



代工主业稳健增长，服装盈利能力持续改善

2026 年 04 月 30 日

核心观点

- 公司发布 2025 年报及 26 年一季报业绩。**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 13.10%，主要系 2024 年同期并表上海嘉乐产生一次性投资收益导致基数较高；扣非归母净利润 2.97 亿元，同比增长 1.95%。其中 25Q4 单季收入 11.73 亿元，归母净利润 0.53 亿元。26Q1 公司实现收入 12.57 亿元 (yoy+1.92%)，归母净利润 0.99 亿元 (yoy+15.72%)，扣非归母净利润 1.10 亿元 (yoy+31.64%)。
- 箱包代工制造业务稳健增长，全球化产能优势凸显。**2025 年代工制造业务实现收入 42.41 亿元，同比增长 20.02%。其中，箱包代工收入 26.56 亿元，同比增长 11.96%。公司持续深化与耐克、阿迪达斯、迪卡侬、VF 集团等核心客户的合作，并成功扩充原有客户的服务品类，践行“同一客户延展品类”战略。产能方面，2025 年箱包总产能达 4326.77 万件，产能利用率 90.73%。公司海外（印尼、印度）产能占比提升至 73.54%，并计划在印尼有序扩建产能以满足未来订单需求。
- 服装业务整合深化，盈利能力有所提升：**2025 年服装代工业务实现收入 15.85 亿元，同比增长 36.45%。公司于 2025 年进一步收购上海嘉乐剩余股权，实现 100%控股。公司将精益管理经验赋能嘉乐，将提升盈利能力作为首要目标，服装业务净利率从 2024 年的 3.29% 提升至 2025 年的 5.56%。客户方面，在优衣库、阿迪达斯、PUMA、MUJI 为主要四大客户。产能方面，服装总产能 5,796.82 万件，产能利用率 54.77%，未来提升空间充足。
- 品牌经营业务调整优化，聚焦精细化运营：**2025 年品牌经营业务实现收入 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。公司聚焦精细化运营，品牌业务毛利率提升 1.60pct 至 27.12%。同时，公司积极推进品牌出海，90 分品牌成功入驻马来西亚高端百货商场，小米品牌海外渠道销售逐步放量。
- 盈利能力持续改善，费用管控成效显现：**2025 年公司整体毛利率为 23.94%，同比提升 1.08pct。其中，代工制造业务/品牌经营业务毛利率分别提升 1.02/1.6pct 至 23.57%/27.12%，盈利能力改善显著。费用端，销售/管理/研发费用率分别为 4.26%/5.86%/2.07%，分别同比变动-1/-0.13/-0.23pct，销售财务费用因汇兑损失增加至 0.97 亿元。经营性现金流表现强劲，净额达 5.76 亿元，同比增长 147.78%。
- 投资建议：**服装业务作为第二增长曲线，盈利能力有望持续提升。箱包代工业务受益于印尼新产能释放及客户订单放量，有望维持稳健增长。品牌经营业务虽短期承压，随着公司聚焦海外市场拓展，有望为品牌业务带来新的增长点。预计公司 2026/27/28 年归母净利润为 4.08/4.77/5.36/亿元，EPS 分别为 1.70/1.99/2.24 元，对应 PE 估值为 12/10/9/倍，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**订单不及预期风险；产能扩张不及预期的风险；宏观经济环境波动的风险。

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

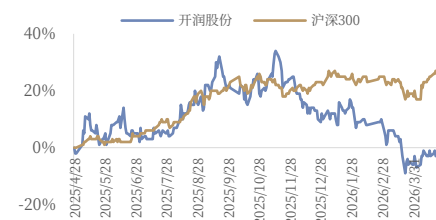
市场数据

2026 年 04 月 29 日

股票代码	300577
A 股收盘价(元)	20.56
上证指数	4,107.51
总股本(万股)	23,984
实际流通 A 股(万股)	14,216
流通 A 股市值(亿元)	29

相对沪深 300 表现图

2026 年 04 月 29 日



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

- 【银河纺服】公司点评_开润股份_Q3经营持续改善，服装代工订单向好。
- 【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
- 【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

主要财务指标预测

	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4891.64	5450.11	5982.87	6502.79
收入增长率%	15.36%	11.42%	9.78%	8.69%
归母净利润(百万元)	331.08	408.23	477.06	536.47
利润增长率%	-13.10%	23.30%	16.86%	12.45%
毛利率%	23.94%	24.27%	24.52%	24.69%
摊薄 EPS(元)	1.38	1.70	1.99	2.24
PE	14.89	12.08	10.34	9.19
PB	2.30	1.99	1.72	1.49
PS	1.01	0.90	0.82	0.76

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录:

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	3204.53	3249.57	3749.52	4254.54
现金	1195.32	1090.02	1196.57	1300.56
应收账款	998.30	1030.36	1296.32	1413.18
其它应收款	14.15	28.24	21.61	32.58
预付账款	19.30	26.56	23.62	30.80
存货	870.29	964.01	1093.23	1355.53
其他	107.17	110.38	118.16	121.91
非流动资产	2565.62	2458.24	2349.37	2428.98
长期投资	285.51	285.51	285.51	285.51
固定资产	1098.01	994.29	890.59	976.87
无形资产	337.37	318.95	300.54	282.13
其他	844.73	859.49	872.73	884.47
资产总计	5770.14	5707.82	6098.88	6683.52
流动负债	3247.19	2844.12	2822.95	2944.03
短期借款	1507.66	1271.18	1202.71	1138.53
应付账款	504.40	642.04	612.38	748.04
其他	1235.13	930.90	1007.87	1057.45
非流动负债	291.72	279.72	279.72	279.72
长期借款	112.00	100.00	100.00	100.00
其他	179.72	179.72	179.72	179.72
负债总计	3538.91	3123.84	3102.67	3223.75
少数股东权益	83.57	104.98	130.00	158.14
归属母公司股东权益	2147.66	2478.99	2866.20	3301.63
负债和股东权益	5770.14	5707.82	6098.88	6683.52

现金流量表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	576.08	351.39	408.27	617.69
净利润	378.52	429.64	502.08	564.60
折旧摊销	144.01	145.77	147.55	159.34
财务费用	97.19	115.45	127.52	132.62
投资损失	-21.72	-10.00	-10.00	-10.00
营运资金变动	-420.84	316.94	346.08	215.79
其他	398.91	-646.40	-704.96	-444.66
投资活动现金流	-66.35	-15.87	-15.87	-215.87
资本支出	255.45	33.00	33.00	233.00
长期投资	-10.48	0.00	0.00	0.00
其他	-311.32	-48.87	-48.87	-448.87
筹资活动现金流	139.39	-440.82	-285.85	-297.83
短期借款	956.27	-236.48	-68.47	-64.18
长期借款	12.12	-12.00	0.00	0.00
其他	-829.00	-192.33	-217.38	-233.66
现金净增加额	649.11	-105.30	106.55	103.98

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

利润表(百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4891.64	5450.11	5982.87	6502.79
营业成本	3720.77	4127.18	4515.90	4897.51
税金及附加	17.72	19.74	21.67	23.56
销售费用	208.55	218.00	227.35	240.60
管理费用	286.68	316.11	335.04	357.65
研发费用	101.44	107.37	113.67	120.30
财务费用	97.19	115.45	127.52	132.62
资产减值损失	-42.32	-43.31	-49.23	-60.90
公允价值变动收益	11.24	0.00	0.00	0.00
投资收益及其他	40.24	28.50	28.25	28.14
营业利润	468.46	531.45	620.74	697.78
营业外收入	1.15	1.15	1.15	1.15
营业外支出	3.13	3.13	3.13	3.13
利润总额	466.48	529.48	618.76	695.81
所得税	87.96	99.84	116.68	131.21
净利润	378.52	429.64	502.08	564.60
少数股东损益	47.44	21.41	25.02	28.14
归属母公司净利润	331.08	408.23	477.06	536.47
EBITDA	651.72	314.58	478.83	651.72
EPS (元)	1.38	1.70	1.99	2.24

主要财务比率	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入增长率	15.36%	11.42%	9.78%	8.69%
营业利润增长率	-3.45%	13.45%	16.80%	12.41%
归母净利润增长率	-13.10%	23.30%	16.86%	12.45%
毛利率	23.94%	24.27%	24.52%	24.69%
净利率	6.77%	7.49%	7.97%	8.25%
ROE	15.42%	16.47%	16.64%	16.25%
ROIC	16.65%	18.60%	19.93%	20.18%
资产负债率	61.33%	54.73%	50.87%	48.23%
净资产负债率	30.04%	20.40%	11.75%	5.31%
流动比率	0.99	1.14	1.33	1.45
速动比率	0.72	0.80	0.94	0.98
总资产周转率	0.90	0.95	1.01	1.02
应收账款周转率	4.77	5.37	5.14	4.80
应付账款周转率	8.60	9.51	9.54	9.56
每股收益(元)	1.38	1.70	1.99	2.24
每股经营现金流(元)	2.40	1.47	1.70	2.58
每股净资产(元)	8.95	10.34	11.95	13.77
P/E	14.89	12.08	10.34	9.19
P/B	2.30	1.99	1.72	1.49
EV/EBITDA	8.24	6.62	5.62	4.89
PS	1.01	0.90	0.82	0.76

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。中国人民大学本科，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。投资者应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。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。特提醒客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

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：

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：

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

林程 021-60387901 lincheng_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