海澜之家（600398.SH）

大众男装龙头，打造京东奥莱新物种

优于大市

核心观点

公司概况：大众男装龙头品牌集团，线下门店超7000家。海澜之家是我国男装第一大品牌集团，连续多年稳居男装市占率第一，2023年收入215亿元，其中主品牌收入占比77%，此外还有团购定制业务及新品牌矩阵；分渠道看，线下直营/加盟/电商/团购分别占17%/53%/15%/11%，截至2024年三季度末，公司总店铺数超7100个。股权结构集中，周氏家族合计持股60%。公司历经三十余年发展，从品牌创立到男装龙头，再到多品牌零售巨头，2024年再次开拓新增长曲线，斯搏兹实现并表、京东奥莱业务快速推进、打开未来成长空间。财务方面盈利稳定，ROE较高，现金流充裕，分红率高。

海澜主品牌：产品迭代升级，渠道多元发展，品牌出海初具成效。中国男士鞋服市场规模大且平稳增长，非运动男装集中度持续提升。海澜之家作为大众男装龙头，市占率稳居第一且市场份额不断提升。参考日本经济低迷期大众性价比消费崛起，优衣库保持较快增长，海澜之家与优衣库定位定价相似。海澜的渠道和供应链管理模式具有特殊性，其加盟商类直营管理模式提升渠道管控和库存调配效率；主品牌供应链大约八成采用可退货模式，库存风险较低。成长性方面，海澜之家近年来不断完善直营与电商渠道布局，购物中心直营门店占比持续提升；电商此前规模相对较小，2024年增长提速；同时拓展海外市场，2024年底海外门店预计已经达到90家左右，且盈利水平好于国内。子品牌增长稳健，2023年精简子品牌实现减亏增收。

新业务：转型零售商开辟运动赛道，打造“京东奥莱”新物种。2023年海澜之家合资成立斯搏兹，持有其40%股权，2024年4月持股比例提升至51%。斯搏兹业务主要包括京东奥莱线上+线下业务，以及阿迪FCC业务，其中：1）阿迪FCC主要系海澜作为阿迪核心零售商，销售阿迪性价比产品线，2024年门店大约已超过400家，2025年有望再开出300~400家门店；2）“京东奥莱”由海澜之家集团和京东共同合作，以线上线下结合的方式开展折扣特卖业务，线上店铺为京东主站APP内的“京东奥莱官方旗舰店”，线下以城市购物中心为主要开店选址，2024年9月江苏无锡江阴首店开出，2025年1月春节前开出10家门店，门店面积均在3000平米以上；同时以轻资产模式运营，采取代销模式+租金流水扣点模式，盈利水平较高。长期来看，我国奥莱市场仍有较大空间，京东奥莱填补我国此前下沉市场城市奥莱空白，借助海澜之家丰富的下沉市场零售经验、渠道和目标客群积累，京东奥莱按长期乐观假设，开店空间在1000家以上，收入规模可超200亿。

风险提示：线下消费持续疲软、品牌形象受损、渠道拓展不及预期。

投资建议：主业有望企稳，斯搏兹未来增长可期。经历2024年宏观消费疲软的低谷期，在刺激内需政策以及出海和电商渠道带动下，2025-2026年品牌业务增速有望企稳；斯搏兹的京东奥莱和阿迪FCC业务，预计未来3-5年都有新店快速开出，其中京东奥莱以轻资产、高盈利模式运营，预计增速和带来的利润贡献可观，我们预计2024~2026年归母净利润分别为23.4/26.5/29.9亿元，同比增速分别为-20.7%/13.2%/12.7%；综合绝对估值和相对估值，预计合理的目标价格区间为7.7~8.5元，对于2025年14-15x PE，维持“优于大市”评级。

公司研究·深度报告

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	7.70 - 8.50元
收盘价	7.67元
总市值/流通市值	36837/36837百万元
52周最高价/最低价	10.04/5.15元
近3个月日均成交额	601.04百万元

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

《海澜之家（600398.SH）-第三季度收入下滑11%，费用率提升盈利承压》——2024-11-06
《海澜之家（600398.SH）-上半年收入增长1.5%，中期分红率67.5%》——2024-08-21
《海澜之家（600398.SH）-第一季度净利润增长10%，电商表现亮眼》——2024-05-04
《海澜之家（600398.SH）-第三季度净利润增长63%，电商表现亮眼》——2023-11-01
《海澜之家（600398.SH）-二季度归母净利润增长58%，库存健康度较高》——2023-09-01

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,191	24,857	29,762
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-1.6%	17.3%	19.7%
净利润(百万元)	2155	2952	2340	2649	2986
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-20.7%	13.2%	12.7%
每股收益（元）	0.50	0.67	0.49	0.55	0.62
EBIT Margin	19.3%	19.2%	14.6%	15.2%	14.8%
净资产收益率（ROE）	14.8%	18.4%	14.3%	15.8%	17.3%
市盈率（PE）	15.4	11.4	15.7	13.9	12.3
EV/EBITDA	10.9	9.6	16.2	14.2	13.3
市净率（PB）	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1

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

内容目录

公司概况：大众男装龙头品牌集团，线下门店超 7000 家 7
业务概览：主品牌为大众男装龙头，新品牌矩阵涵盖多领域 7
周氏家族合计持股 60%，股权结构集中 7
发展史：三十余年发展，从品牌创立到男装龙头再到多品牌零售巨头 8
财务分析：盈利稳定，ROE 较高，现金流充裕，分红率高 10
海澜主品牌：产品迭代升级，渠道多元发展，品牌出海初具成效 13
市场规模与格局：男士鞋服五千亿赛道平稳增长，行业格局优化 13
品类优化：男装品类从商务正装向舒适度较高的运动休闲和功能性服饰转型 14
日本经济低迷期服装消费偏向大众性价比，优衣库保持较快增长 15
渠道：加盟商类直营管理模式，提升渠道管控和库存调配效率 17
供应链：主品牌可退货商品占八成，库存风险较低 18
海澜品牌新变化：提高产品力，完善直营与电商渠道布局，拓展海外市场 19
其他品牌：子品牌增长稳健，2023 年精简子品牌实现减亏增收 24
新业务：开辟运动零售赛道，打造“京东奥莱”新物种 25
斯搏兹：开辟运动零售赛道，京东奥莱与阿迪 FCC 业态并行 25
阿迪 FCC（Future City Concept）：海澜作为阿迪核心零售商开 FCC 门店，销售性价比产品线 27
京东奥莱：海澜与京东合作，开拓城市奥莱新模式 27
盈利预测：主业有望企稳，新业务贡献中期利润空间 36
一、传统业务的收入利润假设 36
二、新业务的收入利润假设 37
三、公司整体收入利润假设 39
盈利预测情景分析 40
估值与投资建议 41
绝对估值：7.7~9.5 元 41
相对估值：7.7~8.5 元 42
投资建议 42
风险提示 44
附表：财务预测与估值 46

图表目录

图1： 公司业务一览图（2023 年） 7
图2： 公司股权结构图（截至 2024 三季度） 8
图3： 公司股价估值复盘（2014 年借壳上市后的股价与 PE） 10
图4： 公司营业收入及增速（单位：亿元） 11
图5： 公司归母净利润及增速（单位：亿元） 11
图6： 公司利润率变化情况 11
图7： 公司费用率变化情况 11
图8： 公司 ROE 和 ROIC（年化） 12
图9： 公司营运资金周转天数（天） 12
图10： 公司经营现金流净额、资本支出、自由现金流（亿元） 12
图11： 公司资产负债率和有息负债率 13
图12： 公司股利支付率及资本开支占净利润比例 13
图13： 中国男士鞋服市场规模及增长 13
图14： 中国男士鞋服行业集中度统计（按公司） 13
图15： 中国男士鞋服（非运动）行业集中度统计（按公司） 14
图16： 中国女士鞋服行业集中度统计（按公司） 14
图17： 中国男士鞋服（非运动）行业销售额前 25 大公司市占率及变化 14
图18： 品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装） 15
图19： 日本服装消费规模及增长 16
图20： 日本男装销售规模及增长 16
图21： 日本服装行业销售额前 20 大公司市占率及变化 16
图22： 优衣库日本收入及增长率 17
图23： 优衣库日本男装业务收入及增长率 17
图24： 服装品牌直营、加盟、代销模式对比 18
图25： 主品牌存货可否退货商品比例 19
图26： 公司存货跌价损失及占库存比 19
图27： 公司直营及加盟门店数量 20
图28： 公司直营与加盟门店占比 20
图29： 公司线上收入及其增速 20
图30： 公司线上收入占比 20
图31： 同行业部分公司线上收入占比 21
图32： 公司线上会员/粉丝数量 21
图33： 2024 年部分国家或地区鞋服市场规模 22
图34： 2009-2024 全球及部分国家或地区鞋服市场 CAGR 22
图35： 2023 年中国与东南亚六国鞋服市场市占率 TOP10 品牌 22
图36： 2024 年中国、日本、韩国与东南亚六国 CR10 22
图37： 优衣库东南亚、印度和大洋洲市场收入（十亿日元） 22

图38： 2009-2024 优衣库东南亚店铺数量 23
图39： HLA 马来西亚首店 23
图40： HLA 新加坡首店 23
图41： 子品牌营业收入、毛利率、门店数及品牌定位（截至 2023 年，其中包含男生女生收入） 24
图42： 英氏天猫+京东+抖音三平台销售额及增速 24
图43： OVV 天猫+京东+抖音三平台销售额及增速 24
图44： 英氏、OVV 近一年热销产品 25
图45： 斯搏兹及京海奥特莱斯股权结构图 26
图46： 五哲体育京东官方旗舰店 26
图47： 斯搏兹投资收益贡献 26
图48： 阿迪 FCC 门店数量 27
图49： AdidasFCC 门店门头及产品 27
图50： 京东奥莱官方旗舰店 28
图51： 搜索“京东奥莱”页面新增一级入口及顶部 banner 28
图52： 京东奥莱江阴飞马水城门店 29
图53： 京东奥莱山东临沂和谐广场门店 29
图54： 山东菏泽和谐广场门店品牌墙 29
图55： 山东菏泽和谐广场门店楼层导览 29
图56： 国内奥莱项目数量 30
图57： 北京传统奥莱项目均离市中心较远 30
图58： 唯品会特卖旗舰店&唯品仓门店面积较小 31
图59： 荟品仓仓储式陈列 31
图60： TJX 营收规模及增速 31
图61： TJX 毛利率及净利率 31

表1： 公司董监高简介 8
表2： 海澜之家存货跌价准备计提比例 1
表3： 京东奥莱线下已开业门店 28
表4： 不同折扣零售模式对比 32
表5： 不同折扣零售模式品类品牌占比 33
表6： 唯品会线下店与京东奥莱优劣势对比 34
表7： 京东奥莱线下一城一店流水规模预估（亿元） 35
表8： 运动服饰尾货空间（亿元） 36
表9： 京东奥莱线下门店规模预估（亿元） 36
表10： 传统业务盈利预测（百万元） 37
表11： 斯搏兹盈利预测（百万元） 39
表12： 公司盈利预测（百万元） 40
表13： 情景分析（乐观、中性、悲观） 40
表14： 公司盈利预测假设条件（%） 41
表15： 资本成本假设 41

表16： 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元） 41
表17： 可比公司估值 42
表18： 盈利预测与估值 43

公司概况：大众男装龙头品牌集团，线下门店超 7000 家

业务概览：主品牌为大众男装龙头，新品牌矩阵涵盖多领域

海澜之家是我国男装第一大品牌集团，连续多年稳居男装市占率第一，截至 2024 年市占率大约在 5%。公司 2023 年收入 215 亿元，截至 2024 三季度末，包含斯搏兹门店合计总门店数达到 7129 个，主品牌店数接近 6000 家。

分品牌看，主品牌海澜之家定位大众男装，有“男人的衣柜”之美誉，2023 年品牌收入 165 亿元；还拥有团购定制业务（收入 22.8 亿元），以及新品牌矩阵（OVV、英氏等，收入 20.2 亿元）。

从渠道模式看，公司线下直营/加盟/电商/团购分别占比 17%/53%/15%/11%，直营/加盟门店分别为 1683/5194 个。海澜之家加盟店采用类直营模式管理，加盟商类似“财务投资人”角色，门店的人员培训、数字化系统监控、库存调配等工作基本由集团参与。

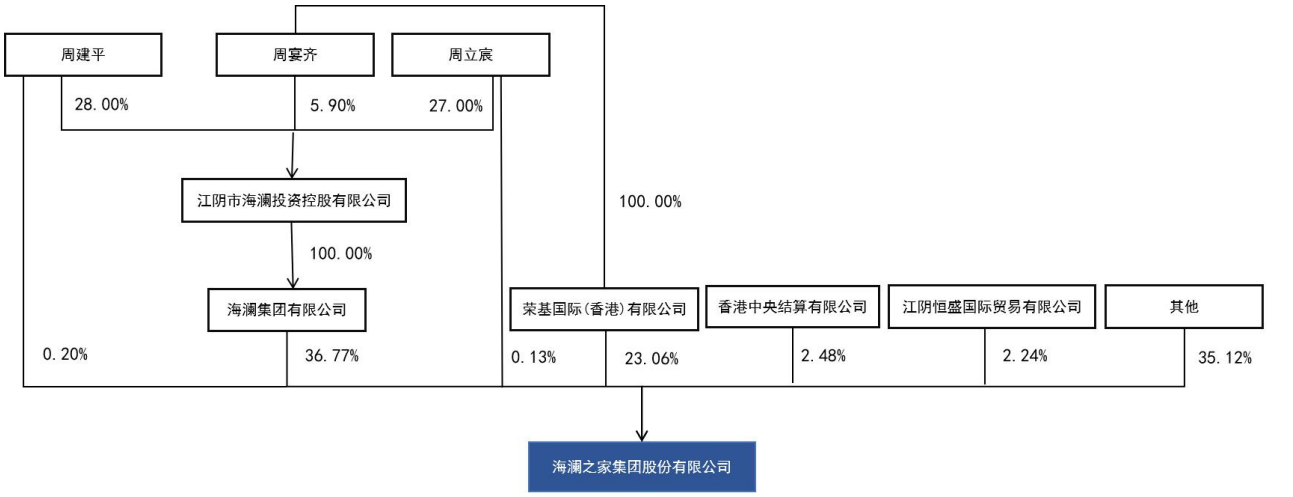
图1：公司业务一览图（2023 年）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

周氏家族合计持股 60%，股权结构集中

根据公司最新公告，公司创始人、实控人周建平先生，及其一致行动人周立宸（儿子）、周晏齐（女儿）直接及间接持有公司股份 60.13%。创始人周建平先生从 1988 年创立江阴市新桥第三毛纺厂以来，深耕纺服行业三十余年，具有丰富的行业经验；当前公司董事长周立宸先生本科就读于清华大学，于 2012 年进入海澜工作，曾负责广告部、信息中心、商品中心、电子商务等部门，2017 年接任海澜之家集团总裁，2020 年正式接任董事长职位。

图2：公司股权结构图（截至 2024 三季度）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整

表1：公司董监高简介

姓名	职务	任职时间	资历
周立宸	董事长、总经理	2020	周立宸先生曾任海澜之家品牌管理有限公司总经理，海澜集团有限公司总经理，江阴市海澜投资控股有限公司总经理，江阴蓝海投资有限公司总经理，江阴海澜新产业投资有限公司总经理，江阴金汇投资有限公司总经理,海澜之家国际商业(香港)有限公司董事;现任海澜之家集团股份有限公司董事长、总经理(总裁)，海澜集团有限公司董事长，江阴市海澜投资控股有限公司董事长，江阴蓝海投资有限公司执行董事，江阴海澜新产业投资有限公司执行董事，江阴金汇投资有限公司执行董事。
张晓帆	董事	2023	张晓帆先生现任江阴海澜新生活科技发展有限公司执行董事、总经理。
汤勇	董事、董事会秘书	2020	汤勇先生现任海澜之家集团股份有限公司董事、董事会秘书。
秦敏杰	董事、财务总监	2024	秦敏杰先生曾任海澜集团有限公司财务管理部部长，现任海澜之家集团股份有限公司财务总监。
陈磊	董事	2022	陈磊先生现任海澜之家集团股份有限公司董事，上海海澜之家生活家电子商务有限公司执行董事，江阴衣品汇电子商务有限公司执行董事、总经理。
顾东升	董事、副总经理	2014	顾东升先生曾任海澜集团有限公司投资部经理、海澜之家集团股份有限公司总经理、海澜之家品牌管理有限公司执行董事、总经理；现任海澜之家集团股份有限公司董事、副总经理（副总裁）。
黄凯	监事会主席	2012	黄凯先生曾任海澜之家集团股份有限公司董事，上海亿狮汽车服务有限公司董事；现任海澜之家集团股份有限公司监事，海澜集团有限公司财务管理部部长，上海瀚银信息技术有限公司董事。
强红兵	副总经理	2020	强红兵先生曾任海澜之家品牌管理有限公司副总经理；现任海澜之家集团股份有限公司渠道拓展中心负责人、海澜之家集团股份有限公司副总经理（副总裁）。
徐兴福	副总经理	2020	徐兴福先生曾任海澜之家品牌管理有限公司副总经理；现任海澜之家集团股份有限公司渠道营运中心负责人、海澜之家集团股份有限公司副总经理（副总裁）。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

