



公司研究 | 深度报告 | 开润股份 (300577.SZ)

“织”道系列 10——开润股份：箱包代工龙头， 构建服装第二成长曲线

报告要点

本篇报告针对开润股份过往发展路径进行复盘，公司早年在箱包代工领域不断拓展，从较为单一的 IT 类客户逐渐转向更广大的运动休闲客户市场，奠定行业龙头地位。其后箱包代工业务保持平稳后，公司积极求变，一方面打造箱包自主品牌，另一方面通过收购优衣库核心供应商嘉乐切入服装代工领域。当下服装代工当前收入及净利率等仍远低于同行，未来通过持续赋能代工经验及强化管理，服装第二增长曲线成长空间仍大。

分析师及联系人



于旭辉

SAC: S0490518020002

SFC: BUU942



柯睿

SAC: S0490524110001

开润股份 (300577.SZ)

2026-01-29

“织”道系列 10——开润股份：箱包代工龙头，构建服装第二成长曲线

公司研究 | 深度报告

投资评级 买入 | 首次

开润股份：箱包代工龙头，拓张服装代工第二曲线

箱包代工龙头，拓张服装代工第二曲线。开润股份创立于 2005 年，早期以电脑箱包代工起家，2015 年后一方面通过收购 Nike 印尼供应商切入运动品牌客户，另一方面创办 90 分自主品牌以及进入小米生态链，拓张自有品牌业务，2020 年后收购优衣库核心供应商嘉乐服装业务，培养第二成长曲线，形成了多元化业务格局。

股权结构稳定，股权激励兑现度高。管理团队深耕行业多年，核心高管任职时间多超 10 年。2017 年以来公司推出多次股权激励计划及员工持股计划，历史兑现度高，团队利益绑定充分。

箱包产能规模领先，绑定多品类客户

箱包市场平稳，开润早期聚焦 IT 类客户商务包袋市场。全球箱包市场规模平稳（约 1600 亿美元），行业格局相对分散，龙头多为奢侈品牌。箱包代工格局分散，开润规模相较于同行较为领先。2014 年公司初期聚焦于 IT 类客户商务包袋市场。

客户结构优化&产能海外扩张，产能利用率显著提升。开润股份从早期聚焦 IT 类客户商务包袋产品持续拓展客户（运动休闲类客户耐克、迪卡侬、名创优品等），前五大客户销售占比显著下降，降低了对单一赛道的依赖。此外公司积极布局海外产能（如收购印尼宝岛工厂并扩产等），目前产能主要以海外为主，产能利用率常年保持在~90%的高位，2019-2024 年该板块收入复合增速达 9.5%。

探索自主品牌，发力服装第二成长曲线

切入小米生态链，探索自主品牌业务。2015 年公司通过与小米合作成立合资公司，一方面围绕小米品牌生产销售，另一方面打造高性价比自主品牌“90 分”。2024 年该品牌在中国行李箱市场市占率位居第三，依托小米生态链及渠道，强性价比优势带动份额有望继续提升。

收购嘉乐工厂，打造服装代工第二曲线。2020 年以来公司持续优衣库核心供应商上海嘉乐股权进行收购，嘉乐拥有从面料到成衣的垂直一体化生产能力。收购后开润股份针对性改造，从单一客户优衣库已拓展至 Adidas、PUMA、MUJI 等多客户合作。目前嘉乐的净利率和产能利用率远低于同行业水平，后续有望公司持续赋能及强化管理，收入及净利率修复空间大。

总结而言，公司早先为箱包代工龙头，后逐步发展箱包 TOC 自主品牌业务，再到收购服装代工持续挖掘第二增长曲线，当下服装在印尼产能仍具备卡位优势，客户拓展及订单提速持续推进，净利率修复空间大，服装第二成长曲线提速在即。综合预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 3.6、4.6、5.2 亿元，现价对应 PE 分别为 15、12、10X，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

- 1、品牌库存较多风险；
- 2、箱包业务订单不及预期；
- 3、服装代工业务订单不及预期；
- 4、市场竞争加剧风险；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	22.50
总股本(万股)	23,984
流通A股/B股(万股)	14,216/0
每股净资产(元)	9.09
近12月最高/最低价(元)	26.53/15.20

注：股价为 2026 年 1 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind



目录

开润股份：箱包代工龙头，拓张服装代工第二曲线	6
箱包产能规模领先，绑定多品类客户	9
箱包市场规模平稳，开润早期聚焦 IT 类客户商务包袋市场	9
客户结构优化&产能海外扩张，产能利用率显著提升	11
探索自主品牌，发力服装第二成长曲线	14
切入小米生态链，探索自主品牌业务	14
收购嘉乐工厂，打造服装代工第二曲线	16
风险提示	19

图表目录

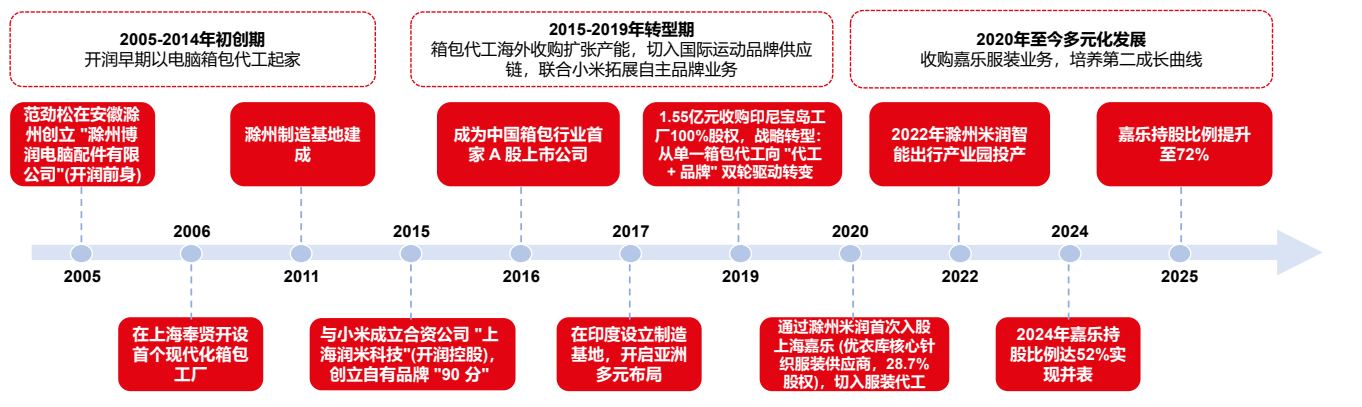
图 1：开润股份发展历程	6
图 2：开润股份历史业绩表现及 capex 相关投入	6
图 3：开润股份各业务结构	7
图 4：公司股权架构（截至 2025 年 9 月 30 日）	7
图 5：全球箱包市场规模近 5 年 CAGR 为 1%	10
图 6：全球箱包市场规模 CR5 约 22%	10
图 7：开润股份箱包代工早期聚焦商务包袋、户外休闲包袋以及平板电脑与手机保护套	11
图 8：开润股份箱包代工早期产能利用率约 70%	11
图 9：开润股份早期主要聚焦商务包袋	11
图 10：开润股份早期主要聚焦 IT 类客户	11
图 11：开润股份 2016 年后产能利用率常年处于 90% 上下	12
图 12：2018 年开润股份已经聚焦休闲包袋	12
图 13：开润股份客户转向运动休闲类居多	12
图 14：开润股份覆盖客户范围广泛	13
图 15：开润股份箱包代工现覆盖商务、休闲、户外等多品类	13
图 16：开润股份产能及办公室遍布多个国家地区	13
图 17：2019-2024 年开润股份箱包代工收入 CAGR 为 12.5%	13
图 18：开润股份箱包代工前五大客户销售占比显著下降	13
图 19：开润股份箱包产能主要以海外为主	14
图 20：开润股份箱包代工产能主要以海外为主	14
图 21：小米 SU7 汽车搭配箱包销售	14
图 22：小米生态链合作模式	14
图 23：小米箱包主要产品及价格带	14
图 24：开润 B2C 业务收入迅速增长	15
图 25：90 分品牌产品特征	15
图 26：小米和 90 分产品相较于同行具备强性价比	15
图 27：全球行李箱市场规模暂未恢复至 2019 年水平	16
图 28：中国箱包市场规模暂未恢复至 2019 年水平	16

