开润股份（300577.SZ）

第三季度收入下降3%，箱包代工增速环比改善

优于大市

核心观点

前三季度收入增长2%，费用率优化与少数股东损益占比下降推动净利率提升。公司主营业务包括箱包、服装代工和品牌经营业务。前三季度收入同比+2.2%至38.0亿元，归母净利润同比+12.7%至3.13亿元，扣非归母净利润同比+17.0%至3.00亿元。毛利率同比-0.5pct至23.8%，主因业务结构调整、原材料价格影响及去年同期高毛利订单基数所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比-0.3/-0.4/+0.1/-0.6pct至3.6%/5.7%/2.2%/1.3%，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。费用率优化叠加嘉乐持股比例提升带动少数股东损益占比下降，归母净利率同比+0.8pct至8.2%。经营活动现金流净额同比-8.3%至3.95亿元。

第三季度收入受高基数影响小幅下滑，毛利率小幅提升，财务费用率改善明显。第三季度收入同比-3.1%至12.5亿元，主因去年同期高基数及品牌经营业务下滑所致；归母净利润同比+11.9%至1.02亿元，扣非归母净利润同比+18.8%至0.90亿元，扣非增速较快主因去年同期私募股权投资项目公允价值收益基数较高所致。毛利率同比+0.1pct至23.9%，主因代工端客户结构优化与生产效率提升所致。销售/管理/研发/财务费用率分别同比+0.0/-0.4/+0.2/-0.6pct至4.0%/6.2%/2.4%/1.4%，财务费用率下降主因单季汇兑损失降至约1200万元（去年同期近2000万元）。费用率优化叠加嘉乐持股比例提升，归母净利率同比+1.1pct至8.1%。

箱包代工增速环比改善，服装代工受高基数拖累持平，90分单季度恢复正增长。1）代工业务：第三季度制造收入约11.1亿元，同比低单位数增长。其中，箱包代工收入约6.7亿元，同比中低单位数增长，增速较上半年略有提升，主因VF等休闲户外客户及阿迪达斯等新客户增量贡献；服装代工收入同比基本持平，主因去年同期世界杯相关服装订单集中导入抬高基数所致。**2）品牌业务：**第三季度收入约1.5亿元，同比下滑约20%，其中小米业务约1亿元、90分约0.4亿元；小米业务受小米自身品牌流量影响，生态链品类收入普遍下滑；90分单季收入已恢复正增长、全年有望同比持平，公司预计四季度增速环比继续改善。

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。三季度服装制造受去年同期世界杯订单影响，收入同比基本持平，优衣库、MUJI等休闲客户订单稳健；箱包制造收入增速环比回升，VF等户外客户及Adidas等新客户增量贡献，整体下半年有望进一步改善。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。基于三季度收入不及预期，我们小幅下调盈利预测，预计2026-2028年归母净利润分别为3.7/4.0/4.2亿元（前值为3.8/4.2/4.4亿元），分别同比+12.8%/8.2%/5.1%，基于盈利预测下调，下调合理估值至20.2~21.8元（前值为20.5~22.1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	20.20 - 21.80元
收盘价	17.00元
总市值/流通市值	4077/2424百万元
52周最高价/最低价	26.53/14.23元
近3个月日均成交额	66.50百万元

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）-上半年收入增长5%，服装代工引领增长》——2026-08-30
《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

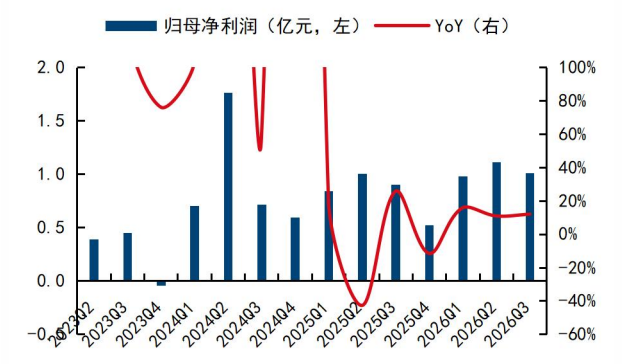
盈利预测和财务指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,240	4,892	5,048	5,275	5,498
(+/-%)	36.6%	15.4%	3.2%	4.5%	4.2%
净利润(百万元)	381	331	373	404	424
(+/-%)	229.5%	-13.1%	12.8%	8.2%	5.1%
每股收益（元）	1.59	1.38	1.56	1.68	1.77
EBIT Margin	11.7%	13.7%	11.4%	11.6%	11.7%
净资产收益率（ROE）	17.8%	15.4%	15.9%	15.8%	15.3%
市盈率（PE）	10.7	12.3	10.9	10.1	9.6
EV/EBITDA	11.3	9.5	9.8	8.9	8.2
市净率（PB）	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5

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）

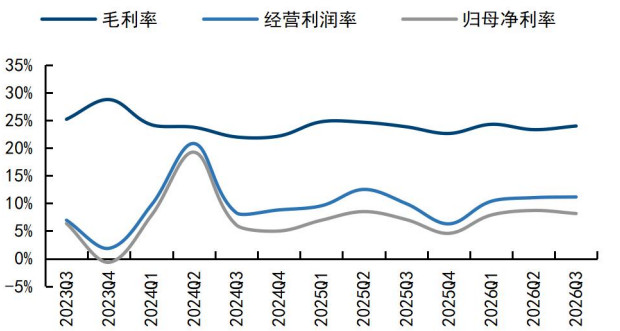
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理。

图2：公司分季度归母净利润及增速（单位：亿元）



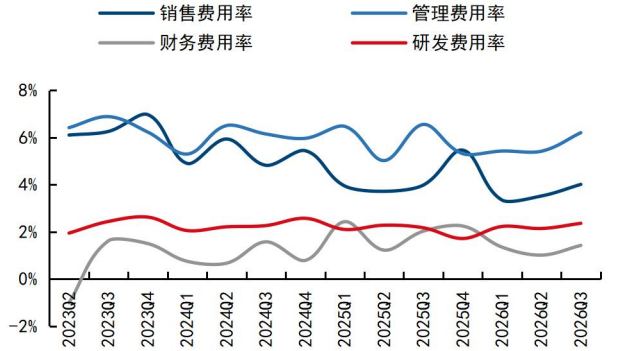
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：公司分季度毛利率、经营利润率、归母净利率



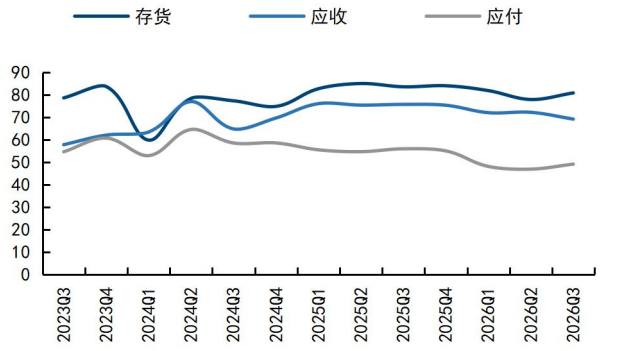
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司分季度四项费用率变化情况



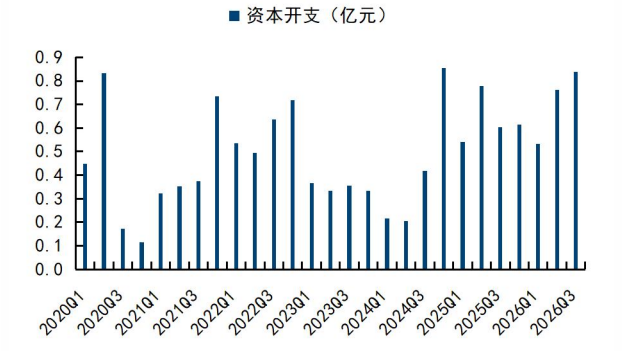
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司分季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：公司分季度资本开支（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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

三季度服装制造受去年同期世界杯订单影响，收入同比基本持平，优衣库、MUJI 等休闲客户订单稳健；箱包制造收入增速环比回升，VF 等户外客户及 Adidas 等新客户增量贡献，整体下半年有望进一步改善。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。基于三季度收入不及预期，我们小幅下调盈利预测，预计 2026-2028 年归母净利润分别为 3.7/4.0/4.2 亿元（前值为 3.8/4.2/4.4 亿元），分别同比+12.8%/8.2%/5.1%，基于盈利预测下调，下调合理估值至 20.2~21.8 元（前值为 20.5~22.1 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	5,048	5,275	5,498
(+/-%)	36.6%	15.4%	3.2%	4.5%	4.2%
净利润(百万元)	381	331	373	404	424
(+/-%)	229.5%	-13.1%	12.8%	8.2%	5.1%
每股收益（元）	1.59	1.38	1.56	1.68	1.77
EBITMargin	11.7%	13.7%	11.4%	11.6%	11.7%
净资产收益率（ROE）	17.8%	15.4%	15.9%	15.8%	15.3%
市盈率（PE）	10.7	12.3	10.9	10.1	9.6
EV/EBITDA	11.3	9.5	9.8	8.9	8.2
市净率（PB）	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5

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

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2025A	EPS 2026E	EPS 2027E	PE 2025A	PE 2026E	PE 2027E	g 2025-2027	PEG 2026	总市值人民币亿元
300577.SZ	开润股份	优于大市	17.00	1.38	1.56	1.68	12.3	10.9	10.1	10.4%	0.97	41
可比公司												
2313.HK	申洲国际	优于大市	31.08	3.88	3.04	3.67	8.0	10.2	8.5	-2.7%	-3.11	467
300979.SZ	华利集团	优于大市	38.55	2.75	2.00	2.54	14.0	19.3	15.2	-3.9%	-3.90	450
002003.SZ	伟星股份	优于大市	12.35	0.54	0.62	0.70	22.8	20.1	17.6	13.7%	1.29	147

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
现金及现金等价物	596	1195	1195	1195	1195
应收款项	1070	1012	1045	1092	1138
存货净额	868	870	901	936	973
其他流动资产	122	126	131	136	142
流动资产合计	**2697**	**3205**	**3271**	**3359**	**3449**
固定资产	1212	1225	726	774	806
无形资产及其他	349	337	324	310	297
投资性房地产	672	717	717	717	717
长期股权投资	221	286	286	286	286
资产总计	**5151**	**5770**	**5325**	**5447**	**5554**
短期借款及交易性金融负债	1148	1729	1224	1009	763
应付款项	883	819	847	880	916
其他流动负债	266	700	458	476	495
流动负债合计	**2297**	**3247**	**2530**	**2365**	**2173**
长期借款及应付债券	100	112	172	232	292
其他长期负债	153	180	180	180	180
长期负债合计	**253**	**292**	**352**	**412**	**472**
负债合计	**2550**	**3539**	**2882**	**2777**	**2645**
少数股东权益	459	84	99	115	132
股东权益	2142	2148	2343	2555	2777
负债和股东权益总计	**5151**	**5770**	**5325**	**5447**	**5554**

关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E
每股收益	1.59	1.38	1.56	1.68	1.77
每股红利	0.40	0.66	0.74	0.80	0.84
每股净资产	8.93	8.95	9.77	10.65	11.58
ROIC	15%	15%	13%	14%	15%
ROE	18%	15%	16%	16%	15%
毛利率	23%	24%	23%	24%	24%
EBIT Margin	12%	14%	11%	12%	12%
EBITDA Margin	14%	16%	14%	15%	15%
收入增长	37%	15%	3%	4%	4%
净利润增长率	230%	-13%	13%	8%	5%
资产负债率	58%	63%	56%	53%	50%
息率	2.4%	3.9%	4.4%	4.7%	5.0%
P/E	10.7	12.3	10.9	10.1	9.6
P/B	1.9	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	11.3	9.5	9.8	8.9	8.2

利润表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	**4240**	**4892**	**5048**	**5275**	**5498**
营业成本	3271	3721	3863	4027	4198
营业税金及附加	15	18	18	18	19
销售费用	223	209	202	211	220
管理费用	251	292	405	418	431
财务费用	42	97	65	67	69
投资收益	117	22	(10)	(11)	(11)
资产减值及公允价值变动	57	54	(31)	(33)	(34)
其他收入	(128)	(163)	32	33	34
营业利润	485	468	485	522	548
营业外净收支	(5)	(2)	(2)	(2)	(2)
利润总额	480	466	483	520	546
所得税费用	**79**	**88**	**80**	**86**	**90**
少数股东损益	20	47	30	30	32
归属于母公司净利润	381	331	373	404	424

现金流量表（百万元）	2024	2025	2026E	2027E	2028E
净利润	381	331	373	404	424
资产减值准备	(15)	41	592	25	24
折旧摊销	92	129	139	158	174
公允价值变动损失	(57)	(54)	31	33	34
财务费用	42	97	65	67	69
营运资本变动	(830)	443	312	(12)	(11)
其它	30	(16)	(576)	(9)	(8)
经营活动现金流	**(399)**	**875**	**872**	**598**	**638**
资本开支	0	(219)	(250)	(250)	(250)
其它投资现金流	52	40	0	0	0
投资活动现金流	**464**	**(243)**	**(250)**	**(250)**	**(250)**
权益性融资	(2)	0	0	0	0
负债净变化	(121)	12	50	50	50
支付股利、利息	(96)	(158)	(178)	(192)	(202)
其它融资现金流	708	258	(504)	(216)	(246)
融资活动现金流	**(122)**	**(33)**	**(622)**	**(348)**	**(388)**
现金净变动	**(57)**	**599**	**0**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	653	596	1195	1195	1195
货币资金的期末余额	596	1195	1195	1195	1195
企业自由现金流	0	898	680	408	449
权益自由现金流	0	1169	189	207	227

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±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±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