

2025 年 03 月 10 日

印尼优势凸显，期待嘉乐助力新增长

开润股份(300577)

►投资建议

站在目前时点，我们认为公司的印尼先发布局优势愈发凸显，构成目前主要贡献点的 2B 箱包代工业务仍有利润弹性空间，嘉乐成长性刚刚开启，2C 端运营主导权的变化带来盈利提升空间。（1）根据我们测算，24 年 2B 业务有望实现高双位数增长、且净利率 25 年依然存在修复空间，主要来自产能利用率修复和汇兑影响减弱，公司 2B 业务核心优势来自印尼布局，核心驱动在于净利率修复、下游补库存、公司老客户份额有望提升以及新客户拓展存在空间。（2）根据我们测算，2C 业务核心驱动在于小米业务分成模式变化带来的利润率提升。（3）收购上海嘉乐进入服装代工更大赛道，打开公司第二增长曲线，且净利率仍存在修复空间。维持盈利预测，预计 24/25/26 年收入为 42.98/60.69/69.70 亿元；预计 24/25/26 年归母净利 4.14/4.61/5.65 亿元；对应 24/25/26 年 EPS 1.73/1.92/2.36 元。2025 年 3 月 10 日收盘价 22.36 元对应 24/25/26 年 PE 为 13/12/9X，维持“买入”评级。

2B 业务：箱包盈利能力修复，嘉乐成长空间明确

箱包：1）短期收入预计维持双位数增长，但净利率仍有提升空间，主要来自产能爬坡带动产能利用率提升及 SAP 系统渗透率提升带来效率改善；2）中长期看印尼产能逐步投产，以及凭借海外布局优势进一步提升老客户采购份额及新客户拓展放量。

上海嘉乐：公司合计持股 69%，通过嘉乐并表切入服装大赛道，对比同业百亿企业，上海嘉乐存在较大成长空间，1）产能：公司 23 年规划“印尼箱包与服装生产基地”项目，预计新增服装产能 1238 万件；2）依托开润，有望更快拓展新客户；3）净利率仍有提升空间。

2C 业务：90 分出海+小米生态链 2.0，盈利能力提升

1）小米端：小米生态链 2.0 在产品端、渠道端、利润端都将带给开润更大自主权，有望带来利润弹性；2）90 分 24 年扭亏为盈，出海及苹果店有望贡献增量。

风险提示：客户拓展不及预期；汇率波动；产能扩张不及预期；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	2,741	3,105	4,298	6,069	6,970
YoY(%)	19.7%	13.3%	38.4%	41.2%	14.8%

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	22.36
股票代码：	300577
52 周最高价/最低价：	30.99/12.32
总市值(亿)	53.62
自由流通市值(亿)	31.36
自由流通股数(百万)	140.24



分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090002

联系电话：

相关研究

- 【华西纺服】开润股份 24 年业绩预告点评：业绩如期兑现，25 年仍存利润弹性
2025.01.23
- 【华西纺服】开润股份三季报点评：业绩符合预期，首次 Q3 分红
2024.10.29

归母净利润 (百万元)	47	116	414	461	565
YoY (%)	-74.0%	146.5%	258.1%	11.3%	22.5%
毛利率 (%)	21.6%	24.4%	24.3%	24.5%	24.7%
每股收益 (元)	0.20	0.48	1.73	1.92	2.36
ROE	2.7%	6.2%	18.5%	17.3%	17.7%
市盈率	116.20	47.14	13.16	11.82	9.65

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 历史回顾：19 年 2B 净利率曾达 12%	4
2. 2B 箱包：未来 3 年印尼扩产 60%，净利率仍有提升空间	7
2.1. 加关税背景下，印尼先发布局优势凸显	8
2.2. 短期看产能利用率提升+管理效率提升，带来净利弹性	9
2.3. 中长期看印尼扩产，客户份额提升	10
3. 服装代工：嘉乐新客拓展顺利，净利率提升空间较大	11
3.1. 嘉乐优势：印尼+垂直一体布局，快速吸引新客户	12
3.2. 成长驱动：服装代工大赛道，上海嘉乐成长空间较大	13
4. 2C：小米运营主导权变化带动盈利能力提升	14
4.1. 小米品牌热度升级，生态链 2.0 有望带动盈利能力提升	15
4.2. 90 分出海+苹果店开店空间，24 年扭亏	16
5. 盈利预测和投资建议	16
5.1. 盈利预测	16
5.2. 投资建议	18
6. 风险提示	18

图表目录

图 1 公司收入(亿元)及增速	5
图 2 公司净利(亿元)及增速	5
图 3 公司分业务收入及增速(亿元)	5
图 4 公司分业务毛利率	5
图 5 公司毛利率和归母净利率	5
图 6 公司期间费用率	5
图 7 公司 2B 业务收入(亿元)及增速	8
图 8 2B 业务毛利率	8
图 9 公司 2B 分业务毛利率	8
图 10 2B 分业务收入占比	8
图 11 历年公司自有产能(万件)及利用率情况	10
图 12 历年公司产销量(万件)及产销率情况	10
图 13 全球箱包市场规模及增速(亿美元)	11
图 14 中国箱包及类似容器出口金额(亿元)及增速	11
图 15 公司产能(万件)及产能利用率	11
图 16 公司前五大客户收入及占比	11
图 17 上海嘉乐股权结构(截至 2024/7)	12
图 18 嘉乐历史收入(亿元)及增速	12
图 19 嘉乐历史净利(亿元)及增速	12
图 20 公司 2C 业务分渠道收入(亿元)及增速	15
图 21 品牌业务分渠道毛利率	15
图 22 上海润米收入(亿元)及增速	16
图 23 上海润米净利(亿元)及增速	16
表 1 公司发展大事记	5
表 2 印尼、中国生产要素价格对比	8
表 3 2B 业务客户拓展时间线	11
表 4 公司与同业费用率对比(23 年)	13
表 5 同业对比(2023 年)	13
表 6 收入拆分	17
表 7 2C 可比公司估值	18
表 8 2B 可比公司估值	18

我们曾于 2020 年发布深度报告对公司进行过推荐，主要基于期待公司 2C90 分业务疫后复苏、当时的国潮崛起背景、以及对比了摩飞的成长路径，但此后由于疫情反复、线上流量分化，公司 2C 业务一度亏损。但也是在 20 年下半年，公司收购嘉乐，进入到较箱包代工更大的服装代工赛道，并进行了客户拓新、设备迭代等整合赋能，于 24 年中注入上市公司。站在目前时点，我们认为公司的印尼先发布局优势愈发凸显，构成目前主要贡献点的 2B 箱包代工业务仍有利润弹性空间，嘉乐成长性刚刚开启，2C 端运营主导权的变化带来盈利提升空间。

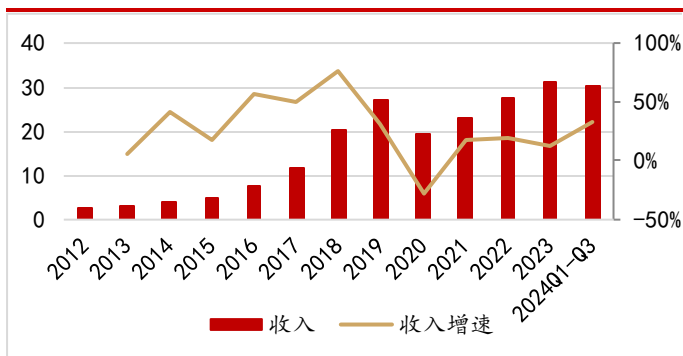
1. 历史回顾：19 年 2B 净利率曾达 12%

回顾公司历史业绩，（1）疫情前 15-19 年公司收入/归母净利 CAGR 为 53%/36%，净利增速低于收入主要由于净利率偏低的 2C 业务增速更高。（2）19 年是公司历史的一个高点，主要由于公司完成收购印尼宝岛工厂带来业绩增厚：收入/净利分别增长 32%/30%至 27/2.3 亿元，2B/2C 业务分别增长 49%/26%，其中收购印尼宝岛贡献收入/净利 2.5/0.13 亿元，对应净利率 5.3%。（3）2B 业务仅 20 年受到疫情影响-10%、23Q2 受到海外去库存影响-12%，其余年份保持较快增长：21 年随着疫情好转及新客户 VF 等贡献，2B 增长 24%；22 年疫情期间 2B 业务高增 50%，主要由于开始有服装加工业务、但即使剔除这一部分 2B 仍增长 30%，主要受益于海外疫情的进口替代，但公司净利大幅下滑主要由于 2C 业务和嘉乐亏损；23Q2 2B 箱包受下游去库影响下滑、23Q4 迎来拐点，2C 小米开始高增。（4）24 年业绩超越 19 年达到新高点，主要受益于 2B 下游补库存、小米收入端改善、嘉乐并表。24 年净利预计增长 220%-263%至 3.7-4.2 亿元，其中包括取得上海嘉乐控制权时产生的投资收益 0.96 亿元。