发展史：三十余年发展，从品牌创立到男装龙头再到多品牌零售巨头

第一阶段（2002~2013）：海澜品牌初创，门店快速扩张，打造品牌影响力

21 世纪初，优衣库、H&M、ZARA、GAP 等快时尚品牌快速覆盖全球市场，周建平决定建立中国自己的时尚快销品牌。2002 年，“海澜之家”品牌创立，并在南京中山北路首开门店，正式进军男装零售市场。为了扩大品牌影响力，2003 年至 2012 年期间，海澜之家相继签约了吴大维、印小天、杜淳等当红明星，并通过大规模的广告营销，使“海澜之家，男人的衣柜”这一口号深入人心，品牌迅速崭露头角。此外，公司还不断拓展其品牌版图，2010 年推出了“爱居兔”品牌，2012 年又成立了“百衣百顺”品牌，进一步丰富了产品线，满足了不同消费者的需求。

海澜之家凭借其卓越的影响力、强大的产品力和渠道力，实现了迅速崛起。

2002-2013 年，海澜之家的营业收入从 5.8 亿增长至 71.5 亿，复合增长率达到 25.6%，净利润从 0.86 亿增长至 13.5 亿，复合增长率达到 28.5%。凭借其独特的类直营模式，2013 年海澜之家门店数量增加至 2887 家，门店零售总额接近 100 亿元，充分展示了海澜之家在市场上的强大竞争力和发展潜力。

第二阶段（2014~2015）：借壳上市成功，业绩保持快速增长，品牌力进一步提升，估值中枢 16-20x

2014 年 4 月 11 日，海澜之家通过凯诺科技股份有限公司成功重组上市，正式登陆 A 股市场。2014 年-2015 年，在胡润品牌榜上，海澜之家连续两年位居中国服装家纺品牌第一名，品牌价值突破百亿，在该年度中国服装品牌中，A 股市值排行第一。为了进一步提升品牌知名度和影响力，2014 年起，海澜之家连续三季赞助综艺节目《奔跑吧兄弟》，并推出跑男明星同款。同时，联合《了不起的挑战》、《最强大脑》、《蒙面唱将》、《欢乐喜剧人》等综艺节目，在娱乐中传递正能量；通过绑定《火星情报局》、《单身战争》两大网综 IP，对接年轻消费群体，打造出“综艺男人装”。2013-2015 年公司营收和利润复合增速分别达 49%和 48%，这期间估值也相对较高，估值中枢在 16-20x。

第三阶段（2016~2019H1）：布局多品牌矩阵，进军海外市场，业绩稳健增长，估值中枢 10-13x

2017-2019 年，海澜之家一方面开始实施多品牌发展战略，逐步构建了包含黑鲸(HLAJEANS)、轻奢男女装 AEX/OVV、童装男生女生、英氏婴童以及海澜优选家居业务等在内的子品牌矩阵。公司的产品线逐渐从原有的男装和正装拓展至女装、童装和家居等全品类，实现了品牌价值的多元化和产业链的延伸。另一方面公司进军东南亚市场，2017 年开出马来西亚首店，2018 年入驻新加坡。2018 年 1 月，腾讯通过其子公司以 25 亿元人民币入股海澜之家，获得 5.31%的股份。2016-2019H1，公司业绩增速放缓，收入利润单位数增长，估值相较前一个阶段下移，估值中枢在 10-13x。

第四阶段（2019H2~2022）：疫情影响零售承压、库存拖累下，营收利润出现下滑，估值中枢 8-10x

2019H2 净利润首次出现下滑，主要因爱居兔亏损拖累、可转债利息摊销支出增加、固定资产折旧增加、小品牌培育力度加大、长期股权投资损失等因素所致，公司于当年 9 月剥离爱居兔。2020、2022 年，公司经营和业绩受疫情影响较大，2021 年业绩有所反弹；同时由于新品牌均为买断式存货，存货跌价损失增多。2019-2022 年收入和净利润复合增速分别为-5.5%和-12.4%，估值中枢继续下移至 8-10x。这一阶段公司 eps 增速下降，但 2020 年以来提升了分红率，股息收益率提升，尤其 2021、2022 年股息率高达 8%。

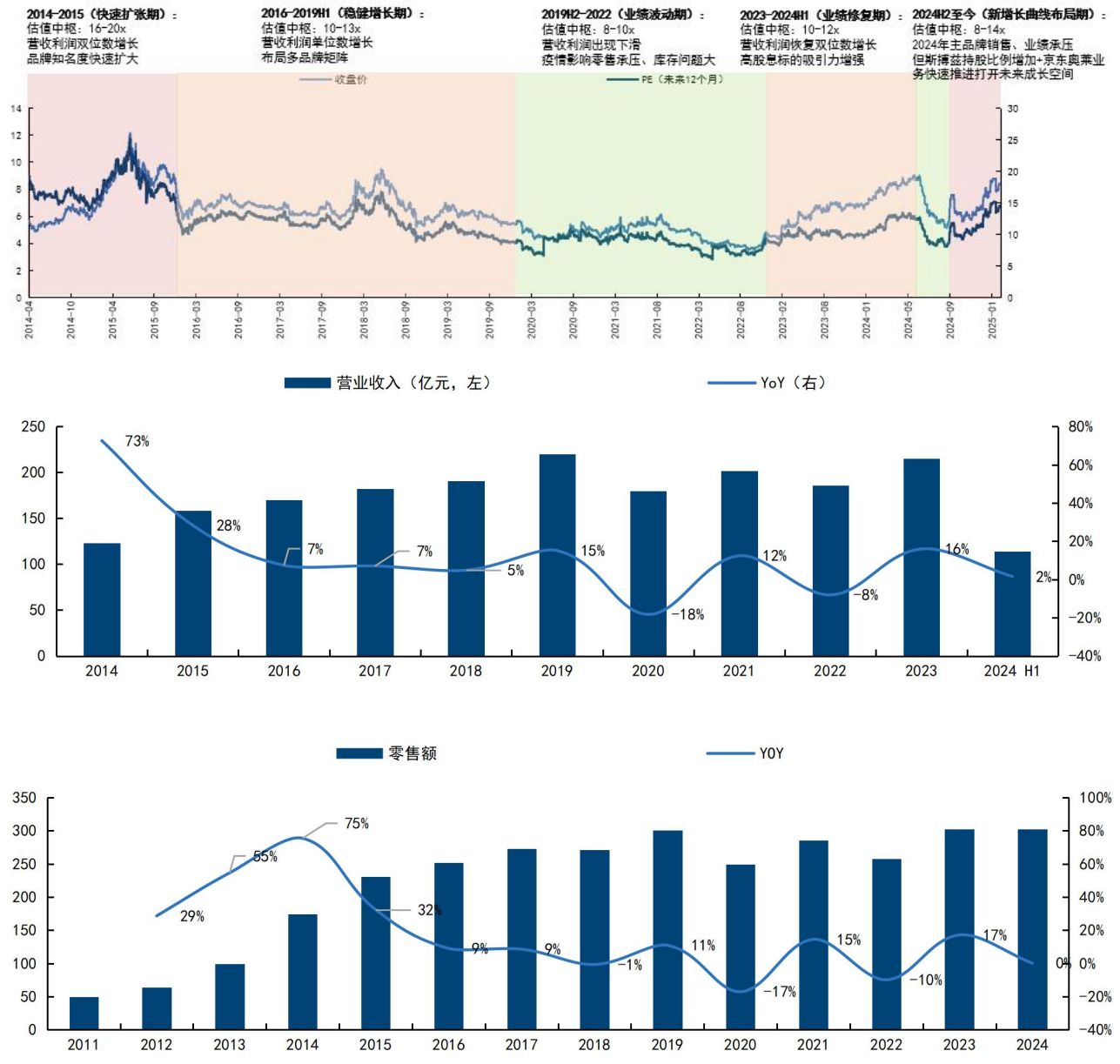
第五阶段（2023~2024H1）：疫情后消费恢复公司业绩修复，经济降速大环境下高股息标的吸引力提升，估值中枢回到 10-12x

2023 年疫情后随着社交场景的恢复，头部男装品牌快速复苏，公司主品牌恢复增长，三季度剥离男生女生品牌后对利润形成正向贡献。2023 年收入和净利润恢复双位数增长，同时库存有所改善，叠加经济降速大环境下高股息标的吸引力提升，估值中枢回到 10-12x。

第六阶段（2024H2 至今）：经历主品牌销售不及预期的股价下跌、估值下探到 8x 后，京东奥莱项目落地带动业绩估值双重修复，2025 年以来估值提升至 14x 左右

2024 年虽然在高基数基础上男装行业、公司主品牌增长乏力，但公司不断寻求新突破点，加速发展电商、提升斯搏兹持股比例、阿迪 FCC 和京东奥莱业务逐渐落地，进一步打开未来成长空间。2024 年中由于主品牌销售情况不及预期，尤其三季度行业下行压力整体较大，市场对公司短期盈利预测有所下调，同时估值下探到 8x 左右，股价经历了短期的下滑；后续 9 月京东奥莱第一家门店启动、估值股价小幅回升，2025 年初京东奥莱线下多店齐开，市场对未来成长预期乐观，估值提升到 14x 左右。

图3：公司股价估值复盘（2014 年借壳上市后的股价与 PE）



资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

财务分析：盈利稳定，ROE 较高，现金流充裕，分红率高

2014 年 2 月 18 日海澜之家完成借壳凯诺科技，4 月 11 日成功重组上市。公司利

用独特的加盟代销模式快速扩张，2013-2019 年收入和净利润的复合增速分别为 20.6%和 15.5%。2020-2022 年受疫情影响收入下降，且公司逆势扩张直营门店进驻购物中心，因此费用率提升、净利率受损，2019-2022 年收入和净利润复合增速分别为-5.5%和-12.4%。2023 年，随着疫情期间品类优化、电商发力、渠道升级等改革效益逐步显现，公司收入增长 16%，在正向经营杠杆、折扣收窄带动下，扣非净利润增长 37%。2024 上半年服装零售整体承压、叠加同期基数较高影响，公司仍实现较为稳健的收入增长和盈利水平，公司收入同比增长 2%至 113.7 亿元，归母净利润同比-2.5%至 16.4 亿元。

图4：公司营业收入及增速（单位：亿元）

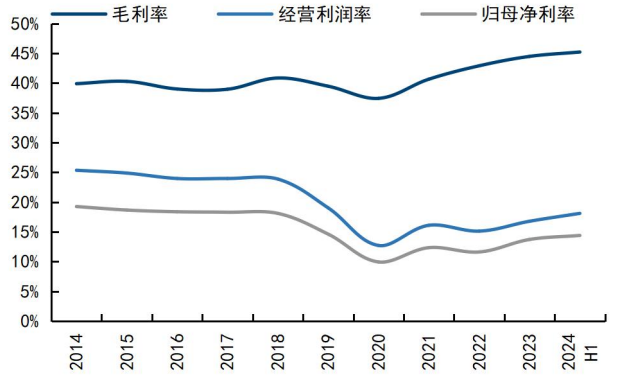
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司归母净利润及增速（单位：亿元）

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

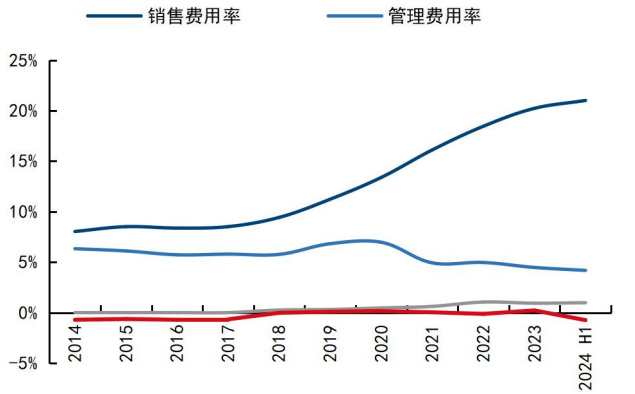
公司毛利率基本稳定在 40~45%，近年来随直营渠道占比的提升，直营门店占比从 2017 年的 0.8%提升至 2024 上半年的 25.5%，毛利率小幅提升，同时也导致公司销售费用率从 8.5%提升至 21.0%，管理费用率小幅下降、研发费用率小幅提升，最终归母净利率从 18.3%下降至 14.4%，净利率处于行业较高水平。

图6：公司利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7：公司费用率变化情况

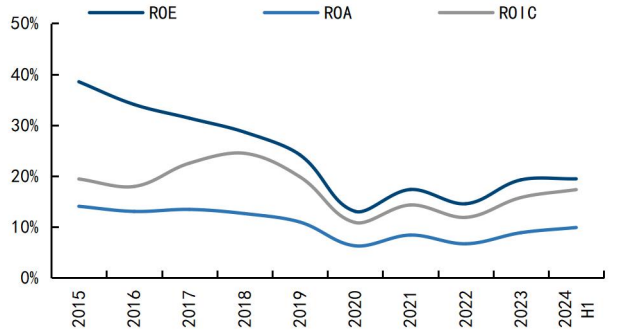


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；备注：2018 年前研发费用计入管理费用。

横向比较公司 ROE 相对较高，主要因净利率和资产负债率较高，资产周转率处于行业平均水平。纵向来看，公司 ROE 的波动主要受净利率波动以及资本结构变化影响，从存货情况看，加盟商代销模式下，公司渠道库存全部计入报表，因此公司报表库存较多，存货近 3 年均在 80 亿以上，存货周转天数较长，基本在 250~300 天；但同时由于大部分存货为可退还存货，存货减值风险并不高。由于与供应商

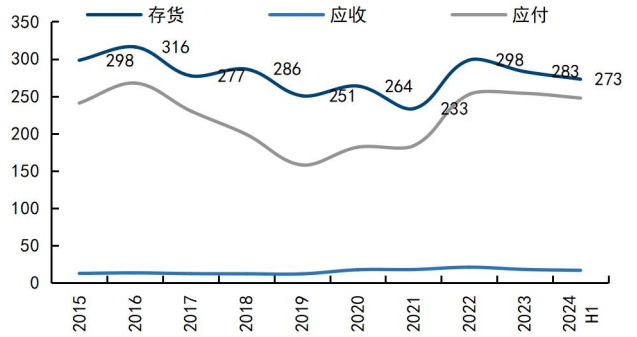
合作大部分采取赊购模式，产品售出后按期结款，公司应付账款账期长，近 3 年在 248 天以上；同时对下游账期短，应收账款周转天数在 20 天左右，进而一定程度上保证了公司现金流的充裕度。

图8：公司 ROE 和 ROIC（年化）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

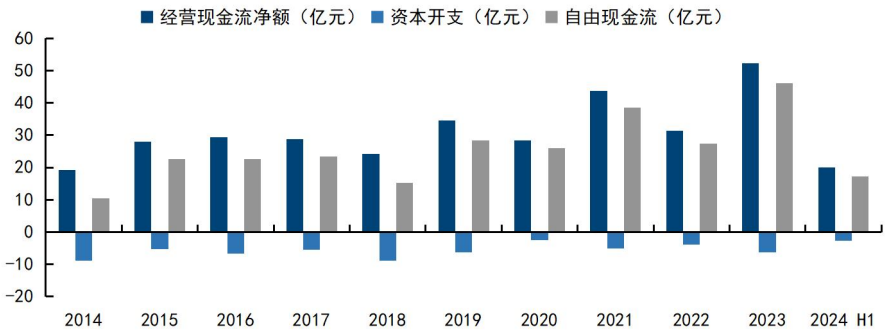
图9：公司营运资金周转天数（天）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司现金流充裕，2019-2024 上半年净现比均大于 1，同时资本开支占净利润比重相对稳定，近年来保持在 20%左右，自由现金流较多。

图10：公司经营现金流净额、资本支出、自由现金流（亿元）

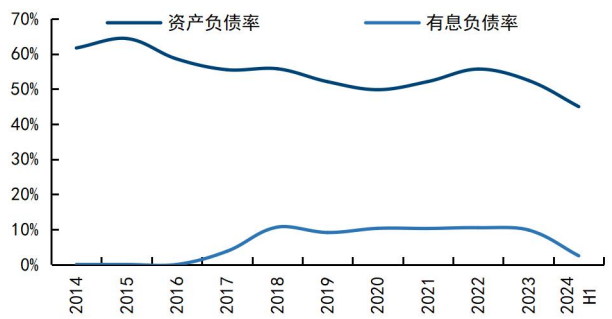


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资产负债率相对较高，2023 年及以前基本在 50%以上，主要由于赊购模式下应付账款较多；有息负债率相对较低，维持在 10%左右的水平。2024 上半年公司完成可转换公司债券全部赎回，且除租赁负债外，不存在其他大额有利负债，资产负债结构进一步优化，资产负债率下降至 45.0%，有息负债率降至 2.5%。

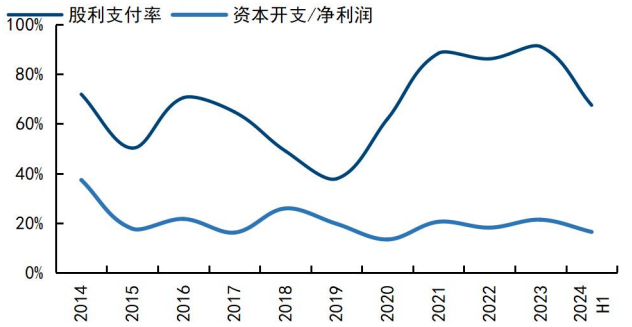
分红率总体保持较高水平，除了 2018 和 2019 年分别为 49%和 38%外，其余年份均在 50%以上，尤其 2021~2023 年分红率提升至 86%以上，2024 年实现首次中期分红，分红率为 67.5%。2021-2022 年股息率可达 8%以上，2023 年股息率为 5.8%，仍有较好的股息收益。

图11：公司资产负债率和有息负债率



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12：公司股利支付率及资本开支占净利润比例



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海澜主品牌：产品迭代升级，渠道多元发展，品牌出海初具成效

市场规模与格局：男士鞋服五千亿赛道平稳增长，行业格局优化

2024 年中国鞋服零售额 26775 亿人民币，2019-2024 年复合增速 0.4%，2024 年同比上升 2.0%。男士鞋服 7487 亿人民币，复合增速 0.1%，2023 年同比上升 1.7%。

非运动男装集中度高且持续提升，格局优化：

1）从长期维度看，2014-2024 年男装行业公司份额呈提升趋势，即使剔除了运动品牌后的男装集中度同样在提升，2014-2024 年，非运动男装 TOP5、TOP6-10、TOP11-15 的公司集中度分别提升 5.0、2.0、1.1 百分点至 14.6%、6.0%、4.5%。对比可见，男装行业前 15 大公司集中度达到 35.6%（非运动男装 CR15=25.0%），明显高于女装行业前十五大公司集中度（15.2%），且过去 10 年，女装行业集中度仅提升 2.3 百分点。这主要由于女性对时尚要求多样性、潮流更新迭代速度要求高，加上女性消费者对特定品牌忠诚度相对较低，因此女装竞争激烈程度更高。

2）从近 3 年维度看，众多男装品牌疫情期间由于客流下降，从购物中心和商场陆续出清（中国男装规模仅为女装 60%左右，由于男士消费者消费频次低，男装品牌在购物中心渠道运营难度更大），优质男装品牌则逆势开店扩张，格局分化。

图13：中国男士鞋服市场规模及增长

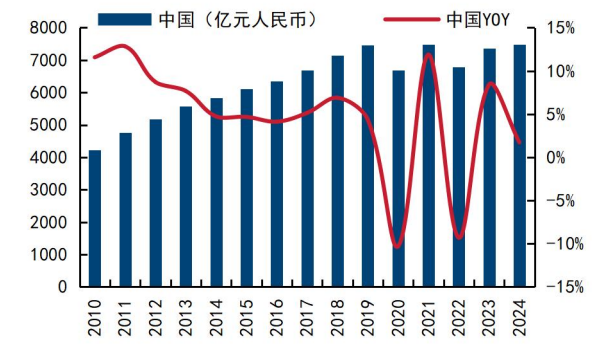
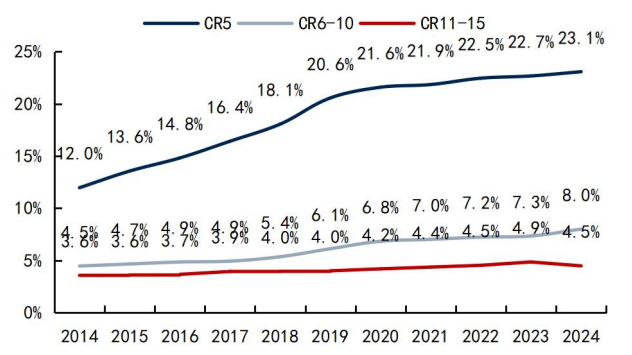


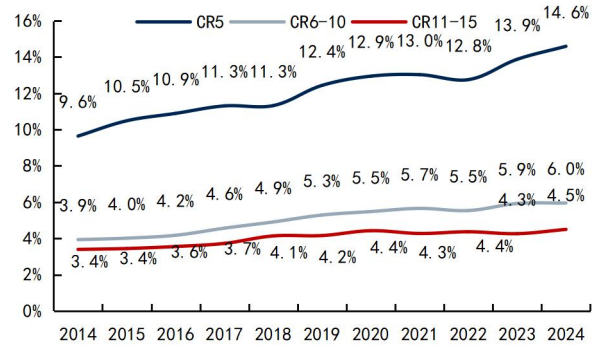
图14：中国男士鞋服行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

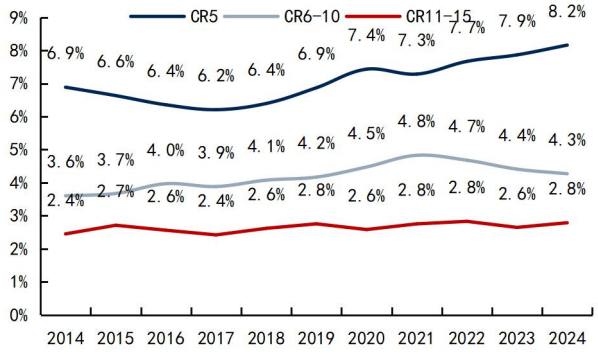
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图15：中国男士鞋服（非运动）行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

图16：中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：假设非运动男装市场规模=男装市场规模-运动鞋服市场规模*60%

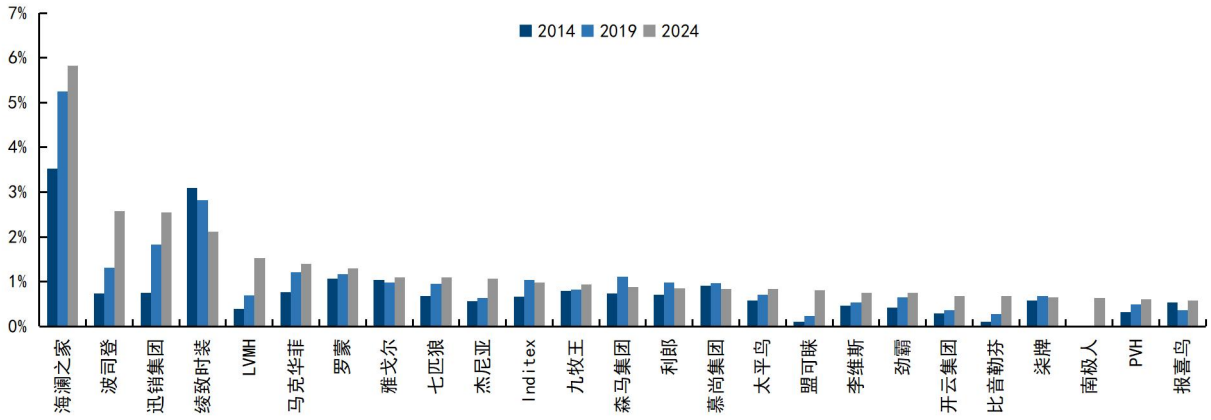
在中国男士鞋服行业前 25 大公司中，份额提升明显的公司主要有三大类型：

1）定位大众且规模大的品牌，海澜之家、迅销、ZARA 这种大众、性价比、基础款的品牌，且渠道运营做的不错的，早几年快速抢占市场份额实现扩张；

2）规模偏小，定位运动休闲风格的，同时兼具产品面料创新、渠道运营实力做的比较好，例如比音勒芬、报喜鸟；

3）国际奢侈/高端品牌，LVMH、开云、盟可睐、比音、报喜鸟，高端品牌的品牌护城河更深。

图17：中国男士鞋服（非运动）行业销售额前 25 大公司市占率及变化



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：按 2024 年销售额前 25 名从左往右排列；

品类优化：男装品类从商务正装向舒适度较高的运动休闲和功能性服饰转型

男装品牌近年推出功能性面料、舒适度较高和设计时尚的新产品线，消费者反馈良好。年轻白领穿衣越来越偏好休闲舒适和个性化彰显，从男装品牌近年推出的

新产品线可见，陆续从传统的纯商务正装融合运动休闲/功能性面料等元素，服饰风格更时尚，穿着体验更休闲舒适。

鞋类方面，国货皮鞋龙头奥康研发了运动皮鞋系列。奥康的运动皮鞋在大底中采用 EVA 橡胶一次发泡植入上下互动减震系统技术，在中底后跟处镶入减震气垫，加倍稳定，保护双足，除此之外还研发了舒适透呼吸专利，设计“微气孔加微气囊”内循环实现皮鞋透气不闷脚，明显提升了穿着舒适度。

裤装方面，海澜之家的“六维弹力裤”和九牧王的“小黑裤”。相较于以往传统西裤的紧身、无弹性，现在的裤装具有高弹、透气、百搭的特点。

上衣方面，报喜鸟的运动西服、利郎轻商务、太平鸟男装潮酷系列，以及品牌的功能性面料。传统男士西装的色调款式单一、厚重沉闷、使用场景局限，且穿着束缚感较强。运动西服系列既能满足舒适需求又符合商务社交场合的穿着要求。

图18：品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装）

资料来源：各品牌天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

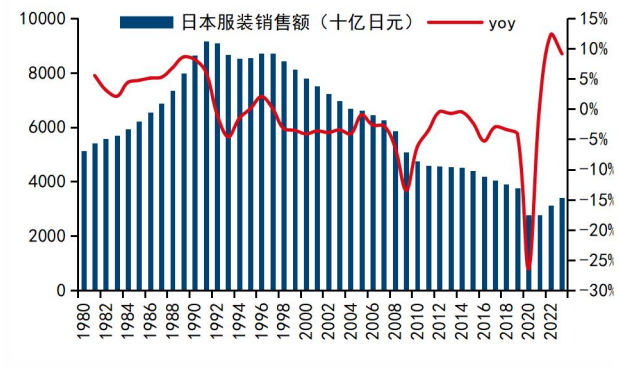
日本经济低迷期服装消费偏向大众性价比，优衣库保持较快增长

20 世纪 90 年代后，日本经济进入平稳期，服装行业规模下降，男装降幅更大。1）80-90 年代：日本经济进入泡沫化阶段，日元大幅升值，居民消费能力增强，服装价格也逐渐提高。1980-1991 年，日本服装消费规模持续增长，复合增速 5.4%，1991 年达到 91647 亿日元的峰值。日本男装消费规模也保持相应增长趋势，复合增速 5.2%。**2）1992 年至今：**90 年代初随着日本经济泡沫破裂，日本经济进入低迷期，带来服装消费承压。1992-2023 年日本服装消费规模逐年萎缩，复合增速-3.1%，其中男装行业规模缩小更为显著，复合增速-4.1%。

日本服装消费偏好由高端及精英消费转为大众化和关注性价比，大众品牌市占率上升。日本经济泡沫破裂后，居民资产缩水，消费者服装消费更加关注简洁质朴、实用性等因素，以此为方向的服装品牌更加受到日本消费者的欢迎。2024 年日本市场市占率前 20 的服装品牌中，多为大众性价比品牌及运动品牌。其中定位基础款的优衣库、Shimamura、GU 市场扩张迅速，增长态势良好，其市场份额从 2010

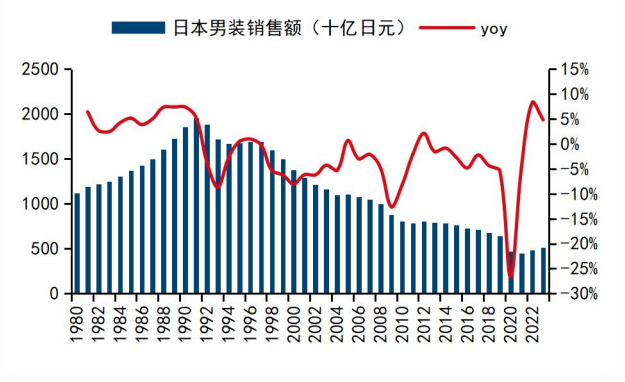
年的 7.9%、3.8%、0.4%分别提升 6.3、2.0、3.1 百分点至 14.2%、5.8%、3.5%，定位大众性价比的好俪姿、H&M 由 2010 年的 0.7%、0.2%提升 0.2、0.6 百分点至 0.9%、0.8%。快时尚电商平台希音自 2020 年进入日本市场以来较快积累了市场份额，其他主打运动休闲的运动品牌市场份额也较为稳定且良好，如美津浓、阿迪达斯、耐克、安德玛等。

图19：日本服装消费规模及增长



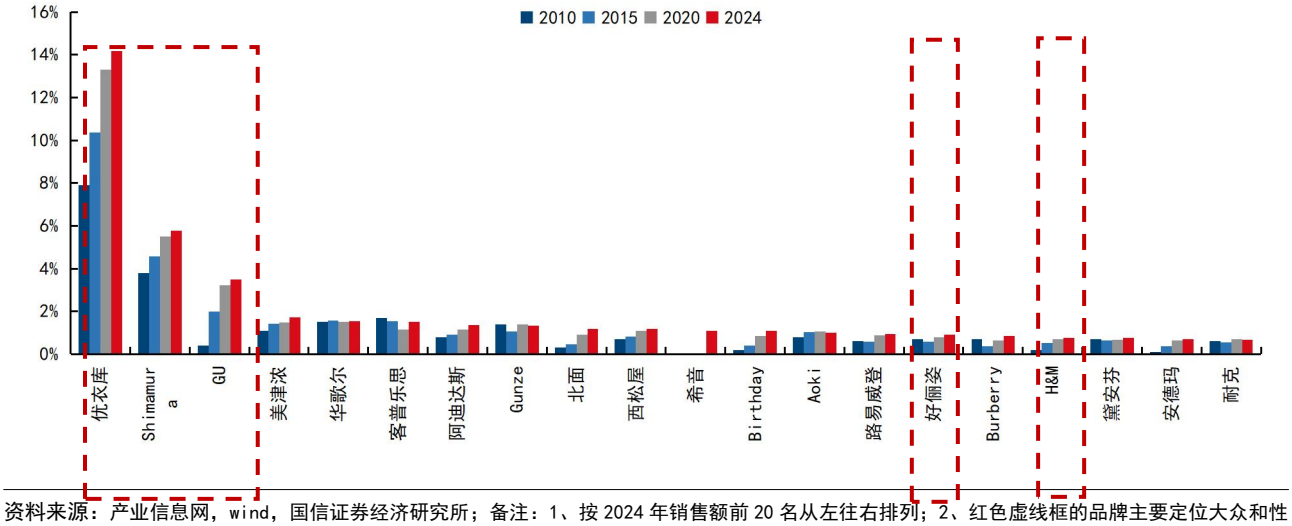
资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图20：日本男装销售规模及增长



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图21：日本服装行业销售额前 20 大公司市占率及变化



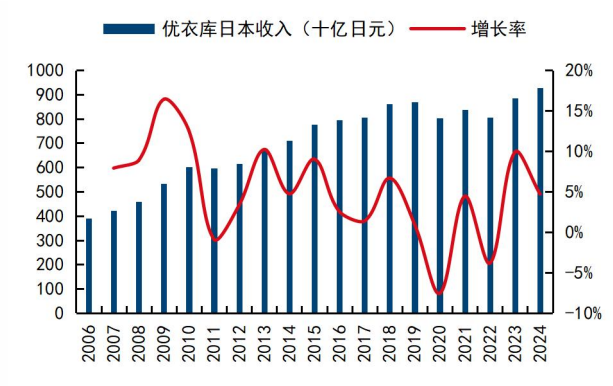
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：1、按 2024 年销售额前 20 名从左往右排列；2、红色虚线框的品牌主要定位大众和性价比

优衣库凭借大众基础款定位、高品质功能面料和供应链能力，在日本市场实现长期较快增长。日本经济低迷时期，消费者回归理性，消费观念向简约、去品牌化、性价比转变，以此为方向的优衣库凭借低价策略快速进行市场扩张。去场景化的百搭产品使其受众更广泛。而后面对市场竞争加剧，优衣库不断进行改革，并提升供应链能力实现 SPA 模式。产品方面，优衣库维持基础百搭款的主导地位同时，通过联名提升品牌知名度和时尚属性，并与核心供应商共同研发高品质功能型面料，例如，推出摇粒绒、Heattech、AIRism 等爆款产品，产品的极高性价比为消费者所广泛追捧。2010-2024 年，优衣库日本市占率提升 6.3 个百分点至 14.2%。

优衣库日本男装业务增速略低于整体，但疫情影响下展现更强韧性。2006-2019

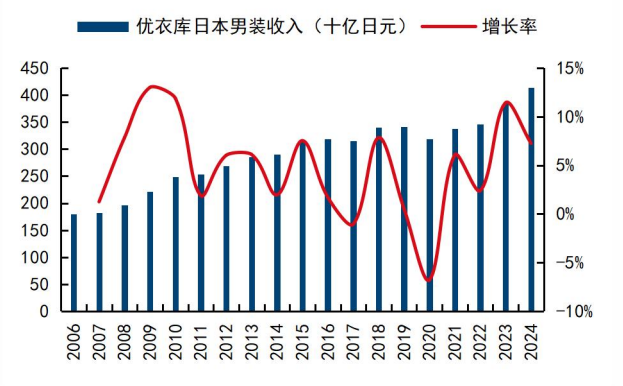
年，优衣库日本地区收入复合增长 6.3%，2019-2024 年受疫情影响，复合增长 1.3%。其中，2006-2019 年优衣库日本地区男装业务收入复合增长 5.0%，2019-2024 年复合增长 3.9%，尽管 2019 年之前男装业务增速略低于整体，但在疫情期间男装业务增速展现更强的增长韧性。

图22：优衣库日本收入及增长率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

图23：优衣库日本男装业务收入及增长率



资料来源：彭博，国信证券经济研究所整理

渠道：加盟商类直营管理模式，提升渠道管控和库存调配效率

服装品牌主要两大销售渠道分别为 DTC（线下直营、电商）和经销/批发。传统经销/批发模式下，品牌方以一定的发货折扣（通常可能是吊牌价的 3.5-4.5 折）销售给经销商，经销商买断商品并自主销售，承担开店成本、租金和员工费用、库存风险。DTC 模式下，品牌方通过线下自营门店或电商平台将商品直接销售给消费者，品牌方承担开店成本、租金和员工费用、库存风险。

而海澜之家的加盟渠道主要采用代销模式。海澜之家的加盟商类似于“财务投资人”，承担开店成本、租金和员工等费用，拥有对门店的所有权但不参与门店管理，由海澜之家统一负责员工培训、商品定价和调配等经营事务。同时，公司保持商品所有权，加盟商不必承担滞销风险，完成销售后，海澜之家与加盟商按照销售额的一定比例分成。

代销类似于直营的方式管理，优点如下：

1、 **品牌方财务报表更透明：**公司报表加盟渠道收入增速反映当期加盟商流水增速情况，资产负债表中的存货反映了全渠道的库存情况，财务透明程度较高。

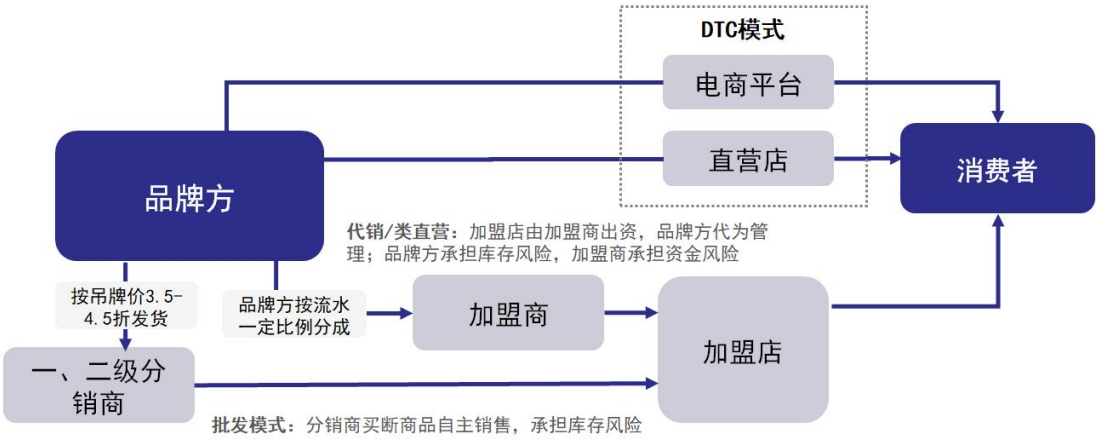
2、 **加强数字化洞察和提升渠道运营效率：**公司对加盟店管理类似于直营方式，可通过在门店安装数字化系统实时洞察商品动销情况，同时对滞销商品进行门店之间灵活调配，提升运营效率。

3、 **推新效果更好：**海澜之家近两年积极推出功能性面料服装，提升产品性价比，若在传统订货模式下，经销商可能对新品订货态度较保守谨慎，代销模式下集团选择货品有更大的自由度，避免经销商订货选择偏短视。

4、 **品牌方不承担经营费用：**相比直营模式，代销模式下品牌方基本不承担门店租金和员工等经营费用，业绩端风险由加盟商共同承担。

5、 **降低加盟商进入门槛：**加盟商仅需出资与承担经营费用，不需要拥有服装行业渠道管理经验，以及不承担库存滞销风险，极大降低加盟商进入门槛，有利于早期快速拓店抢占市场份额。

图24：服装品牌直营、加盟、代销模式对比



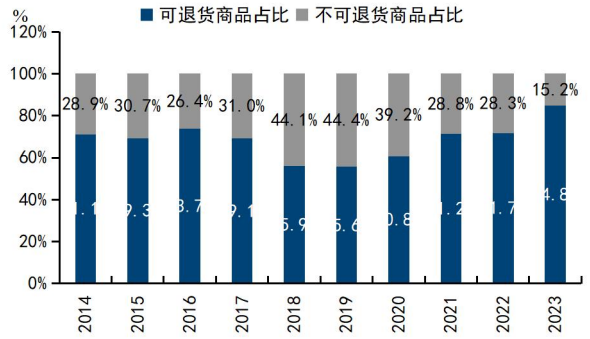
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

供应链：主品牌可退货商品占八成，库存风险较低

海澜之家采用“可退货模式”为主，库存滞销风险降低。海澜之家早期规模较大且成长快，给到供应商盈利水平较可观，因此与众多服装供应商形成良好合作。采购模式上，海澜之家主品牌与供应商采取业内独特的“可退货模式”为主，“买断模式”为辅，可退货模式采购价格相对买断模式较高，但若两个季节未完成销售则可以退货，则可以剪标退还给供应商，由供应商自行处理库存。由此可见，在可退货模式下，海澜之家无须承担库存滞销风险，若产品动销率良好，供应商可获得相比买断模式下显著更高的毛利。

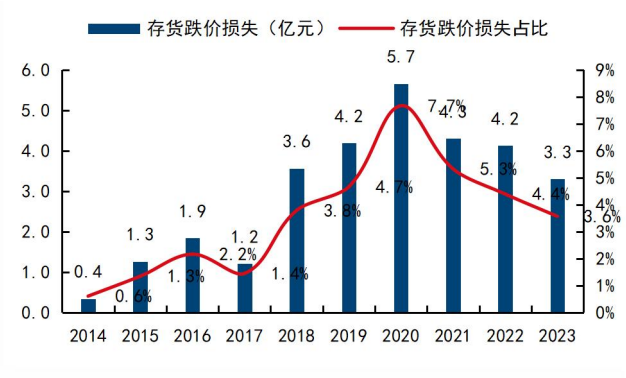
公司存货减值与不可退货商品比例、销售状况相关。从存货跌价损失情况看，2014-2017 年海澜存货减值占期末存货余额比例较低，2016 年在 2.2%，2017 年因冷冬利于库存动销，减值占比下降至 1.4%。2018-2019 年公司存货中不可退货商品比例从 2017 年的 31%提升至 44%，加上 2019 年暖冬影响，因此存货减值占比达到 3.8%和 4.7%，2020 年受疫情影响，存货减值占比提升至 7.7%。2021-2022 年，公司不可退货商品比重下降至 28-29%，因仍受到局部疫情影响，存货减值占比分别为 5.3%和 4.4%，2023 年不可退货商品占比显著下降，存货跌价损失占比随之下降至 3.6%。

图25：主品牌存货可否退货商品比例



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图26：公司存货跌价损失及占库存比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：海澜之家存货跌价准备计提比例

品牌	库龄 1 年以内	库龄 1-2 年	库龄 2-3 年	库龄 3 年以上
海澜之家品牌	0%	0%	70%	100%
其他连锁品牌	根据存货可变现净值单独测试			

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

海澜品牌新变化：提高产品力，完善直营与电商渠道布局，拓展海外市场

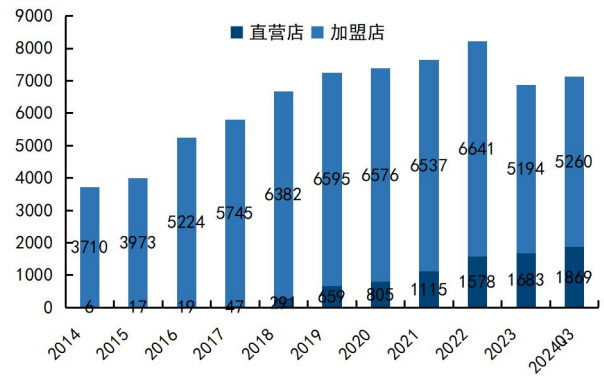
科技创新、文化赋能、品质加持，持续优化品类，打造爆款产品。海澜之家主品牌持续迭代升级，在产品创新方面不断向上突破，品牌竞争力稳步提升。近年来，公司相继推出“十二生肖”、“太空创想”、“虎虎生威”等国民 IP 系列作品，呈现独具中国文化魅力的潮流产品。为满足消费者日益个性化、品质化的消费需求，推出“六维弹力裤”、“三防黑白小 T”、“冰爽棉”、“全能夹克”、“极光鹅绒”等高科技、多功能品质单品与“桑蚕丝纤维”系列、“甄选羊绒”系列、“新疆长绒棉”系列、“DP 免烫”系列、“超细莫代尔”系列等高性价比产品，进一步提升产品影响力与市占率。受疫情期间的低基数影响，2023 年主品牌收入同比增长 19.7%至 164.6 亿元，已经接近 2019 年 174.2 亿元的最高水平。正常年份主品牌业绩表现稳健，基本面有望获得持续修复。

购物中心直营门店占比持续提升。近年来，客流逐渐向核心地段集中，购物中心对于客流的带动作用愈发明显。伴随着消费者消费习惯的转变，购物中心不断下沉，新开购物中心中，二三线及以下城市的占比逐渐提升。主品牌海澜之家积极响应消费趋势的变化，持续推进购物中心门店拓展，提升购物中心直营门店占比，优化渠道布局，提升门店效益。2022 年公司提出未来要在购物中心新开 1000 家门店，年增 200-300 家，同时关闭低效经销街边店。

电商业务发展迅速，具备较大提升潜力。2019-2023 年，公司线上业务从 13.3 亿元增长至 32.6 亿元，CAGR 为 25.1%，2024 前三季度增长提速，同比增加 44.7%。2020 年公司紧抓新冠疫情带来的在线经济服务形态快速发展的契机，加大各大平台的直播布局，在“达人带货+品牌自播”的双轮驱动下，线上业务获得爆发式增长，线上收入占比同比提升 5.6 百分点至 11.7%。2021 年以来，公司坚持聚焦差异化商品布局，打造爆款迭代矩阵，在夯实传统电商渠道业务的同时，持续加码社交平台、直播电商以及内容电商的全域运营，多渠道、多平台、多维度触达用户，以营销促进转化，2023 年上半年公司全渠道会员与粉丝数破亿，2024 年前三

季度公司线上业务收入占比达 22.0%，对比同行来看，安踏、李宁、森马等品牌服饰企业线上业务占比均超过了 27%，公司的线上业务仍有一定的提升空间，未来线上业务的发展将继续助力公司业绩增长。

图27：公司直营及加盟门店数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

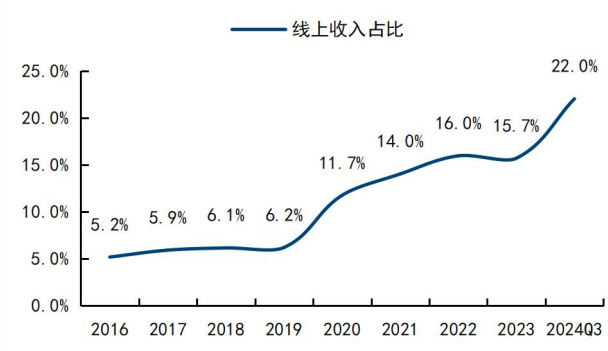
图28：公司直营与加盟门店占比

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图29：公司线上收入及其增速

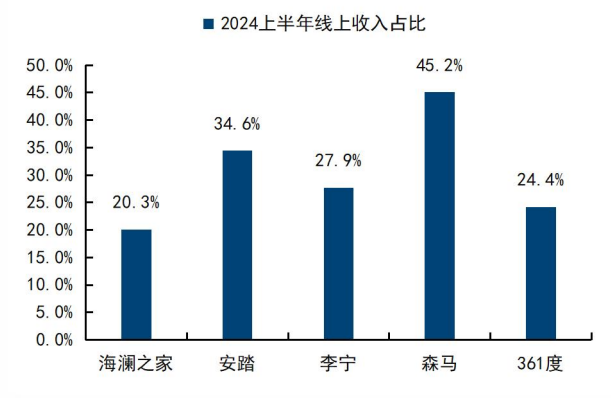
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图30：公司线上收入占比



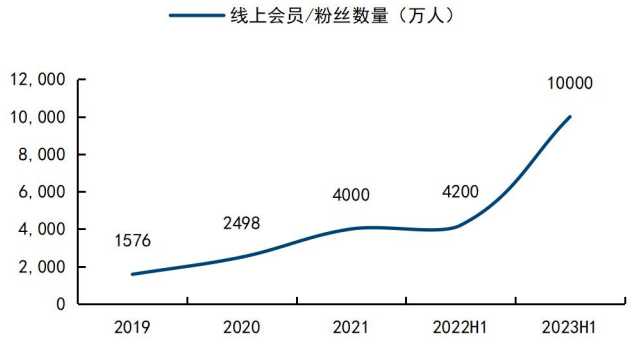
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图31：同行业部分公司线上收入占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图32：公司线上会员/粉丝数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

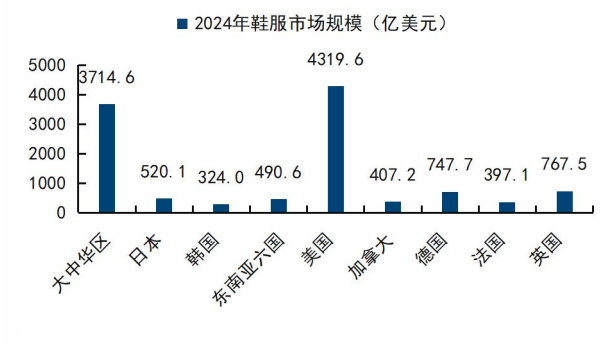
东南亚鞋服市场规模约占全球市场的 3%，上升潜力大。根据产业信息网，2024 年全球鞋服市场规模约 18344.8 亿美元，其中大中华区市场规模为 3714.6 亿美元，占全球市场的 20.2%。东南亚六国（泰国、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、新加坡、越南）是东南亚的主要经济体，鞋服市场规模合计约 490.6 亿元，分别占全球市场和亚太市场的 2.7%、7.8%。2009-2024 年，全球鞋服市场规模 CAGR 为 1.6%，东南亚六国受益于人口的大幅增长以及 GDP 的快速提升，鞋服市场 CAGR 达 3.6%，增速是全球市场的两倍以上。伴随经济的持续发展，东南亚地区居民消费潜力有望进一步释放，鞋服市场规模预计将持续提升，国内品牌若在东南亚站稳脚跟将充分分享东南亚发展红利。

东南亚鞋服市场中本土品牌较少，品牌集中度有望进一步提升。东南亚六国市占率 TOP10 的品牌大部分为国际知名的时尚运动、休闲品牌。除越南外，其他东南亚国家 TOP10 品牌中本土品牌的数量较少。整体来看，东南亚人民对于外来品牌的接受度较高，国内品牌进军东南亚具有合理性。从市场集中度看，一般鞋服市场越成熟，头部品牌的集中度越高，日本、韩国、马来西亚、新加坡的 CR10 相对更高，鞋服市场相对更加成熟，印尼、菲律宾、泰国、越南的 CR10 相对较低，品牌集中度目前仍有不小的提升空间，国内品牌进入这些国家面临着更大的发展机遇。此外，中国跨境快时尚品牌 Shein 与休闲品牌佐丹奴已经成功进入部分东南亚国家并跻身 TOP10，海澜之家进入东南亚市场具有成熟先例可供借鉴。

东南亚市场越来越受到优衣库重视。2009 年 4 月，优衣库在新加坡开出东南亚首家门店，随后进驻马来西亚、泰国、菲律宾、印尼、越南。历经数年发展，优衣库在东南亚市场大获成功，深受东南亚人民欢迎，在印尼、菲律宾、新加坡、泰国、越南的市占率均居于第一位。优衣库的成功与其经营战略密不可分。第一，优衣库有针对性地推出了适合东南亚气候及文化的产品，并与当地品牌合作推出联名产品来提升品牌知名度；第二，持续开设购物中心门店与街边店，融合实体店与电商运营，增强渠道建设能力；第三，通过线上引流与线下活动积极传播 Lifewear 理念，拉拢年轻群体，增强客户粘性。另外，近年来优衣库的部分代工产能逐渐向东南亚国家转移，有利于进一步降低产品成本，提升产品竞争力。2017-2023 财年优衣库在东南亚、印度和大洋洲的收入从 1100 亿日元增长至 3500

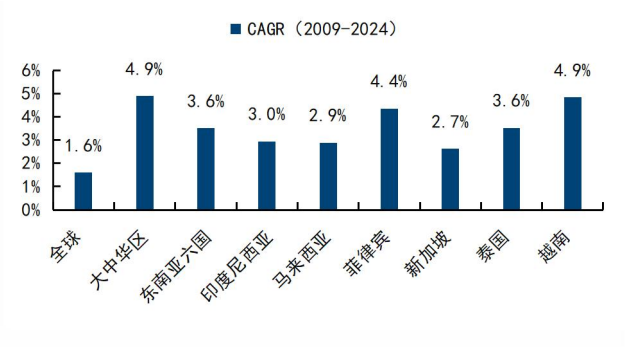
亿日元，CAGR 达 21.3%，同时疫情影响消除后优衣库在东南亚地区开店再次提速，2024 财年门店数量已达 329 家，其中新加坡/马来西亚/泰国/菲律宾/印尼/越南店铺数分别为 30/58/68/76/72/25 家。

图33：2024 年部分国家或地区鞋服市场规模



资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图34：2009-2024 全球及部分国家或地区鞋服市场 CAGR



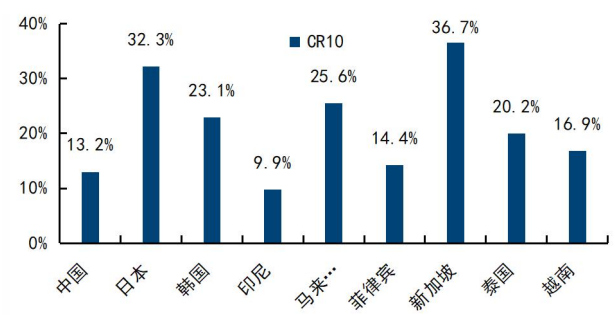
资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图35：2023 年中国与东南亚六国鞋服市场市占率 TOP10 品牌

2024年中国与东南亚六国鞋服市场市占率TOP10品牌						
中国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	越南
Nike	Uniqlo	Uniqlo	Uniqlo	Uniqlo	Uniqlo	Uniqlo
安踏	H&M	adidas	Nike	Nike	Shein	Shein
李宁	Giordano	Nike	H&M	adidas	Adidas	Yody
Uniqlo	Zara	Shein	adidas	Chanel	H&M	adidas
adidas	Skechers	Skechers	Bench	Zara	Wacoal	Zara
斐乐	adidas	Brands Outlet	Levi's	Hermès	Nike	Canifa
海澜之家	Nike	Bata	Avon	Shein	Sabina	H&M
波司登	GT Man	H&M	Guess	Charles & Keith	Zara	Viet Tien
特步	Bata	Padni	Penshoppe	Gucci	Levi's	Biti's
巴拉巴拉	Wacoal	Levi's	Jockey	H&M	Mc Jeans	Elise

资料来源：产业信息网，标蓝品牌为当地本土品牌，国信证券经济研究所整理

图36：2024 年中国、日本、韩国与东南亚六国 CR10

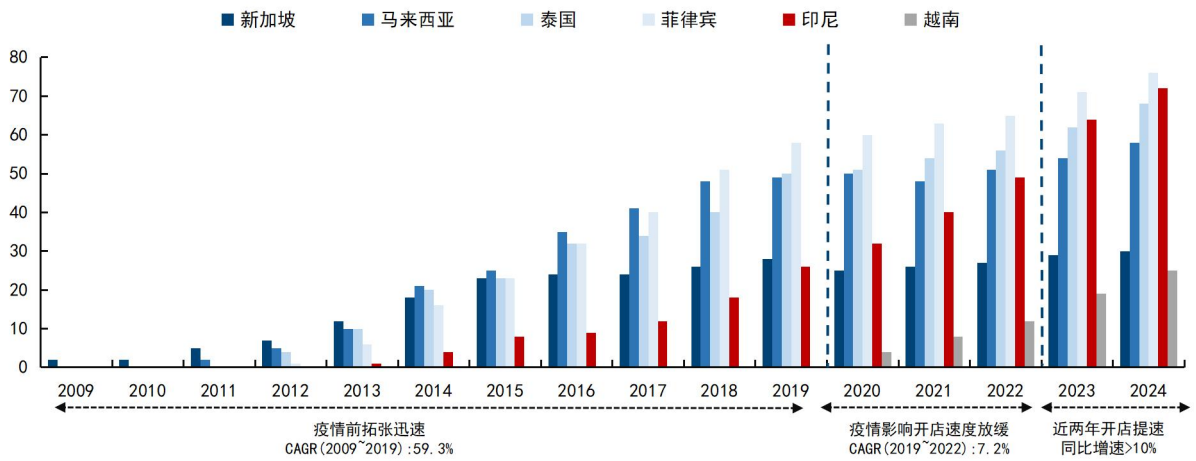


资料来源：产业信息网，国信证券经济研究所整理

图37：优衣库东南亚、印度和大洋洲市场收入（十亿日元）

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图38：2009-2024 优衣库东南亚店铺数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2017 年公司提出出海战略，2018 年开始布局，公司秉持“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”的方针，积极探索东南亚市场，以更国际化、年轻化、时尚化的门店形象，入驻核心商圈，同时注重本土化建设，建立本土管理与运营团队，积累渠道优势，不断扩大品牌影响力。海外开设店铺首年已实现盈亏平衡，但疫情期间增速有所放缓。随着疫情影响基本消除，公司加速在海外的店铺拓展，2023 年 10 月，海澜之家正式进军菲律宾市场，是继马来西亚、新加坡、泰国、越南、老挝之后，公司进驻的第六个东南亚国家。2024 年以来公司持续拓展海外市场版图，成功进驻马尔代夫、肯尼亚等海外市场，截至上半年期末门店数已达到 68 家，年底预计已经达到 90 家左右，并计划在中亚、中东等其他新市场进行布局。针对海外门店，公司优化马来西亚、新加坡中央仓库配置，同时优化配货逻辑，调整发货结构，进行个性化货品配发，以满足不同门店的差异化消费需求。在海外市场的积极拓张下，2023 年海外地区实现营业收入 2.72 亿元，同比增长 24%，2024 上半年保持高增长，收入同比提升 25.4%至 1.61 亿元。

图39：HLA 马来西亚首店

资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

图40：HLA 新加坡首店

资料来源：公司公众号，国信证券经济研究所整理

其他品牌：子品牌增长稳健，2023 年精简子品牌实现减亏增收

子品牌增速稳健，2023 年剥离男生女生实现减亏增收。公司旗下子品牌涵盖男装、女装、童装、职业装及生活家居等，其中高端婴童生活方式品牌表现突出。英氏自 1995 年创立以来，专注 0-6 岁婴幼儿高品质生活及成长所需用品，打造一站式高端婴童集合店，产品覆盖婴童内衣、外服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类。0VV 成立于 2017 年，定位 30 岁左右的职业女性，以相比同类品牌更优惠的价格提供高品质轻奢产品，致力于以“不费力的高级感”为专业的独立女性打造摩登衣橱。根据第三方数据，2024 年英氏天猫+京东+抖音三平台销售总额达到 16.5 亿元，同比 2023 年增速较高，达到 18.5%；0VV 女装在消费三平台销售额受整体消费相对疲软情况下同比下降 10.8%至 4589 万元。

此前公司旗下大众品牌男生女生 2019-2022 年以来持续亏损，每年亏损幅度在 1 亿元左右，2021 年和 2022 年海澜之家分别对其计提商誉减值 0.62/0.51 亿元；2023 上半年男生女生亏损 4361 万元，三季度对该品牌进行剥离，获得投资收益约 1.6 亿元，同时有利于未来减亏。

图41：子品牌营业收入、毛利率、门店数及品牌定位（截至 2023 年，其中包含男生女生收入）

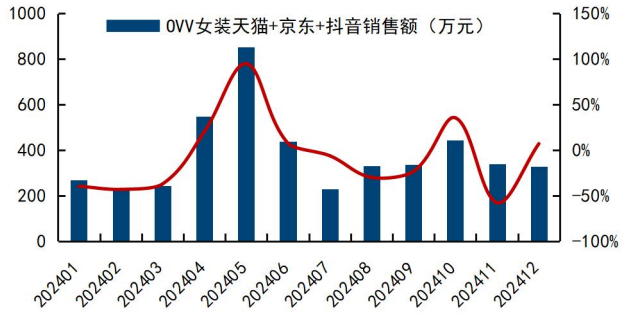
名称	营业收入（亿元）	收入同比增速	毛利率	门店数	品牌定位及风格
海澜之家系列	164.6	19.7%	45.2%	5976	为20-45岁男性提供时尚、高品质、高性价比服饰
海澜之家团购定制	22.8	1.5%	46.8%	901	企事业单位职业装定制，积极开拓校服等品类市场
0VV	20.2	5.8%	50.2%		职场女性高性价比成衣，注重经典、高级、实穿
英氏婴童					高端婴童生活方式品牌
海澜优选					生活方式类家居品牌，以家居服为主
黑鲸					简潮、品质、科技及高性价比的时尚男装品牌
HEAD					奥地利专业滑雪运动品牌，覆盖多项专业运动

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：英氏天猫+京东+抖音三平台销售额及增速

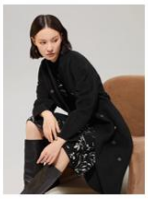
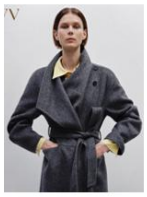
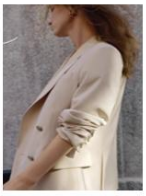
资料来源：天猫、京东、抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

图43：0VV 天猫+京东+抖音三平台销售额及增速



资料来源：天猫、京东、抖音第三方数据，国信证券经济研究所整理

图44：英氏、0VV 近一年热销产品

英氏（YeeHoO）						
商品类型	秋冬			春夏		
商品图片						
成交均价	516.6	408.3	530.4	108.9	178.9	284.9
OVV						
商品类型	秋冬			春夏		
商品图片						
成交均价	2975.2	3391.1	3298.5	1214.5	705.0	1326.7

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

新业务：开辟运动零售赛道，打造“京东奥莱”新物种

斯搏兹：开辟运动零售赛道，京东奥莱与阿迪 FCC 业态并行

斯搏兹发展历程：

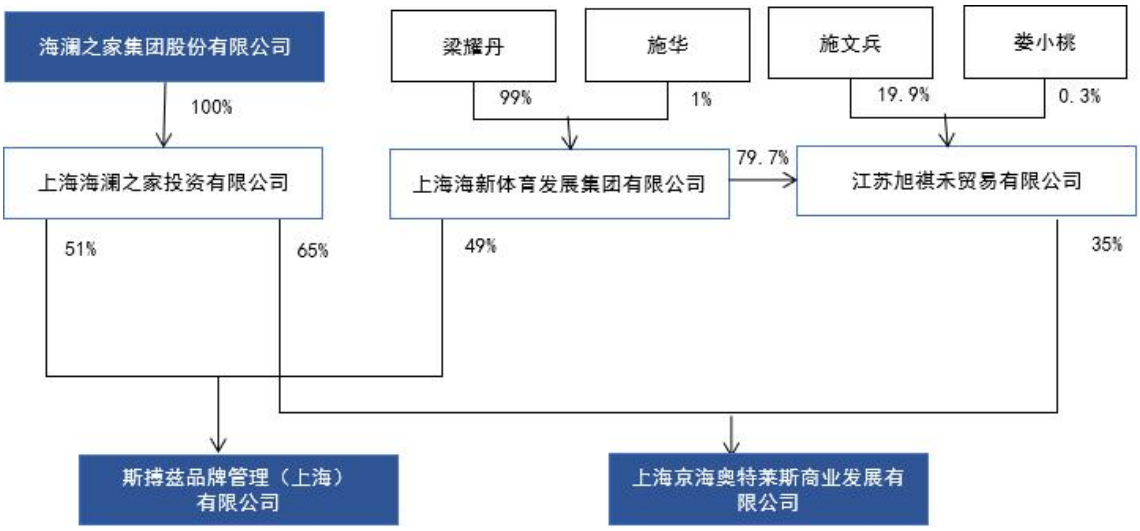
1）2023 年：海澜之家与海新体育合资成立斯搏兹，海澜之家通过全资子公司上海海澜之家投资有限公司向斯搏兹出资 1.6 亿元，持有斯搏兹 40%的股权。**2）2024 年 4 月末：**上海海澜之家投资有限公司以自有资金 8800 万元进一步增持斯搏兹 11%股权。对斯搏兹的持股比例由 40%提升至 51%，斯搏兹成为海澜之家的控股子公司，开始并表。

当前斯搏兹的股权结构为：

1）斯搏兹品牌管理（上海）有限公司主要负责供应链，上海海澜之家投资有限公司持股 51%，另外 49%由上海海新体育发展集团有限公司持有；施文兵为斯搏兹总经理。

2）上海京海奥特莱斯商业发展有限公司主要负责销售，上海海澜之家投资有限公司持股 65%，另外 35%由江苏旭祺禾贸易有限公司持有；海新体育、施文兵分别对江苏旭祺禾持有 79.7%、19.9%的股份。

图45：斯搏兹及京海奥特莱斯股权结构图



资料来源：公司公告，爱企查，国信证券经济研究所整理

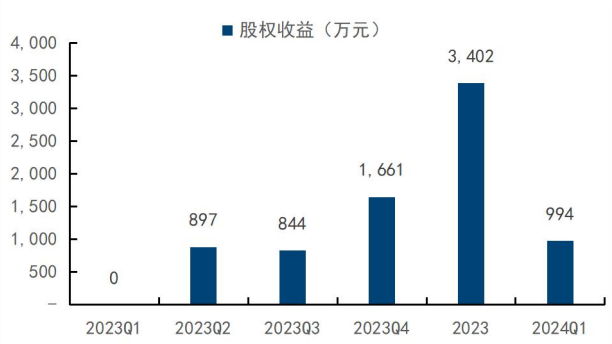
斯搏兹核心业务：

1）2023 年业务主要为在京东、唯品会、抖音平台销售国际运动品牌尾货，其中品牌以阿迪达斯为主。2023 年 3-12 月营收为 5.96 亿元，净利润 8500 万，净利率约 14.3%。海澜持有其 40%股份，利润计入股权收益，2023 年对集团贡献股权收益约 3400 万；2024Q1 贡献股权收益 994 万。

图46：五哲体育京东官方旗舰店

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

图47：斯搏兹投资收益贡献



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

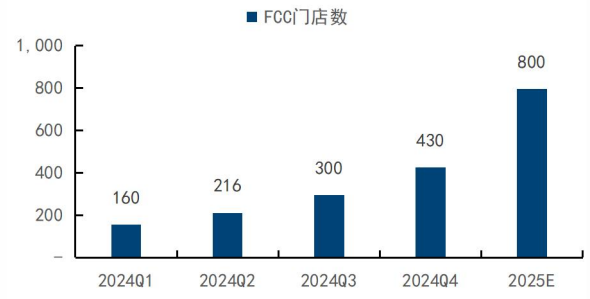
2）2024 年新业务形态陆续开展，当前主要包括京东奥莱线上+线下业务，以及阿迪 FCC 业务，2024 年前三季度斯搏兹实现收入 9.6 亿元，净利润约 1.5 亿元，净利率在 15.6%，由于斯搏兹是于 4 月末并入母公司报表，我们推算前三季度贡献报表收入在 8 亿左右。

阿迪 FCC（Future City Concept）：海澜作为阿迪核心零售商开 FCC 门店，销售性价比产品线

海澜与 Adidas 达成战略合作，即开设 Adidas FCC 门店，覆盖 Adidas 正标和 Adidas Neo 系列产品，主要为针对国内低线城市推出的性价比产品线；海澜优势在于国内下沉市场多年积累的渠道网络布局和经验；Adidas 大中华区 CEO 萧家乐曾在 2023 年 12 月表示，2023 年在偏低线城市核心商圈开始开设高势能品牌大店，2024 年将在中国三、四线城市加速开店及搭建品牌形象，**海澜在下沉市场的渠道布局和零售能力正与 Adidas 当前下沉市场渠道扩张战略相契合**。

开店进程方面，2024 年大约已开出 400 余家，2025 年有望继续开 300~400 家，即到 2025 年底预计达到近 700~800 家门店。

图48：阿迪 FCC 门店数量



资料来源：公司公告，LADYMAX，国信证券经济研究所整理

图49：AdidasFCC 门店门头及产品

资料来源：小红书，国信证券经济研究所整理

京东奥莱：海澜与京东合作，开拓城市奥莱新模式

京东奥莱由海澜之家集团和京东共同合作，以线上线下结合的方式开展折扣特卖业务。具体的业务模式和发展现状如下：

1、合作分工：京东开放自营相关商品用于“京东奥莱”店铺销售，海澜之家集团负责线下货源和门店运营等方面。线上店铺在京东主站 APP 内的“京东奥莱官方旗舰店”，线下以全国城市的购物中心为主要开店地址。“京东奥莱官方旗舰店”和京东奥莱的线下店铺由上海京海奥特莱斯商业发展有限公司运营，目前京海奥特莱斯由海澜之家的全资子公司上海海澜之家投资有限公司持股 65%，另外 35%由江苏旭祺禾贸易有限公司持有；海新体育、斯搏兹总经理施文兵分别对江苏旭祺禾持有 79.7%、19.9%的股份。

图50：京东奥莱官方旗舰店

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

图51：搜索“京东奥莱”页面新增一级入口及顶部 banner

资料来源：京东，国信证券经济研究所整理

2、门店模式：首家京东奥莱线下店于 2024 年 9 月 25 日在江苏省无锡江阴市海澜飞马水城开业，后续春节前陆续开设 10 店，截至目前共有 11 家门店，以山东、河南、河北的三线城市为主，未来预计以三到五线城市为主要布局，高线城市亦有开店空间；门店选址的商场甲方包括银座、中万购物广场、万意广场等。门店面积普遍为 3000 平米以上大店，临沂银座店为首家万平大店，位置选择上大部分位于购物中心一层、二层。

表3：京东奥莱线下已开业门店

时间	城市	人口（万人）	GDP（亿元）	人均 GDP（元）	城市等级	商圈	面积（平米）
2024/9/25	江苏无锡	750	15456	206220	新一线	江阴飞马城	3000
2025/1/1	山东枣庄	381	2157	56610	三线	滕州中万购物中心	4800
2025/1/1	河南安阳	538	2486	46245	三线	万意广场	3200
2025/1/15	山东济宁	824	5516	66943	三线	银座	3000
2025/1/18	山东临沂	1,094	6105	55787	三线	银座和谐广场	10000
2025/1/18	山东菏泽	864	4464	51699	三线	银座和谐广场	6000
2025/1/18	河北廊坊	548	3608	65869	三线	万向城	4500
2025/1/18	河北石家庄	1,123	7534	67067	二线	北辰广场	5000
2025/1/18	河南平顶山	492	2720	55286	四线	名门天街	5000
2025/1/22	河南南阳	950	4572	48143	三线	南阳天地	5000
2025/1/23	安徽阜阳	808	3324	41114	三线	晶宫	5000

资料来源：京东奥莱官方公众号，国信证券经济研究所整理

图52：京东奥莱江阴飞马水城门店

资料来源：京东奥莱官方公众号，国信证券经济研究所整理

图53：京东奥莱山东临沂和谐广场门店

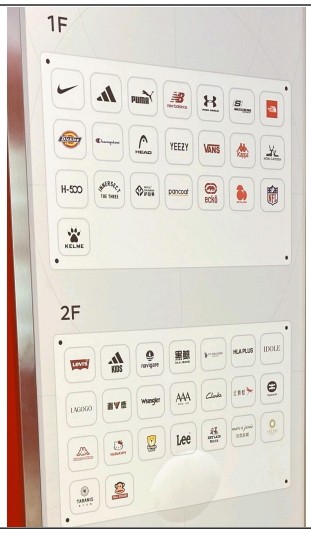
资料来源：京东奥莱官方公众号，国信证券经济研究所整理

店内布局：设有运动、户外、男装、女装、童装、美妆轻奢等专区，其中运动户外区域、品牌、sku 占比较大；品牌方面涵盖包括耐克、阿迪达斯、PUMA、NB、安德玛、斯凯奇、北面等运动户外品牌，黑鲸、LEVI’S、LEE、Lily 等男女休闲装品牌，HR、雅诗兰黛、海蓝之谜、SKII、GUCCI、Prada 等美妆奢牌，主要以国际大牌为主，目前已经有大约 70 个品牌。

商品价格在百元到千元不等，折扣力度较大，普遍在 3-5 折，部分产品、品牌在 5 折以上，达到 6-8 折。

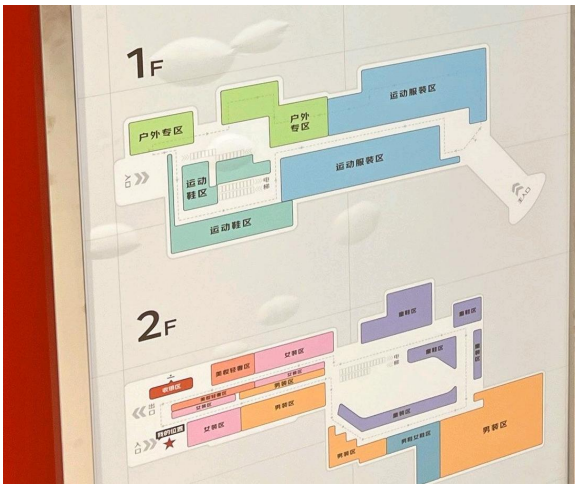
线下对线上店形成导流：线下进入门店时需要扫描京东奥莱会员注册二维码、同时会关注线上京东奥莱店，截至 2 月 11 日，线上京东奥莱店粉丝数已经达到 26 万人。此外加导购企业微信会拉客户进入官方福利群，每日有好物推荐分享，线上同款会附上线上店购买链接。

图54：山东菏泽和谐广场门店品牌墙



资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理

图55：山东菏泽和谐广场门店楼层导览



资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理

3、服装折扣零售模式对比及京东奥莱竞争力分析

我国奥莱市场规模持续增长，过去以城市郊区的传统综合奥莱为主。奥莱是一种销售名牌尾货的折扣零售业态，国内线下奥莱购物中心起步于 2002 年全国首家北京燕莎奥莱开业，每年店数和销售规模持续增长，根据中国百货商业协会统计，截至 2023 年，全国现有在营业奥特莱斯项目约 239 个，销售规模约为 2300 亿元，同比增速来看，2023 年奥莱零售额同比+9.5%，是所有零售业态中增长最快的一种。

传统线下奥莱购物中心普遍面积大，基本均在 3 万平方米以上，位置以城市郊区为主，交通距离相对偏远；分城市层级来看以一二线城市为主，根据奥莱领袖数据，重点跟踪的 209 家奥莱中，一二线城市奥莱合计 173 家，数量占比 83%；当前一二线城市奥莱项目趋于饱和，北京和上海已开业奥莱都在 10 家左右，长沙、武汉、西安等二线城市也都超过 5 家。

图56：国内奥莱项目数量

资料来源：中国百货商业协会，国信证券经济研究所整理

图57：北京传统奥莱项目均离市中心较远

资料来源：百度地图，国信证券经济研究所整理

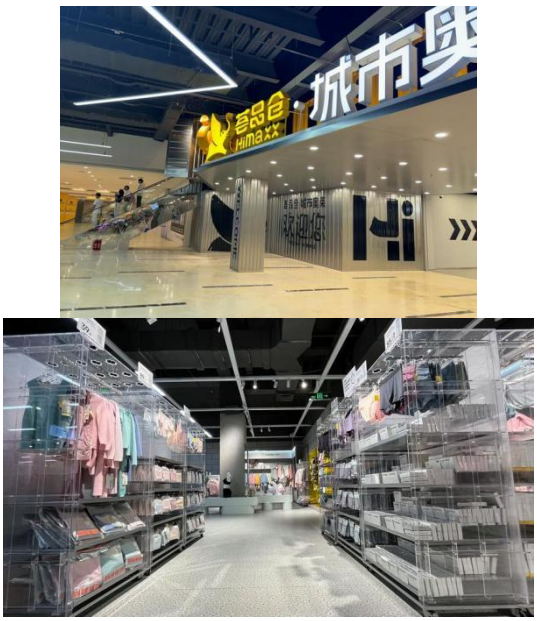
近年来新兴多种服饰为主的折扣零售业态。与此类似的服饰为主的折扣零售业态还有唯品会做的名牌特卖，唯品会以线上业务为主，线下曾开设有杉杉奥莱、唯品会特卖旗舰店、唯品仓三种模式，总体占公司销售比例较小，公司每年约 2000 亿人民币 GMV，其中线上大约占 93%，线下销售额约在百亿体量，其中：1）杉杉奥莱与上述传统线下奥莱购物中心模式类似，系公司 2019 年收购，截至 2023 年底，公司运营 16 家杉杉奥莱，贡献收入 28 亿元，营业利润率 28.7%；2024 年大约到 20 家。2）唯品会特卖旗舰店模式与京东奥莱类似，开在购物中心，但是面积相对京东奥莱较小，一般在 500-1000 平米；唯品仓更加下沉，以社区店、街边店为主，面积在 500 平以内，大多在 200-300 平，主要用于进一步消化平台未卖掉的尾货；2019-2020 年旗舰店和唯品仓门店快速扩张，2020 年底分别达到 310 和 240 家；2021 年开始门店战略收缩，关闭低效门店，目前数量大约在 70 余家；从收入规模来看，2020 年达到 29 亿元，2023 年收缩到 12 亿元。

荟品仓 2017 年成立于上海，早期受制于品牌资源，扩张速度缓慢，基本维持一年开 1 家店的频率，门店选址多在上海郊区；2023-2024 年，荟品仓加速拓店，与万达、保利等地产集团合作，在上海及周边城市的中大型商场布局，主要布局在上海、江苏、安徽等华东地区，已开设近 40 家门店；荟品仓面积较大，普遍在 8000-20000 平米。

图58：唯品会特卖旗舰店&唯品仓门店面积较小

资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理

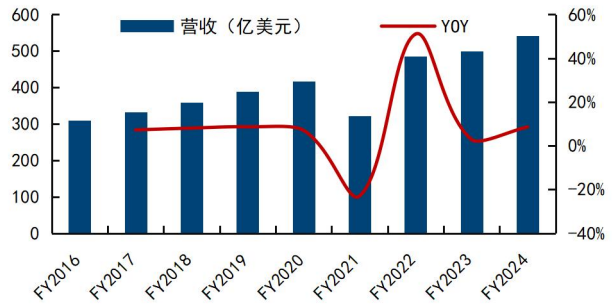
图59：荟品仓仓储式陈列



资料来源：大众点评，国信证券经济研究所整理

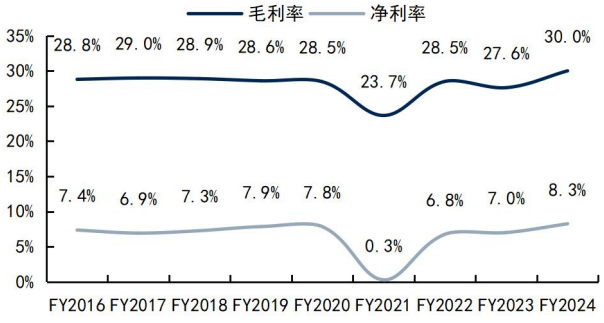
海外龙头企业 TJX 市场规模大、盈利水平稳定。海外标杆企业 TJX，1976 年创办家居和服饰品类折扣连锁店，并于 1977 年开出首家店面，截至 2024 财年（2024.2 月）在全球 6 个国家拥有 4954 家门店，2024 财年公司营收 542 亿美金，毛利率 30%，净利率达到 8%。TJX 的优势在于强大的供应链、2 万+品牌供应，以大牌为主，以及买手团队对产品选择和价格的把控，采取买断模式，获取足够低的市场价格。

图60：TJX 营收规模及增速



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图61：TJX 毛利率及净利率



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

京东奥莱填补我国此前下沉市场城市奥莱空白。综上，我国最早发展的传统奥莱模式开店主要在高线城市郊区、面积大、采取重资产模式，当前高线城市周边奥莱购物中心已较为饱和，后续发展以城市奥莱、下沉市场为主，且采取更轻自产的模式，目前几家典型城市奥莱店（或特卖折扣店）主要包括唯品会旗下的特卖旗舰店和唯品仓、以及荟品仓，空白市场仍较多，海澜的京东奥莱与以上几种模式对比，填补了此前下沉市场、市中心、大面积、sku 丰富、价格折扣低的城市

奥莱空白。

下沉市场亦存在唯品会、识货、得物等线上尾货购买渠道，但线下与线上差异在于：1）线下客群有部分未被线上覆盖到，线上平台使用以年轻人为主，尤其在下沉市场年轻人有大部分外流，有大量中老年人不习惯于线上购物；2）线上购物一般以目标导向，消费者有购买想法后对商品进行搜索；而线下提供场景、消费者可逛可看可试穿，激发消费者购买需求。

表4：不同折扣零售模式对比

	传统综合奥莱	传统城市奥莱	唯品会特卖旗舰店	唯品仓	荟品仓	京东奥莱	TJX
开店选址							
城市级别	一二线城市为主	一二线城市为主	二三四线城市为主	三线以下城市为主	华东高线城市三到五线城市为主		海外
位置	城市郊区，开放式城市街区	中心，多为原百货项目转型	购物中心门店	社区附近门店	近郊购物中心	市中心购物中心门店	租金贵的地方在市中心以外，租金便宜地方在核心商圈
面积（平方米）	60000-120000	30000-50000	500-1000	500 以内	8000-20000	3000-10000	2000-3000
数量	130+	70+	高峰期：550 家/目前：70+家		40	11	4954
业务规模（亿元）		2300		12			3861
单店店效（亿元）		9.6		0.1			0.8
坪效（万元）		1.4		1.3			3.1
商业模式							
供应链模式	联营扣点/重资产	代销/买断	90%+代销	90%+代销	买断	90%代销	买断
品牌数量	每个门店普遍 300-400 个品牌			公司合作 2.9 万	3000	70~80 个持续增加中	2.1 万
折扣	5-7 折	5-7 折	线上 3-7 折	尾货的尾货，折扣更低	1-3 折	3-5 折	2-6 折
公司与品牌分成比例				24-32%		海澜：40-50%	
毛利率	王府井奥莱 69%，百联奥莱 75%			公司：22%		40-50%	30%
净利率				线下业务大部分不盈利		~20%	8%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：由于传统奥莱有自有物业，且除商品销售收入外还有租金收入，故毛利率较高

分品类来看，均以服装为主、美妆家居为辅，我国服饰尾货规模预计达万亿。几种折扣零售模式均以服装为主，休闲和运动服饰占比基本均在 60%以上，美妆家居等品类为辅。服装行业具备较大的尾货量、过季款，需要渠道清货；2025 年我国鞋服零售额达 2.68 万亿，其中运动鞋服零售额 4089 亿，休闲鞋服零售额大约在 2.27 万亿；运动鞋服普遍新品 3 个月售罄率在 50%左右，6 个月售罄率在 70%左右，比较好的品牌或产品可能达到 80-85%，另外参考李宁新品销售占比大概在 70-85%，我们取平均售罄率在 70%，即尾货量在 30%，**运动服饰尾货规模大约在 1200 亿**；休闲服饰售罄率相对较低，普遍在 50-60%，我们取平均售罄率在 55%，即尾货量在 45%，**休闲服饰尾货规模约在 1 万亿左右**，体量较大。

京东奥莱运动品类占比高。几种折扣零售品类品牌各具特点：传统奥莱以国际大牌为主，国内一线品牌补充，开设有品牌直营店；唯品会以国产头部品牌、女装为主，主要为过季款，也有品牌专供款；荟品仓以大众品牌为主，包含白牌/区域品牌，价格带较低；海外的 TJX 以重奢轻奢等一线品牌为主，还有数百个自有品牌；京东奥莱当前运动品牌、尤其是国际头部运动品牌为主，相较其他几种模式运动产品占比相对较高。

表5：不同折扣零售模式品类品牌占比

	传统奥莱	唯品会	荟品仓	京东奥莱	TJX
核心品牌特征	国际大牌为主，国内一线品牌补充，有品牌直营店	国产头部品牌、女装为主，主要为过季款，也有专供款	大众品牌为主，包含白牌/区域品牌	运动品牌+国潮	重奢轻奢等一线品牌为主，还有数百个自有品牌
按品类					
休闲服饰	65%	46%	90%	30%	60%
运动服饰	10%	11%	3%	62%	5%
美妆	5%	15%	2%	8%	10%
家居家纺	10%	10%	5%		20%
按品牌等级					
国际一线品牌	15%	3%		耐克阿迪占到 40%	占主导
国际二三线品牌	35%	12%			
国内一线品牌	30%	50%		40%	
国内其他品牌等	10%	35%			

