

海澜之家 (600398)

证券研究报告
2025年02月03日

京东奥莱多店开业，为服饰销售提供新思路新场景

年前8家新店开业

京东集团与海澜集团达成战略合作携手开展奥莱业务运营。24年9月在海澜飞马水城开设全国首家京东奥莱线下店。2025年元旦当天双店齐开新增门店：山东滕州、河南安阳，京东奥莱门店持续拓店中，一连8家新店在春节前盛大开幕为消费者带来全新购物体验。

此次京东奥莱一口气新开8家新店，不仅是自身品牌实力有力展示，更是对市场需求积极回应。新门店开业将为当地消费者带来全新购物地标，提供更便捷丰富的购物选择。未来京东奥莱会不断拓展版图，丰富品牌资源，提升服务质量，为消费者打造更多精彩纷呈的购物体验。

高性价比，畅享大牌品质生活

京东奥莱始终秉持“优选大牌，品质生活”的理念，致力于为消费者提供超高性价比的购物选择。无论是追求时尚的年轻群体，还是注重品质的成熟消费者，都能在京东奥莱找到符合自己预算且品质上乘的商品。在这里，消费者能用最少的钱买到心仪的大牌商品真正实现高性价比的购物体验，畅享大牌品质生活。

多品牌沉淀，打造时尚购物盛宴

京东奥莱始终专注品牌折扣领域，汇聚超多大牌及商品。门店设有运动鞋服、户外、男女装、童装、轻奢、鞋靴等专区、包括安德玛、阿迪达斯、彪马、冠军、coach、MCM等众多国际大牌，均为深度折扣特卖为消费者提供便捷实惠的大牌低价正品购物选择。

会员制入店，开启专属购物之旅

京东奥莱所有商品均采用会员制入店凭会员身份可享受全场大牌商品折扣优惠确保每位顾客都能享受到专属的优惠和尊贵体验。

全渠道布局，满足多元需求

除了线下门店的飞速扩张，京东奥莱还在京东上线“京东奥莱官方旗舰店”，实现线上线全渠道融合，线上同样为消费者提供优质大牌的购物选择。无论消费者身处何地，是忙碌于工作无法前往线下门店还是喜欢在闲暇时线上浏览选购都能通过全渠道场景满足对低价、大牌商品的多元化需求。

但我们认为京东奥莱在以下方面具备相对明确的趋势及差异化能力：

1、奥莱或成为重要消费增量场景。我们认为线下一站式多品牌的折扣服饰（零售）业态充分迎合当前消费者试穿及折扣需求，也是品牌及渠道重要发力方向，预计线下折扣服饰卖场未来仍存在较大产业机会。

2、物业或对奥莱支持态度是其生命力之一。奥莱业态天然具备较好引流能力，不排除物业给予一定支持力度，间接增厚卖场盈利。

3、斯博兹公司在运动尾货领域或具备较强资源禀赋。

4、京东品牌及海澜运营复制优势突出。京东奥莱两合作方均具备相对优势，京东具备丰富的市场资源、先进商业模式和项目管理经验，海澜作为国民男装连锁品牌，门店运营管理复制能力突出。双方强强联合有望为奥莱业态注入新思路。

维持盈利预测，维持“买入”评级

我们预计24-26年EPS分别为0.46元、0.55元以及0.62元，对应PE为19x、16x以及14x，维持“买入”评级。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8.78元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	4,802.77
流通A股股本(百万股)	4,802.77
A股总市值(百万元)	42,168.32
流通A股市值(百万元)	42,168.32
每股净资产(元)	3.49
资产负债率(%)	47.46
一年内最高/最低(元)	10.04/5.15

作者

孙海洋 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518070004
sunhaiyang@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《海澜之家-公司点评:关注京东奥莱新业务成长》2025-01-05
- 《海澜之家-季报点评:静待需求改善》2024-11-03
- 《海澜之家-半年报点评:电商及海外业务突出》2024-08-25

风险提示：项目落地不及预期；国内需求疲软；行业竞争加剧；库存积压。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,561.74	21,527.55	21,635.19	23,041.47	25,023.04
增长率(%)	(8.06)	15.98	0.50	6.50	8.60
EBITDA(百万元)	5,088.95	5,975.42	3,230.39	3,870.61	4,373.89
归属母公司净利润(百万元)	2,155.28	2,951.96	2,209.85	2,663.01	2,961.71
增长率(%)	(13.49)	36.96	(25.14)	20.51	11.22
EPS(元/股)	0.45	0.61	0.46	0.55	0.62
市盈率(P/E)	19.16	13.99	18.69	15.51	13.95
市净率(P/B)	2.83	2.57	2.10	2.06	2.03
市销率(P/S)	2.23	1.92	1.91	1.79	1.65
EV/EBITDA	2.18	3.07	7.57	5.87	5.42

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	12,505.46	11,901.16	14,034.59	15,493.75	14,256.33	营业收入	18,561.74	21,527.55	21,635.19	23,041.47	25,023.04
应收票据及应收账款	1,130.73	1,005.12	1,259.76	1,197.34	1,471.07	营业成本	10,600.31	11,954.41	12,764.76	13,064.52	14,012.90
预付账款	564.03	230.44	663.87	307.33	677.58	营业税金及附加	130.77	149.56	151.45	161.23	174.70
存货	9,455.11	9,336.83	9,923.14	10,713.64	10,627.90	销售费用	3,424.65	4,353.30	4,976.09	5,299.54	5,755.30
其他	908.04	1,096.27	1,415.83	1,086.59	1,459.86	管理费用	921.54	962.59	1,168.30	1,221.20	1,276.18
流动资产合计	24,563.37	23,569.82	27,297.18	28,798.65	28,492.73	研发费用	194.03	200.34	237.99	253.46	275.25
长期股权投资	0.00	194.02	194.02	194.02	194.02	财务费用	(23.46)	46.75	(24.76)	1.18	19.39
固定资产	3,131.33	2,942.76	2,837.22	2,738.98	2,632.13	资产/信用减值损失	(504.11)	(452.45)	(506.57)	(487.71)	(482.24)
在建工程	8.35	74.27	80.56	96.34	87.80	公允价值变动收益	(19.44)	(2.90)	0.00	0.00	0.00
无形资产	907.56	688.14	690.17	986.27	963.72	投资净收益	(0.01)	185.96	130.00	25.00	25.00
其他	4,138.06	4,809.08	4,365.41	4,258.32	4,366.94	其他	1,031.42	519.31	(260.00)	(50.00)	(50.00)
非流动资产合计	8,185.30	8,708.27	8,167.39	8,273.92	8,244.60	营业利润	2,806.02	3,610.68	2,997.94	3,553.06	4,016.57
资产总计	32,748.67	33,712.84	36,742.81	38,276.90	37,943.12	营业外收入	121.77	30.28	35.00	62.35	42.54
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	30.94	17.05	25.62	24.54	22.41
应付票据及应付账款	9,536.40	10,084.88	9,460.94	11,660.13	10,710.30	利润总额	2,896.84	3,623.91	3,007.31	3,590.87	4,036.70
其他	4,649.10	6,683.41	6,729.07	5,844.38	6,315.73	所得税	834.82	705.47	864.90	1,003.90	1,144.75
流动负债合计	14,185.51	16,768.29	16,190.01	17,504.51	17,026.04	净利润	2,062.03	2,918.44	2,142.41	2,586.97	2,891.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(93.25)	(33.53)	(67.44)	(76.05)	(69.76)
应付债券	2,777.15	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,155.28	2,951.96	2,209.85	2,663.01	2,961.71
其他	1,263.91	906.88	924.15	915.51	815.51	每股收益(元)	0.45	0.61	0.46	0.55	0.62
非流动负债合计	4,041.06	906.88	924.15	915.51	815.51						
负债合计	18,226.57	17,675.17	17,114.16	18,420.02	17,841.55	主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	(79.18)	(11.94)	(76.01)	(150.79)	(219.00)	成长能力					
股本	4,492.76	4,420.01	4,802.77	4,802.77	4,802.77	营业收入	-8.06%	15.98%	0.50%	6.50%	8.60%
资本公积	563.23	940.82	940.82	940.82	940.82	营业利润	-13.65%	28.68%	-16.97%	18.52%	13.05%
留存收益	13,217.94	14,649.39	14,901.90	15,204.90	15,517.80	归属于母公司净利润	-13.49%	36.96%	-25.14%	20.51%	11.22%
其他	(3,672.64)	(3,960.60)	(940.82)	(940.82)	(940.82)	获利能力					
股东权益合计	14,522.10	16,037.67	19,628.65	19,856.88	20,101.57	毛利率	42.89%	44.47%	41.00%	43.30%	44.00%
负债和股东权益总计	32,748.67	33,712.84	36,742.81	38,276.90	37,943.12	净利率	11.61%	13.71%	10.21%	11.56%	11.84%
						ROE	14.76%	18.39%	11.21%	13.31%	14.57%
						ROIC	87.92%	156.63%	134.74%	90.10%	202.01%
						偿债能力					
						资产负债率	55.66%	52.43%	46.58%	48.12%	47.02%
						净负债率	-62.48%	-53.56%	-58.64%	-67.13%	-60.64%
						流动比率	1.73	1.49	1.77	1.71	1.74
						速动比率	1.07	0.93	1.15	1.10	1.12
						营运能力					
						应收账款周转率	17.24	20.16	19.10	18.76	18.76
						存货周转率	2.11	2.29	2.25	2.23	2.35
						总资产周转率	0.58	0.65	0.61	0.61	0.66
						每股指标(元)					
						每股收益	0.45	0.61	0.46	0.55	0.62
						每股经营现金流	0.65	1.09	0.28	0.96	0.35
						每股净资产	3.04	3.34	4.10	4.17	4.23
						估值比率					
						市盈率	19.16	13.99	18.69	15.51	13.95
						市净率	2.83	2.57	2.10	2.06	2.03
						EV/EBITDA	2.18	3.07	7.57	5.87	5.42
						EV/EBIT	2.79	3.86	8.22	6.39	5.87

