

开润股份 (300577.SZ)

箱包制造龙头，看好公司未来业务有望重拾较快增长

核心观点：

- **公司是箱包制造龙头，服装代工业务打造第二成长曲线。**据公司财报，公司以箱包代工起家，2015 年开始布局品牌业务。2020 年起投资优衣库核心供应商上海嘉乐（于 24 年并表）切入服装代工领域，持续拓展 Adidas、Puma、MUJI 等新客户，延伸至“针织服装+面料”赛道。
- **B2B 业务：箱包业务稳步拓展，服装面料成长空间大。**据公司财报，（1）电脑包业务有望保持稳健增长：公司在电脑包袋等领域老客户中份额稳步提升；（2）运动休闲软包有望延续高增长，户外包袋持续拓展新客户：公司一方面继续提高老客户渗透率，另一方面持续拓展新客户，近年来新增耐克、VF、PUMA、优衣库、YETI 等新客户；（3）服装面料业务有望打造第二增长曲线：公司通过购买上海嘉乐股权，将代工制造品类从箱包延伸至行业规模更大的服装及面料制造领域。
- **B2C 业务：自有品牌 90 分积极出海，合作品牌与小米签订全新战略合作协议，小米汽车发布助力箱包销售，有望打开新增长空间。**据公司财报，（1）自有品牌（90 分）有望保持快速增长：公司在新功能、新材料等方面深化创新，多元推广方式塑造高识别度，此外积极推动品牌出海。（2）合作品牌（小米）有望恢复稳健增长：据公司官方公众号，润米科技与小米签订 2.0 全新战略合作协议，小米对于优秀生态链企业有望给予更多自主权和资源倾斜。据小米官网，2024 年小米汽车重磅发布，小米箱包业务有望受益。
- **盈利预测与投资建议。**预计 24-26 年 EPS 分别为 1.55 元/股、1.67 元/股、2.14 元/股。剔除上海嘉乐投资收益的影响（剔除后 EPS 约 1.25 元/股），参考可比公司估值，且预计公司业绩增速较快，给予公司 24 年 20 倍 PE 估值，对应合理价值 25.00 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**客户集中度高、产能扩张不达预期、单品增长不及预期、渠道扩张不及预期风险。

盈利预测：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	2741	3105	4298	5816	6698
增长率（%）	19.7%	13.3%	38.4%	35.3%	15.2%
EBITDA（百万元）	235	324	589	636	786
归母净利润（百万元）	47	116	372	401	514
增长率（%）	-74.0%	146.5%	221.7%	7.9%	28.1%
EPS（元/股）	0.20	0.48	1.55	1.67	2.14
市盈率（P/E）	79.70	30.56	13.04	12.08	9.43
ROE（%）	2.7%	6.2%	17.7%	16.5%	18.1%
EV/EBITDA	17.69	11.41	7.39	6.20	4.41

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

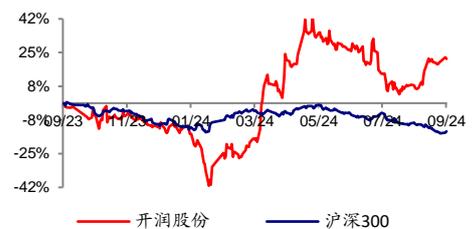
公司评级

公司评级	买入
当前价格	20.23 元
合理价值	25.00 元
前次评级	买入
报告日期	2024-09-19

基本数据

总股本/流通股本（亿股）	2.40/1.40
总市值/流通市值（亿元）	48.82/28.60
一年内最高/最低（元）	23.96/9.79
30 日日均成交量/成交额（亿）	0.01/0.29
近 3 个月/6 个月涨跌幅（%）	-2.91/49.35

相对市场表现



分析师：

糜韩杰



SAC 执证号：S0260516020001

SFC CE No. BPH764



021-38003650



mihanjie@gf.com.cn

相关研究：

开润股份 (300577.SZ)：回 2024-02-20
 购彰显信心，看好公司 24 年
 业绩高增长

联系人：

董建芳

dongjianfang@gf.com.cn

目录索引

一、箱包制造龙头，围绕出行领域打造优质消费品公司	5
（一）箱包制造龙头，针织面料/服装业务打造第二成长曲线.....	5
（二）股权结构稳定，管理层具备产业及互联网复合背景	8
（三）公司业绩复合增速高，2023 年业绩拐点向上高增长，2024 年上半年延续高增长	11
二、B2B 业务：箱包业务稳步拓展，服装面料业务成长空间大	14
（一）核心竞争力：客户质地优秀+稀缺印尼产能+精益管理数字化建设	14
（二）运动休闲软包有望延续高增长，户外包袋持续拓展新客户，服装面料业务打造第二增长曲线.....	17
（三）收购上海嘉乐，代工业务拓展至服装面料领域.....	18
三、B2C 业务：自有品牌出海+合作品牌与小米签订全新战略合作协议+小米汽车发布助力箱包销售，打开新增长空间	20
（一）国内箱包行业：空间广阔，当前行业竞争格局仍较为分散，龙头市占率有较大提升空间	21
（二）核心竞争力：研发创新优势突出，小米生态链助力发展.....	22
（三）自有品牌 90 分积极出海，合作品牌与小米签订全新战略合作协议，小米汽车发布助力箱包销售，有望打开新增长空间.....	26
四、盈利预测与投资建议.....	29
五、风险提示	31
（一）客户集中度高的风险.....	31
（二）产能扩张不达预期的风险	31
（三）单品增长不及预期的风险	31
（四）渠道扩张不及预期风险	31

图表索引

图 1: 公司发展历程	5
图 2: 公司业务模式	7
图 3: 公司前 5 大客户销售收入占总营收比重	7
图 4: 公司股权结构图 (截至 2024H1)	9
图 5: 历年公司营业收入 (亿元) 及增速	13
图 6: 历年公司归母净利润 (亿元) 及增速	13
图 7: 公司 B2B 业务营业收入及同比增速	13
图 8: 公司 B2C 业务营业收入及同比增速	13
图 9: 公司营业收入占比	13
图 10: 公司毛利率净利率情况	13
图 11: 公司各业务渠道毛利率	14
图 12: 公司期间费用率情况	14
图 13: 历年公司自有产能及利用率情况	15
图 14: 历年公司产销量 (万件) 及产销率情况	15
图 15: 公司原有客户 (按招股书) 营业收入 (亿美元) 及增速	17
图 16: 公司新客户营业收入 (亿美元) 及增速	18
图 17: MUJI 来访开润滁州制造基地并达成合作	18
图 18: 迪卡侬来访开润滁州制造基地并达成合作	18
图 19: 历年上海嘉乐营业收入 (亿元) 及增速	19
图 20: 历年上海嘉乐净利润 (亿元) 及增速	19
图 21: 历年上海嘉乐净利率情况	19
图 22: 2023 年部分知名制衣代工企业营业收入 (亿元)	20
图 23: 2023 年部分知名制衣代工企业市值 (亿元)	20
图 24: 2023 年部分知名制衣代工企业毛利率	20
图 25: 2023 年部分知名制衣代工企业净利率	20
图 26: 中美整体箱包市场规模对比 (亿美元)	21
图 27: 2023 年各国行李箱品类人均开支 (美元)	21
图 28: 小米与生态链中的公司的合作模式	24
图 29: 小米线上线下渠道布局	24
图 30: 小米全球月活用户数量	25
图 31: 小米论坛用户活跃度	25
图 32: 90 分与 MSC、STAFFONLY、漫威联名款产品	26
图 33: 历年公司品牌业务分渠道收入 (亿元) 及增速	27
图 34: 小米汽车 APP 商城开润经典超纤旅行包	29
图 35: 小米汽车 APP 商城开润超轻 260g 小背包/经典超纤双肩包	29

表 1: 公司打造差异化品牌矩阵.....	6
表 2: 公司主要客户行业地位	8
表 3: 公司管理层简介	9
表 4: 公司历次股权激励计划	10
表 5: 公司历次员工持股计划	11
表 6: 历年公司海内外产能占比及利用率情况.....	15
表 7: 印尼人工/水电成本、棉花进口配额、关税优惠与我国对比情况	16
表 8: 天猫平台旅行箱包类目 23 年线上销售 TOP20 品牌数据	21
表 9: 公司产品获得多项大奖	22
表 10: 公司历年电商购物节表现优秀, 获得多项荣誉.....	23
表 11: 全球智能手机出货量 (百万部)	25
表 12: 公司主要研发项目 (2023 年报)	27
表 13: 公司盈利预测.....	30
表 14: 可比公司估值 (收盘价截至 2024.9.19)	31

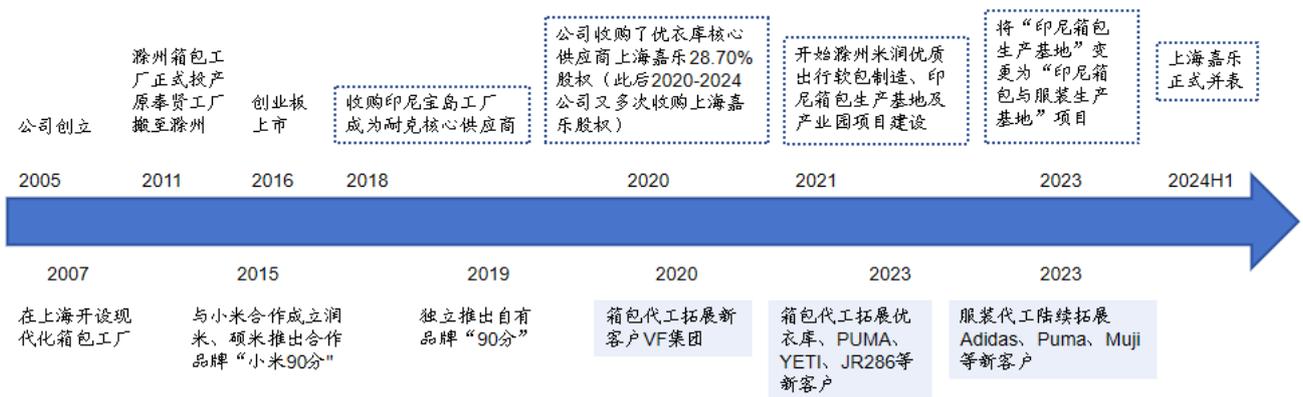
一、箱包制造龙头，围绕出行领域打造优质消费品公司

（一）箱包制造龙头，针织面料/服装业务打造第二成长曲线

根据公司财报，公司2005年以IT包袋代工制造起家，产品逐步延展至运动和休闲包袋领域，2015年进入公司小米生态链开拓B2C业务，2019年收购Nike箱包核心供应商印尼宝岛切入Nike供应链体系，将生产基地延伸至印尼并积极扩建产能，五年时间印尼产值增长8倍，构建并巩固了全球头部运动客户核心供应商的强大竞争力，助力公司实现弯道超车，快速成长为箱包行业的龙头。

根据公司财报，2020年公司收购了优衣库核心供应商上海嘉乐28.70%股权（此后2020-2024年公司又多次收购上海嘉乐股权，2024H1上海嘉乐正式并表（公司持股51.85%），进入服装代工领域，并依托于上海嘉乐优质的代工服务与印尼海外产能优势，逐步拓展了Adidas、Puma、MUJI等新客户，从箱包代工延伸至“针织服装+面料”新赛道。上海嘉乐在服装制造领域具备面料及成衣产业链纵向一体化生产能力，有助于上市公司拓宽成长空间。

图1：公司发展历程



数据来源：公司官网，公司财报，广发证券发展研究中心

公司B2C业务围绕“90分”、“小米”、“大嘴猴”品牌，逐步打造差异化定位的品牌矩阵。据公司财报，公司2015年切入小米生态链，推出“小米90分”，开始发展品牌业务；2019年公司独立出自有品牌“90分”，同时继续以毛利分成模式与小米进行“小米”品牌合作，初步形成了定位和渠道差异化的品牌矩阵，实现对细分目标客群的精准覆盖。