资料来源：公司公告，电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

我们认为海澜做京东奥莱优势主要在于：海澜之家具备丰富的下沉市场零售经验、渠道和目标客群积累。海澜主品牌线下门店接近 6000 家，其中三线及以下城市门店数量较多，覆盖县级市和县城，公司对下沉市场核心商圈、客流的把握较为精准，同时海澜主品牌价格带与下沉市场匹配，用户画像与下沉市场奥莱的用户画像有较高重合度，公司对这部分客群的消费偏好也有较多数据和经验积累。同时斯搏兹和阿迪合作时间长，有优质货源供应；京东的名号有较强的影响力和信用背书；叠加海澜在下沉市场的服饰零售实力，三方在供应链、渠道、营销上具备强劲竞争实力。

与其它竞争者相比，与京东奥莱点位选择上比较类似的先行者是唯品会的特卖旗舰店，但是唯品会与海澜相比缺乏线下零售经验以及下沉市场经验，线下门店近年来快速收缩且盈利始终不佳，我们分析背后原因主要包括：

1）货品缺乏吸引力：唯品会线下货品相较线上过季尾货更多，缺乏大品牌高质量货品供应，这也与公司对线下店的定位有关；

2）下沉市场线下零售经验缺乏；

3）单店盈利模型失衡：唯品会线下店租金占比大概在 18-22%，净利率长期为负。

京东奥莱以上几点均好于唯品会线下店，此外与唯品会相比目前劣势主要在于：1）供应链方面合作品牌相对较少，除阿迪外其他品牌合作时间较短，若想在比较好的商业条款下和更多品牌拿货比较考验公司能力；

2）唯品会拥有优秀的买手团队，高峰期团队人数达 2000 人，目前也稳定在 1000 余人；借鉴 TJX 经验，买手选品眼光对于产品销售和价格都起到非常重要的作用；

3）会员和流量积累，目前唯品会线上活跃会员数达到 9000 万人，京东奥莱线上旗舰店会员人数约 28 万人，有较大的体量差距。

表6：唯品会线下店与京东奥莱优劣势对比

	唯品会线下		京东奥莱（海澜）	
	优势	劣势	优势	劣势
供应链	线上合作品牌数量多，高达 2.9 万，sku 多	货品缺乏吸引力，缺乏大品牌高质量货品供应	有 Nike、Adidas 独家货源，现有品牌知名度均较高	品牌丰富度有待提升
零售	买手团队 1000 人以上，经验丰富	线上运营为主，缺乏线下零售经验，低估下沉市场难度	海澜公司线下门店超 7000 家，有丰富的下沉市场零售经验	货品挑选能力仍需考验
盈利模型		租金占比大概在 18-22%，净利率长期为负	租金按流水扣点 6%左右，门店面积大销售额高，其他成本均摊也较低，净利率预期较好	
影响力	线上活跃会员数达到 9000 万人，粘性大复购率高		京东名号有较强影响力	目前线上会员数 28 万人，仍有较大差距

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

4、销售业绩估算：

- **2025 年：预计贡献收入 20~40 亿，经营利润 4~10 亿**

根据已开出门店目前销售情况，基本可以推断，平均面积在 4000 平米左右，年均坪效大约在 1 万/平米，其中江阴店由于属于旅游区，且江阴经济好消费高，虽然日常客流少，日均客流、销售不平均，但整体流量和消费力还是较强，预计坪效好于整体水平；临沂门店为目前唯一一家万平门店，预计坪效相对较低。

短期来看，预估在这 11 家门店密集开出后，需要时间跑通和观望调整，2025 上半年开店进展将放缓，下半年有望再加速开店，2025 年整体预计开到 50-100 家门店，流水合计 20~40 亿。

盈利模型：轻资产模式运营，代销模式+租金流水扣点，盈利水平较高。

从盈利角度考虑，海澜为京东奥莱的主导方，且目前开出门店较少处于起步阶段，与品牌、京东平台、物业各方谈的合约条件对海澜来说较为有利，与品牌 90%以上为代销、10%买断，库存压力轻；与物业采取扣点模式，无固定租金，由于店铺面积大、流水高，租金条件较好扣点较少。具体盈利拆分为：
与品牌流水分成：海澜分 40-50%，品牌分 50-60%；即海澜京东奥莱毛利率约为 40-50%。

成本与费用支出：

1）租金：按流水 5-6%扣点；参考优衣库在一二线核心商圈，2000 万左右店效，9%的租金扣点，京东奥莱店效更高且商圈更下沉，预计有更低的扣点率；

2）京东：参考京东平台服务费，预计为 3%；

3）员工成本：参考京东奥莱招聘信息及三到五线城市人均工资，大约在 5000 元左右，每年人均 6 万元，每个门店配置 30 人，成本在 180 万，占 4.5%；

4）水电折旧杂项：参考大型零售门店普遍水电折旧等成本占比大约在 4%。

综上，经营利润率约为 20~25%，因此全年经营利润约 4~10 亿元。

- **中长期空间来看，预计销售规模可达 200 亿，利润规模有望达到 20 亿**

逻辑假设前提：
未来利润空间主要取决于以下几个关键因素：销售规模、利润率、轻重资产模式，三个因素相互制约，需要公司从战略层面平衡，若追求规模做大，会一定程度牺牲利润率、且以买断模式更佳；若追求高盈利、轻资产，规模发展预计受到约束。
1）从零售角度看，折扣力度越大，愿意购买的人越多、规模越大，但毛利率越低。
2）从品牌方合作角度看，分成比例影响合作规模，货品利润空间丰厚的货品量级

较小，此外代销和买断模式也同样影响销售规模，由于代销模式品牌需要承担货品，退货率较高影响品牌收入和库存，买断模式更容易和品牌谈条件，能拿到的货品。

因此公司未来发展或有两种路径，路径一是跑马圈地式快速扩张收入规模，一定程度牺牲利润率；路径二是成长到一定规模后仍以高盈利、轻资产模式运行，小而美、活跃会员粘性高复购高。

收入规模测算：

测算一：店数*店效

我们假设未来开店以三到五线城市为主，假设每个城市开一家店，预计有接近 300 家门店开出；当前已开门店集中在三线城市，人口数在 380 万人以上，门店面积主要在 3000-5000 平，其中临沂人口数量多，达到 1000 万人，门店面积超万平。我们预计后续开店若想维持或进一步提升坪效，开店面积与各城市人口数有较大关联，故对三到五线城市按人口数进行划分：1）70 个三线城市平均人口在 350-400 万人，预计平均面积 4000 平，1 万/平坪效测算，理论空间在 28 亿；2）90 个四线城市平均人口在 250-300 万，预计平均面积 3000 平，1 万/平坪效测算，理论空间在 27 亿；3）128 个五线城市平均人口在 150-200 万，预计平均面积 2000 平，1 万/平坪效测算，理论空间在 26 亿。如若随品牌和产品 sku 丰富、坪效进一步提升，参考传统奥莱以及唯品会线下店坪效在 1.3 万/平，综上 1~1.3 万/平坪效，中期理论空间为 81~105 亿。

表7：京东奥莱线下一城一店流水规模预估（亿元）

	数量	平均人口数（万人）	预计门店平均面积（平米）	店效（万元）	总流水（亿元）
坪效 1.0 万/平米					
三线城市	70	350-400	4000	4000	28
四线城市	90	250-300	3000	3000	27
五线城市	128	150-200	2000	2000	26
合计	**288**				**81**
坪效 1.3 万/平米					
三线城市	70	350-400	4000	5200	36
四线城市	90	250-300	3000	3900	35
五线城市	128	150-200	2000	2600	33
合计	**288**				**105**

资料来源：国信证券经济研究所预测

测算二：运动品牌尾货空间

根据此前测算，运动服饰尾货量大约在 1200 亿，休闲服饰尾货量大约在 10000 亿。我们主要考虑运动服饰尾货 1200 亿的规模，此前规模较大的清货渠道包括：1）传统奥莱 2300 亿业务规模中大约 10%的运动服饰占比，即 230 亿；2）唯品会大约 2000 亿销售规模，包含大约 11%运动服饰占比，即 220 亿；其他竞争者规模较小先暂时忽略不计，剩余运动服饰尾货规模仍有 750 亿；此外考虑到可供京东奥莱售卖且可售出的优质货品有限，我们假设所有头部运动品牌产品是硬通货易于销售，我国运动服饰 top10 品牌市占率合计在 75%，即 560 亿，其中还包括品牌自身清货渠道和其他尾货处理方式；京东奥莱除过季尾货外也有独家专供款补充。因此尾货供给空间天花板较高，公司供应链质量核心取决于公司对比其他奥莱业态的优势。

表8：运动服饰尾货空间（亿元）

尾货空间	传统奥莱	唯品会	剩余尾货	top10 品牌占比	优质尾货
1200	230	220	750	75%	563

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利规模测算：

路径一：销售规模优先，低折扣、买断模式为主，扩大收入规模

综合假设前提考虑，若以销售规模优先，公司势必需要牺牲利润率和轻资产模式。

首先规模上，后续若城市点位加密，参考海澜在购物中心门店数有超 1000 家，但一城多店导致客户分流，我们预计平均面积下降到 2300 平，长期流水规模理论空间可以达到 230 亿。

毛利率方面，参考 TJX 和唯品会，合作品牌均超过 2 万，销售规模超过 2000 亿，虽然 TJX 以买断为主、唯品会以代销为主，但唯品会的代销分成比例大约为 24%~32%，TJX 以买断模式毛利率应该相对更高，毛利率大约在 30%。我们假设公司未来采取买断模式，毛利率水平在 30%。

费用端，京东、物业方抽成亦有提升可能，参考运动行业零售商滔搏、唯品会、TJX 经营利润率，8-10%预计是长期可以达到的水平。因此经营利润空间大约在 18-23 亿元。

路径二：利润率优先，高折扣、代销模式为主，高利润率

若以盈利优先，保持与各方较好的合作条款，我们预计从开店点位上以及货品供应上均相对有限，参考唯品会超 2000 亿 GMV，报表收入在 1000 亿左右，预计退货率在 50%左右，我们可以假设认为有 50%的尾货是好卖的；从渠道角度考虑也同样，城市点位加密空间有限，好的商圈有限，我们也假设好于平均水平的渠道有 50%，故收入规模预计是理论空间的一半，毛利率、经营利率处于当前水平和路径一水平之间，分别给到 35%/15%，经营利润空间可以达到 20 亿元。

表9：京东奥莱线下门店规模预估（亿元）

	2025E（悲观）	2025E（乐观）	2026E	2027E	2028E	长期以规模为先	长期以利润为先
门店数	50	100	175	250	300	1000	500
面积（平方米）	4000	4000	3500	3000	2600	2300	2000
坪效（万/平米）	1.00	1.00	1.10	1.15	1.20	1.00	1.30
销售规模（亿元）	**20**	**40**	**67**	**86**	**94**	**230**	**130**
毛利率	40%	45%	40%	38%	38%	30%	35%
经营利润率	20%	25%	18%	16%	16%	8%	15%
利润规模（亿元）	**4**	**10**	**12**	**14**	**15**	**18**	**20**

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利预测：主业有望企稳，新业务贡献中期利润空间

一、传统业务的收入利润假设

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入：预计 2024~2026 年分别为 201.9/204.3/209.8 亿元，同比增速分别为-6.2%/+1.2%/+2.6%

1）**海澜之家及其他品牌：**我们预计经历 2024 年宏观消费疲软的低谷期，在刺激内需政策以及出海和电商渠道带动下，2025-2026 年品牌业务增速有望企稳；渠道策略方面预计购物中心直营店每年仍有 200 家左右新店开出，同时店效低的门店继续关闭，以加盟街边店为主，因此分渠道来看，直营渠道增速稳健、加盟渠道收入预计受关店影响有小幅下滑、电商渠道保持快速增长，具体来看：**①直营渠道：**预计 2024~2026 年收入规模 35.8/37.5/37.9 亿元，同比增速为-4.0%/+4.7%/+0.9%；**②加盟渠道：**预计 2024~2026 年收入规模 91.4/84.9/82.8 亿元，同比增速为-20.4%/-7.1%/-2.4%；**③线上渠道：**预计 2024~2026 年收入规模 45.6/52.5/59.1 亿元，同比增速为+40.0%/15.0%/12.8%。

2）**团购定制业务：**我们预计团购业务仍有压力，主要受大型企业成本开支缩减影响，预计 2024~2026 年收入规模 20.1/20.1/20.1 亿元，同比增速为-12.0%/0.0%/+0.0%。

2、毛利率：预计 2024~2026 年分别为 44.4%/44.8%/44.9%

各项业务毛利率预期维持稳定，主要受业务结构变化影响，其中：①海澜之家及其他品牌业务：2024~2026 年毛利率预计分别为 46.5%/47.1%/47.2%，主要因毛利率最低的加盟渠道占比下降；②团购业务：2024~2026 年毛利率预计分别为 44.0%/44.0%/44.1%。

3、经营利润率：预计 2024~2026 年分别为 15.4%/16.0%/16.5%

表10：传统业务盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入金额	**17,959**	**20,188**	**18,562**	**21,528**	**20,191**	**20,435**	**20,976**
海澜之家及其他	15,374	17,175	15,658	18,474	17,287	17,486	17,982
- 直营	1,484	2,081	2,483	3,734	3,585	3,752	3,785
- 加盟及其他	11,840	12,368	10,318	11,482	9,141	8,489	8,282
- 线上	2,050	2,726	2,856	3,258	4,561	5,246	5,914
团购业务	2,071	2,260	2,247	2,281	2,007	2,007	2,007
收入 YOY	**-18.3%**	**12.4%**	**-8.1%**	**16.0%**	**-6.2%**	**1.2%**	**2.6%**
海澜之家及其他	-20.0%	11.7%	-8.8%	18.0%	-6.4%	1.2%	2.8%
- 直营	19.7%	40.2%	19.3%	50.4%	-4.0%	4.7%	0.9%
- 加盟及其他	-28.9%	4.5%	-16.6%	11.3%	-20.4%	-7.1%	-2.4%
- 线上	54.7%	33.0%	4.8%	14.1%	40.0%	15.0%	12.8%
团购业务	0.0%	0.0%	-0.6%	1.5%	-12.0%	0.0%	0.0%
毛利率	**37.4%**	**40.6%**	**42.9%**	**44.5%**	**44.4%**	**44.8%**	**44.9%**
海澜之家及其他	36.3%	40.5%	43.5%	45.7%	46.5%	47.1%	47.2%
- 直营	58.9%	68.6%	68.4%	65.7%	66.2%	66.3%	66.3%
- 加盟及其他	33.0%	36.7%	38.4%	38.6%	38.6%	38.6%	38.6%
- 线上	38.5%	36.2%	39.9%	48.2%	47.0%	47.0%	47.0%
团购业务	52.7%	51.6%	48.6%	46.8%	44.0%	44.0%	44.1%
经营利润率	**15.8%**	**18.3%**	**17.9%**	**17.9%**	**15.4%**	**16.0%**	**16.5%**

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

二、新业务的收入利润假设

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入：预计 2024~2026 年分别为 10.0/44.2/87.9 亿元

1）京东奥莱业务：根据前文测算，2024 年主要以 8 月开始营业的线上旗舰店以及 9 月底开始营业的江阴京东奥莱店为主，规模体量预计相对较小，我们预计在千万级别；2025 年 1 月集中开出 10 店，全年我们采用中性假设开到 75 家门店，平均面积约 4000 平方米，坪效 1.0 万/平米；2026 年预计开到 175 家门店，平均面积下降到 3500 平方米，坪效提升至 1.1 万/平米。**进而 2024~2026 年京东奥莱收入规模分别为 0.4/30.7/68.2 亿元。**

2）阿迪 FCC 业务：2024-2026 年预计分别开到 450/750/1000 家门店，按照年初和年底平均门店数，乘以我们预估的 20 万以上的店效，**2024~2026 年阿迪 FCC 收入规模分别为 4.6/13.5/19.7 亿元。**

3）其他：此外 2024 上半年预计还有此前的线上尾货特卖业务，我们预计在 5 亿元左右。

2、毛利率：预计 2024~2026 年分别为 33%/42%/39%

1）京东奥莱:根据和品牌方分成比例，我们假设 **2024~2026 年京东奥莱毛利率分别为 45%/45%/40%；**

2）阿迪 FCC 业务：预计低于运动头部零售商滔搏的 40%以上，伴随门店爬坡、未来毛利率有望提升，故假设 **2024~2026 年阿迪 FCC 毛利率分别为 35%/36%/37%。**

3、经营利润率：预计 2024~2026 年分别为 9%/15%/13%

1）京东奥莱:根据前文盈利模型测算，同时考虑到线上业务在租金和人员成本上较低，我们假设 **2024~2026 年京东奥莱经营利润率分别为 27%/20%/15%；**

2）阿迪 FCC 业务：预计 2024 年还未实现盈利，2025-2026 年伴随毛利率提升以及规模效益带来的经营正向杠杆，经营利润率有望提升，故假设 **2024~2026 年阿迪 FCC 经营利润率分别为 0%/2%/4%。**