图 29: 中国市场行李箱及包袋市场竞争格局趋于集中.....	16
图 30: 中国行李箱均价趋稳, 包袋均价稳步上行.....	16
图 31: 开润股份持股嘉乐比例 72% (截至 2025 年 12 月)	17
图 32: 开润股份持股嘉乐比例变化.....	17
图 33: 嘉乐产能主要集中于海外且产能利用率偏低	17
图 34: 嘉乐收入恢复增长	18
图 35: 嘉乐净利率持续修复	18
图 36: 嘉乐收入及净利率体量远低于同行 (2024 年)	18
图 37: 嘉乐产能利用率远低于同行 (2024 年)	18
表 1: 开润股份管理团队稳定	7
表 2: 开润股份历次股权激励情况.....	8
表 3: 全球箱包市场龙头主要为奢侈品品牌	9
表 4: 开润股份箱包代工主要竞争对手	10
表 5: 开润股份客户持续拓展且关系稳定.....	11
表 6: 中国市场行李箱品牌市占率 90 分位居第三.....	15
表 7: 公司收入及利润敏感性测算 (百万元)	19

开润股份：箱包代工龙头，拓张服装代工第二曲线

开润股份创立于 2005 年，早期以电脑箱包代工起家，2015 年后一方面通过收购 Nike 印尼供应商切入运动品牌客户，另一方面创办 90 分自主品牌以及进入小米生态链，拓张自有品牌业务，2020 年后收购优衣库核心供应商嘉乐服装业务，培养第二成长曲线。

图 1：开润股份发展历程

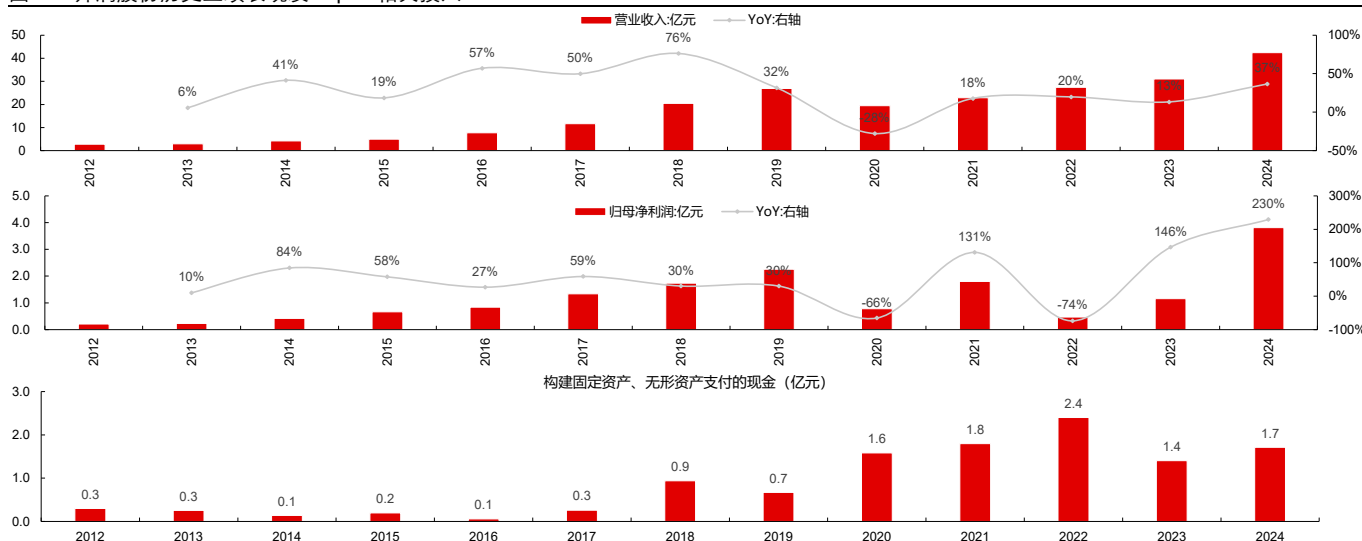


资料来源：Wind，公司官网，长江证券研究所

2015-2019 年转型期：收入/归母净利 CAGR 分别为 53%/36%，公司一方面箱包代工业务高速扩张海外运动品牌，另一方面自主品牌高速成长；

2020 年至今多元化发展：2019-2024 年收入/归母净利 CAGR 分别为 9%/11%，2020 年后宏观环境波动导致出行需求下行，公司收入和业绩低迷，2023 年后服装代工嘉乐业务逐渐步入正轨，公司重新回归稳健增长阶段。

图 2：开润股份历史业绩表现及 capex 相关投入



资料来源：Wind，长江证券研究所

箱包代工&服装代工业务为主，客户合作广泛。开润从早先箱包客户代工（包括 IT 客户及运动休闲等客户），后拓展自主品牌 90 分及与小米进行合作，再逐步通过收购嘉乐切入服装业务赛道（客户包括优衣库、MUJI、Adidas、PUMA 等）。

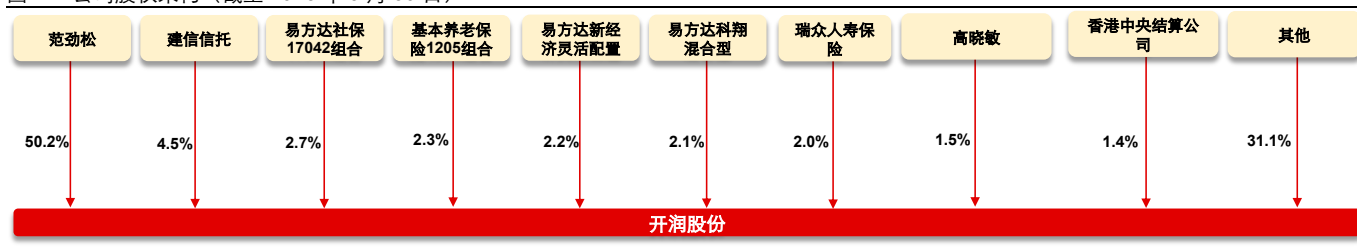
图 3：开润股份各业务结构

业务	客户	合作模式	合作客户	收入规模(2024年, 亿元)	产能分布	产品情况
箱包代工	IT客户	ODM/OEM	戴尔、惠普、华硕等	23.7	境内:印尼&印度 =29%:71%	 
	运动客户等		优衣库、Nike、PUMA、VF、迪卡侬等			
服装代工	休闲客户	ODM/OEM	优衣库、MUJI等	11.7	境内:印尼 =20%:80%	
	运动客户等		Adidas、PUMA等			
品牌业务	小米	成本价采购/毛利分成	小米品牌	6.6	主要为境内	
	90分	自主品牌销售	90分品牌			