表1: 公司打造差异化品牌矩阵

品牌名称	商标名称	品牌性质	主要产品	价格带 (元)	主要销 售区域	城市级别	特点	目标客户群	合作方/授 权方	合作/授 权期限
90分	90分	自有品牌	拉杆箱、包 袋、配件等 泛出行产品	400-1000	国内	一二三线 城市为主	高颜值、 高品质、 有调性	时尚青年	-	-
小米	MI	合作品牌	箱包	200-400	国内	一二三线 城市为主	强功能 性、强科 技属性	年轻白领、 学生	小米集团	长期

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

业务模式: 根据公司财报和招股书, 公司业务模式可以分为B2B和B2C, B2B主要指传统的给品牌客户做代工的业务, 而B2C业务指以自主品牌产品为载体, 销售渠道直接面向消费者的业务。

B2B业务: 主要为ODM和OEM模式, 其中ODM业务主要为生产电脑包和部分运动休闲包, 主要客户有联想、华硕、惠普等; OEM业务生产运动休闲包、户外包袋、拉杆箱, 主要客户有耐克、新秀丽、迪卡侬等, 此外上海嘉乐为优衣库、Adidas、Puma、MUJI等品牌代工服装。世界知名品牌公司在选择供应商时, 均有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, 同时对其劳工保护、生产安全、环保措施等亦有严格标准。上述品牌长期选择开润作为核心供应商也彰显了公司突出和稳定的生产制造能力。。

B2C业务: 主要通过线上销售和分销销售向消费者进行销售。B2C业务的品牌方面, 包括自有品牌“90分”, 以及以毛利分成模式与小米进行“小米”品牌合作, 逐步形成了定位和渠道差异化的品牌矩阵。据公司财报, 分渠道看, 小米品牌以分销渠道为主(2020年“90分”从小米渠道分出, 全面拓展至淘系京东等其他线上渠道); 90分品牌以线上渠道为主, 国内市场, 除京东、淘系等渠道外, 公司2021年开始开拓抖音、拼多多等新兴渠道, 此外逐步开拓COSTCO、家乐福等KA渠道。国外市场, 90分主要在亚马逊、TEMU等线上渠道以及北美、欧洲、日韩、菲律宾等国家和地区进行线下分销。

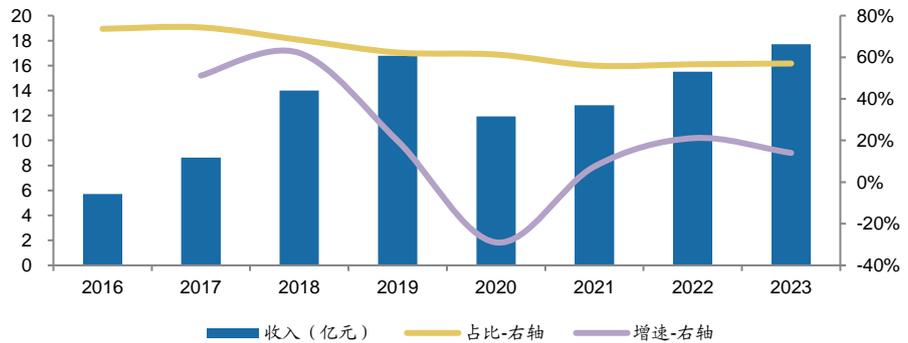
图2: 公司业务模式



数据来源: 公司招股书, 公司财报, 广发证券发展研究中心

公司与头部客户的合作关系长期保持稳定。根据公司财报, 2016-2023年前五大客户销售收入均占总销售收入的50%以上, 且传统代工B2B业务收入在2016-2023年实现23.9%的复合增速, 仍然保持稳健快速增长趋势。

图3: 公司前5大客户销售收入占总营收比重



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 2: 公司主要客户行业地位

分类	主要客户	行业地位	
IT 电脑包	戴尔	2023 年出货个人电脑 3998 万台，位居全球第三，FY2023 营收 884 亿美元	
	惠普	2023 年出货个人电脑 5290 万台，位居全球第二，FY2023 营收 537 亿美元	
	华硕	2023 年出货个人电脑 1631 万台，位居全球第六，FY2023 营收 159 亿美元	
箱包	小米科技	小米手机 2023 年出货量达 1.464 亿台，稳居国产手机全球第一，全球第三，小米在 2014 年通过投资参股的形式建设小米生态链，截至 2021 年底小米之家门店已经超过 1 万家，FY2023 营收 383 亿美元	
	软包	耐克	全球运动龙头品牌，FY2023 营收 512 亿美元
		迪卡侬	全球知名运动品牌，FY2023 营收 174 亿美元
		VF 集团	全球知名服装品牌，FY2023 营收 105 亿美元
		JR286	全球知名运动器材与配件公司，专注于 Nike、Hurley、Walls 等品牌授权运动器材与配件的设计制造和分销
	YETI	以高品质的冷藏箱、饮料容器、保温杯、背包和其他户外用品而闻名。FY2023 营收 17 亿美元	
旅行箱	新秀丽	全球最大的旅游行李箱公司，FY2023 营收 37 亿美元	
服装	休闲	优衣库	营收亚洲最大、全球第四的日本休闲龙头品牌（迅销旗下），FY2023 优衣库品牌营收 97 亿美元
		Muji	知名日本杂货品牌，FY2023 营收 40 亿美元
	运动	Adidas	全球知名运动品牌，FY2023 营收 237 亿美元
		Puma	全球知名运动品牌，FY2023 营收 95 亿美元

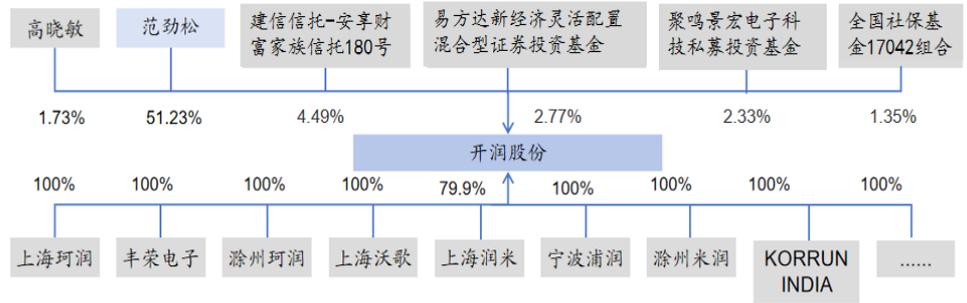
数据来源：公司财报，Wind，Canalys，广发证券发展研究中心

（二）股权结构稳定，管理层具备产业及互联网复合背景

根据公司财报，公司股权结构稳定，截至2024H1，公司实际控制人、董事长范劲松持股比例为51.23%，公司董事、副总经理高晓敏持股1.73%。

根据公司财报，公司管理团队学历水平较高，创始团队来自联想集团、惠普等知名IT企业，同时引进了多名互联网、消费品、零售行业的资深人才，多元跨界的管理团队使得公司不论在产品研发设计、国际化运营还是互联网营销方面均具有领先于传统箱包制造行业的能力，有效将互联网运营理念应用到传统制造业。

图4：公司股权结构图（截至2024H1）



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表3：公司管理层简介

姓名	行业地位	学历	简历
范劲松	董事长，总经理	硕士	本科学历,长江商学院 EMBA, 曾任职于南京同创信息产业集团有限公司,联想集团有限公司等
高晓敏	董事，副总经理	硕士	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,上海惠普有限公司等
钟治国	董事，副总经理	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
刘凯	财务总监	本科	复旦大学本科, 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、财务总监等
徐耘	副总经理，董事会秘书	硕士	清华大学管理学硕士,曾任和君资本业务合伙人

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

推动股权激励计划和员工持股计划，提升公司凝聚力和发展动力。据公司公告(2017年5月22日，2019年12月2日，2022年10月27日，2023年8月1日的限制性股票激励计划草案)，公司于2017/2019/2022/2023年多次发布股权激励计划草案，且持股计划激励范围较广，进一步绑定了核心员工利益，彰显公司长期发展信心，同时有助于提升员工凝聚力与长期发展动力。

表4: 公司历次股权激励计划

激励	草案公告日期	内容	公司业绩考核条件	备注
2017年限制性股票激励计划	2017年5月22日	本计划首次涉及的激励对象共计170人,包括高级/中级管理人员、核心技术人员、核心业务人员、以及其他董事会认定需要激励的其他员工(不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其利益相关者)。涉及限制性股票55.35万股,占公司当时总股本的0.83%;首次授予44.28万股,占本次限制性股票授予总量80%,预留11.07万股,首次授予价格为50.83元/股。	第一个解除限售期:以2016年净利润为基数,2017年净利润增长率不低于15% 第二个解除限售期:以2016年净利润为基数,2018年净利润增长率不低于32% 第三个解除限售期:以2016年净利润为基数,2019年净利润增长率不低于52% 第四个解除限售期:以2016年净利润为基数,2020年净利润增长率不低于75%	授予日为2017年8月4日
2019年限制性股票激励计划	2019年12月2日	本计划首次涉及的激励对象共计51人,包括公司(含下属子公司)任职的董事、高级管理人、重要管理人员等(不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其利益相关者)。涉及限制性股票376.74万股,占公司当时总股本的1.73%;首次授予价格为16.46元/股。	第一个解除限售期:以2018年净利润为基数,2019年净利润增长率不低于15% 第二个解除限售期:以2018年净利润为基数,2020年净利润增长率不低于32% 第三个解除限售期:以2018年净利润为基数,2021年净利润增长率不低于52% 第四个解除限售期:以2018年净利润为基数,2022年净利润增长率不低于75% 第五个解除限售期:以2018年净利润为基数,2023年净利润增长率不低于100%	授予日为2019年12月27日
2022年限制性股票激励计划	2022年10月27日	本计划首次涉及的激励对象共计3人,分别为徐耘(公司副总经理、董秘)、王海岗(重要管理人员)、杨雨潇(重要管理人员)。涉及限制性股票133.9万股,占公司当时总股本的0.56%;首次授予价格为7.65元/股。	第一个归属期:以2020-2021年的营业收入平均值为基数,2023年营业收入增速不低于25% 第二个归属期:以2020-2021年的营业收入平均值为基数,2024年营业收入增速不低于35%	授予日为2022年11月30日
2023年限制性股票激励计划	2023年8月1日	本计划首次涉及的激励对象共计59人,包括公司(含下属子公司)任职的高级管理人、重要管理人员等(不包括独立董事、监事及单独或合计持有公司5%以上股份的股东或实际控制人及其利益相关者)。涉及限制性股票327.21万股,占公司当时总股本的1.37%;首次授予价格为8.33元/股。	第一个归属期:以2021-2022年的营业收入平均值为基数,2023年营业收入增速不低于10% 第二个归属期:以2021-2022年的营业收入平均值为基数,2024年营业收入增速不低于15%	授予日为2023年8月25日

数据来源:公司公告(2017年5月22日/2019年12月2日/2022年10月27日/2023年8月1日限制性股票激励计划草案),广发证券发展研究中心

表5: 公司历次员工持股计划

激励	草案公告日期	内容
第一期员工持股计划	2017/9/25	参与本员工持股计划的员工总人数不超过 300 人，其中，董事、监事、高级管理人员 2 人，累计认购不超过 266.4 万份，占员工持股计划的总份额比例的 1.74%；其他员工累计认购份额预计不超过 10,533.6 万份，占员工持股计划的总份额比例的 68.85%； (为满足未来发展需要，预留份额 4500 万份，占员工持股计划的总份额比例的 29.41%，预留部分份额，暂由公司控股股东范劲松先生出资并代为持有。)
第二期员工持股计划	2020/10/12	本员工持股计划筹集资金总额上限为 2,507.182 万元，以“份”作为归属单位，每份份额为 1 元，本员工持股计划的份数上限为 2,507.182 万份，本员工持股计划实施后，全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 10%，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的 1%。
第三期员工持股计划	2020/10/12	本员工持股计划筹集资金总额上限为 253.4762 万元，以“份”作为归属单位，每份份额为 1 元，本员工持股计划的份数上限为 253.4762 万份，本员工持股计划实施后，全部有效的员工持股计划所持有的股票总数累计不超过公司股本总额的 10%，单个员工所获股份权益对应的股票总数累计不得超过公司股本总额的 1%。
第四期员工持股计划	2021/6/22	参与本员工持股计划的员工总人数不超过 24 人，其中，董事、监事、高级管理人员 2 人，累计认购不超过 8.88 万份，占员工持股计划的总份额比例的 22.82%；其他员工累计认购份额预计不超过 30.04 万份，占员工持股计划的总份额比例的 77.18%。
第五期员工持股计划	2022/1/25	参与本员工持股计划的员工总人数不超过 41 人，股票数量 27.80 万股，占总股本 0.12%。
第六期员工持股计划	2022/6/21	参与本次员工持股计划的员工共 80 人，除 2 名高级管理人员外，不包括公司控股股东及实际控制人、董事、监事、其他高级管理人员及前述人员的关联人。其中，高级管理人员 2 人，累计认购不超过 137.50 万份，占员工持股计划的总份额比例的 8.12%；其他员工累计认购份额预计不超过 1556.13 万份，占员工持股计划的总份额比例的 91.88%。

数据来源：公司公告（2017/9/25、2020/10/12、2020/10/12、2021/6/22、2022/1/25、2022/6/21 员工持股计划草案），广发证券发展研究中心

实施回购计划，彰显未来发展信心。根据公司公告（2024.1.31《安徽开润股份有限公司关于回购公司股份的公告》），公司于2024年1月31日公告回购公司股份方案，拟使用自有资金以集中竞价交易方式回购公司股份，回购的资金总额不低于人民币5000万元，且不超过1亿元，回购价格不超过人民币20.85元/股，回购股份用于股权激励或员工持股计划。根据公司公告（2024.9.2《安徽开润股份有限公司关于回购公司股份的进展公告》），截至2024.8.31，公司通过回购专用账户以集中竞价交易方式实施回购股份数量331.18万股，占公司总股本的1.38%，成交总金额5466.34万元（不含交易费用）。

（三）公司业绩复合增速高，2023 年业绩拐点向上高增长，2024 年上半年延续高增长

收入端：公司2016年上市，根据Wind，2016-2023年及2024H1，公司营收分别为7.76/11.62/20.48/26.95/19.44/22.89/27.41/31.05/18.31亿元，分别同比+57.0%/

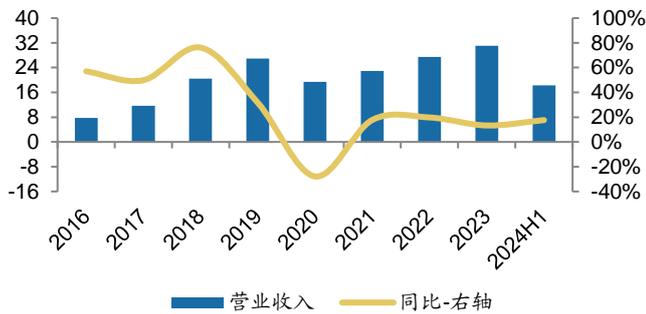
+49.8%/+76.2%/+31.6%/-27.9%/+17.8%/+19.8%/+13.3%/+17.6%；2016-2023年公司收入CAGR为21.9%。

分业务来看，**B2B业务**：2016-2023年及2024H1，公司B2B业务营收分别为5.45/6.55/8.82/13.19/11.81/14.64/21.98/24.44/15.29亿元，分别同比增长22.6%/19.6%/35.4%/49.5%/-10.5%/24.0%/50.1%/11.2%/21.6%，2016-2023年B2B业务收入CAGR为23.9%；**B2C业务**：2016-2023年及2024H1，公司B2C业务营收分别为2.30/5.07/10.26/12.87/7.33/7.56/5.13/6.26/2.81亿元，分别同比+367.8%/+120.0%/+102.3%/+25.5%/-43.1%/+3.2%/-32.1%/+22.0%/-2.5%，2016-2023年B2C业务收入CAGR为15.4%。

利润端：根据Wind，2016-2023年及2024H1，公司归母净利润分别为0.84/1.33/1.74/2.26/0.78/1.8/0.47/1.16/2.48亿元，分别同比增长26.8%/58.8%/30.2%/30.1%/-65.5%/131.0%/-74.0%/146.8%/230.2%；2016-2023年公司归母净利润CAGR为4.7%。

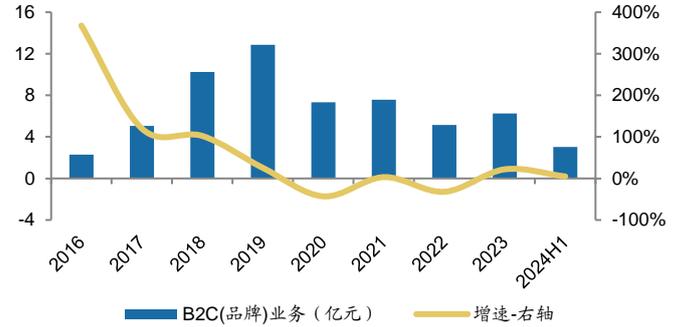
据公司财报，2016-2018年公司收入、利润保持快速增长，主要系B2B箱包代工业务公司与老客户合作关系加深、收购印尼工厂并开拓耐克等优质客户等，且处于开拓期的B2C业务快速放量。2019年公司B2B端收购印尼工厂后增厚收入。2020年疫情导致公司业绩承压，B2B业务展现出了较强的韧性和抗风险能力，名创优品等客户订单减少，而迪卡侬、耐克等客户订单相对稳定展现优质客户的韧性，此后2021年伴随疫情缓和，公司收入有所回升，B2B业务收入快速恢复性增长24%，主要系老客户的稳健表现及VF集团等新客户加入。2022年，公司B2B业务大幅增长，主要得益于公司与老客户合作关系深化、订单持续放量，以及新拓客户带来增量订单，同时，公司有序推进生产基地产能建设，扩大生产规模；B2C业务收入波动，主要系疫情影响，出行需求下降。2023年，公司B2B业务海外布局优势放大，不断优化客户结构及订单结构，提升毛利率水平及供应链端生产效率，B2C业务抓住国内出行消费市场回暖的发展机会，通过渠道精细化运营及产品推陈出新，大幅扭亏为盈。2024H1，公司收入提升主要系B2B业务拉动，此外受益于毛利率提升及取得上海嘉乐控制权时股权按照公允价值计量产生的0.96亿元一次性收益，归母净利润同比增长230.1%。

图5: 历年公司营业收入(亿元)及增速



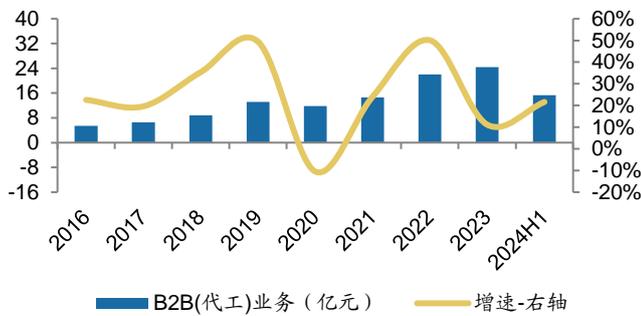
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 历年公司归母净利润(亿元)及增速



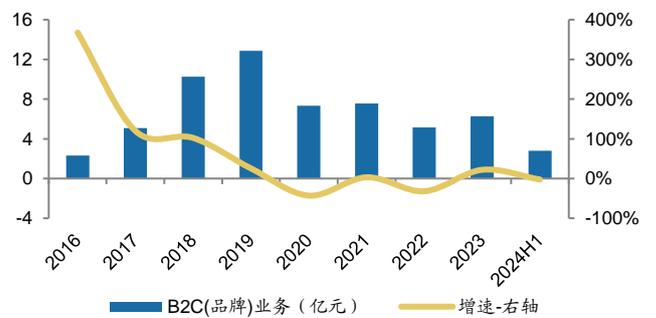
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 公司B2B业务营业收入及同比增速



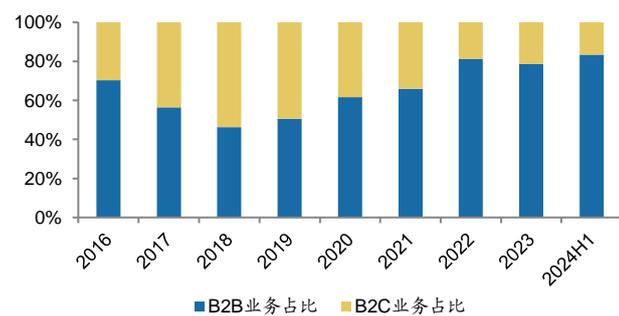
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 公司B2C业务营业收入及同比增速



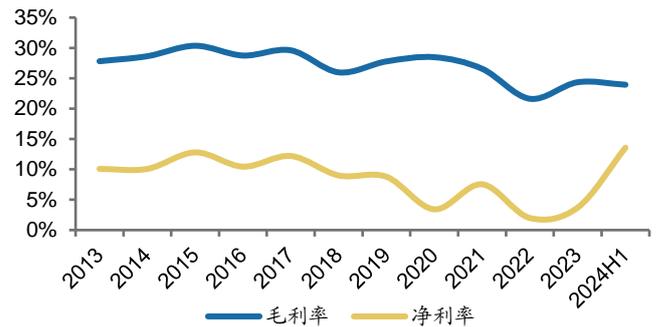
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 公司营业收入占比



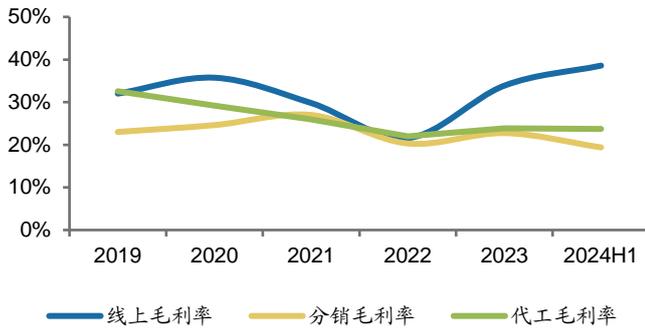
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 公司毛利率净利率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

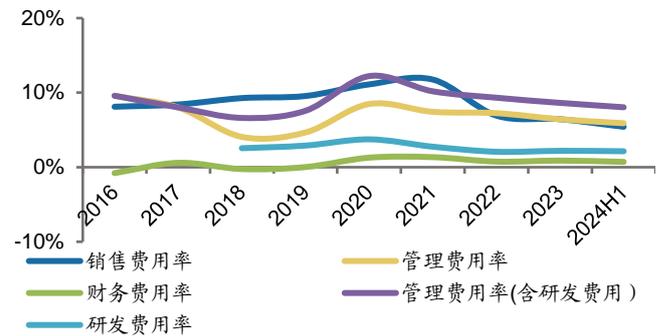
图11: 公司各业务渠道毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 2018年及之前未按此口径披露毛利率

图12: 公司期间费用率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

二、B2B 业务: 箱包业务稳步拓展, 服装面料业务成长空间大

根据公司财报, 上市以来, 2016-2023年公司B2B业务收入CAGR为23.90%, 长期维持较快增长, 涉及品类从电脑包袋延伸至运动休闲包袋、商务包袋、拉杆箱等领域。展望未来, 我们看好电脑包业务有望保持稳健增长, 运动休闲软包有望延续高增长, 户外包袋持续拓展新客户, 服装面料业务有望打造第二增长曲线。

