

首次覆盖：海澜之家深度报告： 男装龙头地位稳固，联合巨头拓展增量业务

600398 CH
HLA Group
Rating: OUTPERFORM
Target Price: Rmb8.56

Kai Sheng
k.sheng@htisec.com

Xi Liang
xi.liang@htisec.com

Xiaorui Hu
amber.xr.hu@htisec.com

投资要点：

- **国内男装龙头，新渠道业务潜力可期。**海澜之家作为国内男装龙头地位稳固，市占率常年保持第一。公司与京东合作打造“轻资产、更下沉、壁垒高、全域打通”的京东奥莱，携手 Adidas 在低线城市开设 FCC 店铺。公司凭借自身渠道拓展运营强项与智慧物流优势，联合巨头拓展性价比消费增量业务。我们看好公司新渠道业务潜力，并在本篇报告中提供详细的业务测算结果。
- **主品牌拥抱渠道优化，掘金海外市场。**海澜之家主品牌持续加大研发投入，扩充极光鹅绒、凉感科技等在内的产品科技阵营；稳步推进直营优质店铺拓展、低效店铺调整优化，毛利率不断提升；目前主品牌已进入海外七国市场，23 年海外收入 2.7 亿元，同比增长 24.0%。明年将新增中东、中亚市场布局。
- **Adidas FCC：携手 Adidas 开拓低线运动市场。**FCC 项目是 Adidas 增加大中华区低线城市布局的重要抓手，2024 年 Adidas 大中华区店铺预计 7500 家，与峰值（12000 家）相比仍有较大空间。**海澜之家凭借优秀的渠道开拓、运营能力与 Adidas 强强联合，2024 年 FCC 店铺预计超 400 家，超 Adidas 管理层预期。**预计明后年将迎来新店增加+老店爬坡双击，利润释放可观。
- **京东奥莱：线上“三升级、一保障”，线下“小奥莱”大尝试。**京东奥莱线上属于此前线上运动奥莱模式跑通后的全新升级，**我们预计在“京东背书升级、品类拓宽升级、合作模式升级、原班人马保障”下，业绩增长确定性较高；**京东奥莱线下则由海澜之家、京东、购物中心三方合力、优势互补、利益联结，公司发挥门店运营与现代化仓储物流优势，**打造与传统奥莱相区别的“轻资产、更下沉、壁垒高、全域打通”的全新“小奥莱”业态。**在“筑巢引凤”需求下，预计线下门店将加快拓展，实现“规模-品牌话语权”的良性循环。
- **投资建议。**公司作为国内男装龙头，主品牌国货底蕴深厚，未来有望凭借产品创新、渠道优化、出海探索等巩固优势；此外公司联合 Adidas、京东等巨头，充分发挥自身稀缺的渠道开拓、运营、管理能力，以 Adidas FCC、京东奥莱等形式深度布局性价比消费。我们预计 2024、2025、2026 年公司营业收入分别为 207.7、241.3、281.3 亿元，归母净利润分别为 22.6、26.4、30.5 亿元。**其中 2025 年归母净利润预计同比增长 3.8 亿元，其中主品牌/京东奥莱线上/京东奥莱线下/Adidas FCC 预计分别贡献 1.0/0.6/1.0/0.4 亿元。**鉴于 Adidas FCC、京东奥莱等业务与传统业务区别较大，且增速较高，我们采用分部估值法，分别给予主品牌、京东奥莱线上、京东奥莱线下、Adidas FCC 2025PE 14X、20X、40X、20X，对应目标价 8.56 元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**经济增速放缓，消费复苏偏弱，库存压力增加，京东奥莱线上平台业绩增长缓慢，京东奥莱线下拓店不及预期，Adidas FCC 店效爬坡缓慢。

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司，海通证券印度私人有限公司，海通国际株式会社和海通国际证券集团其他各成员单位的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。关于海通国际的分析师证明，重要披露声明和免责声明，请参阅附录。(Please see appendix for English translation of the disclaimer)

主要财务数据及预测

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万)	18562	21528	20770	24126	28129
(+/-)YoY(%)	-8.1%	16.0%	-3.5%	16.2%	16.6%
净利润 (百万元)	2155	2952	2262	2639	3053
(+/-)YoY(%)	-13.5%	37.0%	-23.4%	16.6%	15.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.45	0.61	0.47	0.55	0.64
毛利率(%)	42.9%	44.5%	44.7%	44.0%	42.9%
净资产收益率(%)	14.8%	18.4%	12.0%	13.8%	15.8%

资料来源：公司年报 (2022-2023)，HTI

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 国内男装龙头，市值企稳向上.....	5
2. 主品牌：拥抱渠道优化，掘金海外市场.....	8
3. 成长品牌及团购：多赛道布局，捕捉机会.....	11
4. 入局运动赛道，加码京东奥莱.....	12
4.1 Adidas FCC：携手 Adidas 开拓低线运动市场.....	13
4.2 京东奥莱线上：“三升级、一保障”，业绩增长确定性高.....	14
4.3 京东奥莱线下：连结各方利益，“小”奥莱大尝试.....	15
5. 盈利预测与估值.....	19
6. 风险提示.....	22
附表 前十大股东：.....	23
财务报表分析和预测.....	24

图目录

图 1	海澜之家股权结构（截至 2024Q3）	5
图 2	中国男装市场竞争激烈，海澜之家龙头地位稳固	6
图 3	公司营收&利润大幅领先国内其他男装品牌（2023 年）	6
图 4	海澜之家市值复盘	7
图 5	海澜之家主品牌营收占比 70%左右	8
图 6	海澜之家各品牌营业收入同比增速	8
图 7	海澜之家持续加大研发投入	8
图 8	凉感 T 恤对比——海澜之家 vs 优衣库	9
图 9	海澜之家主品牌店铺数量&店效变化	9
图 10	海澜之家主品牌毛利率不断提升	9
图 11	海澜之家海外营收增长较快	10
图 12	海澜之家海外地区毛利率高于国内	10
图 13	成长品牌历经调整，当前收入体量 20 亿元	11
图 14	团购业务近 8 年 CAGR+2.7%	11
图 15	2023 年斯搏兹贡献投资收益 3402.2 万元	12
图 16	斯搏兹、京新海股权结构一览	13
图 17	Adidas FCC 店铺外观&更衣室	13
图 18	Adidas FCC 店铺数量估计	13
图 19	五哲体育旗舰店店铺首页	14
图 20	五哲体育旗舰店品牌墙（迁移中，品牌墙不完整）	14
图 21	京东奥莱官方旗舰店店铺首页	15
图 22	京东奥莱官方旗舰店品牌墙	15
图 23	京东奥莱无锡飞马水城店外观	16
图 24	京东奥莱无锡飞马水城店内部	16
图 25	京东奥莱品牌墙-户外运动品牌	16
图 26	京东奥莱品牌墙-轻奢、男女装、美妆品牌	16
图 27	京东奥莱汇集三方合力，风险共担、收益共享	17
图 28	海澜之家门店数量位居国内品牌前列（2023 年）	18
图 29	线下消费疲软，购物中心亟待引入新业态、好项目	18

表目录

表 1	海澜之家大事记	5
表 2	海澜之家主品牌产品科技阵营	8
表 3	海澜之家品牌矩阵	11
表 4	斯搏兹&京新海大事梳理	12
表 5	Adidas 库存问题得到控制，重启扩张道路	14
表 6	奥特莱斯业务运营难点、痛点	17
表 7	京东奥莱与传统奥莱相比：轻资产、更下沉、壁垒高	17
表 8	京东产出服装鞋帽奥莱货品规模测算	18
表 9	京东奥莱线上、京东奥莱线下、Adidas FCC 项目财务测算	20
表 10	海澜之家收入利润拆分	21
表 11	海澜之家分部估值表	22
表 12	可比公司估值表	22

1. 国内男装龙头，市值企稳向上

海澜之家前身为成立于 1991 年的江阴市第三毛精纺厂，2002 年成立海澜之家品牌、开启由服装代工向品牌运营转型之路，现已成长为拥有 20 年+历史的国民品牌，其“男人的衣柜”的口号深入人心。海澜之家品牌定位 25-45 岁男士，为其提供“中价位、高品质”的服饰与一站式的购物体验。

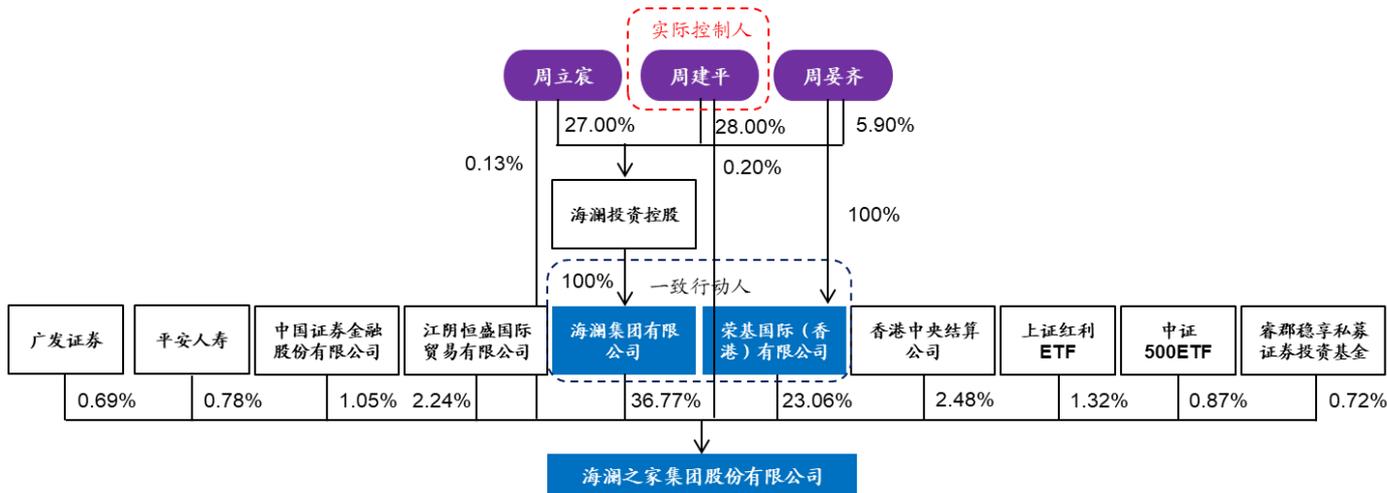
表 1 海澜之家大事记

年份	重要事件
1991	前身“江阴市第三毛精纺厂”成立
2002	公司名称变更为海澜集团，成立海澜之家品牌，开启由服装代工向品牌运营转型
2006	海澜集团由集体企业改制为民营企业
2010	海澜之家门店数量突破 1000 家，女装品牌“爱居兔”成立
2012	风格由“商务为主，休闲、时尚为辅”向“商务、时尚、休闲并举”转变，提出“平价、快销”的产品定位，性价比品牌“百衣百顺”成立
2014	海澜之家借壳凯诺科技在上证主板成功上市
2016	新增人气明星“林更新”为品牌代言人
2017	提出“品牌+平台”经营模式，成立黑鲸、OVV、AEX 等品牌，入股快尚时装等品牌，国际业务拓展至马来西亚
2018	业务拓展至新加坡、泰国、越南，增资控股“男生女生”品牌，参股艾贝服饰，建立总部物流园区
2019	实行“聚焦主品牌”战略优化，增资控股“英氏婴童”品牌，“爱居兔”品牌不再并表
2020	推出线上奥莱云店，线上业务收入同比增长 55%
2021	成为运动品牌 HEAD 在中国的独家授权商
2022	业务拓展至老挝，圣凯诺推进洛阳工厂项目
2023	出资设立斯搏兹品牌管理公司，新增张颂文为品牌代言人，职业装业务升级为海澜团购定制业务

资料来源：凯诺科技重大资产重组报告书，海澜之家 2017-2023 年报，人民网，新华网，HTI

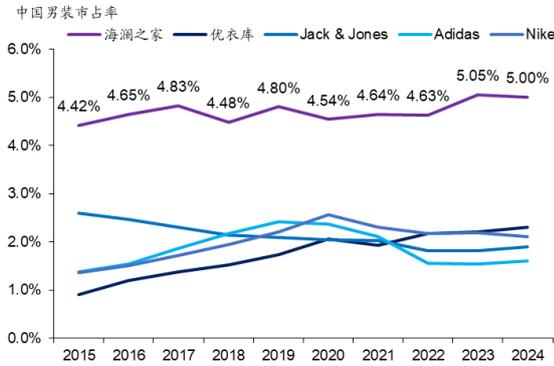
目前公司由周氏家族通过海澜集团与荣基国际控制，海澜集团与荣基国际为一致行动人。其中公司创始人周建平以 28.0% 的持股比例通过海澜投资控股间接控制海澜之家 36.8% 的股份，为实际控制人。其子周立宸自 2020 年起出任公司董事长，持有海澜投资控股 27.0% 的股份，并直接持有公司 0.13% 的股份；其女周晏齐以 100% 的持股比例通过荣基国际间接持有海澜之家 23.1% 的股份，并直接持有海澜投资控股 5.9% 的股份。