资料来源：天猫，公司官网，wind，长江证券研究所

公司股权结构稳定。截至 2025 年 9 月 30 日，公司董事长范劲松作为公司实际控制人，持有 50.2% 的股份，其后均为机构投资者持股比例不超过 5%。

图 4：公司股权结构（截至 2025 年 9 月 30 日）



资料来源：Wind，长江证券研究所

管理团队行业内深耕多年，团队成员成熟。范劲松为董事长兼总经理，曾在 IT 产业深耕，其后创办开润为 IT 电脑提供包袋配套产品，其余高管钟治国、高晓敏等在公司任职时间超 10 年，管理团队保持稳定。

表 1：开润股份管理团队稳定

姓名	职位	出生年份	任职时间	经历
范劲松	董事长、总经理	1978	2014	合肥工业大学本科、长江商学院 EMBA。曾任南京同创、联想集团采购经理，2005 年创办开润前身博润电脑配件；2014 年起任开润股份董事长兼总经理，2015 年联合小米创立润米科技，推动公司 2016 年创业板上市；兼任上海嘉乐等子公司董事 / 董事长。
钟治国	董事、副总经理	1979	2014	华东理工大学工商管理硕士。曾任深圳瑞安箱包、上海劲达皮具职员；历任开润子公司销售总监，现任开润股份董事、副总经理，兼任上海派润等多家子公司执行董事 / 经理。
高晓敏	董事、副总经理	1976	2014	复旦大学 MBA。曾任南京同创、联想集团、上海惠普职员；现任开润股份董事、副总经理。
王海岗	董事	1973	2023	本科学历。曾任溢达集团职员；现任开润股份 B2B 事业群负责人、董事，兼任上海嘉乐股份董事长、上海君冠制衣执行董事。
徐耘	副总经理、董事会秘书	1986	2018	清华大学管理学硕士。曾任和君资本业务合伙人；2018 年起任开润股份副总经理、董事会秘书。

刘凯	财务总监	1976	2021	复旦大学本科。曾任毕马威审计师、GE 工业系统财务总监、亚萨合莱集团财务总监等职；2021 年起任开润股份财务总监。
----	------	------	------	--

资料来源：Wind，长江证券研究所

公司股权激励充分，历史兑现度高。2017 年以来公司推出多次股权激励计划及员工持股计划，除近年来宏观环境波动导致部分年份受影响外，其余历次基本均成功兑现，历史兑现度高。

表 2：开润股份历次股权激励情况

激励计划	时间	授予数量 (万股)	授予股 份占比	授予价格/(元 /股)	激励对象	要求	完成情况
第一期限限制性股票激励计划	2017	120	0.83%	50.83	170 名核心管理/技术/业务人员	以 2016 年扣非净利润为基数，2017-2020 年净利润增长率分别不低于 15%/32%/52%/75%	达标，2020 年因宏观波动未达成最后回购注销
第二期限限制性股票激励计划	2019	200	1.73%	16.46	51 名核心管理	以 2018 年扣非净利润为基数，2019-2023 年扣非净利润增长率分别不低于 15%/32%/52%/75%/100%	终止实施（市场环境变化）
第三期限限制性股票激励计划	2022	150	0.56%	7.65	3 名高管	以 2020-2021 年营业收入平均值为基数，2023 年营收增长率不低于 25%；2024 年营收增长率不低于 35%	达标
第四期限限制性股票激励计划	2023	180	1.37%	8.33	59 名高管/核心管理/技术人员	以 2021-2022 年营业收入平均值为基数，2023 年营收增长率不低于 10%；2024 年营收增长率不低于 15%	达标
第一期员工持股计划	2017	427.5	1.97%	61.6	300 名高管/员工	以 2016 年扣非净利润为基数，2018-2021 年净利润增长率分别不低于 32%/52%/75%/110%	-
第二期员工持股计划	2020	80.03	0.33%	31.31	5 名高管/员工	以 2017-2019 年营业收入为基数，2021-2024 年收入增长率分别不低于 30%/50%/70%/90%	-
第三期员工持股计划	2020	7.74	0.03%	31.29	57 名高管/员工	-	-
第四期员工持股计划	2021	38.9	0.16%	-	24 名高管/员工	-	-
第五期员工持股计划	2022	27.8	0.12%	-	41 名核心骨干员工	以 2020 年为基数，2022 年公司营业收入增长率不低于 30%，或归属于母公司净利润的增长率不低于 30%；	达标
第六期员工持股计划	2022	98	0.41%	17.28	80 名高管/员工	以 2020-2021 年的营业收入平均值为基数，2022 年公司营业收入增长率不低于 5%；或以 2020-2021 年的扣除非经	达标

常性损益后的归属于母公司净利润平均值为基数,2022 年扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润的增长率不低于 10%

资料来源: Wind, 长江证券研究所

箱包产能规模领先, 绑定多品类客户

箱包市场规模平稳, 开润早期聚焦 IT 类客户商务包袋市场

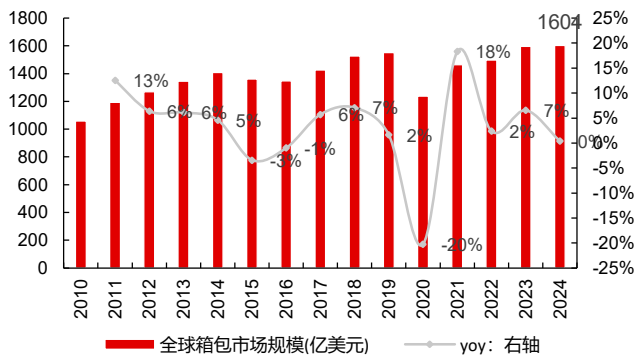
全球箱包市场规模平稳~1600 亿美元, 格局相对稳定。全球箱包市场行业规模保持平稳, 2020 年全球宏观经济波动后显著修复, 近年来规模保持平稳~1600 亿美元, CR5~22%, 龙头主要为奢侈品牌。

表 3: 全球箱包市场龙头主要为奢侈品品牌

箱包品牌市占率	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Louis Vuitton	5.4%	5.4%	5.6%	6.0%	6.3%	7.4%	8.2%	8.6%	8.3%	8.2%
Hermès	2.2%	2.5%	2.4%	2.5%	2.7%	3.2%	3.5%	3.7%	3.9%	4.3%
Gucci	2.4%	2.6%	3.1%	3.7%	4.1%	4.3%	4.7%	4.6%	4.1%	3.4%
Coach	-	-	3.0%	2.9%	2.8%	2.9%	3.0%	3.1%	3.0%	3.1%
Chanel	1.3%	1.6%	1.6%	1.7%	1.8%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	2.5%
Michael Kors	-	-	-	3.1%	3.0%	2.8%	2.9%	2.9%	2.5%	2.4%
Samsonite	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	1.4%	1.4%	1.9%	2.2%	2.3%
Prada	1.6%	1.6%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	1.5%	1.6%	1.7%	1.9%
Yves Saint Laurent	0.8%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.6%	1.8%	1.9%	1.8%	1.7%
Christian Dior	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%

