

# 开润股份（300577）

## 印尼基地战略及客户优势凸显

### 公司发布 25 年年报及 26 年一季报

26Q1 公司营收 13 亿，同增 2%，归母净利 1 亿，同增 16%；扣非后归母 1.1 亿，同增 32%

2025 年营收 49 亿，同增 15%，归母净利 3.3 亿，同减 13%，扣非后归母净利 3 亿，同增 2%。

截至 2025 年末印尼基地已贡献公司 70% 以上产能，从开润全球版图中“制造支点”，全面升级为具备强大供应链溢价能力、市场辐射能力“战略枢纽”。

在打造公司第二增长曲线方面，公司锚定针织面料及成衣赛道，从 2020 年开始投资优衣库核心供应商上海嘉乐，2024 年将上海嘉乐纳入合并报表范围，将开润在生产各环节中的自动化、智能化和精益管理优势及经验快速复制到嘉乐的生产经营，有助于充分发挥优质品牌客户和精益管理核心竞争优势，落实“同一品类延展客户、同一客户延展品类”的发展战略，在优衣库以外帮助嘉乐快速拓展 adidas、PUMA 和 MUJI 三个重要客户，同时也为开润箱包业务反哺优衣库、adidas 等优秀客户。

随着嘉乐运营效率提升，2025 年开润完成对嘉乐 100% 控股收购，接下来嘉乐与公司主业协同效应持续释放，公司面料及成衣业务有望迎来新发展阶段。

**2025 年公司代工制造业务营收 42 亿，同增 20%，其中箱包营收 26.6 亿，同增 12%；服装 15.9 亿，同增 36%；毛利率 23.57%，同增 1pct，系公司客户及产品结构不断优化、生产效率持续提升。**

**2025 年公司品牌经营业务营收 6.1 亿同减 8%，毛利率 27.1%，同增 2pct。**

2025 年公司国内收入 11 亿，同增 3%；国外收入 38 亿，同增 19%。

**代工制造：围绕优质客户战略，拓展新老客户份额，拓宽新品类，提升供应链运营效率，经营管理能力稳步提升**

公司代工制造业务将继续围绕优质客户战略，加速对关键客户的拓展，抢占新老客户市场份额，在箱包品类基础上加强对针织面料及服装新品类的探索布局，为代工制造业务带来新的订单增量。依托全球生产体系和能力的建设，打造高标准的订单交付能力和交付品质，加速数字化转型，提升精益管理和先进制造能力，通过系统性运作提高代工制造业务整体净利润率水平。

公司代工制造业务在经营管理能力方面力争不断提升，在制度、规则、流程、体系、数字化等方面全面升级，提升仓储管理和库存管理水平，提升供应端生产效率及整体运营管理效率，深化海外本地化干部制度执行落地。

**品牌经营：立足产品力，深化渠道布局，推进品牌建设，拓展品牌出海增量，深化供应链管控布局，打造全球性的出行箱包品牌**

公司品牌经营业务将紧跟市场趋势，基于科学敏锐的消费者洞察，持续推出占领用户心智、解决用户痛点、提升品牌美誉度的好产品，聚焦拉杆箱和包袋类目，切入细分场景，强化研发设计，深化渠道布局，提升品牌推广，在外观、功能性、新材料等方面不断突破创新，引领行业新标准和新风尚。

公司将强化柔性供应经营管控机制，深化全球供应链布局，完善用户运营体系，积极探索多样化销售渠道，基于全球各区域市场行业特征及消费偏好，通过线上线下渠道多措并举，快速抢占各地消费市场，逐步打造成为全球性的箱包品牌，实现品牌经营业务市场竞争优势的全面提升。

证券研究报告  
2026 年 05 月 19 日

### 投资评级

|        |           |
|--------|-----------|
| 行业     | 纺织服饰/服装家纺 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级）  |
| 当前价格   | 19.69 元   |
| 目标价格   | 元         |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 239.84      |
| 流通 A 股股本(百万股) | 142.16      |
| A 股总市值(百万元)   | 4,722.38    |
| 流通 A 股市值(百万元) | 2,799.22    |
| 每股净资产(元)      | 9.13        |
| 资产负债率(%)      | 61.10       |
| 一年内最高/最低(元)   | 26.53/17.40 |

### 作者

孙海洋 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518070004  
sunhaiyang@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：聚源数据

### 相关报告

- 1 《开润股份-季报点评:同一品类延展客户，同一客户延展品类》 2025-11-04
- 2 《开润股份-半年报点评:代工+品牌加速双轮驱动》 2025-09-11
- 3 《开润股份-年报点评报告:嘉乐成长可期》 2025-04-29

### 调整盈利预测，维持“买入”评级

基于 26Q1 财报，我们调整 26-27 并新增 28 年盈利预测，预计 26-28 年收入分别为 55/61/69 亿元（26-27 年前值为 62/72 亿元），归母净利润分别为 4.0/4.9/5.9 亿元（26-27 年前值为 4.5/5.5 亿元），EPS 分别为 1.66/2.06/2.43 元，对应 PE 分别为 12/10/8x。