图1 海澜之家股权结构（截至 2024Q3）

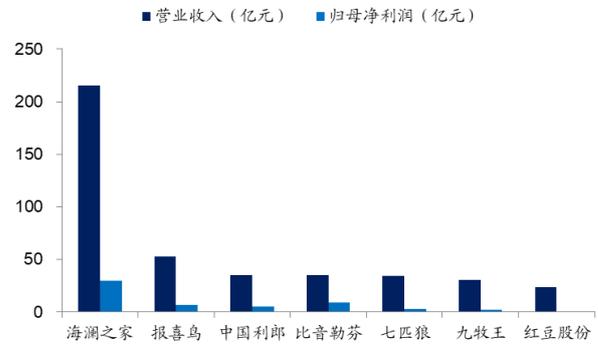


资料来源：Wind，海澜之家 2023 年报，HTI

海澜之家在国内男装市场的龙头地位稳固，市占率长期保持第一，且与第二之间拉开较大差距。此外公司的营业收入与归母净利润体量大幅领先国内其他男装品牌，2023年公司录得营业收入213.8亿元，实现归母净利润29.5亿元，大幅领先位列第二的报喜鸟（同期营业收入/归母净利润分别为52.1/7.0亿元）。

图2 中国男装市场竞争激烈，海澜之家龙头地位稳固


资料来源：Euromonitor, HTI

图3 公司营收&利润大幅领先国内其他男装品牌 (2023年)


资料来源：Wind, HTI

公司市值历经多轮调整，当前重拾向上势头：

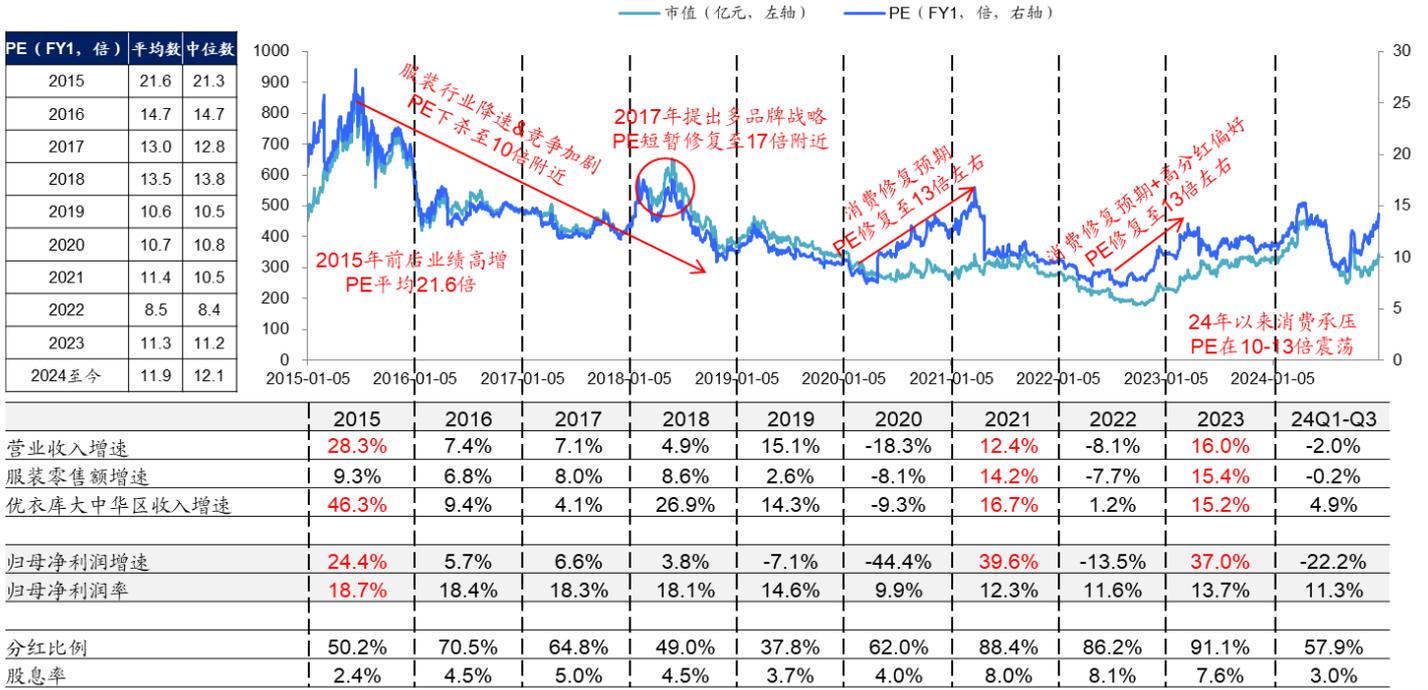
1) 2015年公司营收/归母净利润同比增速分别为28.3%/24.4%，业绩高增叠加市场情绪向好，公司享有20倍PE左右的估值水平。

2) 2016年起，我国服装行业增速整体放缓，国内服装行业竞争激烈。公司收入/利润增速均放缓为个位数，估值持续下杀到10倍左右。2017年公司宣布多品牌战略，打造OVV、黑鲸等多个成长品牌充实品牌矩阵，估值曾迎来短暂修复，随后继续下行，PE (FY1) 在10倍附近企稳。

3) 2020-2023年，公司估值水平多数时间里在10倍上下震荡，20年底与23年底两轮消费修复预期下估值修复至13倍左右。

4) 2024年1-11月，服装零售额同比持平，消费增长承压。公司PE在10-13倍左右波动，我们推测受消费弱复苏预期、高股息率提供支撑、京东奥莱合作提振等因素影响，公司估值水平在13倍左右企稳，重拾向上势头。

图4 海澜之家市值复盘



资料来源: Wind, 迅销公司 2015-2024 财报, HTI

2. 主品牌：拥抱渠道优化，掘金海外市场

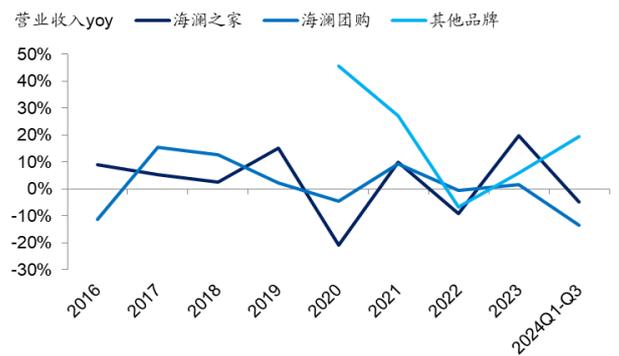
海澜之家主品牌作为家喻户晓的“国民品牌”，专注为男士提供“高品质、中价位”的服饰商品。2024年Q1-Q3海澜之家主品牌实现营业收入113.0亿元，同比下降5.0%，占总收入比重为74.4%，构成了公司收入的基本盘。从各品牌收入增速来看，海澜之家、海澜团购增速整体稳健，其他成长品牌增速整体更快，2024年Q1-Q3增速较高主因斯博兹并表影响。

图5 海澜之家主品牌营收占比70%左右



资料来源: Wind, 海澜之家 2015-2024 财报, HTI

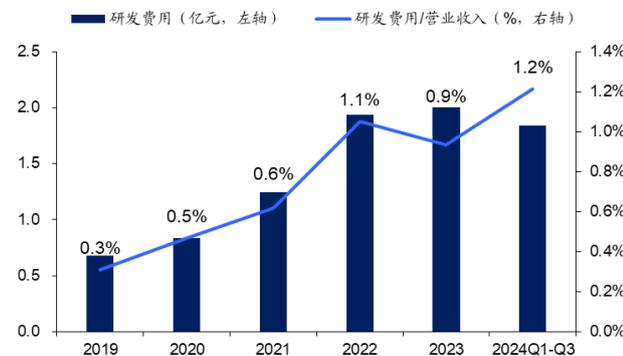
图6 海澜之家各品牌营业收入同比增速



资料来源: Wind, 海澜之家 2015-2024 财报, HTI

品牌力的提升，除了扎根国货底蕴、厚植国货情怀以外，还需要良好的产品力作为支撑。近年来海澜之家持续加大研发投入，2022年海澜之家宣布与鲁泰集团达成战略合作，共同开发出三防黑科技面料、无痕压胶工艺、六维弹力面料、冰氧酷面料等科技面料，充实了海澜之家的产品科技阵营，将品类向更具时尚化与功能化的方向延伸。

图7 海澜之家持续加大研发投入



资料来源: Wind, HTI

表2 海澜之家主品牌产品科技阵营

产品名称	产品特点
凉感科技	科技凉爽棉面料，加入深海冰贝纤维，抑菌防螨，一触即凉
六维弹力	舒适微弹面料，辅以特殊梭织结构，轻盈无拘束，动静自如
无痕科技	采用无缝压胶工艺，轻盈无痕不露线，更体面
三防系列	特殊黑科技加持，给予衣物防水、防油、防污的硬核实力
极光鹅绒	拥有面料、绒朵、蓄热、保温等重点功能科技，同时升级可脱卸叠穿方式

资料来源: 海澜之家 2022-2023 财报, HTI

从近年来受欢迎的科技单品凉感T恤来看，海澜之家与优衣库产品在性能上差别不大，凉感系数显示海澜之家的标准要高于优衣库。海澜之家的凉感T恤款式更多、券后价格更低、且包邮让利消费者，销量也高于优衣库。我们认为公司的产品质量与国际知名品牌之间的差距正在缩小，在产品质量得到有效保障之下公司品牌力有望逐年提升。

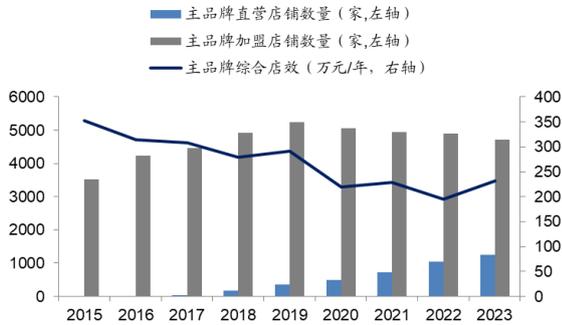
图8 凉感T恤对比——海澜之家 vs 优衣库

凉感T恤对比	优衣库 (UNIQLO AIRism)	海澜之家 (HLA)
价格 (元)	79	88 (券后68)
邮费 (元)	7	包邮
颜色/款式数量	8	25
销量 (件)	20万+	30万+
凉感系数 (W/cm ²)	≥0.10	≥0.15

资料来源：天猫，企业标准信息公共服务平台，HTI

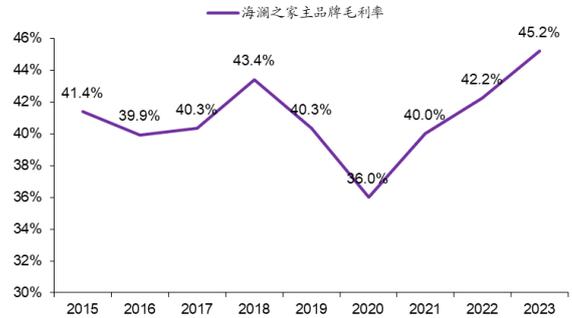
直营优化开花结果，毛利率不断提升。公司近年来稳步推进渠道优化工作，不断提升位于购物中心、百货商超等直营门店的占比，同时关闭经营不善的加盟店铺。海澜之家主品牌直营店铺数量占比已从2015年的0.2%上升为2023年的21.0%；公司收入（不包括海澜团购）中，直营店铺贡献比例也从2015年的1.8%上升为2023年的24.5%。我们认为直营模式下公司对终端掌控更强，通过严格执行销售策略、各店铺之间统一调配产品、信息化改造等手段可以提高门店效率。主品牌综合店效稳中有升，毛利率达到45%左右，超过2018年水平。

图9 海澜之家主品牌店铺数量&店效变化



资料来源：海澜之家 2015-2023 年报，HTI

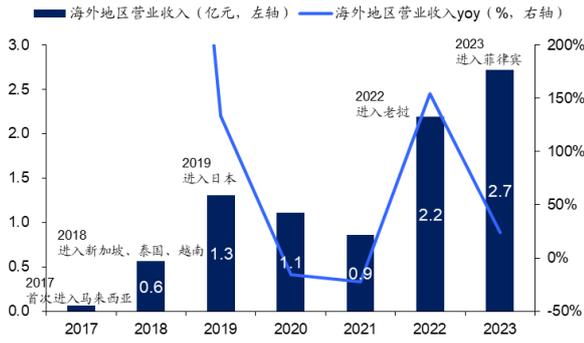
图10 海澜之家主品牌毛利率不断提升



资料来源：海澜之家 2015-2023 年报，HTI

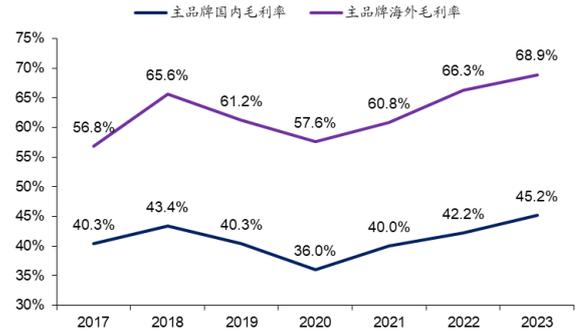
掘金海外市场迈出坚实步伐。截至2023年已经先后进入马来西亚、新加坡、泰国、越南、日本、老挝、菲律宾等七个国家。目前海外业务扩张主要聚焦于东南亚地区，步伐稳健。在线上，海澜之家携手天猫等国内主流电商平台，积极搭建海外线上销售平台；在线下，公司在各国人气商圈开设装修时尚的专卖店，打造品牌良好形象。2019年，公司海外地区营业收入1.3亿元，同比+133.1%。疫情期间，海外地区营收受到较大影响，但随着2022年起东南亚各国逐步放开疫情管控，公司海外地区营业收入重回增长轨道。2023年公司海外地区营业收入2.7亿元，同比+24.0%，2019-2023年海外地区营业收入CAGR+20.0%。2023年海外市场毛利率为68.9%，高于国内，并呈现逐年增长趋势。

图11 海澜之家海外营收增长较快



资料来源：海澜之家 2017-2023 年报，HTI

图12 海澜之家海外地区毛利率高于国内



资料来源：海澜之家 2017-2023 年报，HTI

3. 成长品牌及团购：多赛道布局，捕捉机会

当前公司旗下拥有成熟主品牌海澜之家，海澜团购定制，以及成长品牌海澜优选、OVV、黑鲸、英式婴童等，涵盖男女装、运动服饰、童装、职业装、家居等全品类，提供从高性价比到轻奢的多样选择。公司品牌矩阵已经成型，通过布局多条赛道捕捉机会。

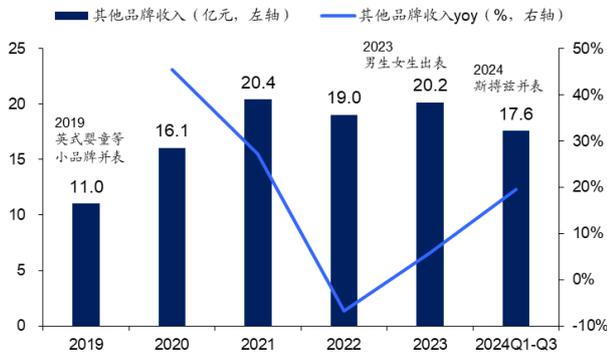
表 3 海澜之家品牌矩阵

品牌/子公司	成立/收购时间	品牌定位	持股比例	营业收入(2023, 亿元)	毛利润(2023, 亿元)	毛利率
海澜之家 HLA	2002	男装“国民品牌”	100%	164.6	74.4	45.2%
海澜团购定制	1990	服装团购业务	100%	22.8	10.7	46.8%
海澜优选 (HEILAN HOME)	2017	生活方式类家居品牌	100%			
OVV	2017	高级女装品牌	100%			
黑鲸 (HLA JEANS)	2017	简潮时尚男装品牌	100%	20.2	10.1	50.2%
英氏 (YeeHoO)	2017	高端婴童生活方式品牌	100%			
海德 (HEAD)	2022	滑雪、网球等专业竞技运动品牌	独家授权商			
斯搏兹	2023	运营 Adidas FCC 项目	51%	2023 年取得投资收益 3402.2 万元		
京新海	2024	运营京东奥莱项目	65%			

资料来源：海澜之家 2023-2024 财报，企查查、HTI

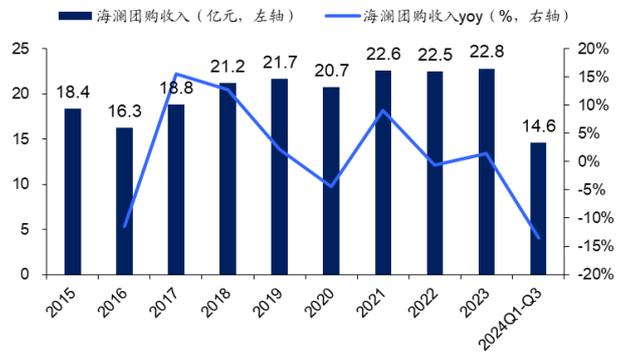
成长品牌自 2019 年并表以来历经调整，2023 年男生女生品牌因利润率不理想出表，2024 年斯搏兹并表，收入与利润记入成长品牌。团购业务场景以工装、校服为主，受玩家众多、竞争激烈影响，2015-2023 年团购业务收入 CAGR+2.7%，增速偏稳健。

图13 成长品牌历经调整，当前收入体量 20 亿元



资料来源：海澜之家 2019-2024 财报，HTI

图14 团购业务近 8 年 CAGR+2.7%



资料来源：海澜之家 2015-2024 财报，HTI

4. 入局运动赛道，加码京东奥莱

公司先后成立斯搏兹品牌管理（上海）有限公司（下称斯搏兹）入局运动赛道，成立上海京新海商业发展有限公司（下称京新海）加码京东奥莱。

斯搏兹 主营授权代理阿迪达斯等一线国际运动品牌鞋服在中国大陆的拓展和零售业务，主要业务包括 Adidas FCC (Future City Concept store) 开店，以及京东五哲体育旗舰店运营。2023 年斯搏兹贡献投资收益 3402.2 万元，按照 40% 持股比例估算斯搏兹 2023 年净利润约 8505.6 万元，假设净利率 10% 则斯搏兹 2023 年营业收入预计 8.5 亿元，我们预计收入与利润主要由京东五哲体育旗舰店贡献。

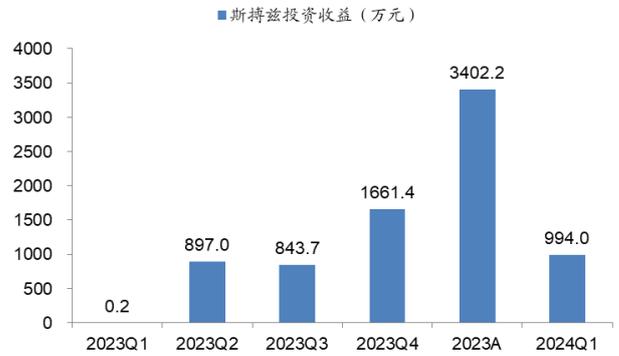
京新海 主营京东奥莱官方旗舰店运营业务，公司全资子公司穿透持有京新海 65% 股权。在线上，京东奥莱官方旗舰店已经上线京东平台，并开始售卖 Adidas、Under Armour、Nike 等大牌奥莱商品，目前已积累 8.9 万粉丝；在线下，京东奥莱首家线下店已于 2024 年 9 月 25 日在无锡海澜飞马水城正式开业；2025 年 1 月 1 日，京东奥莱新增 2 家线下店分别在山东省滕州市与河南省安阳市开业，形成线下 3 店格局。

表 4 斯搏兹&京新海大事梳理

斯搏兹品牌管理（上海）有限公司	
2022 年 11 月	斯搏兹品牌管理（上海）有限公司成立
2023 年 3 月	海澜之家出资 1.6 亿元持有斯搏兹 40% 股权
2024 年 4 月	海澜之家斥资 8800 万元收购斯搏兹 11% 股份，交易后持股 51%，控股并表
上海京新海商业发展有限公司	
2024 年 7 月	海澜之家与京东达成战略合作，将携手开展奥莱业务运营
2024 年 7 月	上海京新海商业发展有限公司成立
2024 年 9 月	京东奥莱首家线下店在无锡海澜飞马水城正式开业

资料来源：海澜之家 2023-2024 财报，爱企查，电商报，新华网，HTI

图 15 2023 年斯搏兹贡献投资收益 3402.2 万元

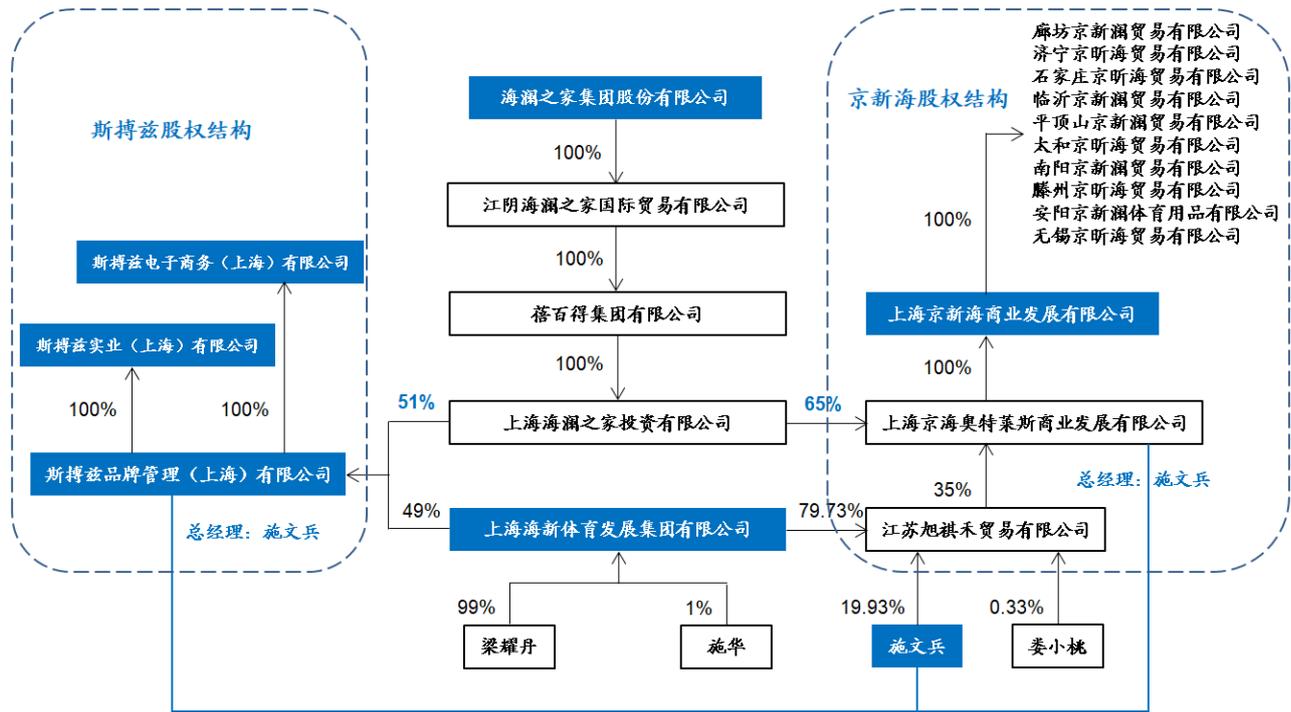


资料来源：海澜之家 2023-2024 财报，HTI

当前，海澜之家持有斯搏兹 51% 股权，另外 49% 由上海海新体育发展集团有限公司（下称海新体育）持有。斯搏兹总经理为施文兵，其全资子公司斯搏兹实业（上海）有限公司下辖 Adidas FCC 线下店铺运营业务，斯搏兹电子商务（上海）有限公司下辖京东五哲体育旗舰店运营业务。

京新海为上海京海奥特莱斯商业发展有限公司全资子公司，后者由海澜之家与江苏旭祺禾贸易有限公司分别持有 65% 与 35% 的股份，总经理为施文兵。江苏旭祺禾贸易有限公司 79.73% 的股份由海新体育持有，施文兵与娄小桃分别持有 19.93% 与 0.33% 的股份。京新海下辖京东奥莱官方旗舰店运营业务，当前从其子公司来看，未来京东奥莱线下店在河北省石家庄市、廊坊市，山东省济宁市、临沂市、滕州市，河南省平顶山市、南阳市、安阳市，安徽省太和县均有布局计划。

图16 斯搏兹、京新海股权结构一览



资料来源: 海澜之家投资者关系汇总表, 爱企查, HTI

4.1 Adidas FCC: 携手 Adidas 开拓低线城市市场

公司与 Adidas 达成战略合作, 公司将在三到四线城市为 Adidas 开设 FCC 概念店, 该店型充分考虑了本地居民的需求, 提供质量上乘、性价比高的运动产品。我们认为 FCC 店型外观设计前卫, 内部充满时尚活力, 是 Adidas 加码中国市场的重要尝试。Adidas 首席执行官 Bjørn Gulden 曾表示希望未来增加在中国低线城市的布局, 推出更具性价比的产品。

公司优秀的渠道运营能力, 尤其是在低线城市的渠道开拓能力得到验证。根据 36 氪的资料, 截至 2024 年底, 我们预计 Adidas FCC 店铺已经开设约 400 家。

图17 Adidas FCC 店铺外观&更衣室



资料来源: Checkland Kindleysides, HTI

图18 Adidas FCC 店铺数量估计



资料来源: Checkland Kindleysides, LADYMAX, 海澜之家 24 中报, 36 氪, HTI

于 Adidas 而言，FCC 项目是其重返大中华区领导地位的重要尝试。Adidas CEO Bjørn Gulden 曾用“big, big, big important market”来形容大中华区的地位。21Q2 起，Adidas 大中华区营收同比下降，此后一直延续十个季度。我们认为一方面受到“新疆棉”事件影响，另一方面公司产品的创新力度不够、在中国市场的受欢迎度下滑。2021 年末，Adidas 在大中华区门店数量达到峰值 12000 家左右，此后一路下滑至 2023 年末的 7000 家，期间公司对于 Adidas NEO 条线做出了关闭所有线下门店（约 2000 家）的选择。

2022 年起，萧家乐出任阿迪达斯大中华区董事总经理，成为阿迪达斯大中华区首位中国籍负责人。大中华区获得了来自总部近乎 100% 的工作授权，当前大中华区销售产品 80% 以上由中国制造，50% 以上由中国设计师设计，充分体现了 Adidas 集团对于大中华区运营思路的转变。2024 年 Q1-Q3，Adidas 大中华区收入 26.7 亿欧元，分别恢复至 2019 年与 2021 年同期的 68.3% 与 74.9%。2024 年末，我们预计 Adidas 在大中华区门店数量有望回升至 7500 家以上，距离集团此前数量仍有差距。**我们认为海澜之家在低线城市的渠道开拓、运营能力与 Adidas 希望加码中国三四线城市的理念不谋而合，未来预计仍有较大开店空间。**

