

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：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

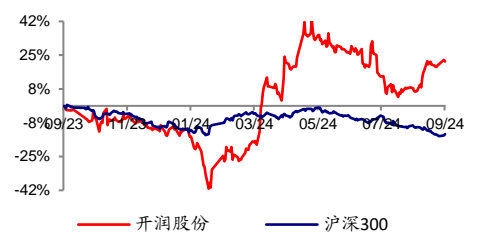
公司评级

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



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

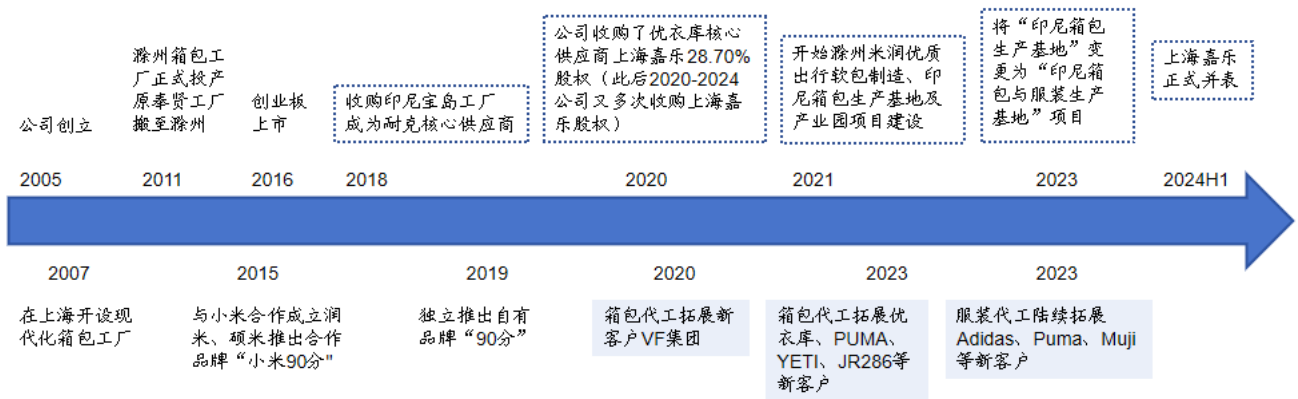
一、箱包制造龙头，围绕出行领域打造优质消费品公司

（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：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 : 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。

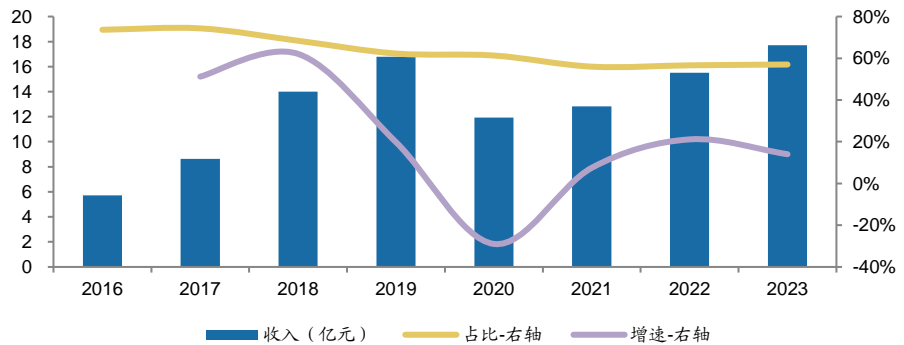
图2: 公司业务模式



数据 : 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 : 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

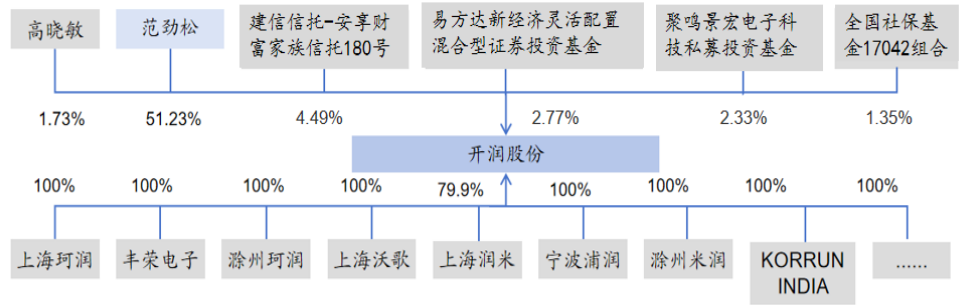
数据：公司财报，Wind，Canalys，广发证券发展研究中心

（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：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：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、高级管理人员、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)任职的高级管理人员、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 : 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：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%/

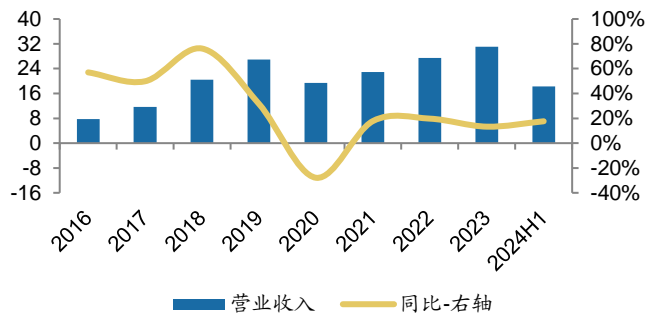
+49.8%/+76.2%/+31.6%/-27.9%/+17.8%/+19.8%/+13.3%/+17.6%；2016-2023年公司收入CAGR为21.9%。

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%。

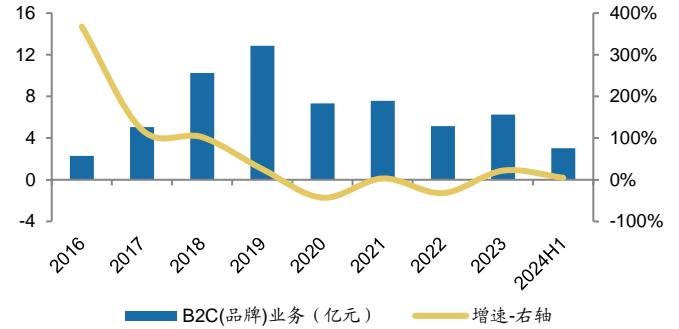
据公司财报，2016-2018年公司收入、利润保持快速增长，主要系B2B箱包代工业务公司与老客户合作关系加深、收购印尼工厂并开拓耐克等优质客户等，且处于开拓期的B2C业务快速放量。2019年公司B2B端收购印尼工厂后增厚收入。2020年疫情导致公司业绩承压，B2B业务展现出了较强的韧性和抗风险能力，名创优品等客户订单减少，而迪卡侬、耐克等客户订单相对稳定展现优质客户的韧性，此后2021年伴随疫情缓和，公司收入有所回升，B2B业务收入快速恢复性增长24%，主要系老客户的稳健表现及VF集团等新客户加入。2022年，公司B2B业务大幅增长，主要得益于公司与老客户合作关系深化、订单持续放量，以及新拓客户带来增量订单，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



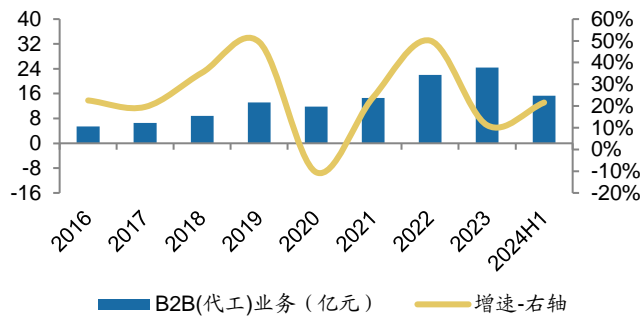
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 历年公司归母净利润(亿元)及增速



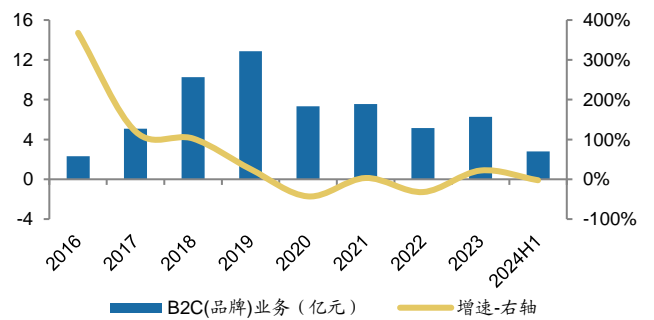
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图7: 公司B2B业务营业收入及同比增速



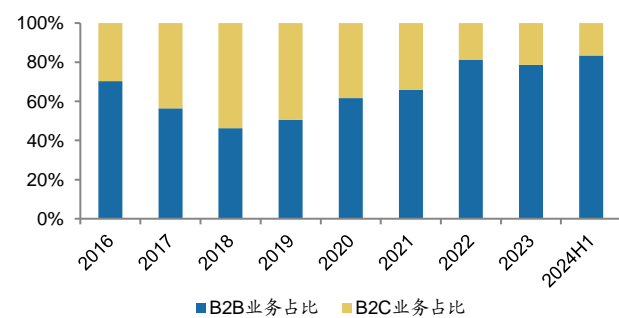
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图8: 公司B2C业务营业收入及同比增速



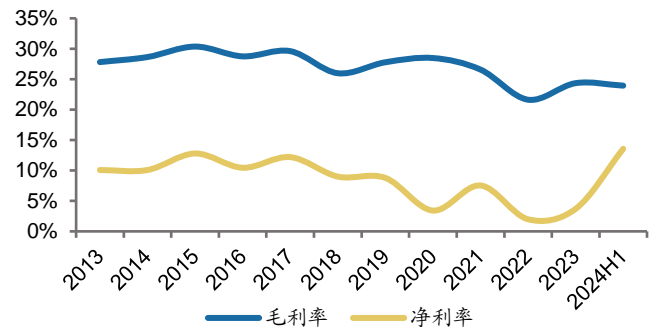
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图9: 公司营业收入占比



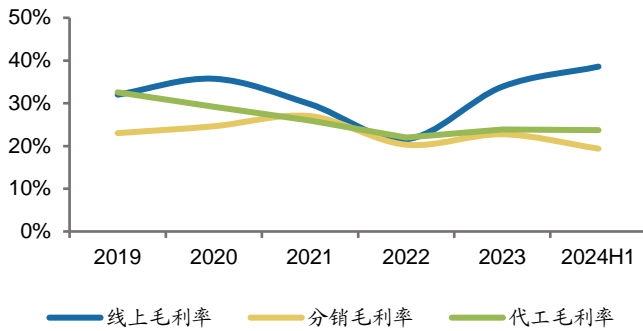
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图10: 公司毛利率净利率情况



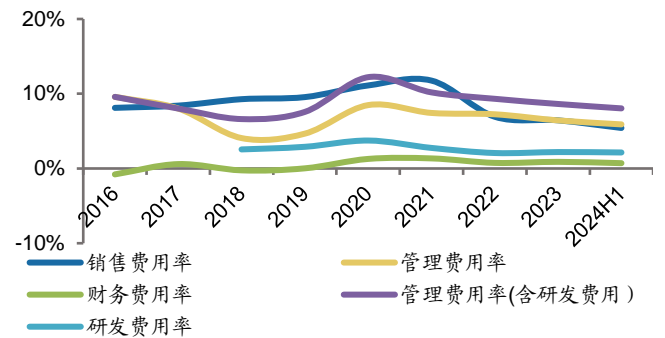
数据 : 公司财报, 广发证券发展研究中心

图11: 公司各业务渠道毛利率



数据 : 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 : 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

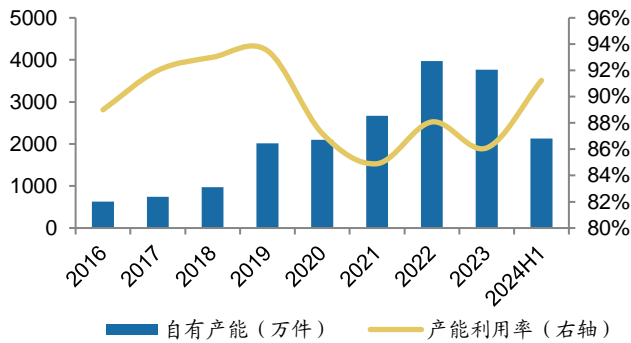
1. 下游客户质地优秀, 多为各领域头部品牌

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

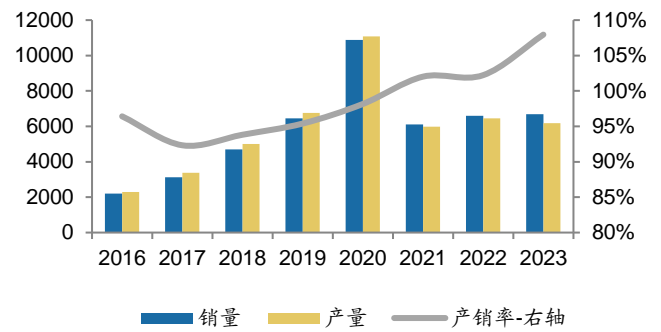
公司生产基地全球化布局，2024H1公司海外产能占比66%。根据公司财报，公司2019年收购Nike软包代工厂印尼宝岛后，通过工厂改造大幅提升产能。目前公司的自有产能位于中国滁州、印尼、印度三地，2024H1国内/海外产能占比34%/66%。

图13: 历年公司自有产能及利用率情况



数据：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：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	境内	境外	境内	境外	境内	境外	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：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 : 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。

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/698135016072006127>