**风险提示：**行业竞争加剧、订单不及预期、产能投放不及预期等风险。

| 财务数据和估值       | 2024     | 2025     | 2026E    | 2027E    | 2028E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 4,240.19 | 4,891.64 | 5,450.39 | 6,119.46 | 6,924.61 |
| 增长率(%)        | 36.56    | 15.36    | 11.42    | 12.28    | 13.16    |
| EBITDA(百万元)   | 743.57   | 862.10   | 800.05   | 901.40   | 985.28   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 381.00   | 331.08   | 397.24   | 493.63   | 583.65   |
| 增长率(%)        | 229.52   | (13.10)  | 19.98    | 24.27    | 18.24    |
| EPS(元/股)      | 1.59     | 1.38     | 1.66     | 2.06     | 2.43     |
| 市盈率(P/E)      | 12.39    | 14.26    | 11.89    | 9.57     | 8.09     |
| 市净率(P/B)      | 2.27     | 2.20     | 1.85     | 1.61     | 1.40     |
| 市销率(P/S)      | 1.11     | 0.97     | 0.87     | 0.77     | 0.68     |
| EV/EBITDA     | 8.99     | 6.33     | 6.07     | 5.11     | 4.04     |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2024            | 2025            | 2026E           | 2027E           | 2028E           | 利润表(百万元)         | 2024          | 2025          | 2026E         | 2027E         | 2028E         |
|------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金             | 596.34          | 1,195.32        | 436.03          | 489.56          | 1,178.47        | 营业收入             | 4,240.19      | 4,891.64      | 5,450.39      | 6,119.46      | 6,924.61      |
| 应收票据及应收账款        | 1,050.99        | 998.30          | 1,093.55        | 1,334.20        | 1,434.40        | 营业成本             | 3,270.89      | 3,720.77      | 4,181.98      | 4,731.84      | 5,396.76      |
| 预付账款             | 24.97           | 19.30           | 27.62           | 26.38           | 35.73           | 营业税金及附加          | 15.20         | 17.72         | 27.25         | 18.36         | 20.77         |
| 存货               | 868.01          | 870.29          | 1,009.70        | 1,092.62        | 1,355.76        | 销售费用             | 222.92        | 208.55        | 218.02        | 238.66        | 263.14        |
| 其他               | 157.11          | 121.32          | 137.14          | 130.52          | 157.98          | 管理费用             | 253.95        | 286.68        | 305.22        | 336.57        | 346.23        |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>2,697.43</b> | <b>3,204.53</b> | <b>2,704.04</b> | <b>3,073.28</b> | <b>4,162.33</b> | 研发费用             | 97.45         | 101.44        | 109.01        | 110.15        | 110.79        |
| 长期股权投资           | 220.97          | 285.51          | 285.51          | 285.51          | 285.51          | 财务费用             | 41.52         | 97.19         | 100.48        | 84.23         | 70.43         |
| 固定资产             | 1,121.99        | 1,098.01        | 988.72          | 879.43          | 770.14          | 资产/信用减值损失        | (7.51)        | (48.78)       | (26.22)       | (27.50)       | (24.16)       |
| 在建工程             | 90.12           | 127.39          | 127.39          | 127.39          | 127.39          | 公允价值变动收益         | 20.54         | 11.24         | 15.50         | 1.50          | 4.00          |
| 无形资产             | 348.77          | 337.37          | 319.26          | 301.15          | 283.05          | 投资净收益            | 116.74        | 21.72         | 17.40         | 51.95         | 40.36         |
| 其他               | 672.02          | 717.34          | 653.84          | 671.16          | 662.03          | 其他               | 17.16         | 24.98         | 16.54         | 19.56         | 20.36         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>2,453.88</b> | <b>2,565.62</b> | <b>2,374.72</b> | <b>2,264.65</b> | <b>2,128.11</b> | <b>营业利润</b>      | <b>485.20</b> | <b>468.46</b> | <b>531.66</b> | <b>645.17</b> | <b>757.04</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>5,151.30</b> | <b>5,770.14</b> | <b>5,078.75</b> | <b>5,337.92</b> | <b>6,290.44</b> | 营业外收入            | 1.98          | 1.15          | 1.77          | 1.64          | 1.52          |
| 短期借款             | 551.39          | 1,507.66        | 343.98          | 115.68          | 200.00          | 营业外支出            | 7.38          | 3.13          | 4.95          | 5.15          | 4.41          |
| 应付票据及应付账款        | 883.15          | 818.68          | 1,114.96        | 1,056.00        | 1,423.91        | <b>利润总额</b>      | <b>479.81</b> | <b>466.48</b> | <b>528.48</b> | <b>641.65</b> | <b>754.15</b> |
| 其他               | 862.87          | 920.85          | 669.24          | 826.11          | 826.55          | 所得税              | 78.82         | 87.96         | 97.77         | 115.50        | 120.66        |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,297.41</b> | <b>3,247.19</b> | <b>2,128.18</b> | <b>1,997.79</b> | <b>2,450.46</b> | <b>净利润</b>       | <b>400.98</b> | <b>378.52</b> | <b>430.71</b> | <b>526.16</b> | <b>633.49</b> |
| 长期借款             | 99.88           | 112.00          | 100.00          | 100.00          | 100.00          | 少数股东损益           | 19.98         | 47.44         | 33.47         | 32.53         | 49.84         |
| 应付债券             | 0.00            | 0.00            | 65.92           | 21.97           | 29.30           | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>381.00</b> | <b>331.08</b> | <b>397.24</b> | <b>493.63</b> | <b>583.65</b> |
| 其他               | 153.12          | 179.72          | 129.19          | 154.01          | 154.31          | 每股收益（元）          | 1.59          | 1.38          | 1.66          | 2.06          | 2.43          |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>253.00</b>   | <b>291.72</b>   | <b>295.11</b>   | <b>275.98</b>   | <b>283.60</b>   |                  |               |               |               |               |               |
| <b>负债合计</b>      | <b>2,550.42</b> | <b>3,538.91</b> | <b>2,423.29</b> | <b>2,273.78</b> | <b>2,734.06</b> |                  |               |               |               |               |               |
| 少数股东权益           | 459.14          | 83.57           | 108.87          | 135.21          | 175.62          | <b>主要财务比率</b>    | <b>2024</b>   | <b>2025</b>   | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  | <b>2028E</b>  |
| 股本               | 239.79          | 239.84          | 239.84          | 239.84          | 239.84          | <b>成长能力</b>      |               |               |               |               |               |
| 资本公积             | 700.99          | 603.72          | 603.72          | 603.72          | 603.72          | 营业收入             | 36.56%        | 15.36%        | 11.42%        | 12.28%        | 13.16%        |
| 留存收益             | 1,198.81        | 1,447.14        | 1,747.39        | 2,147.12        | 2,620.26        | 营业利润             | 211.39%       | -3.45%        | 13.49%        | 21.35%        | 17.34%        |
| 其他               | 2.15            | (143.05)        | (44.36)         | (61.75)         | (83.05)         | 归属于母公司净利润        | 229.52%       | -13.10%       | 19.98%        | 24.27%        | 18.24%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>2,600.89</b> | <b>2,231.23</b> | <b>2,655.46</b> | <b>3,064.15</b> | <b>3,556.38</b> | <b>获利能力</b>      |               |               |               |               |               |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>5,151.30</b> | <b>5,770.14</b> | <b>5,078.75</b> | <b>5,337.92</b> | <b>6,290.44</b> | 毛利率              | 22.86%        | 23.94%        | 23.27%        | 22.68%        | 22.06%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净利率              | 8.99%         | 6.77%         | 7.29%         | 8.07%         | 8.43%         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROE              | 17.79%        | 15.42%        | 15.60%        | 16.85%        | 17.26%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | ROIC             | 25.06%        | 16.02%        | 20.79%        | 22.28%        | 24.67%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>偿债能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 资产负债率            | 49.51%        | 61.33%        | 47.71%        | 42.60%        | 43.46%        |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 净负债率             | 25.05%        | 28.92%        | 14.27%        | 3.99%         | -15.44%       |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 流动比率             | 1.17          | 0.99          | 1.27          | 1.54          | 1.70          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 速动比率             | 0.80          | 0.72          | 0.80          | 0.99          | 1.15          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>营运能力</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 应收账款周转率          | 5.16          | 4.77          | 5.21          | 5.04          | 5.00          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 存货周转率            | 6.23          | 5.63          | 5.80          | 5.82          | 5.66          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 总资产周转率           | 0.97          | 0.90          | 1.00          | 1.17          | 1.19          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标（元）</b>   |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股收益             | 1.59          | 1.38          | 1.66          | 2.06          | 2.43          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金流          | 0.97          | 2.40          | 1.61          | 1.71          | 3.55          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 每股净资产            | 8.66          | 8.95          | 10.62         | 12.21         | 14.10         |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | <b>估值比率</b>      |               |               |               |               |               |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市盈率              | 12.39         | 14.26         | 11.89         | 9.57          | 8.09          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | 市净率              | 2.27          | 2.20          | 1.85          | 1.61          | 1.40          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBITDA        | 8.99          | 6.33          | 6.07          | 5.11          | 4.04          |
|                  |                 |                 |                 |                 |                 | EV/EBIT          | 10.26         | 7.44          | 7.22          | 5.96          | 4.64          |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

## 天风证券研究

| 北京                    | 海口                                       | 上海                       | 深圳                          |
|-----------------------|------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088             | 邮编：570102                                | 邮编：200086                | 邮编：518000                   |
| 邮箱：research@tfzq.com  | 电话：(0898)-65365390                       | 电话：(8621)-65055515       | 电话：(86755)-23915663         |
|                       | 邮箱：research@tfzq.com                     | 传真：(8621)-61069806       | 传真：(86755)-82571995         |
|                       |                                          | 邮箱：research@tfzq.com     | 邮箱：research@tfzq.com        |