表 5 Adidas 库存问题得到控制，重启扩张道路

	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	
总收入 (亿欧元)	52.7	50.8	57.5	51.4	53.0	56.0	64.1	52.1	52.7	53.4	60.0	48.1	54.6	58.2	64.4	
YoY	20.2%	51.5%	3.4%	-0.1%	0.6%	10.2%	11.4%	1.3%	-0.5%	-4.5%	-6.4%	-7.6%	3.5%	8.9%	7.3%	
库存周转天数 (天)	147.8	152.6	138.6	144.5	145.0	157.2	160.3	151.4	180.1	187.2	170.3	168.1	151.3	147.7	141.0	
大中华区收入 (亿欧元)	14.0	10.0	11.6	10.4	10.0	7.2	9.4	5.2	8.8	7.7	8.7	6.7	9.0	8.2	9.5	
YoY	151.1%	-16.3%	-11.0%	-19.4%	-28.4%	-28.3%	-28.3%	-49.9%	-12.0%	6.5%	-7.4%	28.8%	1.5%	7.3%	8.7%	
大中华区门店数量(家)	约 12000				8000-9000				约 7000				约 7500			

资料来源：Wind，Adidas 2021-2024 财报，中国经营报，赢商网，时代财经，新京报，HTI

4.2 京东奥莱线上：“三升级、一保障”，业绩增长确定性高

公司的京东奥莱项目分为线上与线下两个部分：线上为京东奥莱官方旗舰店，目前已经上线京东平台；线下则是京东奥莱线下实体店铺延伸，目前已在江苏无锡、山东滕州、河南安阳等城市落地。

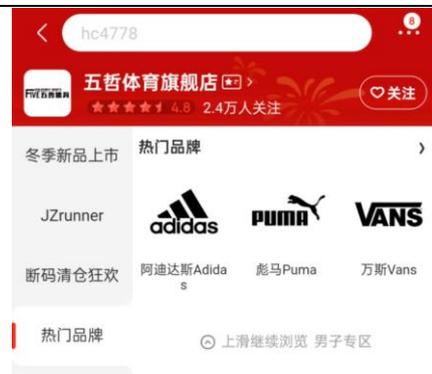
京东奥莱官方旗舰店线上运动奥莱模式跑通后的全新升级。斯搏兹此前在京东平台运营五哲体育旗舰店，主营 Adidas、Puma、Vans 等运动品牌折扣商品。2023 年 Q2-Q4，五哲体育预计实现营业收入约 8.5 亿元，净利润约 8505.6 万元。在斯搏兹单打独斗下，线上运动奥莱模式已初步跑通，消费者偏好具有性价比的大牌运动商品。

图19 五哲体育旗舰店店铺首页



资料来源：京东，HTI

图20 五哲体育旗舰店品牌墙（迁移中，品牌墙不完整）



资料来源：京东，HTI

目前京东奥莱官方旗舰店已正式上线运行，预计五哲体育旗舰店清仓后会逐步停止运营。我们认为京东奥莱官方旗舰店在原五哲体育小店的基础上有“**三升级、一保障**”，业绩有望持续增长：

1) 京东背书升级，大牌正品保障。奥莱业务的一大难点在于货品是否正品，京东奥莱官方旗舰店有京东官方背书，消费者对于货品的来源可靠更加信任，比起类似“五哲体育”的其他折扣店，更愿意在京东奥莱消费。当前京东奥莱官方旗舰店已有 8.9 万人关注，远超五哲体育旗舰店关注人数 2.4 万人。

2) 品类拓宽升级，品牌矩阵扩充。五哲体育旗舰店以售卖运动服饰为主，主要品牌如 Adidas 数量较少。京东奥莱官方旗舰店未来将覆盖运动、女装、男装、轻奢、美妆等更多品类，此外在原有的 Adidas、Nike 等运动品牌基础上，更多国际大牌如 Gucci、Prada、Levis、Champion、Clarks 等将陆续入驻，为消费者提供更多购物选择。

3) 合作模式升级，费率有望下降。五哲体育旗舰店原来在京东平台以普通线上店铺运行，向京东缴纳合作费用。以企业开设运动户外旗舰店为例，预计向京东平台缴纳运营支持和交易服务费率共计 8.6%。升级京东奥莱官方旗舰店后，合作模式升级，我们预计费率将有所下降。

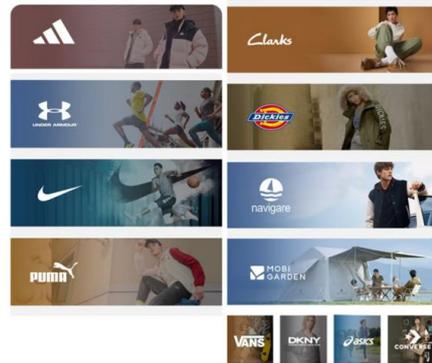
4) 原班人马保障，实施股权激励。京东奥莱官方旗舰店将由京新海负责运营，其母公司上海京海奥特莱斯商业发展有限公司总经理施文兵，正是此前负责运营五哲体育旗舰店的斯搏兹总经理。此外施文兵通过江苏旭祺禾贸易有限公司持有京新海 6.98% 股权。京东奥莱官方旗舰店将由熟稔运动折扣的五哲体育原班人马负责运营，股权激励有望充分调动其积极性。

图21 京东奥莱官方旗舰店店铺首页



资料来源：京东，HTI

图22 京东奥莱官方旗舰店品牌墙



资料来源：京东，HTI

4.3 京东奥莱线下：连结各方利益，“小”奥莱大尝试

京东奥莱线下实体店系京东奥莱“线上线下一体化”全域布局的重要组成部分。以首家线下店无锡飞马水城店为例，该店于 9 月 25 日在无锡飞马水城开业，规划面积 5000 平方米，内部分为上下两层。一层及二层设置有入口闸机，需要先于微信或者京东 APP 绑定会员，再刷会员码进入。一楼以户外运动品牌为主，各品牌分别占据一部分销售区域；二楼以美妆、轻奢包袋、鞋靴、童装、男女装为主。整体来看，京东奥莱打造多品牌集合店模式，为消费者提供多品牌、一站式购物体验。

图23 京东奥莱无锡飞马水城店外观



资料来源：HTI

图24 京东奥莱无锡飞马水城店内部



资料来源：HTI

从品牌墙来看，京东奥莱的户外运动品牌在原有基础上增加了 Jordan、Champion、Dickies 等知名品牌，此外还包括 Dior、Coach、Prada、Armani、Furla 等轻奢品牌，Navigare 等男女装品牌，SK-II、赫莲娜等美妆品牌。我们认为京东奥莱当前正在加快线上线下货品、品牌打通，预计打通后可实现全域动态运营。

图25 京东奥莱品牌墙-户外运动品牌



资料来源：京东奥莱公众号，HTI

图26 京东奥莱品牌墙-轻奢、男女装、美妆品牌



资料来源：京东奥莱公众号，HTI

奥特莱斯业务的运营难点、痛点主要有：**1) 品牌资源稀缺。**品牌方对于自身货品进入奥莱渠道非常慎重，对运营商的规模、资质、能力有很高的要求，部分奥莱由于吸引不到优质品牌入驻或折扣力度有限，而成为“假奥莱”；**2) 运营难度较大。**奥莱业态本身所决定需要管理的品牌、SKU 众多，且尾货、瑕疵品、断码货占比高，对日常运营、物流运输、库存管理提出较大挑战。**3) 消费基础薄弱。**若当地消费水平有限，或消费客群认知尚待建立，都将对奥莱业务运营造成困难。**整体来看，品牌与货品资源、奥莱选址构成了奥特莱斯业务运营的主要壁垒。**

通过将京东奥莱与传统奥莱进行对比，我们认为京东奥莱：

1) 资产更轻，风险更小。传统奥莱项目面积在 5-20 万平方米左右，同时以“度假村”为主流发展方向下，传统奥莱需要辅以精致的装修和餐饮娱乐板块布局，导致其投入资产较重。以开设在三线城市广西北海的北海旅游港奥特莱斯城市公园为例，占地面积为 50000 平方米，总投资额约为 10 亿元人民币，仍属于“大奥莱”向三四线城市的简单复制。与之相比，京东奥莱选择直接入驻已有的购物中心，单店面积在 3000-9000 平方米不等，以扣点的形式向购物中心缴纳租金，因此为轻资产运营模式，风险更小；

2) 更为下沉，有望触及更广大消费群体。传统奥莱多选址一二线城市郊区，除城市居民外还能覆盖周边卫星城市居民，但这些居民前往传统奥莱购物多需要 1-2 小时的车程。京东奥莱能够直接入驻这些城市的购物中心，填补低线城市奥莱空白，让更广大消费群体享受“家门口”的便捷奥莱体验；

3) 携手京东铸造高壁垒。传统奥莱主要从品牌与货品资源、奥莱选址两个层面铸造壁垒，因此主要有高端百货运营集团、房地产巨头、奥特莱斯专业运营商三类玩家。它们或掌握优质品牌资源，或有实力运营大型商业地产。海澜之家携手京东铸造属于自己的奥莱高壁垒：一方面京东可构建起商品全生命周期平台，来自京东自营、品牌旗舰店的尾货为京东奥莱提充足且来源可靠的商品，此外凭借京东背书，海澜之家方可在邀请新品牌方入驻时有更强话语权；另一方面京东奥莱具备传统奥莱所不具备的“线上线下全域运营”天然属性，可实现双向引流、货品自由流转，无需庞大商业地产投入即可建立起对品牌方具备吸引力的奥莱渠道。

表 6 奥特莱斯业务运营难点、痛点

品牌资源稀缺
1) 普通运营商只能接触到代理商而非品牌方，渠道成本增加则奥莱价格优势丧失；2) 出于自身开店标准严格，或对普通运营商资质的不信任，知名品牌入驻难度较大，或折扣力度有限。
运营难度较大
奥特莱斯涉及品牌、SKU 众多，且尾货、瑕疵品、断码货占比高，对日常运营、物流运输、库存管理提出挑战。
消费基础薄弱
当地消费水平有限，或消费客群的时尚认知度和消费偏好尚在早期建立阶段。

资料来源：奥特莱斯网，经济观察网，HTI

表 7 京东奥莱与传统奥莱相比：轻资产、更下沉、壁垒高

	京东奥莱	传统奥莱
城市	三四线城市	一二线城市
占地面积	3000-9000 平方米	5-20 万平方米
项目选址	购物中心	城市郊区
开发商	海澜之家、京东、购物中心组成的利益共同体	1) 具备高端百货运营经验的集团；2) 房地产巨头；3) 奥特莱斯专业运营商
商业模式区别	回归奥莱购物本质	同时布局餐饮娱乐板块，以“度假村”为主流奥莱发展方向

资料来源：浙江大小事，品智 PLSC，赢商网，经济观察网，HTI

京东奥莱系海澜之家“构建利益共同体”之再尝试，三方合力筑巢引凤。

图27 京东奥莱汇集三方合力，风险共担、收益共享

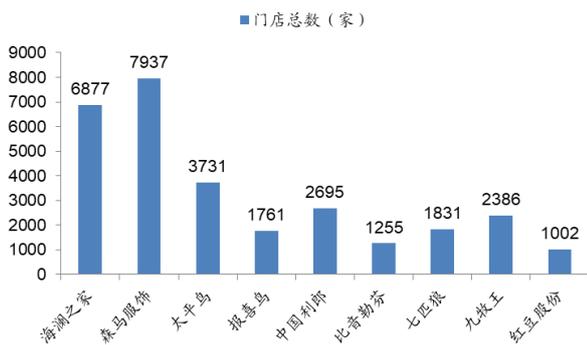


资料来源：HTI

1) 海澜之家的优势在于门店运营能力、仓储物流能力。2023 年公司拥有线下门店 6877 家，门店遍布全国 31 个省（自治区、直辖市），覆盖 80% 以上的县、市，展现出强大的渠道拓展、运营能力，尤其是在低线城市；此外公司在江苏省江阴市建立了总部物流园区，配备了先进的物流仓储设备及 SAP 信息系统，实现智能化入库、存储、配货、拣选、发货，优秀的仓储物流能力为公司后续管理奥莱相对复杂的库存奠定基础。

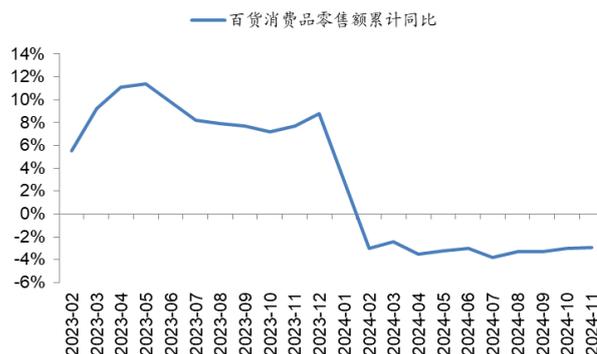
2) 购物中心的优势在于坐拥现成商业地产，在所在城市有较大影响力，餐饮娱乐配套设施齐全。今年以来线下消费疲软，购物中心受到较大冲击，亟待引入新业态、好项目，我们认为京东奥莱本身作为时下受欢迎的购物业态，除了自身贡献业绩，也会为购物中心带来更多客流，发挥正外部性。

图28 海澜之家门店数量位居国内品牌前列（2023 年）



资料来源：各公司 2023 年报，HTI

图29 线下消费疲软，购物中心亟待引入新业态、好项目



资料来源：Wind，HTI

3) 京东的优势在于与众多品牌方拥有密切关系，在进货组货方面拥有更好的话语权；作为知名电商平台，京东奥莱拥有大牌背书、更具影响力；此外，京东本身对奥特莱斯渠道有需求，自身也产出奥莱货品。2023 年 5 月，京东上线了大牌奥莱频道，在京东线上平台售卖奥莱商品，陆续上线 Jack&Jones、波司登、朗姿、施华洛世奇、The North Face 等 47 家海内外品牌，商品涵盖了男女装、鞋靴、珠宝、奢侈品等 12 大品类，**其奥莱商品主要来自品牌自营以及官方旗舰店**。据我们测算，2024 年京东产出服装鞋帽奥莱货品规模在 180 亿元左右，假设每家京东奥莱线下店销售额为 6000 万元/年，则仅考虑京东自身奥莱品供货，即可为 200 家左右的京东奥莱供货。通过布局奥莱业态，京东将得以打造覆盖新品、爆品、奥莱品等商品的全生命周期平台。我们认为若未来京东奥莱线下店模式跑通，作为独特的奥莱渠道将得到更多品牌方的认可，届时货品、货盘的选择权将更大。

表 8 京东产出服装鞋帽奥莱货品规模测算

	2019	2020	2021	2022	2023	2024
我国服装鞋帽市场规模 (亿元)	26205.6	23763.3	26608.6	24184.8	26261.7	26775.2
电商渗透率	21%	25%	25%	27%	28%	27%
--京东占比	20%	20%	20%	20%	20%	20%
京东服装鞋帽销售规模 (亿元)	1084.9	1183.4	1303.8	1315.7	1449.6	1429.8
服装行业售罄率 (%)	80%	80%	80%	80%	80%	80%
京东服装鞋帽尾货规模 (亿元)	271.2	295.9	326.0	328.9	362.4	357.4
尾货规模打五折计算奥莱货品规模 (亿元)	135.6	147.9	163.0	164.5	181.2	178.7
京东奥莱单店预计销售额 (亿元/年)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
预计可为京东奥莱供货 (家)	226	247	272	274	302	298

资料来源：Euromonitor，Wind，星图数据，数字营销网，HTI

综合来看，我们认为海澜之家、京东、购物中心将通过三方合力，优势互补、利益联结，打造一个深度下沉、规模小巧、品牌集合、全域打通的全新奥莱业态。我们预计前期京东奥莱货品的来源主要是 1) 京东自营、品牌官方旗舰店自身产出的奥莱货品，2) 五哲体育此前积累的打折运动品渠道。中后期，京东奥莱线下门店模式跑通，店铺到达一定数量，京东奥莱作为渠道商的体量与话语权势必上升，更多品牌将踊跃加入，得以实现筑巢引凤。在京东奥莱合作中，三方各自承担的成本较低、风险较小，真正实现风险共担、收益共享。

5. 盈利预测与估值

对于公司未来三块重点的增量业务——京东奥莱线上、京东奥莱线下、Adidas FCC 项目，我们经过测算认为：

1) 京东奥莱线上即京东奥莱官方旗舰店，在五哲体育前期模式跑通，新增“三升级、一保障”下，收入有望较快增长，随扣点费率下降净利润率有望提升，因此 2025 年利润将集中释放，预计实现收入 12.1 亿元，净利润 3.0 亿元。

2) 京东奥莱线下当前已经开设 1 家（无锡飞马水城店），运行顺利。根据京新海新设子公司数量，我们假设未来京东奥莱线下店铺以每季度 10 家的速度扩张，参考已有奥莱项目收益，我们以客流量（100 万人/年）X 客单价（60 元）为基础模型估算出稳态店效在 6000 万元/年左右，并假设单店收入、净利率存在爬坡期。预计 2025 年实现收入 10.6 亿元，净利润 1.6 亿元，增长主要由店铺数量驱动，综合店效受新店爬坡预计有所下滑。展望 2026 年，我们认为京东奥莱线下店有望迎来新店开业+老店爬坡实现双击，预计净利润将同比增长 259.3%至 5.8 亿元。

3) Adidas FCC 项目目前正处新店爬坡阶段，结合其他运动品牌估算稳态店效 250 万元/年，与京东奥莱类似，我们认为 Adidas FCC 未来同样将经历新店开业+老店爬坡利润双击。预计 2025/2026 年分别实现净利润 0.8/2.1 亿元。

表9 京东奥莱线上、京东奥莱线下、Adidas FCC 项目财务测算

京东奥莱线上（公司通过京新海持股 65%）

核心假设：1) 线上奥莱业态受欢迎+京东背书引流+品类拓宽货品增加，2025 与 2026 年收入增速分别为 15.0%与 12.0%；2) 五哲体育转型京东奥莱扣点比例下降，净利率由 20%左右提升至 25%左右。

	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	1050.0	1208.0	1352.9
yoy	19.5%	15.0%	12.0%
净利润（百万元）	215.6	302.0	338.2
yoy	-	40.1%	12.0%
净利率	20.5%	25.0%	25.0%

京东奥莱线下（公司通过京新海持股 65%）

核心假设：1) 京东奥莱线下店铺数量以每季度 10 家扩张；2) 参考已有奥莱项目效益，我们假设京东奥莱线下店铺客流 100 万人/年，客单价 60 元/人，稳态店效在 6000 万元/年左右；3) 单店收入、净利率均设置爬坡期。

	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	15.0	1062.0	3420.0
yoy	-	-	222.0%
店铺数量（家）	1	40	80
yoy	-	-	100.0%
综合店效（万元/年）	6000	2655	4275
yoy	-	-55.8%	61.0%
净利润（百万元）	2.7	162	582
yoy	-	-	259.3%
净利率	18.0%	15.3%	17.0%

Adidas FCC 项目（公司通过斯搏兹持股 55%）

核心假设：1) 参考运动品牌店效数据，我们假设 Adidas FCC 稳态店效在 250 万元/年左右；2) 单店收入、净利率均设置爬坡期。

	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	332.5	1286.3	2112.5
yoy	-	286.8%	64.2%
店铺数量（家）	480	830	1030
yoy	-	72.9%	24.1%
综合店效（万元/年）	69.3	155.0	205.1
yoy	-	123.7%	32.3%
净利润（百万元）	0.8	81.6	214.3
yoy	-	-	162.6%
净利率	0.2%	6.3%	10.1%

资料来源：HTI 测算

我们预计 2025 年海澜之家将实现：

营业收入 241.3 亿元，其中京东奥莱线上/京东奥莱线下/Adidas FCC 项目分别实现 12.1/10.6/12.9 亿元，合计 35.6 亿元。

归母净利润 26.4 亿元，主品牌/京东奥莱线上/京东奥莱线下/Adidas FCC 项目分别实现 17.4/2.0/1.1/0.4 亿元。相比 2024 年，归母净利润预计增量 3.8 亿元，其中主品牌/京东奥莱线上/京东奥莱线下/Adidas FCC 项目分别贡献 1.0/0.6/1.0/0.4 亿元。

表 10 海澜之家收入利润拆分

海澜之家	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	21527.5	20770.2	24126.0	28128.9
yoy	16.0%	-3.5%	16.2%	16.6%
-主品牌	16457.8	15068.7	15919.7	16397.3
yoy	19.7%	-8.4%	5.6%	3.0%
-京东奥莱线上	-	1050.0	1208.0	1352.9
yoy	-	19.5%	15.0%	12.0%
-京东奥莱线下	-	15.0	1062.0	3420.0
yoy	-	-	-	222.0%
-Adidas FCC 项目	-	332.5	1286.3	2112.5
yoy	-	-	286.8%	64.2%
-成长品牌	2015.8	1458.1	1542.6	1696.9
yoy	5.8%	-27.7%	5.8%	10.0%
-海澜团购	2280.7	2081.1	2191.2	2278.8
yoy	1.5%	-8.8%	5.3%	4.0%
-其他	773.2	1018.0	916.2	870.4
yoy	17.8%	31.7%	-10.0%	-5.0%
归母净利润 (百万元)	2952.0	2262.1	2638.6	3052.6
yoy	37.0%	-23.4%	16.6%	15.7%
-主品牌贡献	2256.8	1641.2	1741.1	1779.5
yoy	41.3%	-27.3%	6.1%	2.2%
-京东奥莱线上贡献	-	140.1	196.3	219.9
yoy	-	-	40.1%	12.0%
-京东奥莱线下贡献	-	1.8	105.3	378.3
yoy	-	-	-	259.3%
-Adidas FCC 项目贡献	-	0.4	41.6	109.3
yoy	-	-	-	162.6%

资料来源：Wind，HTI 测算

公司作为国内男装龙头，主品牌国货底蕴深厚，未来有望凭借产品创新、渠道优化、出海探索等巩固优势；此外公司联合 Adidas、京东等巨头，充分发挥自身稀缺的渠道开拓、运营、管理能力，以 Adidas FCC、京东奥莱等形式深度布局性价比消费。我们预计 2024、2025、2026 年公司营业收入分别为 207.7、241.3、281.3 亿元，归母净利润分别为 22.6、26.4、30.5 亿元。其中 2025 年归母净利润预计同比增长 3.8 亿元，其中主品牌/京东奥莱线上/京东奥莱线下/Adidas FCC 预计分别贡献 1.0/0.6/1.0/0.4 亿元。鉴于 Adidas FCC、京东奥莱等业务与传统业务区别较大，且增速较高，我们采用分部估值法，分别给予主品牌、京东奥莱线上、京东奥莱线下、Adidas FCC 2025PE 14X、20X、40X、20X，对应目标价 8.56 元/股，首次覆盖，给予“优于大市”评级。

表 11 海澜之家分部估值表

	归母净利润（2025E，亿元）	PE(X)	总市值（2025E，亿元）
海澜之家	26.4	13.9-15.6	365.7-411.1
主品牌+成长品牌+团购	23.0	13-14	298.4-321.4
京东奥莱官旗	2.0	15-20	29.4-39.3
京东奥莱线下	1.1	30-40	31.6-42.1
Adidas FCC 项目	0.4	15-20	6.2-8.3

资料来源：Wind，HTI

表 12 可比公司估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E
002832.SZ	比音勒芬	109.3	9.1	9.3	10.8	12.3	12.0	11.7	10.2	8.9
002154.SZ	报喜鸟	61.3	7.0	5.8	6.7	7.7	8.8	10.6	9.2	8.0
601566.SH	九牧王	45.4	1.9	2.1	2.9	3.1	23.7	22.1	15.7	14.6
1234.HK	中国利郎	42.2	5.3	5.7	6.3	7.0	8.0	7.4	6.7	6.0
	中位数						10.4	11.1	9.7	8.4

资料来源：Wind，HTI

注：收盘价截至 2025 年 1 月 17 日，各公司盈利预测取自 Wind 一致预期，以上单位均为人民币

6. 风险提示

经济增速放缓；

消费复苏偏弱；

库存压力增加；

京东奥莱线上平台业绩增长缓慢；

京东奥莱线下拓店不及预期；

Adidas FCC 店效爬坡缓慢。

公司成立于 1997 年，是一家大型服装企业，业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产和销售，品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。公司拥有海澜之家、爱居兔、圣凯诺等服装品牌，旗下圣凯诺品牌为职业装团购业务，其余品牌采用服装连锁经营的形式，产品包括男装、女装、配饰等，具有高性价比、品类丰富、符合大众消费需求的特点。目前公司已形成独具特色与竞争优势的“总部品牌管理-生产外包-总库物流-连锁销售”运营管理模式，在行业整体低迷形势下实现了持续发展。公司继续以服装产业为核心，以市场需求为导向，以信息技术为支撑，推进多品牌策略、多品类开发、全渠道布局，促进管理型平台的运营，进一步壮大产业规模，提高市场占有率。

附表 前十大股东：

股东名称	占总股本比例(%)
海澜集团有限公司	40.8800
荣基国际(香港)有限公司	25.6400
江阴恒盛国际贸易有限公司	3.7600
国星集团有限公司	2.5700
中国证券金融股份有限公司	1.8000
江阴市晟汇国际贸易有限公司	1.4800
招商银行股份有限公司-上证红利交易型开放式指数证券投资基金	1.2800
中国光大银行股份有限公司-兴全商业模式优选混合型证券投资基金(LOF)	0.9100
兴业银行股份有限公司-兴全新视野灵活配置定期开放混合型发起式证券投资基金	0.8200
香港中央结算有限公司(陆股通)	0.7300
合计	79.8700