表11：斯搏兹盈利预测（百万元）

	2024E	2025E	2026E
收入金额	**1000.00**	**4422.00**	**8785.45**
京东奥莱	42.35	3072.00	6816.70
线上	27.35	72.00	79.20
线下	15.00	3000.00	6737.50
门店数	1	75	175
月店效	500	333	321
阿迪 FCC	457.65	1350.00	1968.75
门店数	450.00	750.00	1000.00
月店效	22.60	25.00	25.00
其他	500.00	-	-
毛利润	**329.24**	**1,868.40**	**3,455.12**
京东奥莱	19.06	1,382.40	2,726.68
线上	12.31	32.40	31.68
线下	6.75	1,350.00	2,695.00
阿迪 FCC	160.18	486.00	728.44
其他	150.00	-	-
毛利率	**33%**	**42%**	**39%**
京东奥莱	45%	45%	40%
线上	45%	45%	40%
线下	45%	45%	40%
阿迪 FCC	35%	36%	37%
其他	30%	-	-
经营利润	**86.21**	**648.60**	**1,109.18**
京东奥莱	11.21	621.60	1,030.43
线上	8.20	21.60	19.80
线下	3.00	600.00	1,010.63
阿迪 FCC	-	27.00	78.75
其他	75.00	-	-
经营利润率	**9%**	**15%**	**13%**
京东奥莱	26%	20%	15%
线上	30%	30%	25%
线下	20%	20%	15%
阿迪 FCC	0%	2%	4%
其他	15%	-	-

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

三、公司整体收入利润假设

综合上述两部分业务假设，我们对公司整体的盈利预测基于以下假设条件：

1、收入：预计 2024~2026 年分别为 211.9/248.6/297.6 亿元，同比增速分别为-1.6%/+17.3%/+19.7%；

2、毛利率：预计 2024~2026 年分别为 43.8%/44.3%/43.2%；

3、费用率：根据两部分业务费用率和经营利润率推算，整体费用率为 23.7%/23.5%/22.8%；

4、所得税率：预计在 2024~2026 年所得税率为 20.0%；

5、归母净利润：预计 2024~2026 年分别为 23.4/26.5/29.9 亿元，同比增速分别为-20.7%/+13.2%/+12.7%。

表12：公司盈利预测（百万元）

	2020A	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
收入	**17,959**	**20,188**	**18,562**	**21,528**	**21,191**	**24,857**	**29,762**
传统业务	17,959	20,188	18,562	21,528	20,191	20,435	20,976
斯搏兹					1,000	4,422	8,785
收入 YoY	**-18.3%**	**12.4%**	**-8.1%**	**16.0%**	**-1.6%**	**17.3%**	**19.7%**
传统业务	-18.3%	12.4%	-8.1%	16.0%	-6.2%	1.2%	2.6%
斯搏兹						342.2%	98.7%
毛利率	**37.4%**	**40.6%**	**42.9%**	**44.5%**	**43.8%**	**44.3%**	**43.2%**
传统业务	37.4%	40.6%	42.9%	44.5%	44.4%	44.8%	44.9%
斯搏兹					32.9%	42.3%	39.3%
费用率	**14.0%**	**16.8%**	**19.4%**	**21.4%**	**23.7%**	**23.5%**	**22.8%**
销售费用	13.4%	16.1%	18.5%	20.2%	23.0%	22.8%	22.1%
管理费用	7.0%	4.9%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用	0.5%	0.6%	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
财务费用	0.2%	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.5%	-0.5%	-0.5%
所得税率	25.3%	26.3%	28.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%
归母净利润	**1,785**	**2,491**	**2,155**	**2,952**	**2,340**	**2,649**	**2,986**
YOY	-44.4%	39.6%	-13.5%	37.0%	-20.7%	13.2%	12.7%
净利润率	9.9%	12.3%	11.6%	13.7%	11.0%	10.7%	10.0%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理预测

盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设，得到以下盈利预测结果：1）乐观假设下，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 25.1/28.6/32.7 亿元；2）中性假设下，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 23.4/26.5/29.9 亿元；3）悲观假设下，公司 2024-2026 年归母净利润分别为 21.4/24.9/26.9 亿元。

表13：情景分析（乐观、中性、悲观）

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
乐观预测					
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,312	25,468	30,816
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-1.0%	19.5%	21.0%
归母净利润(百万元)	2155	2952	2507	2865	3267
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-15.1%	14.3%	14.0%
摊薄 EPS	0.50	0.67	0.52	0.60	0.68
中性预测					
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,191	24,857	29,762
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-1.6%	17.3%	19.7%
归母净利润(百万元)	2155	2952	2340	2649	2986
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-20.7%	13.2%	12.7%
摊薄 EPS(元)	0.50	0.67	0.49	0.55	0.62
悲观预测					
营业收入(百万元)	18,562	21,528	20,774	24,007	28,155
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-3.5%	15.6%	17.3%
归母净利润(百万元)	2155	2952	2140	2488	2688
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-27.5%	16.3%	8.0%
摊薄 EPS	0.50	0.67	0.45	0.52	0.56
总股本（百万股）	4320	4381	4803	4803	4803

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：7.7~9.5 元

在传统业务基本盘稳健、斯搏兹尤其京东奥莱持续开店、业务规模持续扩大假设下，我们预计公司在未来几年收入端保持较快增长，具体假设情况如下表所列示：

表14：公司盈利预测假设条件（%）

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入增长率	12.4%	-8.1%	16.0%	-1.6%	17.3%	19.7%	8.3%	4.3%	4.3%
营业成本/营业收入	59.4%	57.1%	55.5%	56.2%	55.7%	56.8%	56.8%	57.2%	58.2%
管理费用/营业收入	4.9%	5.0%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%	4.5%
研发费用/营业收入	0.6%	1.0%	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用/销售收入	16.1%	18.5%	20.2%	23.0%	22.8%	22.1%	21.9%	21.7%	21.5%
营业税及附加/营业收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
所得税税率	26.3%	28.8%	19.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股利分配比率	45.3%	103.5%	64.2%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%	85.0%

资料来源:wind，国信证券经济研究所预测

表15：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.2	T	20.00%
无风险利率	2.50%	Ka	12.10%
股票风险溢价	8.00%	有杠杆 Beta	1.28
公司股价（元）	7.67	Ke	12.78%
发行在外股数（百万）	4803	E/(D+E)	91.87%
股票市值(E，百万元)	36838	D/(D+E)	8.13%
债务总额(D，百万元)	3260	WACC	12.07%
Kd	5.00%	永续增长率（10 年后）	1.00%

资料来源：wind，国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间为 7.7~9.5 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表16：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

8.48		WACC 变化				
		10.1%	11.1%	**12.07%**	13.1%	14.1%
永续增长率变化	2.5%	11.19	9.96	8.99	8.20	7.55
	2.0%	10.85	9.71	8.80	8.06	7.44
	1.5%	10.54	9.49	8.64	7.93	7.34
	1.0%	10.27	9.29	**8.48**	7.81	7.24
	0.5%	10.03	9.11	8.34	7.70	7.16
	0.0%	9.81	8.94	8.22	7.60	7.08
	-0.5%	9.62	8.79	8.10	7.51	7.00

资料来源：wind，国信证券经济研究所分析

相对估值：7.7~8.5 元

我们根据传统业务和斯搏兹分部估值：

1）**传统业务：**以海澜之家主品牌为主、团购、子品牌业务为辅，主品牌主要依靠直营开店、电商和出海带动业务稳健增长，预计 2024~2026 年归母净利润分别为 23.1/23.7/25.2 亿元，2024~2026 年复合增速为 4%，参考公司历史估值水平，2025 年 PE 估值大约在 10x；同时参考其他男装龙头报喜鸟和比音勒芬，2025 年平均 PE 也在 10x，故我们给传统业务 10x 估值，即 237 亿市值；

2）**斯搏兹：**从利润贡献来看，以京东奥莱为主、阿迪 FCC 为辅，预计 2025-2027 年都将有新店快速开出，其中京东奥莱以轻资产、高盈利模式运营，预计增速和带来的利润贡献可观，同时考虑到公司对斯搏兹持股 51%，对京海奥特莱斯持股 65%，预计 2024~2027 年归母净利润分别为 0.31/2.79/4.66/6.12 亿元，2025~2027 复合增速为 48%；参考其他有奥莱业务的零售商王府井，2025 年 PE 为 21x，2025~2026 年万得一致预期增速为 16%，PEG 为 1.3；京东奥莱业务填补城市奥莱空白，具有稀缺性，且成长性和盈利好于其他奥莱模式，短期处于快速扩张期、可给予较高的估值倍数，故我们给予斯搏兹 2025 年 1.0-1.3 的 PEG，2025~2027 复合增速为 48%，即 PE 为 48-62x，对应 2025 年 134-173 亿市值。

综上，预计公司合理市值范围在 371-410 亿，合理的目标价格区间为 7.7~8.5 元。

表17：可比公司估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价人民币	EPS 2023A	EPS 2024E	EPS 2025E	EPS 2026E	PE 2023A	PE 2024E	PE 2025E	PE 2026E	g 2025-2026	PEG 2025	总市值（人民币亿元）
600398.SH	海澜之家	优于大市	7.7	0.67	0.49	0.55	0.62	15.3	11.4	15.7	13.9	12.7%	1.23	358.3
							男装							
002154.SZ	报喜鸟	优于大市	4.2	0.48	0.39	0.43	0.47	13.5	8.8	10.8	9.8	9.3%	1.16	60.9
002832.SZ	比音勒芬	优于大市	18.7	1.60	1.62	1.80	1.96	14.6	11.7	11.5	10.4	8.9%	1.30	106.6
							零售商							
600859.SH	王府井	无评级	13.2	0.63	0.50	0.63	0.73	21.0	26.4	21.0	18.1	15.9%	1.32	150.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测和整理。　　注：无评级的 A 股股票 EPS 预测值来自 wind 一致预期

投资建议

主业有望企稳，斯搏兹未来增长可期。经历 2024 年宏观消费疲软的低谷期，在刺激内需政策以及出海和电商渠道带动下，2025-2026 年品牌业务增速有望企稳；斯搏兹的京东奥莱和阿迪 FCC 业务，预计未来 3-5 年都有新店快速开出，其中京东奥莱以轻资产、高盈利模式运营，预计增速和带来的利润贡献可观，我们预计 2024~2026 年归母净利润分别为 23.4/26.5/29.9 亿元，同比增速分别为-20.7%/13.2%/12.7%；综合绝对估值和相对估值，预计合理的目标价格区间为 7.7~8.5 元，对于 2025 年 14-15x PE，维持“优于大市”评级。

表18：盈利预测与估值

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,191	24,857	29,762
(+/-%)	-8.1%	16.0%	-1.6%	17.3%	19.7%
归母净利润(百万元)	2155	2952	2340	2649	2986
(+/-%)	-13.5%	37.0%	-20.7%	13.2%	12.7%
每股收益（元）	0.50	0.67	0.49	0.55	0.62
EBITMargin	19.3%	19.2%	14.6%	15.2%	14.8%
净资产收益率（ROE）	14.8%	18.4%	14.3%	15.8%	17.3%
市盈率（PE）	15.4	11.4	15.7	13.9	12.3
EV/EBITDA	10.9	9.6	16.2	14.2	13.3
市净率（PB）	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

风险提示

公司估值和盈利预测是基于一定的假设基础上的,可能对相关参数估计偏乐观、从而导致该估值偏高的风险;以及对收入增长预期偏乐观而导致盈利预测值高于实际值的风险。请谨慎使用!

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 7.7~8.5 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.5%、风险溢价 8.0%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低，从而导致公司估值高估的风险；

3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1.0%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2024 年平均动态 PE 作为相对估值的参考，同时考虑公司增发的因素、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 14~15 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

盈利预测的风险

我们假设公司 2024-2026 年收入-1.6%/+17.3%/+19.7%，可能存在对公司开店进度、店效、线上平台增速预计偏乐观、进而高估未来 3 年收入的风险。

我们预计公司 2024-2026 年毛利率分别为 43.8%/44.3%/43.2%，可能存在对公司成本估计偏低、毛利高估，从而导致对公司未来 3 年业绩预测值高于实际值风险。

经营风险

公司在新市场的进入、培育、扩张上可能无法适应新的环境与挑战，导致扩张受阻，无法支撑量价成长。

公司研发和推出的产品存在不能适应市场需求，导致销量和价格下降、品牌影响力减弱的可能。

公司可能无法如我们预期那样持续有效提高管理运营效率,优化各类成本与费用,导致费用率高于我们预期，从而使得盈利预测和实际结果产生偏差。

财务风险

京东奥莱当前和各方合约条件较好，预期毛利率、经营利润率较高，未来若其他合作方如京东平台、商场物业提升扣点费用率，京东奥莱利润率预计下滑。

当前京东奥莱供应链主要采取代销模式，若未来买断模式比例提升，将增加公司库存风险。

行业风险

男装市场竞争激烈，消费者消费能力近年来受宏观大环境影响，对产品消费意愿和能力或有下降。

市场风险

若大盘因系统性风险导致下跌或投资者情绪、交易策略等发生变化，公司估值可能出现较大波动，导致股价阶段性背离基本面趋势。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	12505	11901	14133	16143	18782
应收款项	1616	1398	1376	1615	1933
存货净额	9455	9337	9936	11583	14186
其他流动资产	825	568	560	656	786
流动资产合计	**24563**	**25005**	**27804**	**31796**	**37487**
固定资产	3140	3017	2357	2039	1639
无形资产及其他	908	688	661	633	606
投资性房地产	4138	4809	4809	4809	4809
长期股权投资	0	194	194	194	194
资产总计	**32749**	**33713**	**35825**	**39471**	**44734**
短期借款及交易性金融负债	655	3312	3260	3824	4579
应付款项	9536	10085	10732	12511	15322
其他流动负债	3995	3371	4380	5106	6155
流动负债合计	**14186**	**16768**	**18372**	**21441**	**26056**
长期借款及应付债券	2777	0	0	0	0
其他长期负债	1264	907	1060	1212	1365
长期负债合计	**4041**	**907**	**1060**	**1212**	**1365**
负债合计	**18227**	**17675**	**19432**	**22653**	**27421**
少数股东权益	(79)	(12)	(8)	20	68
股东权益	14601	16050	16401	16798	17246
负债和股东权益总计	**32749**	**33713**	**35825**	**39471**	**44734**

关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股收益	0.50	0.67	0.49	0.55	0.62
每股红利	0.52	0.43	0.41	0.47	0.53
每股净资产	3.38	3.66	3.41	3.50	3.59
ROIC	14%	19%	16%	23%	30%
ROE	15%	18%	14%	16%	17%
毛利率	43%	44%	44%	44%	43%
EBIT Margin	19%	19%	15%	15%	15%
EBITDA Margin	25%	25%	16%	17%	16%
收入增长	-8%	16%	-2%	17%	20%
净利润增长率	-13%	37%	-21%	13%	13%
资产负债率	55%	52%	54%	57%	61%
息率	6.6%	5.6%	5.9%	6.7%	7.6%
P/E	15.4	11.4	15.7	13.9	12.3
P/B	2.3	2.1	2.2	2.2	2.1
EV/EBITDA	10.9	9.6	16.2	14.2	13.3

利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	**18562**	**21528**	**21191**	**24857**	**29762**
营业成本	10600	11954	11900	13840	16897
营业税金及附加	131	150	127	148	175
销售费用	3425	4353	4866	5666	6584
管理费用	931	1034	1235	1442	1717
财务费用	(23)	47	(106)	(129)	(155)
投资收益	(0)	186	148	50	60
资产减值及公允价值变动	(603)	(548)	(405)	(450)	(532)
其他收入	(89)	(17)	50	53	58
营业利润	2806	3611	2961	3544	4128
营业外净收支	91	13	0	0	0
利润总额	2897	3624	2961	3544	4128
所得税费用	**835**	**705**	**592**	**709**	**826**
少数股东损益	(93)	(34)	29	187	317
归属于母公司净利润	2155	2952	2340	2649	2986

现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2155	2952	2340	2649	2986
资产减值准备	(47)	(69)	303	(110)	(137)
折旧摊销	1120	1232	380	406	432
公允价值变动损失	603	548	405	450	532
财务费用	(23)	47	(106)	(129)	(155)
营运资本变动	(296)	(579)	1543	566	826
其它	50	57	(298)	138	184
经营活动现金流	**3585**	**4141**	**4672**	**4098**	**4823**
资本开支	0	(394)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	15	(1638)	0	0	0
投资活动现金流	**15**	**(2226)**	**(400)**	**(400)**	**(400)**
权益性融资	6	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0	0
支付股利、利息	(2232)	(1896)	(1989)	(2251)	(2538)
其它融资现金流	595	1272	(52)	564	755
融资活动现金流	**(3862)**	**(2519)**	**(2041)**	**(1687)**	**(1783)**
现金净变动	**(262)**	**(604)**	**2231**	**2010**	**2640**
货币资金的期初余额	12768	12505	11901	14133	16143
货币资金的期末余额	12505	11901	14133	16143	18782
企业自由现金流	3375	3589	3994	3603	4390
权益自由现金流	3970	4862	3983	4218	5200

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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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