

开润股份（300577.SZ）

上半年收入增长 5%，服装代工引领增长

优于大市

核心观点

上半年收入增长 5%，费用率优化推动净利率提升。公司主营业务包括箱包、服装代工和品牌经营业务。上半年收入同比+5.0%至 25.5 亿元，归母净利润同比+13.1%至 2.1 亿元，扣非归母净利润同比+16.3%至 2.1 亿元。毛利率同比-0.9 个百分点至 23.8%，主因业务结构调整、原材料价格上涨所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比为-0.4/-0.3/0.0/-0.7 个百分点至 3.4%/5.4%/2.2%/1.2%，其中销售费用率下降主因市场营销运营费下降，管理费用率下降主因折旧、摊销费用下降，财务费用率下降主要受存款利息收入增加和汇兑损失减少带动。费用率优化推动净利率同比+0.6 个百分点至 8.3%。上半年拟每 10 股派发现金股利 2.65 元，分红率约 30%。

第二季度收入提速，净利率同比微升。第二季度收入同比+8.2%至 12.9 亿元，较一季度的 1.9%增速环比提升；归母净利润同比+10.8%至 1.1 亿元。毛利率同比-1.3 个百分点至 23.3%，销售/管理/财务费用率分别同比-0.2/+0.4/-0.2 个百分点；此外由于公司对嘉乐持股比例提升，少数股东损益占比同比下降叠加所得税率下行，共同带动归母净利率同比微升 0.2 个百分点至 8.7%。

服装代工延续高增，品牌业务承压但企稳态势明确。1) **代工业务：**上半年代工制造收入同比+10.0%至 23.1 亿元，毛利率同比-0.9 个百分点至 23.8%。其中，箱包代工收入同比+1.8%至 14.4 亿元，保持稳健增长；服装代工收入同比+27.2%至 8.6 亿元，主因公司聚焦核心大客户，优衣库、阿迪达斯、MUJI 等核心客户订单需求旺盛所致。2) **品牌业务：**上半年品牌业务营收同比-27.3%至 2.2 亿元，毛利率同比-1.2 个百分点至 22.9%，主因线下占比提升，结构性拉低品牌端整体毛利率。分渠道看，线上渠道收入约 4600 万元，毛利率同比提升 3.3 个百分点至 42.3%，线下渠道收入 1.77 亿元，毛利率约 18%。分品牌看，小米箱包业务 5-6 月销售同比降幅收窄，企稳态势明确；90 分单月收入降幅持续收窄，6 月已实现同比增长。

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。上半年公司服装制造业务营收增速亮眼，优衣库、adidas、MUJI 等头部客户订单需求旺盛；箱包制造业务通过向既有客户延展拉杆箱品类、承接小单快返需求，叠加下半年较低基数，收入增速有望较上半年改善。公司在中国、印尼、印度的产能布局具备差异化优势，若印尼、印度面向欧美市场的关税政策按预期落地，将进一步拓宽订单承接空间，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。基于上半年箱包代工和品牌增速不及预期，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.8/4.2/4.4 亿元（前值为 4.5/5.0/5.4 亿元），分别同比+14.2%/10.0%/6.9%，基于盈利预测下调，下调目标价至 20.5-22.1 元（前值为 24.9-26.7 元），对应 2026 年 13-14x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

纺织服饰·服装家纺

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

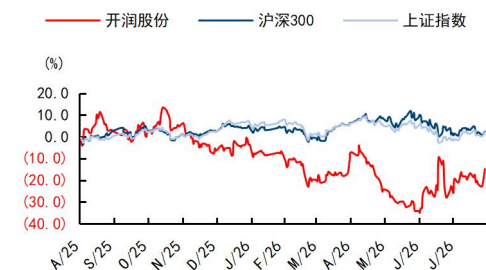
liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	20.50 - 22.10 元
收盘价	19.13 元
总市值/流通市值	4588/2727 百万元
52 周最高价/最低价	26.53/14.23 元
近 3 个月日均成交额	90.14 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