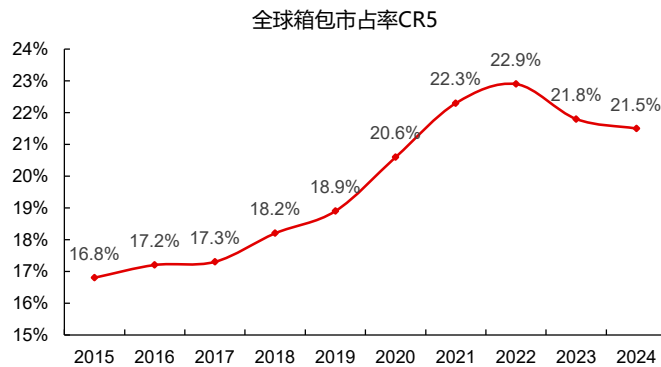
资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 5: 全球箱包市场规模近 5 年 CAGR 为 1%



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

图 6: 全球箱包市场规模 CR5 约 22%



资料来源: 欧睿, 长江证券研究所

全球箱包代工格局分散, 开润规模领先。国内箱包行业产能主要集中在广东花都狮岭、浙江平湖、河北白沟这三大箱包产品聚集地, 2023 年规模以上箱包企业~1600 家, 市场分散, 开润股份箱包年营收体量 24 亿元为行业内规模较大代工厂。

表 4: 开润股份箱包代工主要竞争对手

公司名称	成立年份	总部地区	代工品类	年产能	年营收体量	产能分布	客户
开润股份	2005 年	中国安徽	休闲布袋、运动布袋、电脑包、商务包袋	箱包类约 4000 万件	~24 亿元 (2024 年)	中国滁州、印尼、印度	新秀丽、Nike、VF、迪卡侬、惠普、戴尔等
祥兴集团	1992 年	中国福建	旅行背包、拉杆箱、运动包等多品类	年产超 1 亿只箱包	全国最大	福建福清 (总部)、安徽、武汉等	新秀丽、TOTTO、HOLIDAY、PUMA、TARGUS、Adidas 等
新秀集团	1998 年	中国浙江	各类拉杆箱等旅行箱包	年产超 1000 万只箱包	10.4 亿元 (2016 年, 包括部分自主品牌)	浙江平湖、东南亚 (越南)	新秀丽、外交官、CK、DELSEY、TUMI 等
银座箱包	1991 年	中国浙江	拉杆箱	600 万件	9.4 亿元 (产值)	浙江	ACE、丰田、DELSEYRICARDO、WENGER 等
万国通路	1979 年	中国台湾	拉杆箱、包袋	600 万件	~6 亿元 (包括部分自主品牌)	中国大陆及中国台湾	新秀丽、TUMI、AWAY、HUGO BOSS 等
时代集团控股	1968 年	中国广东	手袋/小皮具及旅行用品	~1200 万件	~8 亿元	中国及印尼	prada、coach、MK 等

资料来源: 招股说明书, 各公司官网, 长江证券研究

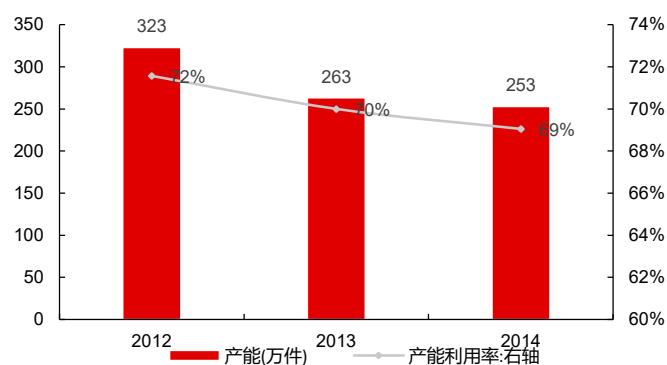
早期 IT 类客户为主, 品类覆盖广泛。开润股份早期箱包客户主要为 IT 类客户居多, 60%+ 产品均为商务包袋 (商务拉杆箱、电脑包等), 但同时品类覆盖也包括迪卡侬、新秀丽等户外休闲类包袋, 品类覆盖较为广泛。

图 7：开润股份箱包代工早期聚焦商务包袋、户外休闲包袋以及平板电脑与手机保护套



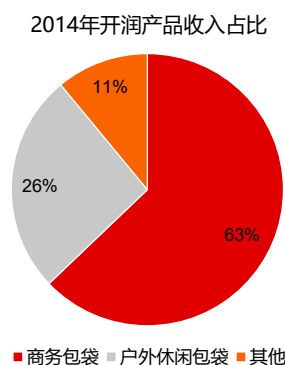
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 8：开润股份箱包代工早期产能利用率约 70%



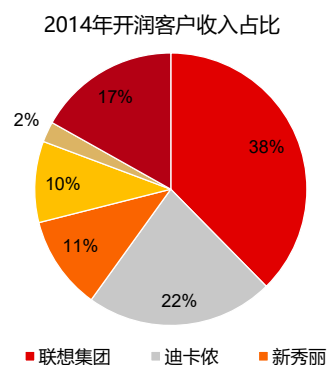
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 9：开润股份早期主要聚焦商务包袋



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 10：开润股份早期主要聚焦 IT 类客户



资料来源：公司公告，长江证券研究所

客户结构优化&产能海外扩张，产能利用率显著提升

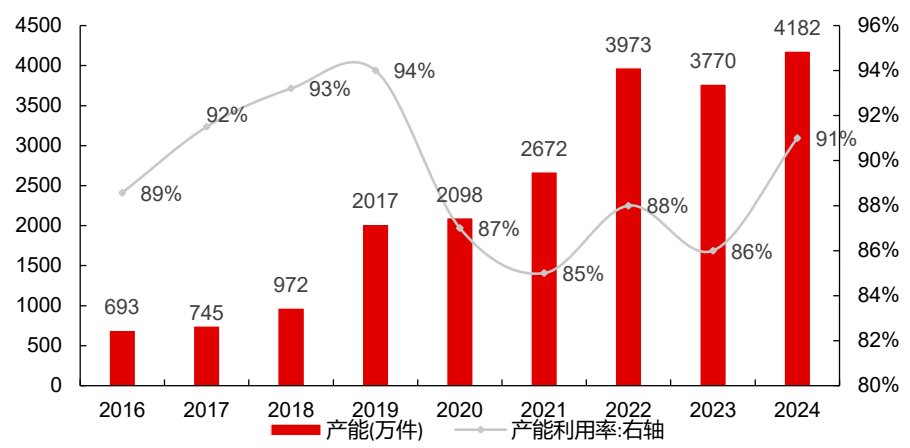
客户拓展提速，产能利用率显著提升。2016 年公司上市后显著拓张客户，除商务包袋领域外，加强与小米、迪卡侬、名创优品等休闲包袋客户合作，产能利用率及产品结构显著优化。

表 5：开润股份客户持续拓展且关系稳定

序号	客户	框架协议签订时间	有效期
1	戴尔	2014 年 8 月 5 日	3 年，合同期满双方无异议已自动续期
2	惠普	2014 年 1 月 1 日	3 年，合同期满双方无异议已自动续期
3	小米	2017 年 6 月 21 日	1 年，合同期满双方无异议已自动续期
4	名创优品	2018 年 10 月 9 日	2 年，合同期满双方无异议则自动续期
5	迪卡侬	2014 年 11 月 20 日	长期有效

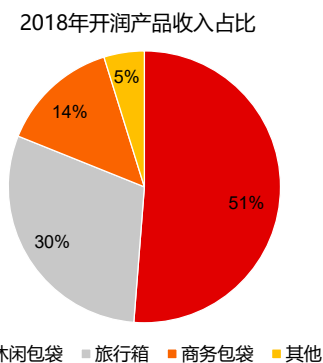
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 11: 开润股份 2016 年后产能利用率常年处于 90% 上下



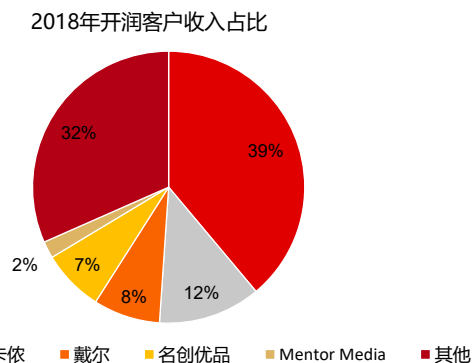
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 12: 2018 年开润股份已经聚焦休闲包袋



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 13: 开润股份客户转向运动休闲类居多



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

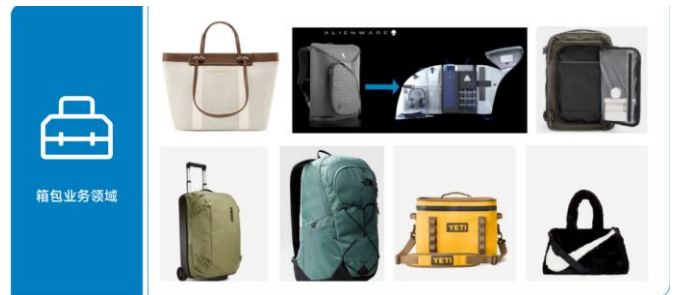
收购印尼工厂布局海外产能，加速拓展运动客户。2019 年公司收购印尼宝岛成为 Nike 供应商，此后借助海外工厂持续开拓 PUMA、The North Face 等诸多运动包袋客户，客户结构进一步优化。

图 14: 开润股份覆盖客户范围广泛



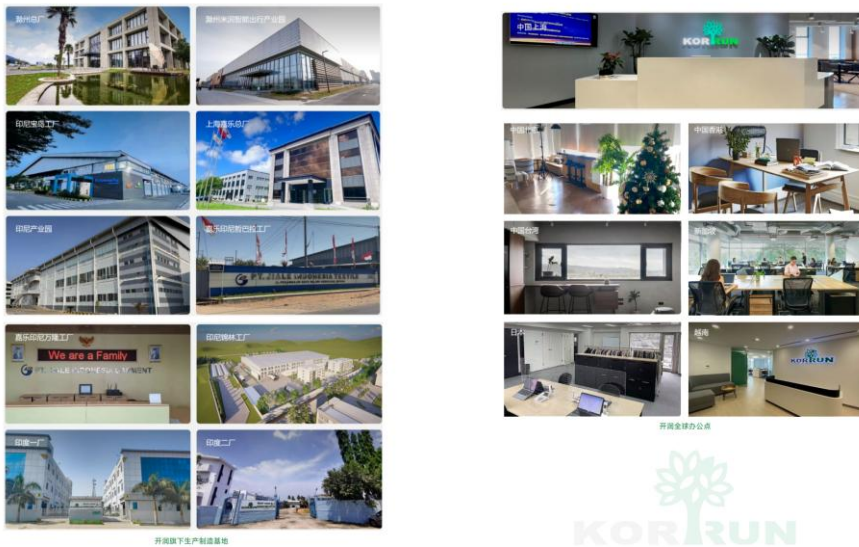
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 15: 开润股份箱包代工现覆盖商务、休闲、户外等多品类



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

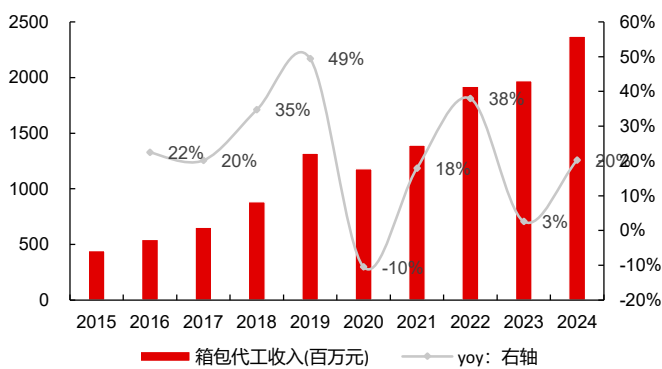
图 16: 开润股份产能及办公室遍布多个国家地区



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

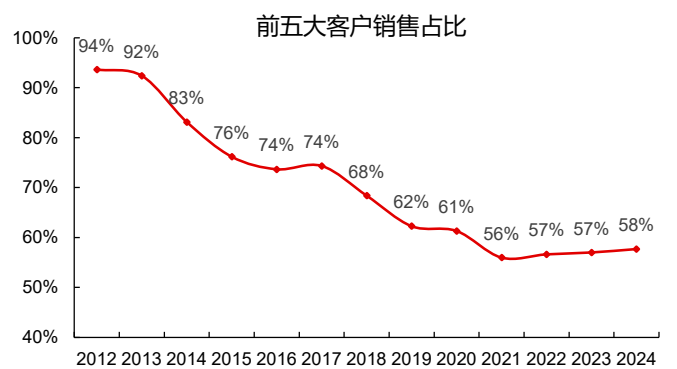
箱包代工近双位数复合增长, 境外产能。2019 年公司收购印尼宝岛成为 Nike 供应商, 持续在境外建立生产线, 境外产能占比持续提升, 产能利用率基本位于 80%-90%, 各类休闲运动客户拓展后, CR5 亦显著下行, 2019-2024 年箱包代工收入 CAGR 为 12.5%。

图 17: 2019-2024 年开润股份箱包代工收入 CAGR 为 12.5%



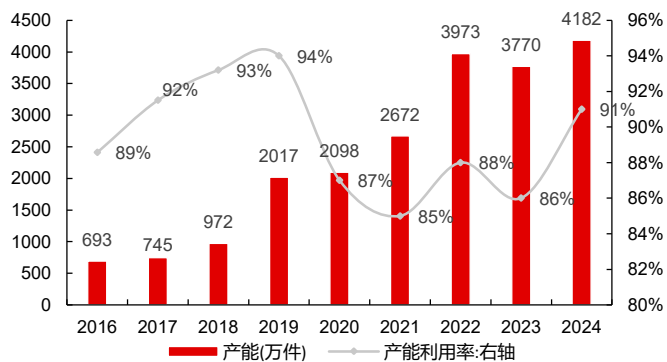
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 18: 开润股份箱包代工前五大客户销售占比显著下降



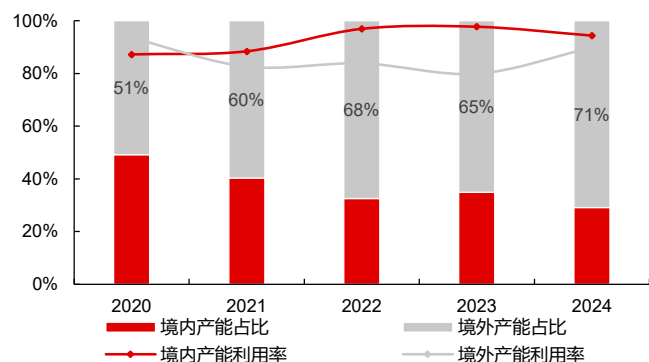
资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

图 19：开润股份箱包产能主要以海外为主



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 20：开润股份箱包代工产能主要以海外为主



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

探索自主品牌，发力服装第二成长曲线

切入小米生态链，探索自主品牌业务

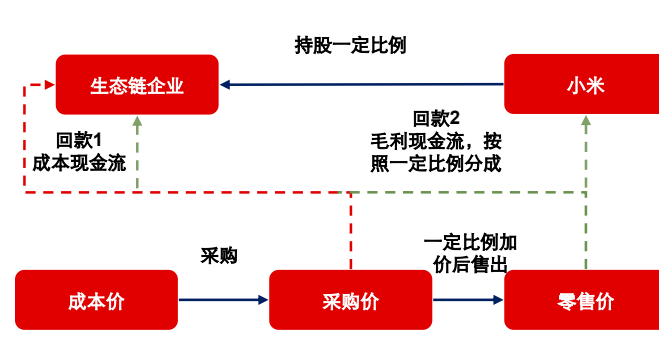
切入小米生态链，打造自主品牌 90 分。开润股份 2015 年与小米成立合资公司上海润米，切入小米生态链（成本采购+毛利分成），并打造自有品牌 90 分，后进行渠道扩张。

图 21：小米 SU7 汽车搭配箱包销售



资料来源：小米官网，长江证券研究所

图 22：小米生态链合作模式



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 23：小米箱包主要产品及价格带

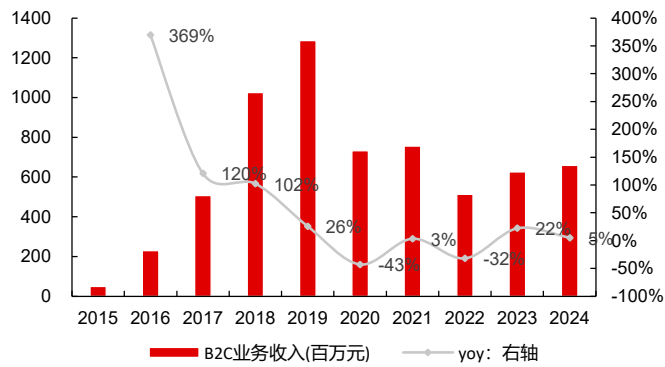
产品系列	价格区间 (元)	核心特征 (卖点)	小米行李箱及背包
小米旅行箱	214-979	极致性价比。适应多场景收纳，主打坚固耐用和极简设计。	<p>行李箱销量冠军 全球累计销量超 300w+</p> <p>多元收纳 通勤百搭</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ 简约配色 质感升级 ✓ 16L大容量 满足出行需求 ✓ 云梯顺滑体验
小米极简/商务双肩包	38-292	功能通勤。如“小米极简都市双肩包”、“米家商务双肩包”，特点是防泼水耐磨面料、多隔层收纳（专门的笔记本电脑仓）等，可休闲可商务。	<p>支持双肩消费 舒适透气</p>

资料来源：天猫，长江证券研究所

打造自主品牌 90 分，打造完整出行解决方案。除合作小米外，公司打造自主品牌 90 分拉杆箱，探索从箱包代工到自主品牌运作，2020 年后 90 分行李箱市场份额稳居中国市

场第三。

图 24：开润 B2C 业务收入迅速增长



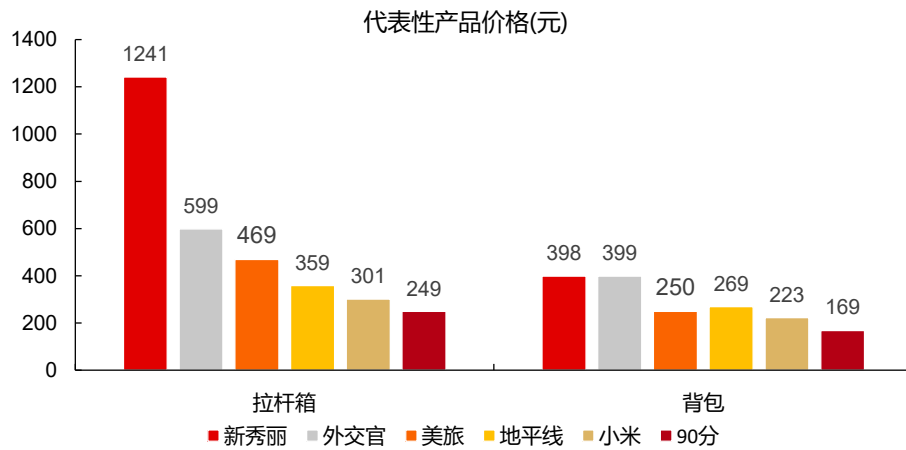
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 25：90 分品牌产品特征



资料来源：天猫官方旗舰店，长江证券研究所，注：数据选取 12.23 天猫旗舰店销量最高产品数据

图 26：小米和 90 分产品相较于同行具备强性价比



资料来源：天猫官方旗舰店，长江证券研究所，注：数据选取 12.23 天猫旗舰店销量最高产品数据

表 6：中国市场行李箱品牌市占率 90 分位居第三

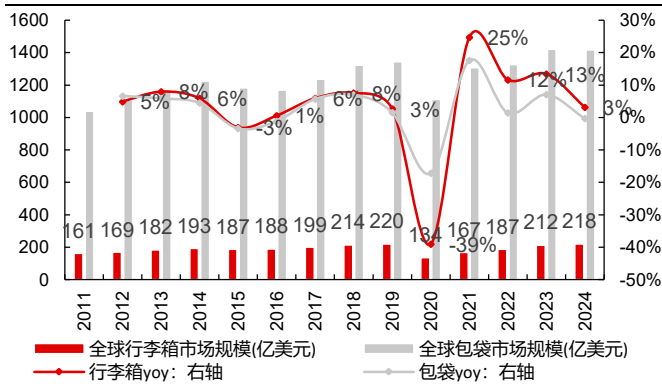
	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Louis Vuitton	1.3%	1.5%	1.7%	2.0%	4.6%	6.2%	7.2%	7.3%	6.9%	6.4%
新秀丽	4.8%	4.9%	4.7%	4.4%	3.3%	3.7%	3.3%	4.4%	4.4%	4.1%
90 分	0.6%	1.1%	2.1%	2.4%	2.4%	2.5%	2.5%	2.4%	2.6%	2.7%
威豹	2.0%	2.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	1.8%	1.7%	2.2%	2.1%
外交官	2.2%	2.1%	2.0%	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.6%	1.6%	1.7%
Rimowa	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%	1.4%	1.3%	1.4%	1.3%	1.3%	1.4%
卡拉羊	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%	1.0%	1.1%	1.3%

美旅	2.6%	2.8%	2.9%	2.7%	1.9%	2.1%	1.9%	1.6%	1.6%	1.2%
Christian Dior	0.3%	0.3%	0.4%	0.5%	1.1%	1.5%	1.8%	1.8%	1.4%	1.2%
爱华仕	1.3%	1.3%	1.4%	1.5%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	1.1%

资料来源：欧睿，长江证券研究所

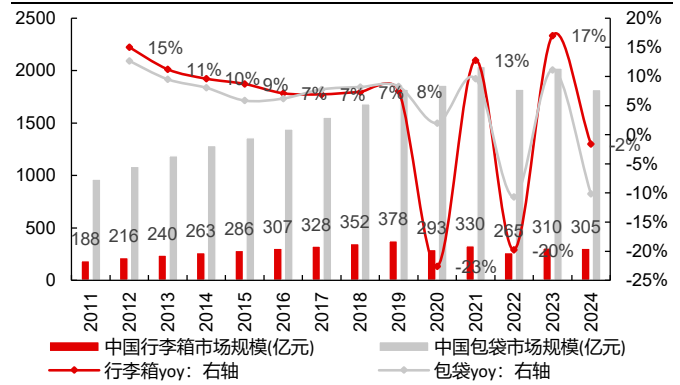
市场规模：2024 年中国行李箱及包袋市场规模分别为 305/1819 亿元，分别同比-2%/-10%，近几年宏观波动影响较大，暂未恢复至 2019 年水平，未来伴随消费改善&出行人次持续修复，预计市场规模仍有望恢复至此前个位数增长水平；

图 27：全球行李箱市场规模暂未恢复至 2019 年水平



资料来源：欧睿，长江证券研究所

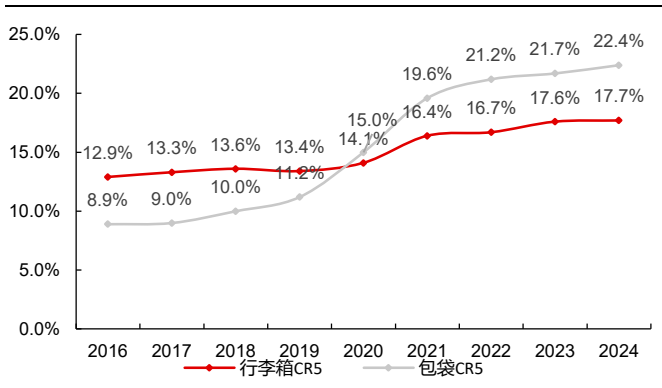
图 28：中国箱包市场规模暂未恢复至 2019 年水平



资料来源：欧睿，长江证券研究所

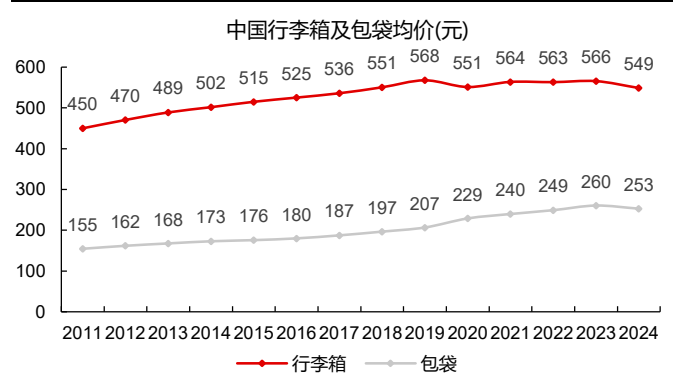
竞争格局：中国市场近年来行李箱均价趋稳，包袋均价稳步上行（2024 年行李箱/包袋均价为 549/253 元），CR5 呈现提升趋势，预计小米及 90 分依托性价比及渠道优势，份额仍将继续提升。

图 29：中国市场行李箱及包袋市场竞争格局趋于集中



资料来源：欧睿，长江证券研究所

图 30：中国行李箱均价趋稳，包袋均价稳步上行

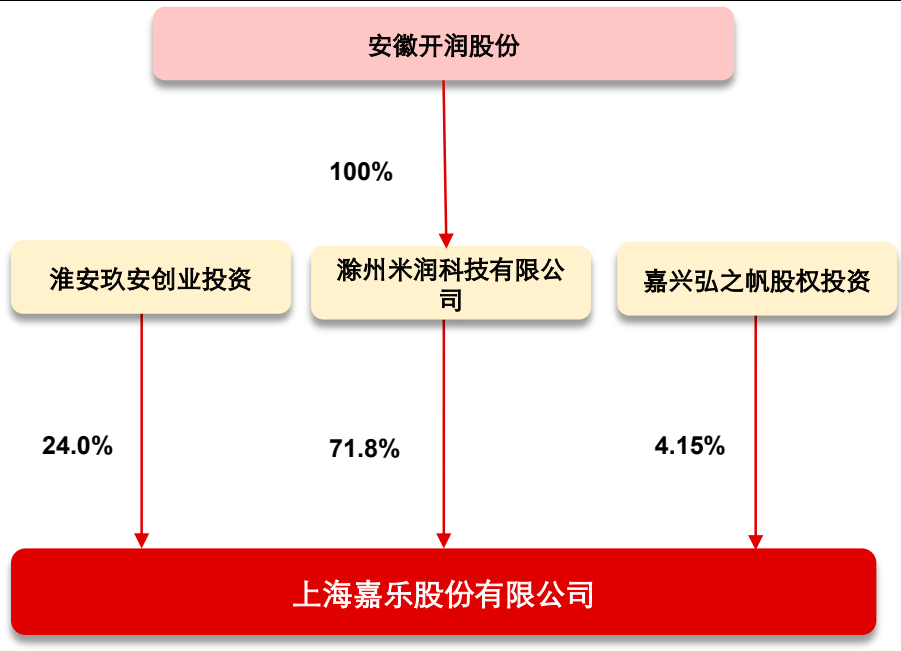


资料来源：欧睿，长江证券研究所

收购嘉乐工厂，打造服装代工第二曲线

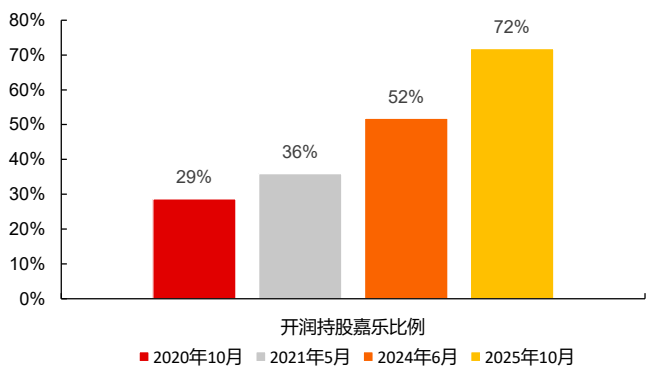
收购嘉乐工厂，打造服装第二成长曲线。2020 年以来公司全资子公司滁州米润持续收购优衣库核心供应商嘉乐股权比例，截至 2025 年 12 月持有 72% 的股权。嘉乐具备从面料研发、织造、染整、印（绣）花到成衣的垂直一体化生产能力，收购后开润持续改造，当下仍有较大优化空间。

图 31：开润股份持股嘉乐比例 72%（截至 2025 年 12 月）



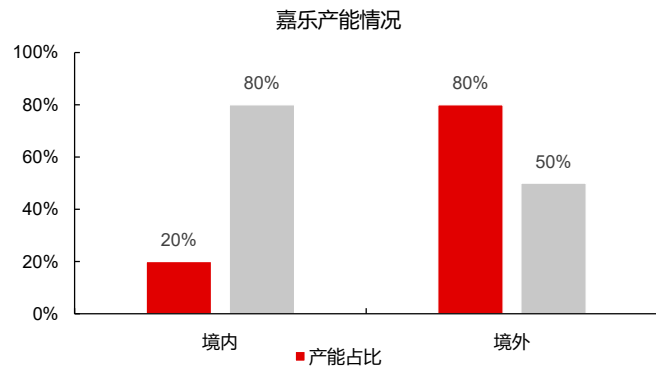
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 32：开润股份持股嘉乐比例变化



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

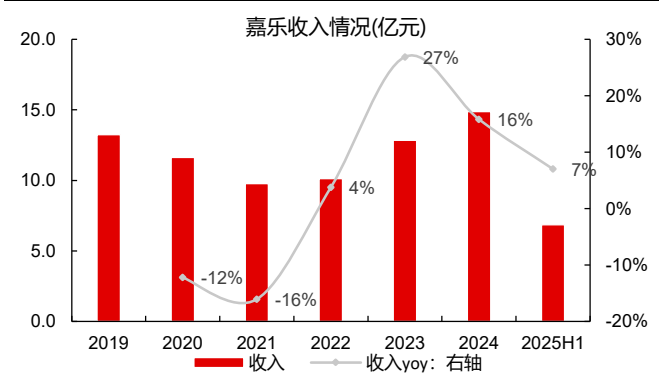
图 33：嘉乐产能主要集中于海外且产能利用率偏低



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所，注：数据为 2024 年年报数据

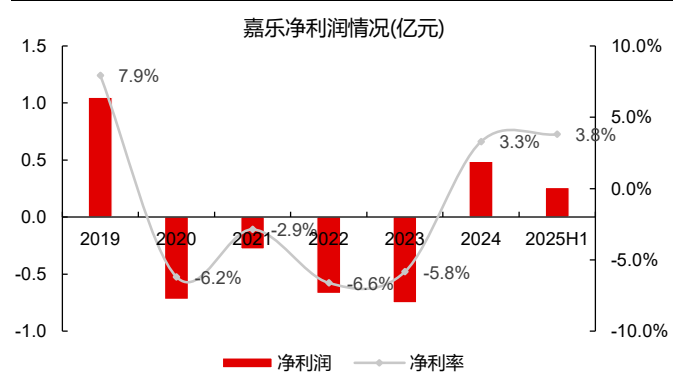
客户结构优化，收入及净利率提升空间大。嘉乐自开润收购以来，客户从早先优衣库拓展 Adidas、PUMA、MUJI 等，2023 年开润统一管理后管理效率持续提升，收入及净利率稳步修复，但产能利用率仍远低于同行，收入及净利率修复空间大。

图 34: 嘉乐收入恢复增长



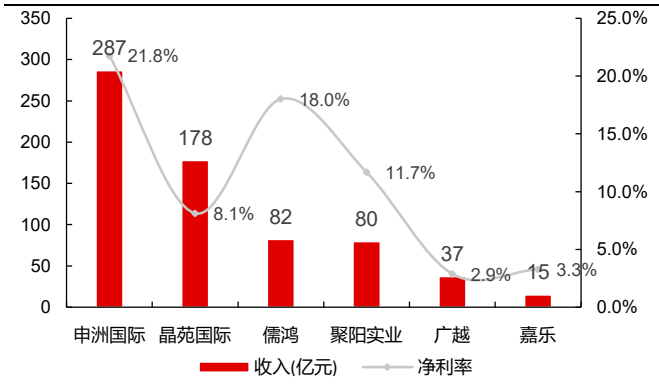
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 35: 嘉乐净利率持续修复



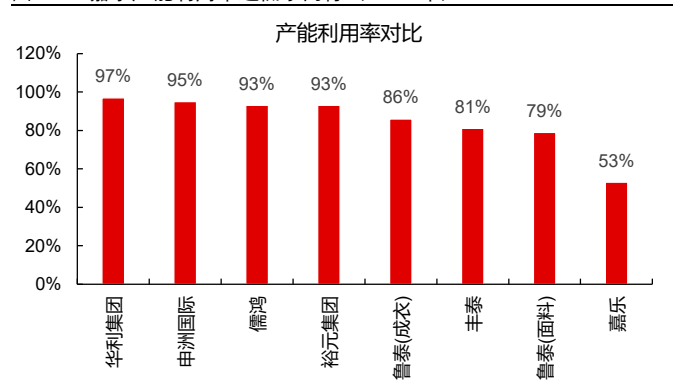
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 36: 嘉乐收入及净利率体量远低于同行 (2024 年)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 37: 嘉乐产能利用率远低于同行 (2024 年)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

总而言之, 公司先为箱包代工龙头, 后逐步发展箱包 TOC 自主品牌业务, 再到收购服装代工持续挖掘第二增长曲线, 当下服装在印尼产能仍具备卡位优势, 客户拓展及订单提速持续推进, 净利率修复空间大, 服装第二成长曲线提速在即。综合预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 3.6、4.6、5.2 亿元, 现价对应 PE 分别为 15、12、10X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

风险提示

- 1、品牌库存较多风险：若出行环境偏弱情况下，90 分品牌销售不及预期，则可能导致堆积较多库存影响业绩；
- 2、箱包业务订单不及预期：若全球出行市场不及预期，则可能导致箱包业务订单不及预期影响业绩；
- 3、服装代工业务订单不及预期：全球整体服装消费环境偏弱，服装代工业务订单可能存在不及预期风险。
- 4、市场竞争加剧风险：若服装代工、箱包代工以及品牌几部分业务在弱市场环境下竞争加剧，则可能对公司业绩产生较大影响；
- 5、盈利预测假设不成立或不及预期的风险：在对公司进行盈利预测及投资价值分析时，我们基于行业情况及公司公开信息做了一系列假设，我们认为行业整体保持平稳，且公司订单持续稳健等，基于上述假设 2025-2026 年营业收入分别同比+19%/+11%，归母净利润分别同比-5%/+27%。若上述假设不成立或者不及预期则我们的盈利预测及估值结果可能出现偏差，具体影响包括但不限于公司业绩不及我们的预期、估值结果偏高等。悲观假设下今年行业需求收缩，公司整体表现偏弱，悲观情况下公司 2025-2026 年营收分别同比+18%/+9%，归母净利润分别同比-9%/+22%。

表 7：公司收入及利润敏感性测算（百万元）

	基准情形			悲观情形		
	2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E
营业收入	4240	5051	5608	4240	5021	5463
yoy	37%	19%	11%	37%	18%	9%
毛利率	22.9%	24.0%	25.7%	22.9%	23.2%	24.0%
归母净利润	381	361	459	381	347	424
yoy	230%	-5%	27%	230%	-9%	22%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。