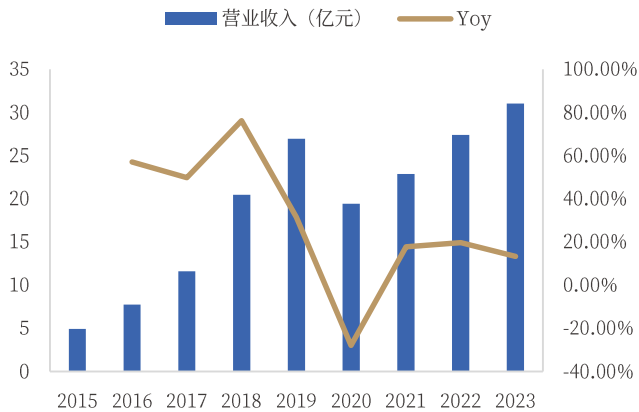
表1：公司 B2B、B2C 业务及新增服装板块

类别	客户/品牌	品牌标识	品牌特点	品牌形象
代工业务	运动户外类		OEM 模式下的主要收入来源于运动休闲类和户外产品类客户，涵盖耐克，迪卡侬，VF，Yeti，Thule 等品牌，代工的产品包括运动休闲包、户外背包、其他功能性软包以及拉杆箱产品	
	IT 类		ODM 模式下的主要收入来源于 IT 类客户，涵盖惠普、华硕、戴尔等电脑品牌，代工产品包括电脑包及配套产品	
	休闲时尚类		收入主要来源于优衣库、Adidas、PUMA、MUJI 等休闲时尚品牌，负责生产各类时装、服饰品、针织坯布及高档织物面料的印染及后整理加工等	
To C 业务	90 分		产品主力价格带为 400 元-800 元，为时尚青年提供高颜值、高品质、有调性的拉杆箱、包袋、生活配件等泛出行产品，为人们的出行提供一站式解决方案	
	小米		产品主力价格带为 200-400 元，为年轻白领、学生等人群提供强功能性、强科技属性的拉杆箱、包袋等产品。	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

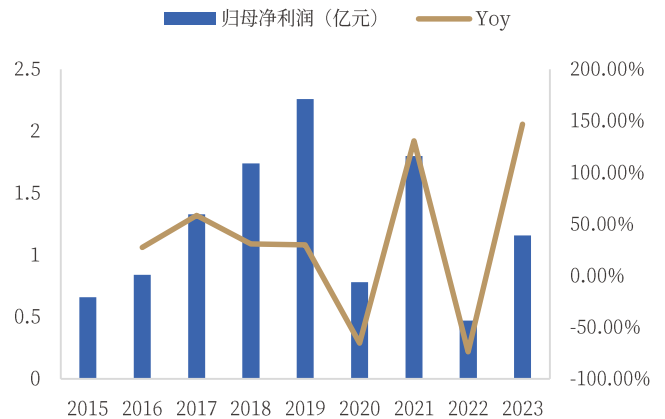
公司调整发展战略，业绩从疫情调整中逐渐恢复。2015 年到 2023 年，公司营业收入由 4.94 亿元增长至 31.05 亿元，期间复合增长率（CAGR）为 50.35%。2015-2019 年，公司 To C 和 To B 业务协同发展，营业收入实现快速增长，复合增长率（CAGR）高达 116.60%。2020 年-2022 年，受疫情影响，To C 业务收入大幅下滑，但 TO B 业务通过扩展新高质量客户实现逆势增长，带动公司业绩稳步恢复。2023 年公司重点发力 ToB 业务，C 端业务降本增效，营业收入同比增长 13.28%。2024 年公司延续重点发展 To B 业务的战略，并且服装业务并表，全年业绩实现大幅增长。

图1：2015—2023 年公司营业收入及 YOY



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

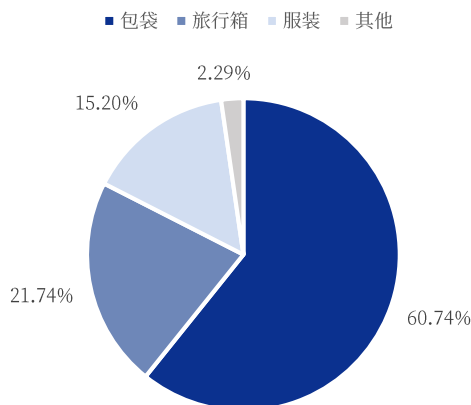
图2：2015—2023 年公司归母净利润及 YOY



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

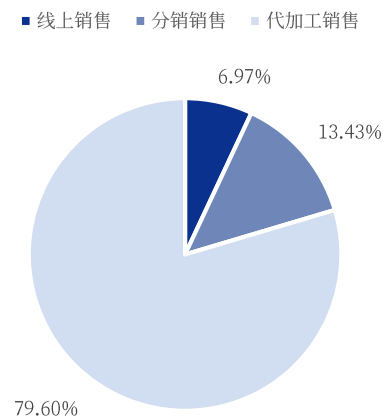
公司以包袋业务为主，制造加工贡献收入主要来源。分产品来看，2023 年包袋业务营收贡献达 60.74%，旅行箱业务和服装业务占比相对较少。分渠道来看，营收主要源于 To B 代加工业务，2023 年代加工销售收入达 24.44 亿元，占比 79.6%。To C 业务涵盖线上销售与分销销售，两者合计占营业收入的 20.4%。总体来看，制造业务依旧是支撑公司营业收入的主要来源。

图3：2023 年公司营业收入占比（按产品分）



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

图4：2023 年公司营业收入占比（按渠道分）



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

公司发展历史可以分为三个阶段。

第一阶段：2005-2015 年，代工 IT 包袋起家。2005 年公司创始人范劲松通过代工制造 IT 包袋起家，建设了国内领先的箱包工厂。通过与国内外多家知名 IT 及箱包品牌客户合作，以 ODM 模式为华硕、惠普、联想、戴尔等品牌生产电脑包，以 OEM 模式为迪卡侬、新秀丽生产箱包，不断积累行业经验，提升生产工艺和管理水平，在箱包代工领域逐渐站稳脚跟，成为笔记本箱包行业的头部供应商。

第二阶段：2016-2019 年，To C 业务高速增长，包袋代工切入休闲运动领域。2015 年公司通过打入小米生态圈上线小米 90 分品牌，推出拉杆箱产品，成功开拓 B2C 业务。2016-2018 年，TO C 业务营收分别为 2.3 亿元、5.07 亿元和 10.26 亿元，同比分别增长 367.75%、119.97%和 102.29%，2018 年占当年总营收的 50.08%。2019 年底公司独立推出自有品牌“90 分”，同时继续以毛利分成模式与小米进行小米品牌合作。同年公司通过完成收购印尼宝岛工厂打入 Nike 供应商体系，包袋代工从传统 IT 电脑包切入运动休闲领域。

第三阶段：2020 年-至今，拓展服装代工，双轮驱动重塑增长引擎。2020 年公司受疫情影响，伴随电商平台竞争加剧，公司 B2C 销售受到冲击。公司迅速调整发展战略，一方面回归 B2B 业务为主的发展模式，自 2020-2023 公司在加强与老客户合作的同时不断拓展新客户(VF 集团、PUMA、Adidas 等)，加速传统包袋代工业务发展。另一方面公司收购上海嘉乐进入优衣库服装针织供应体系，成功拓展服装代工业务，打入时尚休闲领域，实现包袋+服装双制造加工业务驱动发展。未来公司将坚持代工制造+品牌经营双轮业务驱动发展战略，持续优化产业链和供应链，进一步优化客户结构，拓展市场份额，力求实现收入和净利润的快速增长。

图5：公司发展历程

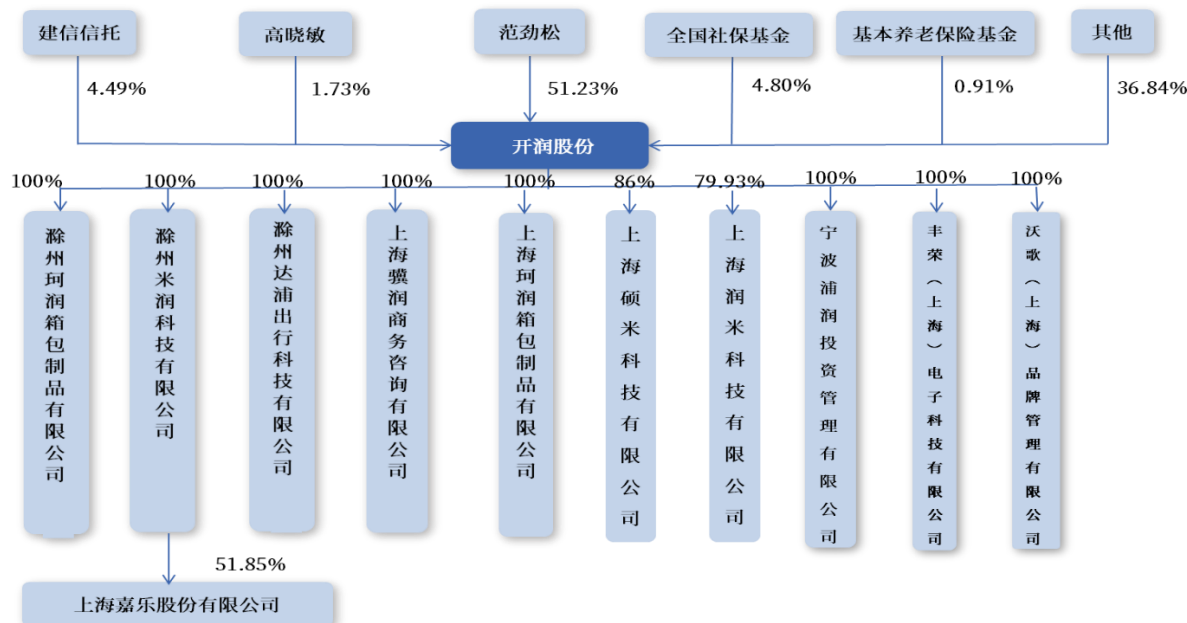


资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

（二）股权结构集中稳定，管理团队精英卓越

公司股权分布较为集中稳定，截至 2024 年三季度，公司创始人兼董事长范劲松先生直接持有公司 51.23% 的股份，为公司实际控制人，建信信托有限责任公司持股 4.49% 为公司一致行动人，公司董事高晓敏女士持股比例为 1.73%。公司管理团队整体学历水平高，创始团队曾在联想、惠普等知名 IT 企业工作，具备丰富的行业经验。同时公司注重引进跨界人才与企业长期共同发展，通过现金和股权激励等多样化的全面薪酬模式，实现公司和员工利益的长期绑定，提高公司管理运营效能，夯实公司核心竞争优势。

