

制造业务稳健增长，净利率改善显著

2025 年 09 月 02 日

核心观点

- **公司发布 2025 年中期业绩，营收持续增长：**公司 2025H1 实现营业收入 24.27 亿，同比增长 32.53%，归母净利润 1.87 亿，同比减少 24.77%，主要受 24H1 公司收购嘉乐并表产生投资收益的基数扰动，剔除该影响，经营性归母净利润同比增速为 23.28%，扣非归母净利润 1.81 亿，同比增长 13.98%。单季度来看，Q2 实现营业收入 11.94 亿，同比增长 29.54%，归母净利润 1.01 亿，同比减少 42.78%，扣非后净利润 0.97 亿元（yoy+21.12%）。
- **箱包代工经营稳健，新客户助力订单增长：**2025H1 公司箱包代工制造业务实现收入 14.19 亿元，同比增长 13.03%。公司执行大客户核心战略，发挥中国、印尼、印度的全球化产能布局所带来的供应链优势，客户涵盖 Nike、ADIDAS、优衣库、PUMA、迪卡侬、VF 集团等全球顶尖品牌。报告期箱包产能 2207.33 万件，同比增长 3.55%，产能利用率达到 93.39%，同比提升 2.15pct，境外产能占比约 71%，主要分布在印尼、印度。箱包制造板块中，公司引入拉杆箱板块新客户，与包袋业务共同驱动箱包代工收入增长。
- **上海嘉乐净利率改善明显，第二增长曲线加速兑现：**服装制造业务实现收入 6.79 亿，同比增长 148.25%，公司打造面料加成衣第二增长曲线的战略持续有效实施。子公司上海嘉乐 25H1 收入 6.85 亿元，同比增长 6.88%，净利率 5.08%，同比增长 1.8pct，提升明显。公司依托中国和印尼“纺织面料+成衣”的垂直一体化生产基地，与全球知名客户优衣库、ADIDAS、PUMA、MUJI 等开展深度合作，服装产能 3001.43 万件，产能利用率 50.73%，境外产能占比约 80%，主要分布在印尼。随着工厂效率提升和订单持续落地，未来收入仍有提升空间。
- **小米业务收入高增，“90 分”拓展渠道提升影响力：**品牌经营业务方面，公司 25H1 实现营业收入 3.11 亿元，同比增长 8.87%，其中以小米为代表的分销渠道收入达 2.5 亿，同比增长 28.28%。自有品牌“90 分”持续优化传统线上渠道运营效率，线上销售渠道收入约 5548.6 万元，同时逐步深化与沃尔玛、麦德龙等 KA 渠道，增加海外分销渠道，入驻线下商场，开启线上新品众筹等多种方式，提升“90 分”在海外影响力。
- **毛利率提升，经营现金流增长显著：**公司 25H1 整体毛利率为 24.66%，同比提升 0.72pct，主要受益于代工业务毛利率改善。制造代工业务毛利率 24.67%，同比增加 0.96pct，主要系公司产品结构不断优化、生产效率持续提升。期间公司销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 3.83%/5.76%/1.84%/2.19%，同比变动-1.59/-0.14/1.13/+0.05pct，存货金额为 8.61 亿元（yoy+19.33%），存货周转天数为 85 天（yoy+6 天）。经营活动产生现金流为 2.39 亿，同比增长 3843%，经营质量稳中提升。
- **投资建议：**公司是国内箱包代工制造企业龙头，通过深度绑定优质客户，布局海外产能实现代工制造业务稳健增长。维持 2025/26/27 EPS 预测 1.57/1.89/2.25 元，对应 PE 估值为 15/12/10/倍，维持“推荐”评级。

开润股份（股票代码：300577）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：15711252705

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：18810537211

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

市场数据

2025 年 09 月 01 日

股票代码	300577
A 股收盘价(元)	22.99
上证指数	3,875.53
总股本(万股)	23,979
实际流通 A 股(万股)	14,021
流通 A 股市值(亿元)	32

相对沪深 300 表现图

2025 年 09 月 01 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

1. 【银河纺服】公司深度_开润股份：服装+箱包双轮驱动，自有品牌重启航
2. 【银河纺服】公司点评_纺服行业_开润股份：箱包+服装代工双轮驱动，盈利显著增长

- **风险提示：**产能扩张不及预期的风险；工厂效率提升不及预期风险；订单不及预期风险；国际贸易风险

主要财务指标预测

	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	4,240	5,299	6,075	6,903
收入增长率%	36.6%	25.0%	14.7%	13.6%
归母净利润(百万元)	381	376	453	540
利润增长率%	229.5%	-1.3%	20.6%	19.1%
毛利率%	22.9%	22.7%	22.6%	22.6%
摊薄 EPS(元)	1.59	1.57	1.89	2.25
PE	14.47	14.66	12.16	10.21
PB	2.57	2.23	1.92	1.65
PS	1.30	1.04	0.91	0.80

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
负债总计	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
其他	-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	-66.02	14.60	110.22	42.54

资料来源：公司数据，中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4240.19	5299.05	6075.48	6902.52
营业成本	3270.89	4098.74	4704.18	5345.17
税金及附加	15.20	18.99	21.78	24.74
销售费用	222.92	264.95	291.62	324.42
管理费用	253.95	304.70	340.23	379.64
研发费用	97.45	121.78	139.63	151.86
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
投资收益及其他	163.22	59.55	63.89	71.48
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	170.04	314.58	478.83
EPS（元）	1.59	1.57	1.89	2.25

主要财务比率	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入增长率	36.56%	24.97%	14.65%	13.61%
营业利润增长率	211.39%	-2.58%	20.35%	18.96%
归母净利润增长率	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%
净资产负债率	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
每股经营现金流	0.97	1.35	1.57	1.95
每股净资产	8.93	10.31	11.97	13.96
P/E	14.47	14.66	12.16	10.21
P/B	2.57	2.23	1.92	1.65
EV/EBITDA	13.75	9.79	8.05	6.66
PS	1.30	1.04	0.91	0.80

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，纺织服饰行业首席分析师。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。

艾菲拉·迪力木拉提，纺织服饰行业分析师。中国人民大学本硕，2023年7月加入中国银河证券研究院，从事纺织服饰行业研究。

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。	超配：	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
	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

机构请致电：

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

深广地区：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

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

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

上海地区：

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

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

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

北京地区：

田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn