

开润股份 (300577.SZ)

箱包+服装代工双轮驱动，规模扩张，盈利成长

公司是出行赛道龙头之一，深度布局箱包+服装制造业务。1) 早年公司以箱包代工制造 (ODM/OEM) 为主业，后面逐步发展起箱包 2C 品牌业务 (“90 分”与小米业务)，2020 年开始布局服装制造赛道，已经形成“箱包+服装”的两大品类布局。2020~2023 年内全球出行市场受到环境波动影响，2024 年以来订单及盈利能力迈入修复阶段。2) 2024 年公司营业收入 42.4 亿元/归母净利润 3.81 亿元，2025H1 营业收入 24.3 亿元/归母净利润 1.87 亿元 (其中箱包代工/服装代工/箱包 2C 业务收入分别为 14.2/6.8/3.1 亿元，占比分别为 59%/28%/13%)。

订单：客户资源协同共享，2026 年箱包、服装代工订单均有望健康增长。1) 根据品牌客户的主要经营业务我们判断：公司箱包代工业务的核心客户包括 Nike、迪卡侬、VF、惠普、Dell 等，服装代工的核心客户主要包括优衣库、阿迪达斯、Puma、MUJI。2024 年公司前五大客户 (占代工业务收入) 比例分别为 18.7%/15.7%/12.8%/12.2%/9.8%，合计约 69.2%，客户结构集中度合理。2) 两大制造业务在客户资源方面具备协同效应，落实“同一品类延展客户、同一客户延展品类”的发展战略，持续提升占核心客户采购份额，我们预计 2026 年公司箱包代工、服装代工业务订单均有望增长 10%+，匹配产能规模扩张速度。

产能：印尼产能布局具备稀缺性，效率提升有望带动盈利优化。

1) 规模：公司过去通过收购实现规模快速扩张，2024 年公司箱包总产能达 4182 万件 (2020-2024 年 CAGR 达 18.8%)、服装总产能达 3001 万件。

2) 布局：公司打造国际化生产基地，2024 年箱包/服装产能中境外产能 (以印尼为主) 占比分别达 70%+/80

%左右，印尼劳动力充沛、人力成本低、国际贸易政策相对友好，在当前经济背景下具备稀缺优势，有望助力公司持续获得市场份额提升机会。

3) 盈利能力：箱包业务发展成熟，产品研发能力卓越，通过自动化提升生产效率，2024 年产能利用率 90%+/毛利率高达 30.4%；服装业务 (上海嘉乐) 过去主动梳理客户结构与订单质量，产能仍在爬坡过程中，2025H1 产能利用率 51%/毛利率 16%左右，未来内功修炼、产能利用率提升预计带动业务盈利能力向上，

收入规模稳健增长，盈利质量持续提升。我们预计公司 2025-2027 年营业总收入分别为 48.9/53.9/59.8 亿元，同比分别+15.3%/+10.2%/11.0%，主要系箱包代工制造、服装代工制造业务共同增长带动，未来 B2C 业务以平稳运营为主。综合预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 3.5/4.4/5.1 亿元，同比分别-7%/+24%/+15%，利润增速预计持续快于收入。

投资建议。截至 2026/4/15 股价对应 2026 年 PE 为 10.2 倍。我们认为公司合理股价区间 21.6~24.2 元，对应 2026 年 PE 为 11.8~13.2 倍，空间 15%~29%。结合 DCF 模型及公司相对估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：产能扩张风险；行业竞争加剧风险；经济环境及订单波动风险；测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	3,105	4,240	4,890	5,392	5,984
增长率 yoy (%)	13.3	36.6	15.3	10.2	11.0
归母净利润 (百万元)	116	381	353	439	506
增长率 yoy (%)	146.5	229.5	-7.3	24.3	15.3
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.48	1.59	1.47	1.83	2.11
净资产收益率 (%)	6.2	17.8	14.8	15.8	15.7
P/E (倍)	38.9	11.8	12.7	10.2	8.9
P/B (倍)	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 15 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	服装家纺
04 月 15 日收盘价 (元)	18.76
总市值 (百万元)	4,499.33
总股本 (百万股)	239.84
其中自由流通股 (%)	59.28
30 日日均成交量 (百万股)	1.20

股价走势



作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	1918	2697	2937	3388	3903
现金	653	596	798	924	1273
应收票据及应收账款	592	1051	1072	1259	1355
其他应收款	11	19	20	23	25
预付账款	11	25	24		30
存货	493	868	859	960	999
其他流动资产	158	138	165	193	221
非流动资产	1670	2454	2579	2719	2874
长期投资	633	221	221	221	221
固定资产	571	1122	1195	1272	1381
无形资产	86	349	325	302	278
其他非流动资产	380	762	838	924	995
资产总计	3588	5151	5516	6106	6777
流动负债	1206	2297	2360	2486	2631
短期借款	299	551	551	551	551
应付票据及应付账款	610	883	999	1099	1207
其他流动负债	296	863	810	836	873
非流动负债	473	253	255	260	264
长期借款	221	100	100	100	100
其他非流动负债	252	153	155	160	164
负债合计	1679	2550	2614	2746	2895
少数股东权益	56	459	521	587	656
股本	240	240	240	240	240
资本公积	730	701	701	701	701
留存收益	875	1199	1503	1895	2348
归属母公司股东权益	1853	2142	2381	2773	3226
负债和股东权益	3588	5151	5516	6106	6777

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	440	232	616	390	659
净利润	115	401	416	505	575
折旧摊销	64	107	102	97	115
财务费用	41	61	13	13	14
投资损失	86	-117	-24	-27	-24
营运资金变动	116	-210	86	-235	-57
其他经营现金流	17	-10	24	37	37
投资活动现金流	-218	-247	-190	-210	-247
资本支出	-138	-166	-139	-139	-189
长期投资	-81	-110	-52	-78	-65
其他投资现金流	1	29	1	7	7
筹资活动现金流	-253	-51	-212	-55	-63
短期借款	-180	252	0	0	0
长期借款	147	-121	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	15	-29	0	0	0
其他筹资现金流	-236	-153	-212	-55	-63
现金净增加额	-30	-68	202	126	349

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	3105	4240	4890	5392	5984
营业成本	2349	3271	3769	4109	4535
营业税金及附加	15	15	18	19	21
营业费用	200	223	194	213	237
管理费用	200	254	298	328	364
研发费用	68	97	112	124	138
财务费用	28	42	-4	-10	-14
资产减值损失	-13	-37	-37	-37	-37
其他收益	9	17	5	5	6
公允价值变动收益	12	21	0	0	0
投资净收益	-86	117	24	27	24
资产处置收益	-1	0	0	0	0
营业利润	156	485	497	604	696
营业外收入	2	2	0	0	0
营业外支出	4	7	0	0	0
利润总额	154	480	497	604	696
所得税	39	79	82	99	121
净利润	115	401	416	505	575
少数股东损益	-1	20	62	66	69
归属母公司净利润	116	381	353	439	506
EBITDA	324	497	594	691	797
EPS (元/股)	0.48	1.59	1.47	1.83	2.11

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	13.3	36.6	15.3	10.2	11.0
营业利润(%)	87.3	211.4	2.5	21.4	15.3
归属母公司净利润(%)	146.5	229.5	-7.3	24.3	15.3
获利能力					
毛利率(%)	24.4	22.9	22.9	23.8	24.2
净利率(%)	3.7	9.0	7.2	8.1	8.5
ROE(%)	6.2	17.8	14.8	15.8	15.7
ROIC(%)	7.1	8.4	10.1	10.9	11.1
偿债能力					
资产负债率(%)	46.8	49.5	47.4	45.0	42.7
净负债比率(%)	9.0	25.7	12.8	7.5	-2.4
流动比率	1.6	1.2	1.2	1.4	1.5
速动比率	1.1	0.7	0.8	0.9	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.9	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	5.8	5.2	4.6	4.6	4.6
应付账款周转率	5.9	6.1	5.6	5.5	5.5
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.48	1.59	1.47	1.83	2.11
每股经营现金流(最新摊薄)	1.83	0.97	2.57	1.63	2.75
每股净资产(最新摊薄)	7.72	8.93	9.93	11.56	13.45
估值比率					
P/E	38.9	11.8	12.7	10.2	8.9
P/B	2.4	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.4	13.3	8.2	6.9	5.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 15 日收盘价

内容目录

1. 公司简介：细分赛道龙头，布局箱包+服装制造	5
1.1 发展历程与市值复盘	6
1.2 管理层与股东结构	7
2. B2B 业务：箱包为主，拓展服装第二增长曲线	8
2.1 订单：客户关系具备协同效应，箱包+服装品类齐发力	9
2.2 产能：全球化布局，增强核心优势	11
2.2.1 前期通过收购实现规模快速扩张，未来效率提升有望带动盈利优化	11
2.2.2 印尼产业链具备稀缺性，国际化布局利于抢占市场份额	13
2.2.3 产品研发能力卓越，通过自动化提升生产效率	16
2.3 分部盈利预测	18
3. B2C：行业景气修复，期待业务平稳发展	18
3.1 通过小米、“90分”品牌开展业务，趋势稳健	18
3.2 分部盈利预测	21
4. 财务分析与盈利预测	21
5. 估值与投资建议	23
风险提示	25

图表目录

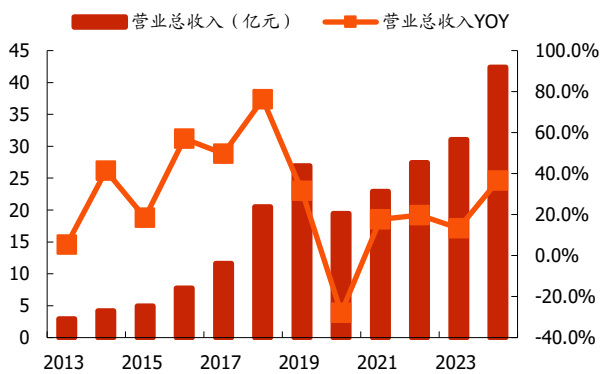
图表 1: 2013-2024 年公司营业总收入及 YOY (亿元)	5
图表 2: 2013-2024 年公司归母净利润及 YOY (亿元)	5
图表 3: 公司分业务拆分营业收入 (百万元)	6
图表 4: 开润股份发展历程	6
图表 5: 2016 年~2026 年公司总市值及预期变化复盘	7
图表 6: 2025 年三季度公司股东明细	8
图表 7: 2019-2024 年公司代工制造收入 YOY 及分品类 (服装/箱包) 收入金额 (百万元)	8
图表 8: 公司代工制造业务布局	8
图表 9: 公司代工制造业务合作品牌	9
图表 10: 2024 年公司前五大客户占代工制造业务的比例	10
图表 11: 公司箱包代工制造市占率 (以公司箱包代工业务收入/中国相关产品出口金额测算, 数值理论上高于实际市占率水平)	10
图表 12: 2020-2024 年分品类收入 (百万元)	10
图表 13: 2021-2024 年分品类收入 YOY	10
图表 14: 2020-2024 年分品类毛利率	11
图表 15: 2025H1 分品类收入占比	11
图表 16: 公司产销量情况 (万件)	12
图表 17: 公司箱包总产能及 YOY (万件)	12
图表 18: 2020-2024 年公司箱包境外/境内产能利用率	12
图表 19: 2019-2024 年公司代工制造-箱包毛利率	13
图表 20: 2020-2024 年上海嘉乐流动资产及非流动资产 (百万元)	13
图表 21: 2020-2024 年上海嘉乐子公司营业收入及 YOY (百万元)	13
图表 22: 2020-2024 年上海嘉乐子公司净利润及利润率 (百万元)	13
图表 23: 2020-2024 年公司箱包境外/境内产能占比	14
图表 24: 2024 年公司服装境外/境内产能占比	14
图表 25: 公司代工制造业务工厂分布	14
图表 26: 公司及其他服装制造商产能分布情况	15
图表 27: FY2025 Nike 及 Adidas 服装类产品生产所在地分布	15
图表 28: 2024 年开润股份/盛泰集团/晶苑国际/申洲国际境外及境内产能占比	15
图表 29: 美国对部分东南亚国家目前关税税率对比	15
图表 30: 印尼人力成本较越南更低 (美元/月)	16

图表 31:	部分国家劳动力数量对比	16
图表 32:	公司研发费用及研发费用率 (亿元)	16
图表 33:	公司设立独立的研发设计中心	16
图表 34:	公司重点技术研发机构合作概况 (纱线和面料相关)	17
图表 35:	公司箱包业务代表性产品	17
图表 36:	开润数字化生态系统	17
图表 37:	2012-2024 年公司资本性支出 (亿元)	17
图表 38:	2021-2024 年公司人均创收 (万元/人, 2024 年服装品类并表, 稀释人均创收)	18
图表 39:	公司包袋及服装数字化样品 (部分代工制造业务已实现 50% 数字化样品制作)	18
图表 40:	代工制造业务分部盈利预测 (百万元)	18
图表 41:	公司品牌经营业务涵盖品牌	19
图表 42:	中国国内游客人次 (亿人次)	19
图表 43:	2015-2024 年公司品牌经营收入及 YOY (百万元)	19
图表 44:	2019-2024 年公司品牌经营业务毛利率	20
图表 45:	2024 年分渠道收入占比 (不考虑代加工销售渠道)	20
图表 46:	2020-2024 年分渠道收入 (百万元, 不考虑代加工销售渠道)	20
图表 47:	小米箱包相关产品示例	21
图表 48:	“90 分” 品牌相关产品示例	21
图表 49:	品牌经营业务分部盈利预测 (百万元)	21
图表 50:	公司营业收入及盈利质量预测 (百万元)	22
图表 51:	2021-2027 年毛利率、净利率及预测	22
图表 52:	2020-2024 年公司资本性支出	23
图表 53:	2020-2024 年公司资本开支/折旧与摊销	23
图表 54:	2013-2024 存货周转天数及应收账款周转天数 (天)	23
图表 55:	2013-2024 年经营性现金流表现 (亿元)	23
图表 56:	敏感性分析 (元)	23
图表 57:	公司上市以来总市值 (亿元, 截至 2026/4/15 收盘)	24
图表 58:	可比公司估值表 (股价截至 2026/4/15)	24

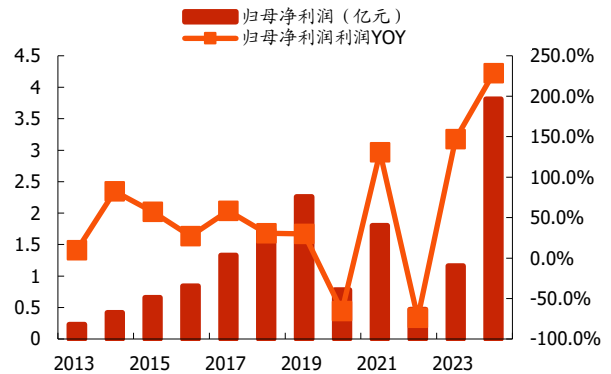
1. 公司简介：细分赛道龙头，布局箱包+服装制造

公司是出行赛道龙头公司，覆盖箱包、服装品类，代工制造业务为主，同时经营品牌业务。1) 早年公司以箱包代工制造 (ODM/OEM) 为主业，后面逐步发展起箱包 2C 品牌业务 (“90 分”与小米业务)，2020 年开始布局服装制造赛道，后续逐步形成“箱包+服装”的两大品类布局。2) 2020~2023 年内全球出行市场受到环境波动影响，2024 年以来订单及盈利能力迈入修复阶段。2024 年公司营业收入同比+36.6%至 42.4 亿元 (存在并表口径差异)，归母净利润 3.81 亿元，盈利质量同比大幅提升。2025Q1~Q3 公司营业收入同比+23%至 37.2 亿元 (存在并表口径差异)，扣非归母净利润同比+13.8%至 2.56 亿元。

图表1: 2013-2024 年公司营业总收入及 YOY (亿元)



图表2: 2013-2024 年公司归母净利润及 YOY (亿元)

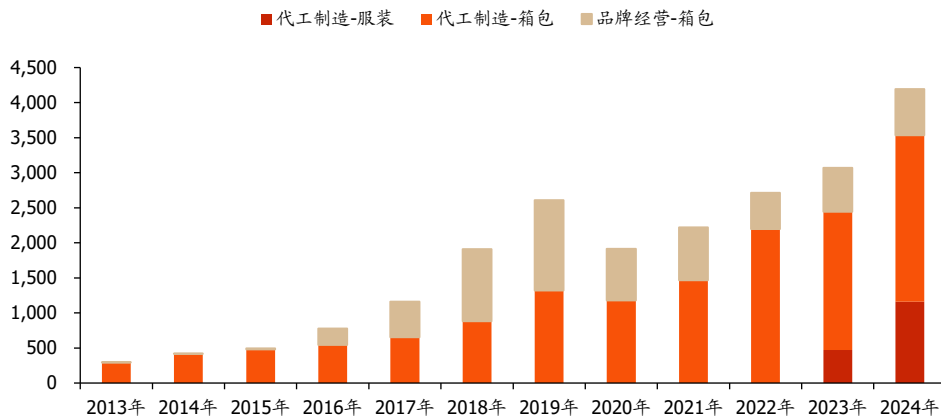


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

- **箱包代工制造业务 (2B):** 为全球箱包品牌提供制造服务，主要客户包括耐克、迪卡侬、VF 集团、优衣库、PUMA、戴尔、惠普、华硕等。2025H1 公司箱包代工制造业务收入 14.2 亿元，同比增长 13.0%，占比 59%。我们根据业务发展阶段判断 2026 年订单有望在核心客户耐克、迪卡侬等订单的带动下继续实现稳健增长。
- **服装代工制造 (2B):** 2020 年公司通过参股优衣库服装供应商上海嘉乐切入服装制造业务，2024 年 6 月取得上海嘉乐控制权同时并表，我们根据经营情况判断后续不断优化调整业务客户结构及产能布局。截至 2024 年末公司服装代工制造业务核心客户主要包括优衣库、ADIDAS、PUMA、MUJI 等全球优质头部服装品牌，持续提升客户份额及市占率。2025H1 服装代工制造业务收入为 6.8 亿元，占比 28%。我们根据业务发展阶段判断 2026 年订单有望继续快速增长双位数，产能利用率提升及销量优化有望带来业务盈利质量的持续改善。
- **箱包零售业务 (2C):** 同时公司以“90 分”品牌及小米渠道经营 2C 业务，为消费者提供高颜值、高品质、高性价比的箱包产品，公司持续优化渠道及产品，2025H1 箱包 2C 业务收入为 3.1 亿元，同比增长 8.9%，占比 13%。

图表3: 公司分业务拆分营业收入(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.1 发展历程与市值复盘

公司起步于箱包代工制造业务, 通过收购等方式快速扩大经营规模。1) 开润创办于 2005 年, 持续深耕箱包代工制造业务, 2006 年在上海奉贤开设第一家规模化的箱包工厂, 2011 年开润滁州制造基地正式建成。2) 2015 年开始经营自有品牌业务, 与小米达成合作并成立上海润米科技有限公司, 推出了自有品牌“90 分”, 打开 B2C 业务的发展通道。3) 2019 年开始布局国际化生产基地, 通过收购工厂切入耐克供应链体系, 2020 年参股上海嘉乐(优衣库针织服装核心供应商), 在 2024 年 6 月取得上海嘉乐的控制权, 标志着公司主营业务正式进入服装及面料代工赛道。

图表4: 开润股份发展历程

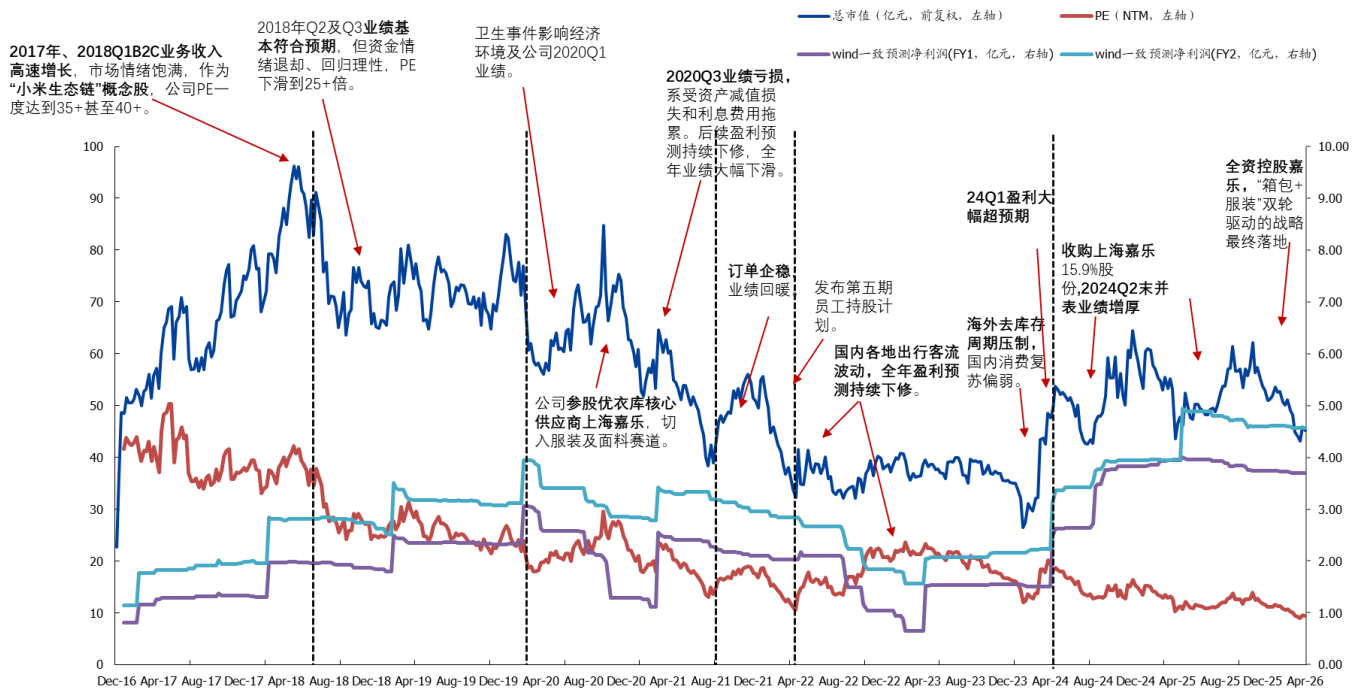
时间	大事记
2005	开润创办
2006	在上海奉贤开设第一家现代化、有规模的箱包工厂
2011	开润滁州制造基地正式建成
2015	与小米合作成立上海润米科技有限公司; 创立自有品牌90分
2016	在A股创业上市
2017	布局全球化, 成立开润印度制造基地
2019	收购印尼宝岛工厂, 成立开润印尼制造基地
2020	切入针织面料+成衣赛道
2022	滁州米润智能出行产业园建成投产
2024	收购上海嘉乐, 主营业务全面进入纺织服装和面料生产制造领域

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从市值变化来看: 公司总市值波动主要受到业务逻辑变化、业绩预期波动、行业景气变化的影响。1) 上市初期公司作为“小米产业链”概念股备受市场关注, 高点总市值超过 90 亿元。2) 2020~2023 年全球客流波动, 出行赛道景气受到影响, 公司业绩预期持续下修的同时估值中枢也震荡下行, 使得市值表现不佳。3) 2023 年底海外去库存周期带来的订单压力影响下, 公司市值低点低于 30 亿元。4) 2024Q1 公司业绩表现转好, 代

工业业务提效、品牌业务扭亏，后续公司参股上海嘉乐，市场形成第二增长曲线预期，这一阶段公司股价震荡向上。3) 2025Q1~Q3 公司收入同比+23%（并表嘉乐增厚收入）/归母净利润同比-13%。

图表5: 2016年~2026年公司总市值及预期变化复盘

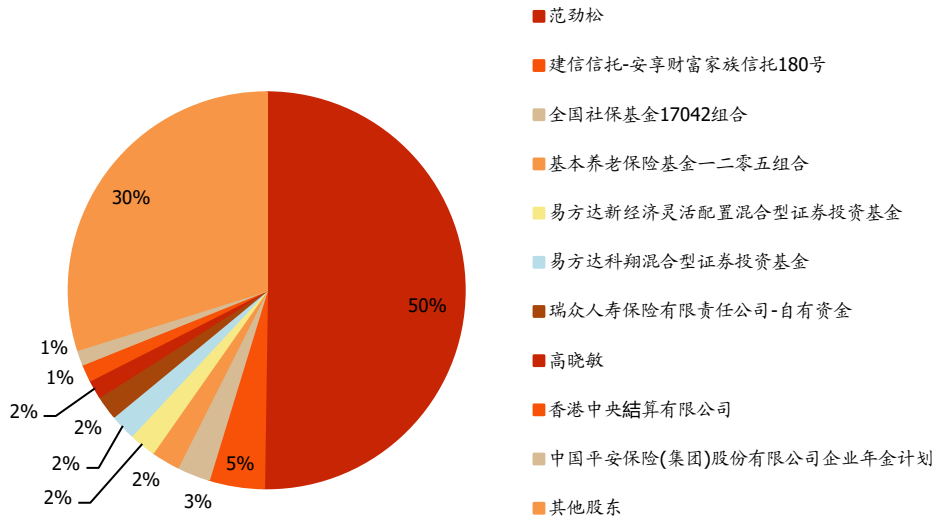


资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

1.2 管理层与股东结构

大股东持股比例高，管理团队建设成熟。1) 范劲松先生（公司董事长及总经理）为公司的控股股东和实际控制人，持股比例约 50%，股权结构稳定且集中。自然人股东高晓敏为公司现任董事及高管。2) 公司创始团队来自联想集团、惠普等知名 IT 企业，后续逐步引进了多名服装、箱包、零售等多个行业的人才，管理团队建设完善。

图表6: 2025 年三季报公司股东明细

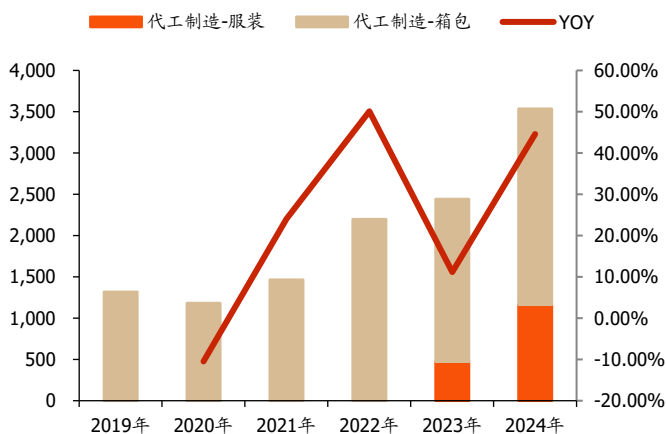


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. B2B 业务: 箱包为主, 拓展服装第二增长曲线

公司代工制造业务已经形成箱包+服装两大核心品类。1) 公司此前代工制造业务以箱包品类(旅行箱、布袋)为主, 2020 年公司参股优衣库核心服装供应商上海嘉乐, 2024 年 6 月并表上海嘉乐, 打造箱包+服装的品类矩阵。2024 年代工制造业务收入为 35.3 亿元(其中箱包代工制造业务收入 23.7 亿元/服装代工业务收入 11.6 亿元)。2) 公司在中国、印度、印尼均有工厂布局, 在中国北京、中国香港、中国台湾、新加坡、日本、越南等地设有办事处, 全力推进全球化生产和布局。

图表7: 2019-2024 年公司代工制造收入 YOY 及分品类(服装/箱包)收入金额(百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 公司代工制造业务布局



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

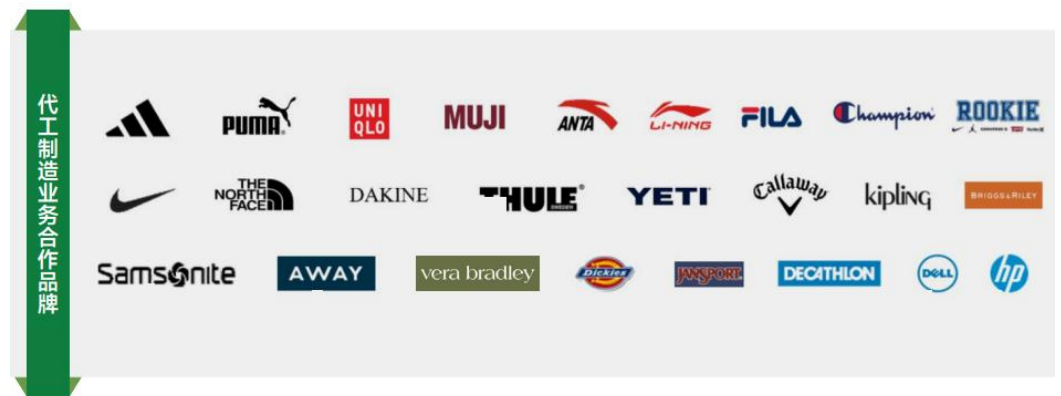
作为行业龙头企业之一，公司在代工制造业务经营过程中积累了大量经验并逐步形成核心优势。**1) 订单端**：公司过去已经积累了大量优质、稳定的客户合作关系，有望在不同品类订单上起到资源协同作用，持续提升所占客户份额；**2) 生产端**：打造国际化产业链，**2024年箱包/服装产能中境外产能(以印尼为主)占比分别达70%+/80%左右**，具备稀缺性；自动化程度高，研发和设计能力强，提升生产全链条竞争优势。

2.1 订单：客户关系具备协同效应，箱包+服装品类齐发力

公司代工业务的核心客户包括 Nike、迪卡侬、惠普、Dell、adidas、Puma、优衣库，VF 集团等全球知名品牌。根据品牌客户的主要经营业务我们判断：**1) 公司箱包代工业务的核心客户包括 Nike、迪卡侬、惠普、Dell 等**；**2) 服装代工的核心客户包括优衣库、阿迪达斯、Puma、MUJI 等**。2024 年公司前五大客户合计占代工业务收入比例约 69.2%，其中前五大客户分别占 18.7%/15.7%/12.8%/12.2%/9.8%，客户结构集中度合理。

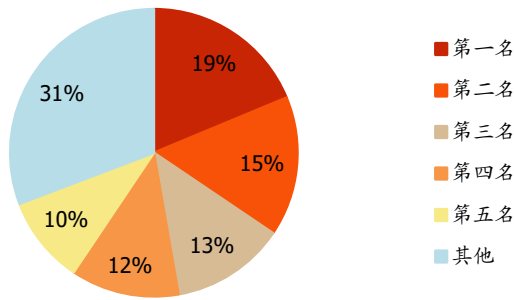
凭借多年经营积累下的客户资源，公司有望持续通过份额提升、品类拓宽挖掘订单潜力。**1) 头部品牌商选择供应商时往往认证流程复杂、认证成本较高，对供应商的选择有严格的资质认定标准，对生产规模、生产流程、品质管理、研发设计、工业技术、全球业务支持和售后服务能力等有明确要求**。**2) 考虑公司已通过上述世界知名品牌公司的认证，并已经建立了长期稳定的合作关系，我们判断未来有望在箱包、服装两大品类上实现客户资源的共享、订单机会的协同，落地“同一品类延展客户、同一客户延展品类”的发展战略**。

图表9：公司代工制造业务合作品牌



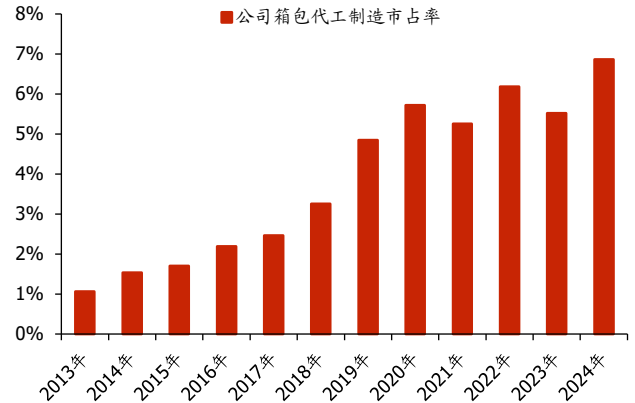
资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表10: 2024年公司前五大客户占代工制造业务的比例



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

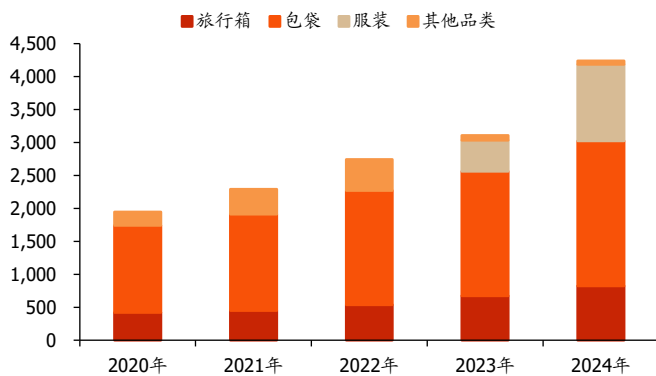
图表11: 公司箱包代工制造市占率 (以公司箱包代工业务收入/中国相关产品出口金额测算, 数值理论上高于实际市占率水平)



资料来源: Wind, 海关总署, 公司公告, 国盛证券研究所测算, 仅供参考

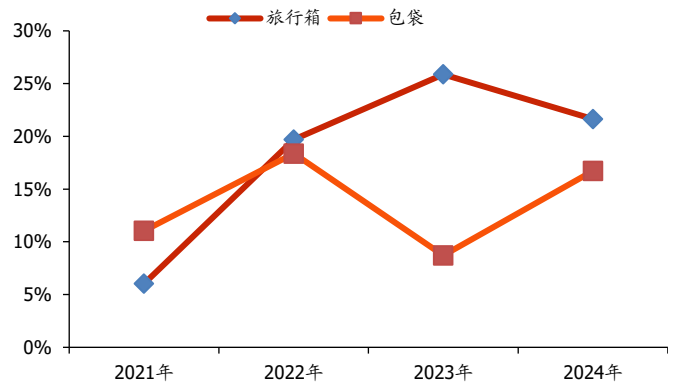
- **箱包:** 对于公司的多数品牌客户而言, 箱包品类销售规模相对较小, 我们认为对应品类供应链集中度较高、以降低管理半径成本。1) 考虑客户份额仍有提升空间, 我们判断未来公司箱包业务订单量有望持续稳健增长, 预计 2026~2027 年收入 CAGR 有望达到 10%左右。2) 盈利质量方面, 公司箱包业务发展成熟, 客户订单质量与生产效率均较高, 2024 年公司旅行箱毛利率达到 26.7%、包袋品类毛利率达到 30.4%, 我们预计未来有望继续保持在高位水平。
- **服装:** 公司协助上海嘉乐梳理业务客户结构, 保留原大客户优衣库, 引入优质运动品牌客户 PUMA、Adidas、MUJI 等。1) 考虑服装代工业务仍在发展阶段, 我们认为未来伴随着产能效率及接单效率的提升, 有望带动服装业务收入 2026~2027 年 CAGR 达到双位数以上。2) 盈利质量方面, 2025H1 服装品类毛利率仅 16%左右(我们根据业务爬坡情况判断可比口径下同比有提升), 相比主业箱包而言盈利质量有较大上行空间。

图表12: 2020-2024年分品类收入(百万元)



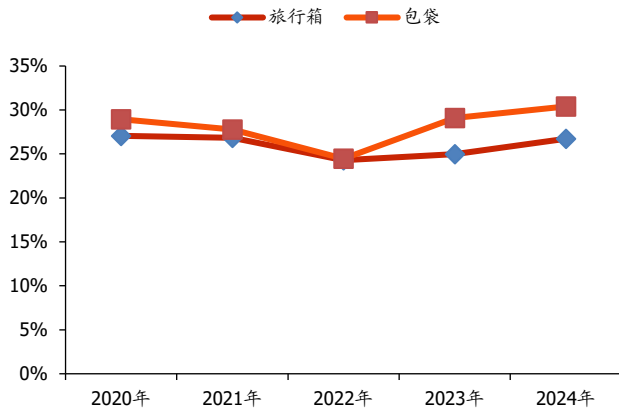
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表13: 2021-2024年分品类收入 YOY



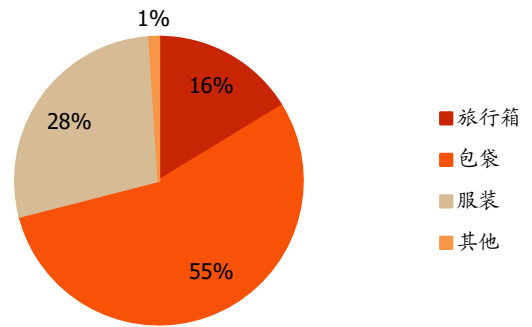
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表14: 2020-2024年分品类毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表15: 2025H1分品类收入占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

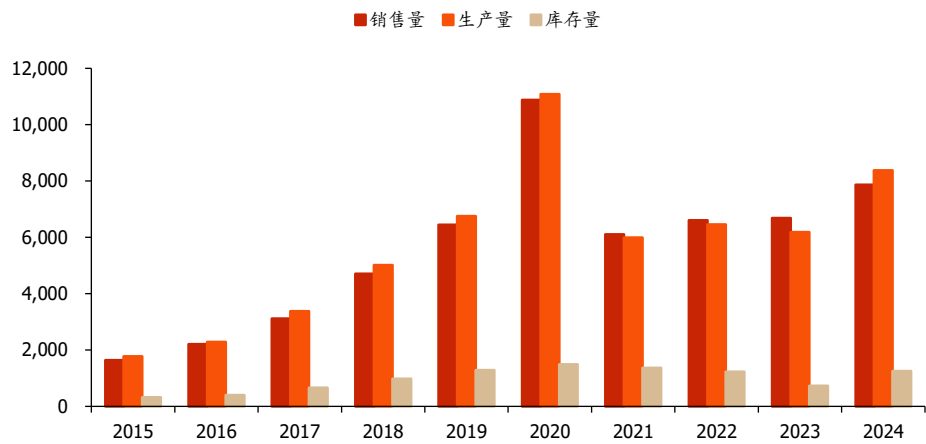
2.2 产能: 全球化布局, 增强核心优势

2.2.1 前期通过收购实现规模快速扩张, 未来效率提升有望带动盈利优化

公司过去通过收购+新建的方式实现产能规模的持续扩张, 2024年公司箱包总产能达到**4182**万件(2020-2024年CAGR达**18.8%**), 服装总产能达到**3001**万件。

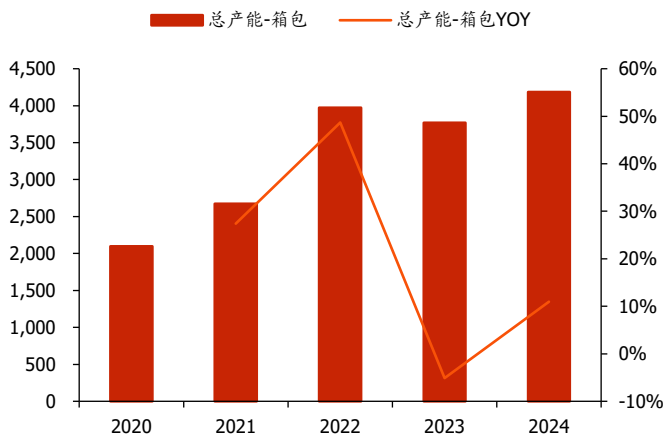
- **2019**年公司收购 PT.Formosa Bag Indonesia、PT.Formosa Development 的 100% 股权, 标的公司是 Nike 公司核心布袋供应商, 通过此次收购公司切入 Nike 的供应商体系, 并有效扩大国外产能布局。
- 2020 年公司明确印尼海外产业园的庞大扩建规划, 为后续几年公司产能规模增长奠定基础。
- **2020**年参股上海嘉乐, 在**2024年6月**取得上海嘉乐的控制权, 在**2025年底**实现**全资控股**。据 2020 年公司公告, 滁州米润(全资子公司)收购上海嘉乐股份有限公司(以下称“上海嘉乐”)28.70%股权, 宁波浦润(全资子公司)参与投资设立的基金收购上海嘉乐 10.90%股权; 后续 2021 年、2022、2024 年、2025 年公司陆续收购并整合上海嘉乐股权; 截至 2025 年底滁州米润持有上海嘉乐 100% 股份。

图表16: 公司产销量情况 (万件)



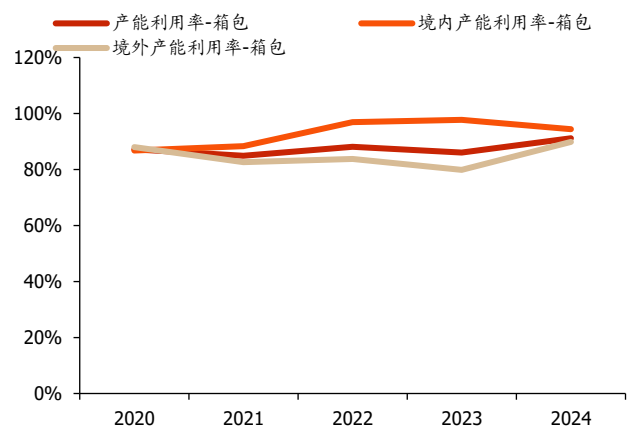
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表17: 公司箱包总产能及 YOY (万件)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表18: 2020-2024 年公司箱包境外/境内产能利用率

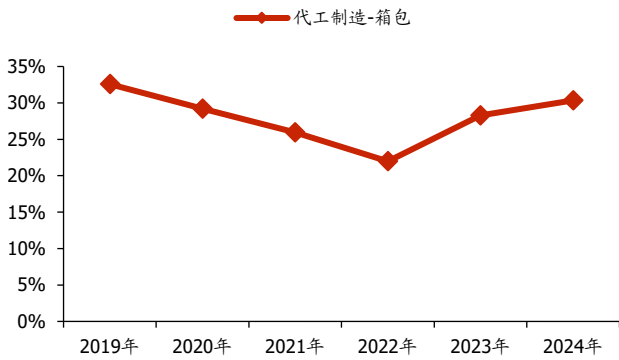


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

综合以上分析, 我们认为未来箱包代工业务产能规模以高质量稳健增长为主; 服装代工业务产能充沛, 公司有望通过提升产能利用率实现产量释放、盈利能力提升。

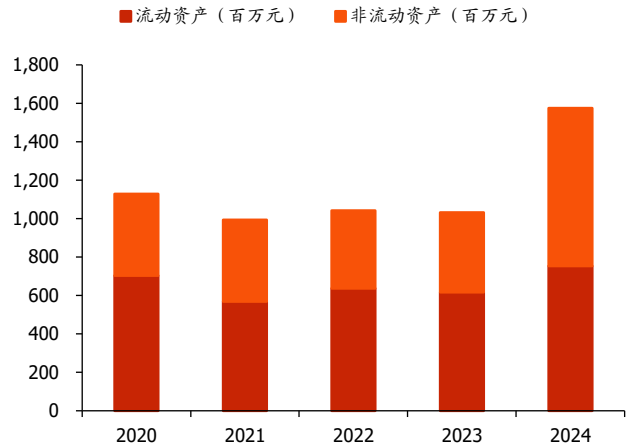
- **箱包:** 公司箱包业务客户关系稳定、持续提升份额, 2024 年公司箱包产能利用率达到 91.2% (2020~2023 年在 85%~88% 之间波动), 其中境内产能利用率高达 94.4%/境外产能利用率为 89.9%, 相对应的, 2024 年箱包代工制造业务毛利率提升至 30.4%。

图表19: 2019-2024年公司代工制造-箱包毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

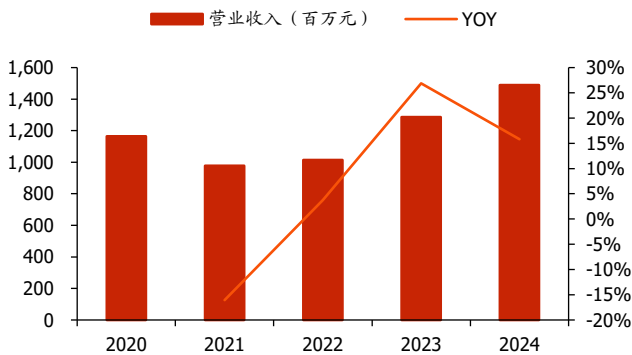
图表20: 2020-2024年上海嘉乐流动资产及非流动资产(百万元)



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

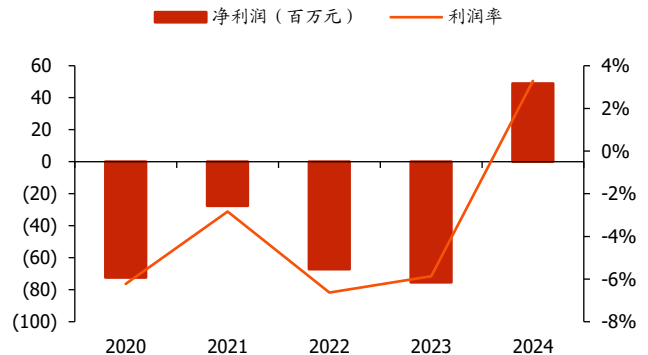
- 服装(上海嘉乐): 公司储备产能以应对潜在的客户订单需求。1) 从上海嘉乐报表表现来看, 2020~2023年上海嘉乐出现亏损, 根据经营情况我们判断主要系期间业务面临梳理、优化客户结构, 2024年调整结束后顺利扭亏为盈(净利率为3.3%)。2) 嘉乐产能利用率仍较低, 2024年产能利用率为53.4%、2025H1为50.7%(其中境内产能利用率61%/境外产能利用率48%), 伴随着公司积极拓展优质客户、订单规模逐步提升、供应链效率不断改善, 我们认为未来服装业务盈利质量具备较大的提升空间。

图表21: 2020-2024年上海嘉乐子公司营业收入及YOY(百万元)



资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表22: 2020-2024年上海嘉乐子公司净利润及利润率(百万元)

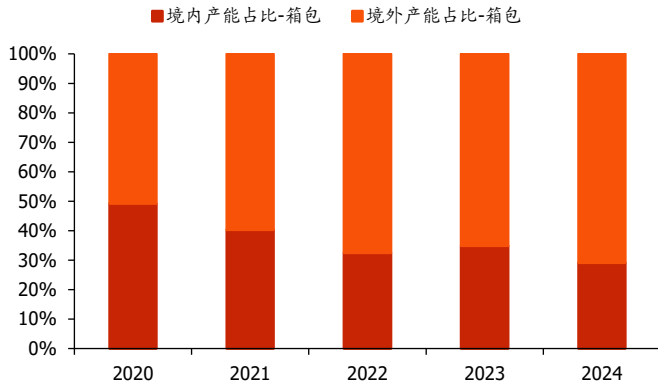


资料来源: Wind, ifind, 公司公告, 国盛证券研究所

2.2.2 印尼产业链具备稀缺性, 国际化布局利于抢占市场份额

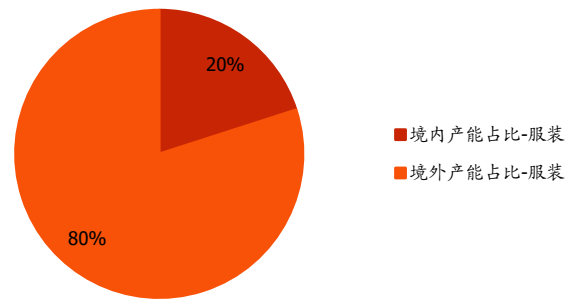
公司布局海外较早, 2024年境外产能占比超过70%。1) 公司在中国、印尼、印度三个国家拥有产能, 具体包括: 中国(安徽滁州、宣城、上海)、印度尼西亚(Grobogan、Jepara、Bandung)、印度(Maddur、Mysore)。2) 2024年公司服装代工业务境外/境内产能占比分别为80%/20%, 箱包业务境外/境内产能分别为71%/29%(较2020年的51%/49%相比, 伴随着境外基地的持续扩张, 公司海外产能占比持续提升)。

图表23: 2020-2024年公司箱包境外/境内产能占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表24: 2024年公司服装境外/境内产能占比



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表25: 公司代工制造业务工厂分布



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

从行业角度来看, 产业链向东南亚转移趋势仍在继续。以服装代工产业链为例, 过去十数年内, 在成本相对优势的驱动下, 行业产能逐步从中国向东南亚国家(以越南为代表)转移。近年来, 印度尼西亚由于劳动力充沛、成本低廉、国际贸易政策友好等原因成为新的选择。而公司在印尼基地已有大规模布局, 具备稀缺优势。

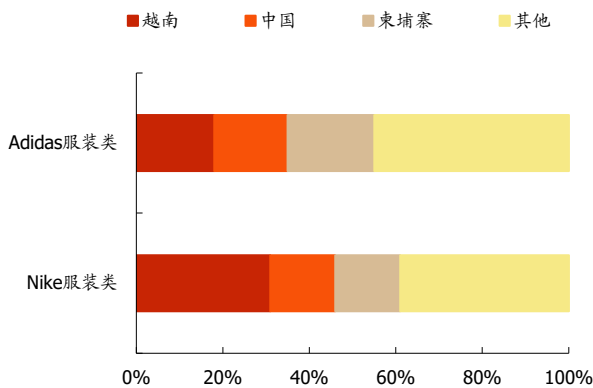
- 国际化、分散化的产能分布是行业长期趋势。1) 需求角度来看, 在复杂的国际贸易关系背景下, 品牌商需要布局更加国际化的供应链以分散经营风险。以 Adidas 及 Nike 为例, 过去服装产品生产地包括越南、中国、柬埔寨等, 未来有望进一步分散国际化产能布局。2) 供给角度来看, 行业内的龙头制造商多数已形成中国+东南亚多元化的产能构成, 未来计划加强国际化基地建设, 凭借海外基地的先发优势抢占客户份额。

图表26: 公司及其他服装制造商产能分布情况

产能分布	印尼	越南	中国	柬埔寨	孟加拉国	印度
开润股份 (箱包)	✓		✓			✓
开润股份 (成衣)	✓		✓			
晶苑国际		✓	✓	✓	✓	
盛泰集团		✓	✓	✓		
申洲国际		✓	✓	✓		

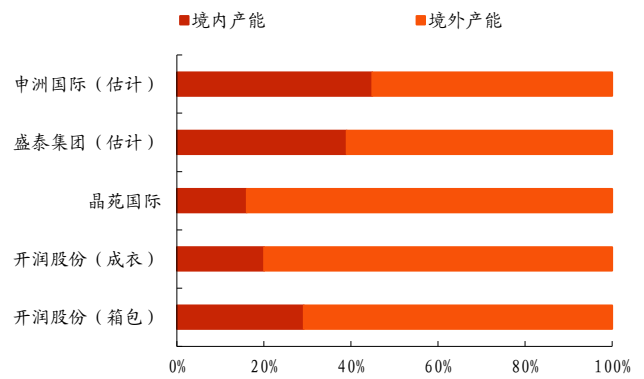
资料来源: Wind, 各公司公告及盛泰集团官网, 国盛证券研究所

图表27: FY2025 Nike 及 Adidas 服装类产品生产所在地分布



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所

图表28: 2024 年开润股份/盛泰集团/晶苑国际/申洲国际境外及境内产能占比



资料来源: Wind, 各公司公告, 国盛证券研究所测算, 仅供参考
注: 晶苑国际数据系员工人数占比测算; 盛泰集团、申洲国际系资产占比测算。

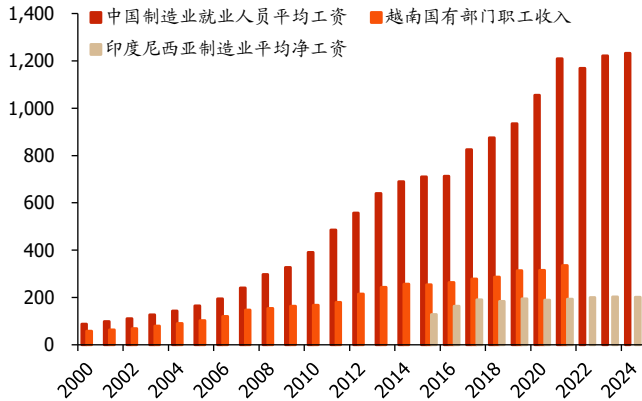
- 综合考虑资源、成本及关税因素，在东南亚主要国家中，印尼凭借相对优势成为新的选择之一。1) 从人力成本及资源角度来看，2025 年印尼劳动力人数达 1.47 亿人，高于越南 (0.57 亿人)、柬埔寨 (0.10 亿人)、孟加拉 (0.75 亿人)，同时平均劳动力成本较越南更低。2) 从国际贸易政策及风险角度来看，美国对于东南亚国家最新政策为：对印尼加征 19% 对等关税 (属于相对较低梯队)，对越南加征 20% 对等关税。公司产能布局眼光长远，印尼产能占比高，在当前贸易环境及行业供给背景下具备稀缺优势，有望持续获得份额提升机会。

图表29: 美国对部分东南亚国家目前关税税率对比

国家	目前美国进口关税 (对等关税)
越南	20%
印尼	19%
柬埔寨	19%
印度	18%
孟加拉国	19%

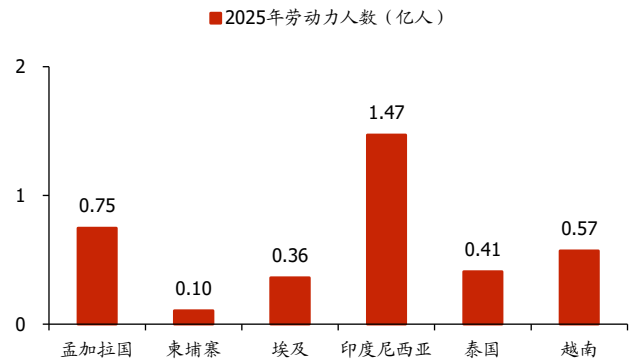
资料来源: WHITE HOUSE 官网, 国盛证券研究所

图表30: 印尼人力成本较越南更低(美元/月)



资料来源: 国家统计局, 越南统计局, 印尼央行, Wind, 国盛证券研究所
注: 计算采用历史汇率

图表31: 部分国家劳动力数量对比



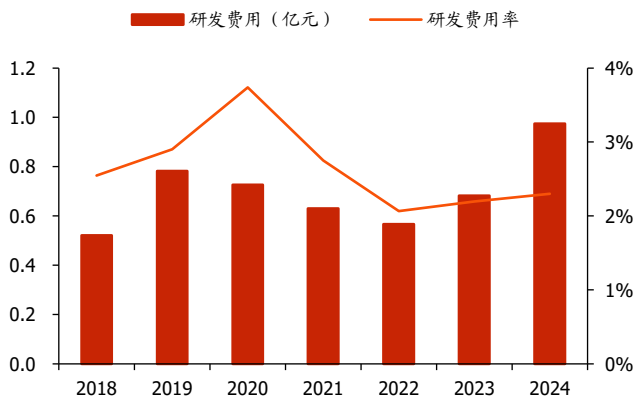
资料来源: Wind, 世界银行, 国盛证券研究所

2.2.3 产品研发能力卓越, 通过自动化提升生产效率

公司具备独立的研发与设计能力, 能够为客户提供专属增值服务。在多年的代工制造经营过程中, 公司逐步建立起完善的研发创新体系, 凭借产品开发经验建立起自身竞争优势, 并积极结合外部资源推动研发成果落地。公司拥有独立的研发设计中心, 2024年公司研发费用支出接近1亿元(近3年来稳步增长), 研发团队人员数量超过300人, 研发费用率保持在2%上下。

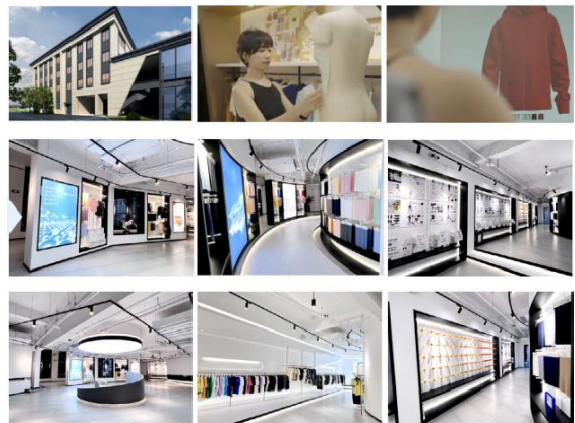
- 箱包品类方面: 在多年业务沉淀中, 公司创新多款箱包类代表性产品, 并获得客户高度认可, 截至2024年底公司累计获得专利398件、商标等知识产权668件、软件著作权17件。
- 服装品类方面: 公司积极布局面料研发, 与上海纺织科学研究院、东华大学等高校及科研院所建立技术研发合作关系, 与Adidas、PUMA、MUJI、优衣库等品牌共创服装等产品。

图表32: 公司研发费用及研发费用率(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表33: 公司设立独立的研发设计中心



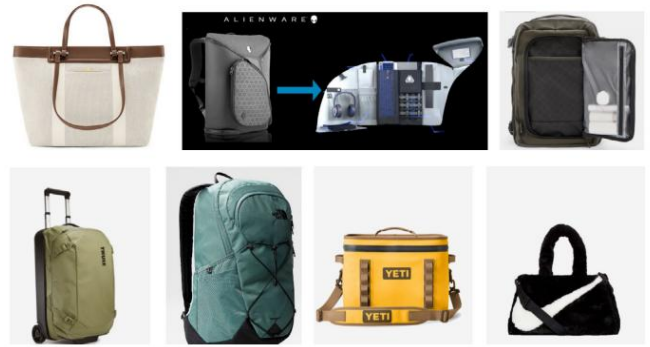
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表34: 公司重点技术研发机构合作概况 (纱线和面料相关)

机构	合作项目
	<ul style="list-style-type: none"> • 低温可染色纱线; • 海洋塑料回收纱线
	<ul style="list-style-type: none"> • 原液着色和回收天丝、莫代尔纱线
	<ul style="list-style-type: none"> • 铜氨环保纱线; • 具有速干防UV及凉爽触感功能的轻量型纱线
	<ul style="list-style-type: none"> • 能够保持性能持久的热变色针织面料, 性能持久度能够达到行业内现有标准的2倍以上
	<ul style="list-style-type: none"> • 天然抗菌针织面料; • 精选天然植物抗菌物质, 达到AA级抗菌效果, 同时对面料进行微孔改性, 提高了面料的透气透湿性能, 加速导湿排汗性能

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

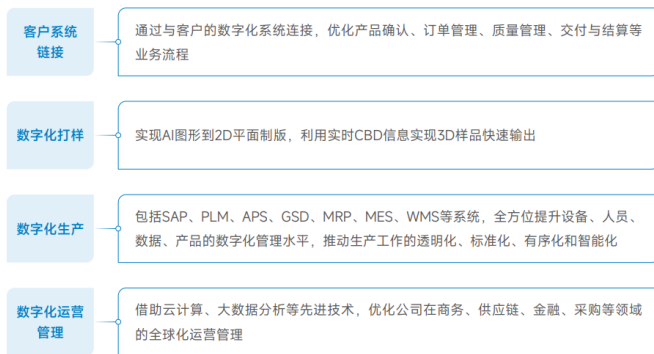
图表35: 公司箱包业务代表性产品



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

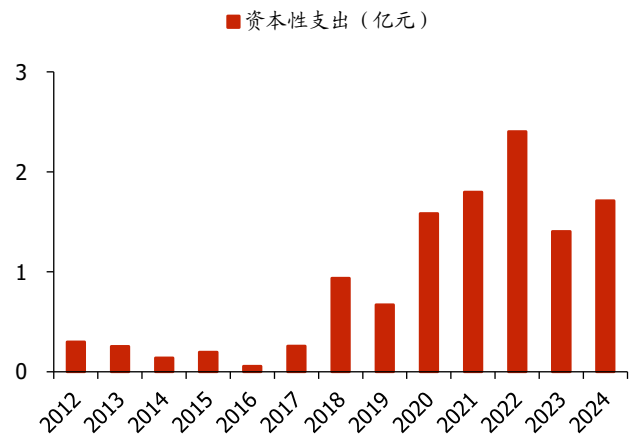
在生产方面, 公司坚持工厂的精益管理和自动化、信息化改造, 提升生产与管理效率。1) 设备方面, 公司与外部合作研发自动化生产及裁切设备, 有效降低劳工成本并提升生产效率, 2021~2023 年公司人均创收从 21.5 万元/人提升至 24.5 万元/人。2) 信息化建设方面, 2019 年公司提出全面上线 SAP 系统(企业管理系统)的目标, 集成跨国生产与管理数据, 有效降低企业管理成本。2022 年公司深化了 SAP 和 MES(制造执行系统)的应用, 进一步提升了工厂的运营效能和快速响应能力。2024 年公司上线 PLM(产品生命周期管理)系统, 优化设计和制造流程, 公司将 CLO 数字化应用在包袋和服装品牌客户, 部分代工制造业务已实现 50%数字化样品制作, 样品制备时间可以缩短至 1~3 天。

图表36: 开润数字化生态系统



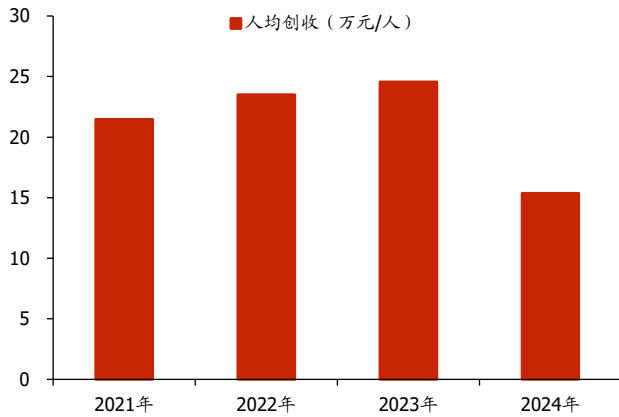
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表37: 2012-2024 年公司资本性支出 (亿元)



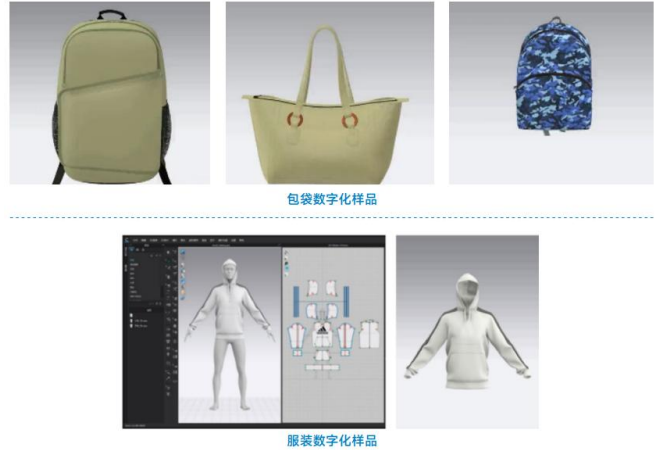
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表38: 2021-2024 年公司人均创收(万元/人, 2024 年服装品类并表, 稀释人均创收)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表39: 公司包袋及服装数字化样品 (部分代工制造业务已实现 50% 数字化样品制作)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2.3 分部盈利预测

考虑行业订单趋势及公司业务发展阶段我们判断: 1) 箱包代工制造业务发展成熟, 产能效率及竞争优势相对较强, 产能规模后续有望稳步扩张, 份额提升带动订单增长, 我们预计 2025~2027 年公司箱包代工制造业务收入分别 26.1/28.7/31.6 亿元, 同比分别增长 10%/10%/10%, 毛利率及业务利润率预计保持在高位水平。 2) 服装代工制造业务仍在发展阶段, 公司调整优化产能效率, 后续有望承接更多订单需求, 同时产能利用率提升有望带动业务盈利质量逐步优化, 我们估计 2025~2027 年公司服装代工制造业务收入分别 16.1/18.2/20.9 亿元, 同比分别增长 8%/13%/15%, 毛利率预计分别为 16.0%/17.0%/18.0%, 有望逐年呈现提升态势。

图表40: 代工制造业务分部盈利预测 (百万元)

		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
代工制造-箱包	营业收入 (百万元)	1,971.64	2,371.83	2,609.01	2,869.91	3,156.90
	YOY	-10.30%	20.30%	10%	10%	10%
	毛利率	28.30%	30.36%	30.66%	30.66%	30.66%
代工制造-服装	营业收入 (百万元)	471.89	1,161.80	1,607.73	1,816.74	2,089.25
	YOY	-	146.20%	8%	13%	15%
	毛利率	5.43%	6.60%	16.00%	17.00%	18.00%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测 注: 2024H1 末上海嘉乐并表, 口径差异影响毛利率

3. B2C: 行业景气修复, 期待业务平稳发展

3.1 通过小米、“90分”品牌开展业务, 趋势稳健

公司 B2C 业务主要系“90分”和“小米”品牌业务。公司 2015 年与小米达成合作,

运营其箱包品牌，同年成立自有品牌“90分”，旨在为消费者提供高颜值、高品质、高性价比的箱包鞋服及周边配件等出行消费品。

图表41: 公司品牌经营业务涵盖品牌

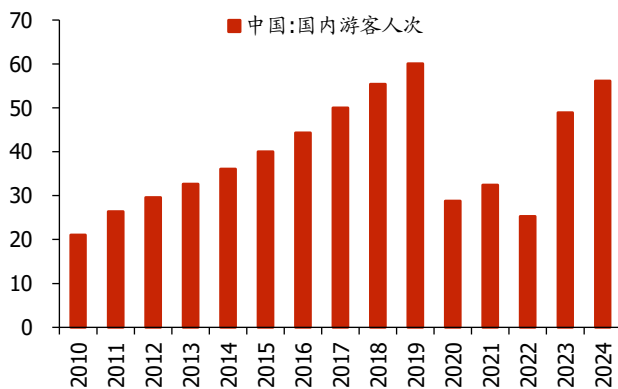


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2019 年公司 B2C 业务迅速发展，2020~2022 年间受到出行客流波动影响，2023~2024 年以来稳健修复。公司 B2C 业务整体经营趋势与国内出行赛道及消费经济密切相关:

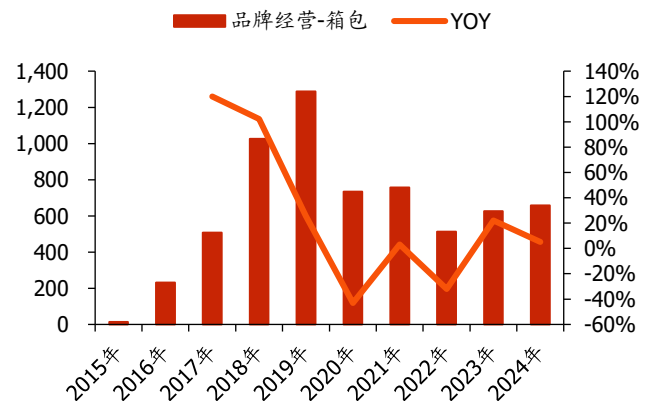
- 从行业层面来看: 2019 年以前中国出行市场景气(以游客人次为参照指标)稳步提升, 2020~2022 年间客流锐减, 2023~2024 年环比逐步修复。
- 从公司品牌经营业务层面来看: 早期公司依托小米渠道快速发展 B2C 业务, 并逐步建设自有品牌“90分”, 短短数年内 B2C 业务收入规模迅速增长至 2019 年的 12.9 亿元; 2020~2022 年间业务受到行业客流波动影响, 我们根据经营杠杆逻辑判断业务规模迅速缩减的同时、盈利性明显下降, **2024 年 B2C 业务收入 6.6 亿元(占公司收入比重仅 15.5%) / 毛利率 25.5%。**

图表42: 中国国内游客人次(亿人次)



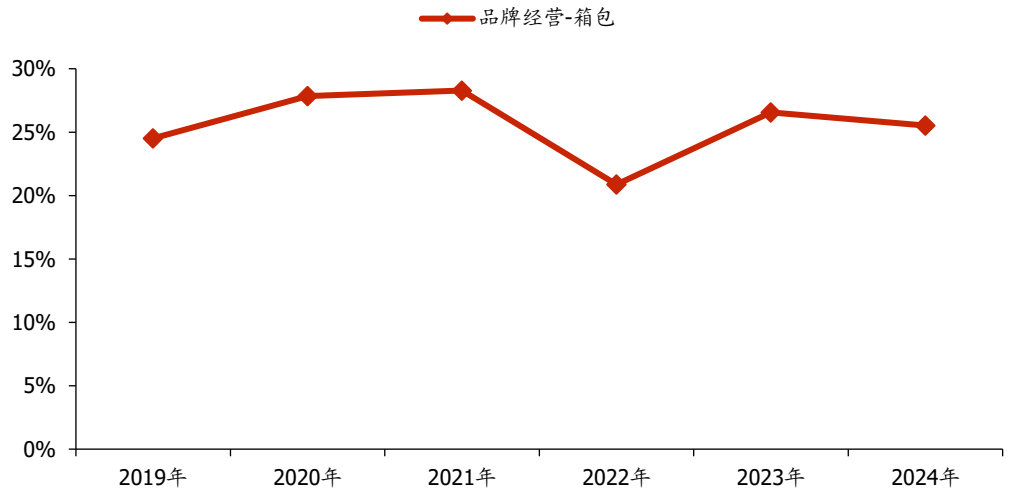
资料来源: Wind, 国家统计局, 国盛证券研究所

图表43: 2015-2024 年公司品牌经营收入及 YOY (百万元)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表44: 2019-2024年公司品牌经营业务毛利率

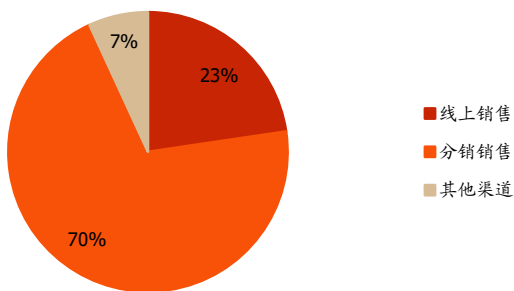


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

从销售渠道和销售模式来看: **B2C 品牌经营业务以线上、分销渠道为主**。2024年线上/分销/其他渠道销售占比分别为 23%/70%/7%，过去业务波动时各渠道销售规模均有收缩。

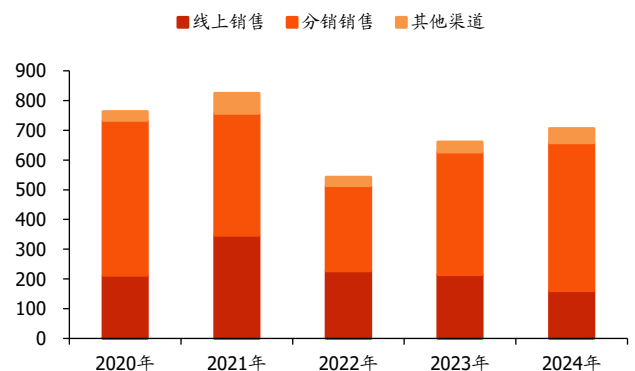
- **“90分”业务:** 公司自有品牌, 主要通过天猫、京东、抖音、微信小店、线下分销、KA、境外电商等渠道为年轻消费者提供拉杆箱、布袋、生活配件等泛出行产品, 价格定位亲民, 产品颜值较高。
- **小米业务:** 公司与小米合作进行业务, 按照毛利分成。其中公司负责产品的设计研发、供应链管理, “小米”品牌及商标权归属于小米集团, 产品包括拉杆箱、布袋等, 主要通过小米等电商渠道(包括小米天猫店、小米箱包店、小米京东店、小米网、小米之家等)进行销售, 产品注重性能与科技属性。

图表45: 2024年分渠道收入占比(不考虑代加工销售渠道)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表46: 2020-2024年分渠道收入(百万元, 不考虑代加工销售渠道)



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表47: 小米箱包相关产品示例



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

图表48: “90分”品牌相关产品示例



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

3.2 分部盈利预测

当前经营环境下, 公司重新梳理业务战略重心, 我们估计未来 **B2C** 业务以平稳运营为主。在箱包品牌经营业务中, 公司借助小米的多个渠道去布局业务增量, 我们认为 B2C 业务经营保持健康、净利率表现略有修复。综合来看, 我~~2025-2027~~2025-2027 年品牌经营业务收入分别 6.3/6.6/6.9 亿元, 同比分别-5%/+5%/+5%, 盈利质量估计有望保持平稳。

图表49: 品牌经营业务分部盈利预测 (百万元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	626.26	658.01	625.11	656.36	689.18
(百万元)					
YOY	21.97%	5.07%	-5%	5%	5%
毛利率	26.55%	25.52%	25.52%	25.52%	25.52%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

4. 财务分析与盈利预测

综合以上, 我们预计公司 **2025-2027** 年营业总收入分别为 **48.9/53.9/59.8** 亿元, 同比分别**+15.3%/+10.2%/11.0%**, 整体呈现快速增长态势, 主要系箱包代工制造业、服装代工制造业共同增长带动。

图表50: 公司营业收入及盈利质量预测 (百万元)

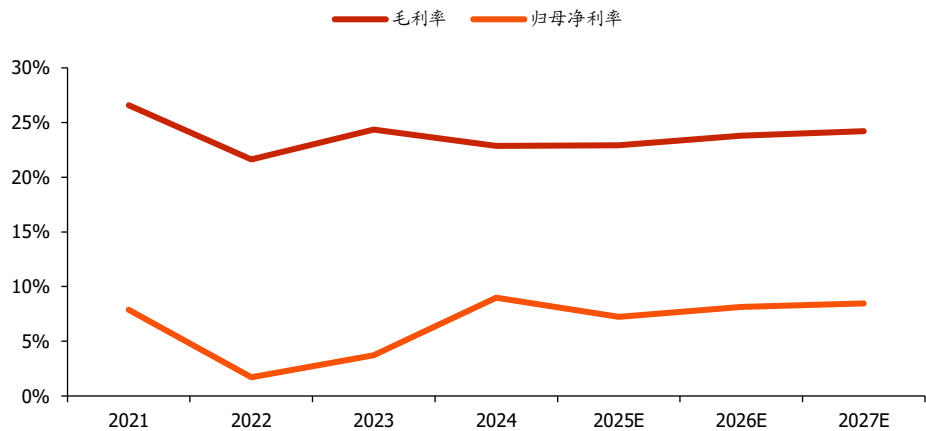
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入 (百万元)	3,104.90	4,240.19	4,890.40	5,391.57	5,983.89
YOY	13.28%	36.56%	15.33%	10.25%	10.99%
销售费用	200.08	222.92	193.52	213.36	236.80
销售费用率	6.44%	5.26%	3.96%	3.96%	3.96%
管理费用	199.78	253.95	297.78	328.30	364.37
管理费用率	6.43%	5.99%	6.09%	6.09%	6.09%
研发费用	68.24	97.45	112.48	124.01	137.63
研发费用率	2.20%	2.30%	2.30%	2.30%	2.30%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测

- **毛利率:** 考虑公司箱包代工毛利率预计保持稳定、服装代工业务盈利质量具备上升空间, 我们估计 2025~2027 年公司毛利率分别 22.9%/23.8%/24.2%, 呈现稳步上升趋势, 期待规模效应及产能效率提升共同驱动产业链盈利质量优化。
- **费用率:** 假设公司研发、管理费用率保持稳定, 销售费用率因规模效应略有下降, 综合估计 2025~2027 年研发/管理/销售费用率分别保持在 2.3%/6.1%/4.0%左右。

归母净利润: 综合以上, 我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 3.5/4.4/5.1 亿元, 同比分别-7%/+24%/+15%, 归母净利率分别 7.2%/8.1%/8.5%。

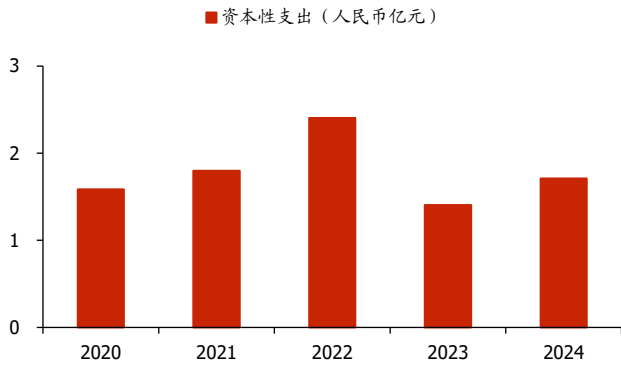
图表51: 2021-2027 年毛利率、净利率及预测



资料来源: Wind, 国盛证券研究所预测

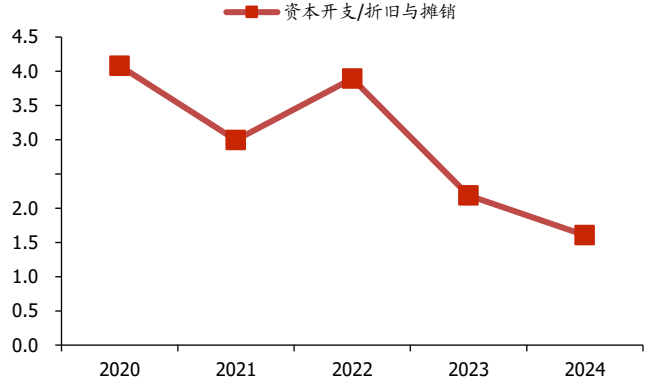
营运方面: 现金流管理良好, 合理安排资本支出。 1) 公司过去几年内坚持产能扩张与梳理, 2020~2024 年每年资本性支出多在 1.5~2.5 亿人民币, 资本开支与折旧摊销的比例在 1.5~4.0。展望未来, 考虑公司国际化业务趋势, 我们预计箱包业务仍将在印尼继续进行小规模产能扩张、服装业务中期以提升效率及产能利用率为主, 综合来看我们估计 2026~2027 资本开支有望较此前减少。2) 现金流方面, 存货周转天数处于下降通道, 应收账款周转天数保持在合理区间范围内, 公司 2021 年以来现金流管理基本良好, 预计能够有效支撑业务规模发展。

图表52: 2020-2024年公司资本性支出



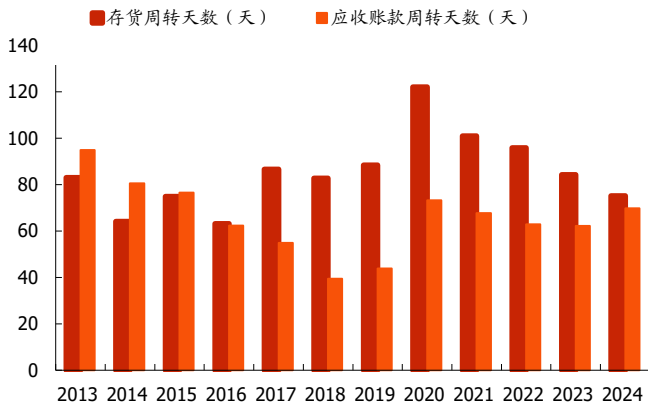
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表53: 2020-2024年公司资本开支/折旧与摊销



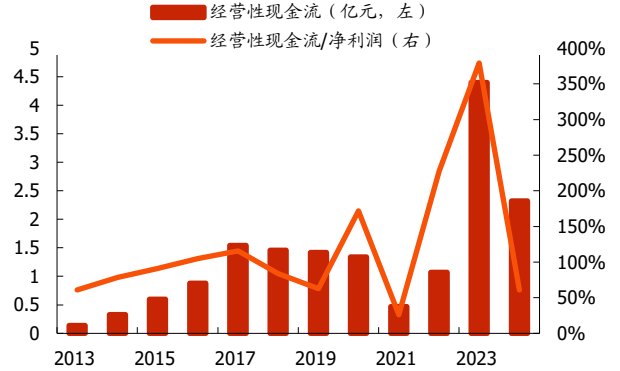
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表54: 2013-2024 存货周转天数及应收账款周转天数 (天)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表55: 2013-2024 年经营性现金流表现 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5. 估值与投资建议

绝对估值:按照 DCF 模型 FCFF 估值法,假设永续增长率为 1%、市场预期收益率为 8%、无风险利率为 1.8%、 β 值为 1.6,再针对加权平均资本成本和永续增长率进行敏感性分析,得出合理股价区间 21.6~24.2 元。

图表56: 敏感性分析 (元)

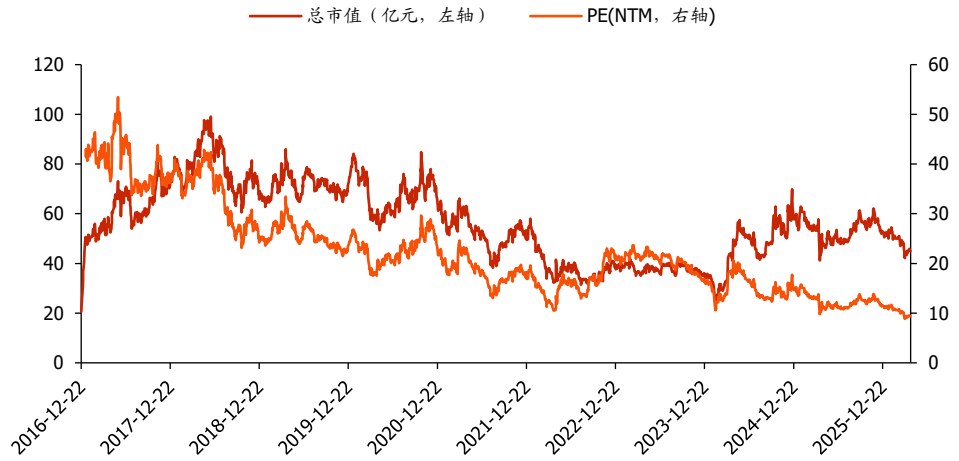
WACC \ 永续增长率	8.71%	9.01%	9.31%	9.61%	9.91%	10.21%	10.51%
0.40%	24.58	23.60	22.68	21.82	21.02	20.26	19.56
0.60%	25.00	23.98	23.03	22.14	21.31	20.53	19.81
0.80%	25.43	24.37	23.39	22.47	21.62	20.82	20.07
1.00%	25.89	24.79	23.77	22.82	21.94	21.11	20.34
1.20%	26.38	25.23	24.17	23.19	22.27	21.42	20.62
1.40%	26.89	25.70	24.59	23.57	22.63	21.74	20.92
1.60%	27.43	26.18	25.04	23.98	22.99	22.08	21.23

资料来源: Wind, 国盛证券研究所测算 注: 表中数据代表每股价值 (元)

相对估值：1）截至 2026/4/15 股价

对应 2025~2027 年 PE 分别为 12.7/10.2/8.9 倍，可比公司（主要为成衣制造、鞋类制造公司）对应 PE 均值（11.9/11.3/10.1 倍）。2）考虑到公司是箱包制造赛道龙头，积极拓展服装制造业务，市占率有望持续提升，我们认为其在行业内具备良好的竞争力和规模成长潜力，综合考虑业绩预期，我们认为公司合理股价区间 21.6~24.2 元，对应 2026 年 PE 为 11.8~13.2 倍。

图表57：公司上市以来总市值（亿元，截至 2026/4/15 收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表58：可比公司估值表（股价截至 2026/4/15）

公司代码	公司简称	总市值 (亿元)	归母净利润（亿元）				PE		
			2024	2025	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
300577.SZ	开润股份	45.0	3.81	3.53	4.39	5.06	12.7	10.2	8.9
2232.HK	晶苑国际	177.2	2.00	2.25	2.48	2.77	10.1	9.1	8.2
2313.HK	申洲国际	706.2	62.41	58.25	58.40	63.79	10.6	10.6	9.7
300979.SZ	华利集团	501.8	38.40	32.07	35.58	41.10	15.6	14.1	12.2
603558.SH	健盛集团	45.6	3.25	4.05	3.90	4.39	11.3	11.2	10.4
可比公司平均							11.9	11.3	10.1

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所测算

注：晶苑国际、申洲国际市值为亿港元（汇率为 1 港元=0.8754 人民币元），晶苑国际归母净利润为亿美元（汇率为 1 美元=7.8375 港元），其他数据单位为亿人民币元。开润股份 2025 年数据系国盛证券研究所预测，其余公司 2025 年数据系真实值。

综合考虑盈利预测与估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。1)我们预计公司 2025~2027 年归母净利润分别为 3.5/4.4/5.1 亿元，同比分别-7%/+24%/+15%，归母净利率分别 7.2%/8.1%/8.5%，利润增速预计持续快于收入。2)截至 2026/4/15 股价对应 2026 年 PE 为 10.2 倍。我们认为合理股价区间 21.6~24.2 元，对应 2026 年 PE 为 11.8~13.2 倍，空间 15%~29%。3)结合 DCF 模型及公司相对估值水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

产能扩张风险。公司坚持产能扩张，倘若资产建设表现不及预期，或影响公司业绩表现。

行业竞争加剧风险。倘若行业竞争加剧、影响公司市占率表现，或影响公司收入及利润。

经济环境及订单波动风险。公司下游客户为品牌商，倘若行业终端经济波动，或影响公司订单，进而影响公司业务表现。

测算误差风险。本文市占率、各公司产能分地区占比、盈利预测等部分数据系测算，存在测算误差风险。

免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com