财务报表分析和预测

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标 (元)					营业总收入	21528	20770	24126	28129
每股收益	0.61	0.47	0.55	0.64	营业成本	11954	11492	13502	16058
每股净资产	3.66	3.93	3.98	4.03	毛利率%	44.5%	44.7%	44.0%	42.9%
每股经营现金流	1.19	0.62	1.10	1.14	营业税金及附加	150	130	141	169
每股股利	0.56	0.43	0.50	0.58	营业税金率%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	4353	4840	5385	5907
P/E	12.64	16.50	14.14	12.22	营业费用率%	20.2%	23.3%	22.3%	21.0%
P/B	2.12	1.98	1.95	1.93	管理费用	963	981	1049	1181
P/S	1.58	1.80	1.55	1.33	管理费用率%	4.5%	4.7%	4.3%	4.2%
EV/EBITDA	4.85	7.62	5.91	4.57	EBIT	3592	2765	3382	4120
股息率%	7.2%	5.5%	6.4%	7.4%	财务费用	47	-160	-161	-208
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.8%	-0.7%	-0.7%
毛利率	44.5%	44.7%	44.0%	42.9%	资产减值损失	-452	-438	-400	-400
净利润率	13.7%	10.9%	10.9%	10.9%	投资收益	186	125	0	0
净资产收益率	18.4%	12.0%	13.8%	15.8%	营业利润	3611	2918	3528	4318
资产回报率	8.8%	6.7%	5.8%	5.8%	营业外收支	13	6	15	10
投资回报率	14.5%	10.8%	13.0%	15.3%	利润总额	3624	2925	3543	4328
盈利增长 (%)					EBITDA	5069	3526	4145	4885
营业收入增长率	16.0%	-3.5%	16.2%	16.6%	所得税	705	588	709	866
EBIT 增长率	24.3%	-23.0%	22.3%	21.8%	有效所得税率%	19.5%	20.1%	20.0%	20.0%
净利润增长率	37.0%	-23.4%	16.6%	15.7%	少数股东损益	-34	74	196	410
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	2952	2262	2639	3053
资产负债率	52.4%	44.0%	57.8%	61.9%					
流动比率	1.49	1.75	1.44	1.39	资产负债表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
速动比率	0.82	1.00	0.69	0.64	货币资金	11901	11961	14327	16492
现金比率	0.71	0.86	0.56	0.52	应收账款及应收票据	1005	1062	1916	2333
经营效率指标					存货	9337	8666	17241	21483
应收账款周转天数	17.86	17.91	22.22	27.19	其它流动资产	2761	2729	3397	3756
存货周转天数	282.95	281.98	345.38	434.07	流动资产合计	25005	24418	36880	44063
总资产周转率	0.65	0.62	0.61	0.57	长期股权投资	194	194	194	194
固定资产周转率	7.09	7.25	8.92	11.06	固定资产	2943	2786	2625	2460
					在建工程	74	59	48	38
					无形资产	688	528	368	208
					非流动资产合计	8708	9358	8955	8550
现金流量表 (百万元)	2023	2024E	2025E	2026E	资产总计	33713	33776	45835	52613
净利润	2952	2262	2639	3053	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	-34	74	196	410	应付票据及应付账款	10085	9314	18679	23510
非现金支出	1933	1234	1163	1165	预收账款	5	6	7	9
非经营收益	-26	-259	33	18	其它流动负债	6678	4663	6923	8183
营运资金变动	405	-355	1259	825	流动负债合计	16768	13983	25609	31702
经营活动现金流	5230	2957	5290	5471	长期借款	0	0	0	0
资产	-629	-447	-445	-450	其它长期负债	907	876	876	876
投资	-129	0	0	0	非流动负债合计	907	876	876	876
其他	-18	-446	0	0	负债总计	17675	14859	26485	32578
投资活动现金流	-777	-893	-445	-450	实收资本	1056	1478	1478	1478
债权募资	0	-2468	0	0	归属于母公司所有者权益	16050	18854	19092	19366
股权募资	0	3051	0	0	少数股东权益	-12	62	258	668
其他	-3198	-2598	-2480	-2856	负债和所有者权益合计	33713	33776	45835	52613
融资活动现金流	-3198	-2014	-2480	-2856					
现金净流量	1250	60	2365	2165					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 01 月 17 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2023), HTI

APPENDIX 1**Summary****Investment Highlights:**

HLA Group, a leading domestic menswear brand, is expanding new channels with potential. It maintains the top market share and collaborates with JD.com to create JD Outlets, focusing on cost-effective consumption. The main brand is optimizing channels and expanding overseas, with 2023 overseas revenue at RMB 270 million, up 24.0% YoY. Adidas FCC is expanding in lower-tier cities, with 2024 stores expected to exceed 400. JD Outlets is upgrading online and expanding offline with a new 'small outlet' model. Investment advice: HLA Group is expected to leverage product innovation and channel optimization. Revenue for 2024-2026 is projected at RMB 20.77/24.13/28.13 billion, with net profit attributable to shareholders at RMB 2.26/2.64/3.05 billion. Using the SOTP method, the target price is RMB 8.56 per share, with an 'Outperform' rating.

Risk Warning: Economic slowdown, weak consumption recovery, increased inventory pressure, slow growth in JD Outlets online, and weaker than expected store expansion and performance for Adidas FCC.

附录 APPENDIX

重要信息披露

本研究报告由海通国际分销，海通国际是由海通国际研究有限公司 (HTIRL), Haitong Securities India Private Limited (HSIPL), Haitong International Japan K.K. (HTIJKK) 和海通国际证券有限公司 (HTISCL) 的证券研究团队所组成的全球品牌，海通国际证券集团 (HTISG) 各成员分别在其许可的司法管辖区内从事证券活动。

IMPORTANT DISCLOSURES

This research report is distributed by Haitong International, a global brand name for the equity research teams of Haitong International Research Limited ("HTIRL"), Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), Haitong International Japan K.K. ("HTIJKK"), Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), and any other members within the Haitong International Securities Group of Companies ("HTISG"), each authorized to engage in securities activities in its respective jurisdiction.

HTIRL 分析师认证 Analyst Certification:

我，盛开，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Kai Sheng, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，梁希，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xi Liang, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

我，Xiaorui Hu，在此保证 (i) 本研究报告中的意见准确反映了我们对本研究中提及的任何或所有目标公司或上市公司的个人观点，并且 (ii) 我的报酬中没有任何部分与本研究报告中表达的具体建议或观点直接或间接相关；及就此报告中所讨论目标公司的证券，我们（包括我们的家属）在其中均不持有任何财务利益。我和我的家属（我已经告知他们）将不会在本研究报告发布后的 3 个工作日内交易此研究报告所讨论目标公司的证券。I, Xiaorui Hu, certify that (i) the views expressed in this research report accurately reflect my personal views about any or all of the subject companies or issuers referred to in this research and (ii) no part of my compensation was, is or will be directly or indirectly related to the specific recommendations or views expressed in this research report; and that I (including members of my household) have no financial interest in the security or securities of the subject companies discussed. I and my household, whom I have already notified of this, will not deal in or trade any securities in respect of the issuer that I review within 3 business days after the research report is published.

利益冲突披露 Conflict of Interest Disclosures

海通国际及其某些关联公司可从事投资银行业务和/或对本研究中的特定股票或公司进行做市或持有自营头寸。就本研究报告而言，以下是有关该等关系的披露事项（以下披露不能保证及时无遗漏，如需了解及时全面信息，请发邮件至 ERD-Disclosure@htisec.com）

HTI and some of its affiliates may engage in investment banking and /or serve as a market maker or hold proprietary trading positions of certain stocks or companies in this research report. As far as this research report is concerned, the following are the disclosure matters related to such relationship (As the following disclosure does not ensure timeliness and completeness, please send an email to ERD-Disclosure@htisec.com if timely and comprehensive information is needed).

海通证券股份有限公司和/或其子公司（统称“海通”）在过去 12 个月内参与了 JD.US, 600036.CH, 601818.CH and 601166.CH 的投资银行项目。投资银行项目包括：1、海通担任上市前辅导机构、保荐人或主承销商的首次公开发行项目；2、海通作为保荐人、主承销商或财务顾问的股权或债务再融资项目；3、海通作为主经纪商的新三板上市、目标配售和并购项目。

Haitong Securities Co., Ltd. and/or its subsidiaries (collectively, the "Haitong") have a role in investment banking projects of JD.US, 600036.CH, 601818.CH and 601166.CH within the past 12 months. The investment banking projects include 1. IPO projects in which Haitong acted as pre-listing tutor, sponsor, or lead-underwriter; 2. equity or debt refinancing projects of JD.US, 600036.CH, 601818.CH and 601166.CH for which Haitong acted as sponsor, lead-underwriter or financial advisor; 3. listing by introduction in the new three board, target placement, M&A projects in which Haitong acted as lead-brokerage firm.

JD.US, 600036.CH, 601818.CH 及 601166.CH 目前或过去 12 个月内是海通的投资银行业务客户。

JD.US, 600036.CH, 601818.CH and 601166.CH are/were an investment bank clients of Haitong currently or within the past 12 months.

600036.CH, 601818.CH 及 601166.CH 目前或过去 12 个月内是海通的客户。海通向客户提供非投资银行业务的证券相关业务服务。

600036.CH, 601818.CH and 601166.CH are/were a client of Haitong currently or within the past 12 months. The client has been provided for non-investment-banking securities-related services.

海通在过去的 12 个月中从 600036.CH, 601818.CH 及 601166.CH 获得除投资银行服务以外之产品或服务的报酬。

Haitong has received compensation in the past 12 months for products or services other than investment banking from 600036.CH, 601818.CH and 601166.CH.

评级定义 (从 2020 年 7 月 1 日开始执行):

海通国际（以下简称“HTI”）采用相对评级系统来为投资者推荐我们覆盖的公司：优于大市、中性或弱于大市。投资者应仔细阅读 HTI 的评级定义。并且 HTI

评级分布 Rating Distribution

发布分析师观点的完整信息，投资者应仔细阅读全文而非仅看评级。在任何情况下，分析师的评级和研究都不能作为投资建议。投资者的买卖股票的决策应基于各自情况（比如投资者的现有持仓）以及其他因素。

分析师股票评级

优于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

弱于大市，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100, 美国 - SP500; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Ratings Definitions (from 1 Jul 2020):

Haitong International uses a relative rating system using Outperform, Neutral, or Underperform for recommending the stocks we cover to investors. Investors should carefully read the definitions of all ratings used in Haitong International Research. In addition, since Haitong International Research contains more complete information concerning the analyst's views, investors should carefully read Haitong International Research, in its entirety, and not infer the contents from the rating alone. In any case, ratings (or research) should not be used or relied upon as investment advice. An investor's decision to buy or sell a stock should depend on individual circumstances (such as the investor's existing holdings) and other considerations.

Analyst Stock Ratings

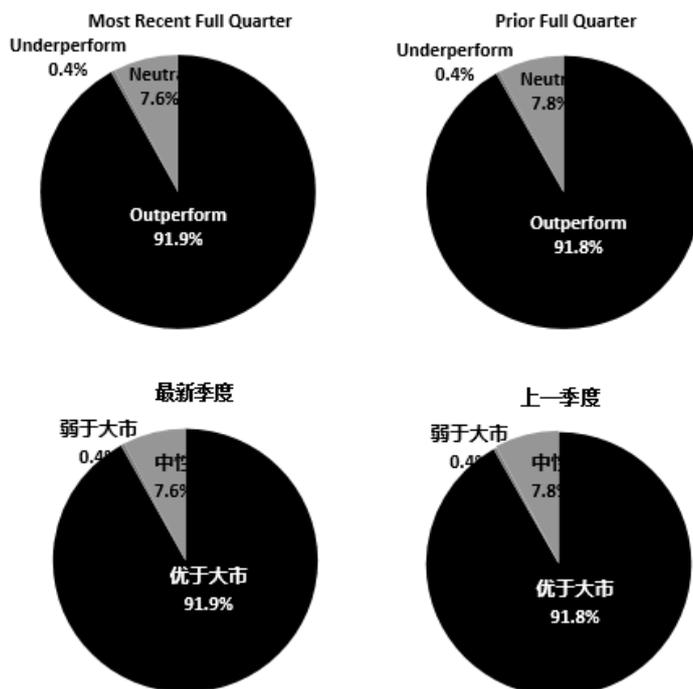
Outperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Neutral: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

Underperform: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan - TOPIX, Korea - KOSPI, Taiwan - TAIEX, India - Nifty100, US - SP500; for all other China-concept stocks - MSCI China.

Ratings Distribution



截至 2024 年 12 月 31 日海通国际股票研究评级分布

	优于大市	中性 (持有)	弱于大市
海通国际股票研究覆盖率	91.9%	7.6%	0.4%
投资银行客户*	2.1%	2.2%	0.0%

*在每个评级类别里投资银行客户所占的百分比。

上述分布中的买入，中性和卖出分别对应我们当前优于大市，中性和落后大市评级。

只有根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们才将中性评级划入持有这一类别。请注意在上表中不包含非评级的股票。

此前的评级系统定义（直至 2020 年 6 月 30 日）：

买入，未来 12-18 个月内预期相对基准指数涨幅在 10%以上，基准定义如下

中性，未来 12-18 个月内预期相对基准指数变化不大，基准定义如下。根据 FINRA/NYSE 的评级分布规则，我们会将中性评级划入持有这一类别。

卖出，未来 12-18 个月内预期相对基准指数跌幅在 10%以上，基准定义如下

各地股票基准指数：日本 - TOPIX, 韩国 - KOSPI, 台湾 - TAIEX, 印度 - Nifty100; 其他所有中国概念股 - MSCI China.

Haitong International Equity Research Ratings Distribution, as of December 31, 2024

Outperform Neutral Underperform

		(hold)	
HTI Equity Research Coverage	91.9%	7.6%	0.4%
IB clients*	2.1%	2.2%	0.0%

*Percentage of investment banking clients in each rating category.

BUY, Neutral, and SELL in the above distribution correspond to our current ratings of Outperform, Neutral, and Underperform.

For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category. Please note that stocks with an NR designation are not included in the table above.

Previous rating system definitions (until 30 Jun 2020):

BUY: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to exceed the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

NEUTRAL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be in line with the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below. For purposes only of FINRA/NYSE ratings distribution rules, our Neutral rating falls into a hold rating category.

SELL: The stock's total return over the next 12-18 months is expected to be below the return of its relevant broad market benchmark, as indicated below.

Benchmarks for each stock's listed region are as follows: Japan – TOPIX, Korea – KOSPI, Taiwan – TAIEX, India – Nifty100; for all other China-concept stocks – MSCI China.

海通国际非评级研究: 海通国际发布计量、筛选或短篇报告，并在报告中根据估值和其他指标对股票进行排名，或者基于可能的估值倍数提出建议价格。这种排名或建议价格并非为了进行股票评级、提出目标价格或进行基本面估值，而仅供参考使用。

Haitong International Non-Rated Research: Haitong International publishes quantitative, screening or short reports which may rank stocks according to valuation and other metrics or may suggest prices based on possible valuation multiples. Such rankings or suggested prices do not purport to be stock ratings or target prices or fundamental values and are for information only.

海通国际 A 股覆盖: 海通国际可能会就沪港通及深港通的中国 A 股进行覆盖及评级。海通证券 (600837.CH)，海通国际于上海的母公司，也会于中国发布中国 A 股的研究报告。但是，海通国际使用与海通证券不同的评级系统，所以海通国际与海通证券的中国 A 股评级可能有所不同。

Haitong International Coverage of A-Shares: Haitong International may cover and rate A-Shares that are subject to the Hong Kong Stock Connect scheme with Shanghai and Shenzhen. Haitong Securities (HS; 600837 CH), the ultimate parent company of HTISG based in Shanghai, covers and publishes research on these same A-Shares for distribution in mainland China. However, the rating system employed by HS differs from that used by HTI and as a result there may be a difference in the HTI and HS ratings for the same A-share stocks.

