

箱包+服装代工双轮驱动，盈利显著提升

2025 年 4 月 29 日

核心观点

- **公司发布 2024 年报及一季报业绩：** 2024 年公司实现营业收入 42.40 亿元，同比增长 36.56%。归属母公司净利润 3.81 亿元，同比增长 229.52%，扣非后净利润 2.91 亿元，同比增长 109.67%。其中 24Q4 单季收入 12.15 亿元，同比增长 47.91%，归母净利润 0.60 亿元，利润转正。25Q1 公司实现收入 12.34 亿元（yoy+35.57%），归母净利润 0.85 亿元（yoy+20.12%），扣非后净利润 0.83 亿元（yoy+6.64%）。
- **主要客户订单稳健，经营质量稳中有升：** 2024 年公司箱包代工收入 23.72 亿元，同增 20.27%。公司持续深化与迪卡侬、耐克、VF 集团等新老客户的协作关系，通过优化订单结构，实现业务增量。产能方面，伴随公司海外基地管理及产能布局不断推进，2024 年箱包总产能 4182.45 万件，增长 10.95%，产能利用率 91.16%（+5.06pct），箱包海外（印度、印尼）产能占比提升至 71%。
- **服装业务内生+并表，新客户高质量增长：** 服装代工收入 11.62 亿元，同增 146.43%，服装业务 2024H2 并表。上海嘉乐 2024 全年收入 14.89 亿元，同增 15.85%。公司原有客户优衣库保持稳定增长，新客户 Adidas、PUMA、MUJI 贡献弹性。在收入保持稳定增长的同时，2024 年上海嘉乐实现净利润 4892 万元，同比转正，净利率为 3.29%。
- **小米业务推陈出新，重回增长：** 公司品牌经营业务实现收入 6.58 亿元，同比增长 5.07%，主要是小米品牌贡献，小米在产品上新、渠道拓展、销售运营方面加大推进力度，推出更多 SKU 箱包新品。90 分品牌入驻美国亚马逊平台以及和菲律宾当地分销商建立线下品牌门店，推进海外市场销售。期间公司 To C 业务毛利率为 25.52%，同比下降 1.03pct。
- **毛利率受并表影响下降，净利率显著提升：** 24 全年公司毛利率为 22.86%，同降 1.49pct，主要由于服装代工业务并表，To B 业务毛利率下降 1.33pct，低毛利的代工制造业务占比加大。期间公司销售/管理/研发费用率分别为 5.26%/5.99%/2.30%，分别变动-1.18/-0.44/+0.10pct。公司 24 全年净利率为 9.46%，同比提升 5.76pct。期间公司取得上海嘉乐控制权，产生一次性收益 9791 万，剔除该收益，公司 24 年归母净利润为 2.83 亿元，同增 143.97%。
- **服装代工+箱包代工+小米是 2025 年全年维持增长的主要看点。** 服装业务成为公司第二增长驱动，客户矩阵完善+产能前瞻布局战略下订单增长可期，我们认为 2025 年阿迪达斯和 PUMA 订单仍可维持快速增长，优衣库保持稳健，随着上海嘉乐产能利用率不断增长，生产效率提升，服装业务净利率有望逐年改善。箱包代工业务凭借龙头供应商优势渗透率不断提升，在大客户耐克和迪卡侬供应链中的市场份额不断优化。To C 业务看，公司 90 分品牌延续出海战略，加大对海外亚马逊渠道布局，线下通过分销持续渗透。小米通过加大自主经营灵活性，推出更多符合当下消费审美及功能需求产品，有望成为公司另一增长点。

投资建议： 公司为箱包代工头部企业，依托全球化产能布局优势，积极提升在老客户中的份额并开拓新客户。嘉乐并表打开服装代工第二增长曲线，随着

开润股份（300577.SZ）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：010-8092-7622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

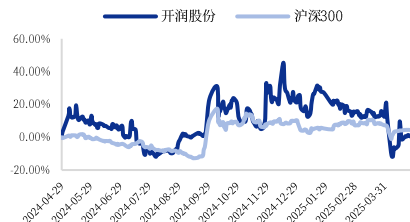
市场数据

2025-4-29

股票代码	300577.SZ
A 股收盘价(元)	19.69
上证指数	3,288.41
总股本(万股)	23,979
实际流通 A 股(万股)	14,024
流通 A 股市值(亿元)	27.61

相对沪深 300 表现图

2025-4-29



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

产能利用率的提升和生产效率的改善将带来新的业绩增量。品牌经营端有望在新的模式与渠道下实现稳步增长。下调 2025/26 年收入预测 53.22/61.00 亿元至 52.99/60.75 亿元, 新增 2027 年收入预测 69.03 亿元; 上调 25 年归母净利润预测 3.73 亿元至 3.76 亿元, 维持 26 年归母净利润预测 4.53 亿元, 新增 27 年归母净利润预测 5.40 亿元。上调 25 年 EPS1.55 元至 1.57 元, 维持 26 年 EPS1.89 元, 新增 27 年 EPS2.25 元, 当前市值对应 2025/26/27 年 PE 为 12.56/10.42/8.74 倍, 维持“推荐”评级。

- **风险提示:** 中美贸易政策不确定的风险; 订单不及预期风险; 产能扩张不及预期的风险。

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4240	5299	6075	6903
收入增长率%	36.56	24.97	14.65	13.61
归母净利润(百万元)	381	376	453	540
利润增速%	229.52	-1.33	20.59	19.14
摊薄 EPS(元)	1.59	1.57	1.89	2.25
PE	12.39	12.56	10.42	8.74

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2697.43	3032.65	3546.38	3983.10
现金	596.34	617.87	743.97	806.66
应收账款	1050.99	1156.95	1307.00	1569.06
其它应收款	19.47	21.74	28.89	28.64
预付账款	24.97	20.57	31.70	27.69
存货	868.01	1067.50	1284.58	1388.00
其他	137.64	148.01	150.25	163.05
非流动资产	2453.88	2383.45	2311.58	2428.25
长期投资	220.97	220.97	220.97	220.97
固定资产	1121.99	1050.17	978.55	1097.09
无形资产	348.77	333.35	317.94	302.52
其他	762.14	778.95	794.12	807.67
资产总计	5151.30	5416.11	5857.96	6411.35
流动负债	2297.41	2333.46	2379.02	2460.26
短期借款	551.39	450.00	300.00	200.00
应付账款	633.74	732.51	835.55	946.17
其他	1112.28	1150.95	1243.47	1314.09
非流动负债	253.00	153.12	153.12	153.12
长期借款	99.88	0.00	0.00	0.00
其他	153.12	153.12	153.12	153.12
负债合计	2550.42	2486.58	2532.14	2613.38
少数股东权益	459.14	457.05	454.53	451.53
归属母公司股东权益	2141.75	2472.48	2871.29	3346.43
负债和股东权益	5151.30	5416.11	5857.96	6411.35

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	232.50	323.84	375.61	466.83
净利润	400.98	373.83	450.78	537.07
折旧摊销	106.55	108.22	109.90	121.61
财务费用	41.52	39.71	36.03	34.41
投资损失	-116.74	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	547.33	176.26	190.27	190.90
其它	-747.15	-364.18	-401.38	-407.17
投资活动现金流	-247.44	-23.07	-24.87	-224.95
资本支出	171.01	33.00	33.00	233.00
长期投资	487.21	-0.21	-2.01	-2.10
其他	-905.66	-55.86	-55.86	-455.86
筹资活动现金流	-51.08	-286.17	-240.53	-199.33
短期借款	252.20	-101.39	-150.00	-100.00
长期借款	-120.68	-99.88	0.00	0.00
其他	-182.60	-84.90	-90.53	-99.33
现金净增加额	-56.84	14.60	110.22	42.54

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4240.19	5299.05	6075.48	6902.52
营业成本	3270.89	4098.74	4704.18	5345.17
营业税金及附加	15.20	18.99	21.78	24.74
营业费用	222.92	264.95	291.62	324.42
管理费用	253.95	304.70	340.23	379.64
财务费用	41.52	39.71	36.03	34.41
资产减值损失	-36.83	-36.83	-36.83	-36.83
公允价值变动收益	20.54	-0.21	-0.21	-0.21
投资净收益	116.74	10.00	10.00	10.00
营业利润	485.20	472.68	568.87	676.73
营业外收入	1.98	1.98	1.98	1.98
营业外支出	7.38	7.38	7.38	7.38
利润总额	479.81	467.29	563.48	671.34
所得税	78.82	93.46	112.70	134.27
净利润	400.98	373.83	450.78	537.07
少数股东损益	19.98	-2.09	-2.52	-3.00
归属母公司净利润	381.00	375.92	453.30	540.07
EBITDA	478.83	593.65	687.85	805.80
EPS (元)	1.59	1.57	1.89	2.25

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	36.56%	24.97%	14.65%	13.61%
营业利润	211.39%	-2.58%	20.35%	18.96%
归属母公司净利润	229.52%	-1.33%	20.59%	19.14%
毛利率	22.86%	22.65%	22.57%	22.56%
净利率	8.99%	7.09%	7.46%	7.82%
ROE	17.79%	15.20%	15.79%	16.14%
ROIC	9.64%	12.02%	13.81%	14.98%
资产负债率	49.51%	45.91%	43.23%	40.76%
净负债比率	25.70%	15.21%	5.10%	0.18%
流动比率	1.17	1.30	1.49	1.62
速动比率	0.80	0.84	0.95	1.05
总资产周转率	0.97	1.00	1.08	1.13
应收账款周转率	5.16	4.80	4.93	4.80
应付账款周转率	7.96	7.76	7.75	7.75
每股收益	1.59	1.57	1.89	2.25
每股经营现金	0.97	1.35	1.57	1.95
每股净资产	8.93	10.31	11.97	13.96
P/E	12.39	12.56	10.42	8.74
P/B	2.20	1.91	1.64	1.41
EV/EBITDA	13.75	8.46	6.90	5.68
P/S	1.11	0.89	0.78	0.68

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

郝帅，纺织服饰行业分析师。加拿大温莎大学经济学硕士，2015 年起先后在中国银河证券、东吴证券、国泰君安证券、中银国际证券担任分析师、首席分析师。曾获得 2019-2020 年机构投资者 II 评选纺织零售行业第三名，2021-2023 水晶球评选纺织服装行业入围、第四名、第五名。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10%以上
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上
	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20%以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5%~20%之间
		中性：相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
		回避：相对基准指数跌幅 5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田 薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚 颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn