



公司评级 买入（上调）

报告日期 2025 年 09 月 02 日

基础数据

08 月 29 日收盘价（元）	22.38
总市值（亿元）	53.67
总股本（亿股）	2.40

来源：聚源，兴业证券经济与金融研究院整理

相关研究

【兴证纺服】开润股份：2024 年并表嘉乐业绩高增，2025Q1 延续高质量成长-2025.04.30

分析师：赵宇

S0190524040004
zhaoyu22@xyzq.com.cn

分析师：林寰宇

S0190524080006
linhuanyu@xyzq.com.cn

开润股份(300577.SZ)

2025H1 箱包业务延续增长势头，服装业务盈利提升显著

投资要点：

- **事件：**公司发布 2025 年中报。①2025H1 实现营业收入 24.27 亿元，同比增长 32.53%；实现归母净利润 1.87 亿元，同比下降 24.77%；扣非归母净利润 1.81 亿元，同比增长 13.98%。②2025Q2 实现营业收入 11.94 亿元，同比增长 29.54%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比下降 42.78%；扣非归母净利润 0.97 亿元，同比增长 21.12%。
- **2025H1 箱包代工业务增长稳健，服装代工业务并表呈现高增长。**①2025H1 代工制造业务方面，公司实现收入 20.98 亿元，同比增长 37.22%；其中，箱包制造业务实现收入 14.19 亿元，同比增长 13.03%，保持稳健增长；服装制造业务实现收入 6.79 亿元，同比增长 148.25%，实现快速增长，公司 2024 年 6 月并表优衣库针织核心供应商嘉乐，着力打造第二增长曲线。代工制造业务毛利率为 24.67%，同比提升 0.96pct，主要系公司产品结构不断优化、生产效率持续所致。②品牌经营业务方面，公司实现收入 3.06 亿元，同比增长 8.87%，在小米不断提升的品牌势能下，公司通过众筹等多种方式持续推出了米家斜挎包、米家前开盖旅行箱等多款新品，加强与小米宣传矩阵合作，有效提升了箱包品类关注度和影响力，自有品牌“90 分”积极拓展海外渠道，品牌力也在逐步提升。品牌经营业务毛利率为 24.14%，同比下滑 1.10pct，主要系产品结构及渠道结构变化影响，随着新产品陆续上市及销售渠道的持续优化，品牌经营毛利率有望逐步提升。品牌经营的渠道分布看，公司线上销售/分销销售收入分别为 0.55/2.51 亿元，同比变动分别为-35.35%/+28.28%，分销销售占比较大。
- **子公司角度看，新并表服装工厂盈利能力提升迅速。**2025H1 针织服装工厂上海嘉乐实现营业收入 6.85 亿元，同比增长 6.9%，子公司净利润 0.35 亿元，同比增长 65.0%，净利率达到 5.1%，同比提升 1.8pct。公司加速推进数据驱动的精益生产与数字化转型，有效提升运营效率和柔性制造能力。
- **2025Q2 毛利率进一步提升，并表影响各项期间费用率。**①2025H1 公司毛利率/归母净利率分别为 24.66%/7.69%，同比变动+0.72pct/-5.86pct，扣除一次性并表收益，扣非净利率 7.44%，同比减少 1.22pct，主要系合并导致仍处于较低盈利水平的服装业务收入占比扩大，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.83%/5.76%/2.19%/1.84%，同比变动 -1.59/-0.15/+0.06/+1.13pct。② 2025Q2 公司毛利率/归母净利率分别为 24.61%/8.49%，同比变动+0.9pct/-10.73pct，扣非净利率 8.15%，同比-0.57pct，销售/管理/研发/财务费用率分别为 3.72%/5.02%/2.28%/1.23%，同比变动 -2.22/-1.48/+0.07/+0.55pct。财务费用率提升主要系上海嘉乐并表导致的汇兑损失增加所致，2024H1“投资收益”项目因非同一控制下合并，原有股权按公允价值重新计量产生大额利得 0.96 亿，2025H1“投资收益”主要系联营企业的投资收益，差异较大，另 2025Q2 资产减值损失 484 万元。
- **印尼产能布局领先，美国对等关税政策影响可控。**截至 2025 年 6 月 30 日，箱包境内产能占比 29.13%，主要在滁州，境外产能占比 70.87%，主要分布在印尼、印度，境内外箱包产能利用率分别为 95.10/92.69%；服装产能主要在印尼，占比达到 79.96%（产能利用率 48.14%），箱包、服装印尼产能布局领先。自 2025 年 8 月 7 日起，印尼出口至美国的大多数商品将适用 19%的进口对等关税，该税率与越南对等关税税率的 20%仅相差 1%，与泰国、菲律宾、柬埔寨对等关税税率一致。印尼在对美国代工业务原有的竞争优势仍在，美国对等关税政策影响可控。