图6：公司股权结构图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（三）公司财务状况分析

B2B 业务稳健增长，新客户助力未来发展。2015 年到 2023 年，公司 B2B 业务收入由 4.45 亿元增长到 24.44 亿元，CAGR 为 23.73%，彰显强劲增长态势。公司 B2B 业务在 2019 年有明显提速，主要系公司收购了印尼的宝岛工厂并进入了 Nike 的供应链所致，此后公司的包袋代工业务从传统 IT 类拓展至运动休闲领域。2020 年受疫情影响，公司 B2B 业务收入同比下降 10.46%。但是，凭借与公司核心客户如迪卡侬与耐克的稳定合作，订单维持相对稳定。同时，公司扩展新客户 VF 集团，成为其包袋类产品供应商。2020 年到 2024 年，公司通过逐步收购上海嘉乐的股权，打入了优衣库服装品类的供应链，把 B2B 业务拓展至成衣代加工领域，实现了业务的多元化与抗风险能力的提升。未来，随着老客户订单回暖及新客户合作深化，公司 B2B 业务有望保持稳定增长。

表2：2015-2024Q3 总营收及分渠道表现（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
总营收	4.94	7.76	11.62	20.48	26.95	19.44	22.89	27.41	31.05	18.31
YOY	-	57.09%	49.74%	76.25%	31.59%	-27.87%	17.75%	19.75%	13.28%	17.62%
其中：B2B	4.45	5.45	6.55	8.82	13.19	11.81	14.64	21.98	24.44	15.29
YOY	-	22.47%	20.18%	34.66%	49.55%	-10.46%	23.96%	50.14%	11.19%	21.61%
占比	90.08%	70.23%	56.37%	43.07%	48.94%	60.75%	63.96%	80.19%	78.71%	83.51%
其中：B2C	0.49	2.3	5.07	10.26	12.87	7.33	7.56	5.13	6.26	2.81
YOY	-	369.39%	120.43%	102.37%	25.44%	-43.05%	3.14%	-32.14%	22.03%	-2.85%
占比	9.92%	29.64%	43.63%	50.10%	47.76%	37.71%	33.03%	18.72%	20.16%	15.35%

资料来源：公司公告、iFind、中国银河证券研究院

公司毛利率展现出稳健态势，新业务探索中持续优化盈利能力。2015 年到 2021 年，毛利率基本保持在 26%-30%，波动微小，彰显了公司成本控制与产品定价的稳健策略。2022 年公司毛利率同比下降 4.95pcts，主要系公司 TO C 业务受到疫情冲击，毛利率下降及高毛利的 To C 业务占比下降较多所致。2024 年 Q1-Q3，公司毛利率保持稳定态势，预计未来随着公司与新客户合作的持续深化，以及 TO C 业务结构的不断优化与升级，公司毛利率将稳步上升。

表3：2019 年-2024Q1-Q3 分业务毛利率

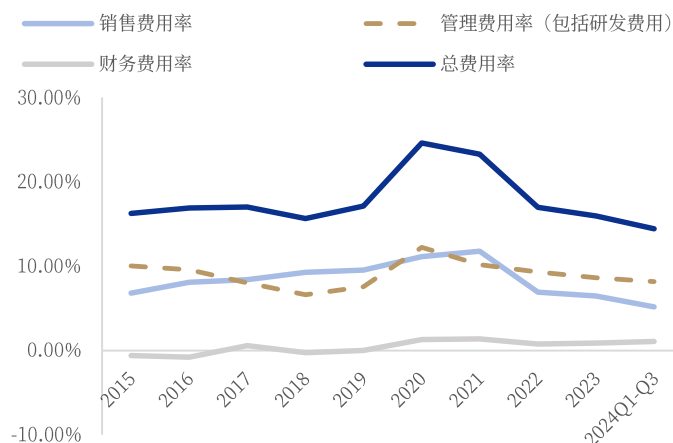
	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q1-Q3
毛利率	27.78%	28.48%	26.58%	21.63%	24.35%	23.16%
其中：B2B	32.57%	29.21%	25.97%	21.98%	23.88%	
其中：B2C	24.50%	27.84%	28.28%	20.87%	26.55%	

资料来源：公司公告、iFind、中国银河证券研究院

公司各项费率展现出持续优化态势。2015 年至 2019 年，随着公司发力拓展 TO C，销售费用率从 6.82% 上升至 9.55%。疫情期间，由于收入大幅下滑，但销售费用未能同步缩减，导致销售费用率维持在 11%-12% 的较高水平。2022 年以后，得益于公司管理层持续优化 TO C 业务并积极拓展 TO B 业务，各项费用率均得到明显改善，总费用率从 2021 年的 23.29% 降至 2022 年的 16.98%。此后，公司不断优化业务结构，提升 TO B 业务占比，2024 年 Q1-Q3 销售费用率已降至 5.18%。预计未来随着市场环境的进一步改善及公司管理水平的持续提升，费用率将能够维持在较低水平，为盈利能力的持续优化提供支撑。

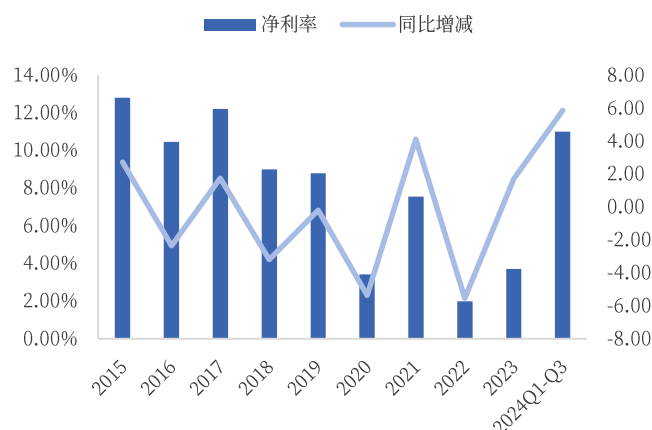
公司盈利能力持续恢复。受疫情影响，费用率上升，加之毛利率较高的 TO C 业务受到较大冲击，公司净利率大幅降低，2020 年-2022 年净利率分别为 3.42%、7.54% 和 1.99%。随着疫情结束，市场需求回暖，公司业务结构调整成效逐步显现，净利率实现稳步修复。2024 年 Q1-Q3 净利率提升至 11%，优于疫情前的 2019 年水平。公司通过优化业务结构、提升运营效率，在费用管控和盈利能力修复方面取得显著成效，未来有望在费用率优化和净利率提升的双轮驱动下，实现业绩的持续增长。

图7：2015-2024Q3 费用率变动情况



资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

图8：2015-2024Q3 净利率变动情况

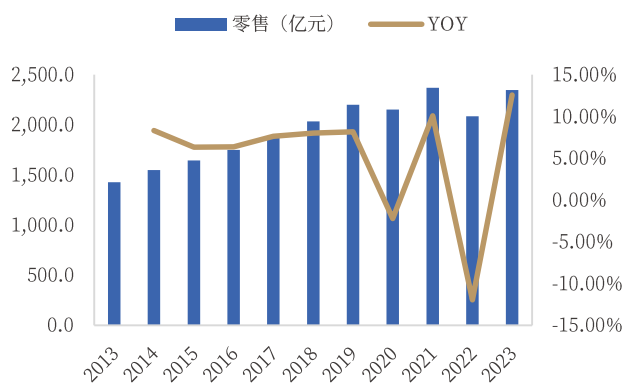


资料来源：iFinD，公司公告，中国银河证券研究院

二、箱包行业发展现状

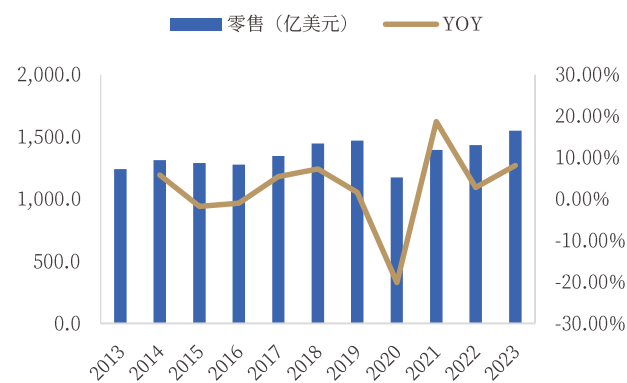
从市场规模来看 2013 - 2023 年中国/世界箱包市场零售规模由 1429.2 亿元/1241.2 亿美元增长至 2349.2 亿元/1551.5 亿美元，年复合增长率（CAGR）分别为 5.10%和 2.26%。在此期间，受 2020 年新冠疫情影响，国内外箱包市场规模均出现不同程度的下滑。随着疫情影响逐渐消退，2023 年国内箱包市场迅速回暖，零售规模较 2022 年增长 12.60%，达 2349.2 亿元，展现出强劲的复苏态势。国际市场也恢复增长，零售规模达到 1551.5 亿美元，较 2022 年增长 8.13%，市场供需趋向稳定。在整体向好的市场环境下，消费者对箱包的刚性及消费升级需求将持续推动市场规模进一步扩大。

图9：2013—2023 年中国箱包行业规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图10：2013—2023 年全球箱包行业规模及同比增速



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

国内箱包市场集中度低，国产品牌潜力大。从市场占有率来看，国内箱包市场市占率前十的品牌均为国外奢侈品箱包，国产品牌无一上榜。LV 凭借其悠久的历史品牌建设历史和强大的品牌影响力位居榜首。与之相比，我国箱包产业早期主要专注于代加工制造，品牌建设起步较晚，不仅品牌数量有限，且在市场中的影响力也相对不足。然而，这种现状也意味着国产品牌具备较大的成长潜力。近年来，市场格局出现了一些积极变化。以主打国潮的李宁为例，其市场排名已上升至第 11 位，与此同时，LV 等国外一线品牌的增长率不断放缓。随着我国经济社会的持续发展，年轻一代消费者审美观、消费观发生转变，加之中国企业在代工制造方面积累的制造功底，将为产品品质提供坚实保障，国产品牌有望不断扩大市场份额，在国内箱包市场中占据更为重要的地位。

表4：国内箱包市占率前十品牌

	2020	2021	2022	2023
LVMH	6.90%	9.50%	10.50%	11.60%
Kering	4.10%	5.00%	5.00%	4.70%
Chanel	2.30%	3.00%	3.80%	4.10%
Hermès	2.30%	3.10%	3.70%	4.00%
Tapestry	2.00%	2.50%	2.40%	2.30%
Prada	1.00%	1.20%	1.20%	1.20%
Samsonite	0.90%	1.10%	0.90%	1.20%
Burberry	0.80%	0.90%	0.90%	1.00%
Capri Holdings	1.00%	1.00%	1.20%	0.90%
VF	1.30%	1.20%	0.90%	0.90%

资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

国产箱包企业在代工业务方面经验丰富，但在原创设计产品上较为欠缺。目前，国内高端箱包市场主要由外国奢侈品牌主导，而国产品牌多集中于大众市场。改革开放后，我国承接了劳动密集型代工产业的转移，设计端长期被外国垄断，国内企业多以 OEM 模式为主，缺乏自主研发能力，依赖低价竞争获取订单，利润率较低。相比之下，国际高端品牌如 Globe-Trotter、Rimowa 等凭借经典原创设计，形成了不可替代的市场优势。如今，随着代工经验的积累，国内箱包行业正迎来转型，90 分、爱华仕等国产品牌开始探索原创设计，为行业注入新活力，推动箱包产业向高端化、品牌化升级。

表5：国内主要行李箱品牌

类别	品牌	国家	品牌特点	主力产品价格带	图片
高端	Globe-Trotter	英国	创立于 1897 年，全手工制作的英国顶级奢侈品牌，箱身使用独家专利硬质纤维板制作，复古设计，适合收藏	15000-30000 元	

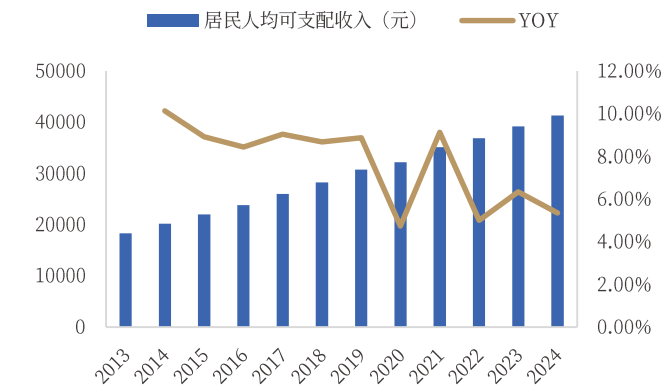
	Rimowa	德国	创立于 1898 年，以铝镁合金和聚碳酸酯材质著称，设计简约，耐用性强	10000-30000 元	
	Tumi	美国	创立于 1975 年，主打商务旅行，材质多为弹道尼龙，耐磨且轻便	8000-15000 元	
	Bric' s	意大利	创立于 1952 年，设计优雅时尚，常用皮革与帆布材质，适合高端商务人士	3000-10000 元	
中高端	Samsonite (新秀丽)	美国	材质多样，设计时尚，性价比高	2000-6000 元	
	Delsey	法国	设计轻便，安全性高，适合中高端消费者	1000-3000 元	
	Eminet (雅士)	中国台湾	自主生产，设计实用，材质多样，适合商务和休闲旅行	1000-2000 元	
大众	外交官	中国台湾	性价比高，设计实用，适合大众消费者	500-1500 元	

爱华仕	中国	价格亲民，材质兼顾轻便性和耐用性，性价比高	400-1500 元	
90 分	中国	主打高性价比和简约设计，材质以轻便耐用的 PC 为主，适合年轻人和日常出行使用	400-800 元	

资料来源：Globe-trotter、Rimova 等公司官网，中国银河证券研究院

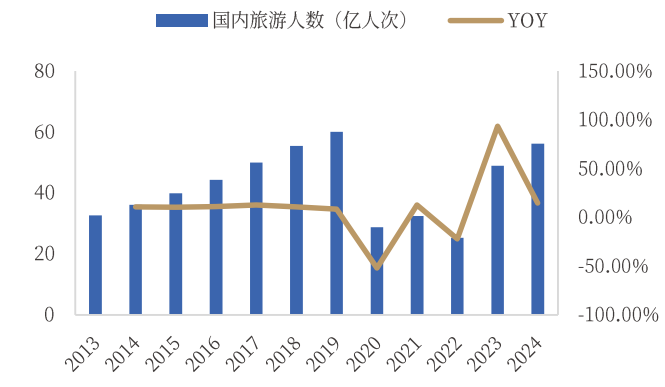
旅行市场强势回暖，带动箱包需求增长。疫情影响下我国旅游业虽有波动，但旅游消费复苏势头强劲。疫情期间居民人均可支配收入持续增长，展现经济韧性。2024 年国内旅游人数达 56.15 亿人次，同比增长 14.8%，出游总花费达 5.75 万亿元，同比增长 17.1%。2025 年春节 8 天假期，全国国内出游人次 5.01 亿，同比增长 5.9%，出游总花费 6770.02 亿元，同比增长 7.0%，相比 2019 年同期，出游人次、总花费分别增长 26.0%、15.2%。国内旅游活力的提升有力刺激箱包市场需求，推动箱包行业加速发展。中央政治局会议强调促进文旅消费扩容提质，各地两会积极布局文旅产业，2025 年 1 月 19 日国务院办公厅发文将文化旅游业培育为支柱产业，为旅游业发展提供政策支持。可以预见，未来旅游市场的持续升温有助于箱包需求的稳步上升，行业发展前景广阔。

图11：2013—2024 年居民人均可支配收入及同比增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图12：2013—2024 年国内旅游人次及同比增速



资料来源：iFinD，中国文化和旅游部，中国银河证券研究院

三、B2B 业务多元化转变，加速布局海外产能

(一) B2B 业务支撑增长，箱包代工龙头实现多元化转变

ODM/OEM 双模式发展，自主研发占比较大。公司的 B2B 代工业务主要分为 ODM 与 OEM 两种模式，其中 ODM 业务的主要收入来源于惠普、戴尔等电脑品牌的电脑包以及配套产品。OEM 业务收入主要来源于耐克，迪卡侬，VF 等运动品牌的运动休闲包以及拉杆箱产品。ODM 与 OEM 的主要区别在于 ODM 模式下公司可以根据客户需求自主设计与开发产品的款式、面料与功能等，而 OEM 模式下公司需要严格按照客户的图纸与要求进行生产。公司 B2B 业务以 ODM 模式为主，自身拥有较强的新品研发设计能力。

表6：公司 ODM、OEM 业务模式介绍

业务模式	ODM 业务模式	OEM 业务模式
重要客户	惠普、华硕、戴尔	耐克，迪卡侬、Vera Bradley
生产模式	客户  提交需求 公司 市场调研 → 研发设计 原材料采购 ← 打样 批量裁剪 → 包装验收	客户  提供图纸 原材料 公司 生产交付
主要产品	电脑包与配套产品	运动休闲包与拉杆箱产品
示意图		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

B2B 业务发展迅猛，占比快速提升。2019 年代工业务占比为 48.94%，随着公司收购印尼宝岛工厂进入 Nike 供应链，积累高端运动品牌代工经验与口碑，并购上海嘉乐拓展服装成衣及面料业务，经数年调整优化，公司 B2B 代工业务已占公司业务主导地位。2023 年，公司 B2B 代工业务占比达 78.70%。其中，箱包代工作为公司代工业务支柱，源于优质的自主研发能力，持续推出契合市场需求、兼具创新与实用性的产品。同时，公司积极拓展服装成衣及面料生产代工业务，丰富产品线，增强公司竞争力。

表7：代工业务 2019 年-2024H1 营收、增速及占比（单位：亿元）

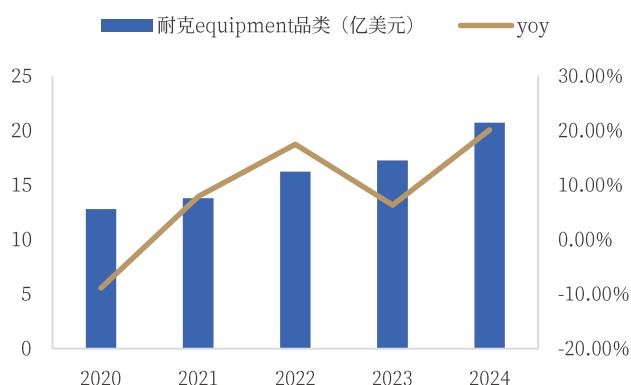
	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	13.19	11.81	14.64	21.98	24.44	15.29
YOY	-	-10.48%	24.02%	50.09%	11.17%	21.61%
占比	48.94%	60.74%	63.98%	80.19%	78.70%	83.51%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

优质客户合作稳定，竞争优势明显。公司坚持做优质客户战略，与世界知名品牌开展合作多年。知名品牌对产品质量要求较高，在选择供应商时有着严格的资质认定标准，不仅对供应商生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、全球业务支持和售后服务能力等有明确要求，同时对其生产安全、环保措施等亦有严格标准。由于认证流程复杂，且成本较高，一经认证合格，客户将不会轻易更换供货商。公司作为龙头箱包代工企业，在质量监控、交货速度、以及研发能力等方面有显著优势，形成了较强的竞争壁垒。

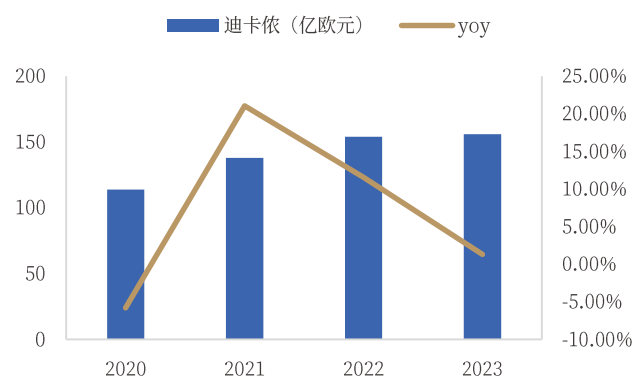
传统 IT 箱包向运动休闲代工进行多元化转变。全球户外行业领军企业迪卡侬及体育用品巨头耐克公司所提供的代工订单，构成了开润股份运动休闲包袋代工业务收入的主要来源。在 2020-2023 年期间，受益于迪卡侬与耐克配饰业务稳定且持续增长的订单需求，开润股份来自这两大客户的营收呈现平稳上升趋势，开润股份作为核心供应商凸显了其在两大品牌供应链体系中的重要地位。

图13：2020—2024 财年耐克配饰收入及同比增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图14：2020-2023 年迪卡侬收入及同比增速



资料来源：迪卡侬官网，中国银河证券研究院

收购印尼工厂是实现多元化转变的重要战略举措。公司于 2019 年全资收购两家印尼工厂，总金额达到 2280 万美元。PT. Formosa Bag Indonesia 多年为北美洲客户提供代工业务，其中最主要客户为美国耐克 (Nike) 公司，占据耐克公司包袋供应链关键地位。同时印尼具有劳工成本低、关税优惠等区位优势。通过收购 PT. Formosa Bag Indonesia 及为其提供厂房、配套设施和土地出租的 PT. Formosa Development，公司得以切入 Nike 供应链，并为进一步拓展欧美市场奠定坚实基础。亦能够进行海外产能布局，降低人力成本，有效提升企业盈利空间。

表8：印尼工厂收购概况

收购对象	PT. Formosa Bag Indonesia	PT. Formosa Development
收购时间	2019 年	2019 年
收购金额	500 万美元	1780 万美元
收购形式	全收购	全收购
收购原因	完善海外布局，助力公司扩大国外生产工厂版图，为一体化发展策略进行铺垫；降低人力成本，有效提升企业盈利空间；进入世界一线运动品牌客户的供应链体系，引入优质客户，拓展产品品类，为未来进一步拓展头部客户资源奠定基础；降低公司出口产品成本，提升公司产品的国际竞争力与抵御国际贸易风险能力，并为公司进一步开拓欧美市场奠定基础	

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

印尼工厂效益显著，体现海外市场潜力与发展空间。自 2019 年收购印尼工厂以来，印尼工厂营收持续攀升。2020-2023 年营业收入分别为 2.52/3.89/7.34/7.28 亿元，年均复合增速为 42.47%，保持稳定高增长。利润自疫情恢复后迅速反弹，2023 年营业利润与净利润增长率分别为 174.24%/181.13%。由此可见，公司印尼代工工厂正处于高速增长期。随着公司持续加大产能投入与海外扩张战略的实施，印尼工厂有望进一步深度触达全球头部客户资源，稳步提升产品在国际市场的竞争力。这不仅将为公司在运动休闲包袋代工领域的持续发展注入强劲动力，也为公司实现从传统 IT 箱包代工向运动休闲代工的多元化战略转变提供坚实保障。

表9：印尼代工子公司 2020-2023 年营收、利润及增速（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023
营业收入	2.52	3.89	7.34	7.28
YOY	-	54.58%	88.52%	-0.76%
营业利润	0.19	0.18	0.26	0.72
YOY	-	-5.83%	48.22%	174.24%
净利润	0.12	0.14	0.19	0.55
YOY	-	24.37%	35.27%	181.13%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（二）服装代工业务发力，搭建优质大牌供应链，完善成衣面料板块

依托代工制造经验，开拓成衣及面料赛道。箱包代工与成衣面料加工在客户、供应链及团队方面的共性，为公司切入针织面料及成衣领域创造条件。其箱包业务与 Nike、迪卡侬等头部品牌的合作，奠定了服装品类拓展基础，且箱包供应链核心团队有超 20 年服装生产经验，推动公司向服装产业拓展。

收购老牌服装加工企业，构建优质大牌供应链。1993 年成立的上海嘉乐股份有限公司，主营中高档纺织休闲时装及运动系列产品，具备优异的面料与代工垂直一体化生产能力，是优衣库、GU、VF 等知名品牌核心供应商。2020 年起，开润股份通过全资子公司滁州米润科技逐步收购上海嘉乐股权，2024 年持股比例达 51.848%，实现并表。在循序渐进的收购进程中，公司以精细化管理助力工厂调整与客户结构优化，全面进军纺织服装及面料领域，提升公司发展质量与投资价值。

表10：开润股份收购上海嘉乐（服装代工）概况

受让方	时间	金额	收购比例	公司累计持股比例
全资子公司	2020年9月	3.26亿元	28.7%股权	28.70%
全资子公司	2021年4月	9000万元	7.2453%股权	35.944%
全资子公司	2024年6月	2.0039亿元	15.9040%股权	51.848%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

上海嘉乐调整结束，未来盈利修复弹性较大。受疫情冲击与组织调整的双重影响，上海嘉乐业绩出现波动，随着调整措施的落地，近年呈现企稳回升态势，2022/2023年营业收入增速分别为3.75%/26.87%，上海嘉乐在成衣制造业务折旧摊销减值、管理层调整、客户结构优化等多方面完成深度调整，经营逐步回归正轨。公司在服装加工领域经验丰富，已在上海和印尼建立“纺织服装+面料”垂直一体化生产基地，产业基础扎实。当前，公司正着力提升工厂自动化水平，加大面料研发与产品开发投入，同时全面升级组织架构、人才队伍及财务体系。通过内外部资源的有效整合，未来上海嘉乐有望巩固其在服装代工领域的地位，借助创新与规模效应，为公司拓展市场空间，成为推动公司持续增长的关键力量。

表11：上海嘉乐（服装代工）2019年-2024H1业绩表现（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022	2023	2024H1
营业收入	13.25	11.63	9.76	10.13	12.85	6.41
YOY	-	-12.21%	-16.06%	3.75%	26.87%	17.33%
净利润	1.05	-0.72	-0.28	-0.67	-0.75	0.21

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

（三）借力印尼本土制造优势，布局海外产能，进军全球市场

借助印尼工厂与生产基地，加速布局海外产能。公司积极加大产能投入，2021-2023年总产能分别为2672/3972.73/3769.56万件，尚未满产。分地区看，国内产能占比逐年下降，国外产能连年扩张，2023年国外产能占比达到65.13%，主要是由于印尼箱包代工厂与上海嘉乐印尼面料生产基地的持续投入。公司在海外的主要生产基地位于印尼、印度。其中印尼凭借承接全球制造业产业转移的契机，具备广阔市场、完善的基础设施及较低劳工成本等区位优势，成为公司海外产能扩张的重心。未来公司将有序推进印尼箱包生产基地及产业园项目建设，结合市场及订单情况合理扩建产能，满足公司经营发展需要。

表12：2020-2023 年海内外产能分布（单位：万件）

	2020	2021	2022	2023
总产能	2097.88	2672.00	3972.73	3769.56
产能利用率	87.20%	84.91%	88.08%	86.10%
国内地区产能	1031.53	1076.01	1291.93	1314.45
产能占比	49.17%	40.27%	32.52%	34.87%
产能利用率	86.78%	88.37%	96.93%	97.73%
国外地区产能	1066.35	1595.99	2680.80	2455.11
产能占比	50.83%	59.73%	67.48%	65.13%
产能利用率	87.98%	82.58%	83.81%	79.87%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

印尼处于经济高速增长期，纺织制造业作为印尼支柱产业，提供重要贡献。剔除疫情年，印尼全国生产总值已连续五年保持中高单位数增长。其中，制造业作为国民经济重要基础产业，持续保持扩张态势，增长动力强劲，2021-2024 年制造业生产总值增速分别为 +3.39%/+4.89%/+4.64%/4.43%。从细分行业看，服纺行业与皮革鞋业 GDP 也长期呈现稳步上升的发展态势。这些数据表明，印尼国内制造业市场需求处于稳定增长的通道，为相关企业在印尼开展包袋、服装加工业务营造了有利的经济环境，为公司在当地的业务拓展奠定了坚实基础。