公司毛利率主要在 26-30%区间波动，影响因素主要来自业务结构（低毛利的 2C 占比提升，如 16 和 18 年，18 年 2C 收入占比超过 50%）、2B 产能利用率（印尼扩产爬坡、阶段性海外去库，如 23 年）、汇率影响（如 21 年）。历史最高毛利率为 15 年 30%（贬值及女包产销量增加）、最低为 22 年 21.63%。12 年毛利率偏低在于 2012 年 5 月仓库火灾造成的固定资产损失及全球笔记本电脑出货量下滑影响公司主营业务电脑包出货；17 年毛利率提升至 29.6%主要受益于 2B 客户结构优化及 90 分定价策略优化；21 年毛利率下降主要由于人民币升值、印尼扩产叠加海运费用大幅上涨；22 年毛利率下降主要由于疫情影响、原材料价格上涨及毛利率较低的服装代工业务占比提升。

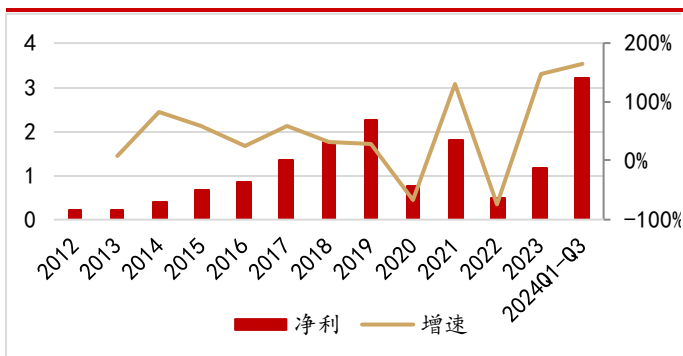
公司归母净利率在 3-10%区间波动，15/17 年公司净利率超 12%，18-19 受 2C 业务占比提升，带动毛利率及销售费用率波动，净利率降至 9%附近。22 年受上海嘉乐亏损及理财产品收益下降影响净利率最低降至 2%；23 年净利率提升低于毛利率主要受汇率套保亏损影响。从期间费用率来看，20-21 年由于收入下降及 2C 加大营销投放及渠道拓展最高增至 11.8%，22 年开始进行渠道调整及降本增效降至 6%附近；20 年管理费用率大幅增长主要由于职工薪酬及社会机构服务费增加叠加收入下降，后逐渐降至 6%附近；研发费用率在 2-3%；财务费用率在 1%附近波动。

图 1 公司收入(亿元) 及增速



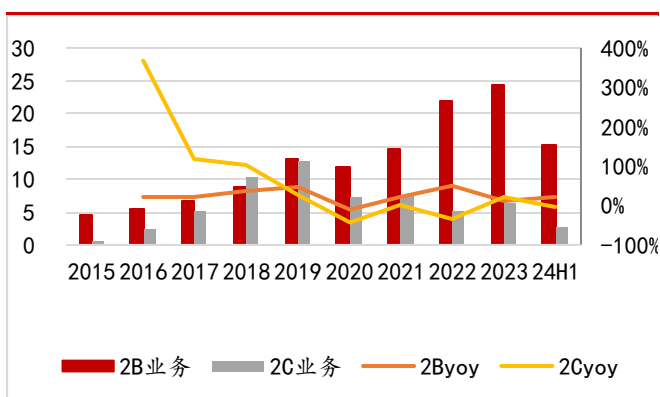
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 2 公司净利(亿元) 及增速



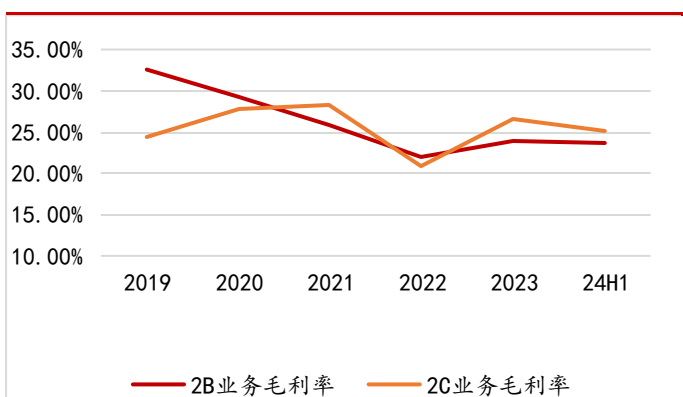
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 3 公司分业务收入及增速（亿元）



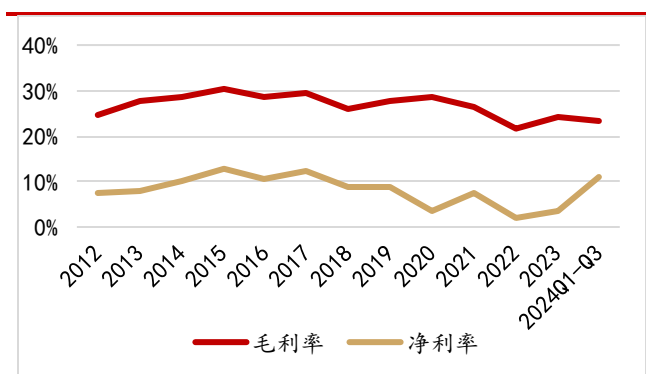
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 4 公司分业务毛利率



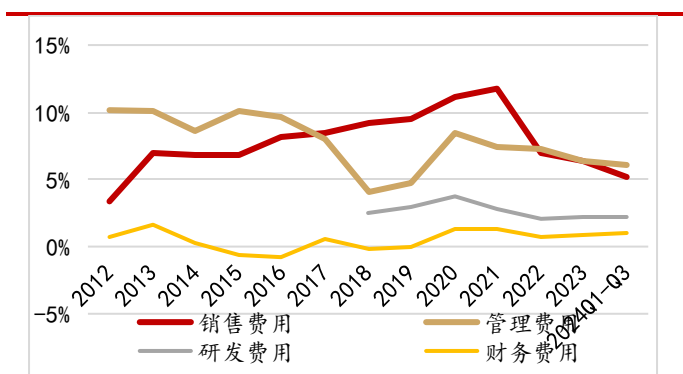
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 5 公司毛利率和归母净利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 6 公司期间费用率