(一) 核心竞争力: 客户质地优秀+稀缺印尼产能+精益管理数字化建设

1. 下游客户质地优秀, 多为各领域头部品牌

根据公司财报, **电脑包商务包方面**, 公司上市之前即与戴尔、惠普、华硕等头部电脑品牌客户建立长期合作关系并成为其核心供应商, 近年来订单保持稳健增长; **运动休闲包袋方面**, 公司近年来与耐克、迪卡侬、VF集团、优衣库、PUMA等知名品牌开展合作; **户外包袋方面**, 公司今年逐步拓展了The North Face、Thule、Yeti等客户, 产品品类涵盖运动/休闲包袋、户外包袋、商务包袋、其他功能性软包、拉杆箱等。2017年, 公司成为迪卡侬全球40家战略合作伙伴供应商之一, 并成为全球第二家迪卡侬家族战略合作伙伴的供应商。公司通过自动化、智能化、数字化、精益管理等方式持续改善生产效率, 不断巩固行业地位和竞争壁垒。

2.生产基地全球化布局，稀缺印尼产能强化优质供应能力

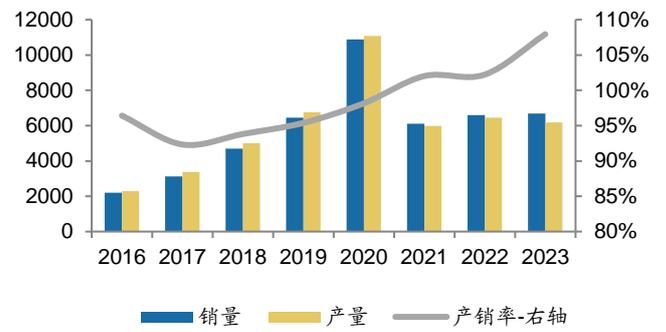
公司生产基地全球化布局，2024H1公司海外产能占比66%。根据公司财报，公司2019年收购Nike软包代工厂印尼宝岛后，通过工厂改造大幅提升产能。目前公司的自有产能位于中国滁州、印尼、印度三地，2024H1国内/海外产能占比34%/66%。

图13: 历年公司自有产能及利用率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图14: 历年公司产销量 (万件) 及产销率情况



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

表 6: 历年公司海内外产能占比及利用率情况

	2020		2021		2022		2023		2024H1	
	境内	境外								
产能占比	49.17%	50.83%	40.27%	59.73%	32.52%	67.48%	34.87%	65.13%	33.84%	66.16%
产能布局	滁州、东莞	印尼、印度	滁州	印尼、印度	滁州	印度、印尼	滁州	印度、印尼	滁州	印度、印尼
产能利用率	86.78%	87.98%	88.37%	82.58%	96.93%	83.81%	97.73%	79.87%	93.59%	90.03%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

海外生产基地具备人力成本/关税政策等优势，公司结合订单情况有序推进产能扩建工作。根据公司财报，公司的产能布局充分考虑市场、贸易政策、客户需求等，不同生产基地分别主要面向全球不同市场，提高了公司快速反应的能力，并可根据市场情况、客户需求灵活调配产能，可以有效降低贸易摩擦风险。

此外，印尼具备人口基数较大、人工成本较低、经济增速较快等特点，同时具备消费潜力提升空间。公司当前海外产能相比国内，具备较为明显的关税成本、人力成本等优势。根据公司财报，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扩建产能，满足公司经营发展需要。

表 7: 印尼人工/水电成本、棉花进口配额、关税优惠与我国对比情况

国家	印尼	中国
人工成本	2023 年: 加工业平均 320 万印尼盾, 折合人民币约 1490*12=17880 元人民币每年 (按 1 人民币兑 2147.65 印尼盾)	2023 年: 76463 元/年, 折合 10659 美元/年 (按 1 美元兑 7.08 人民币)
工业用电	2023 年: 0.072 美元/kWh	2023 年: 0.088 美元/kWh
工业用水	居民用水和工商业用水基本价格区间为: 月使用量低于 30000 立方米, 每立方米价格为 10500 印尼盾 (折合 5RMB); 使用量为 30001-90000 立方米, 每立方米价格为 97500 印尼盾 (折合 4.8RMB); 使用量为大于 90000 立方米, 每立方米价格为 9000 印尼盾 (折合 4.5RMB)	安徽省滁州市 (2023): 1.6339 元/立方米
棉花进口配额	不受配额限制	2023 年: 进口棉关税配额 89.4 万吨、滑准税配额 (即关税配额外优惠关税税率进口配额) 75 万吨
关税	美国对印尼表面皮制公文包类关税为 0% (【协议】普通优惠制) (HS 编码 4202.11.0030); 对印尼表面为皮革制的旅行或运动包关税 0% (【协议】普通优惠制) (HS 编码 4202.91.9030)	美国对中国表面皮制公文包类关税约 8% (HS 编码 4202.11.0030); 对中国表面为皮革制的旅行或运动包关税为 4.5%(HS 编码 4202.91.9030), 额外加 25.0%附加税

数据来源: 中华人民共和国商务部, 今日印尼, Average salary survey, Global petrol prices, 今日水价, 广发证券发展研究中心

3.持续推进精益管理和数字信息化建设

根据公司财报, 公司依托印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势, 不断提升产品设计研发及生产制造能力, 加大自动化、数字化投入, SAP 等系统启动上线, 打造高标准的订单交付水平和交付品质。2024H1, Nike、迪卡侬、优衣库等多家客户参观考察公司生产基地, 给予供应链端高度评价, 另外公司通过了 FEM2023 工厂环境模块验证、NIKE 环境管理体系以及多家客户社会责任验厂审核, 不断深化合作基础。

4.公司注重海外生产基地的管理效能, 积极推行跨国企业人才本地化战略

根据公司财报, 2023 年, 公司荣获印尼国家教育部颁发的“2023 年最多使用职业毕业生参加工作的公司”称号, 海外供应链人才队伍建设及人才战略得以稳固实施。2024H1, 公司首次于印尼召开年度战略规划会, 印尼本地干部及员工深度参与, 归属感、获得感得到大幅提升。公司与海外当地大学院校建立了紧密合作关系, 积极开展春季海外校园招聘项目, 走进印尼多所高校进行招聘宣讲, 海外供应链人才队伍建设及人才战略得以稳固实施。

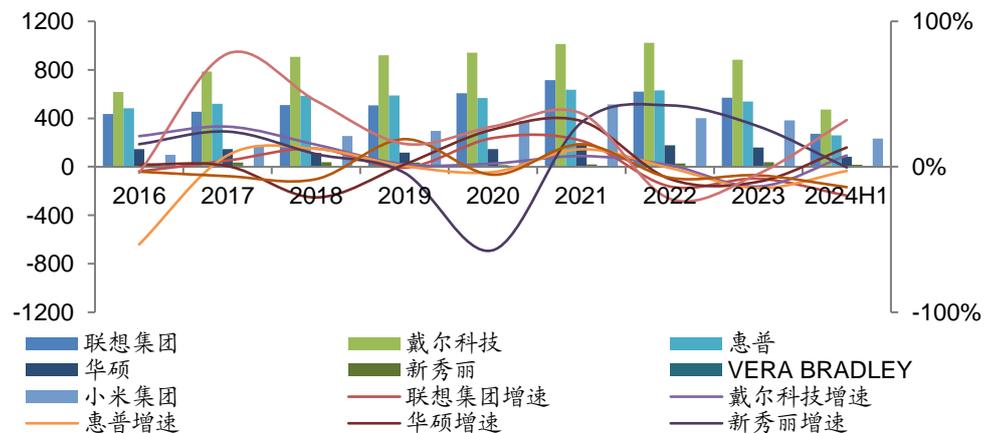
（二）运动休闲软包有望延续高增长，户外包袋持续拓展新客户，服装面料业务打造第二增长曲线

公司在电脑包袋等领域老客户中份额稳步提升，未来有望稳健发展。根据公司财报，公司持续巩固在箱包制造领域的竞争优势，在戴尔、惠普、华硕等老客户中份额稳步提升。全球笔记本电脑市场中，联想、惠普、戴尔、宏碁、华硕电脑前五大企业占市场近60%的出货量，根据canalys，2023年全球PC电脑出货量达到2.47亿台，同比下降13%（2023Q4，全球PC电脑市场出货量同比增长3%），2023年，公司客户联想、惠普、戴尔、华硕的个人PC电脑（含笔记本电脑和台式机）出货量分别为5910万台、5289万台、3998万台、1631万台。根据Gartner，2024Q2，全球PC总出货量达到了6490万台，同比增长3%，其中联想、惠普、戴尔、华硕的个人PC电脑出货量分别同比+3.7%、+1.8%、-2.4%、+11.7%。全球电脑出货量的复苏有望进一步促进公司电脑包袋业务发展。

运动休闲软包有望延续高增长，户外包袋持续拓展新客户，公司一方面继续提高老客户渗透率，另一方面持续拓展新客户。公司软包领域客户主要包括耐克，优衣库，VF集团、迪卡侬、MUJI、JR286、YETI等。根据公司财报，2017年，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，2019年公司新拓展VF集团客户，并通过收购印尼宝岛成为耐克包袋供应商，2023年公司成功拓展成为优衣库、JR286、YETI等新客户的包袋类供应商，根据公司官网，2024H1，开润成为MUJ唯一的拉杆箱、软包、服装的三位一体的核心供应商；2024年4-6月，迪卡侬高层团队多次莅临开润滁州制造基地进行考察与交流，此外公司成为迪卡侬旗下H&SA品牌SS26系列产品独家供应商。

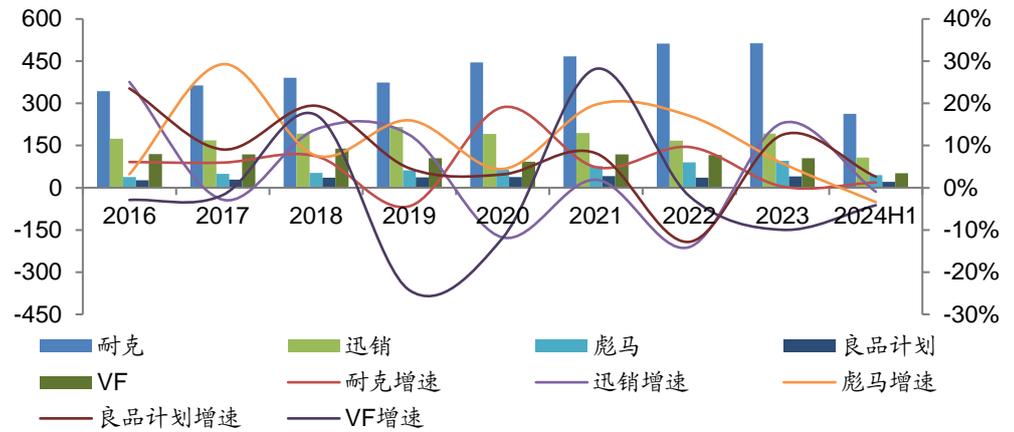
客户对公司的产品设计创新能力、供应链先进生产制造能力均给予较高评价。根据公司财报，2023年，公司获评“中国轻工业二百强企业”“中国轻工业皮革行业十强企业”，并取得迪卡侬颁发的供应链自主化证书及优衣库颁发的“优秀供应商”称号，与华硕共同开发的包袋产品获得德国红点设计概念大奖。

图15：公司原有客户（按招股书）营业收入（亿美元）及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图16: 公司新客户营业收入(亿美元)及增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图17: MUJI来访开润滁州制造基地并达成合作



