

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

开润股份(300577.SZ)

投资评级

上次评级

姜文锬 新消费行业首席分析师

执业编号: S1500524120004

邮箱: jiangwenqiang@cindasc.com

刘田田 纺织服饰行业联席首席分析师

执业编号: S1500525120001

邮箱: liutiantian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦B座

邮编: 100031

开润股份：一季度利润端改善明显，代工业务盈利提升可期

2026年5月1日

2025年: 公司实现收入 48.92 亿元(同比+15.36%)，归母净利润 3.31 亿元(同比-13.10%)，扣非归母净利润 2.97 亿元(同比+1.95%)。2025Q4: 公司实现收入 11.73 亿元(同比-3.50%)，归母净利润 0.53 亿元，去年同期盈利 0.60 亿元，扣非归母净利润 0.41 亿元(同比-38.42%)。2026Q1: 公司实现收入 12.57 亿元(同比+1.92%)，归母净利润 0.99 亿元(同比+15.72%)，扣非归母净利润 1.10 亿元(同比+31.64%)。

收入稳健增长，利润端季度改善明显。2025 年全年收入延续双位数增长。利润端，2025 年归母净利润同比下滑主要系上年同期取得上海嘉乐控制权时，按公允价值计量产生一次性投资收益抬高了同期对比基数。2026Q1 收入同比增速放缓至 1.92%，主要是基数因素(25Q1 收入同比增速 35.57%)，Q1 利润端改善显著，扣非净利润同比+31.64%。

分业务看：箱包代工：份额提升驱动增长，硬箱贡献增量。2025 年箱包代工收入 26.56 亿元，同比增长 11.96%，核心驱动力在于老客户份额持续提升及新客户拓展。硬箱代工增速更高，主要受益于拉杆箱品牌产能向东南亚迁移趋势。**服装代工：**嘉乐并表效应持续，净利率快速提升。2025 年服装代工业务收入 15.85 亿元，同比+36.45%，服装业务主要服务优衣库、Adidas、PUMA、MUJI 等客户，受益于“同一品类延展客户、同一客户延展品类”业务持续发展。服装业务净利率正处于快速提升阶段，驱动力来自客户订单规整度提升及运营效率改善。**自主品牌业务：**战略收缩至健康运营。2025 年自主品牌业务收入 6.07 亿元，同比-7.74%，但毛利率维持优秀，公司品牌业务经营提质继续长期势能。产能方面，公司的海外生产基地以印尼为主，具备面料+成衣垂直一体化优势。

费用管控优化，汇兑影响减弱。2025 年公司主营业务毛利率 23.94%，同比+1.08pct，代工业务和自主品牌业务毛利率均有提升。2025 年期间费用率 14.54%，同比-0.35pct，其中销售/管理/研发费用率分别为 4.26%/5.86%/2.07%，分别同比-1.00/-0.13/-0.23pct，财务费用率 1.99%同比+1.01pct，主要系美元和印尼盾贬值导致汇兑损失增加。2026Q1 毛利率维持平稳，期间费用率 12.6%，同比-2.67pct，优化明显，其中销售/管理/财务费用率分别为 3.35%/5.42%/1.35%，分别同比-0.60/-1.05/-1.08pct，财务费用同比减少 1200 万元，主要系汇兑损失减少。

经营现金流大幅改善，周转效率提升。2025 年经营性现金流 5.76 亿元，同比+148%，现金流质量显著改善。2026Q1 经营性现金流 0.19 亿元，同比+171%。周转效率方面，2025 年末存货周转天数 84 天(同比+9 天)，应收账款周转天数 75 天(同比+6 天)。2026Q1 周转天数同环比保持平稳。

盈利预测：我们预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 3.74、4.25、4.80

亿元，对应 PE 为 13.61X、11.97X、10.60X。

风险提示：原材料价格波动和劳动力成本上升；汇率波动；产能扩张不及预期。

重要财务指标	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	4,240	4,892	5,477	6,034	6,621
增长率 YoY %	36.6%	15.4%	12.0%	10.2%	9.7%
归属母公司净利润 (百万元)	381	331	374	425	480
增长率 YoY%	229.5%	-13.1%	12.8%	13.7%	12.9%
毛利率%	22.9%	23.9%	24.0%	24.0%	23.9%
净资产收益率ROE%	17.8%	15.4%	16.1%	16.2%	16.2%
EPS(摊薄)(元)	1.59	1.38	1.56	1.77	2.00
市盈率 P/E(倍)	13.35	15.36	13.61	11.97	10.60
市净率 P/B(倍)	2.37	2.37	2.19	1.94	1.72

资料来源：wind，信达证券研发中心预测；股价为 2026 年 4 月 30 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
流动资产	2,697	3,205	3,441	3,865	4,413	
货币资金	596	1,195	1,236	1,445	1,843	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	1,051	998	1,166	1,325	1,391	
预付账款	25	19	28	34	37	
存货	868	870	875	919	993	
其他	157	121	136	141	148	
非流动资产	2,454	2,566	2,455	2,368	2,275	
长期股权投资	221	286	286	286	286	
固定资产(合计)	1,122	1,098	1,050	992	926	
无形资产	349	337	329	321	313	
其他	762	845	791	769	750	
资产总计	5,151	5,770	5,896	6,233	6,688	
流动负债	2,297	3,247	2,865	2,927	3,066	
短期借款	551	1,508	1,458	1,408	1,408	
应付票据	249	314	347	382	420	
应付账款	634	504	578	637	700	
其他	863	921	482	500	538	
非流动负债	253	292	609	564	519	
长期借款	100	112	427	377	327	
其他	153	180	182	187	192	
负债合计	2,550	3,539	3,473	3,490	3,584	
少数股东权益	459	84	103	126	151	
归属母公司股东权益	2,142	2,148	2,320	2,617	2,952	
负债和股东权益	5,151	5,770	5,896	6,233	6,688	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,240	4,892	5,477	6,034	6,621	
同比(%)	36.6%	15.4%	12.0%	10.2%	9.7%	
归属母公司净利润	381	331	374	425	480	
同比(%)	229.5%	-13.1%	12.8%	13.7%	12.9%	
毛利率(%)	22.9%	23.9%	24.0%	24.0%	23.9%	
ROE%	17.8%	15.4%	16.1%	16.2%	16.2%	
EPS(摊薄)(元)	1.59	1.38	1.56	1.77	2.00	
P/E	13.35	15.36	13.61	11.97	10.60	
P/B	2.37	2.37	2.19	1.94	1.72	
EV/EBITDA	13.34	8.61	8.56	7.38	6.23	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
营业总收入	4,240	4,892	5,477	6,034	6,621	
营业成本	3,271	3,721	4,162	4,587	5,040	
营业税金及附加	15	18	19	21	23	
销售费用	223	209	246	272	298	
管理费用	254	287	318	350	384	
研发费用	97	101	110	121	132	
财务费用	42	97	78	75	68	
减值损失合计	-8	-49	-58	-58	-58	
投资净收益	117	22	0	0	0	
其他	38	36	0	0	2	
营业利润	485	468	485	551	620	
营业外收支	-5	-2	0	1	3	
利润总额	480	466	485	552	623	
所得税	79	88	92	105	118	
净利润	401	379	393	447	505	
少数股东损益	20	47	20	22	25	
归属母公司净利润	381	331	374	425	480	
EBITDA	497	673	695	764	834	
EPS(当年)(元)	1.59	1.38	1.56	1.77	2.00	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	
经营活动现金流	232	576	110	560	711	
净利润	401	379	393	447	505	
折旧摊销	107	144	131	137	143	
财务费用	61	90	82	79	76	
投资损失	-117	-22	0	0	0	
营运资金变动	-210	-29	-548	-160	-69	
其它	-10	14	51	57	56	
投资活动现金流	-247	-66	-49	-49	-48	
资本支出	-166	-241	-50	-49	-48	
长期投资	-110	98	0	0	0	
其他	29	77	1	0	0	
筹资活动现金流	-51	139	-34	-302	-265	
吸收投资	0	0	0	0	0	
借款	132	968	265	-100	-50	
支付利息或股息	-96	-158	-194	-207	-220	
现金流净增加额	-68	617	8	210	398	

研究团队简介

姜文轍，信达证券研究开发中心所长助理，新消费研究中心总经理，上海交通大学硕士，第一作者发表多篇 SCI+EI 论文，曾就职于国盛证券，带领团队获 2024 年新财富最佳分析师第四名、2023/2024 年水晶球评选第四名、2024 年金麒麟最佳分析师第四名。

刘田田，对外经济贸易大学金融硕士。2017-2018 年 2 年买方经验，覆盖大消费行业研究，积累了买方研究思维。2019 年 1 月-2025 年 11 月就职于东兴证券研究所，任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2025 年 12 月加入信达证券研究开发中心，任纺织服装行业联席首席分析师，覆盖纺织服装全行业，擅长产业链视角研究和跟踪公司。

李晨，本科毕业于加州大学尔湾分校物理学院，主修数学/辅修会计；研究生毕业于罗切斯特大学西蒙商学院，金融硕士学位。2022 年加入国盛证券研究所，跟随团队在新财富、金麒麟、水晶球等评选中获得佳绩；2024 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖造纸、轻工出口、电子烟等赛道。

骆峥，本科毕业于中国海洋大学，硕士毕业于伦敦国王学院大学。曾就职于开源证券研究所，有 3 年消费行业研究经验，跟随团队在金麒麟、21 世纪金牌分析师等评选中获得佳绩。2025 年加入信达证券研究开发中心，主要覆盖跨境电商、黄金珠宝、两轮车等赛道。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明,本人具有证券投资咨询执业资格,并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告;本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点;本人薪酬的任何组成成分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制,但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下,信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权,私自转载或者转发本报告,所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入 ：股价相对强于基准15%以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5%之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准5%以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,信达证券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,投资者需自行承担风险。