海通国际优质 100 A 股 (Q100) 指数: 海通国际 Q100 指数是一个包括 100 支由海通证券覆盖的优质中国 A 股的计量产品。这些股票是通过基于质量的筛选过程，并结合对海通证券 A 股团队自下而上的研究。海通国际每季对 Q100 指数成分作出复审。

Haitong International Quality 100 A-share (Q100) Index: HTI's Q100 Index is a quant product that consists of 100 of the highest-quality A-shares under coverage at HS in Shanghai. These stocks are carefully selected through a quality-based screening process in combination with a review of the HS A-share team's bottom-up research. The Q100 constituent companies are reviewed quarterly.

盟浪义利 (FIN-ESG) 数据免责声明条款: 在使用盟浪义利 (FIN-ESG) 数据之前，请务必仔细阅读本条款并同意本声明：

第一条 义利 (FIN-ESG) 数据系由盟浪可持续数字科技有限责任公司 (以下简称“本公司”) 基于合法取得的公开信息评估而成，本公司对信息的准确性及完整性不作任何保证。对公司的评估结果仅供参考，并不构成对任何个人或机构投资建议，也不能作为任何个人或机构购买、出售或持有相关金融产品的依据。本公司不对任何个人或机构投资者因使用本数据表述的评估结果造成的任何直接或间接损失负责。

第二条 盟浪并不因收到此评估数据而将收件人视为客户，收件人使用此数据时应根据自身实际情况作出自我独立判断。本数据所载内容反映的是盟浪在最初发布本数据日期当日的判断，盟浪有权在不发出通知的情况下更新、修订与发出其他与本数据所载内容不一致或有不同结论的数据。除非另行说明，本数据 (如财务业绩数据等) 仅代表过往表现，过往的业绩表现不作为日后回报的预测。

第三条 本数据版权归本公司所有，本公司依法保留各项权利。未经本公司事先书面许可授权，任何个人或机构不得将本数据中的评估结果用于任何营利性目的，不得对本数据进行修改、复制、编译、汇编、再次编辑、改编、删减、缩写、节选、发行、出租、展览、表演、放映、广播、信息网络传播、摄制、增加图标及说明等，否则因此给盟浪或其他第三方造成损失的，由用户承担相应的赔偿责任，盟浪不承担责任。

第四条 如本免责声明未约定，而盟浪网站平台载明的其他协议内容 (如《盟浪网站用户注册协议》《盟浪网用户服务 (含认证) 协议》《盟浪网隐私政策》等) 有约定的，则按其他协议的约定执行；若本免责声明与其他协议约定存在冲突或不一致的，则以本免责声明约定为准。

SusallWave FIN-ESG Data Service Disclaimer: Please read these terms and conditions below carefully and confirm your agreement and acceptance with these terms before using SusallWave FIN-ESG Data Service.

1. FIN-ESG Data is produced by SusallWave Digital Technology Co., Ltd. (In short, SusallWave)'s assessment based on legal publicly accessible information. SusallWave shall not be responsible for any accuracy and completeness of the information. The assessment result is for reference only. It is not for any investment advice for any individual or institution and not for basis of purchasing, selling or holding any relative financial products. We will not be liable for any direct or indirect loss of any individual or institution as a result of using SusallWave FIN-ESG Data.

2. SusallWave do not consider recipients as customers for receiving these data. When using the data, recipients shall make your own independent judgment according to your practical individual status. The contents of the data reflect the judgment of us only on the release day. We have right to update and amend the data and release other data that contains inconsistent contents or different conclusions without notification. Unless expressly stated, the data (e.g., financial performance data) represents past performance only and the past performance cannot be viewed as the prediction of future return.

3. The copyright of this data belongs to SusallWave, and we reserve all rights in accordance with the law. Without the prior written permission of our company, none of individual or institution can use these data for any profitable purpose. Besides, none of individual or institution can take actions such as amendment, replication, translation, compilation, re-editing, adaption, deletion, abbreviation, excerpts, issuance, rent, exhibition, performance, projection, broadcast, information network transmission, shooting, adding icons and instructions. If any loss of SusallWave or any

third-party is caused by those actions, users shall bear the corresponding compensation liability. SusallWave shall not be responsible for any loss.

4. If any term is not contained in this disclaimer but written in other agreements on our website (e.g. *User Registration Protocol of SusallWave Website*, *User Service (including authentication) Agreement of SusallWave Website*, *Privacy Policy of SusallWave Website*), it should be executed according to other agreements. If there is any difference between this disclaimer and other agreements, this disclaimer shall be applied.

重要免责声明：

非印度证券的研究报告：本报告由海通国际证券集团有限公司（“HTISGL”）的全资附属公司海通国际研究有限公司（“HTIRL”）发行，该公司是根据香港证券及期货条例（第571章）持有第4类受规管活动（就证券提供意见）的特牌法团。该研究报告在 HTISGL 的全资附属公司 Haitong International (Japan) K.K.（“HTIJKK”）的协助下发行，HTIJKK 是由日本关东财务局监管为投资顾问。

印度证券的研究报告：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India（“SEBI”）监管的 Haitong Securities India Private Limited（“HSIPL”）所发行，包括制作及发布涵盖 BSE Limited（“BSE”）和 National Stock Exchange of India Limited（“NSE”）上市公司（统称为「印度交易所」）的研究报告。HSIPL 于 2016 年 12 月 22 日被收购并成为海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的一部分。

所有研究报告均以海通国际为名作为全球品牌，经许可可由海通国际证券股份有限公司及/或海通国际证券集团的其他成员在其司法管辖区发布。

本文件所载信息和观点已被编译或源自可靠来源，但 HTIRL、HTISGL 或任何其他属于海通国际证券集团有限公司（“HTISG”）的成员对其准确性、完整性和正确性不做任何明示或暗示的声明或保证。本文件中所有观点均截至本报告日期，如有更改，恕不另行通知。本文件仅供参考使用。文件中提及的任何公司或其股票的说明并非意图展示完整的内容，本文件并非/不应被解释为对证券买卖的明示或暗示地出价或征价。在某些司法管辖区，本文件中提及的证券可能无法进行买卖。如果投资产品以投资者本国货币以外的币种进行计价，则汇率变化可能会对投资产生不利影响。过去的表现并不一定代表将来的结果。某些特定交易，包括设计金融衍生工具的，有产生重大风险的可能性，因此并不适合所有的投资者。您还应认识到本文件中的建议并非为您量身定制。分析师并未考虑到您自身的财务情况，如您的财务状况和风险偏好。因此您必须自行分析并在适用的情况下咨询自己的法律、税收、会计、金融和其他方面的专业顾问，以期在投资之前评估该项建议是否适合于您。若由于使用本文件所载的材料而产生任何直接或间接的损失，HTISG 及其董事、雇员或代理人对此均不承担任何责任。

除对本文内容承担责任的分析师外，HTISG 及我们的关联公司、高级管理人员、董事和雇员，均可不时作为主事人就本文件所述的任何证券或衍生品持有长仓或短仓以及进行买卖。HTISG 的销售员、交易员和其他专业人士均可向 HTISG 的相关客户和公司提供与本文件所述意见相反的口头或书面市场评论意见或交易策略。HTISG 可做出与本文件所述建议或意见不一致的投资决策。但 HTIRL 没有义务来确保本文件的收件人了解到该等交易决定、思路或建议。

请访问海通国际网站 www.equities.htisec.com，查阅更多有关海通国际为预防和避免利益冲突设立的组织 and 行政安排的内容信息。

非美国分析师披露信息：本项研究首页上列明的海通国际分析师并未在 FINRA 进行注册或者取得相应的资格，并且不受美国 FINRA 有关与本项研究目标公司进行沟通、公开露面和自营证券交易的第 2241 条规则之限制。

IMPORTANT DISCLAIMER

For research reports on non-Indian securities: The research report is issued by Haitong International Research Limited (“HTIRL”), a wholly owned subsidiary of Haitong International Securities Group Limited (“HTISGL”) and a licensed corporation to carry on Type 4 regulated activity (advising on securities) for the purpose of the Securities and Futures Ordinance (Cap. 571) of Hong Kong, with the assistance of Haitong International (Japan) K.K. (“HTIJKK”), a wholly owned subsidiary of HTISGL and which is regulated as an Investment Adviser by the Kanto Finance Bureau of Japan.

For research reports on Indian securities: The research report is issued by Haitong Securities India Private Limited (“HSIPL”), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited (“BSE”) and the National Stock Exchange of India Limited (“NSE”) (collectively referred to as “Indian Exchanges”). HSIPL was acquired and became part of the Haitong International Securities Group of Companies (“HTISG”) on 22 December 2016.

All the research reports are globally branded under the name Haitong International and approved for distribution by Haitong International Securities Company Limited (“HTISCL”) and/or any other members within HTISG in their respective jurisdictions.

The information and opinions contained in this research report have been compiled or arrived at from sources believed to be reliable and in good faith but no representation or warranty, express or implied, is made by HTIRL, HTISGL, HSIPL, HTIJKK or any other members within HTISG from which this research report may be received, as to their accuracy, completeness or correctness. All opinions expressed herein are as of the date of this research report and are subject to change without notice. This research report is for information purpose only. Descriptions of any companies or their securities mentioned herein are not intended to be complete and this research report is not, and should not be construed expressly or impliedly as, an offer to buy or sell securities. The securities referred to in this research report may not be eligible for purchase or sale in some jurisdictions. If an investment product is denominated in a currency other than an investor's home currency, a change in exchange rates may adversely affect the investment. Past performance is not necessarily indicative of future results. Certain transactions, including those involving derivatives, give rise to substantial risk and are not suitable for all investors. You should also bear in mind that recommendations in this research report are not tailor-made for you. The analyst has not taken into account your unique financial circumstances, such as your financial situation and risk appetite. You must, therefore, analyze and should, where applicable, consult your own legal, tax, accounting, financial and other professional advisers to evaluate whether the recommendations suits you before investment. Neither HTISG nor any of its directors, employees or agents accepts any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of the materials contained in this research report.

HTISG and our affiliates, officers, directors, and employees, excluding the analysts responsible for the content of this document, will from time to time have long or short positions in, act as principal in, and buy or sell, the securities or derivatives, if any, referred to in this research report. Sales, traders, and other professionals of HTISG may provide oral or written market commentary or trading strategies to the relevant clients and the companies within HTISG that reflect opinions that are contrary to the opinions expressed in this research report. HTISG may make investment decisions that are inconsistent with the recommendations or views expressed in this research report. HTI is under no obligation to ensure that such other trading decisions, ideas or recommendations are brought to the attention of any recipient of this research report.

Please refer to HTI's website www.equities.htisec.com for further information on HTI's organizational and administrative arrangements set up for the prevention and avoidance of conflicts of interest with respect to Research.

Non U.S. Analyst Disclosure: The HTI analyst(s) listed on the cover of this Research is (are) not registered or qualified as a research analyst with FINRA and are not subject to U.S. FINRA Rule 2241 restrictions on communications with companies that are the subject of the Research; public appearances; and trading securities by a research analyst.

分发和地区通知:

除非下文另有规定, 否则任何希望讨论本报告或者就本项研究中讨论的任何证券进行任何交易的收件人均应联系其所在国家或地区的海通国际销售人员。

香港投资者的通知事项: 海通国际证券股份有限公司("HTISCL")负责分发该研究报告, HTISCL 是在香港有权实施第 1 类受规管活动(从事证券交易)的持牌公司。该研究报告并不构成《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)(以下简称"SFO")所界定的要约邀请, 证券要约或公众要约。本研究报告仅提供给 SFO 所界定的"专业投资者"。本研究报告未经过证券及期货事务监察委员会的审查。您不应仅根据本研究报告中所载的信息做出投资决定。本研究报告的收件人就研究报告中产生或与之相关的任何事宜请联系 HTISCL 销售人员。

美国投资者的通知事项: 本研究报告由 HTIRL, HSIPL 或 HTIJKK 编写。HTIRL, HSIPL, HTIJKK 以及任何非 HTISG 美国联营公司, 均未在美国注册, 因此不受美国关于研究报告编制和研究分析人员独立性规定的约束。本研究报告提供给依照 1934 年"美国证券交易法"第 15a-6 条规定的豁免注册的「美国主要机构投资者」("Major U.S. Institutional Investor")和「机构投资者」("U.S. Institutional Investors")。在向美国机构投资者分发研究报告时, Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA") 将对报告的内容负责。任何收到本研究报告的美国投资者, 希望根据本研究报告提供的信息进行任何证券或相关金融工具买卖的交易, 只能通过 HTI USA。HTI USA 位于 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, 电话 (212) 351-6050。HTI USA 是在美国于 U.S. Securities and Exchange Commission ("SEC") 注册的经纪商, 也是 Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA") 的成员。HTIUSA 不负责编写本研究报告, 也不负责其中包含的分析。在任何情况下, 收到本研究报告的任何美国投资者, 不得直接与分析师直接联系, 也不得通过 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 直接进行买卖证券或相关金融工具的交易。本研究报告中出现的 HSIPL, HTIRL 或 HTIJKK 分析师没有注册或具备 FINRA 的研究分析师资格, 因此可能不受 FINRA 第 2241 条规定的与目标公司的交流, 公开露面和分析师账户持有的交易证券等限制。投资本研究报告中讨论的任何非美国证券或相关金融工具(包括 ADR)可能存在一定风险。非美国发行的证券可能没有注册, 或不受美国法规的约束。有关非美国证券或相关金融工具的信息可能有限。外国公司可能不受审计和汇报的标准以及与美国境内生效相符的监管要求。本研究报告中以美元以外的其他货币计价的任何证券或相关金融工具的投资或收益的价值受汇率波动的影响, 可能对该等证券或相关金融工具的价值或收入产生正面或负面影响。美国收件人的所有问询请联系:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
联系人电话: (212) 351 6050

DISTRIBUTION AND REGIONAL NOTICES

Except as otherwise indicated below, any Recipient wishing to discuss this research report or effect any transaction in any security discussed in HTI's research should contact the Haitong International salesperson in their own country or region.

