

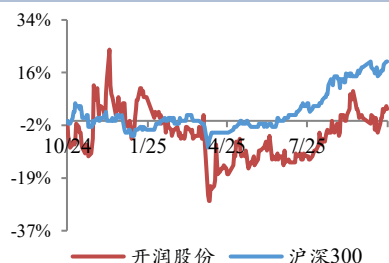
25Q3 业绩持续增长，盈利能力稳定提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-10-29

收盘价（元）	23.04
近 12 个月最高/最低（元）	30.99/15.20
总股本（百万股）	240
流通股本（百万股）	140
流通股比例（%）	58.27
总市值（亿元）	55
流通市值（亿元）	32

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：徐偲

执业证书号：S0010523120001

邮箱：xucai@hazq.com

分析师：余倩莹

执业证书号：S0010524040004

邮箱：yuqianying@hazq.com

相关报告

1.25H1 业绩高增长，代工业务利润率进一步提升 2025-08-28

2.业绩增长亮眼，盈利能力有望进一步提升 2025-04-28

3.开润股份：24Q3 并表上海嘉乐，业绩高增长 2024-10-31

主要观点：

● 事件：公司发布 2025 年第三季度报告

公司发布 2025 年第三季度报告，2025 年前三季度实现营业收入 37.19 亿元，同比增长 22.94%；实现归母净利润 2.78 亿元，同比下降 13.38%。单季度来看，2025 年第三季度实现营业收入 12.91 亿元，同比增长 8.23%；实现归母净利润 0.91 亿元，同比增长 25.62%。

● 毛利率和净利率提升，上海嘉乐并表影响各项费用率

2025 年前三季度公司毛利率为 24.36%，同比+1.2pct；销售/管理/研发/财务费用率为 3.89%/6.03%/2.19%/1.9%，同比-1.3/+0.03/-0.002/+0.85 pct；归母净利率为 7.47%，同比-3.13pct。2025 年第三季度公司毛利率为 23.8%，同比+1.84pct；销售/管理/研发/财务费用率为 3.98%/6.55%/2.17%/2.03%，同比-0.84/+0.40/-0.09/+0.45pct；归母净利率为 7.04%，同比+0.98pct。公司财务费用率提升主要系上海嘉乐并表导致汇兑损失增加所致。

● 收购上海嘉乐 20%股份，进一步提升控制力

2025 年 9 月 22 日，公司董事会审议通过《关于全资子公司收购上海嘉乐股份有限公司 20%股份的议案》。公司全资子公司滁州米润拟以自有资金或自筹资金人民币 28,000 万元收购玖安投资持有的上海嘉乐 20%股份。截至 2025 年 10 月 9 日，已完成交割，滁州米润持有上海嘉乐 71.8480%股份。2024 年 6 月，公司通过收购取得优衣库针织服装核心供应商上海嘉乐的控制权，公司主营业务全面进入纺织服装及面料生产制造领域，本次交易进一步提升公司对上海嘉乐的控制力与管理效率，有助于增强公司整体战略协同与资源整合，提高运营和决策管理效率，降低管理成本，实现公司整体资源的优化配置。未来公司将在做好箱包代工制造业务的基础上，依托上海嘉乐优秀的生产制造能力、差异化的全球产能布局，进一步在服装及面辅料代工制造领域进行探索和深耕，为公司的发展成长打开更大空间。

● 投资建议

一方面，公司为箱包代工头部企业，依托印尼、中国滁州、印度的全球化产能布局优势，积极提升在老客户中的份额和开拓新客户，并收购上海嘉乐拓展纺织服装及面料领域收入新增量。另一方面，随着出行消费复苏，公司重建品牌推广体系、梳理产品系列、快速推陈出新，自有品牌业务稳步发展。我们预计公司 2025-2027 年营收分别为 52.34/61.4/70.55 亿元，分别同比增长 23.4%/17.3%/14.9%；归母净利润分别为 3.67/4.57/5.55 亿元，分别同比变化-3.6%/+24.3%/+21.4%；EPS 分别为 1.53/1.9/2.31 元，截至 2025 年 10 月 29 日，对应 PE 分别为 15.03/12.1/9.96 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

客户集中度较高的风险，原材料价格波动与劳动力成本上升风险，经营规模扩张带来的管控风险，汇率波动的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4240	5234	6140	7055
收入同比（%）	36.6%	23.4%	17.3%	14.9%
归属母公司净利润	381	367	457	555
净利润同比（%）	229.5%	-3.6%	24.3%	21.4%
毛利率（%）	22.9%	23.9%	24.0%	24.1%
ROE（%）	17.8%	15.7%	16.6%	17.0%
每股收益（元）	1.59	1.53	1.90	2.31
P/E	15.63	15.03	12.10	9.96
P/B	2.78	2.35	2.00	1.70
EV/EBITDA	13.34	9.31	7.27	5.77

资料来源：wind，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 29 日收盘价计算）

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元					
会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E		会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	2697	3182	4063	5017		营业收入	4240	5234	6140	7055
现金	596	909	1405	1862		营业成本	3271	3985	4664	5356
应收账款	1051	1065	1306	1553		营业税金及附加	15	21	25	28
其他应收款	19	27	27	33		销售费用	223	280	316	360
预付账款	25	25	29	36		管理费用	254	330	381	430
存货	868	1002	1130	1355		财务费用	42	23	19	11
其他流动资产	138	154	166	177		资产减值损失	-37	-2	-2	-2
非流动资产	2454	2331	2184	2037		公允价值变动收益	21	0	0	0
长期投资	221	211	201	191		投资净收益	117	0	0	0
固定资产	1122	1005	884	757		营业利润	485	468	581	705
无形资产	349	340	331	322		营业外收入	2	2	2	2
其他非流动资产	762	774	769	766		营业外支出	7	4	4	4
资产总计	5151	5512	6248	7054		利润总额	480	466	579	703
流动负债	2297	2415	2696	2955		所得税	79	79	98	120
短期借款	551	571	591	611		净利润	401	387	481	584
应付账款	634	725	869	1004		少数股东损益	20	19	24	29
其他流动负债	1112	1119	1235	1340		归属母公司净利润	381	367	457	555
非流动负债	253	271	291	311		EBITDA	497	626	738	858
长期借款	100	120	140	160		EPS（元）	1.59	1.53	1.90	2.31
其他非流动负债	153	151	151	151						
负债合计	2550	2686	2987	3266						
少数股东权益	459	478	503	532						
股本	240	240	240	240						
资本公积	701	654	654	654						
留存收益	1201	1454	1864	2363						
归属母公司股东权益	2142	2348	2758	3256						
负债和股东权益	5151	5512	6248	7054						

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	232	581	546	522
净利润	401	387	481	584
折旧摊销	107	137	140	144
财务费用	61	35	37	39
投资损失	-117	0	0	0
营运资金变动	-210	21	-127	-261
其他经营现金流	601	367	623	861
投资活动现金流	-247	-13	-6	-9
资本支出	-166	-10	-14	-17
长期投资	-110	8	8	8
其他投资现金流	29	-10	0	0
筹资活动现金流	-51	-244	-43	-55
短期借款	252	20	20	20
长期借款	-121	20	20	20
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-29	-47	0	0
其他筹资现金流	-153	-237	-83	-95
现金净增加额	-68	313	496	457

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	4240	5234	6140	7055
营业成本	3271	3985	4664	5356
营业税金及附加	15	21	25	28
销售费用	223	280	316	360
管理费用	254	330	381	430
财务费用	42	23	19	11
资产减值损失	-37	-2	-2	-2
公允价值变动收益	21	0	0	0
投资净收益	117	0	0	0
营业利润	485	468	581	705
营业外收入	2	2	2	2
营业外支出	7	4	4	4
利润总额	480	466	579	703
所得税	79	79	98	120
净利润	401	387	481	584
少数股东损益	20	19	24	29
归属母公司净利润	381	367	457	555
EBITDA	497	626	738	858
EPS（元）	1.59	1.53	1.90	2.31

主要财务比率

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	36.6%	23.4%	17.3%	14.9%
营业利润	211.4%	-3.5%	24.2%	21.4%
归属于母公司净利润	229.5%	-3.6%	24.3%	21.4%
获利能力				
毛利率（%）	22.9%	23.9%	24.0%	24.1%
净利率（%）	9.0%	7.0%	7.4%	7.9%
ROE（%）	17.8%	15.7%	16.6%	17.0%
ROIC（%）	8.4%	10.1%	11.0%	11.7%
偿债能力				
资产负债率（%）	49.5%	48.7%	47.8%	46.3%
净负债比率（%）	98.1%	95.0%	91.6%	86.2%
流动比率	1.17	1.32	1.51	1.70
速动比率	0.74	0.85	1.03	1.18
营运能力				
总资产周转率	0.97	0.98	1.04	1.06
应收账款周转率	5.16	4.95	5.18	4.94
应付账款周转率	6.14	5.87	5.85	5.72
每股指标（元）				
每股收益	1.59	1.53	1.90	2.31
每股经营现金流	0.97	2.42	2.28	2.17
每股净资产	8.93	9.79	11.50	13.58
估值比率				
P/E	15.63	15.03	12.10	9.96
P/B	2.78	2.35	2.00	1.70
EV/EBITDA	13.34	9.31	7.27	5.77

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2025 年 10 月 29 日收盘价计算）

分析师与研究助理简介

分析师：徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

分析师：余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。