资料来源：WIND，华西证券研究所（18年前管理费用率包含研发费用率）

表 1 公司发展大事记

时间	大事记
----	-----

2005-2009	公司成立，在上海奉贤开设箱包工厂
2011	在安徽滁州投产占地 100 亩、业内领先的箱包工厂，扩大箱包产能；运营总部迁往上海；
2015	与小米生态链负责人达成合作，开始拓展 2C 业务，成立润米、硕米两家公司；
2016	➢ 90 分双十一箱包销量位居第一，2C 做到 2 亿收入、实现盈亏平衡； ➢ 发布第一期限制性股票激励草案及第一期员工持股计划，计划拟授予激励对象限制性股票 55.35 万股，授予价格为 50.83 元/股（复权价 27.96 元/股），考核目标为以 2016 年净利为基数，17-20 年增速不低于 15%/32%/52%/75%，17-19 年实际净利增长 59%/107%/169%（以 16 年为基数），20 年因疫情原因第四个解除限售期解除限售条件未成就，公司已完成回购注销。
2017	➢ 员工持股计划方面，截至 17 年 11 月以 61.6 元（复权价 33.85 元）/股买入公司股票 2,375,239 股，权益分派后增至 4,275,430 股；20 年 9 月 22 日（当日收盘价 31.6 元/股），公司第一期员工持股计划通过大宗交易的方式将所持有的公司股票共计 4,275,430 股全部出售完毕，公司第一期员工持股计划实施完毕并提前终止。 ➢ 90 分迎来爆发式增长，17Q1 销量超预期；1.56 亿现金收购润米科技 26% 股权、持股比例提升至 77%，硕米从 56% 提升至 76%； ➢ 公司成为迪卡侬全球 40 家战略合作伙伴供应商之一、并成为第 2 家迪卡侬家族战略合作伙伴的供应商；与美国铝业、科思创、日本东丽、YKK、Segway 等知名供应商深度合作；
2018	➢ 年初 CES 展上展示了黑科技产品自平衡智能跟随旅行箱“Puppy1”；在刷爆商业圈的罗辑思维跨年演讲上，开润股份及 90 分品牌被作为解读“中国式机会”之“比特化脑洞”的典型案列，被罗振宇重点提及。 ➢ 2018 年重点在于渠道多元化（拓展线下，体外孵化 90GO）；品类多元化（拓展鞋服）
2019	➢ 12 月发布第二期股权激励草案，涉及限制性股票 376.74 万股，首次授予价格为 16.46 元/股，考核目标为以 2018 年净利为基数，19-23 年增速不低于 15%/32%/52%/75%/100%。19 年实际净利增长 30%，20 年 4 月受疫情影响，公司决定终止实施 2019 年限制性股票激励计划。 ➢ 12 月公开发行 223 万张可转债，募集资金总额 2.23 亿元，初始转股价 33.34 元，用于“滁州米润科技有限公司优质出行软包制造项目”和“补充流动资金”； ➢ 收购印尼宝岛工厂，成功进入 Nike 供应商体系（对应收购 PE30 倍）；由于 NIKE 的背书，成功打入 VF 供应链。
2020	➢ 2B、2C 业务均受到疫情冲击； ➢ 10 月发布第二期员工持股计划，12 月以 31.31 元/股均价累计买入公司股票共计 800,348 股；公司第三期员工持股计划累计买入公司股票共计 80,900 股，成交金额为 2,531,750 元，成交均价 31.29 元/股。第 2、3 期员工持股锁定期至 21/12/1（当日股价 22.5 元/股）。 ➢ 2020 年向特定对象发行股票总数量为 22,792,104 股，发行价格为 29.55 元/股，（21/5/24 解禁）实际募集资金净额为 6.59 亿元；用于印尼箱包生产基地、滁州时尚女包工厂项目、安徽开润股份有限公司信息化建设项目及补充流动资金项目（2024 年 6 月，公司决定变更募集资金用途，将滁州女包项目和信息化建设项目的剩余资金用于收购上海嘉乐的股份）； ➢ 9 月，公司以 3.26 亿元收购上海嘉乐 28.70% 股权 ➢ 客户新增 VF 集团；
2021	➢ 2B 箱包新增 Jansport、Dickies、李宁等客户； ➢ 6 月发布第四期员工持股计划，第四期员工持股计划授予 24 人共计 38.9 万股，本次员工持股计划股票来源为公司回购专用账户已回购的股份，21/1-21/12 公司以 22.79 元/股回购 118 万股，锁定期至 2022/7/16。 ➢ 公司以 0.9 亿元收购上海嘉乐 7.25% 股权

2022	➢ 1月发布第五期员工持股计划，第五期员工持股计划授予41人共计278,038股，本次员工持股计划股票来源为公司回购专用账户已回购的股份，21/1-21/12公司以22.79元/股回购118万股，锁定期至2022/7/16 ➢ 6月发布第六期员工持股计划，第六期员工持股计划授予对象80人，资金来源计提1694万元激励基金，本次员工持股计划股票来源为公司回购专用账户已回购的股份，回购均价17.28元/股，受让数量98万股，锁定期至2023/3/8。 ➢ 10月发布第三期限限制性股票激励草案，涉及限制性股票133.9万股，首次授予价格为7.65元/股，考核目标第一个归属期：以2020-2021年的营业收入平均值为基数，23/24年营业收入增速不低于25%/35%，实际23年收入增长47%。 ➢ 2B箱包新增Adidas、Puma、TheNorthFace、Thule、TheHomeDepot、Millet、Acer等客户
2023	➢ 2B服装深化Adidas、PUMA、MUJI等合作关系； ➢ 8月发布第四次股权激励草案，涉及限制性股票327.21万股，首次授予价格为8.33元/股，考核目标：以2021-2022年的营业收入平均值为基数，23/24年营业收入增速不低于10%/15%，实际23年收入增长47%。 ➢ 润米科技完成了生态链变革2.0签约仪式； ➢ 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，项目建成后预计增加箱包1082万个以及服装1238万件
2024	24年7月以2亿元合计收购上海嘉乐15.9%股权，实现并表

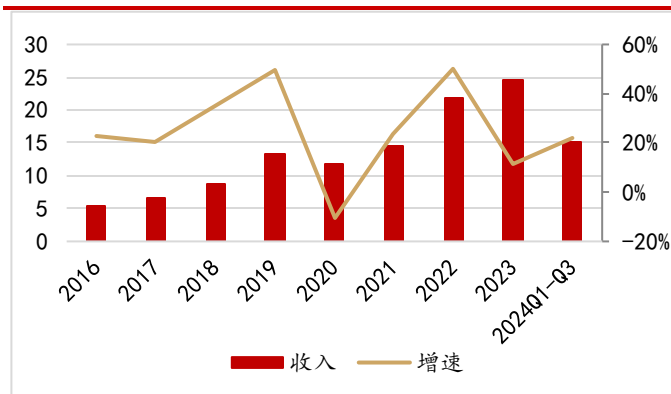
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2.2B 箱包：未来3年印尼扩产60%，净利率仍有提升空间

15-19 公司 2B 业务 CAGR 为 31%，19 年高增由印尼工厂收购贡献；21 年下半年受疫情放缓、下游补库、新客户拓展等开始加速增长；22 年虽然海外客户存在去库压力，但公司凭借新增客户放量及新增服装业务实现高增；23 年 2B 箱包业务受下游去库影响增速放缓，公司还新增了部分服装代工业务，但这部分主要为接单后转由嘉乐代工的中转业务、利润率较低；服装业务高增主要由于公司深化 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；24 年开始下游补库，持续增长。

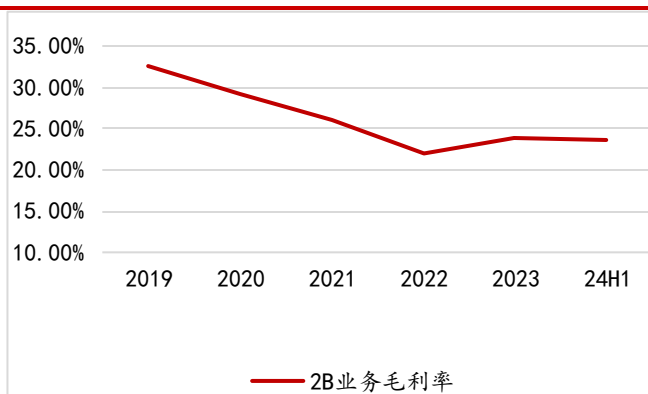
从毛利率看，20 年下降受会计准则影响，21-22 下降由于较低毛利率的服装代工业务占比增加及海外产能利用率下降拖累。23 年受益于代工制造业务客户及产品结构优化调整、供应链端效率提升，2B 毛利率开始改善。

图 7 公司 2B 业务收入（亿元）及增速



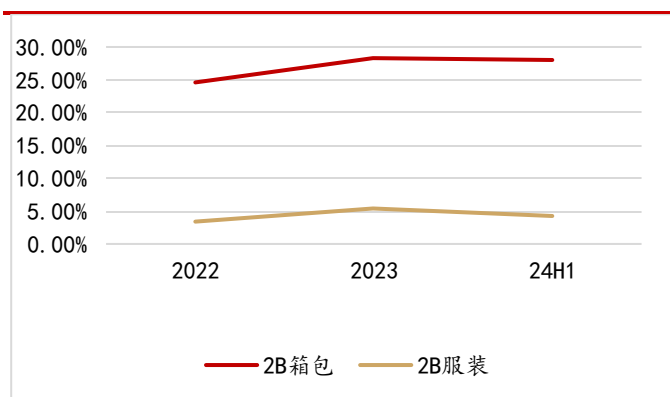
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 8 2B 业务毛利率



