

开润股份（300577.SZ）

第三季度收入增长 8%，盈利能力持续改善

优于大市

核心观点

第三季度收入增长 8%，归母净利润增长 26%。公司主要有代工和品牌业务，收入占比约为 8.5:1.5。第三季度公司各个板块扎实推进能力建设，总收入 12.9 亿元，同比增长 8.2%；同时由于箱包板块订单结构优化、生产效率提升，以及嘉乐产能调整、效率爬坡，公司整体毛利率+1.8 个百分点至 23.8%。归母净利润仍同比大幅增长 25.6%至 0.9 亿元；扣非归母净利润同比增长 13.4%至 0.8 亿元。

毛利率和归母净利率稳定提升。预计主要因品牌收入占比下降，第三季度销售费用率同比-0.8 个百分点至 4.0%；管理费用率同比微增 0.4 个百分点至 6.6%；财务费用率+0.5 个百分点至 2.0%，主要受上海嘉乐并表导致汇兑损失增加；整体费用率保持稳定合计-0.1 百分点。毛利率上升叠加费用率微降，净利率同比+2.0 个百分点至 9.0%，由于嘉乐利润增长，少数股东损益占收入的比率同比+0.9 个百分点至 1.9%；归母净利率同比+0.9 个百分点至 7.0%，扣非归母净利率同比+0.2 个百分点至 5.8%，差异主要在于股权投资增值产生的收益；库存和营运效率保持稳定，存货金额同比+4.2%至 8.7 亿元；存货周转天数同比+6 天至 84 天；应收/应付周转天数分别同比+11/-3 天。由于公司不断推进印尼箱包和服装产能扩建，且印尼箱包新工厂预计 2026 年一季度投产，资本开支同比+44.3%至 0.6 亿元。

箱包代工稳定增长、嘉乐增长超 20%；品牌业务下滑。1) 代工业务：第三季度代工业务整体收入约 11 亿元，同比增长中低双位数，毛利率预计同比提升 1 百分点，主要得益于得益于箱包及服装代工业务自身毛利率均有提升。箱包代工收入同比预计高单位数增长至 6.5 亿元，其中硬箱板块持续高速增长，预计全年增速可达 30%-50%；客户方面，成功引入新客户阿迪达斯；VF、Callaway 等户外及高端运动品牌增速显著，传统大客户 Nike、迪卡侬增速表现不佳。服装代工方面，公司 9 月完成上海嘉乐 20%股权收购，截至三季报披露时点直接持股比例达 71.8%，合计权益占比约 82%。服装代工三季度收入同比增长预计超 20%至 4.5 亿元，毛利率同比提升约 2-3 百分点，净利率亦有改善。客户方面，阿迪达斯是服装业务增速最快的客户。2) 品牌业务：第三季度品牌业务整体收入约 1.9 亿元，预计较去年同期下滑中单位数。下滑主要因九月重新商谈小米箱包在京东渠道的合作模式，使九月份京东渠道小米箱包的产品暂停出货所致。剔除该因素的影响，小米三季度收入预计增长高单至双位数之间，整体品牌业务的收入预计持平。

风险提示：订单恢复不及预期；海外高通胀；品牌消费需求不及预期。

投资建议：看好中长期开拓服装代工第二增长曲线，以及盈利改善空间。今年以来公司代工业务保持较快增速，第三季度箱包代工稳定增长高单位数、嘉乐增长超 20%，同时各项业务毛利率均有提升；品牌业务主要受渠道合作调整扰动，剔除扰动因素仍有正向增长。基于公司对嘉乐持股比例提升及嘉乐自身盈利能力提升，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.6/4.3/4.7 亿元（前值为 3.6/3.9/4.2 亿元），剔除 2024 年 0.96 亿元一次性收益贡献后，净利润分别同比+27.6%/17.4%/9.5%，基于盈利预测上调，上调目标价至 24.9-26.7 元（前值为 22.8-23.8 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