Notice to Hong Kong investors: The research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited ("HTISCL"), which is a licensed corporation to carry on Type 1 regulated activity (dealing in securities) in Hong Kong. This research report does not constitute a solicitation or an offer of securities or an invitation to the public within the meaning of the SFO. This research report is only to be circulated to "Professional Investors" as defined in the SFO. This research report has not been reviewed by the Securities and Futures Commission. You should not make investment decisions solely on the basis of the information contained in this research report. Recipients of this research report are to contact HTISCL salespersons in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report.

Notice to U.S. investors: As described above, this research report was prepared by HTIRL, HSIPL or HTIJKK. Neither HTIRL, HSIPL, HTIJKK, nor any of the non U.S. HTISG affiliates is registered in the United States and, therefore, is not subject to U.S. rules regarding the preparation of research reports and the independence of research analysts. This research report is provided for distribution to "major U.S. institutional investors" and "U.S. institutional investors" in reliance on the exemption from registration provided by Rule 15a-6 of the U.S. Securities Exchange Act of 1934, as amended. When distributing research reports to "U.S. institutional investors," HTI USA will accept the responsibilities for the content of the reports. Any U.S. recipient of this research report wishing to effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments based on the information provided in this research report should do so only through Haitong International Securities (USA) Inc. ("HTI USA"), located at 340 Madison Avenue, 12th Floor, New York, NY 10173, USA; telephone (212) 351 6050. HTI USA is a broker-dealer registered in the U.S. with the U.S. Securities and Exchange Commission (the "SEC") and a member of the Financial Industry Regulatory Authority, Inc. ("FINRA"). HTI USA is not responsible for the preparation of this research report nor for the analysis contained therein. Under no circumstances should any U.S. recipient of this research report contact the analyst directly or effect any transaction to buy or sell securities or related financial instruments directly through HSIPL, HTIRL or HTIJKK. The HSIPL, HTIRL or HTIJKK analyst(s) whose name appears in this research report is not registered or qualified as a research analyst with FINRA and, therefore, may not be subject to FINRA Rule 2241 restrictions on communications with a subject company, public appearances and trading securities held by a research analyst account. Investing in any non-U.S. securities or related financial instruments (including ADRs) discussed in this research report may present certain risks. The securities of non-U.S. issuers may not be registered with, or be subject to U.S. regulations. Information on such non-U.S. securities or related financial instruments may be limited. Foreign companies may not be subject to audit and reporting standards and regulatory requirements comparable to those in effect within the U.S. The value of any investment or income from any securities or related financial instruments discussed in this research report denominated in a currency other than U.S. dollars is subject to exchange rate fluctuations that may have a positive or adverse effect on the value of or income from such securities or related financial instruments. All inquiries by U.S. recipients should be directed to:

Haitong International Securities (USA) Inc.
340 Madison Avenue, 12th Floor
New York, NY 10173
Attn: Sales Desk at (212) 351 6050

中华人民共和国的通知事项: 在中华人民共和国(下称"中国", 就本报告目的而言, 不包括香港特别行政区、澳门特别行政区和台湾)只有根据适用的中国法律法规而收到该材料的人

员方可使用该材料。并且根据相关法律法规，该材料中的信息并不构成“在中国从事生产、经营活动”。本文件在中国并不构成相关证券的公开发售或认购。无论根据法律规定或其他任何规定，在取得中国政府所有的批准或许可之前，任何法人或自然人均不得直接或间接地购买本材料中的任何证券或任何实益权益。接收本文件的人员须遵守上述限制性规定。

加拿大投资者的通知事项：在任何情况下该等材料均不得被解释为在任何加拿大的司法管辖区内出售证券的要约或认购证券的要约邀请。本材料中所述证券在加拿大的任何要约或出售行为均只能在豁免向有关加拿大证券监管机构提交招股说明书的前提下由 Haitong International Securities (USA) Inc. (“HTI USA”) 予以实施，该公司是一家根据 National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations (“NI 31-103”) 的规定得到「国际交易商豁免」 (“International Dealer Exemption”) 的交易商，位于艾伯塔省、不列颠哥伦比亚省、安大略省和魁北克省。在加拿大，该等材料在任何情况下均不得被解释为任何证券的招股说明书、发行备忘录、广告或公开发售。加拿大的任何证券委员会或类似的监管机构均未审查或以任何方式批准该等材料、其中所载的信息或所述证券的优点，任何与此相反的声明即属违法。在收到该等材料时，每个加拿大的收件人均将被视为属于 National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions 第 1.1 节或者 Securities Act (Ontario) 第 73.3(1) 节所规定的「认可投资者」 (“Accredited Investor”)，或者在适用情况下 National Instrument 31-103 第 1.1 节所规定的「许可投资者」 (“Permitted Investor”)。

新加坡投资者的通知事项：本研究报告由 Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd (“HTISSPL”) 于新加坡提供。HTISSPL 是符合《财务顾问法》2001 (“FAA”) 定义的豁免财务顾问，可 (a) 提供关于证券、集体投资计划的部分，交易所衍生品合约和场外衍生品合约的建议 (b) 发行或公布有关证券、交易所衍生品合约和场外衍生品合约的研究分析或研究报告。本研究报告仅提供给符合《证券及期货法》2001 第 4A 条项下规定的机构投资者。对于因本研究报告而产生的或与之相关的任何问题，本研究报告的收件人应通过以下信息与 HTISSPL 联系：

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

电话: (65) 6713 0473

日本投资者的通知事项：本研究报告由海通国际证券有限公司所发布，旨在分发给从事投资管理的金融服务提供商或注册金融机构（根据日本金融机构和交易法 (“FIEL”) 第 61 (1) 条，第 17-11 (1) 条的执行及相关条款）。

英国及欧盟投资者的通知事项：本报告由从事投资顾问的 Haitong International Securities Company Limited 所发布，本报告只面向有投资相关经验的专业客户发布。任何投资或与本报告相关的投资行为只面对此类专业客户。没有投资经验或相关投资经验的客户不得依赖本报告。Haitong International Securities Company Limited 的分支机构的净长期或短期金融权益可能超过本研究报告中提及的实体已发行股本总额的 0.5%。特别提醒有些英文报告有可能此前已经通过中文或其它语言完成发布。

澳大利亚投资者的通知事项：Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited 和 Haitong International Securities (UK) Limited 分别根据澳大利亚证券和投资委员会（以下简称“ASIC”) 公司（废除及过度性）文书第 2016/396 号规章在澳大利亚分发本项研究，该等规章免除了根据 2001 年《公司法》在澳大利亚为批发客户提供金融服务时海通国际需持有澳大利亚金融服务许可的要求。ASIC 的规章副本可在以下网站获取：www.legislation.gov.au。海通国际提供的金融服务受外国法律法规规定的管制，该等法律与在澳大利亚所适用的法律存在差异。

印度投资者的通知事项：本报告由从事证券交易、投资银行及证券分析及受 Securities and Exchange Board of India (“SEBI”) 监管的 Haitong Securities India Private Limited (“HTSIP L”) 所发布，包括制作及发布涵盖 BSE Limited (“BSE”) 和 National Stock Exchange of India Limited (“NSE”)（统称为「印度交易所」) 研究报告。

研究机构名称: Haitong Securities India Private Limited

SEBI 研究分析师注册号: INH000002590

地址: 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

电话: +91 22 43156800 传真: +91 22 24216327

合规和申诉办公室联系人: Prasanna Chandwaskar ; 电话: +91 22 43156803; 电子邮箱: prasanna.chandwaskar@htisec.com

“请注意，SEBI 授予的注册和 NISM 的认证并不保证中介的表现或为投资者提供任何回报保证”。

本项研究仅供收件人使用，未经海通国际的书面同意不得予以复制和再次分发。

版权所有：海通国际证券集团有限公司 2019 年。保留所有权利。

People's Republic of China (PRC): In the PRC, the research report is directed for the sole use of those who receive the research report in accordance with the applicable PRC laws and regulations. Further, the information on the research report does not constitute "production and business activities in the PRC" under relevant PRC laws. This research report does not constitute a public offer of the security, whether by sale or subscription, in the PRC. Further, no legal or natural persons of the PRC may directly or indirectly purchase any of the security or any beneficial interest therein without obtaining all prior PRC government approvals or licenses that are required, whether statutorily or otherwise. Persons who come into possession of this research are required to observe these restrictions.

Notice to Canadian Investors: Under no circumstances is this research report to be construed as an offer to sell securities or as a solicitation of an offer to buy securities in any jurisdiction of Canada. Any offer or sale of the securities described herein in Canada will be made only under an exemption from the requirements to file a prospectus with the relevant Canadian securities regulators and only by Haitong International Securities (USA) Inc., a dealer relying on the "international dealer exemption" under National Instrument 31-103 Registration Requirements, Exemptions and Ongoing Registrant Obligations ("NI 31-103") in Alberta, British Columbia, Ontario and Quebec. This research report is not, and under no circumstances should be construed as, a prospectus, an offering memorandum, an advertisement or a public offering of any securities in Canada. No securities commission or similar regulatory authority in Canada has reviewed or in any way passed upon this research report, the information contained herein or the merits of the securities described herein and any representation to the contrary is an offence. Upon receipt of this research report, each

Canadian recipient will be deemed to have represented that the investor is an "accredited investor" as such term is defined in section 1.1 of National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions or, in Ontario, in section 73.3(1) of the Securities Act (Ontario), as applicable, and a "permitted client" as such term is defined in section 1.1 of NI 31-103, respectively.

Notice to Singapore investors: This research report is provided in Singapore by or through Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd ("HTISSPL"). HTISSPL is an Exempt Financial Adviser under the Financial Advisers Act 2001 ("FAA") to (a) advise on securities, units in a collective investment scheme, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts and (b) issue or promulgate research analyses or research reports on securities, exchange-traded derivatives contracts and over-the-counter derivatives contracts. This research report is only provided to institutional investors, within the meaning of Section 4A of the Securities and Futures Act 2001. Recipients of this research report are to contact HTISSPL via the details below in respect of any matters arising from, or in connection with, the research report:

Haitong International Securities (Singapore) Pte. Ltd.

10 Collyer Quay, #19-01 - #19-05 Ocean Financial Centre, Singapore 049315

Telephone: (65) 6713 0473

Notice to Japanese investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited and intended to be distributed to Financial Services Providers or Registered Financial Institutions engaged in investment management (as defined in the Japan Financial Instruments and Exchange Act ("FIEL") Art. 61(1), Order for Enforcement of FIEL Art. 17-11(1), and related articles).

Notice to UK and European Union investors: This research report is distributed by Haitong International Securities Company Limited. This research is directed at persons having professional experience in matters relating to investments. Any investment or investment activity to which this research relates is available only to such persons or will be engaged in only with such persons. Persons who do not have professional experience in matters relating to investments should not rely on this research. Haitong International Securities Company Limited's affiliates may have a net long or short financial interest in excess of 0.5% of the total issued share capital of the entities mentioned in this research report. Please be aware that any report in English may have been published previously in Chinese or another language.

Notice to Australian investors: The research report is distributed in Australia by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited in reliance on ASIC Corporations (Repeal and Transitional) Instrument 2016/396, which exempts those HTISG entities from the requirement to hold an Australian financial services license under the Corporations Act 2001 in respect of the financial services it provides to wholesale clients in Australia. A copy of the ASIC Class Orders may be obtained at the following website, www.legislation.gov.au. Financial services provided by Haitong International Securities (Singapore) Pte Ltd, Haitong International Securities Company Limited, and Haitong International Securities (UK) Limited are regulated under foreign laws and regulatory requirements, which are different from the laws applying in Australia.

Notice to Indian investors: The research report is distributed by Haitong Securities India Private Limited ("HSIPL"), an Indian company and a Securities and Exchange Board of India ("SEBI") registered Stock Broker, Merchant Banker and Research Analyst that, inter alia, produces and distributes research reports covering listed entities on the BSE Limited ("BSE") and the National Stock Exchange of India Limited ("NSE") (collectively referred to as "Indian Exchanges").

Name of the entity: Haitong Securities India Private Limited

SEBI Research Analyst Registration Number: INH000002590

Address : 1203A, Floor 12A, Tower 2A, One World Center

841 Senapati Bapat Marg, Elphinstone Road, Mumbai 400 013, India

CIN U74140MH2011FTC224070

Ph: +91 22 43156800 Fax:+91 22 24216327

Details of the Compliance Officer and Grievance Officer : Prasanna Chandwaskar : Ph: +91 22 43156803; Email id: prasanna.chandwaskar@htisec.com

"Please note that Registration granted by SEBI and Certification from NISM in no way guarantee performance of the intermediary or provide any assurance of returns to investors".

This research report is intended for the recipients only and may not be reproduced or redistributed without the written consent of an authorized signatory of HTISG.

Copyright: Haitong International Securities Group Limited 2019. All rights reserved.

<http://equities.htisec.com/x/legal.html>

HLA Group - 600398 CH