- **盈利预测与投资建议：**上海嘉乐盈利提升明显，服装业务管理效率优化措施效果显著，下半年看随着关税不确定性的下降，客户对公司的信任增强，订单质量预计稳步提升，另外拉杆箱业务或实现较快增长，发展即将进入快车道。预计 2025-2027 年 EPS 分别为 1.61/1.95/2.33 元，对应 8 月 29 日市值市盈率分别为 13.9/11.5/9.6 倍，上调为“买入”评级。
- **风险提示：**1、海外客户需求不及预期；2、劳动力成本上升风险；3、贸易摩擦及地缘政治风险；4、出行需求减弱。

主要财务指标

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入（百万元）	4240	5159	5980	7010
同比增长	36.6%	21.7%	15.9%	17.2%
归母净利润（百万元）	381	387	467	559
同比增长	229.5%	1.6%	20.7%	19.7%
毛利率	22.9%	25.4%	25.8%	25.8%
ROE	17.8%	16.1%	16.9%	17.4%
每股收益（元）	1.59	1.61	1.95	2.33
市盈率	14.1	13.9	11.5	9.6

数据来源：携宁，兴业证券经济与金融研究院整理
注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

附表

资产负债表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2697	3295	4075	4960
货币资金	596	792	1234	1679
交易性金融资产	40	40	40	40
应收票据及应收账款	1051	1266	1460	1706
预付款项	25	27	31	36
存货	868	1039	1173	1354
其他	117	131	137	143
非流动资产	2454	2350	2241	2139
长期股权投资	221	221	221	221
固定资产	1122	1093	1051	998
在建工程	90	76	70	68
无形资产	349	302	254	207
商誉	325	325	325	325
其他	347	333	319	319
资产总计	5151	5646	6316	7099
流动负债	2297	2552	2785	3044
短期借款	551	751	751	751
应付票据及应付账款	883	1005	1196	1401
其他	863	796	838	891
非流动负债	253	185	185	185
长期借款	100	34	34	34
其他	153	151	151	151
负债合计	2550	2736	2969	3228
股本	240	240	240	240
未分配利润	1138	1322	1626	1990
少数股东权益	459	512	576	652
股东权益合计	2601	2909	3347	3870
负债及权益合计	5151	5646	6316	7099

现金流量表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
归母净利润	381	387	467	559
折旧和摊销	107	254	269	272
营运资金的变动	-210	-315	-143	-220
经营活动产生现金流量	232	430	713	744
资本支出	-166	-151	-163	-173
长期投资	-110	0	0	0
投资活动产生现金流量	-247	-132	-143	-153
债权融资	97	61	0	0
股权融资	0	0	0	0
融资活动产生现金流量	-51	-36	-128	-146
现金净变动	-68	260	442	445

数据来源：携宁、兴业证券经济与金融研究院

注：每股收益均按照最新股本摊薄计算

利润表

单位：百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	4240	5159	5980	7010
营业成本	3271	3847	4438	5200
税金及附加	15	45	53	62
销售费用	223	258	299	351
管理费用	254	310	359	421
研发费用	97	119	138	161
财务费用	42	20	18	10
投资收益	117	20	20	20
公允价值变动收益	21	0	0	0
信用减值损失	29	-9	-9	-9
资产减值损失	-37	-30	-30	-30
营业利润	485	553	667	797
营业外收支	-5	-3	-3	-3
利润总额	480	550	664	794
所得税	79	110	133	159
净利润	401	440	531	636
少数股东损益	20	53	64	76
归属母公司净利润	381	387	467	559
EPS(元)	1.59	1.61	1.95	2.33

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性				
营业总收入增长率	36.6%	21.7%	15.9%	17.2%
营业利润增长率	211.4%	13.9%	20.6%	19.6%
归母净利润增长率	229.5%	1.6%	20.7%	19.7%
盈利能力				
毛利率	22.9%	25.4%	25.8%	25.8%
归母净利率	9.0%	7.5%	7.8%	8.0%
ROE	17.8%	16.1%	16.9%	17.4%
偿债能力				
资产负债率	49.5%	48.5%	47.0%	45.5%
流动比率	1.17	1.29	1.46	1.63
速动比率	0.74	0.83	0.99	1.14
营运能力				
资产周转率	97.0%	95.6%	100.0%	104.5%
每股资料(元)				
每股收益	1.59	1.61	1.95	2.33
每股经营现金	0.97	1.79	2.97	3.10
估值比率(倍)				
PE	14.1	13.9	11.5	9.6
PB	2.5	2.2	1.9	1.7

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：沪深两市以沪深 300 指数为基准；北交所市场以北证 50 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5% ~ 15% 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
	行业评级	推荐	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
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示以及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见

等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934 年美国《证券交易所》第 15a-6 条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 15 层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲 6 号世界财富大厦 32 层 01-08 单元	地址：深圳市福田区皇岗路 5001 号深业上城 T2 座 52 楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn	邮箱： research@xyzq.com.cn