

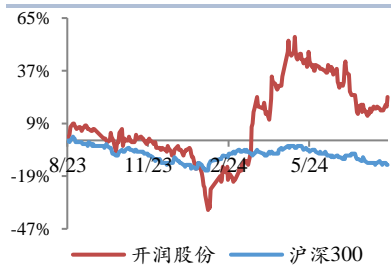
# 代工业务多元高增长，自有品牌积极出海

投资评级：买入  
首次覆盖

报告日期：2024-08-29

收盘价(元)	18.84
近12个月最高/最低(元)	24.65/9.18
总股本(百万股)	240
流通股本(百万股)	140
流通股比例(%)	58.58
总市值(亿元)	45
流通市值(亿元)	26

## 公司价格与沪深300走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 概况：箱包、服饰代工与品牌经营协同发展

开润股份主要专注于包袋、行李箱和服饰领域的研发、设计、生产和销售。业务模式方面，代工制造是公司主要业务模式，公司通过以 ODM 为主，OEM 为辅的代工方式为 Nike、Adidas、Puma、迪卡侬等运动休闲品牌以及惠普、戴尔等 IT 品牌供应商务包袋、户外休闲包袋、平板电脑和手机保护套、拉杆箱等箱包产品。2020 年公司收购优衣库核心供应商上海嘉乐进军针织面料+成衣赛道。品牌经营业务方面，公司拥有自有品牌 90 分以及小米合作运营小米品牌箱包，自有品牌于 2023 年扭亏为盈，经营业绩显著提升。生产方面，公司着力打造全球化布局。除中国滁州外，公司先后于 2017 年和 2019 年分别在印度、印尼建立制造基地。市场方面，业务需求主要来自海外客户。自 2020 年以来，国外营业收入占比以及毛利占比超过 50%。2022、2023 年有超过 70% 的营业收入和毛利来自海外市场。

### ● 行业：市场规模持续增长，集中度有待提升

市场规模方面，2023 年国内/全球箱包行业规模分别为 2349.16/11294.02 亿元，同比增长 12.60%/7.54%。随着经济发展以及出行需求的增加，欧睿数据预测到 2028 年国内/全球箱包行业规模将分别达到 3445.11/15736.75 亿元，2023-2028 年国内/全球箱包行业规模 CAGR 分别为 7.96%/6.86%，随着收入水平不断提升以及旅游出行需求不断释放，箱包产品消费预计将持续增长。市场格局方面，国内箱包行业以加工制造为主，自主品牌建设较为薄弱，根据品牌网，中国箱包品牌前 10 名中，只有 2 家来自中国大陆，分别是达派和开润旗下品牌 90 分且排名靠后，国内箱包行业自主品牌建设在数量和影响力两方面有较大的提升空间。2023 年我国箱包行业市占率前 5 名分别为 LVMH (11.60%)、Kering (4.70%)、香奈儿 (4.10%)、爱马仕 (4.00%)、Tapestry (2.30%)，主要为国外知名奢侈品企业。

### ● 公司：代工业务为核心，品牌经营成效显著

1) 代工业务：一方面，公司持续巩固在箱包制造领域的竞争优势，坚持深耕优质品牌客户战略，持续推进精益管理和数字信息化建设，依托在印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，在 Nike、迪卡侬、VF 集团、戴尔、惠普、华硕、Puma、优衣库等客户中份额均稳步提升，订单数量快速增长。另一方面，公司收购上海嘉乐，依托印尼产能布局优势不断深化与 Adidas、Puma、MUJI 等服装客户合作关系，不断拓展纺织服装及面料领域收入新增量。2) 品牌经营：公司聚焦出行拉杆箱及背包品类，重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新，依托品牌力及产品力快速抢占市场份额，在“小米”箱包持续推出新品，扩充销售渠道，并推动“90 分”品牌深化践行“全面出海”战略，自有品牌业务有望高增长。

### ● 盈利预测及投资建议

一方面，公司为箱包代工头部企业，依托印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，积极提升在老客户中的份额和开拓新客户，并收购上海嘉乐拓展纺织服装及面料领域收入新增量。另一方面，随着出行消费复苏，公司重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新，自有品牌业务步入快速增长通道。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 42.4

2/51.83/60.68 亿元，分别同比增长 36.6%/22.2%/17.1%；归母净利润分别为 3.69/3.63/4.72 亿元，分别同比+219.3%/-1.7%/+30.0%。截至 2024 年 8 月 28 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.54/1.51/1.97 元，对应 PE 分别为 12.24/12.45/9.57 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

客户集中度较高的风险，原材料价格波动与劳动力成本上升风险，经营规模扩张带来的管控风险，汇率波动的风险。

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	3105	4242	5183	6068
收入同比 (%)	13.3%	36.6%	22.2%	17.1%
归属母公司净利润	116	369	363	472
净利润同比 (%)	146.5%	219.3%	-1.7%	30.0%
毛利率 (%)	24.4%	25.2%	25.4%	26.1%
ROE (%)	6.2%	17.6%	15.2%	17.0%
每股收益 (元)	0.48	1.54	1.51	1.97
P/E	30.56	12.24	12.45	9.57
P/B	1.90	2.15	1.89	1.63
EV/EBITDA	11.41	7.37	6.98	5.09

资料来源: wind, 华安证券研究所 (以 2024 年 8 月 28 日收盘价计算)

# 正文目录

1 概况：箱包、服饰代工与品牌经营协同发展.....	6
1.1 布局全球，B2B 及 B2C 业务双轮驱动 .....	6
1.2 股权结构高度集中，管理层经验丰富 .....	7
1.3 业绩表现亮眼，盈利能力稳健.....	8
2 行业：市场规模持续增长，集中度有待提升.....	11
3 公司：代工业务为核心，品牌经营成效显著.....	15
3.1 代工业务：箱包代工稳定增长，服装代工增长空间巨大.....	15
3.1.1 箱包：业务保持稳定增长，客户结构不断优化 .....	15
3.1.2 服装：业务处于起步阶段，增长空间巨大.....	18
3.2 品牌经营：业务高速增长，积极推动产品出海 .....	19
3.2.1 90 分注重研发创新，业绩表现出众 .....	20
3.2.2 小米产品销量登顶，合作逐渐加强.....	23
4 盈利预测及投资建议 .....	24
5 风险提示 .....	26
财务报表与盈利预测 .....	27

## 图表目录

图表 1 公司产品 .....	6
图表 2 公司发展历程 .....	7
图表 3 公司股权结构图 (截至 2024H1) .....	8
图表 4 公司高级管理人员情况 .....	8
图表 5 2015-2024H1 公司营业收入及 YOY .....	9
图表 6 2015-2024H1 公司归母净利润及 YOY .....	9
图表 7 2019-2023 公司按产品分类营收与增速 .....	10
图表 8 2019-2023 公司不同业务模式营收与增速 .....	10
图表 9 2015-2024H1 年公司毛利率情况 (%) .....	10
图表 10 2019-2023 公司按产品分类毛利率 (%) .....	11
图表 11 2019-2023 公司不同业务模式毛利率 (%) .....	11
图表 12 2015-2024H1 公司费用率情况 (%) .....	11
图表 13 2015-2024H1 公司归母净利率 (%) .....	11
图表 14 2009-2023 中国箱包行业规模 (亿元) 及同比增速 (%) .....	12
图表 15 2009-2023 全球箱包行业规模 (亿元) 及同比增速 (%) .....	12
图表 16 2009-2023 中国包袋、旅行箱行业规模 (亿元) 及同比增速 (%) .....	12
图表 17 2009-2023 全球包袋、旅行箱行业规模 (亿元) 及同比增速 (%) .....	12
图表 18 2014-2023 居民人均可支配收入 (元) 及同比增速 (%) .....	13
图表 19 2014-2023 国内旅游人次 (亿人) 及同比增速 (%) .....	13
图表 20 2018-2023 中国、美国、日本、全球箱包行业集中度 CR5 (%) .....	13
图表 21 2018-2023 中国、美国、日本、全球箱包行业人均支出 (元) .....	13
图表 22 2024 年中国箱包品牌前 10 名 .....	14
图表 23 2023 年中国箱包行业企业市占率 .....	15
图表 24 公司代工业务模式 ODM/OEM .....	15
图表 25 2016-2023 年公司代工业务收入及同比增速 YOY (%) .....	16
图表 26 2019-2023 年公司代工业务毛利率情况 (%) .....	16
图表 27 2014-2023 年公司前 5 大客户累计销售额 (亿元) 及占比 (%) .....	16
图表 28 公司新客户拓展情况 .....	16
图表 29 2016-2023 年公司包袋、旅行箱收入 (亿元) 及同比增速 YOY (%) .....	17
图表 30 2016-2019H1 年公司包袋、旅行箱销量 (万件) 及单价 (元) .....	17
图表 31 公司有序推进新产能建设 .....	17
图表 32 2016-2023 年公司总产能 (万件) 及利用率 (%) .....	18
图表 33 2020-2023 年公司境内、境外产能占比 (%) 及利用率 (%) .....	18
图表 34 公司品牌建设 .....	19
图表 35 2016-2023 年公司品牌经营业务收入 (亿元) 及同比增速 YOY (%) .....	20
图表 36 公司品牌经营业务销售渠道 .....	20
图表 37 90 分品牌发展历程 .....	20
图表 38 90 分金属铝制箱, IF 设计大奖作品 .....	21
图表 39 90 分都市通勤双肩包 .....	21
图表 40 公司 90 分品牌产品获奖情况 .....	21

图表 41 公司 90 分品牌销售渠道 .....	22
图表 42 90 分品牌联名 .....	23
图表 43 90 分明星宣传 .....	23
图表 44 小米品牌侧翻盖旅行箱 .....	23
图表 45 小米品牌布袋 .....	23
图表 46 小米生态链总经理陈波与润米科技 CEO 冯婕共同签署战略合作协议 .....	24
图表 47 公司与小米合作分成方式计算标准 .....	24
图表 48 公司分业务收入预测（万元） .....	25
图表 49 盈利预测和估值（百万元） .....	25
图表 50 可比公司估值 .....	26

# 1 概况：箱包、服饰代工与品牌经营协同发展

## 1.1 布局全球，B2B 及 B2C 业务双轮驱动

开润股份主要专注于包袋、行李箱和服饰领域的研发、设计、生产和销售。业务模式方面，代工制造是公司主要业务模式，公司通过以 ODM 为主，OEM 为辅的代工方式为 Nike、Adidas、Puma、迪卡侬等运动休闲品牌以及惠普、戴尔等 IT 品牌供应商务包袋、户外休闲包袋、平板电脑和手机保护套、拉杆箱等箱包产品。2020 年公司收购优衣库核心供应商上海嘉乐进军针织面料+成衣赛道。品牌经营业务方面，公司拥有自有品牌 90 分以及及与小米合作运营小米品牌箱包，自有品牌于 2023 年扭亏为盈，经营业绩显著提升。生产方面，公司着力打造全球化布局。除中国滁州外，公司先后于 2017 年和 2019 年分别在印度、印尼建立制造基地。市场方面，业务需求主要来自海外客户。自 2020 年以来，国外营业收入占比以及毛利占比超过 50%。2022、2023 年有超过 70% 的营业收入和毛利来自海外市场。

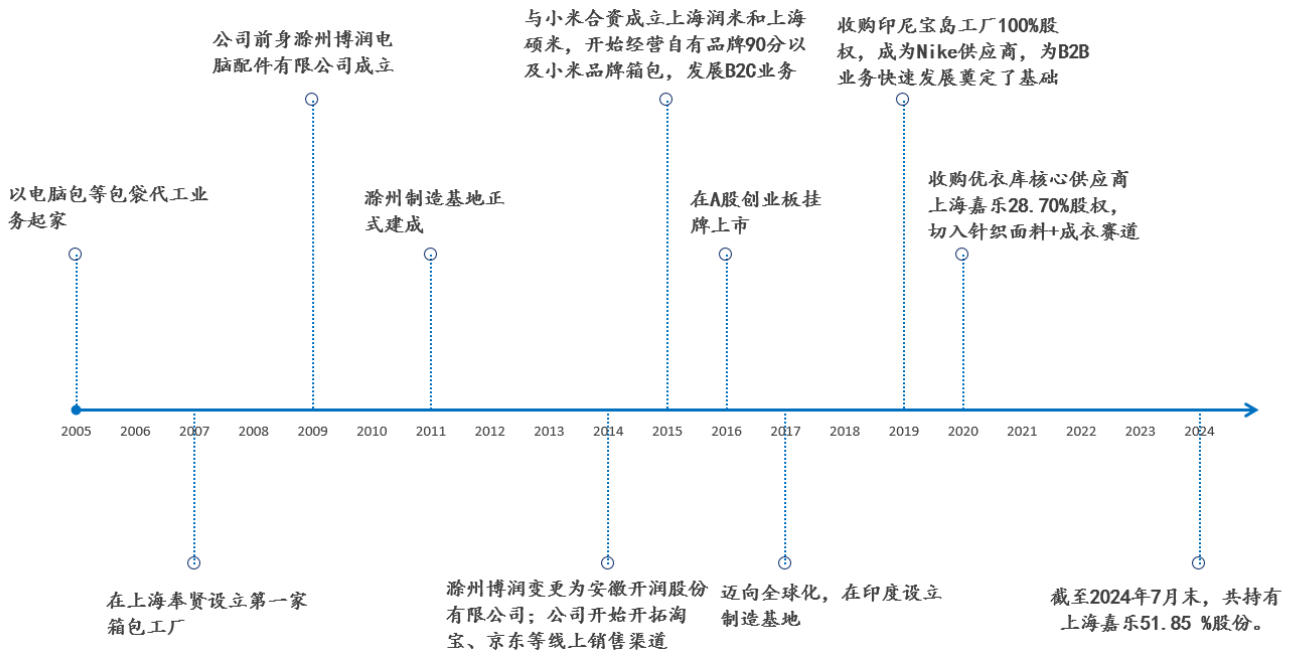
图表 1 公司产品



资料来源：公司官网，华安证券研究所

包袋代工起家，不断拓展自有品牌纺织服装及面料领域收入新增量。2005 年，公司以包袋代工业务（B2B）起家，通过 ODM/OEM 模式为联想、惠普、戴尔等 IT 品牌提供功能性包袋类产品，后逐渐把客户拓展到迪卡侬等运动休闲品牌。于 2007 年在上海奉贤开设第一家现代化、有规模的箱包工厂上海珂润箱包制品有限公司。2009 年公司前身滁州博润电脑配件有限公司成立，2011 年正式建成滁州制造基地。2014 年，滁州润博正式变更为安徽开润股份有限公司。同年，公司开始开拓和运营淘宝、京东等电子商务销售渠道。2015 年，公司与小米科技关联企业天津金米投资合伙企业（有限合伙）合资设立上海润米与上海硕米，加入小米生态链运营自有品牌 90 分以及小米品牌箱包，开始发展 B2C 业务。2016 年，公司在深交所创业板挂牌上市（股票简称“开润股份”，股票代码“300577”），是中国箱包行业首家 A 股上市公司。2017 年公司生产开启迈向全球化的步伐，在印度成立制造基地。2019 年，公司收购印尼宝岛工厂（PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development）100% 股权，成立印尼制造基地，与 Nike 建立合作关系并在此基础上逐步拓展新客户，奠定了公司 B2B 业务快速发展的基础。2020 年，公司收购优衣库核心供应商上海嘉乐 28.70% 股权，开始进军针织面料+成衣赛道。截至 2024 年 7 月末，公司累计持有上海嘉乐 51.85 % 股份。

图表 2 公司发展历程

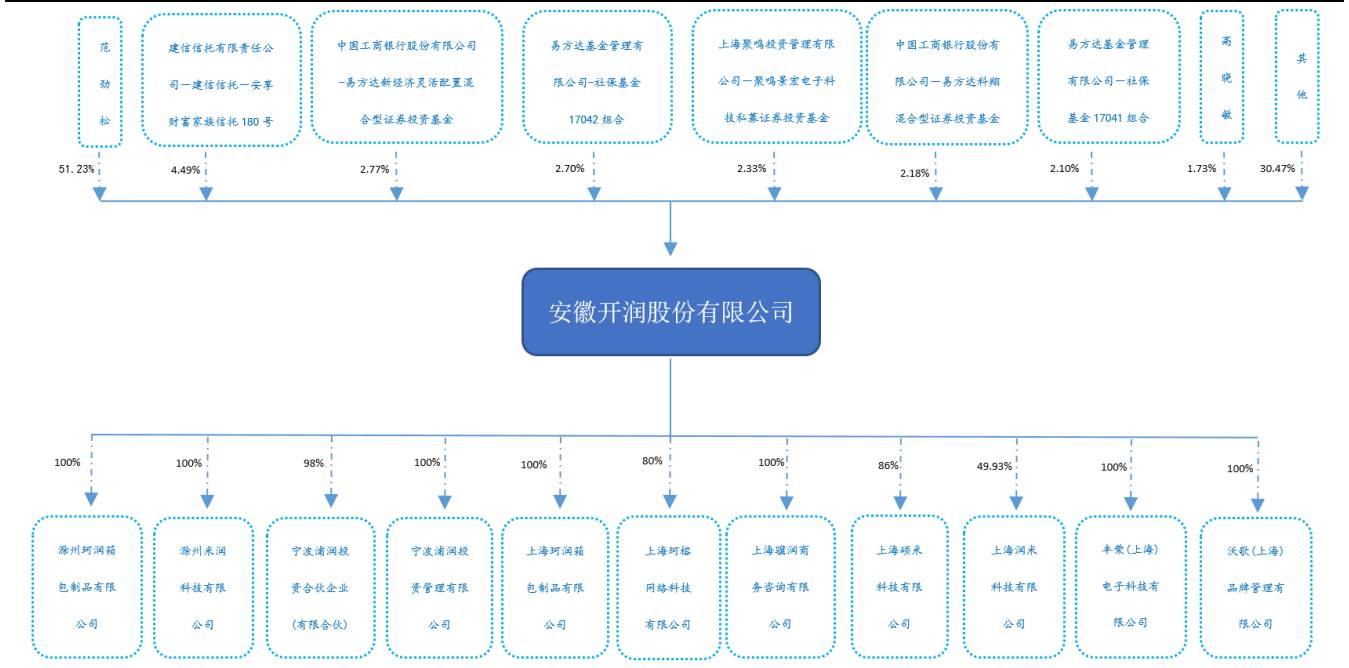


资料来源：同花顺 iFinD，公司官网，公司公告，华安证券研究所

## 1.2 股权结构高度集中，管理层经验丰富

股权结构集中度较高，多家全资及控股子公司分工明确。截至 2024H1，公司总经理兼董事长范劲松先生持有公司 51.23% 股权，为公司控股股东和实际控制人，公司董事兼副总经理高晓敏女士持股比例为 1.73%，是公司持股比例第二高的自然人，机构投资者持股比例最高不超过 5%，公司股权高度集中。公司拥有滁州珂润箱包制品有限公司、滁州米润科技有限公司、沃歌(上海)品牌管理有限公司，宁波浦润投资合伙企业(有限合伙)、宁波浦润投资管理有限公司、上海珂榕网络科技有限公司、上海骥润商务咨询有限公司、上海硕米科技有限公司、上海润米科技有限公司，丰荣(上海)电子科技有限公司等 10 家子公司，各子公司分工明确、相辅相成，分别负责产品研发、设计、生产、销售等不同环节。

图表 3 公司股权结构图 (截至 2024H1)



资料来源: 同花顺 iFinD, 公司 2024 年半年报, 华安证券研究所

**管理层履历出众, 在箱包行业具有丰富经验。**公司董事长兼总经理范劲松先生与公司董事兼副总经理高晓敏女士曾在联想、惠普等 IT 公司任职, 公司董事兼副总经理钟治国先生曾在箱包制品等相关公司任职, 三位公司高管也在开润任职多年, 已经在箱包行业积累了丰富的经验, 对箱包行业形成了深刻的认识, 能够迅速、准确地洞察、把握市场动向并做出正确决策, 其他公司高级管理人员也具备出众的专业能力, 在一众跨界优秀高管的领导和管理下, 公司将逐渐迈向更高发展水平。

图表 4 公司高级管理人员情况

姓名	职务	履历
范劲松	董事长、总经理	1978 年 8 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历, 第十二届安徽省政协委员, 长江商学院 EMBA。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。
高晓敏	董事、副总经理	1976 年 4 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历, 复旦大学 MBA。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	董事、副总经理	1979 年 7 月出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 华东理工大学工商管理硕士。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。
徐耘	副总经理 董事会秘书	1986 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 硕士研究生学历。清华大学管理学硕士, 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	财务总监	1976 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 复旦大学本科学历。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。

资料来源: 同花顺 iFinD, 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

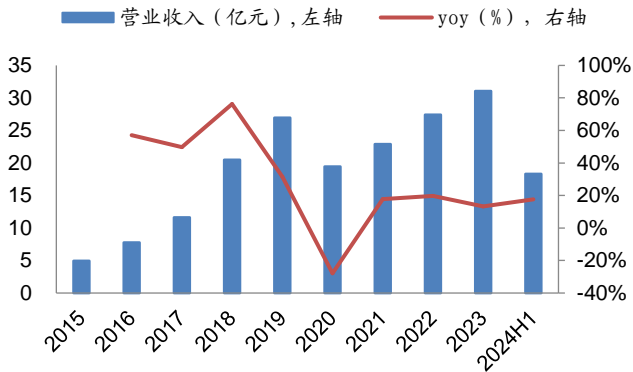
### 1.3 业绩表现亮眼, 盈利能力稳健

业绩表现大幅提升, 盈利能力稳步增强。2015-2019 年, 公司业绩高速增长,

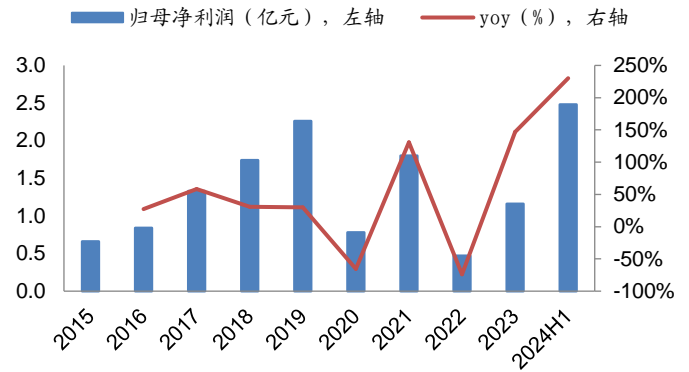


营业收入和归母净利润 CAGR 分别为 52.83%、36.03%。2020 年受疫情影响，业绩表现下滑，营业收入和归母净利润同比下降 27.87%、65.49%。随着疫情影响消除，公司盈利能力逐渐恢复并走强。2021-2023 年，公司营业收入持续较高速增长，由 22.89 上升至 31.05 亿元，CAGR 为 16.74%。2024H1，公司营业收入和归母净利润分别为 18.31、2.48 亿元，同比增长 17.62%、230.15%。公司代工制造业务坚持深耕优质品牌客户战略，在客户中份额均稳步提升，订单数量快速增长，推动公司收入高增长；公司海外产能布局不断深化，供应链端效率显著提升，推动盈利能力提升。

图表 5 2015-2024H1 公司营业收入及 yoy



图表 6 2015-2024H1 公司归母净利润及 yoy



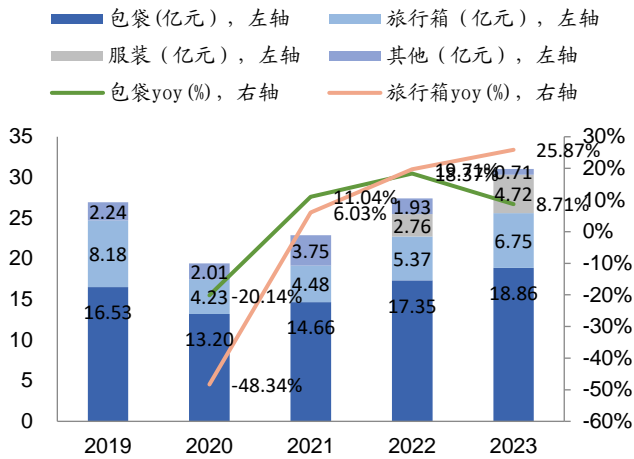
资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

**按产品划分，包袋收入占比第一，服装业务高速增长。**2023 年，公司包袋和旅行箱营业收入分别为 18.86/6.75 亿元，同比增长 8.71%/25.87%，在公司总收入中占比 60.75%/21.75%，包袋收入是公司营业收入的主体。包袋、旅行箱收入增长主要系公司客户结构优化，订单规模增加以及自有品牌业绩提升所致。公司于 2020 年收购优衣库核心供应商上海嘉乐进军服装市场。2023 年公司深化与 Adidas、Puma、MUJI 等服装客户服装合作，不断拓展服装及面料领域收入新增量，打造第二增长曲线。公司服装产品收入从 2022 年的 2.76 亿元增长至 2023 年的 4.72 亿元，同比增长 70.91%，在公司营业收入中占比 15.20%。

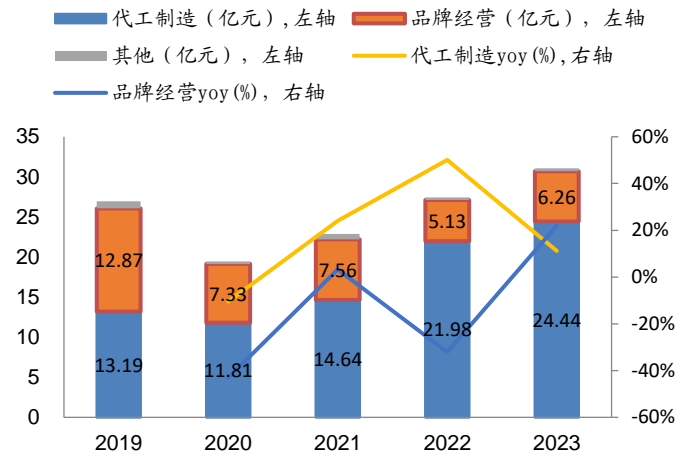
**按销售模式划分，代工制造业务占据主体，品牌经营业绩显著提升。**2023 年，公司代工制造/品牌经营业务分别实现营业收入 24.44/6.26 亿元，同比增长 11.17%/21.97%，占公司营业收入的比例为 78.70%/21.17%，代工制造业务占据公司营收的主体。代工制造业务增长主要系公司不断拓展、巩固箱包行业新老客户以及拓展服装领域新增量所致。2019-2023 年，公司品牌经营业务因受疫情和市场需求下降等因素影响，分别于 2020 年和 2022 年经历了两次大幅度业绩下滑，营收下跌幅度分别为 -43.06%、-32.11%。2023 年，随着国内出行消费市场回暖，公司抓住机会推陈出新，依托品牌力和生产力快速抢占市场份额，自有品牌扭亏为盈，品牌经营业务收入增长 21.97%。

图表 7 2019-2023 公司按产品分类营收与增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

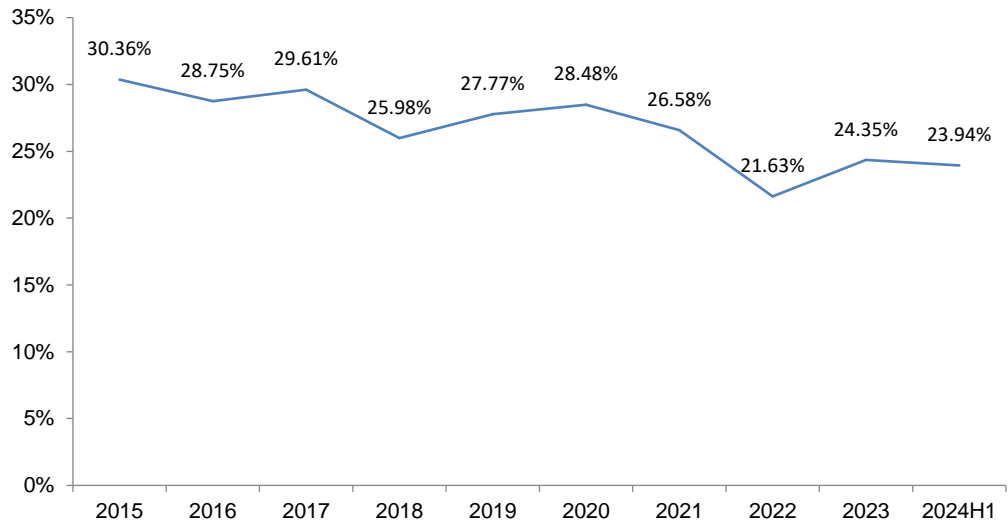
图表 8 2019-2023 公司不同业务模式营收与增速



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

毛利率整体略有下降, 近两年呈上升状态。2015-2022 年, 公司毛利率整体呈下降趋势, 由 2015 年的 30.36% 下降至 2022 年的 21.63%, 主要系原材料价格波动及短期客户结构调整的影响所致。近两年来, 公司毛利率有所提升, 2023/2024 H1 分别为 24.35%/23.94%, 同比+2.72/+2.27pct, 主要系客户结构及订单结构优化、供应链效率提升所致。

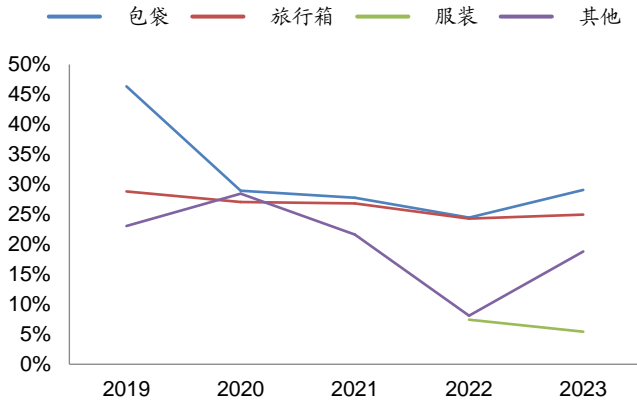
图表 9 2015-2024H1 年公司毛利率情况 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

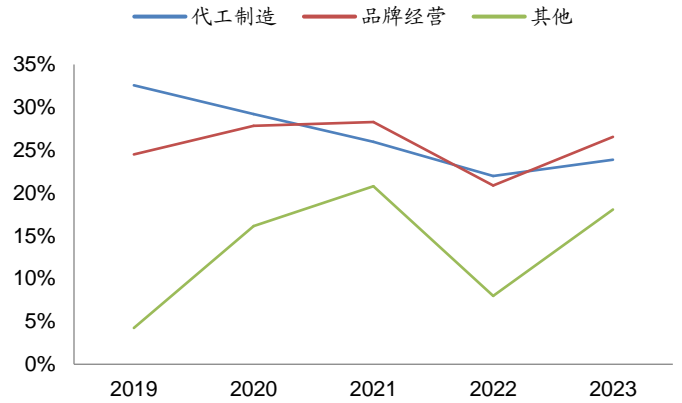
按产品划分, 包袋以及旅行箱毛利率回升且高于服装毛利率。2023 年公司包袋/旅行箱毛利率分别为 29.08%/24.96%, 同比+4.62pct/+0.67pct, 主要系公司新品毛利率较高以及客户结构优化、高毛利率订单占比增加所致。公司服装毛利率为 5.43%, 同比-2.01pct, 主要归因于服装业务处于起步阶段, 客户开拓成本较高。按销售模式划分, 代工制造业务及品牌经营业务毛利率均显著上升。2023 年, 代工制造业务/自营品牌业务毛利率分别为 23.88%/26.55%, 同比+1.9/+5.68pct。代工业务毛利率提升主要系代工制造业务客户及产品结构优化调整、供应链端效率提升所致, 自有品牌毛利率提升主要系公司自有品牌产品力、品牌力、渠道力提升所致。

图表 10 2019-2023 公司按产品分类毛利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

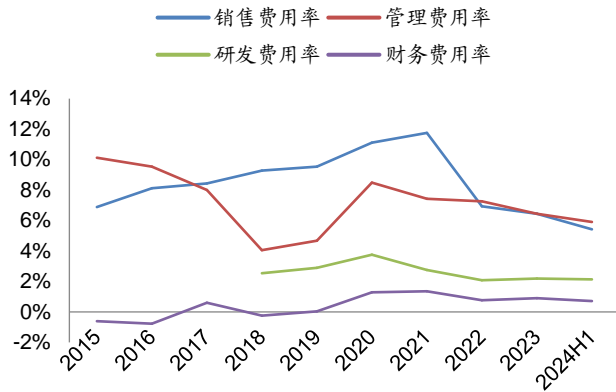
图表 11 2019-2023 公司不同业务模式毛利率 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

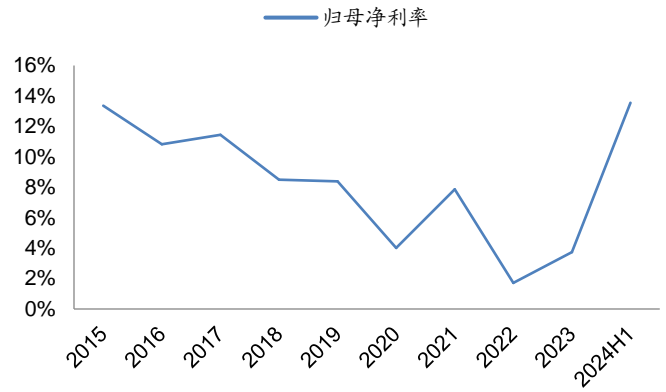
费用率相对稳定，研发投入增加。2023 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 6.44%/6.44%/2.19%/0.90%，同比-0.49/-0.82/+0.11/+0.14pct。2024H1，公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 5.42%/5.90%/2.14%/0.71%，同比-0.84/-0.43/+0.28/+0.49pct。2023 年，公司加大研发投入，研发费用同比增长 20.48%；公司财务费用同比增长 34.31%，系汇兑收益下降所致。2023/2024H1，公司归母净利率分别为 3.74%/13.55%，同比+2.02/+8.72pct。

图表 12 2015-2024H1 公司费用率情况 (%)



资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

图表 13 2015-2024H1 公司归母净利率 (%)

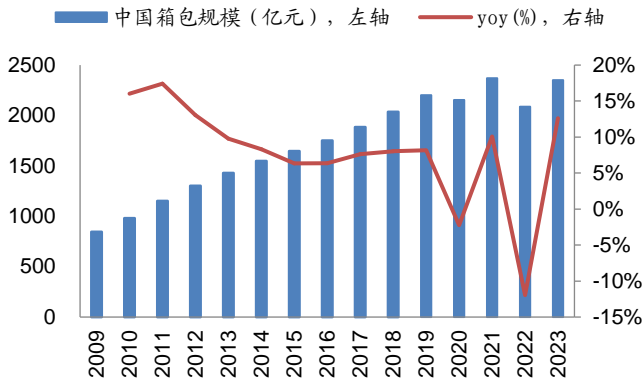


资料来源：同花顺 iFinD，华安证券研究所

## 2 行业：市场规模持续增长，集中度有待提升

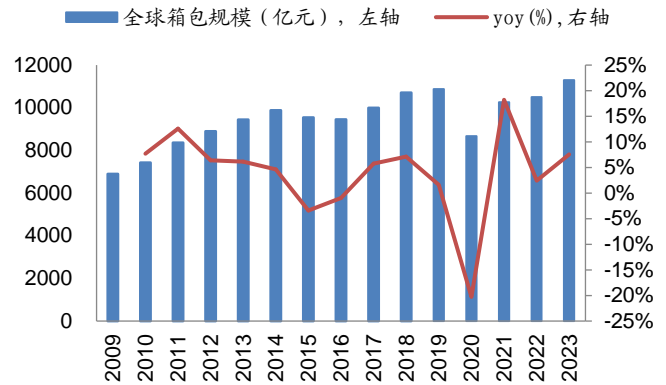
国内箱包行业规模保持高速增长。2009-2019 年国内/全球箱包市场分别由 845.25/6894.97 亿元增长至 2201.84/10879.70 亿元，CAGR 分别为 10.05%/4.67%。2020-2022 年受疫情影响，国内以及全球箱包行业规模有所下滑。2023 年国内/全球箱包行业规模分别为 2349.16/11294.02 亿元，同比增长 12.60%/7.54%。随着经济发展以及出行需求的增加，欧睿数据预测到 2028 年国内/全球箱包行业规模将分别达到 3445.11/15736.75 亿元，2023-2028 年国内/全球箱包行业规模 CAGR 分别为 7.96%/6.86%。国内箱包行业增速高于全球水平，主要归因于发达国家市场趋于饱和，产品以升级更新为主，增长潜力较小，而我国人口规模较大，经济发展速度较高，箱包消费需求更加多元化。

图表 14 2009-2023 中国箱包行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

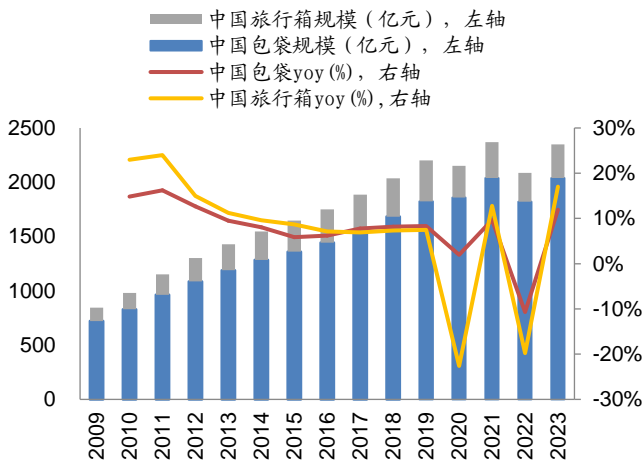
图表 15 2009-2023 全球箱包行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

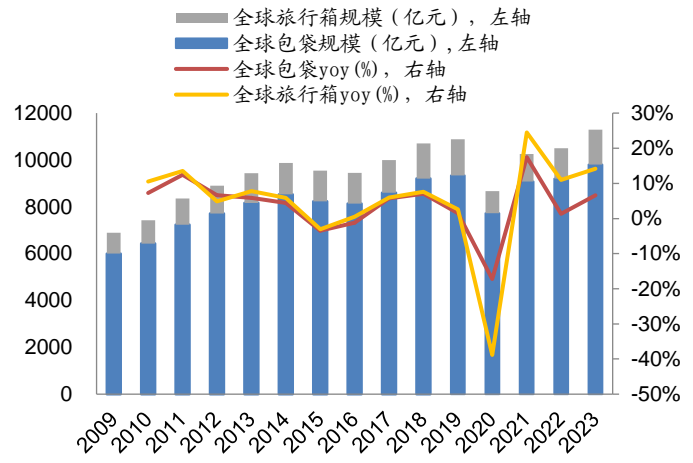
包袋在箱包行业中占据主体, 旅行箱规模增速更高。箱包行业具体包括包袋和旅行箱两个部分。2023 年国内包袋/旅行箱市场规模分别为 2039.06/310.10 亿元, 同比增长 11.96%/17.00%, 在整个箱包行业中占比 86.80%/13.20%。2023 年全球包袋/旅行箱市场规模分别为 9809.47/1484.56 亿元, 同比增长 6.60%/14.14%, 在整个箱包行业中占比 86.86%/13.14%。包袋应用场景十分广泛, 是箱包行业的主体产品, 旅行箱市场规模增长速度更快。

图表 16 2009-2023 中国包袋、旅行箱行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

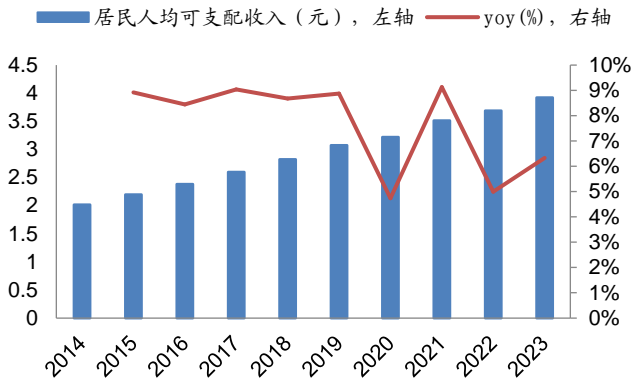
图表 17 2009-2023 全球包袋、旅行箱行业规模 (亿元) 及同比增速 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

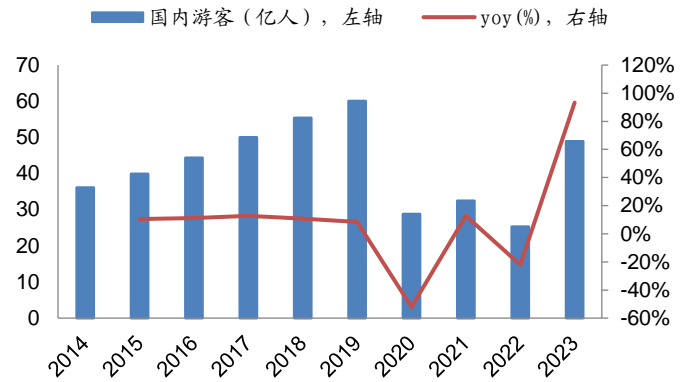
旅游出行需求复苏, 刺激箱包消费增加。2014-2023 年, 我国居民人均可支配收入由 2.02 万元上升至 3.92 万元, CAGR 为 7.67%。人均可支配收入快速增长拉动了旅游业发展。2014-2019 年国内旅游人次由 36.11 亿增长至 60.06 亿, CAGR 达到 10.71%。2020-2022 年受疫情影响, 国内旅游人次以及总收入均大幅下滑。2023 年旅游出行大幅回升, 国内旅游人次为 48.91 亿, 同比增长 93.32%。2023 年, 文化和旅游部印发《国内旅游提升计划 (2023—2025 年)》, 进一步释放旅游消费力, 提升旅游业发展质量, 拉动国内旅游出行需求。随着收入水平不断改善以及旅游出行需求不断释放, 箱包产品消费预计将持续增长。

图表 18 2014-2023 居民人均可支配收入 (元) 及同比增速 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

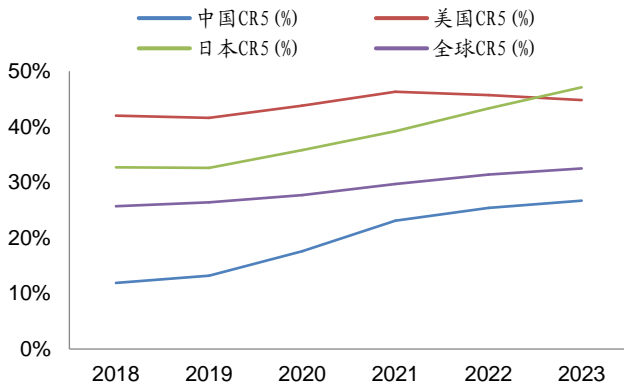
图表 19 2014-2023 国内旅游人次 (亿人) 及同比增速 (%)



资料来源: 同花顺 iFinD, 华安证券研究所

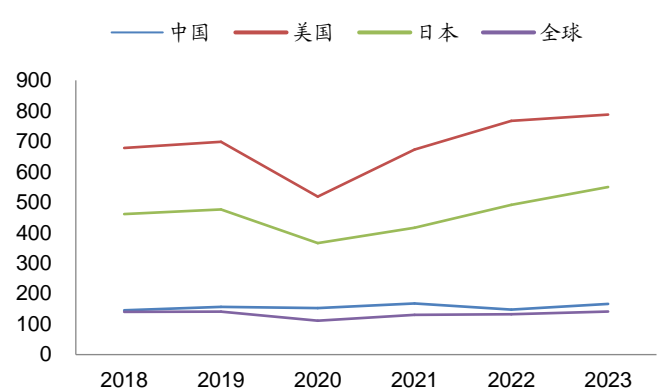
国内箱包行业人均消费水平增长空间较大。2018-2023 年, 国内箱包人均支出增长速度较为缓慢, 从 145.39 元增长至 166.39 元, CAGR 为 2.74%。2023 年国内箱包人均支出 166.39 元, 略高于全球水平 (141.28 元), 但是与美国 (787.60 元)、日本 (549.88 元) 相比仍然有较大的提升空间。

图表 20 2018-2023 中国、美国、日本、全球箱包行业集中度 CR5 (%)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

图表 21 2018-2023 中国、美国、日本、全球箱包行业人均支出 (元)



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

国内箱包行业以加工制造为主, 自主品牌建设较为薄弱。箱包行业厂商包括加工制造商、专业制造商和品牌运营商。加工制造商主要通过 OEM 模式为箱包品牌商代工箱包产品, 缺乏自主研发设计能力。制造商之间主要通过低价竞争获取客户订单, 利润率较低。目前, 我国大多数箱包制造商属于此类。专业制造商主要通过 ODM 模式为箱包品牌商代工生产产品, 有一定的研发设计能力, 与客户之间的合作关系较为稳定, 利润率高于加工制造商。品牌运营商研发设计能力较强, 往往将生产过程外包而专注于品牌经营、产品款式设计以及产品面料研发, 利润率较高, 我国箱包品牌运营商较少, 大多来自国外。根据品牌网, 中国箱包品牌前 10 名中, 只有 2 家来自中国大陆, 分别是达派和开润旗下品牌 90 分且排名靠后, 其中达派近几年表现不佳, 目前在淘宝、京东等平台已找不到其产品, 国内箱包行业自主品牌建设在数量和影响力两方面有较大的提升空间。

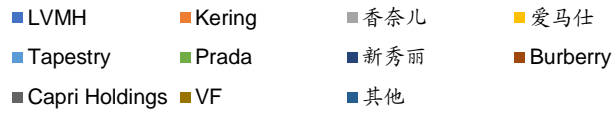
图表 22 2024 年中国箱包品牌前 10 名

品牌	创立时间及地点	品牌简介	主要产品
Samsonite 新秀丽	1910, 美国	国际著名箱包品牌, 旅行用品领域历史悠久的品牌, 黑标 Vintage 系列是该品牌的极品。	箱类: 硬箱、软箱、CURV 箱、铝镁合金箱等; 包袋类: 双肩包、单肩包、斜挎包、公文包、旅行袋、手提袋等。
RIMOWA 日默瓦	1898, 德国	世界著名箱包品牌, 轻巧旅行箱的先驱, 平行沟槽式结构设计是其独有的风格, 以坚固/耐用/轻巧著称的旅行箱品牌。	箱类: 登机箱、托运箱、行李箱等; 包袋类: 背包、公文包、手提包、托特包、斜挎包、行李袋等。
Diplomat 外交官	1971, 中国台湾	享誉全球的国际化箱包品牌, 专业生产拉杆箱/旅行箱/化妆箱等各类高级旅行用品。	箱类: 拉杆箱、旅行箱、航空箱等; 包袋类: 双肩包、电脑包、斜挎包等。
AMERICAN TOURISTER 美旅	1933, 美国	新秀丽公司旗下的国际知名箱包品牌, 红蓝相间的蝴蝶羽翼造型商标是其标志。	箱类: 硬箱、标准登机箱、机长箱等; 包袋类: 休闲包袋、通勤背包、书包等。
CROWN 皇冠	1952, 中国台湾	享誉全球的经典品牌, 旅行用品的优秀典范, 强调国际流行色。	箱类: 前开盖旅行箱、多功能拉链箱等。 包袋类: 时尚双肩包、商务双肩包等。
DELSEY 大使	1946, 法国	登机箱十大品牌, 法国的标志性箱包品牌, 首创可移动的行李箱, 以其可靠性和创新的设计著称。	箱类: 登机箱、多功能拉杆箱等。 包袋类: 运动包、斜挎包、电脑包等。
雅士 EMINENT	1979, 中国台湾	国际知名箱包品牌, 以制造专业旅行箱起家, 世界旅行箱、包袋大型制造公司。	箱类: 行李箱、登机箱、旅行箱等; 包袋类: 双肩包、旅行包、手提包等
达派 dapai	1991, 泉州	达派集团旗下品牌, 曾是国内领先的箱包品牌, 但后续经营不善, 目前淘宝、京东等平台已找不到其箱包产品	箱类: 拉杆箱、托运箱等; 包袋类: 旅行包、公文包、登山包等。
ACE 爱思	1940, 日本	其首创轮式硬箱设计享誉国际	箱类: 软箱、硬箱等; 包袋类: 双肩包、单肩包、公文包等;
90 分	2015, 上海	开润旗下品牌, 国内领先的箱包品牌, 引领时尚轻松的出行方式, 关注年轻消费者的使用需求与情感价值, 注重体感科技和产品的结合。	箱类: 触动箱、行李箱等; 包袋类: 双肩包、旅行包、户外运动多功能包等。

资料来源: 品牌网, 爱企查, 各公司官网, 天猫旗舰店, 公司可转债说明书, 华安证券研究所

中国箱包行业集中度较低, 国内品牌竞争力较弱。2018-2023 年, 国内箱包行业集中度显著提升, 前 5 大企业集中度 CR5 从 11.90% 上升至 26.70%, 但是与美国 (44.80%)、日本 (47.10%) 以及全球水平 (32.50%) 相比, 中国箱包行业集中度明显偏低。2023 年我国箱包行业市占率前 5 名分别为 LVMH (11.60%)、Kering (4.70%)、香奈儿 (4.10%)、爱马仕 (4.00%)、Tapestry (2.30%), 主要为国外知名奢侈品企业。李宁, 虽然不是箱包制造企业, 但是其市占率为 0.80%, 排名第 11, 为市占率最高的中国企业。国外企业市场份额显著领先于国内企业, 在竞争中处于优势地位。随着年轻消费者对国潮产品的接受度越来越高, 国内箱包品牌将迎来发展机遇, 预计国内箱包企业市占率将逐渐提高。

图表 23 2023 年中国箱包行业企业市占率



资料来源: Euromonitor, 华安证券研究所

### 3 公司：代工业务为核心，品牌经营成效显著

#### 3.1 代工业务：箱包代工稳定增长，服装代工增长空间巨大

##### 3.1.1 箱包：业务保持稳定增长，客户结构不断优化

公司代工业务模式以 ODM 为主，OEM 为辅。ODM 模式下代工企业参与产品设计环节，承担部分设计任务，OEM 模式下代工企业完全按照品牌商提供的产品样式进行生产。公司主要以 ODM 方式为戴尔、惠普、华硕等 IT 品牌代工电脑包等包袋产品，以 OEM 方式为新秀丽、耐克、迪卡侬、VF 集团等运动休闲品牌代工运动包、拉杆箱等箱包产品。

图表 24 公司代工业务模式 ODM/OEM

代工模式	ODM	OEM
主要产品	电脑包	运动包、拉杆箱
设计研发	综合客户对款式、外观、功能、面料等元素的需求，自主开发设计并打样，供客户选择修改；或根据市场需求与潮流趋势自行研发设计产品供客户选择	根据客户提供样品与图纸进行制造生产
工艺技术	大量使用公司特有的专利与非专利技术面料，显著提升了包袋类产品的防菌防霉能力以及耐磨性等	主要从客户指定供应商采购原辅料，少量使用公司特有专利与非专利技术面料
目标客户	戴尔、惠普、华硕等 IT 品牌	新秀丽、耐克、迪卡侬、VF 集团等运动休闲品牌

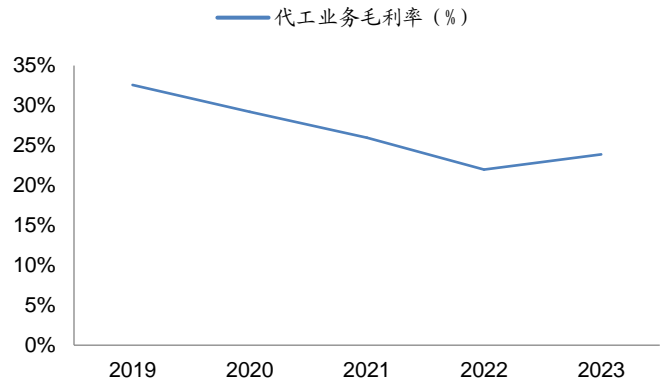
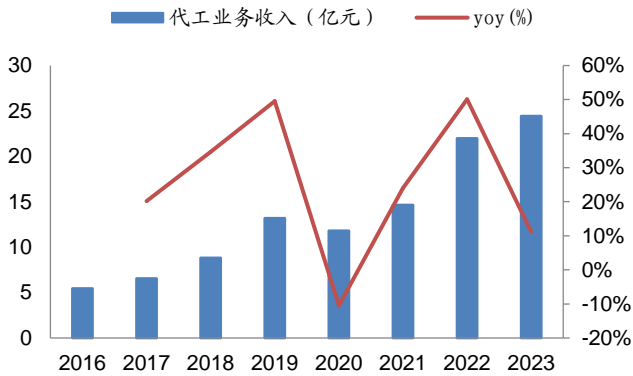
资料来源: 招股说明书, 公司年报, 华安证券研究所

代工制造业务营收保持高速增长。由于公司坚持深耕优质品牌客户战略，不断开拓、巩固新老客户，公司代工业务保持稳健增长态势。2016-2023 年公司代工业

务收入 5.45 亿元增长至 24.44 亿元，CAGR 为 23.90%。2019-2022 公司代工业务毛利率呈下降趋势，主要系公司 2020 年会计准则调整以及进军服装代工业务成本增加所致。随着公司代工制造业务客户及产品结构优化调整、供应链端效率提升，2023 年代工业务毛利率为 23.88%，同比增长 1.9pct。

图表 25 2016-2023 年公司代工业务收入及同比增速 yoy (%)

图表 26 2019-2023 年公司代工业务毛利率情况 (%)

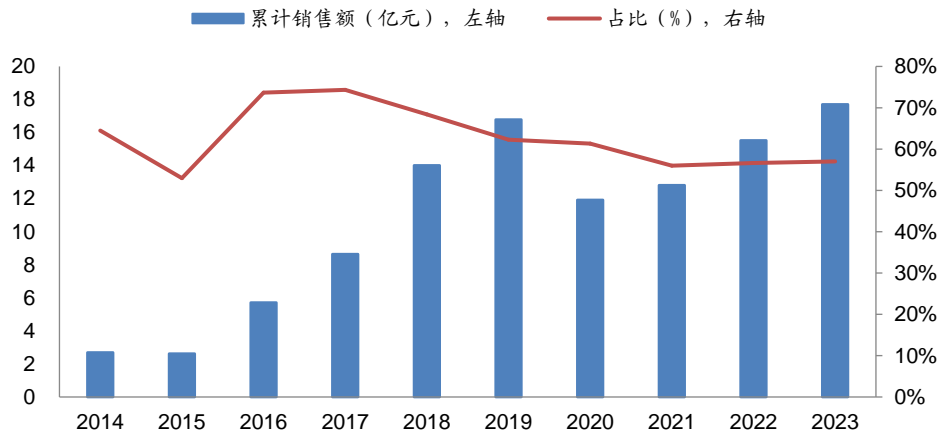


资料来源：公司年报，华安证券研究所

资料来源：公司年报，华安证券研究所

公司坚持深耕优质品牌客户战略，客户结构不断优化。公司凭借优质、创新的产品与服务逐渐提升在老客户中的份额并不断拓展新客户，与耐克、迪卡侬、VF 集团、优衣库、PUMA、戴尔、惠普、华硕等国际知名品牌建立了长期稳定的合作关系。2014-2023 年公司前 5 大客户累计销售额呈上升趋势，从 2.69 亿元上升至 17.70 亿元，客户集中度呈下降趋势，前 5 大客户累计销售额占比从 64.48% 下降至 57.01%。

图表 27 2014-2023 公司前 5 大客户累计销售额 (亿元) 及占比 (%)



资料来源：招股说明书，可转债说明书，公司年报，华安证券研究所

图表 28 公司新客户拓展情况

时间	新客户拓展情况
2017	公司成为迪卡侬全球 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	拟收购印尼工厂 100% 股权，进入 Nike 供应商体系。
2019	拓展 Nike、VF 等优质客户，代工业务产品品类由包袋拓展至拉杆箱领域。



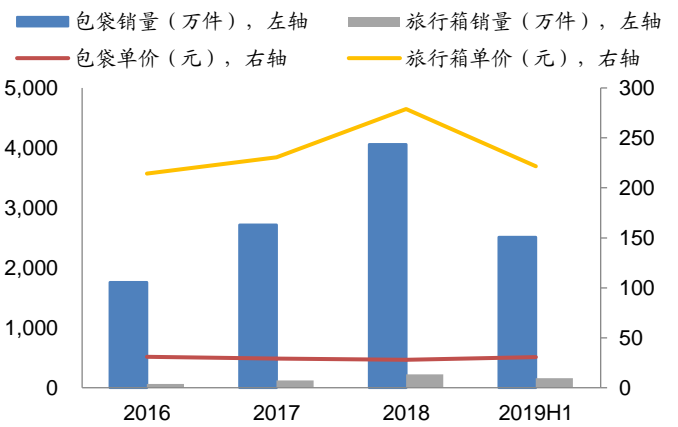
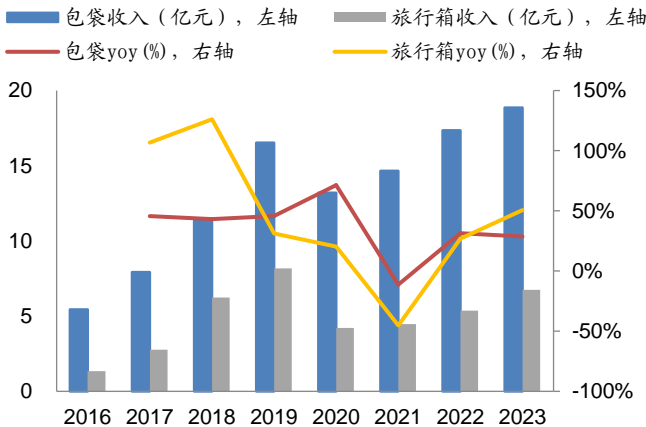
2020	拓展成为 VF 集团箱包类产品供应商。
2021	拓展成为 Jansport、Dickies、李宁等知名品牌的包袋供应商
2022	拓展成为 PUMA、The North Face、Thule、The Home Depot、Millet、Acer 等品牌的包袋类供应商。
2023	拓展成为优衣库、JR286、YETI 等新客户的包袋类供应商。

资料来源：公司年报，华安证券研究所

从具体产品类别来看，包袋业务规模更大且增长稳健。2016-2023 年，公司包袋/旅行箱营业收入分别从 5.44/1.34 亿元增长至 18.86/6.75 亿元，CAGR 分别为 19.44%/26.06%。就销量和单价来看，包袋/旅行箱销量高速增长且单价比较稳定。2016-2018 年公司包袋/旅行箱分别由 1758.37/62.30 万件增长至 4058.98/223.80 万件，CAGR 分别为 51.93%/89.53%，均价基本稳定在 30/230 元左右，包袋销量远高于旅行箱但是价格较低。2019H1 公司包袋、旅行箱销售量分别为 2511.61、158.80 万件，均价分别为 30.66、221.49 元。

图表 29 2016-2023 年公司包袋、旅行箱收入 (亿元) 及同比增速 yoy (%)

图表 30 2016-2019H1 公司包袋、旅行箱销量 (万件) 及单价 (元)



资料来源：公司年报，可转债说明书，华安证券研究所

资料来源：公司年报，可转债说明书，华安证券研究所

**产能建设有序拓展。**为应对不断增长的市场需求，公司于 2019 年发行可转债 2.23 亿元，主要用于投资滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目，预计新增软包年产能 1165 万。2020 年公司通过向特定对象发行股票的方式募集资金 6.74 亿元，主要用于投资印尼箱包生产基地、滁州米润科技有限公司时尚女包工厂项目以及安徽开润股份有限公司信息化建设项目，预计项目建成后将分别新增箱包年产能 1848 万个、女包年产能 248 万个以及提升公司经营效率。为拓展服装业务，2022 年将滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目变更为滁州软包与服装制造项目，预计将新增箱包年产能 347 万个、服装年产能 735 万件。2023 年公司将印尼箱包生产基地变更印尼箱包与服装生产基地，预计将新增箱包年产能 1082 万个，服装年产能 1238 万件。

图表 31 公司有序推进新产能建设

项目	预期效果	资金来源	投资总额 (亿元)	预计到达可使用状态日期
滁州软包与服装制造项目	新增箱包年产能 347 万个、服装年产能 735 万件	可转债	1.99	2024/12/31
印尼箱包与服装生产基地	新增箱包年产能 1082 万个，服装年产能 1238 万件	定向增发	3.10	2025/12/31
滁州米润科技有限公司时尚	新增女包年产能 248 万个	定向增发	1.52	2024/12/31

女包工厂项目

安徽开润股份有限公司信息

化建设项目

提升公司经营效率

定向增发

0.50

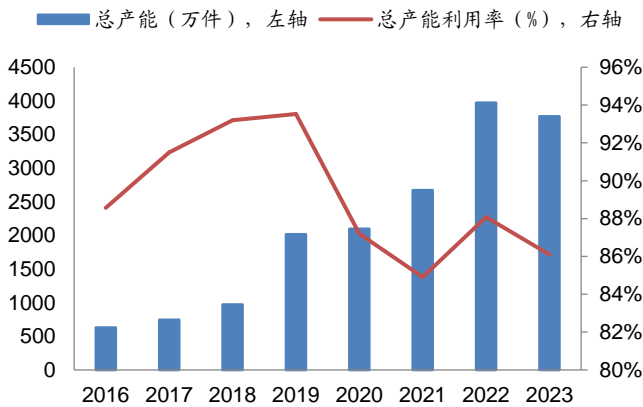
2024/12/31

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**总产能稳定增长，利用率较高。**随着公司业务规模扩张，2016-2023 年公司产能从 629.98 万件增长至 3769.56 万件，呈快速增长趋势。产能利用率先上升后下降，基本维持在 85%以上。2023 年全球消费市场疲软，客户普遍处于去库存阶段，公司产能扩建需求放缓。2023 年公司总产能为 3769.56 万件，同比下降 5.11%，公司总产能利用率为 86.10%，同比下降 1.98pct。

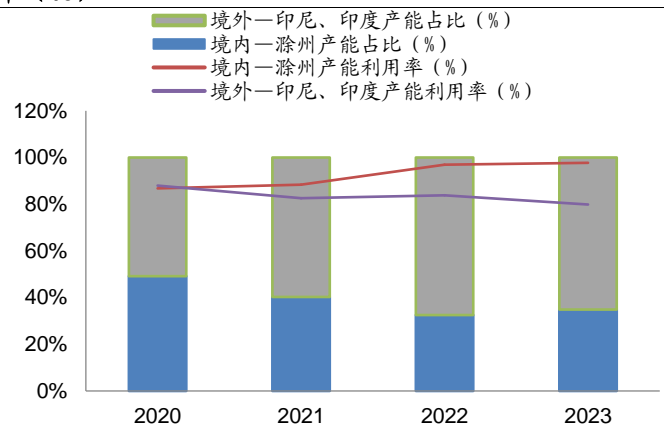
**产能布局全球化。**2019 年公司收购印尼工厂 PT. Formosa Bag Indonesia 和 PT. Formosa Development 100%股权拓宽全球化产能布局，此次收购不仅帮助公司进入国际知名品牌耐克的箱包供应商体系，同时有助于打通东南亚地区上游产业链，实现产业集聚、打造良好商业生态。印尼人力成本较低且是普惠制关税制度待遇 (GSP) 受益国，主要制成品和半制成品对美国出口享受零关税制度。在印尼建设生产基地有利于降低公司经营成本和出口成本，提高公司产品竞争力以及抵御国际贸易风险能力，为公司进一步拓展欧美市场奠定基础。目前，公司产能分布于中国滁州以及印尼、印度等人力成本或关税政策具备显著优势的区域。2020-2023 年，境外产能 (印尼、印度) 占比逐渐提升，从 50.83%增长至 65.13%，境外产能利用率大约为 80%，境内产能利用率从 86.78%增长至 97.73%。

图表 32 2016-2023 年公司总产能 (万件) 及利用率 (%)



资料来源：公司年报，可转债说明书，华安证券研究所

图表 33 2020-2023 公司境内、境外产能占比 (%) 及利用率 (%)



资料来源：公司年报，华安证券研究所

### 3.1.2 服装：业务处于起步阶段，增长空间巨大

**收购上海嘉乐，进军服装及面料代工市场。**2020 年公司全资子公司滁州米润科技有限公司以 3.26 亿元收购上海嘉乐 28.70%股权，公司全资子公司宁波浦润投资合伙企业参与投资设立的安徽省泰合智能出行股权投资合伙企业以 1.24 亿元收购上海嘉乐 10.90%股权。2021 年公司全资子公司滁州米润科技有限公司以 9000 万元收购上海嘉乐 7.25%股权。2022 年公司全资子公司宁波浦润投资合伙企业参与投资设立的珠海玖菲特玖安股权投资基金合伙企业以 2.86 亿元收购上海嘉乐 49%股权。2024 年 7 月公司全资子公司滁州米润科技有限公司分别 1.37、0.63 亿元从安徽泰合合伙企业和玖安投资收购上海嘉乐 10.90%、5%股权，共计 15.90%股权，



公司间接持有上海嘉乐 51.85%股份，上海嘉乐成为公司控股子公司，纳入公司合并报表范围。

**上海嘉乐营业收入强势增长，利润扭亏为盈。**2023 年，在全球纺织服装品牌客户缩减采购的背景下，上海嘉乐营业收入逆势增长 26.87%达到 12.85 亿元。虽然 2023 年上海嘉乐净利润为-0.75 亿元，但是这主要系工厂搬迁、引入 SAP 系统、清理存货所致，属于一次性亏损。2024Q1，上海嘉乐实现盈利，营业收入为 3.23 亿元，净利润为 0.11 亿元。**收购上海嘉乐对公司未来发展具有深远意义：**1、有助于公司拓展进入纺织面料及服装赛道，拓宽市场空间，提升业务规模及盈利水平；2、上海嘉乐服务于优衣库等全球知名品牌，积累了显著的面辅料研发优势，有助于公司延展客户资源、壮大研发生产能力；3、上海嘉乐主业与公司代工制造业务高度协同，有助于双方资源共享，实现合作共赢，助力公司高质量发展。

### 3.2 品牌经营：业务高速增长，积极推动产品出海

**公司品牌经营业务包括自有品牌 90 分以及合作品牌小米。**2015 年，公司与小米成立合资公司上海润米、上海硕米，切入小米生态链开拓品牌经营业务。公司与小米集团合作，主要负责小米箱包的整体开发、生产和供货，“小米”品牌及商标权归属于小米集团。同时，公司借力小米生态链渠道创立自有箱包品牌 90 分。小米和 90 分在定价区间、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。

图表 34 公司品牌建设

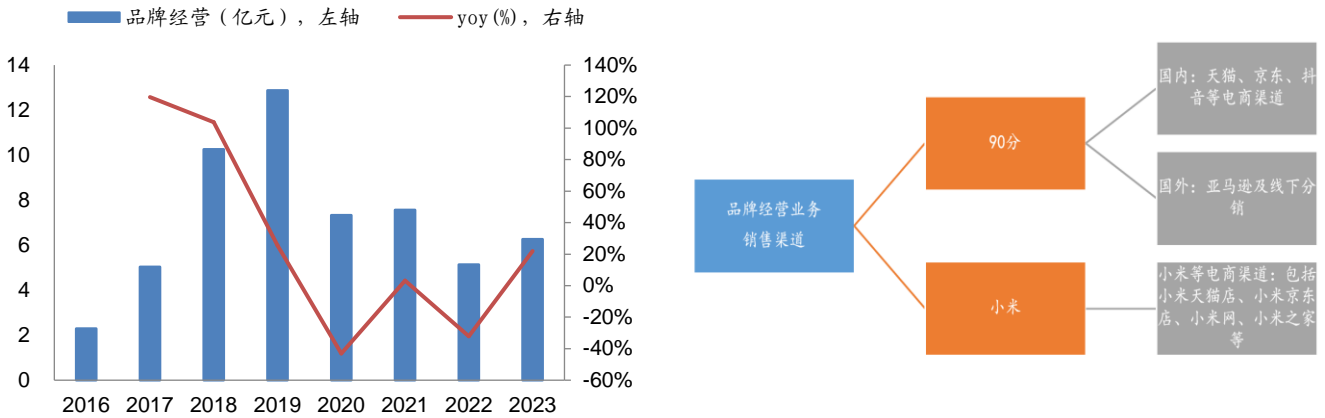
品牌	类别	主要产品类型	特点	目标客户	主要产品价格带
 90分 NINETYGO	自有品牌	拉杆箱、包袋、生活配件等泛出行产品	高颜值、高品质、有调性	时尚青年	400-1000 元
 小米	合作品牌	箱包	强功能性、强科技属性	年轻白领、学生	200-400 元

资料来源：公司年报，华安证券研究所

**品牌经营收入高速增长。**2016-2019 年品牌经营业务规模高速增长，营业收入从 2.29 亿元增长至 12.87 亿元，CAGR 为 77.77%。受疫情以及市场需求下降影响，公司品牌经营业务分别于 2020 年和 2022 年经历了两次大幅度业绩下滑，营收下跌幅度分别为-43.06%、-32.11%。2023 年旅游出行市场复苏，公司品牌经营业务收入为 6.26 亿元，同比增长 21.97%，公司自有品牌扭亏为盈，经营业绩显著提升。

**销售渠道包括电商和分销。**公司品牌经营业务在国内主要通过天猫、京东、抖音、小米等电商渠道开展，也包括线下团购礼品分销等其他渠道；在海外主要通过亚马逊等电商渠道及线下分销渠道开展。

图表 35 2016-2023 年公司品牌经营业务收入 (亿元) 及 图表 36 公司品牌经营业务销售渠道  
同比增速 yoy (%)



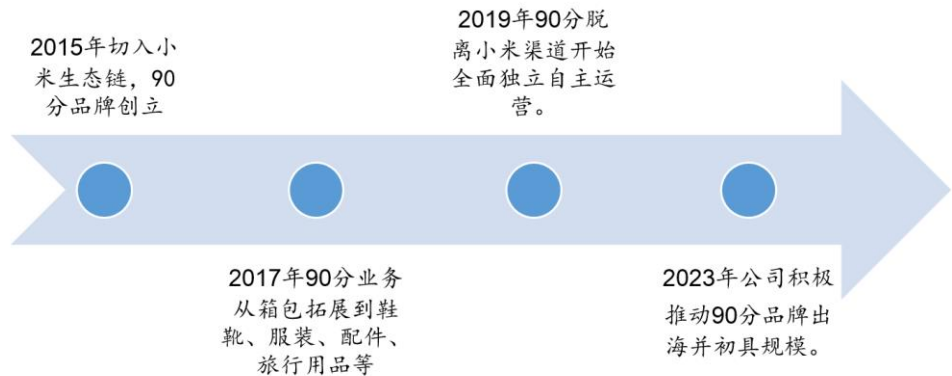
资料来源: 公司年报, 可转债说明书, 华安证券研究所

资料来源: 公司年报, 华安证券研究所

### 3.2.1 90 分注重研发创新, 业绩表现出众

从产品、运营、市场等方面不断推进 90 分品牌建设。2015 年公司切入小米生态链, 推出自有品牌“90 分”旅行箱, 凭借高品质及高性价比, 迅速抢占旅行市场。2017 年, 公司“90 分”品牌稳步扩张产品品类, 从箱包拓展到鞋靴、服装、配件、旅行用品等。2019 年, 90 分脱离小米渠道开始全面独立自主运营。为获得更多市场增量, 2023 年公司积极推动 90 分品牌出海并初具规模。

图表 37 90 分品牌发展历程



资料来源: 公司公告, 可转债说明书, 华安证券研究所

重视研发投入, 获得专业奖项和消费者认可。(1) 90 分品牌通过内部深度研发和外部联合研发两种模式将新材料、创新形成工艺以及科技融入传统箱包产品之中, 持续提高产品科技附加值。内部研发方面, 公司设有研发设计中心, 从德国、香港、台湾等地引进了资深专业设计师以及聘请国内知名设计专业院的优秀毕业生, 目前已组建了一支高素质、国际化研发设计队伍。外部研发方面, 公司与德国科思、德国汉高、美国铝业等多家世界 500 强企业建立了新材料研发项目合作关系。(2) 90 分不断推出创新产品, 获国际顶尖奖项认可。2017 年公司与小米生态链公司 NINEBOT 联合研发了智能可跟随行李箱 PUPPY 系列, 产品在 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。2018 年推

出了七道杠旅行箱、仅 1.68kg 的超轻旅行箱，电脑内胆包、透明箱、城市通勤双肩包、相机包、户外防水便携桶包、户外学院休闲双肩包等多种类型。2019 年公司推出了曼哈顿轻盈都市系列旅行箱及背包、snapshotter 都市双肩包、时尚商务双肩包等，并携手爱马仕前设计师在法国蓬皮杜国家艺术文化中心发布全新 90 分轻盈都市 NICE 限定系列。2021 年公司推出了全新铝框旅行箱、漫威 IP 联名款箱包、鲨鱼双肩包、单拉杆行李箱、软箱等新品。凭借突出的创新能力，90 分品牌多款产品获得了德国红点设计概念大奖、德国 IF 工业设计大奖、当代好设计奖、中国制造之美奖等国际顶尖设计奖项。(3) 90 分品牌获得市场和消费者认可，2022 年“双十一”期间，90 分品牌斩获天猫拉杆箱类目品牌第一。2023 年“618”电商活动期间，公司 90 分品牌天猫单品销售额突破 1000 万，“双十一”期间，90 分品牌登顶天猫拉杆箱新品榜 TOP1。

图表 38 90 分金属铝制箱，iF 设计大奖作品



图表 39 90 分都市通勤双肩包



资料来源：公司官网，华安证券研究所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 40 公司 90 分品牌产品获奖情况

时间	产品	奖项
2017	金属旅行箱	德国“IF 设计大奖”
2018	商旅两用旅行箱（七道杠）	德国“红点设计大奖”
	米兔儿童旅行箱	优良设计奖
2019	即热温控羽绒服	德国“IF 设计大奖”
	轻商务登机箱（前开盖）	德国“红点设计大奖”
	智能跟随旅行箱 Puppy1	德国“红点设计大奖”，在美国 CES 展上获得国外媒体的一致好评
	xKevlar 轻质登机箱	“白玉兰杯”上海设计创新大赛最佳材料创新奖二等奖
2020	超轻箱	“上海设计 100+”产品
2021	羽感超轻旅行箱	“上海设计创新产品大赛”优秀奖，“2022 中国制造之美”
	撒哈拉旅行箱	当代好设计奖，德国“2022 IF 设计大奖”
	全自动反向折叠照明晴雨伞	当代好设计奖
2022	90 分儿童旅行箱	德国“IF 设计大奖”
	爱丁堡 EVA 旅行箱	
	低碳可循环灵感箱	中国制造之美

	90分秋千托特包	
2023	NULIFE 系列宽拉杆旅行箱	中国制造之美
	EVA 磁吸一体旅行箱	“上海设计 100+”产品

资料来源：公司年报，可转债说明书，华安证券研究所

**90分品牌销售渠道从国内拓展至国外，主要包括线上以及线下渠道。**（1）国内：线上渠道包括天猫、京东、抖音等主流电商平台，罗辑思维等垂直平台以及云集、环球捕手、有赞等社交化电商渠道。线下渠道包括礼品团购、KA（重点客户）、百货等。（2）国外：为获得市场新增量，公司积极推动90分品牌出海。在国外主要通过亚马逊、TEMU等跨境电商进行销售，同时在北美、欧洲、日韩、菲律宾等国家和地区进行线下分销。

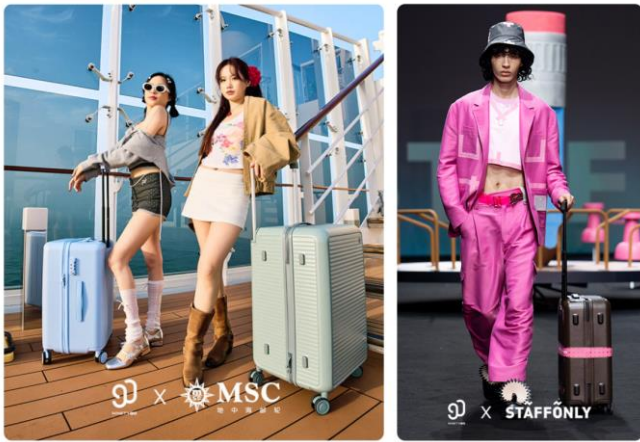
图表 41 公司 90 分品牌销售渠道

模式/地区	国内	国外
线上	天猫、京东、抖音等主流电商平台；罗辑思维等垂直平台；云集、环球捕手、有赞等社交化电商渠道	亚马逊、TEMU 等跨境电商
线下	礼品团购、KA（重点客户）、百货等	在北美、欧洲、日韩、菲律宾等国家布局线下分销

资料来源：公司年报，公司官网，可转债说明书，华安证券研究所

**90分品牌通过传统硬广、品牌联名、事件营销、明星宣传、KOL 种草带货、社交媒体宣传等多种方式展开营销布局。**（1）**传统硬广**：通过赞助“慢游全世界”等热门综艺，在大热电视剧“都挺好”中植入广告等提升知名度和关注度；（2）**品牌联名**：2019年90分携手前爱马仕知名设计师 Ludovic Alban，在全球顶级艺术博物馆法国蓬皮杜国家艺术文化中心发布全新90分 x L.a 轻盈都市 NICE 系列，推出故宫联名款旅行箱，与 MSC、STAFFONLY、漫威等进行品牌联名扩大产品受众；（3）**事件营销**：2019年推出“线上玩转抖音挑战赛”，联合明星开展线下“活色声箱”等活动，获得了较大的关注度，90分微博、小红书、微信等社交媒体粉丝数量大幅提升。（4）**明星宣传**：2020年启用品牌代言人欧阳娜娜，在9月发起主题为“出行更出彩”90分x欧阳娜娜营销活动，大幅提升了品牌知名度和时尚感。此外，90分还与张新成、林心如等多位明星合作加强产品宣传。（5）**KOL 种草带货**：强化与头部网红直播合作，加大品牌曝光和知名度提升，有序推进品牌营销工作。（6）**社交媒体宣传**：公司以短视频、图文、直播等多样化的方式，通过小红书、微博、抖音等社交平台、私域流量等进行种草，同时强化粉丝运营，重视拔草，努力提高品牌营销的转化。

图表 42 90 分品牌联名



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 43 90 分明星宣传



资料来源：90 分微信公众号，华安证券研究所

### 3.2.2 小米产品销量登顶，合作逐渐加强

公司与小米合作不断深化，产品获市场认可。2015 年公司与小米成立合资公司上海润米、上海硕米进入小米生态链开拓品牌经营业务。公司负责小米休闲包袋、旅行箱、商务包袋、鞋服以及其他相关配件的整体开发、生产和供货，“小米”品牌及商标权归属于小米集团。“小米”产品主要通过小米等电商渠道如小米天猫店、小米京东店、小米网、小米之家等进行销售。2023 年公司控股子公司润米科技与小米签署战略合作协议，为未来旅行消费品品类合作奠定了基础。2023 “618” 电商活动期间，小米品牌获得京东渠道旅行箱品类销量冠军，小米旅行箱青春款获得京东渠道销额冠军。“双十一” 期间，小米品牌获得京东渠道旅行箱品牌类销量冠军。

图表 44 小米品牌侧翻盖旅行箱



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 45 小米品牌包袋



资料来源：公司官网，华安证券研究所

图表 46 小米生态链总经理陈波与润米科技 CEO 冯婕共同签署战略合作协议



资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司与小米的合作主要以成本价采购/毛利模式进行分成。在毛利分成模式下，按照公司与小米业务合作协议及其附属协议的约定，公司按照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，小米再将其产生的毛利按照双方约定比例分成。公司确认的销售收入为产品成本加毛利分成。

图表 47 公司与小米合作分成方式计算标准

序号	项目	计算方式
①	发行人的成本	发行人的成本=产品生产成本+变动费用（物流费用等）
②	小米的成本	小米的成本=小米为实现销售产品产生的物流费用及其他费用
③	单个产品毛利	单个产品毛利=小米终端零售价-发行人的成本-小米的成本
④	发行人的分成金额	发行人的分成金额=小米销售数量*单个产品毛利*发行人分成比例
⑤=①+④	发行人销售收入	发行人销售收入=发行人的成本+发行人的分成金额

资料来源：可转债说明书，华安证券研究所

## 4 盈利预测及投资建议

我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：

**（1）代工业务：箱包业务方面**，随着公司深化与 Nike、Adidas、迪卡侬、戴尔、优衣库、Puma 等全球头部客户的合作，提升在客户供应链中的地位与占比，并积极拓展新客户，叠加公司 2024-2025 年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订单提供产能支持，公司箱包业务有望稳定增长。我们预计 24-26 年公司箱包业务收入增速分别为 20%/8%/5%。**服装业务方面**，公司投资参股优衣库针织服装核心供应商上海嘉乐，将进一步在服装及面辅料代工制造领域进行探索和深耕，随着上海嘉乐的产能释放、客户结构的优化和生产效率的提升，公司服装业务有望高增长，我们预计 24-26 年公司服装业务收入增速分别为 150%/55%



/35%。

(2) 品牌经营业务: 公司聚焦核心品牌“90分”和“小米”, 公司品牌经营业务抓住国内出行消费市场回暖的发展机会和各地文旅发展的蓬勃态势, 聚焦出行拉杆箱及背包品类, 重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新, 依托品牌力及产品力快速抢占市场份额, 且积极推动“90分”品牌出海, 深入海外线上及线下渠道多点布局。我们预计 24-26 年公司自有品牌线上销售收入增速分别为 5%/15%/15%, 分销销售收入增速分别为 5%/15%/15%。

图表 48 公司分业务收入预测 (万元)

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
自有品牌业务	51,347.01	62,625.78	65,757.07	75,620.63	86,963.73
yoy	-32.11%	21.97%	5.00%	15.00%	15.00%
线上销售	22,760.89	21,409.05	22,479.50	25,851.43	29,729.14
yoy	-34.39%	-5.94%	5%	15%	15%
分销销售	28,586.12	41,216.74	43,277.57	49,769.21	57,234.59
yoy	-30.18%	44.18%	5%	15%	15%
代加工销售	219,797.28	244,353.02	354,569.96	438,383.21	515,160.16
yoy	50.09%	11.17%	45.11%	23.64%	17.51%
箱包	192,186.72	197,163.53	236,596.24	255,523.94	268,300.14
yoy	31.24%	2.59%	20%	8%	5%
服装	27,610.57	47,189.49	117,973.73	182,859.27	246,860.02
yoy		70.91%	150%	55%	35%
其他	2,954.91	3,511.45	3,862.60	4,248.86	4,673.74
yoy	-56.69%	18.83%	10%	10%	10%
营业总收入	274,099.21	310,490.25	424,189.64	518,252.70	606,797.63
yoy	19.75%	13.28%	36.62%	22.17%	17.09%

资料来源: 公司 2022 年年报, 公司 2023 年年报, 华安证券研究所

一方面, 公司为箱包代工头部企业, 依托印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势, 坚持深耕优质品牌客户战略, 积极提升在老客户中的份额和开拓新增客户, 并收购上海嘉乐拓展纺织服装及面料领域收入新增量。另一方面, 随着出行消费复苏, 公司重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新, 自有品牌业务步入快速增长通道。我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 42.42/51.83/60.68 亿元, 分别同比增长 36.6%/22.2%/17.1%; 归母净利润分别为 3.69/3.63/4.72 亿元, 分别同比+219.3%/-1.7%/+30.0%。截至 2024 年 8 月 28 日总股本及收盘市值对应 EPS 分别为 1.54/1.51/1.97 元, 对应 PE 分别为 12.24/12.45/9.57 倍。

图表 49 盈利预测和估值 (百万元)

	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	3105	4242	5183	6068
收入同比 (%)	13.3%	36.6%	22.2%	17.1%
归属母公司净利润	116	369	363	472
净利润同比 (%)	146.5%	219.3%	-1.7%	30.0%
毛利率 (%)	24.4%	25.2%	25.4%	26.1%
ROE (%)	6.2%	17.6%	15.2%	17.0%
每股收益 (元)	0.48	1.54	1.51	1.97
P/E	30.56	12.24	12.45	9.57
P/B	1.90	2.15	1.89	1.63
EV/EBITDA	11.41	7.37	6.98	5.09

资料来源: 公司 2023 年年报, 华安证券研究所 (截至 2024 年 8 月 28 日)

按照申万二级行业分类，公司所属行业分类为“纺织服饰—纺织制造”，我们选取申万二级行业分类纺织制造下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2024 年 8 月 28 日收盘价，根据 Wind 一致预期，纺织制造公司的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 18.14/16.49/15.70 倍，开润股份的 PE (TTM) /PE (2024E) /PE (2025E) 分别为 15.65/12.24/12.45 倍，均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 50 可比公司估值**

证券代码	证券简称	PE (TTM)	PE (2024E)	PE (2025E)
801131.SI	纺织服饰—纺织制造 (申万)	18.14	16.49	15.70
300577.SZ	开润股份	15.65	12.24	12.45

资料来源：公司 2023 年年报，华安证券研究所（截至 2024 年 8 月 28 日，纺织制造指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，开润股份的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

## 5 风险提示

**(1) 客户集中度较高的风险。**公司客户集中度相对较高。虽然公司与主要客户之间形成了长期稳定的合作关系，但如果公司与主要客户的合作发生变化，或主要客户的经营情况不利，从而降低对公司产品的采购，将可能对公司的盈利能力与业务发展造成不利影响。

**(2) 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，国内劳动力成本的持续上涨将对公司盈利造成一定影响。

**(3) 经营规模扩张带来的管控风险。**随着业务规模的扩大和产品种类的丰富，公司机构、生产线和人员不断增加，公司面临进一步建立更加规范的内控制度、决策机制、成本管控机制、运营管理机制等一系列挑战。如果公司的经营管理水平不能满足公司规模扩大后的要求，将对公司的盈利能力造成影响。

**(4) 汇率波动的风险。**人民币汇率波动渐趋市场化，同时国内外政治、经济环境也影响着人民币汇率的走势。如未来人民币升值，将对公司出口业务的开拓与经营业绩造成一定影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	1918	2565	3050	3627	<b>营业收入</b>	3105	4242	5183	6068
现金	653	981	1173	1490	营业成本	2349	3172	3868	4486
应收账款	592	766	907	1028	营业税金及附加	15	13	24	29
其他应收款	11	14	17	19	销售费用	200	212	295	334
预付账款	11	14	17	19	管理费用	200	246	316	364
存货	493	617	752	872	财务费用	28	23	19	17
其他流动资产	158	174	185	199	资产减值损失	-13	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1670	1804	1854	1900	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	633	633	633	633	投资净收益	-86	0	0	0
固定资产	571	670	748	812	<b>营业利润</b>	156	511	510	663
无形资产	86	81	74	65	营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	380	420	399	390	营业外支出	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	3588	4369	4904	5527	<b>利润总额</b>	154	509	508	661
<b>流动负债</b>	1206	1563	1685	1797	所得税	39	127	124	159
短期借款	299	234	135	20	<b>净利润</b>	115	382	383	503
应付账款	431	590	720	835	少数股东损益	-1	13	20	31
其他流动负债	475	739	830	942	<b>归属母公司净利润</b>	116	369	363	472
<b>非流动负债</b>	473	635	735	835	EBITDA	324	613	620	785
长期借款	221	321	421	521	EPS (元)	0.48	1.54	1.51	1.97
其他非流动负债	252	315	315	315					
<b>负债合计</b>	1679	2198	2420	2632					
少数股东权益	56	69	89	120					
股本	240	240	240	240					
资本公积	730	736	736	736					
留存收益	883	1125	1418	1798					
归属母公司股东权益	1853	2102	2394	2775					
<b>负债和股东权益</b>	3588	4369	4904	5527					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	440	538	478	657
净利润	115	382	383	503
折旧摊销	64	80	94	108
财务费用	41	43	48	52
投资损失	86	0	0	0
营运资金变动	116	-16	-70	-31
其他经营现金流	17	447	476	560
<b>投资活动现金流</b>	-218	-205	-169	-182
资本支出	-138	-146	-166	-179
长期投资	-81	-2	-2	-2
其他投资现金流	1	-57	-1	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-253	-8	-117	-158
短期借款	-180	-66	-99	-115
长期借款	147	100	100	100
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	15	6	0	0
其他筹资现金流	-236	-48	-118	-143
<b>现金净增加额</b>	-30	328	192	317

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	13.3%	36.6%	22.2%	17.1%
营业利润	87.3%	228.1%	-0.3%	30.2%
归属于母公司净利	146.5%	219.3%	-1.7%	30.0%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	24.4%	25.2%	25.4%	26.1%
净利率 (%)	3.7%	8.7%	7.0%	7.8%
ROE (%)	6.2%	17.6%	15.2%	17.0%
ROIC (%)	7.1%	12.7%	11.5%	13.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	46.8%	50.3%	49.4%	47.6%
净负债比率 (%)	88.0%	101.3%	97.5%	90.9%
流动比率	1.59	1.64	1.81	2.02
速动比率	1.12	1.19	1.30	1.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.87	1.07	1.12	1.16
应收账款周转率	5.80	6.25	6.20	6.27
应付账款周转率	5.92	6.21	5.90	5.77
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.48	1.54	1.51	1.97
每股经营现金流	1.83	2.24	1.99	2.74
每股净资产	7.73	8.76	9.98	11.57
<b>估值比率</b>				
P/E	30.56	12.24	12.45	9.57
P/B	1.90	2.15	1.89	1.63
EV/EBITDA	11.41	7.37	6.98	5.09

资料来源:公司公告,华安证券研究所(以2024年8月28日收盘价计算)

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 11 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师：**余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。