

# 开润股份 (300577.SZ)

## 2026Q1 利润快速增长，期待后续出货改善

**2025 年公司收入同比+15%/扣非归母净利润同比+2%**。1) 2025 全年公司收入为 48.9 亿元，同比+15%；归母净利润为 3.3 亿元，同比-13%；扣非归母净利润为 3.0 亿元，同比+2%。盈利质量：2025 年毛利率同比+1.1pct 至 23.9%，销售/管理/财务费用率同比+1.0pct 至 4.3%/5.9%/2.0%，2025 年净利率同比-1.7pct 至 7.7%。2) 单四季度：2025Q4 公司收入为 11.7 亿元，同比-4%；归母净利润为 0.5 亿元，同比-12%；扣非归母净利润为 0.4 亿元，同比-38%。3) 派息：2025 全年公司现金分红总额 1.0 亿元，股利支付率 30%，股息率 2.0%。

**2026Q1 公司收入同比+2%/归母净利润同比+16%**。2026Q1 公司收入为 12.6 亿元，同比+2%；归母净利润为 1.0 亿元，同比+16%；扣非归母净利润为 1.1 亿元，同比+32%。盈利质量：毛利率同比-0.5pct 至 24.2%，销售/管理/财务费用率同比分别-0.6/-1/-1.1pct 至 3.3%/5.4%/1.4%，净利率同比+0.7pct 至 8.3%。

### 多品类供应带动份额提升，代工业务 2026 年订单有望健康增长。

1) 分业务来看：①代工制造业务(2B)：2025 年代工收入 42.4 亿元，同比+20%；毛利率 23.6%，同比+1.0pct。其中箱包/服装收入分别 26.6/15.9 亿元，同比分别+12%/+36%。考虑基数差异，我们预计 2026Q1 箱包代工收入同比略增，2026 年全年订单有望健康增长高单位数；预计 2026Q1 服装代工同比快速增长，2026 年全年出货有望增长双位数。②品牌经营业务(2C)：2025 年品牌收入 6.1 亿元，同比-8%。

2) 分客户来看：代工业务核心客户包括 Nike、adidas、优衣库、PUMA、迪卡侬、VF 集团等，前五大客户销售分别 6.9/6.3/6.3/5.9/4.6 亿元，占代工业务比例分别为 16%/15%/15%/14%/11%。公司提升跨品类供应能力，深度挖掘核心客户份额，客户 Adidas 合作订单从服装延伸至软包，与 Nike 联合打造拉杆箱产品线。

**坚持产能扩张与提效，国际化布局具备竞争力。**1) 规模：2025 年公司箱包总产能 4327 万件(同比+3.5%)/产能利用率 90.7%(同比-0.4pct)；服装总产能 5797 万件(同比快速增长，我们判断系并表差异影响)/产能利用率 54.8%(同比+1.3pct)。2) 布局：公司坚持长期资产建设，较早布局国际化产能，海外基地占比高，截至 2025 年末印尼基地贡献公司 70%以上的产能，在当前背景下具备稀缺优势，有望助力公司持续获得市场份额提升机会。

**存货表现健康，现金流管理良好。**1) 存货：2025 年末存货同比+0.3%至 8.7 亿元，全年存货周转天数+9.1 天至 84.2 天，整体表现正常。2) 现金流：2025 年经营性现金流量净额 5.8 亿元，约为同期归母净利润的 1.7 倍，现金流管理良好。

**投资建议。**公司是出行赛道龙头之一，布局箱包+服装制造业务。我们预计 2026~2028 年归母净利润为 4.0/4.7/5.4 亿元，同比分别+21%/+17%/+14%，利润增速预计持续快于收入，对应 2026 年 PE 为 11.4 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**产能扩张风险；行业竞争加剧风险；经济环境及订单波动风险；测算误差风险。

财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,251	5,811	6,441
增长率 yoy (%)	36.6	15.4	7.3	10.7	10.8
归母净利润(百万元)	381	331	400	469	536
增长率 yoy (%)	229.5	-13.1	20.9	17.3	14.2
EPS 最新摊薄(元/股)	1.59	1.38	1.67	1.96	2.23
净资产收益率(%)	17.8	15.4	16.6	16.6	16.2
P/E(倍)	11.9	13.7	11.4	9.7	8.5
P/B(倍)	2.1	2.1	1.9	1.6	1.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2026 年 04 月 27 日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
04 月 27 日收盘价(元)	18.98
总市值(百万元)	4,552.09
总股本(百万股)	239.84
其中自由流通股(%)	59.28
30 日日均成交量(百万股)	1.16

#### 股价走势



#### 作者

分析师	杨莹
执业证书编号	S0680520070003
邮箱	yangying1@gszq.com
分析师	侯子夜
执业证书编号	S0680523080004
邮箱	houziye@gszq.com
分析师	王佳伟
执业证书编号	S0680524060004
邮箱	wangjiawei@gszq.com