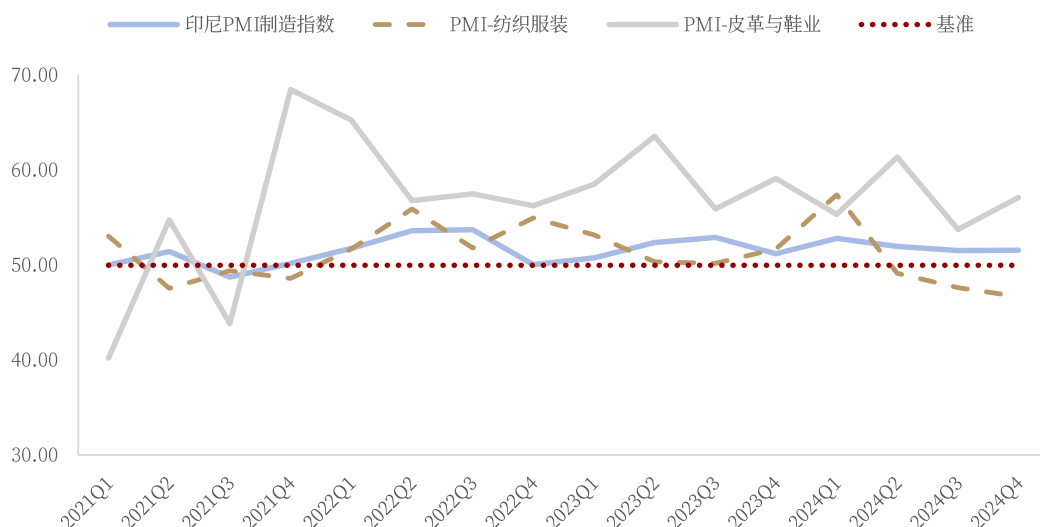
表13：印度尼西亚 2018-2024 年分行业 GDP 变化（单位：十亿人民币）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
全国	4629.08	4861.42	4761.01	4937.31	5199.35	5461.82	5736.61
YOY	5.17%	5.02%	-2.07%	3.70%	5.31%	5.05%	5.03%
制造业	973.86	1010.84	981.20	1014.46	1064.09	1113.46	1162.77
YOY	4.27%	3.80%	-2.93%	3.39%	4.89%	4.64%	4.43%
服纺行业	56.12	64.74	58.99	56.58	61.86	60.64	63.22
YOY	8.73%	15.35%	-8.88%	-4.08%	9.34%	-1.98%	4.26%
皮革与鞋业	12.85	12.72	11.61	12.51	13.68	13.63	14.56
YOY	9.42%	-0.99%	-8.76%	7.75%	9.36%	-0.34%	6.83%

资料来源：Bank Indonesia，中国银河证券研究院（原始印尼 GDP 数据以 2010 年不变价为基准，已按照 2025 年 2 月 26 日中国银行公布的外汇牌价中间价（1 人民币 = 2,252.25 印尼卢比，即 1 印尼卢比 = 0.000444 人民币）进行换算得到）

印尼制造业长期处于扩张态势，呈现出蓬勃发展的良好局面。PMI（采购经理人指数）作为衡量制造业发展趋势的重要指标，通过对新订单、生产、从业人员、供应商配送时间、原材料库存这五个分类指数的月度数据进行加权计算，精准反映行业的扩张或收缩动态。从 Bank Indonesia 公布的季度 PMI 数据来看，印尼制造业在疫情后实现了工业制造的强劲复苏，连续 3 年处于“行业荣枯线”（PMI 指数 50）之上。其中，皮革与鞋业表现尤为突出，其 PMI 指数在 2024 年第四季度高达 57.1，远超整体制造业水平。这充分彰显了印尼制造业的持续扩张活力，为公司在印尼布局产能营造了活跃且有利的市场氛围。

图15: 印尼制造业及纺织服装、皮革鞋业 PMI 指数



资料来源: Bank Indonesia, S&P Global, 中国银河证券研究院

印尼凭借庞大的劳动力规模和低廉的人力成本，成为劳动密集型产业的理想投资目的地。其人口结构年轻化，劳动力人口占比接近 50%，并保持稳定增长态势，2022 至 2023 年劳动力数量增速分别达到+2.77%和+2.05%，为经济发展提供了充足的人力资源支撑。然而，印尼的劳动力成本在东南亚地区处于较低水平。根据国际劳工组织 2023 年数据，印尼制造业人均月薪按最新汇率换算仅为 1315 元，远低于泰国（3464 元/月）和越南（2218 元/月）等周边东南亚国家。尽管印尼统计局 2024 年最新数据显示，制造业月均收入小幅提升至 1441 元，但其劳动力成本仍具有显著竞争力。结合丰富的资源禀赋和广阔的消费市场，印尼在劳动密集型代工制造领域展现出独特的成本优势和市场潜力。

表14: 印尼人口、劳动力数量

	2020	2021	2022	2023
总人口 (亿)	2.70	2.72	2.74	2.76
YOY	0.84%	0.70%	0.64%	0.74%
劳动力 (亿)	1.36	1.36	1.34	1.38
YOY	-0.07%	-1.27%	2.77%	2.05%

资料来源: World Bank, 中国银河证券研究院

对外贸易方面，印尼与世界各国签订双边或多边贸易协定，对外贸易体系日趋完善。全球贸易协定方面，1995 年印尼作为首批成员国加入世界贸易组织（WTO）。多边贸易方面，印尼与泰国、新加坡、菲律宾和马来西亚于 1967 年成立东南亚国家联盟。作为东盟初创国与东盟人口大国，印尼不断推动东南亚与亚太地区经济互惠互利，极大提升区域经济开放程度。双边贸易方面，印尼与日本、澳大利亚和北欧各国等 22 个国家签署双边自贸协定。此外，印尼享受欧盟与美国关税普惠待遇，输出商品可获得减税或免税优惠。印尼对外贸易体系能够极大提高印尼对外开放程度，为制造业生产与进出口贸易给予强有力支持。

表15：印尼对外贸易体系（部分）

类型	名称	主要内容/进展
全球贸易协定	世界贸易组织成员协议	1995 年首批加入世界贸易组织（WTO）的成员国。
多边贸易协定	“东盟自由贸易区”协议（AFTA）	印尼、马来西亚、菲律宾、新加坡、泰国、文莱六国签署建立（东盟）自由贸易区，原产于东盟的货物适用 0%-5%的关税。
	中国—东盟自贸协定	目前，双方 91.9%的商品已实现零关税。其中，中国对东盟 94.6%的货物实行零关税。
	东盟—日本全面经济伙伴协定（AJCEP）	货物贸易自由化目标是 5 年内实现 90.4%税目零关税，其中日本将对东盟 91.9%的货物实行零关税。
	《东盟货物贸易协定》	削减或取消进口关税。除极少数敏感产品外，各成员国应最终取消对所有产品的区域内进口关税。《协定》附件列明各成员国关税减免计划，明确到 2015 年每个商品适用的关税税率。对于 CLMV（柬埔寨、老挝、缅甸、越南）降税时间放宽至 2015-2018 年间。
	东盟—澳大利亚—新西兰自贸协定（AANZFTA）	货物贸易自由化目标是 10 年内实现 93.5%税目零关税，其中澳大利亚和新西兰将对东盟实现 100%货物零关税。
	区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）	货物贸易在 10 年内，在 15 国之间将有 90%的货物实现零关税，超过了 WTO《货物贸易总协定》开放的 85%货物种类。
双边贸易协定	《印尼—欧洲自由贸易联盟全面经济伙伴关系协定》（Indonesia-EFTA CEPA）	取消与冰岛、列支敦士登、挪威和瑞士四国大部分出口产品的关税，并将逐步取消对所有剩余产品的关税。
	《印尼—澳大利亚全面经济伙伴关系协定》（IA-CEPA）	澳大利亚将对从印尼进口的商品实现零关税待遇，同时提升印尼的汽车、轮胎、木材和木制品、钢管、纺织品服装、鞋类、水产品等商品进军澳大利亚市场的机遇。
	《印尼—日本经济伙伴关系协定》（IJEPA）	日本同意进一步降低 112 种印尼商品的进口关税，包括渔业产品、水果、食品和饮料；印尼将改善 25 种日本产品的市场准入，其中包括不锈钢和汽车。
关税体系	欧盟关税普惠制（GSP）受惠国	自 2014 年 1 月 1 日至 2023 年 12 月 31 日，欧盟对印尼等 40 个低收入和中低收入国家的进口产品在最惠国税率基础上减少 3.5%的关税。
	美国普及特惠税制度(GSP)受惠国	自 1980 年以来，包括对制造产品、半制成品、农业、渔业、初级工业产品等总计 3572 项关税获得免进口关税。

资料来源：商务部《对外投资合作国别（地区）指南——印度尼西亚》，商务部《对外投资合作国别（地区）指南——东盟》，越通社，中国银河证券研究院

印尼对内提供制造业扶持政策，保护本土制造业发展。为了扶持本土制造业发展，印尼在国家战略、创业投资、税费优惠等诸方面自上而下出台相关法律及优惠政策，并且建立了经济特区，鼓励外商投资，投资环境总体良好。综合印尼宏观经济环境、人口劳动力与内外贸易政策等区位优势，公司加码印尼产能布局能够切入全球供应链，增强抵御国际贸易风险的能力。

表16：印尼制造业扶持政策

扶持策略	主要内容
工业 4.0 计划	把纺织及服装、汽车、电子等定为重点支持行业，计划到 2030 年使这些行业每年带动经济增速提高两个百分点，创造超过 1000 万个就业机会。
综合性创造就业法	除 2021 年第 49/21 号总统关于投资商业领域的规定外，所有商业领域都 100%对外商开放；外国直接投资（FDI）的最低实收资本为 100 亿印尼盾（约 70 万美元）。
投资“优先清单”	2021 年 3 月推出投资“优先清单”，取代原有的投资“负面清单”，在重点投资领域取消或放宽股权比例，减少对外资的限制。

保障性关税	印尼贸易部长 Zulkifli Hasan 表示，印尼将对鞋类、服装、纺织品、化妆品和陶瓷等进口产品征收 100%至 200%的保障性关税，以重启并加强对国内产业的保护措施。
企业所得税	对于中、小、微型企业提供所得税鼓励措施，对于营收低于 48 亿印尼盾的小、微型有限责任公司，运营的前 3 个财年按照营业额的 0.5%征税，此后依照常规企业所得税制，但减免 50%的企业所得税。对于中型企业，印尼对于其营收 48 亿印尼盾以下的利润减免 50%的企业所得税，对于营收超过 48 亿印尼盾收入利润减免 0-50%之间的阶梯式企业所得税，直至营收达到 500 亿印尼盾，征收全额企业所得税。
经济特区	投资额超过 1 万亿盾的企业可享受为期 10 年至 25 年的减税或者免税 20%至 100%的优惠；投资额达到 0.5 万亿盾以上、1 万亿盾以下的企业可享受 5 年至 15 年的减税或者免税 20%至 100%优惠。