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

图18: 迪卡侬来访开润滁州制造基地并达成合作



数据来源: 公司官网, 广发证券发展研究中心

(三) 收购上海嘉乐, 代工业务拓展至服装面料领域

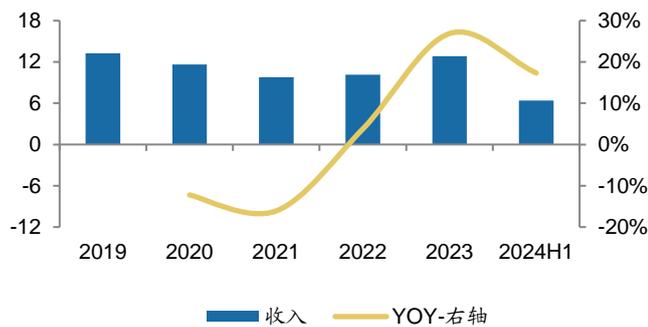
公司通过购买上海嘉乐股权, 将代工制造品类从箱包领域延伸至行业规模更大的纺织服装及面料生产制造领域, 为公司代工制造业务带来新增量。根据公司财报, 2020年公司收购了优衣库核心供应商上海嘉乐28.70%股权。上海嘉乐具备针织面料及成衣的垂直一体化产业链, 客户包括优衣库、GU、Champion等, 其中与优衣库已有15年的合作历史。此后2020-2024年公司又多次收购上海嘉乐股权, 2024H1上海嘉乐正式并表成为公司旗下控股子公司(公司持股51.85%), 有利于双方资源共享, 相互赋能, 推动公司面料、服装代工制造业务的规模化发展。

2024H1上海嘉乐收入增速、净利润增速、净利率均已实现转正。根据公司财报, 2019-2023年及2024H1, 上海嘉乐营业收入分别为13.25/11.63/9.76/10.13/12.85/ 6.41亿元, 2020-2023及2024H1分别同比变化-12.2%/-16.1%/3.8%/34.7%/26.9%/ 17.3%; 2019-2023年及2024H1, 上海嘉乐净利润分别为1.05/-0.72/-0.28/-0.28/ -0.67/-0.75/ 0.21亿元, 2020-2023及2024H1分别同比变化-168.6%/61.1%/-139.3%/ -12.5%/

163.2%。2019-2023年及2024H1，上海嘉乐净利率分别为7.9%/-6.2%/-2.9%/-6.6%/-5.9%/3.3%。上海嘉乐2020-2022年处于亏损状态，主要系受疫情影响停工停产、基于新业务的前期大量投入、计提大额减值等，2024H1收入增速和净利润增速均已实现转正，主要系管理运营改革、优衣库订单恢复及新客户订单放量。

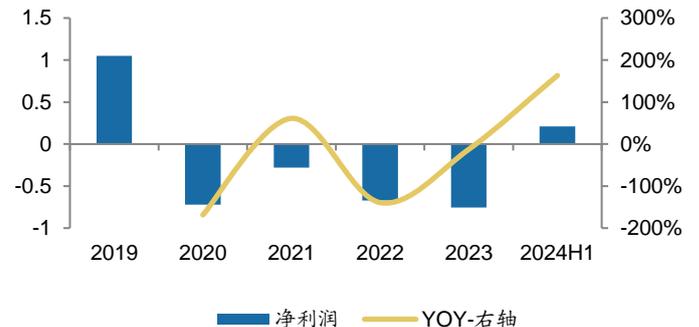
看好公司服装面料业务成为第二成长曲线，主要系：（1）上海嘉乐并表后，伴随管理运营改革，有望深度挖掘优衣库等现有客户潜在需求，主动开发新品类，进一步加深合作和提升渗透率，以及为满足预期快速增长的订单需求，加快推进在印尼的服装及面料产线建设。（2）上海嘉乐新增多家重量级新客户，目前已新增Adidas、PUMA、李宁、安踏、FILA等头部运动品牌客户，以及MUJI等休闲品牌客户，后续订单有望大幅增长，规模效应有望逐渐体现。（3）上海嘉乐伴随并表后管理运营改革，净利率有望恢复2019年及之前水平，推动利润增厚。（4）开润的软包供应链核心团队不少来自于头部服装代工企业，具有20年以上的服装生产制造经验，为公司业务向服装产业迁移延展打下了组织和人才基础。未来公司将在做好箱包代工制造业务的基础上，进一步在服装及面辅料代工制造领域进行探索和深耕，为公司的发展成长打开更大空间。

图19: 历年上海嘉乐营业收入(亿元)及增速



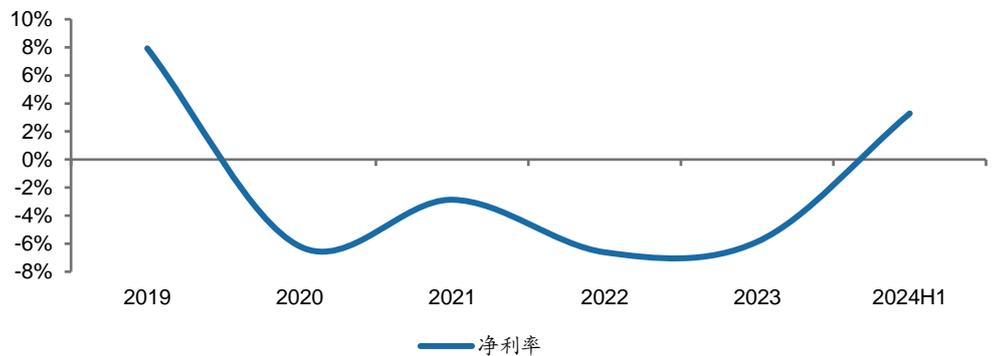
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图20: 历年上海嘉乐净利润(亿元)及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图21: 历年上海嘉乐净利率情况

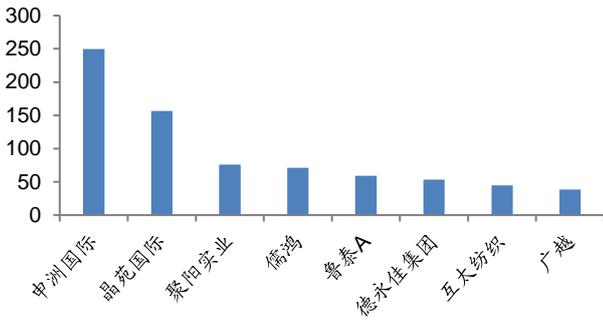


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

针织面料及成衣代工制造赛道空间广阔，未来大有可为。根据公司财报，面料及成衣赛道市场规模是箱包行业的近十倍，在全球运动和慢休闲头部客户供应链体系中，孕育和诞生了一批百亿收入规模以上、市值空间在千亿以上的公司。开润代工制造

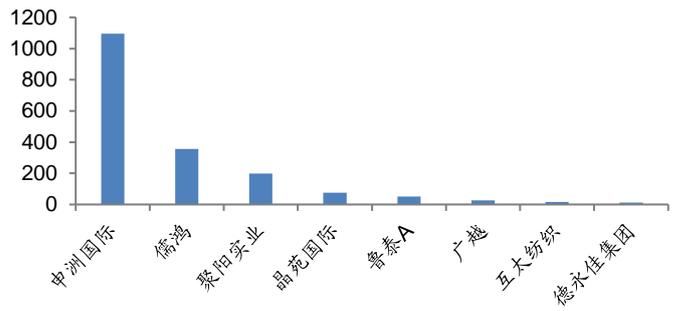
端的基因与其一脉相承，同时兼具客户侧的协同性、供应链侧的相似性，此外，开润的软包供应链核心团队不少来自于头部服装代工企业，具有20年以上的服装生产制造经验，为公司业务向服装产业迁移延展打下了组织和人才基础。此外，布局针织品类+面料成衣垂直一体化产能的服装企业（如儒鸿、申洲国际），盈利能力相对占优，上海嘉乐局针织品类+面料成衣垂直一体化产能，有望进一步助力公司发展。

图22：2023年部分知名制衣代工企业营业收入（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

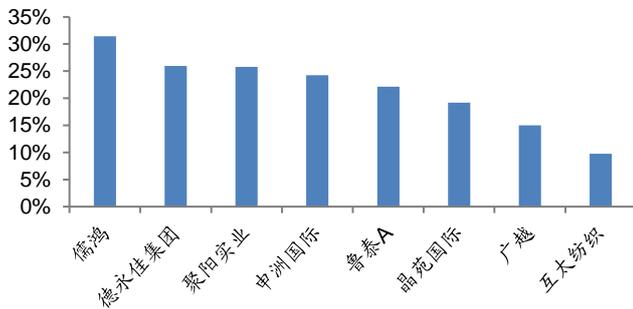
图23：2023年部分知名制衣代工企业市值（亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

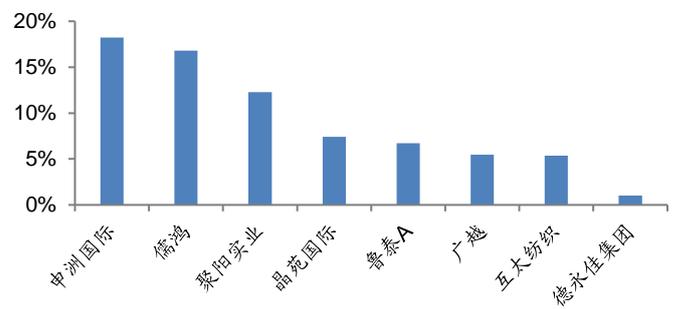
注：此处为2023年12月31日市值

图24：2023年部分知名制衣代工企业毛利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图25：2023年部分知名制衣代工企业净利率



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

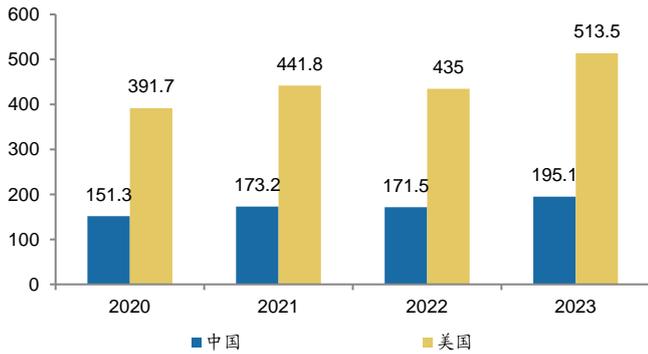
三、B2C 业务：自有品牌出海+合作品牌与小米签订全新战略合作协议+小米汽车发布助力箱包销售，打开新增长空间

根据公司财报，虽然公司B2C业务上市以来业绩波动较大，但我国箱包市场空间广阔，当前行业竞争格局仍较为分散，龙头市占率有较大提升空间。展望未来，公司积极推动90分品牌出海，以及在新功能新材料等方面深化创新，多元推广方式塑造高识别度，润米科技与小米签订2.0全新战略合作协议，此外2024年3月小米SUV7汽车发布再添热度，有望打开B2C业务全新增长空间。

（一）国内箱包行业：空间广阔，当前行业竞争格局仍较为分散，龙头市占率有较大提升空间

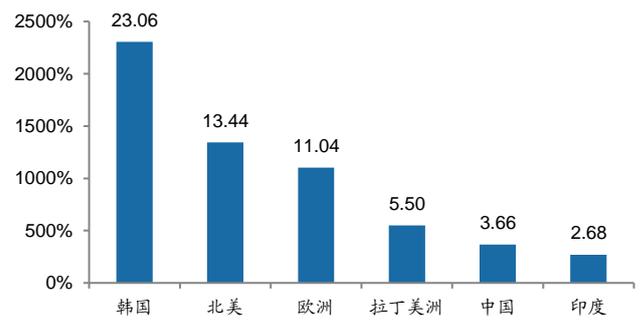
根据statista估计，2023年中国整体箱包市场销售额为195.1亿美元，约为美国的24%，以行李箱品类为例，2023年中国人均行李箱支出远低于发达国家水平。根据statista估计，未来中国箱包行业增速有望稳健增长，2028年市场规模将有望达到252.8亿美元，2024-2028年CAGR预计为5.3%。

图26: 中美整体箱包市场规模对比 (亿美元)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

图27: 2023年各国行李箱品类人均开支 (美元)



数据来源: Statista, 广发证券发展研究中心

行业竞争格局仍较为分散，龙头市占率有较大提升空间。虽然国内旅行箱包行业空间很大，且呈现良好的增长势头，但是从行业结构来看，行业仍然呈现出散乱特点，中小供应商繁多且缺乏竞争力，是典型的“蚂蚁市场”。据中商情报网，国内箱包企业多达2万多家，但规模以上企业数量仅1252家，行业集中度低，且国内品牌更多集中在价格及渠道的浅层次层面，市场份额虽大但盈利能力不足，参与者整体实力较弱，只能以量取胜；少数中高档品牌呈无战略性的零星分布，缺乏品牌价值和市场文化意识，难以在消费者中形成深度情感共鸣，当前行业竞争格局仍较为分散，龙头市占率有较大提升空间。

表8: 天猫平台旅行箱包类目23年线上销售TOP20品牌数据

排名	品牌	销售额 (百万元)	市占率	排名	品牌	销售额 (百万元)	市占率
1	新秀丽	191.43	4.92%	11	日默瓦 Rimowa	77.12	1.98%
2	不莱玫	152.57	3.92%	12	cece	72.63	1.87%
3	卡帝乐鳄鱼 Cartelo	145.14	3.73%	13	90分	72.54	1.86%
4	汉客	116.77	3.00%	14	Dta	60.23	1.55%
5	ULDUM	104.11	2.68%	15	ito	59.17	1.52%
6	大嘴猴 PaulFrank	94.70	2.43%	16	Marrlve	56.78	1.46%
7	漫游 Roaming	89.25	2.29%	17	美旅 AmericanTourister	56.66	1.46%
8	外交官 Diplomat	88.23	2.27%	18	小米 Mi	50.18	1.29%
9	地平线8号	82.61	2.12%	19	米熙	49.85	1.28%
10	梦旅者	81.88	2.10%	20	爱华仕 Oiwass	49.69	1.28%

数据来源: 久谦中台, 广发证券发展研究中心

(二) 核心竞争力：研发创新优势突出，小米生态链助力发展

1. 差异化产品矩阵定位：结合用户画像和属性特点，形成差异化产品矩阵

据公司财报，公司运营“90分”、“小米”品牌，风格各异，且价格带进行错位竞争，分别为400-1000元、200-400元，品牌内部亦有多款多系列以供消费者选择，公司充分结合各销售渠道的用户画像和属性特点，形成差异化产品矩阵和渠道精细化运营模式。公司梳理产品系列、快速推陈出新，依托品牌力及产品力快速抢占市场份额，通过产品力、品牌力、渠道力等核心发展要素的能力打造和持续强化，提升组织效能和发展质量。

2. 研发创新优势：科技为内核深耕产品力，荣获多项大奖

据公司财报，公司产品注重设计研发、科技创新，团队不断推出高颜值、高功能性的新品。公司坚持以领先科技为内核，赋予用户更多人性化出行体验的产品理念，打造硬核产品力，旗下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、中国制造之美奖等多项荣誉，并荣获“上海品牌”认证。

表9：公司产品获得多项大奖

年份	产品名称	所获奖项/技术特点
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(七道杠)	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(Gooddesignaward)
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	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
	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
	即热温控羽绒服	荣获德国IF设计大奖
	轻商务登机箱	荣获2019德国红点设计大奖
2020	智能跟随旅行箱 Puppyl	获德国红点设计大奖
	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
	90分超轻箱	荣获“上海设计100+”产品
2021	撒哈拉拉杆箱	荣获“当代好设计奖”
	羽感超轻旅行箱	荣获“上海设计创新产品大赛”优秀奖
2022	儿童旅行箱、撒哈拉旅行箱、爱丁堡 EVA 旅行箱	荣获2022年正设计奖
	羽感超轻旅行箱，90分低碳可循环灵感箱、90分秋千托特包	“2022 中国制造之美”奖项
	90分低碳可循环旅行箱	“吉祥三宝杯”安徽省第九届工业设计大赛优秀奖
2023	90分 NULIFE 系列宽拉杆旅行箱	荣获“2023 中国制造之美”奖项
	90分低碳可循环灵感箱	入选2022年度上海市创新产品推荐目录
	90分 EVA 磁吸一体旅行箱	入选“2022-2023 年度上海设计100+”作品

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表10: 公司历年电商购物节表现优秀, 获得多项荣誉

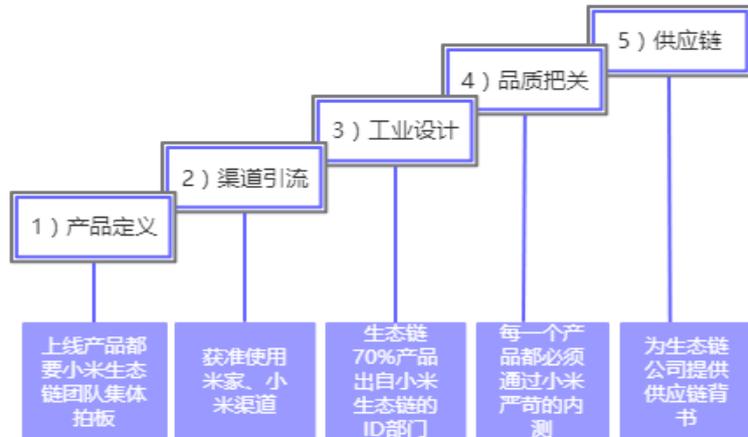
年份	荣获奖项
2016	天猫双十一旅行箱类目单品销量第一名
2017	天猫双十一箱包类目品牌第一名
2018	天猫双十一箱包类目品牌第一名 被授予“上海品牌”称号
2019	天猫双十一箱包类目品牌第一名 荣获“2019 度新匠人新国货三新奖——新审美新技术新连接” 入围“亿邦动力”2019 新国货榜单 荣膺 36 氪发起的“新品牌之王”的称号
2020	天猫双十一拉杆箱品类第一名
2021	618 期间, “90 分”品牌全渠道 GMV 同比增长 260% 天猫平台 618 单日旅行箱类目第一 京东平台旅行箱类目前五 双十一期间, 天猫平台旅行箱类目品牌第三、旗舰店第二
2022	天猫双十一期间获得拉杆箱品类第一名
2023	90 分品牌进入“2022 上海时尚 100+”品牌榜单, “2022 年度上海市首发经济引领性品牌”榜单, 荣获第九届 TheBestBANGAwards 城市生活大赏 2024 年度人气旅行箱时尚品牌 618 期间, “90 分”品牌天猫单品销售额突破 1,000 万 双十一期间, “90 分”品牌登顶天猫拉杆箱新品榜 TOP1
2024H1	618 期间, “90 分”品牌天猫第一波 GMV 较去年同期增长 600%, 新品咖啡箱位列新品榜 TOP3, 京东渠道 GMV 同比增长 52%, 排名 TOP5, 抖音渠道 GMV 同比增长 200%, 双肩包单品排名 TOP4

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3. 小米生态链优势: 依托小米分销渠道, 箱包零售快速增长

据公司财报, 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。“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。

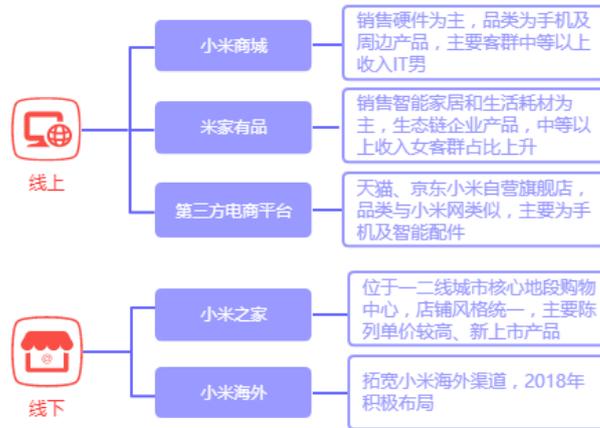
图28: 小米与生态链中的公司的合作模式



数据来源: 36氪, 广发证券发展研究中心

借助小米渠道: 对于公司在小米渠道上销售的商品, 小米和公司对于毛利润部分进行分成, 其他渠道上的销售不分成。小米渠道分为线上和线下两部分, 线上包括小米网、米家有品、小米全网电商, 线下包括小米之家和小米海外。

图29: 小米线上线下渠道布局



数据来源: 上海证券报, 公司财报, 广发证券发展研究中心

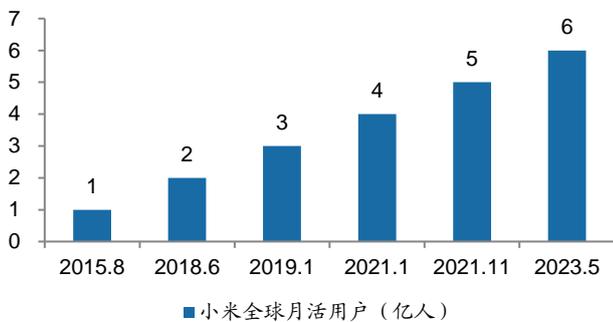
借助小米粉丝与流量: 对于公司, 小米公司长期积累下来的忠实粉丝也是销售业绩扩张的宝贵资源。根据IDC数据, 2023Q4小米手机出货量为全球第三, 同比增速为22.7%, 增速仅次于传音。根据小米官方微博, 小米粉丝数量从2012年底的500万高速增长至2023年5月的6亿人, 且用户活跃度极高。

表11: 全球智能手机出货量 (百万部)

排名	公司	2023Q4 出货量	2023Q4 市占率	2022Q4 出货量	2022Q4 市占率	23Q4 出货量同比增速
1	苹果	80.5	24.7%	72.1	24.0%	11.6%
2	三星	53.0	16.3%	59.5	19.8%	-10.9%
3	小米	40.7	12.5%	33.2	11.0%	22.7%
4	传音	28.2	8.6%	16.7	5.6%	68.6%
5	vivo	24.1	7.4%	22.9	7.6%	5.1%
	其他	99.5	30.5%	96.1	32.0%	3.5%
	合计	326.1	100.0%	300.6	100.0%	8.5%

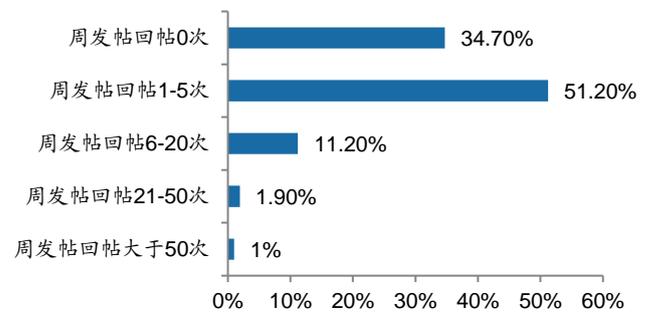
数据来源: IDC, 广发证券发展研究中心

图30: 小米全球月活用户数量



数据来源: 小米官方微博, 广发证券发展研究中心

图31: 小米论坛用户活跃度



数据来源: 奥维咨询, 广发证券发展研究中心

4. 通过品牌联名、内容营销等多元营销方式塑造高识别度

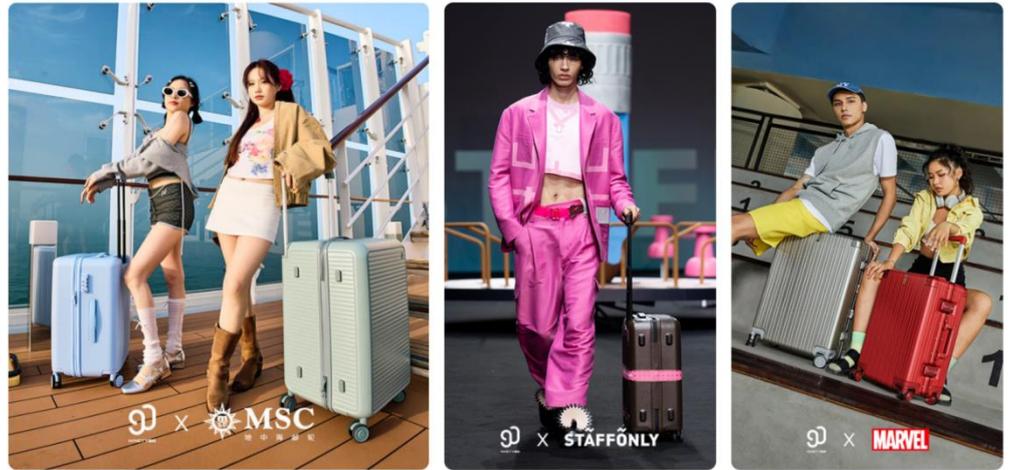
据公司财报, 2019年, “90分”参加上海时装周, 结合当下国风热潮推出故宫联名款旅行箱, 携手REINEREN演绎多重配搭性能和实用主义, 鼓励消费者开启勇敢自信的旅程。同年, “90分”亮相法国蓬皮杜艺术中心, 携手前爱马仕知名设计师LudovicAlban发布90分xL.a轻盈都市NICE系列, 以“把生活装在路上”为理念, 精准把握时尚潮流, 为都市年轻人度假出行提供新选择。同年, 公司赞助“慢游全世界”等热门综艺, 推出“线上玩转抖音挑战赛”, 联合明星开展线下“活色声箱”等, 于微博、小红书、微信等社交媒体获得较大关注。根据公司2023年报, 公司自有品牌端将继续巩固提升拉杆箱核心战场的竞争优势, 在新功能、新材料等方面深化创新, 并加大包袋市场投入, 推出多场景打通的品类爆款, 提升双肩包销售额贡献, 通过品牌联名、内容营销等多元推广方式塑造高识别度、强记忆性、强化消费者心智占领的品牌认知。

5. 启用品牌代言人, 入选天猫舰长, 合作大热IP, 提升品牌力

据公司财报, 2020年, 公司首次启用品牌代言人, 签约欧阳娜娜为“90分”首位出彩代言人, 同年, “90分”及旗下“90分旗舰店”入选天猫服饰服配箱包行业“拉杆箱”品类的品类舰长及“2020Win+项目舰长”进一步实践GROW方法论(渗透率、复购力、价格力、延展力), 此外, 公司与漫威IP达成合作, 联合首发漫威IP合作款七道杠旅行

箱，通过多种途径提升品牌影响力。

图32: 90分与MSC、STAFFONLY、漫威联名款产品

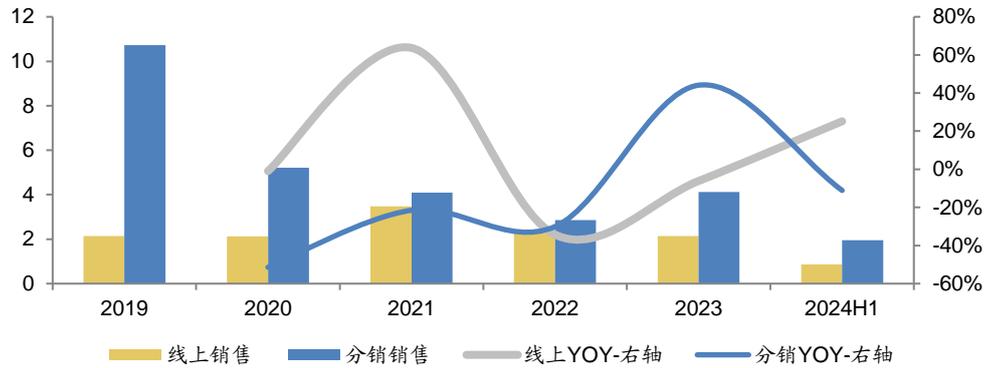


数据来源：公司官网，广发证券发展研究中心

（三）自有品牌 90 分积极出海，合作品牌与小米签订全新战略合作协议，小米汽车发布助力箱包销售，有望打开新增长空间

据公司财报，2019-2023及2024H1，线上渠道收入分别为2.14/2.12/3.47/2.28/2.14/0.86亿元，2020-2023及2024H1分别同比-0.9%/+63.7%/-34.3%/-6.1%/+25.2%，2019-2023及2024H1，分销渠道收入分别为10.73/5.21/4.09/2.86/4.12/1.96亿元，2020-2023及2024H1分别同比变化-51.4%/-21.5%/-30.1%/44.1%/-11.1%。疫情期间B2C受影响收入波动较大，其中分销渠道因出行受限因素受负面影响更大；2023年分销渠道收入增速回正，主要系国内出行旅游市场恢复，以出行箱包品类为主的分销渠道销售收入增长；线上渠道略有下降，主要系公司聚焦核心品类，优化渠道布局，缩减去年同期部分线上销售的运动及出行配件类产品；2024H1线上渠道增速回正，主要系“90分”品牌践行全面出海战略，海外市场销售初具规模，分销渠道承压，主要系公司优化海外分销渠道，淘汰了部分非核心品类线下分销商。展望未来，B2C业务端，伴随90分品牌在新功能、新材料等方面深化创新，多元推广方式塑造高识别度，以及积极出海，公司与小米签订全新战略合作协议，小米汽车发布助力小米品牌箱包销售等利好因素，看好未来B2C业务有望打开新增长空间。

图33: 历年公司品牌业务分渠道收入(亿元)及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

注: 分销渠道以小米品牌为主

1.自有品牌(90分)有望保持快速增长

国内市场: 在新功能、新材料等方面深化创新, 多元推广方式塑造高识别度。

据公司财报, 公司自有品牌端将继续巩固提升拉杆箱核心战场的竞争优势, 在新功能、新材料等方面深化创新, 并加大包袋市场投入, 推出多场景打通的品类爆款, 提升销售额贡献。此外, 公司还将通过品牌联名、内容营销等多元推广方式塑造高识别度、强记忆性、强化消费者心智占领的品牌认知, 2024年“618”电商活动期间, “90分”品牌天猫第一波GMV较去年同期增长600%, 新品咖啡箱位列新品榜TOP3, 京东渠道GMV同比增长52%, 排名TOP5, 抖音渠道GMV同比增长200%, 双肩包单品排名TOP4。

表12: 公司主要研发项目(2023年报)

主要研发项目名称	项目目的
基于感性工学的Chic休闲双肩背包	针对青春活力年轻人对双肩背包的感性认知和造型偏好进行研究探讨, 建构出感性需求及实际需求的背包设计模式, 设计出符合用户心理需求的双肩背包。
新型环保防污抗拉箱包面料	针对现有箱包面料存在的问题, 对新型环保防污抗拉箱包面料进行研究, 通过特殊工艺开发出新面料, 具有良好弹性, 且强度高、耐磨性能好, 并通过实践应用解决现有问题。
科技质感减震静音防盗旅行箱	研究旅行箱悬挂减震静音轮, 开发抗震静音的万向轮; 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; 未来科技感的时尚设计, 为用户商务差旅和休闲出行提供绝佳使用体验的科技质感减震防盗旅行箱
低碳环保可降解涤纶针织面料	开发可降解的涤纶针织面料及其制造方法, 增加织物吸湿能力和防污性, 制成的面料具有良好的垂悬性、弹性和蓬松度。
高性能持久抗菌箱包面料	研发具有高性能持久抗菌功能的箱包面料, 应用于箱包内衬, 使得箱包具有持续抗菌功能, 避免产生异味, 满足人们新的出行需求。
高强结构耐磨针织面料	开发高强耐磨结构的针织面料, 创新凹凸双层结构, 有效提升针织纬编面料耐磨强度, 保持织物的舒适性和轻盈度。
新型可变色针织面料	开发可变色针织面料及其制造方法, 通过使用可变色纤维和结合制造工艺, 可得到各种可变色且花型清晰的图案, 且得到各种图案, 变色效果具有永久性。

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

国外市场：积极推动出海，争取新发展空间。

根据公司财报，90分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。（1）**线上**：海外跨境团队于2023年底实现从0到1的落地，目前主要通过亚马逊进行海外业务布局，后续有望进一步拓展TikTok等新兴跨境电商渠道。展望未来，公司将率先依托优秀2C海外团队及东南亚的供应链资源，重点发力布局美国市场，通过对当地消费者及热门产品深入洞察，针对性地推出产品，提升线上渠道品牌渗透率；同时在东南亚市场，公司将通过渠道铺货及明星代言等方式打响自有品牌的声量，提升品牌定位及形象。（2）**线下**：海外KA渠道端，公司借助ToB业务的优质客户资源，稳步推进合作关系；分销端，公司前期进驻日本、韩国、俄罗斯、菲律宾等国家，目前开拓分销及渠道商已初成规模，后续在目前分销布局的基础上稳打稳扎，线下分销收入规模有望进一步扩大。

2.合作品牌（小米）有望恢复稳健增长

首先，润米科技与小米签订2.0全新战略合作协议。根据公司官方公众号，2023年12月28日，公司旗下润米科技作为小米生态链战略合作方，出席小米生态链变革2.0签约仪式，并在北京小米总部完成了战略合作协议的签署。此次合作主要聚焦于出行消费品类，本着开放互信、共创共赢的理念，为双方未来三年的深度合作奠定了坚实基础。

小米品牌调整合作模式，给予生态链公司更多自主权。小米与公司在合作模式上进行一定的调整，从过去纯成本采购、毛利分成的方式，逐渐演变为小米只拿保底的毛利率，把更多的主动权/决策权放给生态链公司。

同时，小米未来对于生态链企业的管理有望进行进一步分层，对于有优势的带电类的产品给予更多自主权和资源倾斜等，进行差异化管理，箱包品类有望给予公司更多自主权。

其次，小米箱包契合当下年轻白领、学生群体的审美及功能性需求，且性价比突出，未来业务规模有望持续稳步增长。

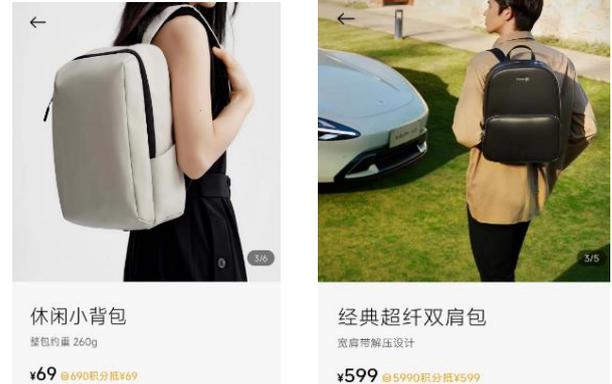
最后，小米SU7汽车发布，小米箱包业务有望持续稳步增长。随着疫后出行市场的快速恢复，小米渠道销售逐步恢复增长，根据小米官网，2024年3月小米SU7汽车重磅发布，开润箱包上线小米汽车商城。

图34：小米汽车APP商城开润经典超纤旅行包



数据来源：小米汽车APP商城，广发证券发展研究中心

图35：小米汽车APP商城开润超轻260g小背包/经典超纤双肩包



数据来源：小米汽车APP商城，广发证券发展研究中心

四、盈利预测与投资建议

我们对公司的盈利作如下假设：

B2B业务：2024-2026年，预计公司B2B业务收入分别为35.64/49.99/57.88亿元，分别同比增长45.9%/40.3%/15.8%；其中预计印尼工厂创造收入13.35/17.36/21.70亿元，分别同比增长40.0%/30.0%/25.0%，上海嘉乐创造收入14.78/17.74/21.29亿元，分别同比增长15.0%/20.0%/20.0%。公司长期与戴尔、惠普、华硕、耐克、迪卡侬、VF集团、PUMA等等保持稳定的合作关系，并成为了迪卡侬战略合作伙伴供应商，上市以来，2016-2023年B2B业务收入CAGR为23.9%，长期维持较快增长，2016-2023年及2024H1，公司B2B业务营收分别同比+22.6%/+19.6%/+35.4%/+49.5%/-10.5%/+24.0%/+50.1%/+11.2%/+21.6%，公司未来伴随印尼新产能逐渐投产，上海嘉乐并表，以及新客户优衣库、MUJI及运动品牌客户订单逐渐放量，以及公司通过精益生产不断提高生产效率，B2B业务有望保持稳健较快的增长态势。

2024-2026年，预计B2B业务毛利率分别为23.9%/24.7%/25.5%，主要系随印尼工厂产能爬坡和下游需求回暖，产能利用率有望提升，以及伴随上海嘉乐管理运营改善和规模效应逐渐显现，毛利率有望提升。

B2C业务：2024-2026年，预计公司B2C业务收入分别为6.99/7.81/8.75亿元，分别同比增长11.6%/11.8%/12.0%，其中线上业务收入分别为2.25/2.36/2.48亿元，分别同比增长5.0%/5.0%/5.0%，分销业务分别为4.74/5.45/6.27亿元，分别同比增长15.0%/15.0%/15.0%。2016-2023年B2C业务收入CAGR为15.4%，长期维持较快增长。2016-2023年及2024H1，公司B2C业务营收分别同比变化+367.8%/+120.0%/+102.3%/+25.5%/-43.1%/+3.2%/-32.1%/+22.0%/-2.5%，公司B2C业务打造差异化定位的品牌矩阵，研发创新优势突出，以及依托小米生态链助力发展，公司积极推动品牌出海，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，据公司官方公众号，小米与开润润米科技签订2.0全新战略合作协议，对于优秀生态链企业有望给予更多自主权和资源倾

斜。此外据小米官网，24年小米汽车重磅发布，公司的小米箱包业务有望受益。

2024-2026年，预计B2C业务毛利率分别为26.6%/27.0%/27.4%；其中线上业务毛利率分别为37.9%/37.9%/37.9%，分销业务毛利率分别为21.2%/22.2%/23.2%。未来公司有望泛出行领域不断推出新的产品品类，积极推出新品和迭代升级老品，不断拓展线上线下多种渠道资源，为B2C业务的增长打开空间。

期间费用率：2024-2026年，预计公司销售费用率分别为5.50%/5.75%/5.75%；管理费用率分别为6.00%/6.50%/6.50%；研发费用率维持在2.20%。2024年销售费用率和管理费用率预计相比2023年下降，主要系根据2024H1财报，2024H1销售费用率和管理费用率相比2023H1下降，销售费用率下降主要系折旧与摊销金额较上期减少，部分长期待摊项目已摊销完毕，管理费用率下降主要系营收增加带来的摊薄。预计2025销售费用率和管理费用率比2024年上升，主要系上海嘉乐并表，上海嘉乐因为相比公司体量较小，规模效应暂不明显，部分较为刚性。

整体来看：2024-2026年，我们预计公司营业收入分别为42.98/58.16/66.98亿元，分别同比增长38.4%/35.3%/15.2%，预计公司整体毛利率分别为24.3%/24.9%/25.7%，预计所得税率与往年基本保持平稳。

表13：公司盈利预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
原 B2B 业务 (亿元)	14.64	14.90	14.90	14.90	14.90
YOY	36.2%	1.7%	0.0%	0.0%	0.0%
印尼工厂 (亿元)	7.34	9.54	13.35	17.36	21.70
YOY	88.5%	30.0%	40.0%	30.0%	25.0%
上海嘉乐 (亿元)	10.13	12.85	14.78	17.74	21.29
YOY	3.8%	26.9%	15.0%	20.0%	20.0%
B2B 业务合计 (亿元)	21.98	24.44	35.64	49.99	57.88
YOY	50.1%	11.2%	45.9%	40.3%	15.8%
B2B 毛利率	22.0%	23.9%	23.9%	24.7%	25.5%
B2C 业务 (亿元)	5.13	6.26	6.99	7.81	8.75
YOY	-32.1%	22.0%	11.6%	11.8%	12.0%
线上销售 (亿元)	2.28	2.14	2.25	2.36	2.48
YoY	-34.4%	-5.9%	5.0%	5.0%	5.0%
分销销售 (亿元)	2.86	4.12	4.74	5.45	6.27
YoY	-30.2%	44.2%	15.0%	15.0%	15.0%
B2C 毛利率	20.9%	26.6%	26.6%	27.0%	27.4%
营业收入合计 (亿元)	27.41	31.05	42.98	58.16	66.98
YOY	19.8%	13.3%	38.4%	35.3%	15.2%
毛利率	21.6%	24.4%	24.3%	24.9%	25.7%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

注：2022-2023年，上海嘉乐未并表，因此B2B业务合计未包含上海嘉乐

我们预计公司2024-2026年每股收益分别为1.55元/股、1.67元/股、2.14元/股。剔除上海嘉乐部分投资收益的影响（剔除后EPS约1.25元/股），参考可比公司估值，且预计公司业绩增速较快，我们给予公司24年20倍PE估值，对应合理价值25.00元/股，维持“买入”评级。

（此处选取华利集团、浙江自然、伟星股份、健盛集团、新澳股份作为可比公司，主要系以上公司均为代工企业，同时不属于上游原材料环节公司，且下游客户结构与公司主要客户接近，如华利集团主要客户包括耐克、VF、彪马等，伟星股份主要客户包括耐克，阿迪达斯等）

表14: 可比公司估值（收盘价截至2024.9.19）

公司	代码	最新价格(元)		EPS(元)			PE		
		2024/9/19	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	
华利集团	300979.SZ	65.12	3.32	3.84	4.39	19.62	16.96	14.85	
浙江自然	605080.SH	14.57	1.21	1.45	1.67	12.03	10.06	8.74	
伟星股份	002003.SZ	12.51	0.59	0.68	0.77	21.21	18.47	16.19	
健盛集团	603558.SH	9.56	0.87	1.02	1.16	10.97	9.41	8.21	
新澳股份	603889.SH	6.31	0.62	0.71	0.81	10.20	8.90	7.77	

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：盈利预测来自Wind一致预期

五、风险提示

（一）客户集中度高的风险

公司B2B业务的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。

（二）产能扩张不达预期的风险

公司B2B业务的增长需要依靠印尼产能扩张支持，若未来因印尼政治动荡、经济波动、政策或法律法规变化，或项目建设管理不善等因素，印尼宝岛工厂以及上海嘉乐工厂的产能扩张可能不达预期，将有可能影响公司代工业务的增长。

（三）单品增长不及预期的风险

旅行箱产品是中低频消费品，随着规模基数的扩大，以及潜在消费者的不断挖掘，90分品牌旅行箱增速有可能回落，如果在产品升级、渠道扩张等方面做得不好，或是新进入了强有力的竞争对手，则有可能出现旅行箱单品增长不及预期的现象。

（四）渠道扩张不及预期风险

公司前期多依赖于小米系渠道进行销售，对小米依赖性较强，如果后期要实现长期规模的持续扩张，不断提升产品盈利能力，则需要不断开拓新的销售渠道。但是销售渠道的开拓对于资金、人力的投入要求较高，同时对于产品品类的配合也有一定要求，另外如果判断错误渠道扩张不当则可能对后续经营造成不良影响。

资产负债表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1,934	1,918	3,357	4,231	4,953
货币资金	679	653	1,717	2,120	2,595
应收及预付	493	603	757	1,024	1,180
存货	600	493	704	898	984
其他流动资产	162	169	179	189	195
非流动资产	1,582	1,670	1,737	1,731	1,720
长期股权投资	641	633	625	617	609
固定资产	441	571	617	660	699
在建工程	110	74	37	0	-36
无形资产	87	86	85	84	83
其他长期资产	303	306	373	369	366
资产总计	3,516	3,588	5,095	5,961	6,673
流动负债	1,433	1,206	2,231	2,776	3,077
短期借款	479	299	399	394	390
应付及预收	501	610	1,330	1,784	2,034
其他流动负债	454	296	502	598	652
非流动负债	316	473	705	705	705
长期借款	73	221	391	391	391
应付债券	186	198	198	198	198
其他非流动负债	56	55	117	117	117
负债合计	1,749	1,679	2,936	3,482	3,782
股本	240	240	240	240	240
资本公积	715	730	736	736	736
留存收益	781	875	1,178	1,502	1,916
归属母公司股东权益	1,713	1,853	2,104	2,428	2,842
少数股东权益	54	56	54	52	49
负债和股东权益	3,516	3,588	5,095	5,961	6,673

利润表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	2741	3105	4298	5816	6698
营业成本	2148	2349	3255	4365	4977
营业税金及附加	9	15	21	29	33
销售费用	190	200	236	334	385
管理费用	199	200	258	378	435
研发费用	57	68	94	128	147
财务费用	21	28	42	45	42
资产减值损失	-28	-13	-31	-43	-35
公允价值变动收益	-10	12	-2	0	0
投资净收益	-44	-86	128	32	32
营业利润	83	156	496	535	685
营业外收支	-5	-2	-2	-2	-2
利润总额	79	154	494	533	683
所得税	24	39	124	134	172
净利润	55	115	370	399	511
少数股东损益	8	-1	-2	-2	-3
归属母公司净利润	47	116	372	401	514
EBITDA	235	324	589	636	786
EPS (元)	0.20	0.48	1.55	1.67	2.14

现金流量表

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	107	440	790	532	625
净利润	55	115	370	399	511
折旧摊销	62	64	53	57	61
营运资金变动	-129	116	373	15	1
其它	120	145	-6	60	52
投资活动现金流	-226	-218	42	1	1
资本支出	-237	-138	-44	-44	-44
投资变动	-12	-81	8	8	8
其他	23	1	78	38	38
筹资活动现金流	-31	-253	229	-130	-151
银行借款	-169	-33	270	-5	-4
股权融资	0	1	6	0	0
其他	138	-222	-47	-125	-147
现金净增加额	-151	-30	1,064	403	476
期初现金余额	781	630	600	1,663	2,066
期末现金余额	630	600	1,663	2,066	2,542

主要财务比率

至 12 月 31 日	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	19.7%	13.3%	38.4%	35.3%	15.2%
营业利润	-57.3%	87.3%	218.5%	7.9%	28.0%
归母净利润	-74.0%	146.5%	221.7%	7.9%	28.1%
获利能力					
毛利率	21.6%	24.4%	24.3%	24.9%	25.7%
净利率	2.0%	3.7%	8.6%	6.9%	7.6%
ROE	2.7%	6.2%	17.7%	16.5%	18.1%
ROIC	4.3%	7.1%	11.9%	11.7%	13.2%
偿债能力					
资产负债率	49.7%	46.8%	57.6%	58.4%	56.7%
净负债比率	99.0%	88.0%	136.1%	140.4%	130.8%
流动比率	1.35	1.59	1.50	1.52	1.61
速动比率	0.88	1.12	1.15	1.17	1.26
营运能力					
总资产周转率	0.78	0.87	0.99	1.05	1.06
应收账款周转率	5.73	5.80	6.45	6.67	6.21
存货周转率	3.79	4.30	5.44	5.45	5.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.20	0.48	1.55	1.67	2.14
每股经营现金流	0.44	1.83	3.29	2.22	2.61
每股净资产	7.15	7.73	8.77	10.12	11.85
估值比率					
P/E	79.70	30.56	13.04	12.08	9.43
P/B	2.23	1.90	2.31	2.00	1.71
EV/EBITDA	17.69	11.41	7.39	6.20	4.41

广发纺织服装行业研究小组

糜韩杰：首席分析师，复旦大学经济学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
 左琴琴：资深分析师，上海社会科学院经济学硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
 李咏红：资深分析师，上海交通大学会计硕士，2021年进入广发证券发展研究中心。
 董建芳：高级研究员，对外经济贸易大学金融硕士，2023年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 47楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港湾仔骆克道81 号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。