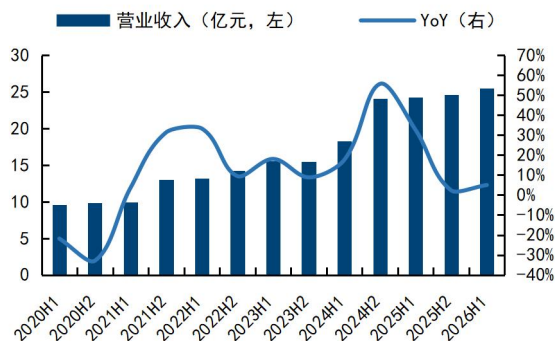
- 《开润股份(300577.SZ)-2025 年箱包与服装代工双轮驱动增长，服装代工盈利持续改善》——2026-04-29
- 《开润股份(300577.SZ)-第三季度收入增长 8%，盈利能力持续改善》——2025-11-02
- 《开润股份(300577.SZ)-上半年收入增长 33%，盈利能力持续改善》——2025-09-01
- 《开润股份(300577.SZ)-2024 年箱包代工收入增长 20%，服装代工并表嘉乐》——2025-04-28
- 《开润股份(300577.SZ)-第三季度收入增长 64%，嘉乐并表贡献部分增量》——2024-10-31

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	5,164	5,421	5,712
(+/-%)	36.6%	15.4%	5.6%	5.0%	5.4%
净利润(百万元)	381	331	378	416	445
(+/-%)	229.5%	-13.1%	14.2%	10.0%	6.9%
每股收益(元)	1.59	1.38	1.58	1.74	1.86
EBIT Margin	11.7%	13.7%	11.2%	11.6%	11.7%
净资产收益率(ROE)	17.8%	15.4%	16.1%	16.2%	15.9%
市盈率(PE)	12.0	13.9	12.1	11.0	10.3
EV/EBITDA	12.1	10.2	10.5	9.4	8.7
市净率(PB)	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6

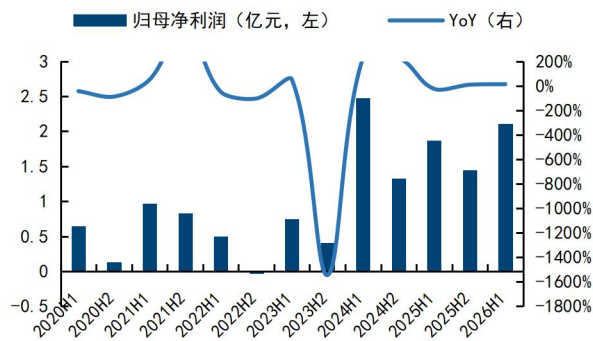
资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图1: 公司半年度营业收入及增速 (单位: 亿元)



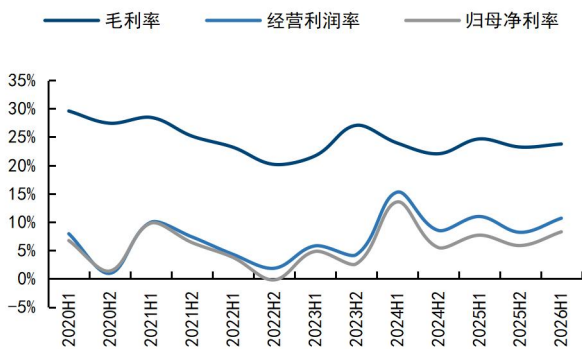
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2: 公司半年度归母净利润及增速 (单位: 亿元)



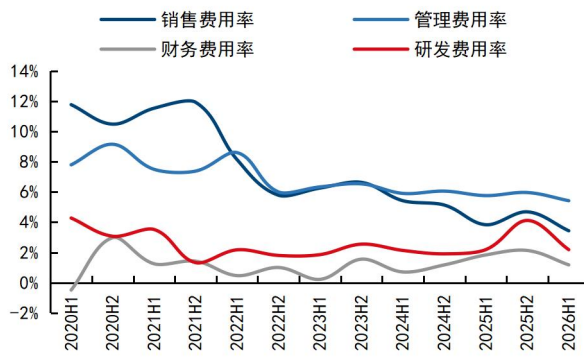
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 公司半年度毛利率、经营利润率、归母净利率



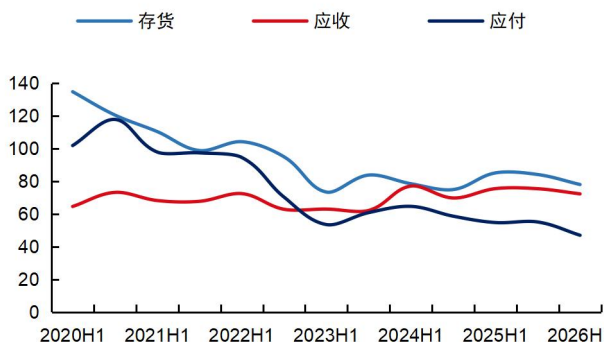
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 公司半年度四项费用率变化情况