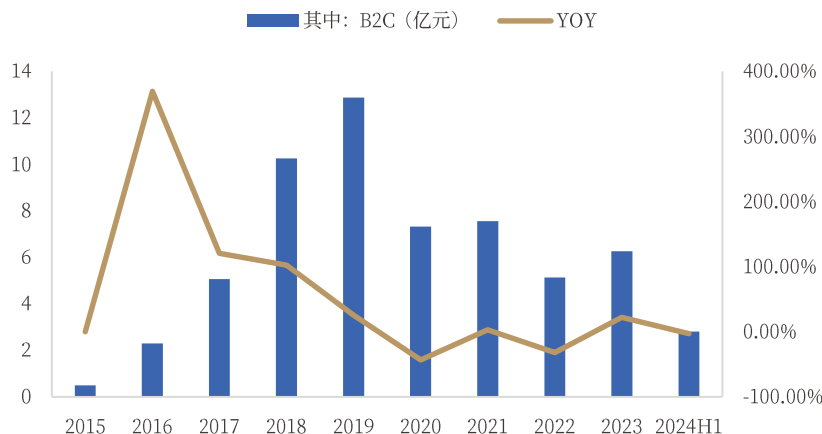
资料来源：商务部《对外投资合作国别（地区）指南——印度尼西亚》，路透社，中国银河证券研究院

四、B2C 业务从规模到高质量经营转变

（一）C 端业务面临发展瓶颈，公司调整发展战略

B2C 业务面临发展瓶颈，消费需求疲软导致业务萎缩。公司自 2015 年开始发展 C 端市场，通过与小米生态链合作和自营品牌“90 分”的双轮驱动模式，逐步构建 C 端业务矩阵。2019 年 B2C 业务营收达 12.87 亿元，但 2020 年业务规模受疫情冲击骤降至 7.33 亿元，同比下降 43.06%，显现出传统业务模式的增长瓶颈。公司近年持续推进业务结构优化。B2C 营收占比已从 2018 年的 50.10% 下降至 2023 年的 20.16%，2024H1 进一步下滑至 15.35%，由此，资源配置更多向 B2B 代工业务倾斜。随着 2024 年全球化战略的深化推进，公司通过海外本土化运营团队建设、跨境电商数字化基建及海外分销渠道的持续优化，重构 B2C 业务的增长曲线。预计在海外新兴市场的增量支撑下，消费端业务有望进入稳态经营周期。

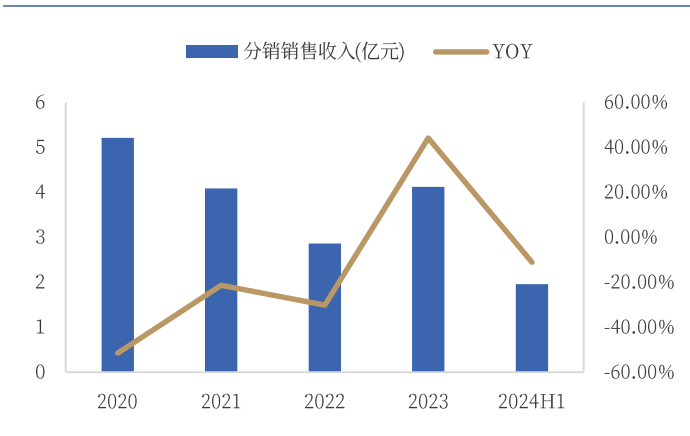
图16：公司 TO C 业务 2015 年-2024H1 变动情况



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

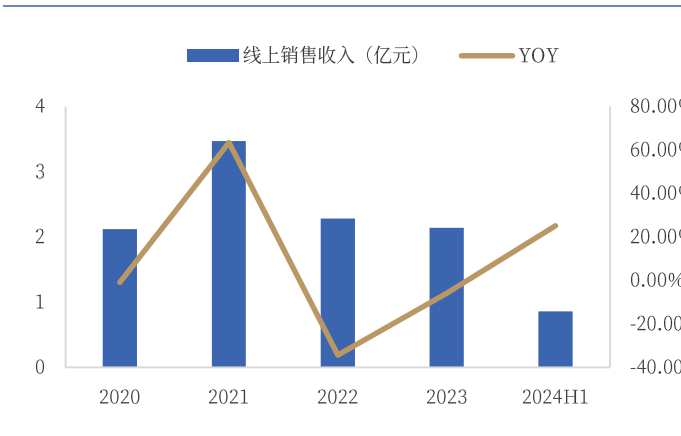
公司 ToC 业务呈现双渠道分化态势，线上渠道战略转型初显韧性。分渠道看，公司 ToC 业务由分销（小米生态链+90 分线下）和线上直营（90 分电商）构成。2020 年以来，受到疫情及市场环境的影响，两大渠道收入波动显著：线上销售额从 2020 年 2.12 亿元升至 2021 年 3.47 亿元（+63.4%），后回落至 2023 年 2.14 亿元；分销渠道自 2019 年达到峰值 12.3 亿元后持续收缩，2024 上半年同比下降 11.1% 至 1.96 亿元。因此，公司通过战略调整优化业务结构。收缩低效分销网点，发力跨境电商，2024 上半年线上收入同比增长 21.55%，主要得益于 90 分品牌入驻亚马逊等平台，海外销售初具规模。

图17：公司 2020 年-2024H1 分销收入及增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

图18：公司 2020 年-2024H1 线上销售收入及增速



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

（二）90 分品牌产品与研发实力概览

公司自营品牌 90 分通过战略转型实现线上渠道结构性复苏。作为核心自营品牌，90 分主要依托线上直营渠道销售，疫情冲击下公司实施 ToC 业务战略收缩与降本增效调整。2024 年上半年，该品牌线上收入实现 21.55%同比增长，关键驱动力来自出海战略落地，通过入驻亚马逊等主流跨境电商平台，海外销售初具规模，标志着渠道优化与市场开拓的协同效应开始释放。

表17：公司线上销售收入及增速（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024H1
线上销售收入	2.12	3.47	2.28	2.14	0.86
YOY	-0.87%	63.41%	-34.39%	-5.94%	25.18%

资料来源：公司公告，iFinD，中国银河证券研究院

90 分品牌以差异化产品矩阵精准覆盖多层次消费需求。90 分品牌作为公司自主培育的核心消费品牌，以旅行箱和包袋为主打产品。品牌以“基础款+功能款”双线布局构建竞争力。基础系列主打简约设计与高性价比，满足大众消费者日常出行所需。高端线则聚焦技术创新与材质升级，集成智能锁、USB 充电接口等实用功能，契合品质消费群体的精细化需求。通过灵活的价格带分布与场景化产品设计，90 分既能以亲民产品稳固市场基本盘，又能凭借技术迭代提升品牌溢价能力。这一战略使其在激烈市场竞争中展现出敏锐的需求响应力与产品迭代效率，为品牌持续拓展用户圈层奠定了坚实基础。

表18：90 分品牌主要产品

类别	产品	产品说明	价格	产品图示
旅行箱	莱茵河系列旅行箱	原创七道杠力学结构，德国科思创 PC，获德国红点设计奖	409 元-629 元	
	90 分金属旅行箱	七项创新专利，获 IF 设计奖	2499 元	
	Nulife 系列旅行箱	德国科思创聚碳酸酯，高平衡宽拉杆，获优良设计奖	449 元-679 元	

	ModernLine 摩登旅行箱	SGS 静音轮，德国科思创聚碳酸酯，TSA 内嵌密码锁，航空级铝合金拉杆	509 元-649 元	
	触动箱	锌合金徽章，管条车缝线，TPU 提把手，亮相上海时装周	489 元-689 元	
	COFFEE JOURNE 系列旅行箱	咖啡杯托解放双手，前开盖便捷取物，大深仓可扩容衣柜	439 元-589 元	
包袋	都市经典系列	夜光标识条，可调节肩带，高密度拼接涂层面料	229 元-389 元	
	户外运动系列	科技涂层面料，超强收纳空间，独立电脑仓，多功能前仓，四种背负方式	489 元	
	城市运动系列	科技涂层面料，独立三仓设计，创意绑带收纳，减压肩带搭载推车带	389 元	

资料来源：公司公告，淘宝 90 分旗舰店，中国银河证券研究院

公司坚持研发投入，推动技术创新。近年来公司通过加大创新研发投入，专注新产品开发，培育新的利润增长点，切实推动公司业绩提升。2023 年，公司基于市场机会和业务重新布局，研发投入达 6824 万元，同比+20.48%。研发团队规模扩充至 231 人（人员占比提升 0.56 个百分点）。公司同时同步开展功能型箱包、新型面料等 7 个新的研发项目，拓展箱包、服装新品类，为业绩增长持续注入新动能。

表19：企业研发投入项目

主要研发项目	主要技术特征	项目进展	具体应用
护肩护脊鱼骨仿生结构双肩背包的开发与设计	设计出鱼骨结构的仿生学背包肩带，采用软质面料包体和 U 型箱体支撑框架的组合设计，做到真正的护肩护脊健康实用。	共申请实用新型专利 2 件，外观专利 7 件	双肩包
防盗防遗忘智能箱包的研究与设计	采用频谱解锁系统，配备蓝牙锁，开发 RFID 技术实时追踪物品位置，防止遗忘，并对箱包进行结构性设计，满足人们日常出行需求。	申请外观专利 2 件，开发出新款背包	背包
人机空间关系理论在通勤背包中的研究与应用	把人机空间关系理论在通勤用前背包的应用作为研究对象。	申请外观专利 1 件，开发出新款背包	背包
低碳环保可降解涤纶针织面料的开发与应用	开发可降解的涤纶针织面料及其制造方法，增加织物吸湿性能和防污性，制成的面料具有良好的垂悬性、弹性和蓬松度。	项目完成，已成功开发出系列产品	服装
科技质感减震静音防盗旅行箱的设计与应用	开发抗震静音的万向轮，采用双层防盗拉链和一体化外置拉杆设计，使得旅行箱更加安全、时尚。	项目完成，已成功开发出系列产品	旅行箱