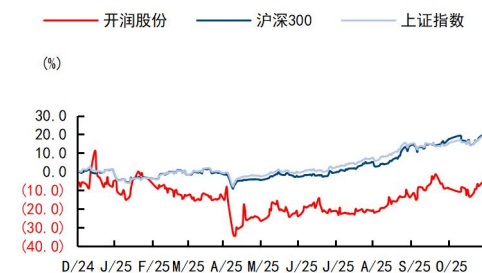
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	24.90 - 26.70 元
收盘价	23.25 元
总市值/流通市值	5575/3248 百万元
52 周最高价/最低价	30.99/15.20 元
近 3 个月日均成交额	66.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

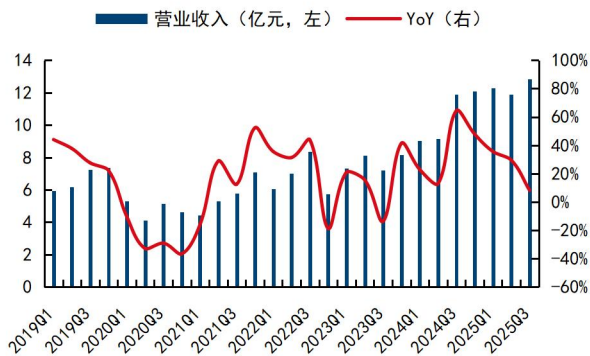
- 《开润股份（300577.SZ）-上半年收入增长 33%，盈利能力持续改善》——2025-09-01
- 《开润股份（300577.SZ）-2024 年箱包代工收入增长 20%，服装代工并表嘉乐》——2025-04-28
- 《开润股份（300577.SZ）-第三季度收入增长 64%，嘉乐并表贡献部分增量》——2024-10-31
- 《开润股份（300577.SZ）-上半年收入增长 18%，代工业务快速增长》——2024-09-14
- 《开润股份（300577.SZ）-盈利能力持续改善，看好全年业绩增长弹性》——2024-05-06

盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,105	4,240	5,095	5,588	5,951
(+/-%)	13.3%	36.6%	20.2%	9.7%	6.5%
净利润(百万元)	116	381	364	427	468
(+/-%)	146.7%	229.5%	-4.6%	17.4%	9.5%
每股收益(元)	0.48	1.59	1.52	1.78	1.95
EBIT Margin	11.5%	11.6%	9.4%	9.7%	10.1%
净资产收益率(ROE)	6.2%	17.8%	15.1%	15.6%	15.2%
市盈率(PE)	48.2	14.6	15.3	13.1	11.9
EV/EBITDA	17.8	13.9	12.6	11.4	10.6
市净率(PB)	3.0	2.6	2.3	2.0	1.8

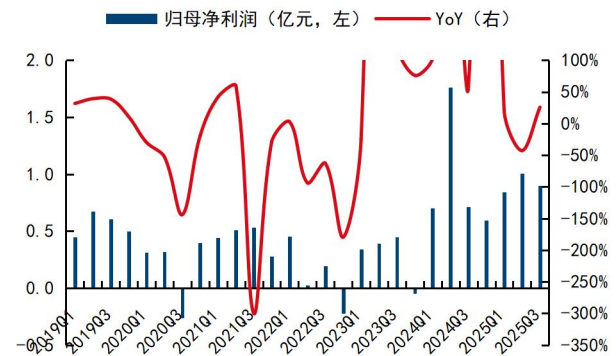
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司分季度营业收入及增速 (单位: 亿元)



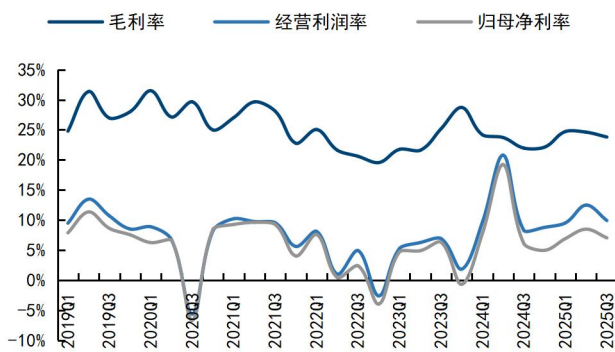
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2: 公司分季度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



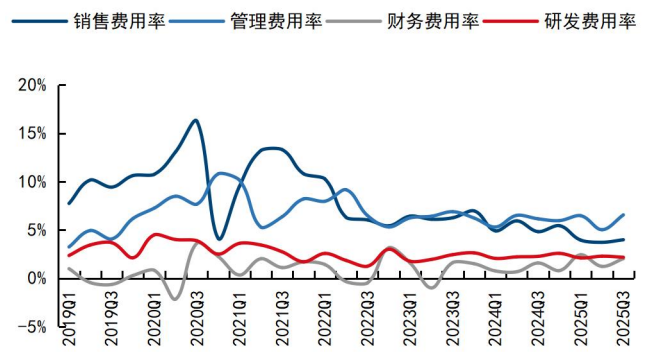
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司分季度毛利率、经营利润率、归母净利率



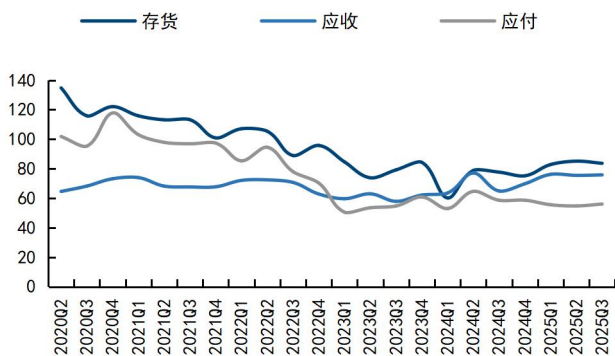
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司分季度四项费用率变化情况



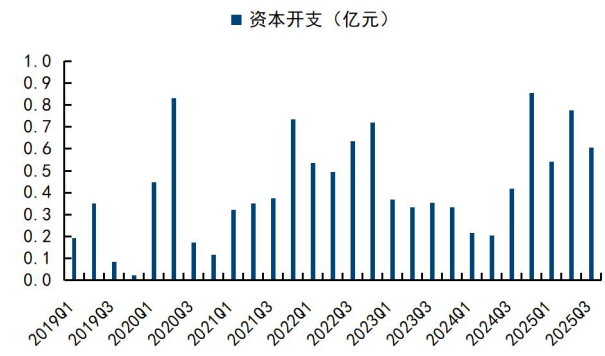
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司分季度营运资金周转天数



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司分季度资本开支 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：看好中长期开拓服装代工第二增长曲线，以及盈利改善空间

今年以来公司代工业务保持较快增速，第三季度箱包代工稳定增长高单位数、嘉乐增长超 20%，同时各项业务毛利率均有提升；品牌业务主要受渠道合作调整扰动，剔除扰动因素仍有正向增长。展望未来，公司印尼箱包和服装产能将持续扩建和爬坡，代工业务规模有望快速增长；利润端，嘉乐目前盈利水平较服装代工优秀同行以及公司原有业务仍有较大差距，未来随产能爬坡、规模效益提升，利润率有较大提升空间。品牌业务目前收入占比逐渐降低，预期收入保持稳健增长，盈利也有望进一步改善。基于公司对嘉乐持股比例提升及嘉乐自身盈利能力提升，我们小幅上调盈利预测，预计 2025-2027 年归母净利润分别为 3.6/4.3/4.7 亿元（前值为 3.6/3.9/4.2 亿元），剔除 2024 年 0.96 亿元一次性收益贡献后，净利润分别同比+27.6%/17.4%/9.5%，基于盈利预测上调，上调目标价至 24.9-26.7 元（前值为 22.8-23.8 元），对应 2026 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	3,105	4,240	5,095	5,588	5,951
(+/-%)	13.3%	36.6%	20.2%	9.7%	6.5%
净利润(百万元)	116	381	364	427	468
(+/-%)	146.7%	229.5%	-4.6%	17.4%	9.5%
每股收益(元)	0.48	1.59	1.52	1.78	1.95
EBITMargin	11.5%	11.6%	9.4%	9.7%	10.1%
净资产收益率(ROE)	6.2%	17.8%	15.1%	15.6%	15.2%
市盈率(PE)	48.2	14.6	15.3	13.1	11.9
EV/EBITDA	17.8	13.9	12.6	11.4	10.6
市净率(PB)	3.0	2.6	2.3	2.0	1.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

表2: 可比公司估值表

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE		g		PEG	总市值 人民币亿元
代码	名称	评级	人民币	2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	2023-2025	2024	
300577.SZ	开润股份	优于大市	23.25	1.59	1.52	1.78	14.6	15.3	13.1	54.6%	0.28	55
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	62.96	4.15	4.37	4.96	15.2	14.4	12.7	17.9%	0.81	946
300979.SZ	华利集团	优于大市	59.15	3.29	2.85	3.48	18.0	20.8	17.0	8.3%	2.51	662
002003.SZ	伟星股份	优于大市	10.88	0.60	0.59	0.65	18.2	18.4	16.8	10.8%	1.70	123

资料来源：wind，国信证券经济研究所

风险提示

订单恢复不及预期、海外高通胀、品牌消费需求不及预期

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	653	596	634	855	1155	营业收入	3105	4240	5095	5588	5951
应收款项	603	1070	1286	1411	1502	营业成本	2349	3271	3930	4300	4563
存货净额	493	868	1035	1130	1198	营业税金及附加	15	15	18	20	21
其他流动资产	77	122	147	161	172	销售费用	200	223	255	279	298
流动资产合计	1918	2697	3142	3598	4067	管理费用	193	255	425	461	485
固定资产	644	1212	727	810	876	财务费用	28	42	50	54	57
无形资产及其他	86	349	335	321	307	投资收益	(86)	117	0	0	0
投资性房地产	306	672	672	672	672	资产减值及公允价值变动	25	57	26	28	30
长期股权投资	633	221	221	221	221	其他收入	(103)	(123)	34	36	38
资产总计	3588	5151	5096	5621	6144	营业利润	156	485	476	539	596
短期借款及交易性金融负债	397	1148	500	500	500	营业外净收支	(2)	(5)	0	0	0
应付款项	610	883	1053	1150	1218	利润总额	154	480	476	539	596
其他流动负债	198	266	332	363	384	所得税费用	39	79	78	89	98
流动负债合计	1206	2297	1885	2013	2102	少数股东损益	(1)	20	35	24	30
长期借款及应付债券	418	100	160	220	280	归属于母公司净利润	116	381	364	427	468
其他长期负债	55	153	153	153	153						
长期负债合计	473	253	313	373	433	现金流量表（百万元）					
负债合计	1679	2550	2198	2385	2535	净利润	116	381	364	427	468
少数股东权益	56	459	485	503	525	资产减值准备	(8)	(15)	638	55	57
股东权益	1853	2142	2414	2733	3083	折旧摊销	52	92	137	154	170
负债和股东权益总计	3588	5151	5096	5621	6144	公允价值变动损失	(25)	(57)	(26)	(28)	(30)
关键财务与估值指标						财务费用	28	42	50	54	57
每股收益	0.48	1.59	1.52	1.78	1.95	营运资本变动	97	(830)	467	(52)	(22)
每股红利	0.22	0.40	0.38	0.45	0.49	其它	8	30	(613)	(37)	(35)
每股净资产	7.73	8.93	10.07	11.40	12.86	经营活动现金流	238	(399)	967	519	608
ROIC	13%	15%	12%	14%	14%	资本开支	0	(687)	(250)	(250)	(250)
ROE	6%	18%	15%	16%	15%	其它投资现金流	(2)	52	0	0	0
毛利率	24%	23%	23%	23%	23%	投资活动现金流	6	(223)	(250)	(250)	(250)
EBIT Margin	11%	12%	9%	10%	10%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	13%	14%	12%	12%	13%	负债净变化	147	(121)	50	50	50
收入增长	13%	37%	20%	10%	6%	支付股利、利息	(53)	(96)	(92)	(108)	(118)
净利润增长率	147%	230%	-5%	17%	10%	其它融资现金流	(484)	1394	(648)	0	0
资产负债率	48%	58%	53%	51%	50%	融资活动现金流	(271)	565	(680)	(48)	(58)
息率	0.9%	1.7%	1.6%	1.9%	2.1%	现金净变动	(26)	(57)	38	221	300
P/E	48.2	14.6	15.3	13.1	11.9	货币资金的期初余额	679	653	596	634	855
P/B	3.0	2.6	2.3	2.0	1.8	货币资金的期末余额	653	596	634	855	1155
EV/EBITDA	17.8	13.9	12.6	11.4	10.6	企业自由现金流	0	(1014)	755	306	398
						权益自由现金流	0	259	132	344	440

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032