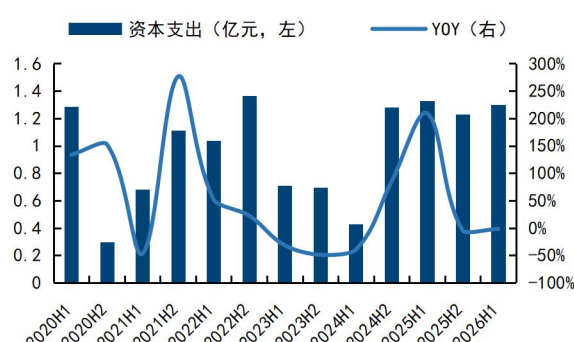
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 公司半年度营运资金周转天数



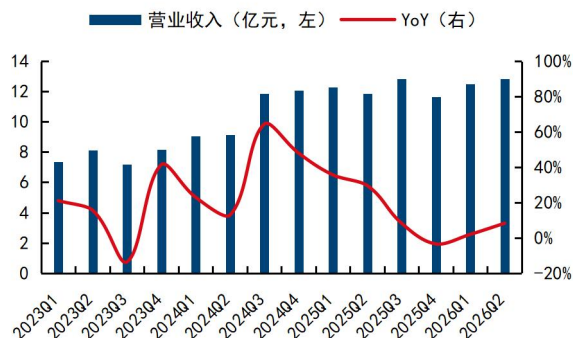
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 公司半年度资本开支 (亿元)



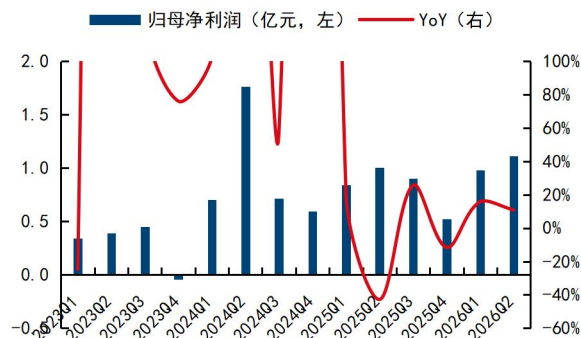
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司分季度营业收入及增速（单位：亿元）



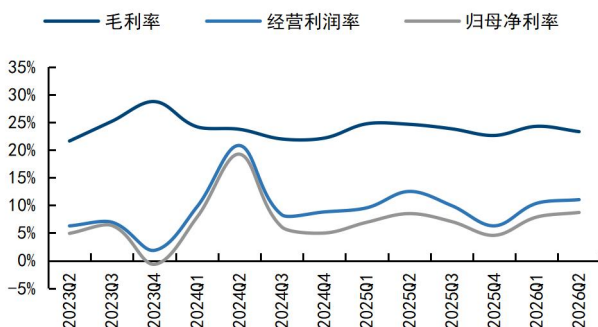
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图8：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



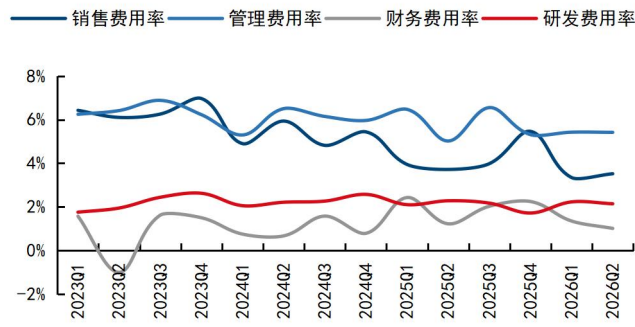
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

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

上半年公司服装制造业务营收增速亮眼，优衣库、adidas、MUJI 等头部客户订单需求旺盛；箱包制造业务通过向既有客户延展拉杆箱品类、承接小单快返需求，叠加下半年较低基数，收入增速有望较上半年改善。公司在中国、印尼、印度的产能布局具备差异化优势，若印尼、印度面向欧美市场的关税政策按预期落地，将进一步拓宽订单承接空间，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。基于上半年箱包代工和品牌增速不及预期，我们下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.8/4.2/4.4 亿元（前值为 4.5/5.0/5.4 亿元），分别同比+14.2%/10.0%/6.9%，基于盈利预测下调，下调目标价至 20.5-22.1 元（前值为 24.9-26.7 元），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	5,164	5,421	5,712
(+/-%)	36.6%	15.4%	5.6%	5.0%	5.4%
净利润(百万元)	381	331	378	416	445
(+/-%)	229.5%	-13.1%	14.2%	10.0%	6.9%
每股收益(元)	1.59	1.38	1.58	1.74	1.86
EBITMargin	11.7%	13.7%	11.2%	11.6%	11.7%
净资产收益率(ROE)	17.8%	15.4%	16.1%	16.2%	15.9%
市盈率(PE)	12.0	13.9	12.1	11.0	10.3
EV/EBITDA	12.1	10.2	10.5	9.4	8.7
市净率(PB)	2.1	2.1	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	公司	投资	收盘价	EPS			PE			g	PEG	总市值 人民币亿元
代码	名称	评级	人民币	2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E	2025-2027	2026	
300577.SZ	开润股份	优于大市	19.13	1.38	1.58	1.74	13.9	12.1	11.0	12.3%	0.90	46
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	31.65	3.88	3.04	3.67	8.2	10.4	8.6	-2.7%	-3.16	481
300979.SZ	华利集团	优于大市	33.71	2.75	1.97	2.49	12.3	17.1	13.5	-4.8%	-2.84	393
002003.SZ	伟星股份	优于大市	11.73	0.54	0.61	0.69	21.6	19.4	17.0	12.7%	1.34	139

