

# 开润股份 (300577.SZ)

优于大市

## 2025 年箱包与服装代工双轮驱动增长，服装代工盈利持续改善

### 核心观点

**2025 年收入增长 15%，扣非后净利稳健增长。**公司主营业务包括箱包服装代工和品牌业务，其中代工业务 2025 年收入占比已达到 86.7%。2025 年公司实现营业收入 48.92 亿元，同比增长 15.36%；归母净利润 3.31 亿元，同比下降 13.1%。净利润下滑主因去年同期取得上海嘉乐控制权时，按照公允价值计量产生的一次性投资收益增加了去年同期基数所致。扣非归母净利润为 2.97 亿元，同比增长 1.95%。整体毛利率同比提升 1.08 个百分点至 23.94%，主因公司客户及产品结构不断优化、生产效率持续提升。除财务费用率外，其他费用率有所改善，销售/管理费用率分别下降 1.00/0.13 个百分点，其中销售费用率下降主因减少市场营销运营投入所致。财务费用率增加 1.01 个百分点，主因美元和印尼盾贬值导致汇兑损失增加所致。2025 年四季度实现营业收入 11.73 亿元，同比下降 3.5%；归母净利润、扣非归母净利润分别实现 0.53/0.41 亿元。

**2026 一季度扣非净利高增。**2026 年第一季度营收 12.57 亿元 (+1.9%)，增速放缓主因箱包业务去年同期高基数所致，归母净利润 0.99 亿元 (+15.7%)，扣非归母净利润 1.10 亿元 (+31.64%)，主因对联营企业投资收益减少导致非经项目较去年同期大幅减少所致。毛利率同比小幅下降 0.46 个百分点至 24.25%。整体费用率改善明显，销售/管理/财务费用率分别下降 0.60/1.05/1.08 个百分点，其中财务费用下降主因汇兑损失减少所致；费用端改善抵消了投资收益减少的不利影响，归母净利率同比提升 0.94 个百分点至 7.86%，扣非归母净利率同比提升 1.97 个百分点至 8.73%。

**箱包代工稳健增长，服装代工成增长新引擎。**1) **箱包代工：**全年实现收入 26.56 亿元，同比增长 11.96%。公司深化与耐克、阿迪达斯等核心客户的合作，并成功践行“同一品类延展客户、同一客户延展品类”战略，不仅将阿迪达斯的合作从单一服装延伸至服装+软包双赛道，更与耐克联合打造全新拉杆箱产品线，服务边界持续拓宽。同时次新客户（如 VF）品牌占比提升，带动整体箱包毛利率提升。2) **服装代工：**全年实现收入 15.85 亿元，同比增长 36.46%，剔除嘉乐并表影响，内生服装收入同比增长 6.5%。公司于 2025 年完成了对上海嘉乐的 100%控股收购，并快速向嘉乐复制生产制造各环节中的自动化、智能化和精益管理优势及经验，嘉乐的运营效率持续提升，盈利能力显著改善。上海嘉乐自身全年实现营收 14.59 亿元，净利润同比增加 191.0%至 0.81 亿元，净利率提升 2.3 个百分点至 5.6%。嘉乐客户拓展顺利，2026 年正式与新客户 AIo 合作，预期订单将于三、四季度出货。3) **品牌业务：**小米合作深化，90 分渠道拓展。全年实现收入 6.07 亿元，同比下降 7.74%，主要受国内消费市场结构性调整影响；毛利率 27.12%，同比增加 1.6 百分点，主因公司通过精细化运营提升经营质量。公司与小米的合作持续深化，推出米家斜挎包、米家前开盖旅行箱等多款新品；自有品牌“90 分”积极拓展海外市场，成功进驻马来西亚高端百货商场。

**风险提示：**订单不及预期；关税政策不确定性；品牌消费需求不及预期。

**投资建议：**看好公司服装业务盈利能力持续提升及全球化产能布局优势。公司服装业务通过优化订单结构，盈利能力改善显著，2026 年净利率有望在 2025 年超 5%的基础上继续提升。箱包业务客户与品类拓展顺利，高毛利客户占比提升，有望对冲大客户短期疲软的影响。公司在印尼、印度的前瞻性

### 公司研究·财报点评

#### 纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

证券分析师：刘佳琪

0755-81981391

010-88005446

dingshijie@guosen.com.cn liujiaqi@guosen.com.cn

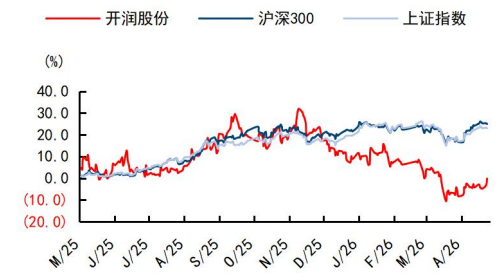
S0980520040004

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	19.60 元
总市值/流通市值	4701/2786 百万元
52 周最高价/最低价	26.53/17.40 元
近 3 个月日均成交额	28.09 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) - 第三季度收入增长 8%，盈利能力持续改善》——2025-11-02
- 《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

产能布局将充分受益于关税红利，印尼与加拿大、欧盟的零关税协定将从2026年底起陆续生效，为中长期增长提供强劲动力。我们看好公司凭借其稀缺的海外垂直一体化产能和卓越的运营管理能力，实现收入与利润的持续增长。基于公司对嘉乐持股比例提升实现全资控股、及嘉乐自身盈利能力提升，我们上调2026-2027年盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为4.5/5.0/5.4亿元（2026-2027年前值为4.3/4.7亿元），分别同比+37.4%/10.1%/7.3%，维持24.9-26.7元目标价，对应2026年13-14x PE，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,364	5,682	6,024
(+/-%)	36.6%	15.4%	9.7%	5.9%	6.0%
净利润(百万元)	381	331	455	501	538
(+/-%)	229.5%	-13.1%	37.4%	10.1%	7.3%
每股收益(元)	1.59	1.38	1.90	2.09	2.24
EBIT Margin	11.7%	13.7%	12.3%	12.7%	12.8%
净资产收益率(ROE)	17.8%	15.4%	19.1%	18.9%	18.4%
市盈率(PE)	12.3	14.2	10.3	9.4	8.7
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.6	8.6	7.9
市净率(PB)	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6

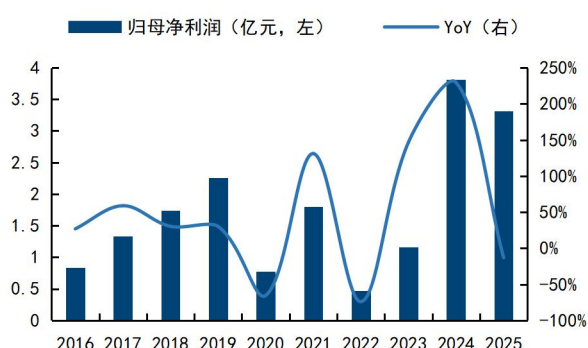
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



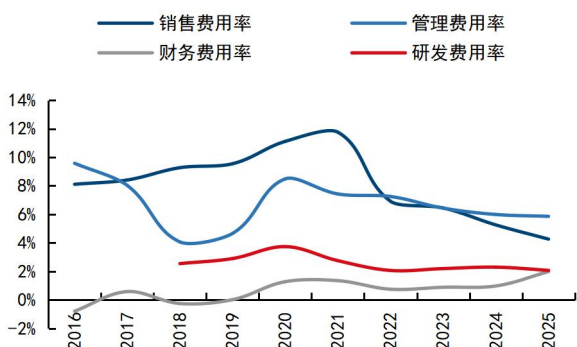
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



