

2026年04月28日

25年业绩受汇兑损失影响，Q1体现嘉乐股权 变化贡献

开润股份(300577)

评级:	买入	股票代码:	002327
上次评级:	买入	52周最高价/最低价:	26.53/17.40
目标价格:		总市值(亿)	47.01
最新收盘价:	19.60	自由流通市值(亿)	27.86
		自由流通股数(百万)	142.16

事件概述

公司25年收入/归母净利/扣非归母净利/经营性现金流分别为48.91/3.31/2.97/5.76亿元、同比增长15.36%/-13.10%/1.95%/147.78%，剔除24年包含嘉乐一次性并表收益9600万贡献影响，实际净利同比增长16.3%、扣非净利增长2%，低于我们此前预期，主要由于汇兑损失影响6300万元。

2026Q1收入/净利/扣非净利分别为12.57/0.99/1.10亿元，同比增长1.92%/15.72%/31.64%，公司于1月12日收购嘉乐少数股权、实现100%并表，因此净利增速高于收入增速主要来自嘉乐股权变化贡献。

公司拟每10股派发现金红利2.60元，结合前三季度分红，25年每股派发0.42元，分红率30%，股息率2.14%。

分析判断:

2B 箱包代工 25 年收入增长。1) 25 年公司 2B 收入为 42.41 亿元、同比增长 20.02%。分产品来看，箱包/服装代工收入分别为 26.55/15.85 亿元，同比增长 11.96%/36.45%，服装高增长有并表时间点差异影响，即嘉乐自 24 年 6 月并表、25 年则贡献全年，剔除并表因素后同比增长 6.5%。箱包业务持续深化与 Nike、迪卡侬、VF 集团、PUMA 等新老客户的协作关系，并增加了户外客户；根据年报，公司与 adidas 的合作从单一服装延伸至服装+软包双赛道，更与 Nike 联合打造全新拉杆箱产品线，兑现了“围绕客户拓展品类、围绕品类拓展客户”的策略。从产能来看，25 年公司箱包总产能 4326.77 万件、同比增长 3.45%，产能利用率同比下降 0.43PCT 至 90.73%，箱包国内/海外（印度、印尼）产能占比分别为 26.46%/73.54%，产能利用率分别为 92.49%/90.10%，同比增加-1.51/0.1PCT。2) 2B 毛利率为 23.57%，同比上升 1.02PCT，主要受报告期内品牌业务产品结构调整以及公司箱包与服装代工业务协同效应影响。

嘉乐 25 年收入微降。子公司上海嘉乐 25 年收入 14.59 亿元，同比增长-2.01%：服装代工收入增长主要来自收购嘉乐，来自优衣库、Adidas、Puma、MUJI 等客户贡献。服装国内/海外（印尼）产能占比分别为 17.2%/82.8%，产能利用率分别为 61.82%/53.31%。净利润 0.81 亿元，对应净利率 5.56%。

2C 收入下降但毛利率增高。2C 业务收入为 6.07 亿元、同比增长-7.74%：其中线上（90 分品牌）/分销（小米渠道）收入分别为 1.14/4.93 亿元、同比增长-28.58%/-1.03%。1) 公司与小米合作更加深入，合作推出了米家斜挎包、米家前开盖旅行箱等多款新品，并联合小米宣发、销售等部门，通过小米集团矩阵宣发、抖音达人种草、新零售社群传播、线下商圈广告投放等组合打法，打造多项主题活动；“90 分”品牌深度参与多场国内外行业盛会，品牌势能持续积累，全球化布局稳步推进。2) 2C 毛利率为 27.12%，同比增加 1.6PCT，主要受产品结构及精细化运营水平影响，其中 2C 线上（90 分品牌）/分销（小米渠道）毛利率分别为 40.73%/23.95%，同比提升 6.96/1.08PCT。

25 年汇兑损失影响净利率，26Q1 汇兑损失下降。（1）25 年公司毛利率为 23.93%、同比提升 1.07PCT；归母净利率/扣非归母净利率为 6.77%/6.07%、同比增长-2.22/-0.79PCT。财务费用率同比提升 1.01PCT；投资净收益/收入为 0.44%，同比下降 2.3PCT，主要由于 2024 年存在大额一次性合并投资收益。（2）25Q4 毛利率/归母净利率为 22.59%/4.52%、同比提升 0.47/-0.45PCT；财务费用率同比提升 1.5PCT。（3）26Q1 毛利率/归母净利率为 24.71%/6.92%、同比提升 0.55/-0.89PCT；财务费用率同比下降 1.08PCT。

库存基本持平，应付账款周转天数减少。公司 25 年末存货金额为 8.70 亿元，同比增加 0.26%，基本持平，公司存货周转天数 85 天，同比增加 9 天。应收账款为 9.98 亿元，同比增加-5.01%，应收账款周转天数为 76 天，同比增加 6 天。应付账款为 5.04 亿元，同比增加-20.41%，应付账款周转天数 56 天，同比下降 3 天。

投资建议

我们分析，25 年公司净利受到汇兑损失影响，但仍看好中长期成长趋势：（1）箱包代工中老客户有望迎来改善，叠加新客户拓展、阿迪贡献增量，拉杆箱有望快于整体增长，预计箱包增长低单位数；（2）嘉乐保持双位数收入增长，且净利率仍有望进一步提升，远期展望双位数净利率水平；（3）2C 收入预计持平，但毛利率有望改善。

调整盈利预测，调整 26-27 年收入预测 52.99/58.10 至 53.04/57.33 亿元，新增 28 年收入预测 61.79 亿元；调整 26-27 年归母净利预测为 5.04/6.04 至 4.21/5.15 亿元，新增 28 年归母净利预测 6.23 亿元；调整 26-27 年 EPS 2.10/2.52 至 1.76/2.15 元，新增 28 年 EPS 预测 2.60 元，2026 年 4 月 28 日收盘价 19.60 元对应 26/27/28 年 PE 分别为 11/9/8X，股息率 2.14%，看好公司高股息、利润稳健、有望持续提升市场份额，维持“买入”评级。

风险提示

原材料价格波动风险；汇率波动风险；海外需求放缓风险；订单交期质量风险；系统性风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,304	5,733	6,179
YoY (%)	36.6%	15.4%	8.4%	8.1%	7.8%
归母净利润(百万元)	381	330	421	515	623
YoY (%)	229.5%	-13.4%	27.6%	22.3%	20.9%
毛利率 (%)	22.9%	23.9%	23.8%	24.0%	24.2%
每股收益 (元)	1.59	1.38	1.76	2.15	2.60
ROE	17.8%	15.4%	16.5%	17.0%	17.2%
市盈率	12.34	14.24	11.16	9.13	7.55

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师：唐爽爽

邮箱：tangss@hx168.com.cn

SACNO：S1120519090002

联系电话：

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	4,892	5,304	5,733	6,179	净利润	379	444	543	656
YoY (%)	15.4%	8.4%	8.1%	7.8%	折旧和摊销	144	26	40	49
营业成本	3,721	4,039	4,355	4,681	营运资金变动	-29	240	-63	-17
营业税金及附加	18	19	15	10	经营活动现金流	576	654	522	684
销售费用	209	368	451	465	资本开支	-241	-83	-115	-115
管理费用	287	297	155	136	投资	98	0	0	0
财务费用	97	42	-14	-29	投资活动现金流	-66	49	-104	-103
研发费用	101	138	143	154	股权募资	0	0	0	0
资产减值损失	-42	-20	-10	-10	债务募资	2,270	-1,366	-141	0
投资收益	22	133	11	12	筹资活动现金流	139	-1,448	-177	-41
营业利润	468	533	652	788	现金净流量	617	-744	241	540
营业外收支	-2	2	2	2	主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
利润总额	466	535	654	790	成长能力 (%)				
所得税	89	91	111	134	营业收入增长率	15.4%	8.4%	8.1%	7.8%
净利润	377	444	543	656	净利润增长率	-13.4%	27.6%	22.3%	20.9%
归属于母公司净利润	330	421	515	623	盈利能力 (%)				
YoY (%)	-13.4%	27.6%	22.3%	20.9%	毛利率	23.9%	23.8%	24.0%	24.2%
每股收益	1.38	1.76	2.15	2.60	净利率	7.7%	8.4%	9.5%	10.6%
资产负债表 (百万元)	2025A	2026E	2027E	2028E	总资产收益率 ROA	5.7%	8.3%	9.2%	9.7%
货币资金	1,195	451	692	1,232	净资产收益率 ROE	15.4%	16.5%	17.0%	17.2%
预付款项	19	22	24	26	偿债能力 (%)				
存货	870	1,051	1,193	1,283	流动比率	0.99	1.15	1.35	1.56
其他流动资产	1,120	948	1,016	1,087	速动比率	0.71	0.65	0.79	1.00
流动资产合计	3,205	2,472	2,925	3,628	现金比率	0.37	0.21	0.32	0.53
长期股权投资	286	286	286	286	资产负债率	61.3%	48.0%	43.8%	40.9%
固定资产	1,098	1,100	1,100	1,102	经营效率 (%)				
无形资产	337	337	337	337	总资产周转率	0.85	1.04	1.02	0.97
非流动资产合计	2,566	2,624	2,701	2,769	每股指标 (元)				
资产合计	5,770	5,097	5,626	6,397	每股收益	1.38	1.76	2.15	2.60
短期借款	1,508	141	0	0	每股净资产	8.95	10.61	12.63	15.05
应付账款及票据	819	1,394	1,527	1,642	每股经营现金流	2.40	2.73	2.18	2.85
其他流动负债	921	618	644	685	每股股利	0.00	0.10	0.13	0.17
流动负债合计	3,247	2,153	2,171	2,326	估值分析				
长期借款	112	112	112	112	PE	14.24	11.16	9.13	7.55
其他长期负债	180	180	180	180	PB	2.39	1.85	1.55	1.30
非流动负债合计	292	292	292	292					
负债合计	3,539	2,445	2,463	2,618					
股本	240	240	240	240					
少数股东权益	84	107	135	168					
股东权益合计	2,231	2,652	3,163	3,779					
负债和股东权益合计	5,770	5,097	5,626	6,397					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者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，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。