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	2,062.03	2,918.44	2,209.85	2,663.01	2,961.71
折旧摊销	1,360.53	1,476.35	257.22	316.37	337.94
财务费用	251.74	227.42	(24.76)	1.18	19.39
投资损失	0.01	(185.96)	(130.00)	(25.00)	(25.00)
营运资金变动	(1,177.66)	(1,079.00)	(923.45)	1,731.27	(1,521.62)
其它	640.81	1,873.23	(67.44)	(76.05)	(69.76)
经营活动现金流	3,137.45	5,230.48	1,321.41	4,610.78	1,702.65
资本支出	607.95	1,441.22	142.73	538.64	300.00
长期投资	0.00	194.02	0.00	0.00	0.00
其他	(1,151.27)	(2,411.75)	(16.22)	(969.72)	(476.45)
投资活动现金流	(543.33)	(776.50)	126.50	(431.08)	(176.45)
债权融资	3,431.65	3,312.00	2,524.18	2,163.56	2,066.58
股权融资	(314.28)	347.72	3,427.31	(1.18)	(19.39)
其他	(6,096.77)	(6,858.01)	(5,265.97)	(4,882.92)	(4,810.83)
筹资活动现金流	(2,979.40)	(3,198.29)	685.52	(2,720.54)	(2,763.63)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(385.27)	1,255.69	2,133.43	1,459.16	(1,237.42)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com