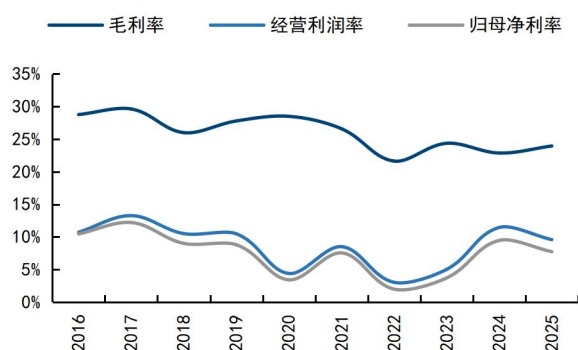
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 公司费用率与变化情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司利润率水平及变化



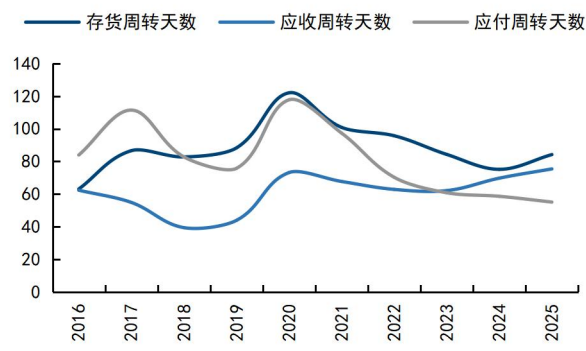
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图5: 公司资本开支与现金流



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 公司营运资金周转与变化情况



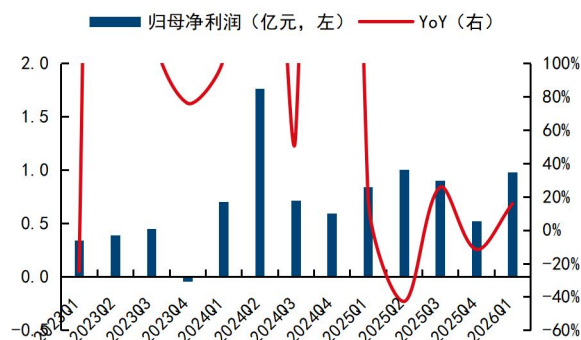
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



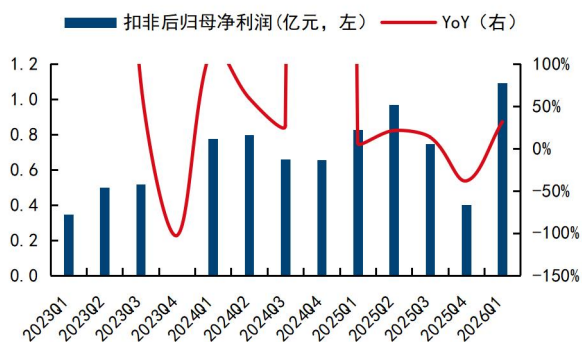
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图8：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



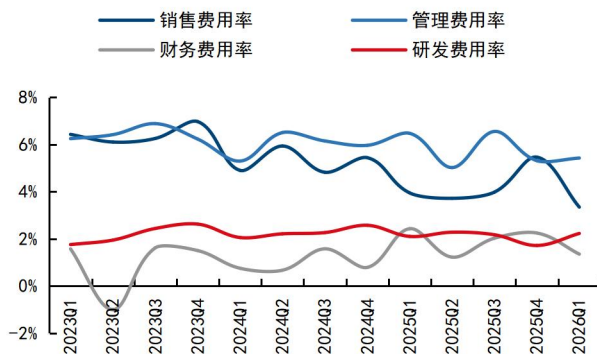
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：公司分季度扣非归母净利润及增速（单位：亿元）



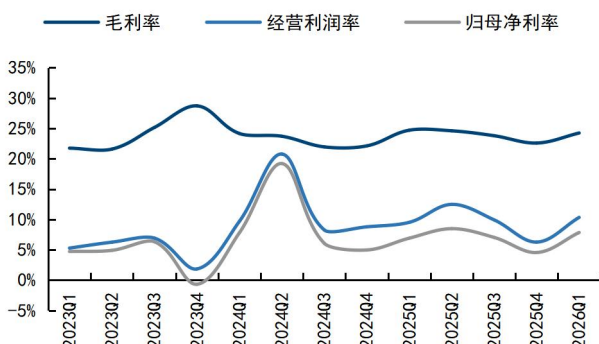
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：公司分季度四项费用率变化情况



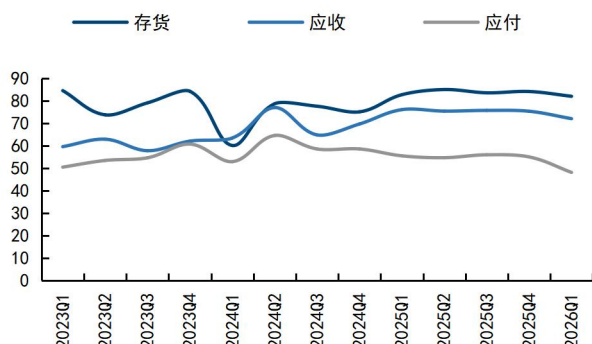
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11：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12：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

## 投资建议：看好公司服装业务盈利能力持续提升及全球化产能布局优势

公司服装业务通过优化订单结构，盈利能力改善显著，2026年净利率有望在2025年超5%的基础上持续提升。箱包业务客户与品类拓展顺利，高毛利客户占比提升，有望对冲大客户短期疲软的影响。公司在印尼、印度的前瞻性产能布局将充分受益于关税红利，印尼与加拿大、欧盟的零关税协定将从2026年底起陆续生效，为中长期增长提供强劲动力。我们看好公司凭借其稀缺的海外垂直一体化产能和卓越的运营管理能力，实现收入与利润的持续增长。基于公司对嘉乐持股比例提升实现全资控股、及嘉乐自身盈利能力提升，我们上调2026-2027年盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为4.5/5.0/5.4亿元（2026-2027年前值为4.3/4.7亿元），分别同比+37.4%/10.1%/7.3%，维持24.9-26.7元目标价，对应2026年13-14x PE，维持“优于大市”评级。

表1: 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,364	5,682	6,024
(+/-%)	36.6%	15.4%	9.7%	5.9%	6.0%
净利润(百万元)	381	331	455	501	538
(+/-%)	229.5%	-13.1%	37.4%	10.1%	7.3%
每股收益(元)	1.59	1.38	1.90	2.09	2.24
EBITMargin	11.7%	13.7%	12.3%	12.7%	12.8%
净资产收益率(ROE)	17.8%	15.4%	19.1%	18.9%	18.4%
市盈率(PE)	12.3	14.2	10.3	9.4	8.7
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.6	8.6	7.9
市净率(PB)	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6

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

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS	PE			g		PEG	总市值人民币亿元	
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025-2027	2026	
300577.SZ	开润股份	优于大市	19.60	1.38	1.90	2.09	14.2	10.3	9.4	23.0%	0.45	47
<b>可比公司</b>												
2313.HK	申洲国际	优于大市	44.38	3.88	3.95	4.48	11.5	11.2	9.9	7.5%	1.50	667
300979.SZ	华利集团	优于大市	41.43	2.75	2.87	3.31	15.1	14.5	12.5	9.8%	1.48	483
002003.SZ	伟星股份	优于大市	10.15	0.54	0.57	0.64	18.7	17.7	15.8	8.8%	2.02	121

