

Q3 经营持续改善，服装代工订单向好

2025 年 10 月 31 日

核心观点

- **公司发布 Q3 业绩，盈利能力稳步提升。**公司 2025 年前三季度实现营业收入/归母净利润 37.19/2.78 亿元，同比变动+22.94%/-13.88%，扣非净利润为 2.56 亿元，同比增长 13.81%。其中 Q3 单季公司营业收入/归母净利润/扣非净利润分别为 12.91/0.91/0.75 亿元，同比增长 8.23%/25.62%/13.14%，盈利能力稳步提升。
- **箱包代工经营稳健，服装代工净利持续改善：**箱包代工方面，公司发挥中国、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、迪卡侬、VF 集团、ADIDAS 等全球顶尖品牌公司，拉杆箱制造板块通过引入新客户，收入实现高速增长，我们测算箱包品类结构的持续优化助力 Q3 实现高单位数增长。服装代工方面，公司聚焦提质增效，通过优化订单结构、提升生产效率，接单能力进一步释放，服装代工收入加速增长。公司 2025 年 10 月 9 日公司发布公告，以 2.9 亿元进一步完成对上海嘉乐 20%股权的收购，持股比例增加至 71.8%。服装制造业务作为公司第二增长曲线，净利率仍存在提升空间。ToC 品牌经营业务收入同比下滑中单位数左右，主要受小米和京东渠道合作模式谈判影响，九月份暂停出货，若剔除该因素 ToC 业务预计会实现增长。
- **毛利率提升，经营现金流增长显著：**公司 25Q3 单季毛利率为 23.8%，同比提升 1.84pct，主要受益于产品结构优化及服装业务生产效率改善所致。25Q3 销售/管理/财务费用率分别为 3.98%/6.55%/2.03%，同比变动 -0.84/+0.40/+0.45pct，财务费用率增长主要由于上海嘉乐并表导致的本期汇兑损失增加所致。公司前三季度经营性现金流净额为 4.30 亿元，同比增长 258.66%，期末存货金额为 8.74 亿元，同比增加 4.2%，存货周转天数 84 天，同比增加 6 天，经营质量稳中有升。
- **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，服装代工打开公司第二增长曲线，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。
- **风险提示：**产能扩张不及预期风险；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%	36.56	24.97	14.65	13.61
归母净利润(百万元)	381	376	453	540
利润增长率%	229.52	-1.33	20.59	19.14
毛利率%	22.86	22.65	22.57	22.56
摊薄 EPS(元)	1.59	1.57	1.89	2.25
PE	14.36	14.66	12.16	10.21
PB	2.55	2.23	1.92	1.65
PS	1.29	1.03	0.90	0.79

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

开润股份（股票代码：300577）

推荐 维持评级

分析师

郝帅

☎：010-80927622

✉：haoshuai@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130524040001

艾菲拉·迪力木拉提

☎：010-80927622

✉：aifeila_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130525080004

市场数据

2025 年 10 月 30 日

股票代码	300577
A 股收盘价(元)	22.82
上证指数	3,986.90
总股本(万股)	23,979
实际流通 A 股(万股)	13,972
流通 A 股市值(亿元)	32

相对沪深 300 表现图

2025 年 10 月 30 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 1.【银河纺服】公司点评_开润股份_制造业务稳健增长，净利率改善显著
- 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
- 3.【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

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	2,697	3,033	3,546	3,983
现金	596	618	744	807
应收账款	1,051	1,157	1,307	1,569
其它应收款	19	22	29	29
预付账款	25	21	32	28
存货	868	1,068	1,285	1,388
其他	138	148	150	163
非流动资产	2,454	2,383	2,312	2,428
长期投资	221	221	221	221
固定资产	1,122	1,050	979	1,097
无形资产	349	333	318	303
其他	762	779	794	808
资产总计	5,151	5,416	5,858	6,411
流动负债	2,297	2,333	2,379	2,460
短期借款	551	450	300	200
应付账款	634	733	836	946
其他	1,112	1,151	1,243	1,314
非流动负债	253	153	153	153
长期借款	100	0	0	0
其他	153	153	153	153
负债总计	2,550	2,487	2,532	2,613
少数股东权益	459	457	455	452
归属母公司股东权益	2,142	2,472	2,871	3,346
负债和股东权益	5,151	5,416	5,858	6,411

现金流量表(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	232	324	376	467
净利润	401	374	451	537
折旧摊销	107	108	110	122
财务费用	42	40	36	34
投资损失	-117	-10	-10	-10
营运资金变动	547	176	190	191
其他	-747	-364	-401	-407
投资活动现金流	-247	-23	-25	-225
资本支出	171	33	33	233
长期投资	487	0	-2	-2
其他	-906	-56	-56	-456
筹资活动现金流	-51	-286	-241	-199
短期借款	252	-101	-150	-100
长期借款	-121	-100	0	0
其他	-183	-85	-91	-99
现金净增加额	-66	15	110	43

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	4,240	5,299	6,075	6,903
营业成本	3,271	4,099	4,704	5,345
税金及附加	15	19	22	25
销售费用	223	265	292	324
管理费用	254	305	340	380
研发费用	97	122	140	152
财务费用	42	40	36	34
资产减值损失	-37	-37	-37	-37
公允价值变动收益	21	0	0	0
投资收益及其他	163	60	64	71
营业利润	485	473	569	677
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	480	467	563	671
所得税	79	93	113	134
净利润	401	374	451	537
少数股东损益	20	-2	-3	-3
归属母公司净利润	381	376	453	540
EBITDA	479	170	315	479
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	36.6%	25.0%	14.7%	13.6%
营业利润增长率	211.4%	-2.6%	20.4%	19.0%
归母净利润增长率	229.5%	-1.3%	20.6%	19.1%
毛利率	22.9%	22.7%	22.6%	22.6%
净利率	9.0%	7.1%	7.5%	7.8%
ROE	17.8%	15.2%	15.8%	16.1%
ROIC	9.6%	12.0%	13.8%	15.0%
资产负债率	49.5%	45.9%	43.2%	40.8%
净资产负债率	25.7%	15.2%	5.1%	0.2%
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	14.36	14.66	12.16	10.21
P/B	2.55	2.23	1.92	1.65
EV/EBITDA	13.75	9.79	8.05	6.66
PS	1.29	1.03	0.90	0.79

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。	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

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