#### 相关研究

- 《开润股份(300577.SZ)：箱包+服装代工双轮驱动，规模扩张，盈利成长》 2026-04-26

**财务报表和主要财务比率**
**资产负债表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>流动资产</b>	2697	3205	3465	4151	4775
现金	596	1195	1151	1732	2071
应收票据及应收账款	1051	998	1187	1250	1420
其他应收款	19	14	20	19	23
预付账款	25	19	26	26	30
存货	868	870	955	982	1071
其他流动资产	138	107	128	143	161
<b>非流动资产</b>	2454	2566	2605	2634	2715
长期投资	221	286	286	286	286
固定资产	1122	1098	1081	1079	1117
无形资产	349	337	317	297	277
其他非流动资产	762	845	921	973	1035
<b>资产总计</b>	5151	5770	6071	6785	7490
<b>流动负债</b>	2297	3247	3207	3428	3576
短期借款	551	1508	1508	1508	1508
应付票据及应付账款	883	819	979	1025	1164
其他流动负债	863	921	721	895	905
<b>非流动负债</b>	253	292	296	303	311
长期借款	100	112	112	112	112
其他非流动负债	153	180	184	191	199
<b>负债合计</b>	2550	3539	3503	3731	3887
少数股东权益	459	84	154	224	297
股本	240	240	240	240	240
资本公积	701	604	604	604	604
留存收益	1199	1447	1783	2199	2674
归属母公司股东权益	2142	2148	2414	2830	3305
<b>负债和股东权益</b>	5151	5770	6071	6785	7490

**现金流量表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>经营活动现金流</b>	232	576	296	766	592
净利润	401	379	471	540	609
折旧摊销	107	144	91	78	86
财务费用	61	90	33	33	33
投资损失	-117	-22	13	0	0
营运资金变动	-210	-29	-348	73	-179
其他经营现金流	-10	14	36	42	42
<b>投资活动现金流</b>	-247	-66	-140	-106	-167
资本支出	-166	-241	-41	-41	-91
长期投资	-110	98	-56	-33	-45
其他投资现金流	29	77	-42	-32	-31
<b>筹资活动现金流</b>	-51	139	-180	-79	-86
短期借款	252	956	0	0	0
长期借款	-121	12	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-29	-97	0	0	0
其他筹资现金流	-153	-732	-180	-79	-86
<b>现金净增加额</b>	-68	617	-44	581	339

**利润表 (百万元)**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>营业收入</b>	4240	4892	5251	5811	6441
营业成本	3271	3721	3995	4410	4874
营业税金及附加	15	18	19	21	23
营业费用	223	209	224	248	287
管理费用	254	287	290	321	356
研发费用	97	101	109	126	140
财务费用	42	97	-3	-1	-19
资产减值损失	-37	-42	-42	-42	-42
其他收益	17	18	19	21	24
公允价值变动收益	21	11	0	0	0
投资净收益	117	22	-13	0	0
资产处置收益	0	7	0	0	0
<b>营业利润</b>	485	468	580	665	760
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	7	3	0	0	0
<b>利润总额</b>	480	466	580	665	760
所得税	79	88	109	125	151
<b>净利润</b>	401	379	471	540	609
少数股东损益	20	47	71	70	73
<b>归属母公司净利润</b>	381	331	400	469	536
EBITDA	497	673	669	741	827
EPS (元/股)	1.59	1.38	1.67	1.96	2.23

**主要财务比率**

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	36.6	15.4	7.3	10.7	10.8
营业利润(%)	211.4	-3.5	23.9	14.6	14.3
归属母公司净利润(%)	229.5	-13.1	20.9	17.3	14.2
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	22.9	23.9	23.9	24.1	24.3
净利率(%)	9.0	6.8	7.6	8.1	8.3
ROE(%)	17.8	15.4	16.6	16.6	16.2
ROIC(%)	8.4	10.5	10.6	11.0	10.9
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	49.5	61.3	57.7	55.0	51.9
净负债比率(%)	25.7	30.0	26.6	3.6	-6.2
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.9	1.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	5.2	4.8	4.8	4.8	4.8
应付账款周转率	6.1	6.5	6.9	6.7	6.8
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	1.59	1.38	1.67	1.96	2.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	2.40	1.23	3.19	2.47
每股净资产(最新摊薄)	8.93	8.95	10.06	11.80	13.78
<b>估值比率</b>					
P/E	11.9	13.7	11.4	9.7	8.5
P/B	2.1	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.3	8.6	7.8	6.3	5.2

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2026 年 04 月 27 日收盘价

### 免责声明

国盛证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层  
 邮编：100077  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com