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)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	596	1195	1195	1195	1195	营业收入	4240	4892	5364	5682	6024
应收款项	1070	1012	1110	1176	1247	营业成本	3271	3721	4037	4258	4512
存货净额	868	870	943	992	1049	营业税金及附加	15	18	19	20	21
其他流动资产	122	126	139	147	156	销售费用	223	209	229	242	257
<b>流动资产合计</b>	<b>2697</b>	<b>3205</b>	<b>3387</b>	<b>3510</b>	<b>3647</b>	管理费用	251	292	435	455	477
固定资产	1212	1225	725	772	802	财务费用	42	97	106	111	116
无形资产及其他	349	337	324	310	297	投资收益	117	22	24	25	27
投资性房地产	672	717	717	717	717	资产减值及公允价值变动	57	54	(33)	(35)	(37)
长期股权投资	221	286	286	286	286	其他收入	(128)	(163)	33	34	35
<b>资产总计</b>	<b>5151</b>	<b>5770</b>	<b>5439</b>	<b>5595</b>	<b>5749</b>	营业利润	485	468	563	620	665
短期借款及交易性金融负债	1148	1729	1248	1011	739	营业外净收支	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	883	819	887	933	987	利润总额	480	466	561	617	663
其他流动负债	266	700	483	508	537	<b>所得税费用</b>	<b>79</b>	<b>88</b>	<b>106</b>	<b>116</b>	<b>125</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>2297</b>	<b>3247</b>	<b>2618</b>	<b>2452</b>	<b>2263</b>	少数股东损益	20	47	0	0	0
长期借款及应付债券	100	112	172	232	292	归属于母公司净利润	381	331	455	501	538
其他长期负债	153	180	180	180	180	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>253</b>	<b>292</b>	<b>352</b>	<b>412</b>	<b>472</b>	<b>净利润</b>	381	331	455	501	538
<b>负债合计</b>	<b>2550</b>	<b>3539</b>	<b>2970</b>	<b>2863</b>	<b>2735</b>	资产减值准备	(15)	41	591	24	23
少数股东权益	459	84	84	84	84	折旧摊销	92	129	139	158	173
股东权益	2142	2148	2386	2649	2930	公允价值变动损失	(57)	(54)	33	35	37
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5151</b>	<b>5770</b>	<b>5439</b>	<b>5595</b>	<b>5749</b>	财务费用	42	97	106	111	116
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026E</b>	<b>2027E</b>	<b>2028E</b>	营运资本变动	(830)	443	260	(28)	(31)
每股收益	1.59	1.38	1.90	2.09	2.24	其它	30	(16)	(591)	(24)	(23)
每股红利	0.40	0.66	0.90	0.99	1.07	<b>经营活动现金流</b>	<b>(399)</b>	<b>875</b>	<b>887</b>	<b>666</b>	<b>718</b>
每股净资产	8.93	8.95	9.95	11.04	12.22	资本开支	0	(219)	(250)	(250)	(250)
ROIC	15%	15%	14%	16%	17%	其它投资现金流	52	40	0	0	0
ROE	18%	15%	19%	19%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>464</b>	<b>(243)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>	<b>(250)</b>
毛利率	23%	24%	25%	25%	25%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	12%	13%	13%	负债净变化	(121)	12	50	50	50
EBITDA Margin	14%	16%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(96)	(158)	(217)	(239)	(256)
收入增长	37%	15%	10%	6%	6%	其它融资现金流	708	258	(480)	(237)	(272)
净利润增长率	230%	-13%	37%	10%	7%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(122)</b>	<b>(33)</b>	<b>(637)</b>	<b>(416)</b>	<b>(468)</b>
资产负债率	58%	63%	56%	53%	49%	<b>现金净变动</b>	<b>(57)</b>	<b>599</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
息率	2.0%	3.4%	4.6%	5.1%	5.4%	货币资金的期初余额	653	596	1195	1195	1195
P/E	12.3	14.2	10.3	9.4	8.7	货币资金的期末余额	596	1195	1195	1195	1195
P/B	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	898	683	464	517
EV/EBITDA	12.3	10.3	9.6	8.6	7.9	权益自由现金流	0	1169	216	242	271

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 ±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 ±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提及的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