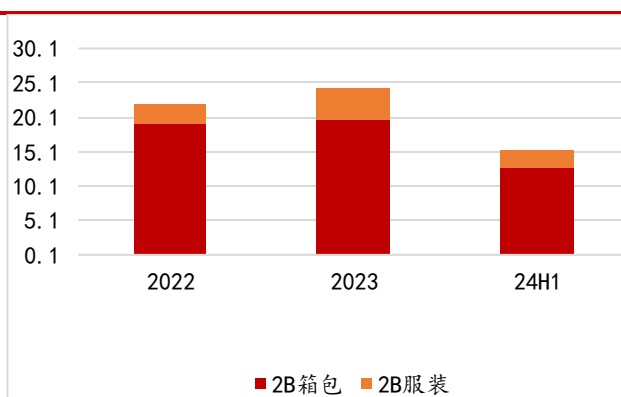
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 9 公司 2B 分业务毛利率



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 10 2B 分业务收入占比



资料来源：WIND，华西证券研究所

2.1.加关税背景下，印尼先发布局优势凸显

美国加征关税，印尼优势凸显。海外布局方面，公司于印度设有制造基地、并于 2019 年收购了印尼工厂，海外布局使得公司在美国加税背景下优势明显：（1）关税差异：23 年 11 月美国宣布和印尼升级为“全面战略伙伴关系”，2024 年印尼总统普拉博沃与拜登会晤，承诺进一步落实 CSP，应对气候变化和全球供应链安全等挑战。对比关税，印尼为 GSP（Generalized System of Preference、即普惠制关税制度）国家，对美国出口享受零关税制度（此前，公司出口至美国的产品主要为软包，属于加征关税的商品范围，即关税税率从 17.60% 增至 42.60%），2025 年 2 月特朗普政府对中国进口商品加征 10% 关税，3 月宣布继续加征 10% 关税，合计 25 年增加 20% 关税，开润表示其国内代工业务出口美国的收入仅占总收入约 0.1%，因此几乎不受此次加税事件的影响，印尼优势凸显。（2）人工成本低：截至 2023 年印尼是全球第四大人口国，拥有 2.8 亿人口，年龄中位数不足 30 岁，年轻的人口结构为制造业提供充足的人力资源，劳动力成本低于中国、越南等国家，根据 KUPU 数据，印尼月工资约为 725-1830 元，开润国内核心工厂所在地安徽省的平均月工资为 4958-8640 元，即使考虑到人工效率的差异，海外人工成本也仍有比较优势。

表 2 印尼、中国生产要素价格对比

	中国	印尼
最低工资	350 美元/月	132 美元/月
水价 (美元/立方米)	0.41	0.07-0.95
电价 (美元/度)	0.08-0.12	0.03-0.04
所得税率	25%	投资额超过 1 万亿盾的企业可享受为期 10 年至 25 年的减税或者免税 20% 至 100% 的优惠；投资额达到 0.5 万亿盾以上、1 万亿盾以下的企业可享受 5 年至 15 年的减税或者免税 20% 至 100% 优惠。
出口美国关税	25%	零关税 (GSP 待遇)

资料来源：《中国居民赴印尼投资税收指南》，安徽省统计局等，华西证券研究所

印尼建厂难点较多，时间窗口充裕。1) 拿地难度较大，印尼土地大多私有、许多地块彼此嵌入且权属不清或一地多证，有的地主待价而沽、漫天要价，导致通过正常商业途径征地往往耗费大量时间且经济成本不可控；通过法院判决强征获取土地程序繁琐、手续漫长，亦将耗费大量的时间，导致征地难是印尼多数项目面临的头号难题。2) 许可证获取时间长，根据印尼《环境法》，印尼《环境法》要求对投资或承包工程进行环境影响评估 (AMDAL)，规定企业必须获得由环境部颁发的环境许可证，审批大概需要 125 个工作日，印尼排污许可证的申请涉及多级审批、环评复杂性和行政效率低下，导致排队现象普遍，拿证时间加长。3) 印尼本土产业链配套不足，原材料 (如高端面料、配件) 依赖进口，新进入企业需重建供应链体系。

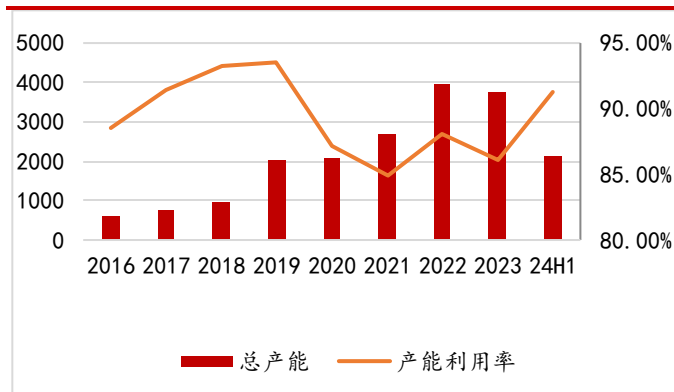
本土竞争服装代工行业竞争格局：根据丝路印象数据，2019 年印尼纺织行业前五大公司的市场份额，制造端 PT Indorama Synthetics Tbk 占 25%，PT Astra International Tbk 15%，零售端 PT Uniqlo Indonesia 10%，H&M 和 Zalora 各占 8% 和 7%。其中 PT Indorama Synthetics Tbk 是印尼最大的合成纤维生产商，主要生产尼龙和聚酯纤维，根据其 2019 年年报，公司实现营业收入约为 27.5 万亿印尼盾 (约合 19.5 亿美元)。整体来看，印尼纺织产业链中上游 (如织造、染整) 较为薄弱，代工企业多聚焦服装加工环节，而上海嘉乐在印尼拥有“面料+服装”垂直一体化布局，市占率有望进一步提升。

2.2. 短期看产能利用率提升+管理效率提升，带来净利弹性

我们分析 25 年凭借公司老客户份额提升以及新客户拓展存在空间，25 年 2B 箱包有望实现双位数增长、且净利率 25 年依然存在修复空间：公司 15-17 年净利率最高超 12%，23 年仅为 3.7% (剔除投资收益影响净利率 6.4%，受套保亏损影响)，我们分析净利率提升主要来自海外产能利用率修复和管理效率提升：1) 23 年海内/海外 (印度、印尼) 产能利用率分别为 98%/80%，24H1 随着下游补库订单增长，产能利用率提升至 90%，在加关税背景下，公司印尼产能优势越发凸显，订单数量快速增长，产能利用率有望持续提升；2) 公司不断深化供应链管理效率，通过引入

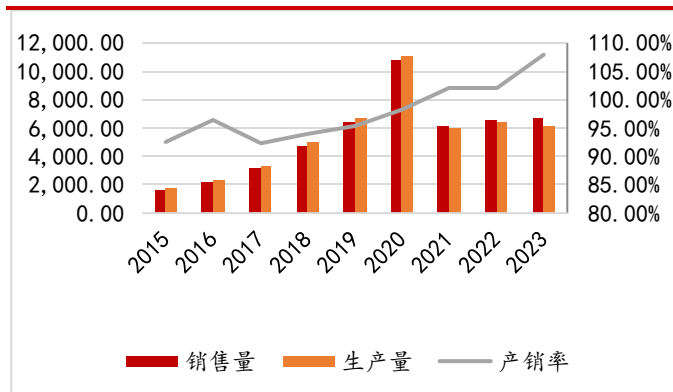
SAP 系统，全面实现公司业务数据化，实现工厂管理向信息化、数字化、智能化管理体系转型升级，提高业务效率，有望进一步降低管理成本。