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）	2024	2025	2026E	2027E	2028E	利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	596	1195	1195	1195	1195	营业收入	4240	4892	5164	5421	5712
应收款项	1070	1012	1069	1122	1182	营业成本	3271	3721	3960	4141	4361
存货净额	868	870	924	963	1012	营业税金及附加	15	18	18	19	20
其他流动资产	122	126	134	140	148	销售费用	223	209	207	217	228
流动资产合计	2697	3205	3322	3421	3538	管理费用	251	292	414	430	448
固定资产	1212	1225	726	774	804	财务费用	42	97	66	69	72
无形资产及其他	349	337	324	310	297	投资收益	117	22	(10)	(11)	(11)
投资性房地产	672	717	717	717	717	资产减值及公允价值变动	57	54	(32)	(34)	(36)
长期股权投资	221	286	286	286	286	其他收入	(128)	(163)	32	33	34
资产总计	5151	5770	5374	5508	5642	营业利润	485	468	489	534	570
短期借款及交易性金融负债	1148	1729	1238	1020	773	营业外净收支	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
应付款项	883	819	869	906	952	利润总额	480	466	487	532	568
其他流动负债	266	700	470	490	515	所得税费用	79	88	78	85	91
流动负债合计	2297	3247	2577	2416	2240	少数股东损益	20	47	31	31	33
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	378	416	445
其他长期负债	153	180	180	180	180						
长期负债合计	253	292	352	412	472	现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	2550	3539	2929	2828	2712	净利润	381	331	378	416	445
少数股东权益	459	84	100	116	133	资产减值准备	(15)	41	592	24	24
股东权益	2142	2148	2346	2564	2797	折旧摊销	92	129	139	158	174
负债和股东权益总计	5151	5770	5374	5508	5642	公允价值变动损失	(57)	(54)	32	34	36
						财务费用	42	97	66	69	72
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(830)	443	295	(18)	(22)
每股收益	1.59	1.38	1.58	1.74	1.86	其它	30	(16)	(575)	(8)	(7)
每股红利	0.40	0.66	0.75	0.83	0.88	经营活动现金流	(399)	875	861	606	649
每股净资产	8.93	8.95	9.78	10.69	11.66	资本开支	0	(219)	(250)	(250)	(250)
ROIC	15%	15%	13%	15%	15%	其它投资现金流	52	40	0	0	0
ROE	18%	15%	16%	16%	16%	投资活动现金流	464	(243)	(250)	(250)	(250)
毛利率	23%	24%	23%	24%	24%	权益性融资	(2)	0	0	0	0
EBIT Margin	12%	14%	11%	12%	12%	负债净变化	(121)	12	50	50	50
EBITDA Margin	14%	16%	14%	14%	15%	支付股利、利息	(96)	(158)	(180)	(198)	(212)
收入增长	37%	15%	6%	5%	5%	其它融资现金流	708	258	(491)	(218)	(247)
净利润增长率	230%	-13%	14%	10%	7%	融资活动现金流	(122)	(33)	(611)	(356)	(399)
资产负债率	58%	63%	56%	53%	50%	现金净变动	(57)	599	0	0	0
息率	2.1%	3.4%	3.9%	4.3%	4.6%	货币资金的期初余额	653	596	1195	1195	1195
P/E	12.0	13.9	12.1	11.0	10.3	货币资金的期末余额	596	1195	1195	1195	1195
P/B	2.1	2.1	2.0	1.8	1.6	企业自由现金流	0	898	671	418	463
EV/EBITDA	12.1	10.2	10.5	9.4	8.7	权益自由现金流	0	1169	192	214	239

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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