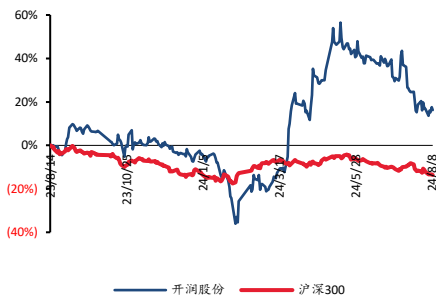


## 开润股份深度报告：箱包代工壁垒深厚，服装代工扬帆起航

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(亿股)	2.4/2.4
总市值/流通(亿元)	42.49/42.49
12个月内最高/最低价(元)	24.65/9.18

### 相关研究报告

证券分析师：郭彬

E-MAIL: guobin@tpyzq.com

分析师登记编号: S1190519090001

研究助理：龚书慧

E-MAIL: gongsh@tpyzq.com

一般证券业务登记编号: S1190122070007

### 报告摘要

**箱包代工龙头，2B&2C 双轮驱动。**公司以箱包代工起家，合作小米布局零售业务并逐步孵化自主品牌，产业投资向服装代工延伸，目前代工业务和品牌业务齐头并进。2023 年收入/净利润分别同比+13.3%/+110.7%至 31.05/1.15 亿元，24Q1 收入/净利润分别同比+22.9%/+116.4%至 9.1/0.71 亿元，整体收入端逐步向好，盈利能力改善明显。

**箱包行业：空间大、格局分散，优质制造商有望突围。**1) **零售端：**国内箱包行业市场体量足够大，23 年行李箱/包袋分别同比增长 17%/12%至 310/2039 亿元，预计未来 5 年 CAGR 分别为 8.9%/7.8%。格局较为分散，高端市场被外资品牌占据，其中包袋的 TOP10 均为外资奢牌，行李箱的 TOP10 中国牌占有 5 个席位，相较于包袋重视品牌和设计，行李箱还强调功能性，国牌有望通过研发创新、凭借高质价比在中端市场上竞争。2) **制造端：**箱包产能主要分布在中国、欧洲和东南亚，其中欧洲主要生产高端及奢侈品箱包，国内优质产能稀缺；参考 Nike 和 Adidas 的成衣制造产能趋势，未来产能将向优质专业的制造商集中，具备成熟供应链和海外产能布局的专业制造商的份额有望持续提升。

**B2B：以箱包代工为基，服装代工打造第二增长曲线。**1) **箱包：壁垒深厚，产能释放&客户结构优化，稳健增长。**产能主要分布在滁州、印尼和印度，IT 类客户合作稳定，运动休闲类老客户合作深度增加、新客的拓展带来增长；公司产销持续高位（100%+），募投产能预计在 24/25 年陆续投产，为公司订单增长提供生产基础。2) **服装：卡位印尼稀缺产能，产能释放&效率提升带来经营弹性，打造第二增长曲线。**①**收购上海嘉乐并完成交割：**公司 24 年 7 月收购嘉乐 15.9%的股权并完成交割，直接持有嘉乐 51.85%的股权，上海嘉乐正式并表，增厚公司收入利润。②**上海嘉乐：**是垂直一体化服装代工企业，作为优衣库的核心供应商，卡位印尼稀缺优质产能，具备优质的客户资源、面辅料研发能力、全球化的运营管理能力；③**印尼：**具备生产的成本优势、贸易优势以及消费潜力，有望成为纺织制造产业布局的下一站。④**公司通过收购上海嘉乐拓展至服装代工，同时与箱包代工在生产经验、客户和产能布局上形成协同效应，随着上海嘉乐的老客合作和新客拓展带来的产能释放以及生产效率提升，有望成为公司的第二增长曲线。**

**B2C：双品牌多渠道快速增长，盈利能力稳步向好。**1) **小米品牌：**作为小米唯一的箱包供应商，合作进入生态链 2.0，生态链企业的运营自主性提升，SKU 数量增加和线上独立开店（箱包独立的猫旗和抖音直播间）有望带来收入增长；此外定价自主性提高和分成模式调整带来利润率的弹性；2) **90 分品牌：**定位时尚青年的中端市场，国内有望凭借高质价比优势和多渠道的布局实现快速增长；同时通过跨境电商和线下分销布局海外市场，有望搭乘跨境电商红利实现品牌出海。

**投资建议及盈利预测：**公司作为箱包代工龙头，收购嘉乐布局服装代

工以打造第二增长曲线；同时自主品牌业务步入快速增长通道；实现2B&2C双轮驱动增长。**短期来看**，24年收购上海嘉乐增厚收入利润，嘉乐受益于产能释放和生产效率提升，有望带来经营弹性；小米合作方式调整、90分渠道调整和布局海外市场，有望带来利润弹性；看好24年业绩弹性释放。**中长期来看**，公司作为箱包代工龙头，具备成熟制造基础、产能建设稳步推进，客户资源稳定，壁垒深厚，在产业链中的份额有望持续提升；服装代工空间大，嘉乐卡位印尼稀缺产能、服装一体化的生产基础和良好的客户美誉度，有望实现成长为公司的第二增长极。我们预计公司2024/25/26年归母净利润分别为3.07/4.16/5.37亿元，对应2024年8月6日收盘价的PE分别为14/10/8倍，参考可比公司25年平均估值为15X，对应25年的目标价为26.1元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**订单增长不及预期，产能建设进展不及预期，销售不及预期等。

#### ■ 盈利预测和财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	3105	4060	5051	5681
营业收入增长率（%）	13%	31%	24%	12%
归母净利（百万元）	116	307	416	537
净利润增长率（%）	146%	166%	36%	29%
摊薄每股收益（元）	0.48	1.28	1.74	2.24
市盈率（PE）	30.6	13.8	10.2	7.9

资料来源：携宁，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

## 目录

一、 公司概况：箱包代工龙头，2B&2C 双轮驱动 .....	6
(一) 发展历程：箱包代工起家，代工品牌业务齐头并进 .....	6
(二) 高管产业&管理经验丰富，股权激励&员工持股充分调动员工积极性 .....	6
(三) 经营情况：收入端逐步向好，盈利端显著改善 .....	8
二、 箱包行业：空间大、格局分散，优质制造商有望突围 .....	10
(一) 零售端：行业稳健增长，格局有待优化 .....	10
(二) 制造端：优质产能稀缺，头部集中趋势明显 .....	11
三、 B2B 业务：箱包代工为基，服装代工打造第二增长曲线 .....	13
(一) 箱包代工：客户结构持续优化，前瞻布局海外产能 .....	14
1、客户：老客份额提升，新客贡献增量 .....	15
2、供应链：前瞻布局海外产能具备先发优势 .....	16
(二) 服装代工：印尼稀缺优质产能，一体化服装代工无惧竞争 .....	18
1、上海嘉乐：优衣库核心供应商，卡位印尼稀缺产能 .....	18
2、印尼：纺织制造产业布局的下一站 .....	20
四、 B2C 业务：双品牌多渠道快速增长，盈利能力稳步向好 .....	23
(一) 小米：小米箱包唯一供应商，依托小米资源稳定增长 .....	24
(二) 90 分：脱胎于小米生态链，多渠道布局增长可期 .....	26
五、 盈利预测与估值 .....	28
六、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1: 公司业务由箱包代工发展为“箱包+服装”代工&自主品牌	6
图表 2: 公司的管理层背景	7
图表 3: 公司的股权结构 (截至 2024 年 7 月 3 日)	7
图表 4: 公司多次实施员工持股计划和股权激励计划	8
图表 5: 公司的营业收入 (百万元) 及增速	8
图表 6: 公司的归母净利润 (百万元) 及增速	8
图表 7: 公司的分业务的营收 (百万元) 及增速	9
图表 8: 公司的分业务的营收占比	9
图表 9: 公司的毛利率及净利率变化	9
图表 10: 公司分业务毛利率	9
图表 11: 公司的期间费用率	10
图表 12: 我国行李箱的零售额及增速 (百万元, %)	10
图表 13: 我国包袋的零售额及增速 (百万元, %)	10
图表 14: 我国行李箱行业的市场集中度	11
图表 15: 我国包袋行业的市场集中度	11
图表 16: 我国行李箱行业的分品牌的市场份额	11
图表 17: 我国包袋行业的分品牌的市场份额	11
图表 18: 2014-2022 年各国箱包出口额的占比变动	12
图表 19: 国内主要箱包制造商的情况	13
图表 20: Nike 和 Adidas 的供应商集中趋势明显	13
图表 21: Nike 供应链逐步向低成本地区转移	13
图表 22: 公司代工业务的收入及增速	14
图表 23: 公司代工业务的毛利率	14
图表 24: 公司代工业务分品类的收入及增速	14
图表 25: 公司代工业务分品类的毛利率	14
图表 26: 公司的品牌客户的拓展情况	16
图表 27: 前五大客户的合作规模不断增大、占比下降	16
图表 28: 公司深度绑定核心大客户, 合作时间长	16
图表 29: 公司募集资金用于产能建设 (截至 2024 年 7 月 4 日)	17
图表 30: 公司的自有产能及产能利用率	18
图表 31: 公司的产销率持续高位	18
图表 32: 上海嘉乐的股权结构 (截至 2024 年 7 月 4 日)	19
图表 33: 上海嘉乐的收入 (百万元) 及增速	20
图表 34: 上海嘉乐的净利润 (百万元) 及增速	20
图表 35: 全球服装/鞋履的出口份额情况	20
图表 36: 中国和东南亚主要国家的人口情况、贸易条件对比	21
图表 37: 主要纺服制造企业的海外产能布局情况	22
图表 38: 印尼具备消费市场爆发的客观条件	23
图表 39: 公司 B2C 业务一览	24
图表 40: 公司品牌业务分渠道的收入及增速	24
图表 41: 公司品牌业务分渠道的毛利率	24
图表 42: 上海润米科技有限公司的股权结构 (截至 2023 年底)	25
图表 43: 上海润米的收入及增速	25
图表 44: 上海润米的净利润及增速	25

图表 45:	小米箱包的天猫旗舰店和抖音直播间 .....	26
图表 46:	小米汽车商城上线多款箱包产品 .....	26
图表 47:	90 分品牌天猫旗舰店的行李箱的价格分布 .....	27
图表 48:	主要行李箱品牌的 SKU 数量对比 .....	27
图表 49:	主要行李箱品牌的价格带对比 .....	27
图表 50:	90 分品牌重视产品开发，持续推新 .....	27
图表 51:	收入拆分及预测 .....	29
图表 52:	可比公司估值一览 .....	29

## 一、公司概况：箱包代工龙头，2B&2C 双轮驱动

### (一) 发展历程：箱包代工起家，代工品牌业务齐头并进

箱包代工起家，合作小米布局零售业务并逐步孵化自主品牌，产业投资向服装代工延伸。我们将公司的发展历程分为三条线，(1) 成长为箱包代工龙头：2005 年通过代工制造 IT 包袋起家，2007 年在上海奉贤设立工厂，2009 年成立滁州博润电脑配件有限公司（公司前身），2011 年滁州工厂正式投产，2014 年变更设立开润股份；期间与国内外多家知名 IT 及箱包品牌客户合作，以 ODM 模式为 HP、华硕、联想、DELL 等品牌生产电脑包，以 OEM 模式为迪卡侬、新秀丽生产箱包。前瞻性布局海外生产基地，2017-22 年逐步拓展国际品牌客户，比如迪卡侬、Nike、Jansport、Dickies、Puma、北面等。(2) 零售业务布局：2015 年进入小米生态链，上线小米 90 分品牌，拓展 B2C 业务；2019 年底 90 分品牌进入全面独立自主运营，以线上渠道为主，同时开拓线下和海外渠道，2023 年自主品牌扭亏为盈；(3) 产业横向延伸至服装代工：2020 年投资上海嘉乐（优衣库核心供应商），产业链横向延伸至服装代工领域，2024 年 7 月进一步收购上海嘉乐 15.9% 股权，上海嘉乐成为控股子公司并完成交割，实现并表。目前公司形成了“箱包+服装”代工和自主品牌的双轮驱动发展的业务模式。

图1：公司业务由箱包代工发展为“箱包+服装”代工&自主品牌



资料来源：公司公告，公司官网，太平洋证券整理

### (二) 高管产业&管理经验丰富，股权激励&员工持股充分调动员工积极性

高管在互联网和箱包制造行业具备丰富的经验，创始人持股 51.23%，多次实施员工持股和股权激励，彰显管理层信心，且利益一致有利于公司走更远。公司创始人、董事长兼总经理范劲松和副总经理高晓敏曾分别就职于联想和惠普等互联网企业，副总经理钟治国具备丰富的箱包制造经验，且在公司任职时间长具备丰富的管理经验。同时公司实际控制人范劲松持股 51.23%，保证战略顺利执行并落地；此外公司 2017-2023 年实施四期股权激励计划和六期员工持股计划，充分



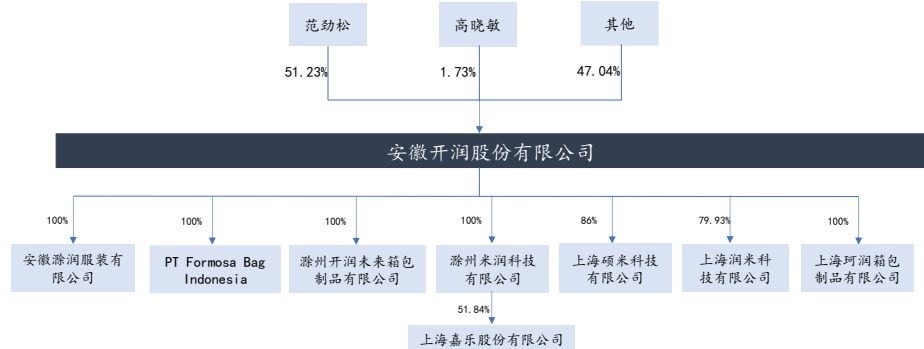
调动员工积极性。

图表2：公司的管理层背景

姓名	性别	年龄	职务	任期起始日期	履历背景
范劲松	男	46	董事长、总经理	2014年6月25日	曾任职于南京同创信息产业集团有限公司、联想集团有限公司。现任公司董事长、总经理，兼任上海摩象网络科技有限公司、有品见（南京）商贸有限公司、滁州之乐生活科技有限公司董事长、上海嘉乐股份有限公司董事、上海摩金科技有限公司执行董事。
高晓敏	女	48	董事、副总经理	2014年6月25日	曾任职于南京同创信息产业有限公司、联想集团有限公司、上海惠普有限公司。现任公司董事、副总经理。
钟治国	男	45	董事、副总经理	2014年6月25日	曾任职于深圳瑞安箱包制品有限公司、上海劲达皮具制品有限公司。现任公司董事、副总经理。
王海岗	男	50	董事	2023年12月29日	曾任职于溢达集团，现任公司B2B事业群负责人，兼任上海嘉乐股份有限公司董事长、上海君冠制衣有限公司执行董事
徐耘	女	38	副总经理、董事会秘书	2018年1月26日	曾任和君资本业务合伙人，现任公司副总经理、董事会秘书。
刘凯	男	48	财务总监	2021年5月14日	曾任远东智慧能源股份有限公司首席财务官，天顺风能（苏州）股份有限公司董事、财务总监，亚萨合莱集团建筑五金事业部总裁、财务总监，美国通用电气公司（GE）工业系统事业部大中华区财务总监，毕马威会计事务所高级审计师。现任公司财务总监。

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表3：公司的股权结构（截至 2024 年 7 月 3 日）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理  
注：旗下子公司不完全展示

图表4：公司多次实施员工持股计划和股权激励计划

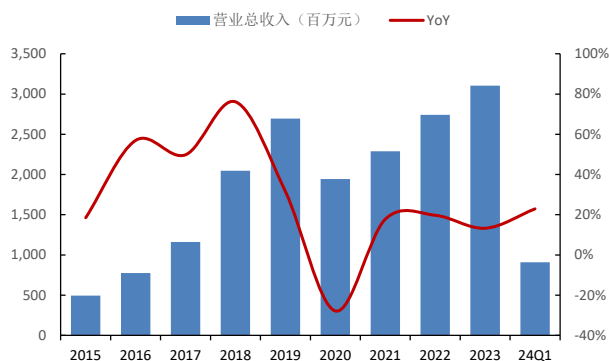
	事件	时间	对象	股票数量	占总股本	授予价格
股权激励计划	第一期	2017年5月	中高层管理人员及其他核心员工共计170人	55.35万	0.83%	50.83元
	第二期	2019年12月	范风云、丁丽君、徐耘高管3人及重要管理人员共计51人	376.74万	1.73%	16.46元
	第三期	2022年10月	徐耘及2名重要管理人员	133.90万	0.56%	7.65元
	第四期	2023年7月	徐耘、刘凯、LAI CHEE LAN（核心技术骨干）以及重要管理人员、核心业务技术骨干共计59人	327.21万	1.37%	8.33元
员工持股计划	第一期	2017年10月	高管丁丽君、徐耘、陈胜超及其他员工合计57人	427.54万	1.97%	---
	第二期	2020年10月	副总经理、董秘徐耘及其他员工共5名	80.03万	0.33%	---
	第三期	2020年10月	董事范风云、监事会主席范丽娟、财务总监段会阳及其他员工合计共24人	8.09万	0.03%	---
	第四期	2021年7月	副总经理、董秘徐耘；财务总监刘凯及其他员工合计共24人	38.93万	0.16%	---
	第五期	2022年2月	核心骨干不超过24人	27.80万	0.12%	---
	第六期	2022年6月	副总经理、董秘徐耘；财务总监刘凯及其他员工合计共80人	1693.60万	7.31%	---

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

### （三）经营情况：收入端逐步向好，盈利端显著改善

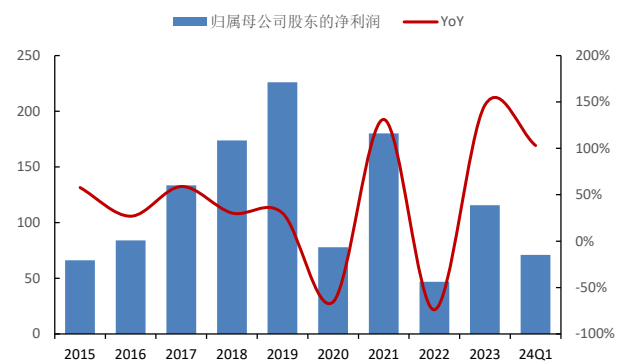
收入逐步修复，盈利能力大幅改善。公司 2015-19 年收入/净利润的 CAGR 分别为 53%/39%，保持快速增长，2020 年受疫情影响有所下滑，2021 年快速修复，2023 年收入/净利润分别同比 +13.3%/+110.7% 至 31.05/1.15 亿元，24Q1 收入/净利润分别同比 +22.9%/+116.4% 至 9.1/0.71 亿元，整体收入端逐步向好，盈利能力改善明显。

图表5：公司的营业收入（百万元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

图表6：公司的归母净利润（百万元）及增速

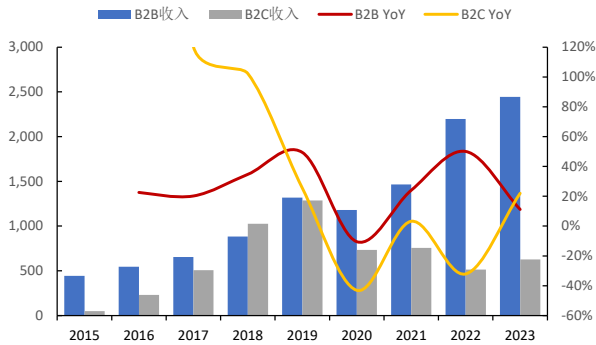


资料来源：Wind，太平洋证券整理

分业务来看，B2C 业务（品牌经营业务）经历了高速增长阶段，2015-19 年收入 CAGR 为 126%，其中 2018 年收入占比达到 50%；2020 年疫情影响出行消费，B2C 业务受到影响；而海外需求坚韧下 B2B 业务仍保持增长；23 年在海外去库周期下，B2B 业务仍然保持韧性，且 B2C 业务受疫后消费复苏以及出行场景驱动下快速恢复。2023 年 B2B/B2C 收入分别同比 +11.2%/+22% 至 24.44/6.26 亿元，占比分别为 79%/20%。

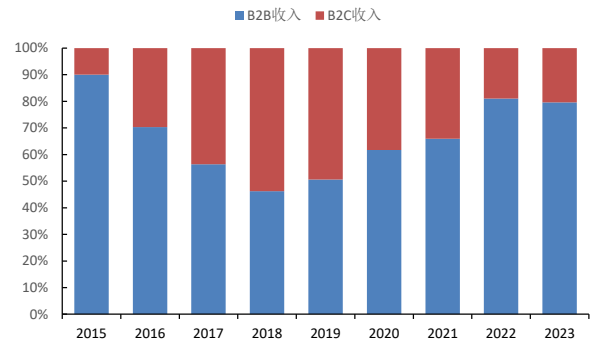


图表7：公司的分业务的营收（百万元）及增速



资料来源：Wind，太平洋证券整理

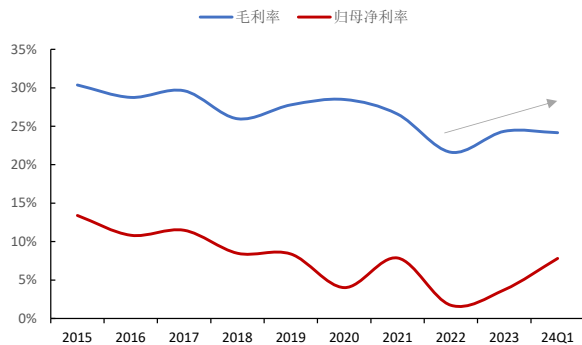
图表8：公司的分业务的营收占比



资料来源：Wind，太平洋证券整理

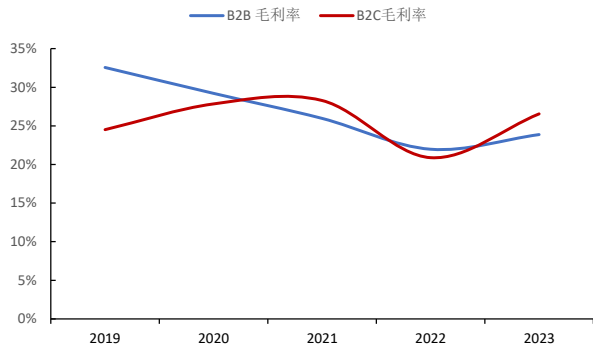
**各业务条线逐步向好带动毛利率改善。**公司在 2015-2019 年的毛利率水平稳定在 26%以上，2020-22 年（20 年还有会计准则的调整，物流快递费用计入成本影响毛利率），B2B 受到原材料价格波动、客户去库存、客户结构调整的影响出现大幅下滑，B2C 业务受市场终端需求波动以及公司主动调整渠道布局（比如精简亏损的海外渠道以及部分国内渠道），以及加大力度影响毛利率。2023 年 C 端新品投放、国内出行复苏以及精细化运营成效初显，毛利率同比提升 5.7pct 至 26.6%；B 端供应链提效以及箱包和服装代工的客客户结构优化，毛利率同比提升 1.9pct 至 23.9%。