图 11 历年公司自有产能(万件)及利用率情况



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 12 历年公司产销量(万件)及产销率情况



资料来源：WIND，华西证券研究所（20 年产量、销量大幅增长由于销售新增口罩等医疗防护物资产品所致）

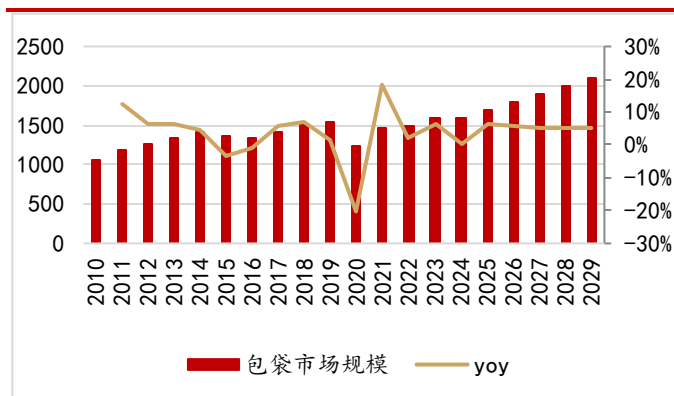
2.3. 中长期看印尼扩产，客户份额提升

根据欧睿数据，2024 年全球整体箱包市场销售额为 1604 亿美元，市场发展较为成熟，根据欧睿测算 2029 年市场规模将有望超 2000 亿美元，2024-2029 年 CAGR 预计为 5.5%。从中国箱包出口数据来看，21 年随着海外需求增加出口金额快速增长，22 年出口金额突破 2000 亿元，23 年受去库影响增速放缓，24 年出口金额下降，我们分析受贸易摩擦加剧影响。

印尼产能扩产持续推进。公司分别于 2015/2019 年布局印度、印尼产能，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%。23 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，项目建成后预计增加箱包 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。

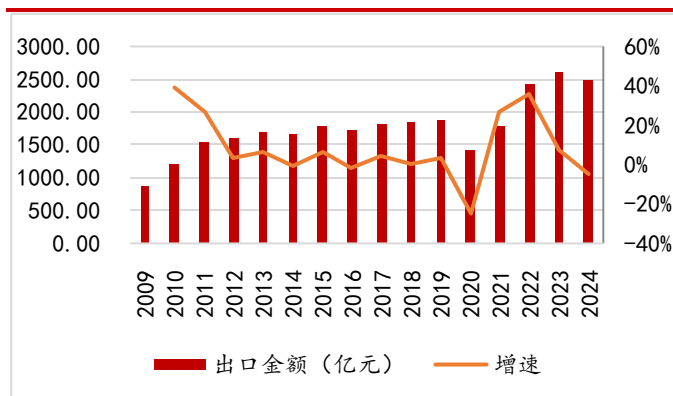
客户份额存在较大提升空间：根据 23 年年报，公司目前箱包客户主要包括 Nike、迪卡侬、VF 集团、戴尔、惠普、华硕、优衣库、JR286、YETI。（1）老客户份额提升：2023 年前五大客户的销售额占比为 57%，较 2020 年以前的 60%-70% 的水平有所下降，伴随新客户拓展客户集中度有所下降，但公司凭借其印尼布局，24H1 在 Nike、迪卡侬、VF、戴尔、惠普、华硕、Puma、优衣库等客户中份额均稳步提升，大客户采购份额仍有提升空间；（3）新客户增量：公司通过收购上海嘉乐切入优衣库供应链，成为箱包类新供应商，我们预计未来有望通过上海嘉乐切入 Adidas 箱包供应链。

图 13 全球箱包市场规模及增速（亿美元）



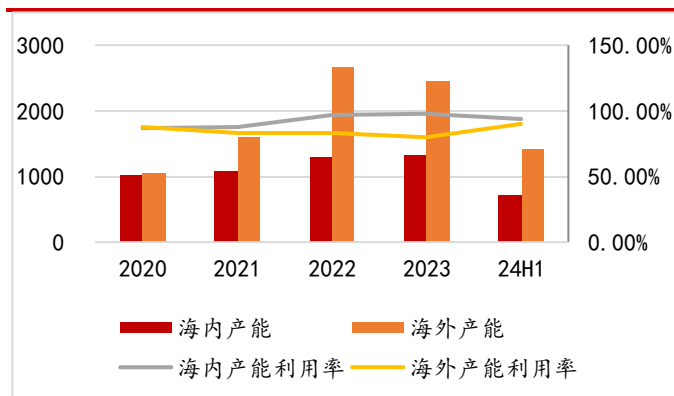
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 14 中国箱包及类似容器出口金额（亿元）及增速



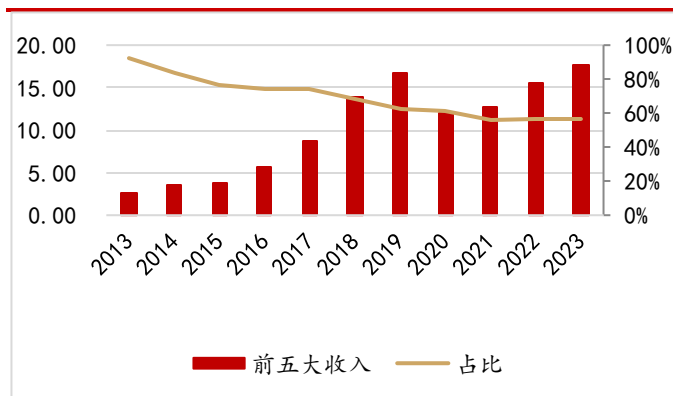
资料来源：WIND，华西证券研究所

图 15 公司产能（万件）及产能利用率



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 16 公司前五大客户收入及占比



资料来源：WIND，华西证券研究所

表 3 2B 业务客户拓展时间线

时间	品牌
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、JR286、YETI 等

资料来源：公司公告，华西证券研究所

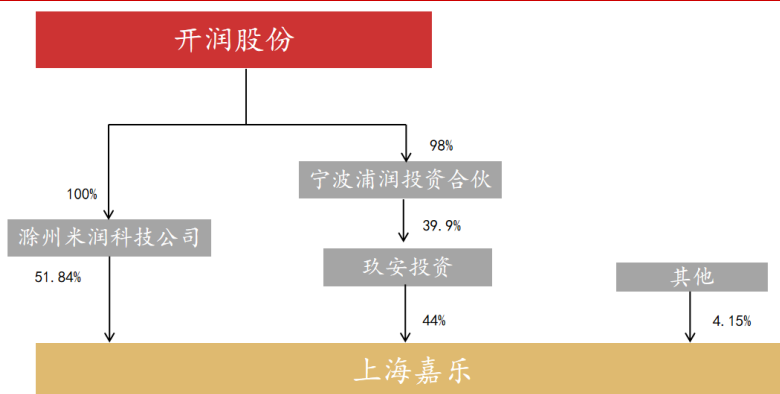
3. 服装代工：嘉乐新客拓展顺利，净利率提升空间较大

逐步收购嘉乐股权，合计持股 69%。上海嘉乐在上海和印尼均建有“纺织面料+服装”的垂直一体化生产基地，在安徽建有成衣制造基地，客户包括优衣库、Champion 等，其中与优衣库合作近 20 年。2020 年公司以 3.26 亿元收购上海嘉乐

28.70%股权；21 年以 0.9 亿元收购 7.25%股权，24 年 7 月以 2 亿元合计收购 15.9% 股权，截至 2024 年 7 月公司直接持股 51.85%（实际穿透 69%），实现并表。

通过收购上海嘉乐，公司能够实现相互赋能、互利共赢：1）公司在印尼、安徽等布局工厂，与上海嘉乐生产基地的布局方向高度一致；2）在生产工艺上，箱包与服饰及面辅料同属纺织业，制造工艺、供应链及工厂管理、研发设计等方面具有一定相似度；3）在客户资源上，公司与上海嘉乐可以实现相互开拓，更快进入对方客户供应链体系。