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

申请专利技术，打造差异化产品。公司高度重视研发创新，设有专门的设计研发中心，形成自主研发设计、对外合作研发两种运作模式。公司持续探索最前沿的自动化箱包生产技术，邀请行业知名自动化专家组建自动化团队，自主及联合开发了几十种自动化设备，申请专利百余项，其中已获授权的有八十多项，赋能产品迭代，有力提升公司产品的市场竞争力，夯实差异化竞争壁垒。

表20：企业专利技术情况

申请专利技术	主要技术特征	专利类型	具体应用
一种伸缩式防碰撞包装箱	通过防撞板和设置减震机构对外力进行缓冲减震，从而对外箱进行保护，保障了物品的运输保存质量。	发明	包装箱
一种箱包材料加工用接头检测裁切设备	设置位移传感器以快速、高效检测出箱包材料的接头，再通过裁切设备裁切去除接头，加工效率高，提高整个产品的生产效率。	发明	箱包加工
一种定型喷胶机	本装置的喷胶嘴和挂板配合，实现了喷胶机与刷胶机结合，有效地解决现有的喷胶机喷射范围较大、喷胶室难清洗的问题。	实用新型	箱包制作
边角料分离收纳组件及削边机	本装置能够将边角料顺畅地导入收纳箱内，从而有效防止在削边过程中产生的边角料随碗刀旋转飞出，提高工作效率。	实用新型	箱包制作
行李箱(菠萝)	设计要点在于形状。	外观设计	行李箱

资料来源：专利顾如，中国银河证券研究院

（三）小米品牌经营状况分析

“小米”为公司与小米集团合作品牌，2024 年积极增加新品，拓宽渠道。作为公司与小米生态链合作的核心通路，该渠道销售收入在 2020 年经历大幅度下滑（同比-51.5%），2022 年触底至 2.86 亿元后，2023 年受益国内出行复苏反弹 44.2%至 4.12 亿元。2024 上半年受市场环境的影响，国内有效需求不足，公司积极改革优化各渠道品牌策略及产品矩阵，在“小米”箱包方面持续推出新品，2024 年上半年推出了米家侧翻盖旅行箱、米家通勤双肩包等 13 款小米箱包新品，并开设天猫小米箱包旗舰店，进一步丰富和扩充了“小米”箱包产品的销售渠道。随着产品创新与渠道精细化运营的协同深化，分销体系有望依托小米生态的技术赋能与场景渗透，重塑增长韧性。

表21：公司分销销售收入变动情况（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023	2024H1
分销销售收入(亿元)	5.21	4.09	2.86	4.12	1.96
YOY	-51.50%	-21.36%	-30.18%	44.18%	-11.10%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司与小米集团的合作主要以成本价采购/毛利分成模式，由公司负责“小米”产品的整体开发、生产和供货，“小米”品牌及商标权归属于小米集团。公司先以成本价格将产品销售给小米，产品在小米的各种渠道最终实现对外销售后，小米再将其产生的毛利按照双方约定比例分成。“小米”产品主要通过小米等电商渠道（包括小米天猫店、小米京东店、小米网、小米之家等）为年轻白领、学生等人群提供强功能性、强科技属性的拉杆箱、包袋等产品。近年来，随着小米商城逐步释放定价策略与营销运营主导权，公司有望打开分销渠道的增量空间。

表22：合作品牌(小米)主要产品

类别	产品	产品说明	价格	规格/型号	产品形象
旅行箱	米家侧翻盖旅行箱	创新深仓结构，德国科思创 PC 箱壳	379 元/479 元/529 元	20 英寸/24 英寸/26 英寸	

					
	小米米家旅行箱	德国科思创 PC 箱壳，双层防爆拉链设计，下沉式 TSA 密码锁	279 元/379 元/429 元/479 元	20 英寸/24 英寸/26 英寸/28 英寸	
	小米铝框旅行箱	6 系铝合金中框，自研高精度轴套结构	499 元/599 元/699 元	20 英寸/24 英寸/26 英寸	
包袋	米家商务双肩包	双仓收纳，采用三明治网布材质，减压抗震，防水性能达 4 级	229 元-269 元	20L	
	米家通勤双肩包	大容量主仓，云感背负体验	169 元-199 元	17.3L	
	小米小背包	4 级防泼水	49 元	10L	
	小米米家胸包	4 级防泼水面料，灵活拓展仓	64-69 元	2.25L	

资料来源：公司公告，淘宝小米旗舰店，中国银河证券研究院

五、盈利预测与估值

（一）盈利预测

公司作为国内箱包代工龙头，客户资源与订单规模稳定。伴随公司发展服装代工第二增长曲线、布局海外产能、B2B 与 B2C 业务动态调整，预计公司 2024/25/26 年营业收入分别为 41.00/53.22/60.99 亿元，增速分别为+32.04%/+29.82%/+14.59%。以下为公司主营业务具体拆分与盈利预测：

1) B2B（代工）业务：

公司 B2B 代工业务主要包含箱包代工和服装代工。箱包代工方面，公司与迪卡侬、戴尔等国际知名品牌合作多年，深度绑定。此外，公司通过印尼工厂成为 Nike、VF 等箱包供应商。公司于 2024 年再次增持上海嘉乐并实现收入并表。通过上海嘉乐精细化管理、海内外工厂产能布局和客户结构优化，公司服装代工板块有望营收与占比实现快速增长。综合以上因素，我们预计公司 B2B 业务 2024-2026 年收入分别为 33.90/45.08/51.88 亿元，同比增速达到+38.72%/+32.98%/+15.08%。

2) B2C（品牌直营）业务：

公司 B2C 品牌直营业务按渠道主要分为线上销售渠道和分销渠道。迎合国内消费趋势，公司积极优化产品矩阵提供高性价比产品。此外，公司践行“全面出海”战略，入驻跨境电商平台，海外市场销售初具规模，逐步构建品牌全球美誉度和影响力，未来伴随线上渠道价格调整与持续性营销推广，公司线上销售将逐渐恢复，保持稳定增长。此外，公司通过自主运营小米品牌，产品定价及营销推广使品牌运营更加灵活，伴随公司推出高毛利产品，同时对终端销售渠道设立科学价格机制，分销渠道营收改善指日可待。结合以上因素，预计公司 B2C 业务 2024-2026 年收入分别为 6.72/7.72/8.65 亿元，同比增速达到+7.22%/+15%/+12%。

表23：公司收入拆分表（单位：百万元）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入	2740.99	3104.90	4099.86	5322.46	6099.15
YOY	19.75%	13.28%	32.04%	29.82%	14.59%
B2B 业务	2197.97	2443.53	3389.733	4507.74	5187.52
YOY	50.09%	11.17%	38.72%	32.98%	15.08%
B2C 业务	513.47	626.26	671.50	772.23	864.90
YOY	-32.11%	21.97%	7.22%	15.00%	12.00%

资料来源：公司公告、中国银河证券研究院

毛利率：公司毛利率在过去几年保持稳定，未来伴随 B2B 代工业务扩张与 B2C 自有品牌升级，预计公司的毛利率将持续改善。预计 2024-2026 年公司毛利率分别为+23.68%/+22.89%/+23.43%。

费用率：历史年份公司各项费率呈现持续改善趋势。近年公司业绩恢复稳健增长，伴随 B2B 业务占比逐步加大，公司销售/管理费用率逐年改善，我们估算 2024-2026 年公司销售费用率为 5%/4.8%/4.6%，管理费用率分别为 5%/4.9%/4.8%。

综合以上，我们预计公司 2024-2025 年归母净利润为 3.90/3.73/4.53 亿元，同比增长 237.70%/-4.55%/21.45%，EPS 分别为 1.63/1.55/1.89 元。

(二) 相对估值

选取伟星股份、申洲国际、华利集团与健盛集团等业务相近标的进行比较。采用 2025 年 3 月 4 日收盘价，2024/25/26 年 EPS 分别为 1.63/1.55/1.89 元，PE 估值分别为 13.96/14.62/12.04 倍，未来估值低于可比公司平均。考虑到公司 B2B 新业务新客户发展顺利，以及 B2C 产品力不断增强，给予推荐评级。

表24：可比公司对应估值数据（截止 2025 年 3 月 4 日）

股票代码	股票名称	收盘价（元）	EPS			PE		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
300577	开润股份	22.73	1.63	1.55	1.89	13.96	14.62	12.04
002003	伟星股份*	12.84	0.6	0.70	0.8	21.40	18.34	16.05
HK2313	申洲国际*	57.95	3.94	4.47	5.04	14.71	12.96	11.50
300979	华利集团*	68.13	3.32	3.85	4.41	20.52	17.70	15.45
603558	健盛集团*	10.13	0.89	1.04	1.2	11.38	9.74	8.44
均值			2.19	2.52	2.86	17.00	14.69	12.86

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院（注：*表示采用 iFinD 一致预期）

(三) 绝对估值

采用 FCFF 法分增长期（2024-2027 年）、过渡期（2028-2035 年）、永续增长期（2035 年及以后）三阶段对公司进行绝对估值，主要参数设定及依据如下表所示。以 2025 年 3 月 4 日公司最新股本为基准，在加权平均资本成本（WACC）为 10.27%、永续增长率（g）为 2%时，公司合理每股价值为 27.91 元，对应总市值 66.93 亿元。在加权平均资本成本（WACC）正负波动 0.2%、永续增长率（g）正负波动 0.1%的情况下，公司合理每股价值区间为 27.01-28.94 元，对应市值区间为 64.77-69.40 亿元。