图表9：公司的毛利率及净利率变化



资料来源：Wind，太平洋证券整理

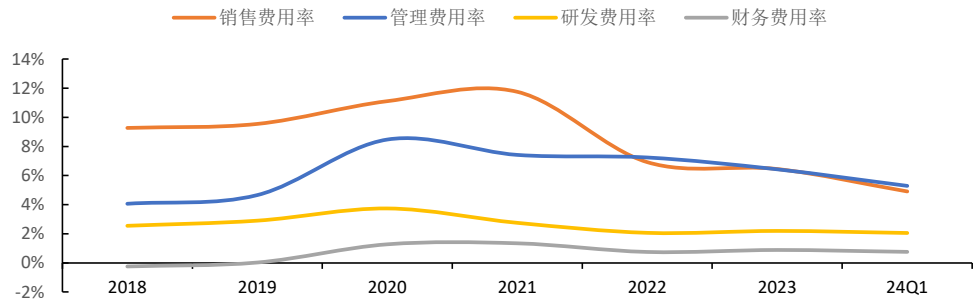
图表10：公司分业务毛利率



资料来源：Wind，太平洋证券整理

**营销有所克制带动销售费用率改善，管理费用率持续优化。**2020-21 年销售费用率和管理费用率波动较大，主要系疫情期间营收大幅下降，2021 年 C 端加大营销投放以及渠道拓展带来销售费用率增加，2022 年渠道调整叠加营销投放克制，销售费用率改善明显；2020 年职工薪酬及社会机构服务费增加带来管理费用率增加，之后收入恢复增长，管理费用率逐步回归正常水平。

图表11：公司的期间费用率



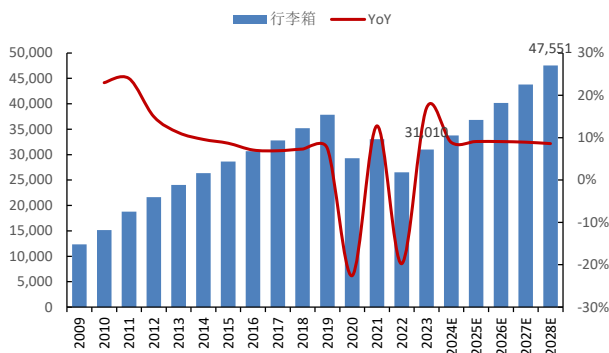
资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 二、 箱包行业：空间大、格局分散，优质制造商有望突围

### (一)零售端：行业稳健增长，格局有待优化

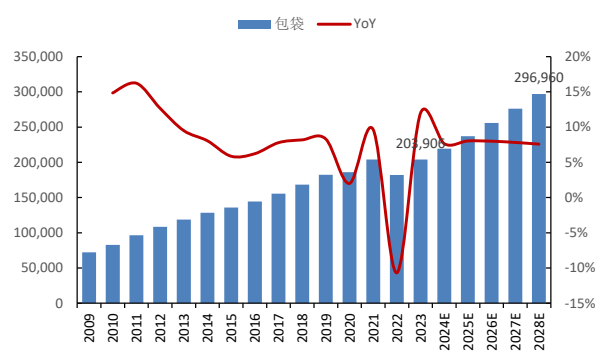
国内箱包行业市场体量足够大，发展较为成熟，行李箱和包袋的市场增速在单位数。2023年我国行李箱市场同比增长17%至310亿元，预计未来5年的CAGR为8.9%，保持稳健增长态势。我国包袋市场同比增长12%至2039亿元，预计未来5年的CAGR为7.8%。

图表12：我国行李箱的零售额及增速（百万元，%）



资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

图表13：我国包袋的零售额及增速（百万元，%）



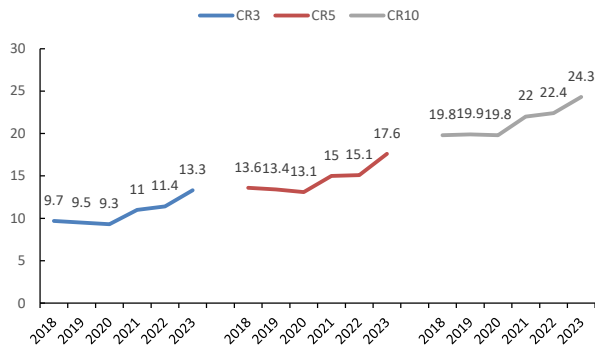
资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

格局均较为分散，其中高端市场被海外大牌占据，中端市场由内资主导但缺少龙头企业，低端市场主要是白牌。根据欧睿数据，包袋行业的TOP10品牌均为外资品牌，而行李箱行业TOP10中国品牌占有5个席位。1) **包袋**：强调品牌知名度和时尚设计，且具备一定的社交属性，其中奢侈品牌凭借高单价占据主要市场份额，近5年均由顶奢品牌占据市场前三的位置；奢侈品牌以品牌历史积淀的稀缺性作为深厚的护城河，国内新品牌难以突围，多数在大众和低端市场上竞争；2) **行李箱**：更强调功能属性，国内品牌有望通过面料、技术研发、创新设计在大众和中端市场上

竞争。

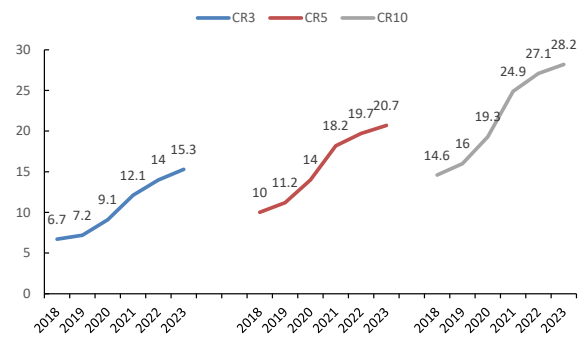
以行李箱为例，国内箱包品牌普遍是品牌力弱、加价率低，单价多为 200 元以下，外资品牌占据高端产品线，单价在上千元至万元不等，加价倍率高，因此中端的市场成为国内优质品牌突围的契机，尤其是在消费趋于理性的大背景下，消费者对产品质价比的关注度持续提升，个性化、智能化的高品质更具备市场竞争力。我们统计淘宝平台上“20 寸行李箱”的产品数量，其中 400 元以下的有 11 万+，而 400-1000 元的有 3w 左右，国内品牌如 90 分、威豹、外交官、爱华仕 Oiwass、皇冠等品牌卡位 400-1000 元。

图表14：我国行李箱行业的市场集中度



资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

图表15：我国包袋行业的市场集中度



资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

图表16：我国行李箱行业的分品牌的市场份额

序号	品牌	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	LV	1.7	2.0	3.6	4.8	5.6	6.2
2	新秀丽	4.7	4.4	3.3	3.7	3.3	4.5
3	美旅	2.9	2.7	1.9	2.1	1.9	2.6
4	90分	2.1	2.4	2.4	2.5	2.5	2.4
5	Dior	0.4	0.5	1.0	1.5	1.8	1.9
6	威豹	1.9	1.9	1.9	1.9	1.8	1.7
7	外交官	2.0	1.9	1.9	1.8	1.8	1.6
8	日默瓦	1.1	1.2	1.4	1.3	1.4	1.3
9	爱华仕Oiwass	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2	1.1
10	卡拉羊	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1	1.0
11	皇冠Crown	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
12	北面	0.3	0.3	0.4	0.3	0.4	0.5
13	Gucci	0.2	0.2	0.3	0.4	0.3	0.4
14	Burberry	0.2	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
15	Tumi	0.3	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2

资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理  
注：黄色底色为国内行李箱品牌

图表17：我国包袋行业的分品牌的市场份额

序号	品牌	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	LV	2.3	2.7	3.6	5.0	5.4	6.0
2	香奈儿	1.9	2.1	2.7	3.5	4.3	4.7
3	爱马仕	1.7	1.9	2.7	3.6	4.3	4.6
4	Gucci	1.6	2.1	2.8	3.3	3.0	2.8
5	Coach	2.5	2.4	2.2	2.8	2.7	2.6
6	Dior	0.6	0.7	1.1	1.6	1.8	2.0
7	Céline	0.5	0.5	0.8	1.4	1.6	1.8
8	BV	0.8	0.7	1.0	1.3	1.4	1.3
9	YSL	0.5	0.7	0.9	1.2	1.3	1.2
10	Prada	0.9	0.8	1.0	1.2	1.1	1.2
11	Burberry	0.7	0.8	0.9	1.0	1.0	1.2
12	Fendi	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1	1.1
13	Michael Kors	1.2	1.2	1.2	1.2	1.3	1.0
14	Li-Ning	0.3	0.4	0.4	0.6	0.8	0.9
15	Nike	0.6	0.7	0.6	0.8	0.7	0.7
16	adidas	1.0	1.2	1.0	1.0	0.7	0.6

资料来源：Euromonitor，太平洋证券整理

## （二）制造端：优质产能稀缺，头部集中趋势明显

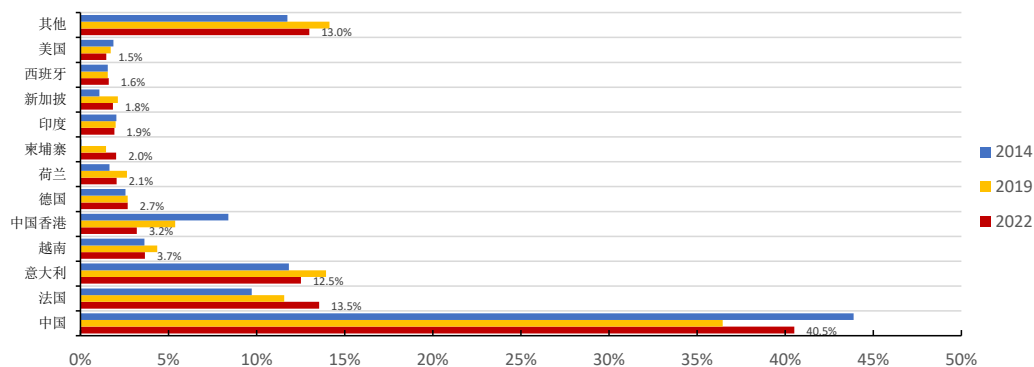
箱包制造业的全球化变迁：1) 20 世纪 70 年代开始，美国及欧洲一些箱包的制造、消费大国由于劳动力、原材料成本及地区的政治经济等因素，就逐步将箱包的加工转移到了以我国台湾为

中心的亚洲地区。2) 80 年代中期，随着台湾地区产业调整及我国改革开放后的优惠政策，吸引了大批合资箱包制造商到大陆投资生产箱包，从而带动了我国箱包生产从过去的手工作坊、简单再生产的方式逐步升级，形成了现代化程度较高的箱包加工出口新兴产业。3) 90 年代中后期，世界箱包制造业已形成了以中国为加工中心的稳固格局。4) 2010 年后，制造业向成本更低的东南亚国家迁移。

目前全球的箱包产能主要分布在中国、欧洲和东南亚，其中中国和东南亚的产品附加值较低，欧洲主要生产高端及奢侈品箱包。中国虽然是全球箱包生产的第一大国，但是优质产能仍稀缺；东南亚起步更晚，技术实力较中国更为落后；高端奢侈箱包的制造仍位于欧洲。

从各国箱包的出口情况可以看出，2014-19 年，中国占比下滑，越南和柬埔寨等东南亚国家占比提升明显，2019-22 年疫后制造业回流，中国出口占比回升但较 2014 年更低；欧洲主要箱包出口国为意大利和法国由于定位高端奢侈品牌箱包制造，比如法国的 Louis Vuitton、Dior、Chanel、Hermes；意大利的 PRADA、GUCCI 等，出口份额小幅提升。

图表18：2014-2022 年各国箱包出口额的占比变动



资料来源：TradeMap，太平洋证券整理

规模以上企业数量占比不到 7%，多数企业为小规模的家庭作坊式生产，低端产能过剩。我国作为世界生产制造箱包的大国，拥有 2 万多家箱包生产企业，生产了全球近三分之一的箱包，根据中国皮革协会发布数据显示，规模以上的箱包生产企业仅为 1598 家（占比不到 7%），多数企业的规模偏小，属于加工制造商，产品附加值低，属于低端产能，近少数具备规模的企业能够成长为专业制造商。目前国内产能主要集中在广东花都狮岭、浙江平湖、河北白沟这三大箱包产品聚集地；同时还诞生了海宁皮革城，上海虹口皮具中心，广州皮具城等专业市场，这些产业聚焦地的产能占据我国 70% 以上的产值份额。

产能向优质的专业箱包制造商集中的趋势明显。我国在箱包制造方面的经验丰富，尤其是专

业箱包制造商具备独立研发实力、生产流程精细化程度高且经验丰富、前瞻性布局海外产能具备成本和规模优势，有望凭借质价比的优势进入头部箱包品牌的供应商体系并不断获得份额提升。

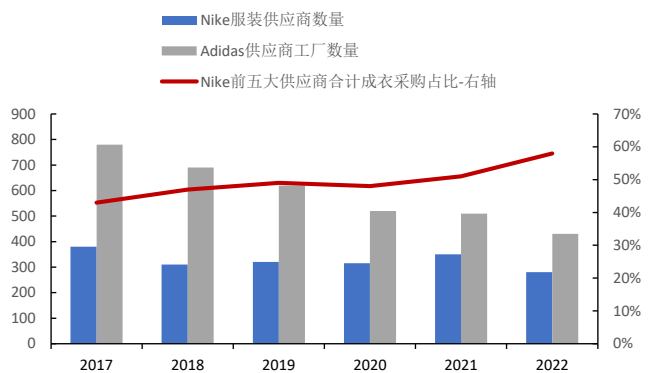
以成衣制造为例，Nike 和 Adidas 的订单逐步向头部集中趋势明显，头部制造商借助规模优势、稳定的交付能力和成熟的供应链优势，份额持续提升；此外受宏观政策、贸易条件的影响，品牌客户更青睐于关税优惠和低成本劳动力的东南亚的产能，优先布局海外产能占据先发优势的头部制造商优势愈发凸显。

图表19：国内主要箱包制造商的情况

公司	所在地	背景	产品品类	收入规模	代工品牌	自有品牌
开润股份	安徽	国内箱包行业龙头，主要业务包含代工业务和自有品牌业务，代工业务占较大比重，自有品牌90分荣获多项奖项。	休闲包袋、运动包袋、电脑包、商务包袋	23年代工收入为24.5亿元	主要客户包括迪卡侬、耐克、IT类（戴尔、惠普、华硕）、VF、优衣库等	小米、90分
祥兴箱包集团	福建	祥兴拥有完整的箱包产业链，旗下共有13个生产厂区、161条生产线，分布于福建、安徽（冠宜）、湖北（冠信）等地，主要为国内外著名的品牌提供OEM和ODM。代工与自有品牌分别占60%和40%左右。	旅行箱、运动包袋、商务包袋等	21年实现营收132.2亿元	新秀丽、WENGER、SWISSGEAR、TOTTO SUIESSWIN、GEM、HIGHLAND、COTS、SMART、WELLS、HOLIDAY、FILA、PUMA、TARGUS、WALLS、LUMMA等，收购美国知名户外品牌Granite gear及香港旅行品牌TRAVEL+PLUS等	Adidas等
新秀集团	浙江	作为中国箱包行业的领军企业，新秀集团是中国皮革协会皮件委员会主任单位；年销售收入位居全国重点箱包企业第三位。	拉杆箱为主	18年实现收入11亿元	新秀丽、外交官、CK、DELSEY、TUMI、RIMOWA、皇冠等	悠客NEWCOM、环游AROUND、行舍SINCER，收购了“天天”、德国箱包品牌“AIRLINE”等
恩典科技	广东	从事箱包制造20多年，为大牌代工包袋，同时也为豪华汽车品牌定制周边包袋等。以代工为主。	主要以双肩包为主	18年实现收入1.5亿元	秀丽、VERSACE、Chole、YONEX、TUCANO、法拉利、兰博基尼、迪士尼等	e•Both、恩博士、makak（麦卡可）、IBoth
宾豪股份	广东	创始于1996年，年产值约三四亿，以代工为主，自主品牌为宾豪，占比较小。	以硬箱为主	16年实现收入3.1亿元	国家地理、CAT、RICARDO、DELSEY、新秀丽、美旅、Lipault、Mandarina Duck、迪士尼等	宾豪
时代集团控股	广东	深耕箱包制造50多年，是中国最大的奢侈品包袋代工厂，世界皮具制造龙头。目前的生产基地主要位于东莞、英德两地。	以奢侈品手袋及小皮具代工为主，以及少量拉杆箱生产	23年实现收入18.28亿港元	Prada、Coach、Lacoste、Michael Kors、Fossil、BALLY、Alexander Wang、Tory Burch等	TUSCAN' S、Fashion & Joy
纽思特	上海	成立于2002年，以箱包及系列制品生产和销售为主营业务，拥有泊客·行者旗下多个品牌，公司在欧洲、美国等国际箱包市场常年保持稳定的市场份额。	包袋为主，少量拉杆箱	16年实现收入1.9亿元	迪卡侬、沃尔玛、家乐福、Argos、Blomberg（泊客·行者）、Freetraveler、眼镜猴、fiesta等	
万国通路	台湾	创立于1979年，为台湾最大的旅行箱制造商。公司主要经营箱、包、袋的制作，自有品牌占七成生产比重，另外三成成为世界知名行李箱生产品牌代工。	拉杆箱、包袋	23年实现收入约6.8亿元	自有品牌Eminent，以及新秀丽、TUMI、AWAY、HUGO BOSS、戴乐世（DELSEY）等	Eminent
金猴集团	山东	建于1951年，生产皮鞋、皮具、服装等产品，综合实力位居中国皮革制品行业前三强。	电脑包	22年实现集团全年营业收入110亿元	三星、戴尔	—

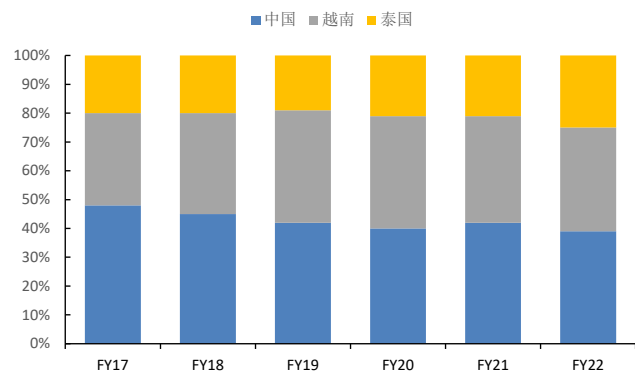
资料来源：各公司公告，公开资料整理，太平洋证券整理

图表20：Nike 和 Adidas 的供应商集中趋势明显



资料来源：公司公告，太平洋证券整理，注：Nike 为财年数据

图表21：Nike 供应链逐步向低成本地区转移



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

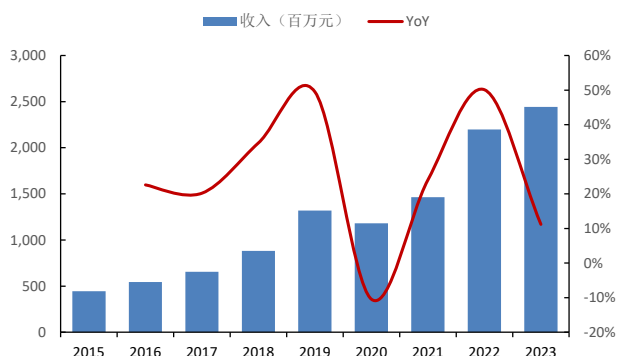
### 三、 B2B 业务：箱包代工为基，服装代工打造第二增长曲线

公司 B2B 业务主要为客户提供箱包的代工制造，品类涵盖运动休闲包袋、商务包袋、其他功

能性软包、服装、拉杆箱等。业务模式是以 ODM 为主、OEM 为辅，其中 ODM 主要应用于 IT 客户的订单，参与产品研发设计，满足客户生产需求，提升业务附加值；OEM 主要面向户外和运动品牌客户，根据品牌方的要求，生产符合其品质需求的产品及配件。

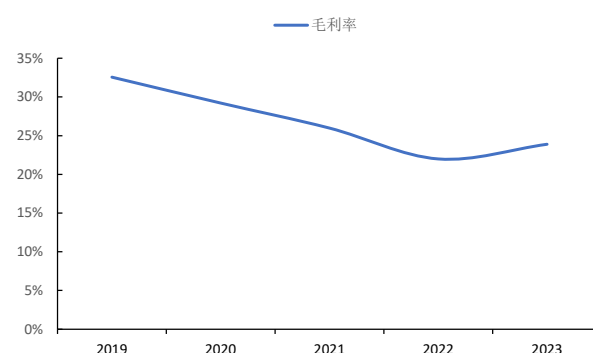
2015-19 年 B2B 业务收入 CAGR 为 31%，2020 年受疫情影响，海外客户订单减少使得收入下滑，21 年以来随着去库周期结束后的补库需求、新客放量以及服装代工的订单增量，B2B 收入创新高，2023 年收入同比增长 11.2%至 24.44 亿元。盈利能力方面，2020 年受会计准则影响毛利率由 19 年的 32.6%下滑至 20 年的 29.2%，如剔除该影响，毛利率基本持平；2021-22 年受客户订单波动和服装代工（低毛利率）快速增长影响，毛利率呈现小幅下降，23 年在供应链提效以及箱包和服装代工的客结构优化下，毛利率逐步改善。

图表22：公司代工业务的收入及增速



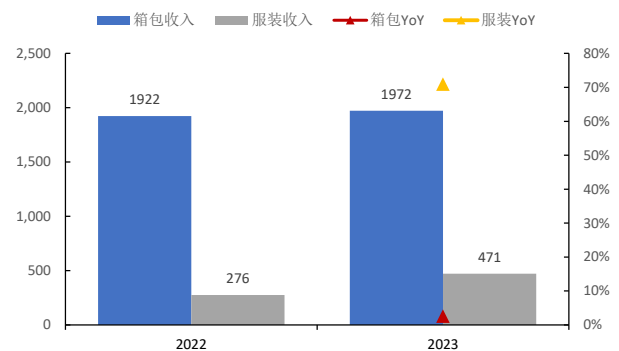
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表23：公司代工业务的毛利率



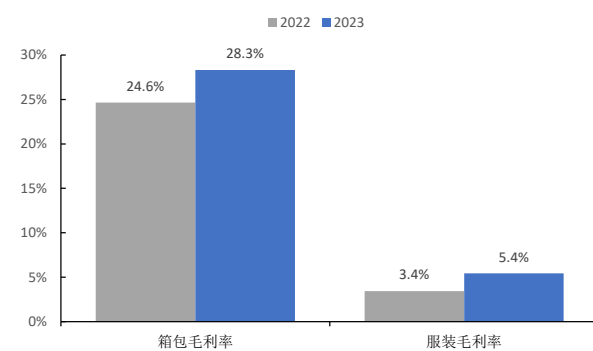
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表24：公司代工业务分品类的收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表25：公司代工业务分品类的毛利率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## (一) 箱包代工：客户结构持续优化，前瞻布局海外产能



## 1、客户：老客份额提升，新客贡献增量

公司自 2009 年起一直从事包袋类产品研发与设计、生产与销售，拥有较多优质客户资源，业务发展迅速稳健。目前公司的箱包代工客户可以分为两大类，1) IT 类：包括戴尔、惠普、联想、华硕等国际知名 IT 集团，合作历史较为悠久，采用 ODM 的方式进行代工；2) 运动休闲类：凭借电脑包制造工艺和经验、以及收购嘉乐带来的协同效应，逐步进入迪卡侬、Nike、VF、李宁、Puma、优衣库等运动/休闲品牌客户的供应链体系，主要采用 OEM 的方式进行代工。

**老客份额提升、合作规模扩大，新客贡献增量，客户结构优化。**公司凭借丰富的生产经验、优秀的设计能力、创新的研发能力、稳定的交付能力、稳定的优质供应商资源和精益化的生产能力，在 Nike、迪卡侬、VF 集团、戴尔、惠普、华硕等老客户中份额稳步提升，同时也拓展成为优衣库、JR286、YETI、Puma 等新客户的包袋类供应商，在箱包制造领域的竞争优势、订单规模和市场地位实现逆势增长。客户结构持续优化，老客的合作规模扩大叠加新客的增量贡献，前五大客户的集中度逐年下降。2023 年前五大客户的销售额占比为 57%，较 2020 年以前的 60%-70% 的水平有所下降，但交易规模持续增加，主要来自老客合作深度增加以及新客拓展顺利带来的放量。

**战略性拓展新客带来增量。**1) 切入 Nike 供应链，头部品牌背书，产品品牌拓展至主流运动包袋领域。2019 年 2 月，公司完成收购印尼宝岛工厂和印尼宝岛物业，其在箱包类产品的研发、生产、销售等方面具备丰富的行业经验，并与一线运动品牌客户保持了多年良好的战略合作伙伴关系。通过此次收购，切入世界一线运动品牌 Nike 的供应商体系，产品品类进入主流运动包袋领域，在运动品类中的生产能力与知名度极大提升，具有战略性意义。头部品牌的背书帮助公司有机会进入其他运动品牌的体系，比如 2020 年开始陆续新增 VF、李宁、Puma 等头部运动品牌客户。

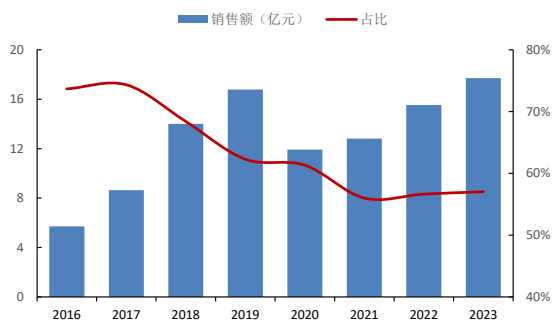
2) 收购上海嘉乐，切入优衣库的供应商体系，服装、箱包代工形成协同：上海嘉乐是优衣库纺织服装核心供应商之一，合作历史较长，公司通过收购上海嘉乐，与优衣库在箱包、服装方面建立联系，并拓展进入 Adidas、Puma 服装供应链。2023 年拓展了优衣库的箱包业务。

图表26：公司的品牌客户的拓展情况

时间	新客拓展/老客深化
2017年	成为迪卡侬全球40家战略合作伙伴供应商之一，并成为其中第二家率先成为迪卡侬家族战略合作伙伴的供应商；
2018年	新增网易严选、名创优品、淘宝心选以及海澜优选等互联网大客户与线下新零售客户；
2019年	收购印尼工厂，切入Nike供应商体系
2020年	新增VF集团
2021年	新增Jansport、Dickies、李宁等
2022年	新增Adidas、Puma、The North Face、Thule、The Home Depot、Millet、Acer等
2023年	新增优衣库

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表27：前五大客户的合作规模不断增大、占比下降



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表28：公司深度绑定核心大客户，合作时间长

客户名称	开始合作时间	合作时长
华硕	2011年	13年
迪卡侬	2013年	11年
新秀丽	2013年	11年
惠普	2013年	11年
Vera Bradley	2014年	10年
戴尔	2014年	10年

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

## 2、供应链：前瞻布局海外产能具备先发优势

我们梳理了公司上市以来的募集资金对应的产能建设情况。

1) 2016年首次公开发行募集资金2.96亿元，用于“平板电脑与智能手机保护套及箱包技术改造与扩能项目”、“智能拉杆箱研发、生产、营销综合建设项目”及“研发中心建设项目”；由于市场发生变化，将原定项目调整为“收购上海润米少数股东股权项目”（2017年8月31日完成）和“收购 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development 100% 股权项目”（2019年2月12日完成）。

2) 2019年12月发行可转债募集2.2亿元，用于“滁州米润优质出行软包制造项目”，预计建成后新增软包1165万件；2022年11月为贴合公司的战略发展，将“滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目”调整为“滁州软包与服装制造项目”，预计建成后新增箱包347万个、服装735万件。预计2024年12月31日达到预定可使用状态。

注：调整主要系公司通过参股收购服装代工制造商等方式切入服装及面辅料生产制造领域，

并在近期拓展获取了阿迪、PUMA 等客户的服装业务订单，自有产能不足情况下选择外协辅助，因此需要新建服装产能以满足订单需求。

3) 2020 年 4 月发行定增项目募集 6.6 亿元，用于“印尼箱包生产基地项目”、“滁州米润时尚女包工厂项目”及“公司信息化建设项目”，2023 年底，为进一步拓展服装业务，公司将“印尼箱包生产基地”变更为“印尼箱包与服装生产基地”，新增服装产能建设，项目建成后可增加箱包 1082 万个以及服装 1238 万件；预计 2025 年 12 月 31 日达到预定可使用状态；“滁州米润时尚女包工厂项目”预计 2024 年 12 月 31 日达到预定可使用状态。

4) 募投资金调整：2024 年 6 月拟将原投入“滁州米润科技有限公司时尚女包工厂项目”和“安徽开润股份有限公司信息化建设项目”的剩余募集资金 1.6 亿元及其利息收入、理财收益全部用于收购上海嘉乐股份有限公司 15.9% 股权，于 2024 年 7 月完成交割。

图表 29：公司募集资金用于产能建设（截至 2024 年 7 月 4 日）

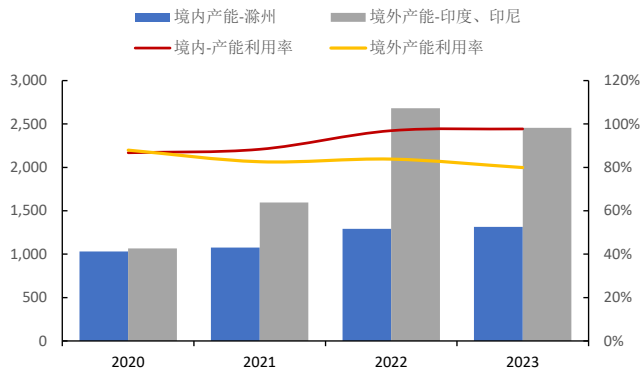
资金来源	项目	新增产能	投资总额	项目达到预定可使用状态日期
可转债	滁州软包与服装制造项目	新增箱包产能 347 万个，服装产能 735 万件	2 亿元	2024/12/31
定增	印尼箱包与服装生产基地	新增箱包产能 1082 万个，服装产能 1238 万件	3.1 亿元	2025/12/31

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**产能全球化布局，海外产能占比达到 65%**。截至 2023 年底，公司的自有产能达到 3770 万件，产能利用率达到 86.1%，其中境内滁州的产能为 1314 万件（占比为 35%），产能利用率为 98%；境外印度和印尼的产能为 2455 万件（占比为 65%），产能利用率为 80%。

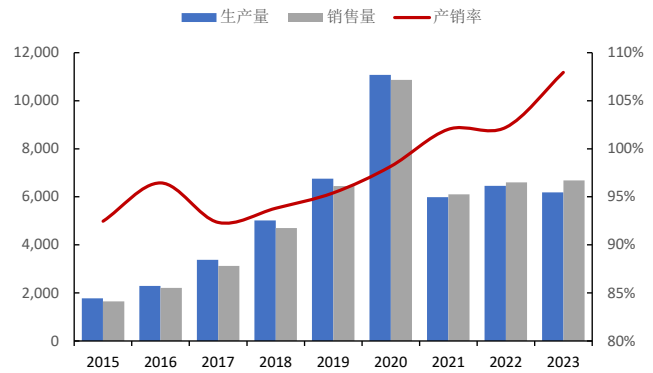
**产能逐步提升，以销定产模式下产销持续高位**。公司实施以销定产的策略，产销率维持高位，2022-23 年达到 100%+，未来随着滁州软包与服装制造、印尼箱包与服装生产基地等项目落地后，产能有望快速释放，以满足快速增长的订单需求。

图表30：公司的自有产能及产能利用率



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表31：公司的产销率持续高位



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

注：2020年产销增加主要系新增口罩等医疗防护物资产品

**精益供应链管理，推动数智化升级。**公司重视供应链管理深化，一方面精益数字化管理及阿米巴自组织模式创新，引入SAP系统，全面实现公司业务数据化，实现工厂管理向信息化、数字化、智能化管理转型升级，提高业务效率，降低管理成本。此外，公司对主要产品品类的研发设计、原材料、配件、工艺等精益求精，与全球知名供应商德国科思创（原德国拜耳）、美国杜邦、日本东丽、YKK、Segway等建立了稳定深度的合作关系，形成优质的供应商资源和深度供应链管理的能力。

## (二) 服装代工：印尼稀缺优质产能，一体化服装代工无惧竞争

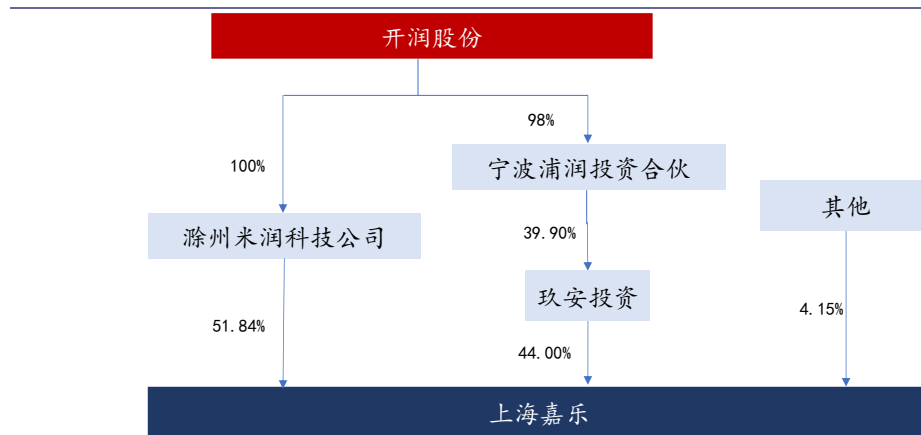
### 1、上海嘉乐：优衣库核心供应商，卡位印尼稀缺产能

上海嘉乐成立于1993年，至今已有30多年的发展，具备从面料研发、织造、染整、印（绣）花到成衣的垂直一体化生产能力，主要生产和销售各类中高档纺织休闲时装和运动系列产品，其中2006年开始与优衣库合作，至今接近20年，是优衣库纺织服装核心供应商之一。嘉乐管理团队在纺织服装的代工制造领域精耕多年，拥有优质客户资源且客户美誉度高，在国内和印尼都有产能布局，具备全球化运作管理优势。

**收购上海嘉乐，业务横向拓展至服装代工。**2020年、2021年公司全资子公司滁州米润分别收购优衣库核心供应商上海嘉乐28.70%、7.25%的股权，截至23年底，子公司滁州米润累计持有上海嘉乐35.95%股权，子公司宁波浦润参与设立的两大基金持有59.9%的股权。2024年7月公司成功以可转债募投资金及自有资金2亿元收购上海嘉乐股份有限公司（以下简称“上海嘉乐”）15.9%的股份，上海嘉乐全部股权的估值为12.6亿元。股份交割完成后直接持有上海嘉乐51.848%股权（此前为35.944%），上海嘉乐正式并表。并表后有利于双方资源共享，在生产经验、客户资源、

产能布局上深度协同。

图表32：上海嘉乐的股权结构（截至 2024 年 7 月 4 日）

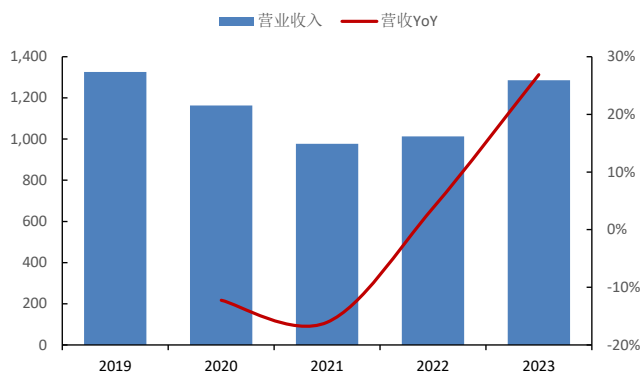


资料来源：公司公告，太平洋证券整理

**切入服装赛道的基础和优势：生产的协同效应和客户资源的复用。**服装和箱包制造同属于纺织业，服装代工制造行业的规模非常巨大，尤其在运动和慢休闲品牌代工制造端，孕育了一批百亿收入规模以上的优质企业。1) 生产基础和协同效应：服装成衣生产环节流程和工艺与包袋生产高度类似，且核心团队中部分成员具备丰富的服装生产制造经验；收购上海嘉乐为公司带来服装产能资源和成衣制造的经验；2) 客户资源复用：公司的箱包业务积累了 Nike、VF、Puma 等头部运动品牌客户，已进入其供应商体系，在此基础上能够缩短客户开发的周期。

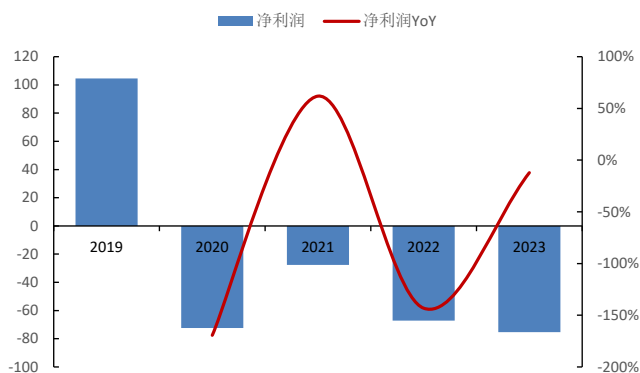
**上海嘉乐 23 年收入 12.85 亿元/同比+27%，实现逆势增长。**上海嘉乐在疫情期间收入和利润的波动较大，其中 22 年经历了一段时间的停工停产、原材料价格上涨等，利润出现大幅下滑，但同时也陆续拓展了 adidas、puma、李宁、安踏等头部客户。得益于印尼稀缺性的产能布局以及新客的放量实现逆势大幅增长，23 年上海嘉乐的收入同比增长 27% 至 12.85 亿元；净利润同比下滑 12.1% 至 7537 万元的亏损，主要系公司为长足发展进行工厂搬迁、设备汰换、上线 SAP 等调整，如剔除一次性亏损，公司主营业务在 23 年已经扭亏为盈。我们预计上海嘉乐随着新客放量和老客合作加深带来的产能释放、以及新工厂设备系统带来的供应链效率的提升，未来有望释放收入和利润的弹性。

图表33：上海嘉乐的收入（百万元）及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表34：上海嘉乐的净利润（百万元）及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

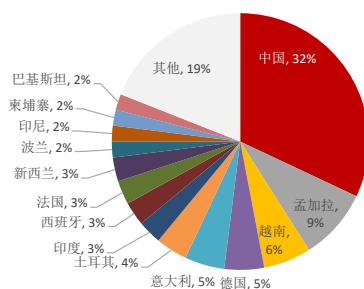
## 2、印尼：纺织制造产业布局的下一站

纺织制造产业属于劳动密集型，向成本更低的地区转移的趋势不可逆，东盟&南亚是产业转移的主要承接地，虽然在劳动力成本、贸易条件等方面存在优势，但存在产业链配套不完善、原辅料依赖度高等缺点。从产业链角度来看，上游的纱线、面料、辅料的资本&技术密集型较高，产业转移进程较慢，因此对中国纺织品的依赖度仍较高；而在人工成本上涨、关税提高的背景下，下游成衣&鞋履制造的产能已率先转移到东盟&南亚。

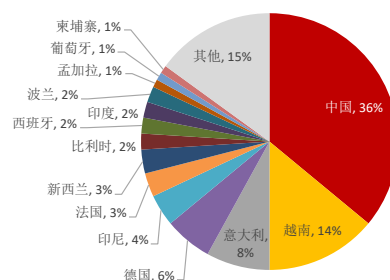
在产业转移过程中，越南的出口份额提升明显，基建较为完善，形成区位优势，其中鞋履出口占比在 14%、服装出口占比在 6%，但也面临着劳动力成本上涨的压力；孟加拉国的出口份额同样提升，其中服装出口占比在 9%，但存在基建不完善、面辅料原料依赖度高等缺点。

图表35：全球服装/鞋履的出口份额情况

2022年全球服装出口国家分布



2022年全球鞋类出口国家分布



资料来源：UN COMTRADE，太平洋证券整理

印尼有望成为纺织制造产业布局的下一站。印度尼西亚是东盟第一大国，人口、面积和经济



总量占东盟约 40%，在人口总量、人口结构、国土面积、劳动力成本等方面相较于越南、柬埔寨更具有优势，其中印尼的西瓜哇岛基础设施较为完善，中爪哇岛（最低工资为 128 美元/月）在劳动力成本上更具优势。

**工业 4.0 计划：**印尼正在推进工业 4.0 计划，希望 2030 年进入全球前十大经济体，劳动生产率达到印度当前水平，研发投入强度达到中国当前水平。该计划优先考虑包括汽车行业、食品和饮料、电子产业、纺织和化工这五大行业，规划 2030 年纺织服装出口额提升至 750 亿美元，2022-2030 年 CAGR 将达到 24%。

**拟征收进口关税以保护国内产业：**2024 年 6 月印尼称拟对纺织品、化妆品、陶瓷等进口产品征收 100%-200% 的保障关税，以重启保护国内产业的计划。这一政策利好印尼本土制造业。

**关税洼地逐步填平，贸易条件差异收窄。**越南之所以成为产业转移的主要承接地，除了具备劳动力成本优势外，与欧盟、日本的贸易协定中约定的优惠关税吸引制造业向越南转移，2020 年 8 月《欧盟-越南自由贸易协定》(EVFTA) 正式生效，服装和纺织业进口税率从 3%-12% 降至 0%。但这一关税洼地在逐步填平，越南国会在 2023 年通过《关于按规定征收额外企业所得税 以防止全球税基侵蚀（全球最低税）的决议》，2024 年起针对连续四年中的两年综合营业总额至少为 7.5 亿欧元的跨国企业按照全球最低税率 15% 征收企业所得税，具体细则尚未明确。同时，印尼与东盟自 2016 年以来已进行 17 轮《全面经济伙伴关系协定》(CEPA) 谈判，积极推动贸易协定谈判。

图表 36：中国和东南亚主要国家的人口情况、贸易条件对比

	中国	越南	柬埔寨	印尼	孟加拉	印度
2023年人口	14亿	0.99亿	1615万	2.78亿	1.73亿	14.29亿
国土面积（万平方公里）	963	33	18	191	15	298
2023年GDP（万亿美元）	17.79	0.43	0.03	1.37	0.44	3.55
25年预计年龄中位数	40.2岁	34.5岁	27.0岁	30.9岁	29.3岁	29.9岁
人口结构						
适龄劳动力人数（万人）	95480	6782	1055	18876	11764	96886
每月最低工资标准	213-377美元/月	137-197美元/月	200美元/月	128-321美元/月	93-139美元/月	65-275美元/月
企业所得税	25%	20%（一定条件下可豁免）	20%（经济特区/QIP项目有税收豁免期/减免期）	22%（投资额达到标准，可享受30%/50%/100%不等幅度减税或资产加速折旧）	成衣制造15%，纺织品制造20%，出口企业减税50%	22%（19年10月后成立、24年3月之前投产的新设立的制造公司15%）；最低税率15%；
重要贸易协定		全面与进步跨太平洋伙伴关系协定CPTPP 越南与欧盟自由贸易协定EVFTA 越南与大不列颠及北爱尔兰联合王国自有贸易协定UKFTA	东盟-日本自由贸易协定	印度-日本经济合作协定EPA		
关税政策	出口美国：额外增加关税 出口欧盟：EVFTA关税优惠 出口日本：RECP、WTO	EVFTA关税优惠	东盟-日本自由贸易协定、GSP优惠	GSP优惠	GSP/EBA优惠	GSP优惠
运动鞋关税税率	出口美国：10.5%+7.5% 出口英国：6% 出口日本：6.90%	10.5% 0% 0%	10.5% 0% 0%	10.5% 11.9% 0%	10.5% 0% 0%	10.5% 11.9% 8%

资料来源：Wind，百度，公开资料整理，太平洋证券整理  
注：中国各省市的最低工资情况不同

梳理主要服装和鞋类的制造企业的海外产能布局，自 2010 年起各企业启动东南亚建厂，其中越南和柬埔寨作为首选，主要来自成本驱动和品牌订单引领；随着 10 多年的发展，越南的成本优势逐渐转弱，印尼的成本优势逐步显现，企业开始逐步布局建厂。

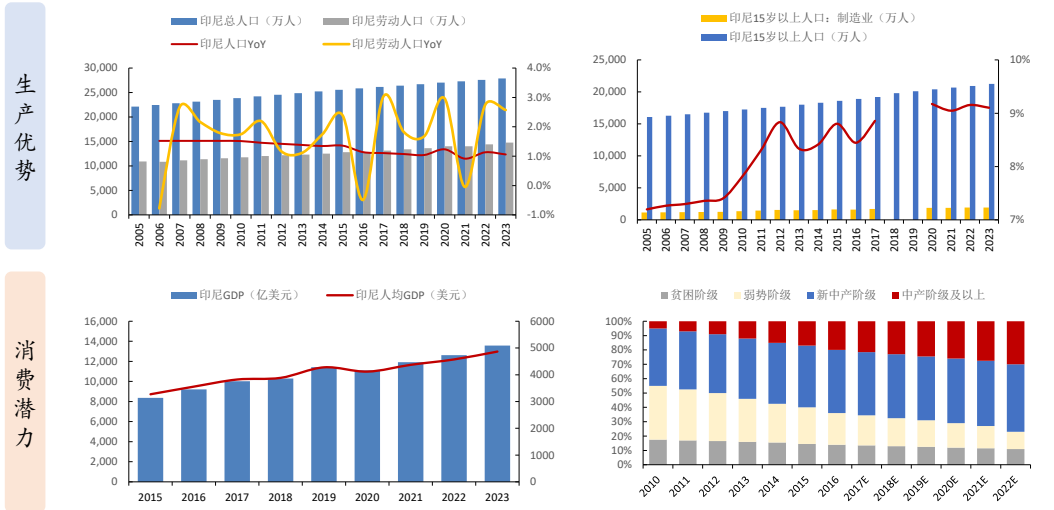
图表37：主要纺服制造企业的海外产能布局情况

企业	海外建厂
申洲国际	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 柬埔寨：2005年建立成衣工厂；2011年建设二期工厂；2012年二期工厂投产；2018年新建成衣制造工厂；2020年成衣工厂投产；</li> <li>• 越南：2013年建立面料工厂；2014年面料工厂投产；2015年面料二期工厂和成衣制造工厂建成；2016年面料二期和成衣制造工厂投产；2018年新建成衣制造工厂；2019年成衣工厂投产；</li> <li>• 截至2023年底，海外工厂的成衣产出占本集团成衣总产出约53%，柬埔寨基地的成衣产出占集团的比例约26%；</li> </ul>
鲁泰A	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 柬埔寨：2013年投资建设衬衫产能，2014年投产，并追加投资以扩大产能，2015年追加产能投产；</li> <li>• 缅甸：2014年投资建设衬衫产能，2015年投产；</li> <li>• 越南：2015年投资建设纱线和色织布产能，2015-16年投产；2018年4月追加纱线和色织布的产能，2018-19年投产；2018年11月追加纱线产能；2020年4月新增高档梭织面料产能，2023年投产。</li> </ul>
百隆东方	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 越南：2012年越南百隆成立，2013年开始建设，一期试生产、二期开工；2022年开始扩建纱线项目；</li> <li>• 截至2023年底，越南百隆的总产能达到126万纱锭；</li> </ul>
华利集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 越南：2005年越南正川成立，产能逐步向越南转移，截至22年底，越南鞋类加工厂有20家；</li> <li>• 印尼：2023年开始建设新工厂，2024年投产；</li> </ul>
丰泰集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 截至2019年底，中国、越南、印尼、印度的产量占比分别为9%、52%、13%、26%</li> </ul>
裕元股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 截至2023年底，越南、印尼和中国的产量占比分别为49%、34%、12%</li> </ul>
健盛集团	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 截至2022年底，袜子的越南产能占比55%；无缝的越南产能占比45%</li> </ul>
开润股份	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 截至2023年底，印尼和印度产能占比在65%</li> </ul>

资料来源：各公司公告，太平洋证券整理

印尼有望成为下一个终端消费爆发的市场。印尼具备消费市场爆发的客观条件：1) 人口：根据世界银行的数据，印尼是东南亚人口最多的国家，截至 2023 年，人口达到 2.78 亿，位居世界第四；其中印尼一半左右的人口年龄在 30 岁以下，处于人口红利期，年轻的劳动力和消费力彰显市场的活力。2) 经济实力：国际货币基金组织预计，按购买力平价计算，到 2027 年印尼将成为世界第六大经济体，2023 年印尼 GDP 增长了 7.6%至 1.36 万亿美元，增速恢复到疫情前水平。3) 消费景气度向上：根据世界银行的数据，2023 年印尼人均 GDP 显著增长 6.4%，达到 4869 美元；根据印尼全国家庭收入调查 (SUSENAS)，2022 年印尼拥有 7200 万中产阶级消费者和 1.28 亿新中产阶级消费者，分别占总人口的 26%和 47%。印尼持续扩大的消费群体和占据半壁江山的中产阶级驱动消费景气度持续上升。

图表38：印尼具备消费市场爆发的客观条件



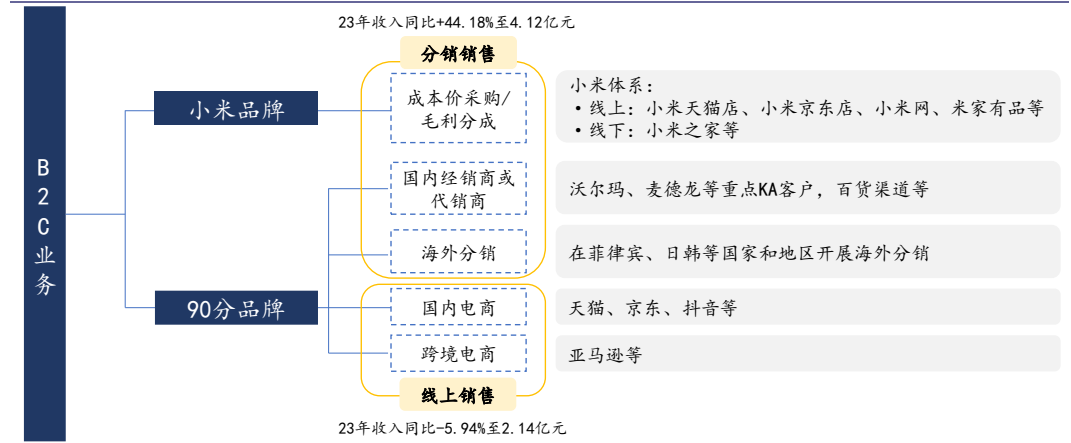
资料来源：Wind, SUSENAS 和世界银行测算，太平洋证券整理

#### 四、 B2C 业务：双品牌多渠道快速增长，盈利能力稳步向好

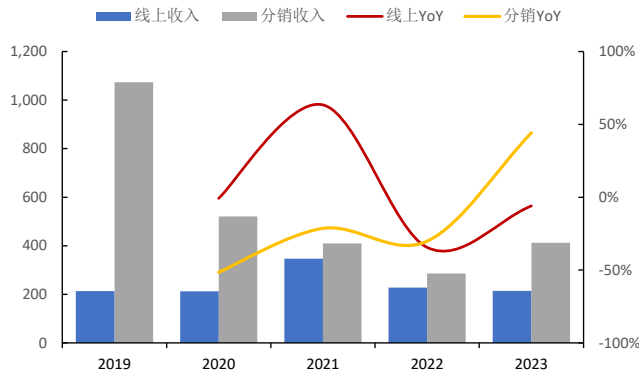
公司聚焦核心品牌“小米”和“90分”，主要产品为拉杆箱和包袋，在定价区间、目标用户、渠道布局、产品调性等方面各有侧重，互有补充，有助于公司快速、有效地实现品类细分市场的拓展。2023年在疫后出行场景消费的带动下，自有品牌业务收入同比增长22%至6.26亿元，毛利率同比提升5.7pct至26.6%，其中90分品牌实现扭亏为盈。

分渠道来看，23年线上/分销渠道的收入分别同比-5.9%/+44.2%至2.14/4.12亿元，毛利率分别同比提升12.3/2.4pct至33.9%/22.7%，其中线上渠道出现小幅系公司主动对自有品牌非核心箱包品类的跨境电商渠道进行调整。

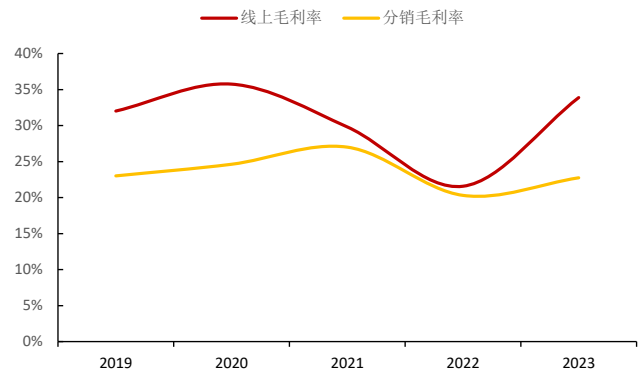
图表39：公司 B2C 业务一览



图表40：公司品牌业务分渠道的收入及增速



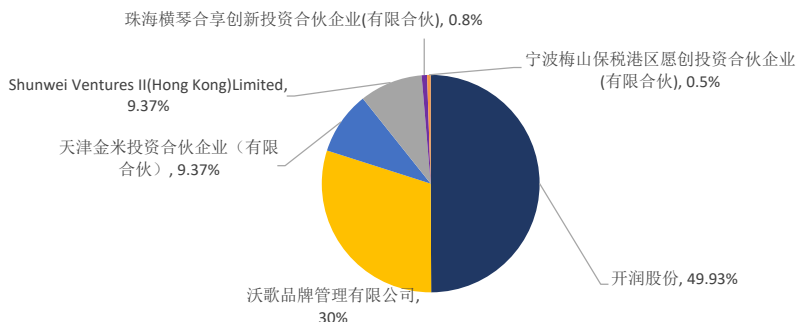
图表41：公司品牌业务分渠道的毛利率



### (一) 小米：小米箱包唯一供应商，依托小米资源稳定增长

2015 年与小米集团展开合作，是小米唯一的箱包供应商。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 年开润公司通过与小米成立合资子公司的方式进入小米生态链，其中上海润米为小米供应包袋、电脑手机保护套等产品，截至 2023 年底，公司直接和间接持有润米 79.93% 的股份。

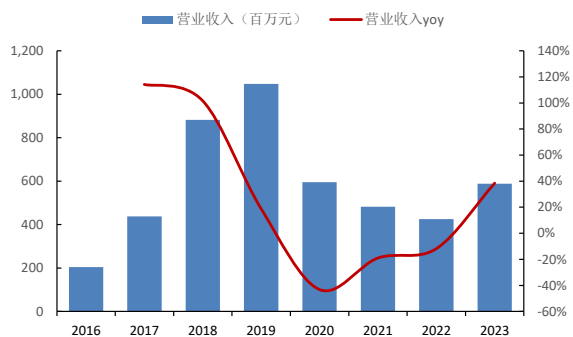
图表42：上海润米科技有限公司的股权结构（截至2023年底）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

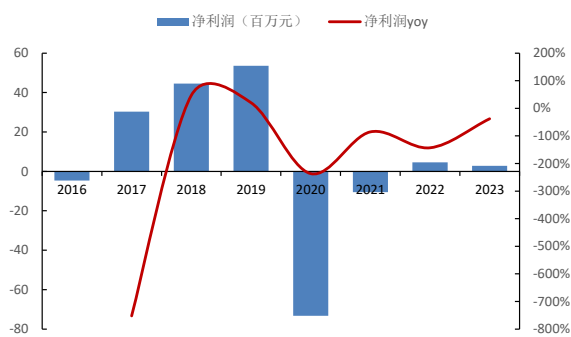
借助小米流量入口，子公司润米业绩实现快速增长。公司与小米集团的合作主要采取成本价采购与毛利分成的模式，开润负责小米产品的整体开发、供货、渠道运营、活动促销，小米产品主要通过小米等电商渠道（包括小米天猫店、小米京东店、小米网、小米之家等）为年轻白领、学生等人群提供强功能性、强科技属性的拉杆箱、包袋等产品，产品定价在 200-400 元。小米集团享有“小米”品牌及商标权。子公司润米 2017 年收入翻番并开始盈利，2017-19 年保持高速增长，利润也稳步增长，2020-22 年受宏观环境扰动，23 年收入重回增长通道、利润降幅大幅收窄。

图表43：上海润米的收入及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表44：上海润米的净利润及增速



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

小米合作进入生态链 2.0，过去小米对生态链企业管控较为严格，在产品的 SKU 数量、销售渠道和分成模式等方面均有严格限制。进入生态链 2.0 后，公司的获得更多运营自主性，比如箱包的 SKU 数量、设计、颜色、价格等方面具备更高话语权，以及箱包品类开设了独立的猫旗和抖音直播间。随着 SKU 数量增加以及分成模式的调整，有望为公司带来收入和利润弹性。此外小米

汽车发布带动小米生态链景气向上，多款箱包亮相小米汽车商城。2024年3月小米SU7汽车重磅发布，开润箱包随之亮相小米汽车商场APP。

图表45：小米箱包的天猫旗舰店和抖音直播间



资料来源：天猫，抖音，太平洋证券整理

图表46：小米汽车商城上线多款箱包产品



资料来源：小米汽车APP

## (二)90分：脱胎于小米生态链，多渠道布局增长可期

**脱胎于小米生态链，成长为独立品牌。**90分品牌于2015年成立，借助小米集团的势能，快速度过初创期；2017-18年逐步脱离小米生态链，开始打造独立的渠道和品牌定位，包括自主产品设计研发能力、定价能力、渠道开发和运营能力、供应链能力、品牌营销宣传能力等；2019年底与小米渠道切割进入全面独立自主运营、全渠道扩张的阶段。

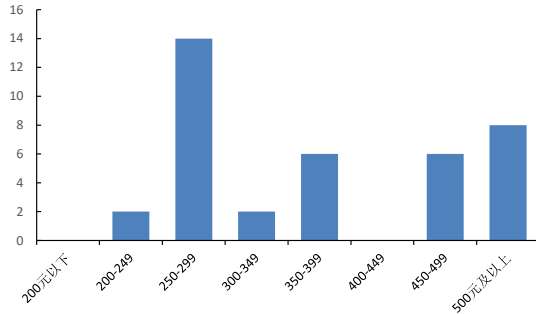
*\*注：最开始与小米合作为“小米90分”，90分品牌借助小米生态链快速成长，之后通过拓展非米系渠道以提高盈利能力，据小米生态链的动力未来招股说明书，生态链公司与小米的利润分成成为五五分成，而非小米渠道的渠道费用仅占利润的10%-15%。2019年底90分品牌进入全面独立自主运营阶段。*

**品牌定位时尚青年的中端市场，高质价比优势突出。**品牌定位时尚青年，以一二三线城市为主。我们对90分天猫旗舰店的行李箱进行分析，天猫旗舰店中有38款20寸行李箱产品，其中售价在250-299元（券后价格）的产品数量占比最高（注：618大促期间品牌猫旗的平均折扣在6-7折，对应吊牌价在400-500元，符合公司400-1000元核心价格带的定位）。

**横向对比其他品牌**（选取品牌行李箱，猫旗粉丝数量在10w+）来看，90分的SKU更多且价格带更宽；同时注重产品设计和科技创新，旗下多款产品获得了德国红点、德国IF工业设计大奖等国际顶尖设计奖项，也推出IP联名产品，亮相2024春夏上海时装周，提升品牌调性及曝光，90分品牌的产品以高颜值、高性能的产品深受消费者的喜爱。

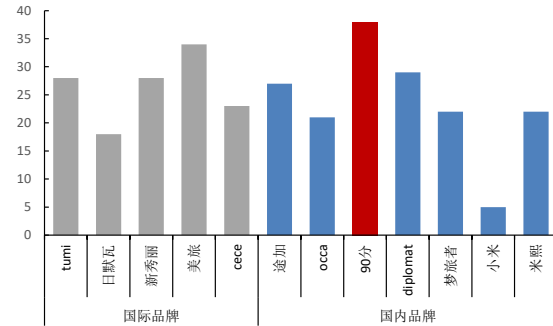


图表47：90分品牌天猫旗舰店的行李箱的价格分布



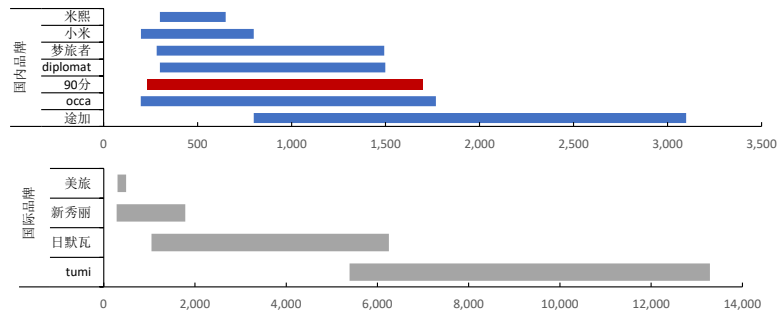
资料来源：天猫旗舰店，太平洋证券整理  
注：选取20寸行李箱，价格为2024/6/4的券后售价，下同

图表48：主要行李箱品牌的SKU数量对比



资料来源：天猫旗舰店，太平洋证券整理  
注：选取20寸行李箱

图表49：主要行李箱品牌的价格带对比



资料来源：天猫旗舰店，太平洋证券整理

图表50：90分品牌重视产品开发，持续推新

年份	产品名称	特点
2017	90分金属旅行箱	荣获2017年德国“IF设计大奖”
	智能可跟随行李箱PUPPY系列	在2018年初的美国CES（消费电子展）上获得国际市场的认可并且得到媒体极高的评价；荣获2019德国红点设计大奖
2018	商旅两用旅行箱	荣获2018年德国红点设计大奖
	米兔儿童旅行箱	荣获2018年优良设计奖（Good design award）
	即热温控羽绒服	于2019年1月荣获德国“IF设计大奖”
	轻商务登机箱（前开盖）	于2019年3月荣获2019德国红点设计大奖
2019	曼哈顿轻盈都市系列	将跨行业的注塑技术融合于PC拉杆箱制造
	高科技凯芙拉材质超轻旅行箱	仅有1.7kg；联合美国杜邦公司将凯芙拉材质运用到拉杆箱工艺，产品色彩更丰富；覆盖人群不断拓展
	90分轻盈都市NICE限定系列	携手爱马仕前设计师推出：一体式开锁结构
2020	xKevlar轻质登机箱	2019“白玉兰杯”上海设计创新大赛最佳材料创新奖二等奖
2020	90分超轻箱	荣获“上海设计100+”产品
2021	漫威IP合作款七道杠旅行箱	首发漫威IP合作款铝框箱，实现口碑破圈
2022	90分儿童旅行箱，撒哈拉旅行箱，爱丁堡EVA旅行箱	荣获2022年IF设计奖
2023	EVA磁吸一体旅行箱	荣获“上海设计100+”产品

资料来源：公司公告，太平洋证券整理

渠道端，线上与线下、国内与海外全渠道发展。1) 线上渠道为主：公司在天猫、京东、抖音

等渠道均有布局，积极探索新兴渠道带来的增量。2023年618期间90分品牌天猫单品销额突破1000万，双十一期间90分品牌登顶天猫拉杆箱新品榜TOP1。2) 线下：主要包括团购、KA客户（沃尔玛、麦德龙等）、百货等渠道业态；3) 出海：在菲律宾、日韩等国家开展海外分销；同时搭乘跨境电商，通过亚马逊等跨境电商平台推动海外渠道布局。24年公司将继续依托优秀的出海团队能力，进一步扩展欧美市场，深入海外线上及线下渠道多点布局，推动90分品牌的全球化高质量发展之路。

区别于布袋，消费者对行李箱兼具功能性、美观和品牌的需求，国货品牌有望在中端/大众市场凭借高质价比优势占据一席之地，我们认为90分品牌脱胎于小米生态链，在大厂背书+成熟供应链基础下，国内借助线上渠道实现快速增长，同时有望搭载跨境电商红利，实现品牌出海。

## 五、盈利预测与估值

公司作为国内箱包制造龙头，箱包代工壁垒深厚，布局服装代工打造第二增长曲线，2C双品牌多渠道快速增长。考虑到2024年7月上海嘉乐股份完成交割后开始并表，增厚公司的收入和利润。我们预计公司2024/25/26年收入分别为40.6/50.5/56.8亿元，增速分别为31%/24%/13%，毛利率分别为25.6%/25.9%/27%。具体拆分如下：

1) B2B业务：①箱包业务的增长来自老客的合作加深以及新客的增量贡献，2024-25年公司可转债和定增募集资金的产能建设项目有望陆续投产，为公司后续的接单提供产能支持。②服装业务的增长来自嘉乐的产能释放、客户结构的优化和生产效率的提升，预计随着调整逐步落地，嘉乐的收入和利润有望实现快速增长。

2) B2C业务：①小米品牌的合作方式调整，品牌运营的灵活度提高，SKU数量增加、线上独立开店有望带来收入端增长，分成方式的调整和定价的自由度提升有望带来盈利能力的提升；②90分品牌：经过渠道调整后重回利润增长，国内通过高质价比产品、结合营销推广持续加大品牌曝光度，同时积极布局海外市场，通过分销和跨境电商的方式触达海外消费者。

图表51：收入拆分及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	2741	3105	4060	5051	5681
YoY	19.7%	13.3%	30.8%	24.4%	12.5%
毛利率	21.6%	24.4%	25.6%	25.9%	27.0%
<b>（一）B2B业务</b>					
收入（百万元）	2198	2444	3315	4200	4720
YoY	50.1%	11.2%	35.7%	26.7%	12.4%
毛利率	22.0%	23.9%	25.2%	25.3%	26.3%
<b>（1）箱包</b>					
收入	1922	1972	2300	2576	2885
YoY		2.6%	16.6%	12.0%	12.0%
毛利率	24.6%	28.3%	30.1%	31.5%	32.5%
<b>（2）服装</b>					
收入	276	471	1015	1624	1835
YoY		71.0%	115.3%	60.0%	13.0%
毛利率	3.4%	5.4%	14.7%	15.5%	16.5%
<b>（二）B2C业务</b>					
收入（百万元）	513	626	745	851	960
YoY	-32.1%	22.0%	19.0%	14.3%	12.8%
毛利率	20.9%	26.6%	27.4%	28.6%	30.4%
<b>（1）线上渠道</b>					
线上收入	228	214	246	278	312
YoY	-34.4%	-5.9%	15.0%	13.0%	12.0%
毛利率	21.6%	33.9%	35.0%	36.0%	37.5%
<b>（2）分销渠道</b>					
分销收入	286	412	499	573	649
YoY	-30.2%	44.2%	21.0%	15.0%	13.2%
毛利率	20.3%	22.7%	23.5%	25.1%	27.0%

资料来源：公司公告，太平洋证券预测

**估值：**我们选取与公司业务相近的华利集团、台华新材、伟星股份和申洲国际作为可比公司，可比公司 2025 年平均估值为 15X，开润股份 3 年 CAGR 高于可比公司整体，主要系上海嘉乐的并表增厚公司整体的收入利润；给予开润股份 2025 年 15X 的估值，对应 25 年的目标价为 26.1 元，给予“买入”评级。

图表52：可比公司估值一览

公司代码	公司简称	总市值（亿元）		EPS				3年CAGR	PE		
		2024/7/26	2024/7/26	2023	2024E	2025E	2026E		2024E	2025E	2026E
300979.SZ	华利集团	677	57.98	2.74	3.29	3.81	4.33	16.5%	18	15	13
603055.SH	台华新材	98	10.97	0.50	0.79	0.96	1.17	32.2%	14	11	9
002003.SZ	伟星股份	141	12.07	0.48	0.56	0.64	0.74	15.7%	22	19	16
2313.HK	申洲国际	985	65.55	3.03	3.69	4.27	4.84	16.8%	18	15	14
		<b>行业平均</b>						<b>20.3%</b>	<b>18</b>	<b>15</b>	<b>13</b>
300577.SZ	开润股份	43.40	18.10	0.48	1.28	1.74	2.24	67.1%	14	10	8

资料来源：Wind，太平洋证券

注：开润股份为太平洋证券预测，其余为 Wind 一致预期

## 六、 风险提示

产能建设进展不及预期，订单不及预期，终端消费恢复不及预期，自主品牌海外渠道拓展不及预期等。

**资产负债表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	679	653	131	331	535
应收和预付款项	493	603	738	911	1,016
存货	600	493	834	1,030	1,137
其他流动资产	162	169	200	220	238
流动资产合计	1,934	1,918	1,903	2,492	2,926
长期股权投资	641	633	670	725	795
投资性房地产	43	41	39	37	35
固定资产	441	571	684	878	975
在建工程	110	74	144	54	24
无形资产开发支出	87	86	81	73	65
长期待摊费用	7	5	5	5	5
其他非流动资产	2,187	2,179	2,225	2,814	3,248
资产总计	3,516	3,588	3,847	4,586	5,146
短期借款	479	299	199	149	99
应付和预收款项	501	610	755	936	1,037
长期借款	73	221	121	221	121
其他负债	696	549	603	672	717
负债合计	1,749	1,679	1,678	1,978	1,973
股本	240	240	240	240	240
资本公积	715	730	733	733	733
留存收益	781	875	1,159	1,575	2,112
归母公司股东权益	1,713	1,853	2,097	2,513	3,050
少数股东权益	54	56	73	94	123
股东权益合计	1,767	1,909	2,170	2,608	3,173
负债和股东权益	3,516	3,588	3,847	4,586	5,146

**现金流量表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营性现金流	107	440	82	373	556
投资性现金流	-226	-218	-342	-221	-203
融资性现金流	-31	-253	-262	49	-149
现金增加额	-151	-30	-522	200	204

**利润表 (百万)**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2,741	3,105	4,060	5,051	5,681
营业成本	2,148	2,349	3,020	3,744	4,148
营业税金及附加	9	15	17	19	22
销售费用	190	200	248	298	324
管理费用	199	200	260	313	341
财务费用	21	28	13	13	9
资产减值损失	-28	-13	-15	-15	-15
投资收益	-44	-86	8	25	28
公允价值变动	-10	12	0	0	0
营业利润	83	156	421	585	754
其他非经营损益	-5	-2	-1	-1	-1
利润总额	79	154	420	584	753
所得税	24	39	97	146	188
净利润	55	115	323	438	565
少数股东损益	8	-1	16	22	28
归母股东净利润	47	116	307	416	537

**预测指标**

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
毛利率	21.6%	24.4%	25.6%	25.9%	27.0%
销售净利率	1.7%	3.7%	7.6%	8.2%	9.4%
销售收入增长率	19.7%	13.3%	30.8%	24.4%	12.5%
EBIT 增长率	-1.3%	49.8%	66.8%	38.0%	27.7%
净利润增长率	-74.0%	146.5%	165.6%	35.6%	28.9%
ROE	2.7%	6.2%	14.6%	16.6%	17.6%
ROA	1.3%	3.2%	8.0%	9.1%	10.4%
ROIC	4.3%	7.1%	11.8%	13.5%	15.3%
EPS (X)	0.2	0.5	1.3	1.7	2.2
PE (X)	79.7	30.6	13.8	10.2	7.9
PB (X)	2.2	1.9	2.0	1.7	1.4
PS (X)	1.4	1.1	1.0	0.8	0.7
EV/EBITDA (X)	17.7	11.4	9.5	6.8	5.0

资料来源：携宁，太平洋证券

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

### 2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

## 太平洋研究院

北京市西城区北展北街 9 号华远企业号 D 座二单元七层

上海市浦东南路 500 号国开行大厦 10 楼 D 座

深圳市福田区商报东路与莲花路新世界文博中心 19 层 1904 号

广州市大道中圣丰广场 988 号 102 室





## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。