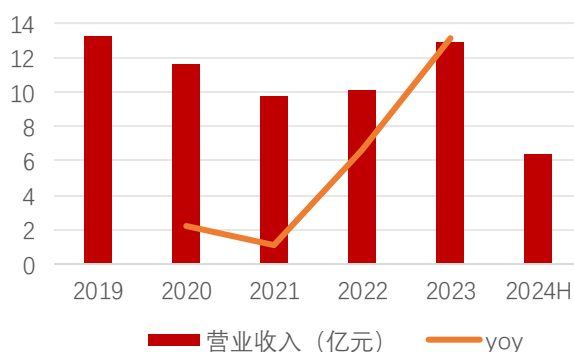
图 17 上海嘉乐股权结构（截至 2024/7）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

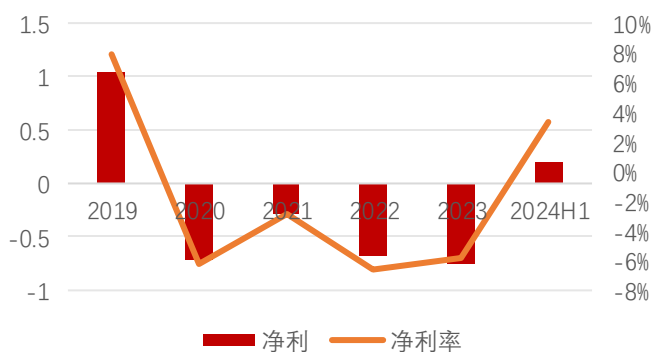
2019-2023 年公司上海嘉乐 CAGR 分别为-1%，净利在 20-22 年处于亏损状态，主要受疫情影响停工停产；22 年底老股东退出，开润开始主导运营，23 年嘉乐依托印尼布局收入逆势增长 27%，但因工厂搬迁、存货清理等亏损 0.75 亿元；24 年开始受益于老客户订单恢复、新客户放量、管理效率改善等实现净利转正，24H1 嘉乐净利率提升至 3.3%，但较 19 年净利率 7.9%仍有较大提升空间，未来存在小单向大单逐步体现规模效应，带动净利率提升。

图 18 嘉乐历史收入（亿元）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 19 嘉乐历史净利（亿元）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

3.1.嘉乐优势：印尼+垂直一体布局，快速吸引新客户

印尼产能仍存在稀缺性，快速吸引新客户。1) 稀缺印尼产地+成衣面料垂直一体化，印尼具备低成本+低关税优势，时间窗口充裕。2) 优质客户资源，深度绑定优衣库（历史占比超 60%），同时积极拓展新客户，已成功拓展 Adidas、Puma、MUJI、李宁、安踏、FILA 等新客户，有望快速提升份额，存在较大订单增量空间。

3.2.成长驱动：服装代工大赛道，上海嘉乐成长空间较大

根据欧睿数据，全球服装市场规模接近是箱包市场的 10 倍，其中在运动和休闲品牌代工制造端，孕育了一批百亿收入规模以上的制造企业，如申洲国际、晶苑国际等，此时上海嘉乐 10 亿级别收入体量，对比同业存在巨大的增长潜力：1) 产能：公司 23 年规划“印尼箱包与服装生产基地”项目，预计新增服装产能 1238 万件，有望逐步投产，快速提升订单承接能力；2) 依托开润，有望更快打通箱包客户（如 NIKE、迪卡侬等）服装供应链渠道，拓展新客户；3) 净利率仍有提升空间，疫情前上海嘉乐净利率达 8%，我们认为公司短期通过产能利用率提升及 SAP 系统带动管理效率提升带动净利率提升至 5-6%；中长期来看随着规模效应逐步显现及印尼产能占比提升，低成本优势凸显，净利率有望提升至 8-10%。

对比同业来看，申洲国际/晶苑国际/华利集团/伟星股份/上海嘉乐 23 年收入为 249.96/156.51/201.14/39.07/12.85 亿元，在服装鞋服代工行业，上海嘉乐收入规模低于同业；从盈利能力来看，23 年上海嘉乐亏损主要由于主要由于工厂搬迁、清理存货导致的一次性亏损，申洲国际净利率相对较高主要受益于垂直一体化+运动客户为主毛利率相对较高，上海嘉乐疫情前 19 年净利率 7.9%对比同业也仍有提升空间，我们分析主要来自规模效应及管理效率提升；从经营数据来看，申洲及晶苑成衣产能超 4 亿件，上海嘉乐约 3000 件，扩产空间较大。

表 4 公司与同业费用率对比（23 年）

	申洲国际	晶苑国际	华利集团	伟星股份	上海嘉乐
收入（亿元）	249.96	156.51	201.14	39.07	12.85
毛利率	24.27%	19.19%	25.59%	40.92%	9.18%
销售费用率	0.66%	1.24%	0.35%	9.08%	1.70%
管理费用率	7.53%	0.61%	3.43%	10.42%	5.43%
研发费用率		1.48%	1.54%	4.05%	1.69%
财务费用率	1.39%	8.52%	0.44%	0.42%	1.14%
净利率	18.23%	7.40%	15.91%	14.26%	-5.8%

资料来源：wind，华西证券研究所

表 5 同业对比（2023 年）

公司名称	收入（亿元）	净利（亿元）	客户结构	产品结构	产能结构	毛利率	毛利率结构	价格
申洲国际	249.70	45.57	NIKE、UNIQLO、ADIDAS 及 PUMA 等	运动: 72.2% 休闲: 22.7% 内衣: 4.3% 其他: 0.8%	成衣: 4.2 亿件	24.26%	-	成衣: 59.45 元/件

			(CR1: 37% CR5: 91%)		海外: 53% (其中柬埔寨占比 26%) 面料海外产能占比约 50% 印尼工厂有望 26 年中投产			
晶苑国际	156.51	11.58	优衣库、GU、Marks & Spencer、Gap 等 CR1: 32.7% CR5: 62.2%	休闲: 27.9% 牛仔: 21.7% 运动: 21.9% 内衣: 18.2% 毛衣: 10.3%	4.7 亿件 (员工人数越南/中国/柬埔寨/孟加拉/斯里兰卡/其他地区占比分别为 49.2%/17.5%/12.8%/12.8%/7.0%/0.7%)	19.18%	休闲: 19.3% 牛仔: 16.1% 运动: 20.1% 内衣: 20.5% 毛衣: 21.2%	成衣: 33.3 元/件
华利集团	201.14	32.00	Nike、Converse、Vans、UGG、Hoka、Puma、Under Armour CR5: 82.37%	运动休闲鞋: 88.53% 户外靴鞋: 6.73% 运动凉鞋/拖鞋及其他: 4.56% 其他业务: 0.18%	2.2 亿双 (成品鞋工厂主要位于越南, 2024H1, 越南的两家新建工厂及印尼新厂逐步投产)	25.59%	运动休闲鞋: 26.07% 户外靴鞋: 18.68% 运动凉鞋/拖鞋及其他: 24.19%	104.74 元/双
伟星股份	39.07	5.57	ADIDAS、CK 等 CR1: 3.68% CR5: 8.58%	纽扣: 40.95% 拉链: 54.85% 其他服饰辅料: 2.96% 其他: 1.24%	纽扣: 116 亿粒 拉链 8.50 亿米 境内: 82.07% 境外: (孟加拉、越南) 17.93% 越南工业园 24 年 3 月投产	40.92%	纽扣: 42.21% 拉链: 41.01%	0.34 元/粒
上海嘉乐	12.85	-0.75	优衣库等		印尼产能占比 70% 以上			

资料来源: 各公司公告, 财华社, 华西证券研究所 (申洲国际单价用产量计算, 晶苑国际根据财华社 20 年数据 4.7 亿产能计算)

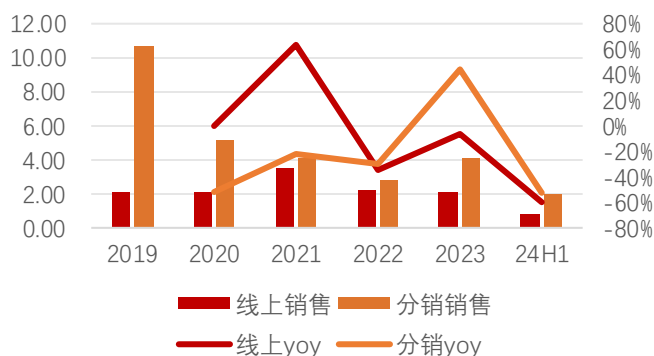
4.2C: 小米运营主导权变化带动盈利能力提升

公司 2C 端聚焦核心品牌“90 分”和“小米”: 1) 自有品牌“90 分”为公司自有品牌, 主要通过天猫、京东、抖音等电商渠道为时尚青年提供高颜值、高品质、有调性的拉杆箱、包袋、生活配件等泛出行产品, 并在海外通过线上跨境电商及线下分销渠道逐步打造成为全球化箱包品牌; 2) 合作品牌 (小米) 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。

分渠道来看, 1) 20-22 年分销渠道 (小米为主) 下降主要由于 20 年 90 分从小米渠道分出来, 拓展线上渠道, 以及小米海外渠道受疫情影响承压; 2) 21 年线上渠道 (90 分为主) 大幅增长, 主要由于开拓了抖音、拼多多等渠道, 但 20-22 年由于 90

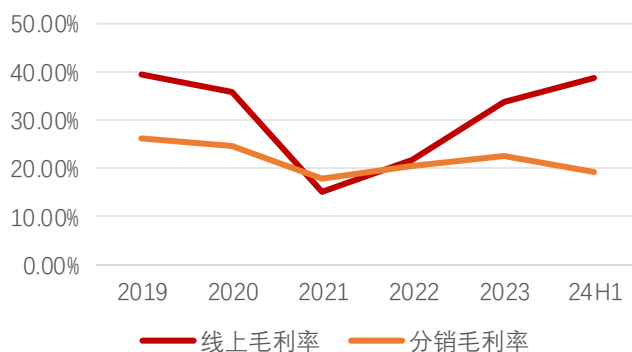
分刚独立出来遇到疫情影响出行需求，前期市场营销及渠道投入成本较高导致亏损。
3) 23 年线上/分销的收入同比-5.9%/+44.2%至 2.14/4.12 亿元，毛利率分别同比提升 12.3/2.4pct 至 33.9%/22.7%，线上下滑主要由于公司聚焦核心品类，优化渠道布局，缩减去年同期部分线上销售的运动及出行配件类产品所致，线上销售毛利率提升 12.3PCT 主要是公司聚焦核心品类及新品销售毛利率较高所致。

图 20 公司 2C 业务分渠道收入(亿元)及增速



资料来源: WIND, 华西证券研究所

图 21 品牌业务分渠道毛利率



资料来源: WIND, 华西证券研究所

4.1. 小米品牌热度升级，生态链 2.0 有望带动盈利能力提升

2015 年开润通过与小米成立合资子公司的方式进入小米生态链，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。

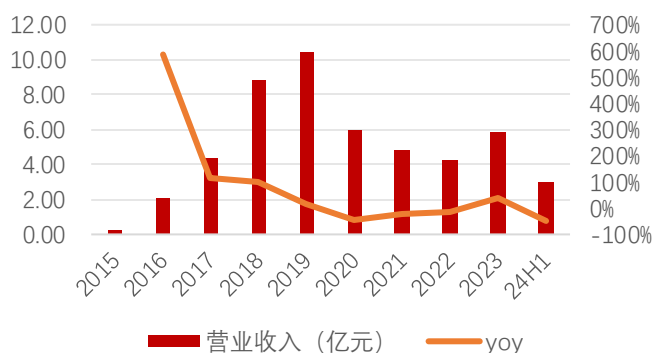
上海润米净利率回升。子公司上海润米为小米供应包袋、电脑手机保护套等产品，15-19 年收入 CAGR 高达 144%，17-19 年实现盈利，净利率在 17 年最高达 7%，18-19 年为 5%，2020-22 年受疫情影响，出行需求承压，23 年收入恢复增长，24H1 净利率回升至 4%。

小米品牌力飙升，小米箱包有望借力品牌力度提升市场份额。2024 年 SU7 发布前后，小米通过雷军个人 IP（如“最后一次创业”宣言）、技术卖点宣传（如 CLTC 续航里程）及情怀营销（打造“Dream Car”概念），实现品牌声量指数级增长，小米生态链（智能家居、穿戴设备）与 MIUI 系统的协同效应增强，通过“性价比+互联体验”沉淀忠实用户群，2024 年米粉节销售额再创新高。25 年再度推出 53 万的小米 SU7 Ultra，再次引发热度。我们认为凭借小米品牌对市场客户心智的占领，米家生态链市场份额有望得到快速提升。

小米生态链 2.0 给予更大自由度，有望带来更大利润弹性。23 年 12 月润米科技完成了生态链变革 2.0 签约仪式，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。据 36 氪报道，小米生态链部门提出了创新性的“SAN 分级管理策略”，其中箱包分为 N 类产品，小米未来将更注重这类产品的品质把控，同时放松对定价体系、立项标准等方面的管控，赋予生态链公司更多的自主权。我们分析进入生态链 2.0 后，开润将获得了更高的自主权，产品端在箱包的 SKU 数量、颜色、价格带等方面拥有更大话语权，能够根据市场需求灵活调整产品线，覆盖更多出行场景；渠道端可以开设独立的天猫旗舰店

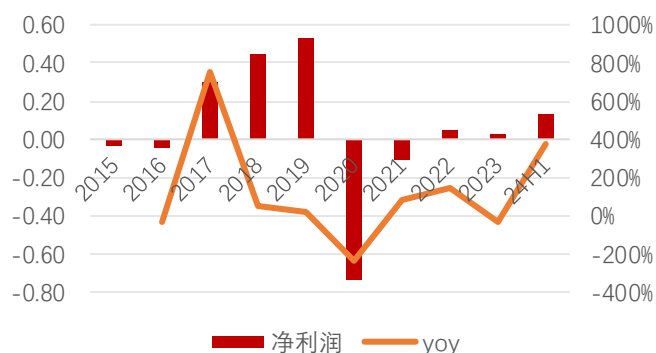
店和抖音直播间，减少对小米单一渠道的依赖；分成模式，有望从过去成本采购、毛利分成的方式，逐渐演变为小米拿保底的毛利率，开润股份获得更大分成主动权。

图 22 上海润米收入（亿元）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

图 23 上海润米净利（亿元）及增速



资料来源：WIND，华西证券研究所

4.2. 90 分出海+苹果店开店空间，24 年扭亏

24H1 90 分结合消费者使用的细分场景和真实痛点，做系列化产品开发。渠道侧建立内核稳定的爆款产品矩阵，着力核心目标人群触达及渗透率，提升抖音、KA 等非传统渠道销售占比，贯彻科学合理的价格机制，实现大幅扭亏为盈。

“90 分”品牌深化践行“全面出海”战略。2023 年 90 分品牌出海初具规模，与海外渠道资源丰富的伙伴合作，在日韩、菲律宾等国家和地区的分销布局卓有成效。2024 年，公司进一步扩展欧美市场，深入海外线上及线下渠道多点布局，线上入驻了美国亚马逊等海外线上平台。

24 年 11 月，90 分作为首个国货箱包品牌，入驻苹果全国 150+ APR 授权门店，标志着 90 分与苹果的合作迈出了里程碑式的一步，此次入驻的商品聚焦于为 MacBook 电脑特别定制的包袋产品，彰显了 90 分在高端定制化产品领域的卓越实力。苹果门店日均超百万的客流量，有望为 90 分带来高质量曝光，同时通过苹果渠道，90 分能够有效触达追求科技感与时尚感兼具的中高端消费群体。

国内市场来看，90 分以线上渠道为主，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。我们分析产品端 90 分品牌在新功能、新材料等方面深化创新，渠道端公司跻身各平台头部位置，同时积极深耕出海战略，未来存在较大增长空间。

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 盈利预测

我们假设：（1）2B 业务：老客户 NIKE+VF+迪卡侬老客户采购份额仍有提升空间，新客户 PUMA、优衣库等存在较大订单增长空间，24-26 2B 箱包预计增长 15%/13%/10%，净利率预计提升至 10%/12%/13%；随着印尼产能逐步投产，老客户优衣库份额有望进一步提升，新客户 adidas、MUJI 等订单持续放量，预计嘉乐 24-26 年收入增长 9%/29%/15%，净利率预计提升至 4%/6%/7%。整体预计 2B 业务 24-26 收入为 36/52/59 亿元，净利为 3/4/5 亿元；（2）2C 业务：小米渠道进入小米生态链 2.0，SKU、产品设计自主权、渠道选择扩大，预计新品陆续上市，预计 24-26 年收入增速为 10%/25%/25%；90 分全面出海，入驻了美国亚马逊等海外线上平台，预计 2024-2026 年增速为 15%/30%/20%；3）综上，我们预计 24-26 年公司收入为 43/61/70 亿元，我们判断印尼工厂净利率存在较大改善空间，从而预计 2B 端净利率 24-26 年为 7%/8%/8%；小米模式转变，预计净利率 24-26 年为 10%/11%/11%；90 分微利，整体预计 24-26 年净利为 4.1/4.6/5.7 亿元。

表 6 收入拆分

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	31.04	42.98	60.69	69.70
YOY	13%	38%	41%	15%
归母净利润	1.16	4.14	4.61	5.65
YOY	147%	258%	11%	23%
净利率	3.72%	9.63%	7.60%	8.11%
1. 2B 收入	24.79	35.99	51.82	59.06
YOY	11%	45%	44%	14%
2B 服装	4.71	5.89	7.66	9.58
服装净利率	1%	2%	3%	3%
服装净利	0.05	0.12	0.23	0.29
2B 箱包	20.08	23.09	26.09	28.70
YOY	-9%	15%	13%	10%
2B 箱包净利率	6%	10.5%	12.1%	13.0%
2B 箱包净利	1.10	2.42	3.16	3.73
嘉乐	12.9	14.0	18.1	20.8
YOY		9%	29%	15%
嘉乐净利率	-6%	4%	6%	7%
嘉乐归母净利	-0.75	0.56	1.08	1.45
2B 净利	1.15	2.69	3.95	4.77
2. 2C 收入	6.26	6.99	8.86	10.64
YOY	22%	12%	27%	20%
小米	4.12	4.53	1.27	5.67
yoy	34%	10%	25%	25%
净利率	6%	10%	11%	11%
净利	0.27	0.45	0.62	0.76
90 分	2.14	2.46	3.20	3.84
yoy	4%	15%	30%	20%
净利率		0%	1%	3%
净利		0.00	0.03	0.12

资料来源：公司公告，华西证券研究所

5.2. 投资建议

我们分析：（1）根据我们测算，24 年 2B 业务有望实现高双位数增长、且净利率 25 年依然存在修复空间，主要来自产能利用率修复和汇兑影响减弱，公司 2B 业务核心优势来自印尼布局，核心驱动在于净利率修复、下游补库存、公司老客户份额有望提升以及新客户拓展存在空间。（2）根据我们测算，2C 业务核心驱动在于小米业务运营模式变化带来的利润率提升。（3）收购上海嘉乐，有助于增厚业绩，并做大服装代工业务。维持盈利预测，预计 24/25/26 年收入为 42.98/60.69/69.70 亿元；预计 24/25/26 年归母净利 4.14/4.61/5.65 亿元；对应 24/25/26 年 EPS 1.73/1.92/2.36 元。2025 年 3 月 10 日收盘价 22.36 元对应 24/25/26 年 PE 为 13/12/9X，维持“买入”评级。

表 7 2C 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2024E EPS	2025E PES	2026E EPS	2024E PE	2025E PE	2026E PE	2024E 净利增速	2024E PEG
港股	新秀丽	21.0	0.24	0.27	0.29	11.10	10.09	9.23	-14.73%	-0.75
	新宝股份	16.08	1.29	1.49	1.66	11.60	10.78	9.66	7.47%	1.55
平均值（剔除负值）						11.35	10.44	9.45		

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2025 年 3 月 4 日，港股收盘价为港元，A 股收盘价为元。港币汇率中间价为 0.9225 元/港元。

表 8 2B 可比公司估值

分类	公司名称	收盘价	2024E EPS	2025E PES	2026E EPS	2024E PE	2025E PE	2026E PE	2024E 净利增速	2024E PEG
港股	申洲国际	57.95	3.93	4.46	5.02	13.60	11.99	10.64	29.67%	0.46
A 股	健盛集团	10.13	0.93	1.09	1.25	10.91	9.34	8.11	21.24%	0.51
港股	晶苑国际	4.95	0.07	0.08	0.10	9.21	7.75	6.56	21.89	0.42
A 股	华利集团	68.13	3.32	3.85	4.40	20.35	17.58	15.36	21.19	0.96
A 股	伟星股份	12.84	0.60	0.70	0.80	23.47	18.34	16.00	26.44	0.89
平均值						15.51	13.00	11.33		

资料来源：公司年报，华西证券研究所。注：收盘价和 PE 数据截至 2025 年 3 月 4 日，港股收盘价为港元，A 股收盘价为元。港币汇率中间价为 0.9225 元/港元。

6. 风险提示

客户拓展不及预期；汇率波动；产能扩张不及预期；系统性风险。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	3,105	4,298	6,069	6,970	净利润	115	437	486	595
YoY (%)	13.3%	38.4%	41.2%	14.8%	折旧和摊销	64	26	40	49
营业成本	2,349	3,256	4,585	5,251	营运资金变动	116	178	-98	-31
营业税金及附加	15	21	24	20	经营活动现金流	440	562	424	607
销售费用	200	320	446	505	资本开支	-138	-83	-115	-115
管理费用	200	173	321	356	投资	-81	0	0	0
财务费用	28	-4	-16	-21	投资活动现金流	-218	24	-103	-101
研发费用	68	112	152	174	股权募资	1	0	0	0
资产减值损失	-13	-20	-10	-10	债务募资	577	-299	0	0
投资收益	-86	107	12	14	筹资活动现金流	-253	-334	-31	-41
营业利润	156	525	583	715	现金净流量	-30	253	290	466
营业外收支	-2	2	2	2	主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
利润总额	154	526	585	717	成长能力				
所得税	39	89	100	122	营业收入增长率	13.3%	38.4%	41.2%	14.8%
净利润	115	437	486	595	净利润增长率	146.5%	258.1%	11.3%	22.5%
归属于母公司净利润	116	414	461	565	盈利能力				
YoY (%)	146.5%	258.1%	11.3%	22.5%	毛利率	24.4%	24.3%	24.5%	24.7%
每股收益	0.48	1.73	1.92	2.36	净利率	3.7%	10.2%	8.0%	8.5%
资产负债表（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产收益率 ROA	3.2%	9.5%	8.5%	9.0%
货币资金	653	906	1,195	1,661	净资产收益率 ROE	6.2%	18.5%	17.3%	17.7%
预付款项	11	18	25	29	偿债能力				
存货	493	847	1,256	1,439	流动比率	1.59	1.69	1.67	1.79
其他流动资产	761	837	1,118	1,261	速动比率	1.17	1.13	1.08	1.19
流动资产合计	1,918	2,608	3,595	4,390	现金比率	0.54	0.59	0.56	0.68
长期股权投资	633	633	633	633	资产负债率	46.8%	46.5%	48.6%	46.8%
固定资产	571	573	573	575	经营效率				
无形资产	86	86	86	86	总资产周转率	0.87	0.99	1.12	1.11
非流动资产合计	1,670	1,728	1,805	1,873	每股指标（元）				
资产合计	3,588	4,336	5,400	6,263	每股收益	0.48	1.73	1.92	2.36
短期借款	299	0	0	0	每股净资产	7.73	9.35	11.14	13.33
应付账款及票据	610	1,124	1,608	1,842	每股经营现金流	1.83	2.34	1.77	2.53
其他流动负债	296	417	542	617	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	1,206	1,541	2,150	2,459	估值分析				
长期借款	221	221	221	221	PE	46.37	12.95	11.63	9.49
其他长期负债	252	252	252	252	PB	1.90	2.43	2.04	1.70
非流动负债合计	473	473	473	473					
负债合计	1,679	2,014	2,623	2,932					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	56	79	104	134					
股东权益合计	1,909	2,322	2,777	3,331					
负债和股东权益合计	3,588	4,336	5,400	6,263					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均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而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。