表25：FCFF 估值参数假设及说明

参数	假设数值	假设参数说明
无风险利率 Rf	2%	参考中国 10 年期国债收益率 6 个月平均值
市场预期收益率 Rm	8%	参考沪深 300 指数历史 20 年年化收益率
贝塔系数β	1.15	参考公司历史贝塔系数
加权平均资本成本 WACC	10.27%	$WACC = K_d * W_d * (1 - T) + K_e * (1 - W_d)$ 计算得到
过渡期增长率	8%	假设过渡期公司年均复合增长率 8%
永续增长率 g	2%	假设公司永续增长率 2%

资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

表26：FCFF 估值敏感性分析

永续增长率（g）	加权平均资本成本（WACC）						
	9.67%	9.87%	10.07%	10.27%	10.47%	10.67%	10.87%
1.80%	30.46	29.50	28.59	27.72	26.90	26.11	25.36
1.90%	30.59	29.62	28.69	27.82	26.98	26.19	25.44
2.00%	30.72	29.73	28.80	27.91	27.07	26.27	25.51
2.10%	30.85	29.85	28.91	28.01	27.16	26.36	25.59
2.20%	30.98	29.97	29.02	28.12	27.26	26.44	25.66

2.30%	31.12	30.10	29.13	28.22	27.35	26.53	25.74
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源: iFinD, 中国银河证券研究院

六、风险提示

1、代工新客户订单不及预期：宏观经济波动或下游客户需求调整可能会导致新客户订单增速放缓，对公司产能利用率及收入增长产生压力。叠加代工行业竞争加剧，可能会进一步挤压利润空间。

2、B2C 业务销售不及预期：公司 B2C 业务“90 分”及小米生态链产品若面临市场竞争加剧、消费者偏好变化或渠道拓展不及预期等情形，可能拖累 TOC 业务销售收入。

3、原材料价格波动与劳动力成本上升风险：原材料价格的波动将使公司产品原材料成本出现不确定性，进而影响企业的盈利能力。同时，公司为劳动密集型行业，国内外劳动力成本的持续上涨将对公司盈利造成一定影响。

图表目录

图 1: 2015—2023 年公司营业收入及 YOY.....	5
图 2: 2015—2023 年公司归母净利润及 YOY.....	5
图 3: 2023 年公司营业收入占比（按产品分）.....	5
图 4: 2023 年公司营业收入占比（按渠道分）.....	5
图 5: 公司发展历程.....	6
图 6: 公司股权结构图.....	7
图 7: 2015-2024Q3 费用率变动情况.....	9
图 8: 2015-2024Q3 净利率变动情况.....	9
图 9: 2013—2023 年中国箱包行业规模及同比增速.....	9
图 10: 2013—2023 年全球箱包行业规模及同比增速.....	9
图 11: 2013—2024 年居民人均可支配收入及同比增速.....	12
图 12: 2013—2024 年国内旅游人次及同比增速.....	12
图 13: 2020—2024 财年耐克配饰收入及同比增速.....	14
图 14: 2020-2023 年迪卡侬收入及同比增速.....	14
图 15: 印尼制造业及纺织服装、皮革鞋业 PMI 指数.....	18
图 16: 公司 TO C 业务 2015 年-2024H1 变动情况.....	21
图 17: 公司 2020 年-2024H1 分销收入及增速.....	22
图 18: 公司 2020 年-2024H1 线上销售收入及增速.....	22
表 1: 公司 B2B、B2C 业务及新增服装板块.....	4
表 2: 2015-2024Q3 总营收及分渠道表现（单位：亿元）.....	8
表 3: 2019 年-2024Q1-Q3 分业务毛利率.....	8
表 4: 国内箱包市占率前十品牌.....	10
表 5: 国内主要行李箱品牌.....	10
表 6: 公司 ODM、OEM 业务模式介绍.....	13
表 7: 代工业务 2019 年-2024H1 营收、增速及占比（单位：亿元）.....	14
表 8: 印尼工厂收购概况.....	15
表 9: 印尼代工子公司 2020-2023 年营收、利润及增速（单位：亿元）.....	15
表 10: 开润股份收购上海嘉乐（服装代工）概况.....	16
表 11: 上海嘉乐（服装代工）2019 年-2024H1 业绩表现（单位：亿元）.....	16
表 12: 2020-2023 年海内外产能分布（单位：万件）.....	17
表 13: 印度尼西亚 2018-2024 年分行业 GDP 变化（单位：十亿人民币）.....	17
表 14: 印尼人口、劳动力数量.....	18
表 15: 印尼对外贸易体系（部分）.....	19

表 16: 印尼制造业扶持政策.....19

表 17: 公司线上销售收入及增速（单位：亿元）22

表 18: 90 分品牌主要产品.....22

表 19: 企业研发投入项目.....23

表 20: 企业专利技术情况.....24

表 21: 公司分销销售收入变动情况（单位：亿元）24

表 22: 合作品牌(小米)主要产品24

表 23: 公司收入拆分表（单位：百万元）26

表 24: 可比公司对应估值数据（截止 2025 年 3 月 4 日）27

表 25: FCFF 估值参数假设及说明27

表 26: FCFF 估值敏感性分析27

附录：
公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1918.46	2367.37	2776.62	3047.84
现金	653.18	785.18	868.01	944.83
应收账款	591.86	660.88	817.58	876.63
其它应收款	10.72	21.17	23.18	27.64
预付账款	11.40	16.42	22.34	21.76
存货	493.14	1072.91	909.75	1308.62
其他	158.17	-189.20	135.75	-131.64
非流动资产	1669.50	1958.28	2139.69	2230.69
长期投资	632.97	632.97	632.97	632.97
固定资产	570.82	653.35	729.64	770.12
无形资产	85.96	124.55	160.63	194.21
其他	379.75	547.42	616.45	633.39
资产总计	3587.96	4325.65	4916.31	5278.53
流动负债	1205.94	1600.52	1859.64	1932.18
短期借款	299.19	392.40	486.37	498.45
应付账款	431.25	611.79	710.60	716.40
其他	475.50	596.33	662.68	717.33
非流动负债	473.04	435.62	403.94	252.48
长期借款	220.56	183.14	151.46	0.00
其他	252.48	252.48	252.48	252.48
负债合计	1678.98	2036.14	2263.58	2184.66
少数股东权益	56.38	120.64	181.97	256.46
归属母公司股东权益	1852.60	2168.87	2470.76	2837.41
负债和股东权益	3587.96	4325.65	4916.31	5278.53

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	440.00	392.80	345.32	467.16
净利润	114.98	454.71	434.04	527.14
折旧摊销	64.22	76.33	83.95	84.63
财务费用	27.64	19.02	23.16	22.16
投资损失	86.24	-130.00	-25.00	-20.00
营运资金变动	-120.42	15.52	154.84	127.19
其它	267.34	-42.78	-325.66	-273.97
投资活动现金流	-217.63	-229.58	-241.02	-156.35
资本支出	140.36	360.00	260.00	170.00
长期投资	30.73	1.83	-4.61	-4.93
其他	-388.73	-591.42	-496.42	-321.42
筹资活动现金流	-253.20	-37.42	-31.68	-247.53
短期借款	-179.83	93.21	93.97	12.09
长期借款	147.31	-37.42	-31.68	-151.46
其他	-220.67	-93.21	-93.97	-108.16
现金净增加额	-26.00	125.80	72.62	63.28

资料来源：公司公告，中国银河证券研究

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3104.90	4099.86	5322.46	6099.15
营业成本	2348.80	3129.14	4103.98	4670.17
营业税金及附加	15.29	20.19	26.21	30.03
销售费用	200.08	204.99	255.48	280.56
管理费用	199.78	204.99	260.80	292.76
财务费用	27.64	19.02	23.16	22.16
资产减值损失	-13.37	-13.37	-13.37	-13.37
公允价值变动收益	11.87	1.83	1.83	1.83
投资净收益	-86.24	130.00	25.00	20.00
营业利润	155.81	595.79	568.80	690.35
营业外收入	2.18	2.18	2.18	2.18
营业外支出	4.36	4.36	4.36	4.36
利润总额	153.64	593.62	566.63	688.18
所得税	38.66	138.91	132.59	161.03
净利润	114.98	454.71	434.04	527.14
少数股东损益	-0.64	64.25	61.33	74.49
归属母公司净利润	115.62	390.46	372.71	452.66
EBITDA	314.58	520.72	620.49	753.72
EPS (元)	0.48	1.63	1.55	1.89

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	13.28%	32.04%	29.82%	14.59%
营业利润	87.34%	282.37%	-4.53%	21.37%
归属母公司净利润	146.69%	237.70%	-4.55%	21.45%
毛利率	24.35%	23.68%	22.89%	23.43%
净利率	3.72%	9.52%	7.00%	7.42%
ROE	6.24%	18.00%	15.08%	15.95%
ROIC	11.15%	17.51%	18.30%	22.19%
资产负债率	46.79%	47.07%	46.04%	41.39%
净负债比率	9.04%	4.21%	2.86%	-4.53%
流动比率	1.59	1.48	1.49	1.58
速动比率	1.18	1.03	1.02	1.06
总资产周转率	0.87	1.04	1.15	1.20
应收账款周转率	5.80	6.55	7.20	7.20
应付账款周转率	7.83	7.86	8.05	8.55
每股收益	0.48	1.63	1.55	1.89
每股经营现金流	1.83	1.64	1.44	1.95
每股净资产	7.73	9.04	10.30	11.83
P/E	47.14	13.96	14.62	12.04
P/B	2.94	2.51	2.21	1.92
EV/EBITDA	10.46	9.80	8.13	6.19
PS	1.76	1.33	1.02	0.89

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅 10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐：	相对基准指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
公司评级	回避：	相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn