

海澜之家（600398）

京东奥莱——新场景新机遇

证券研究报告

2025 年 03 月 04 日

投资评级

行业	纺织服饰/服装家纺
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	8 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)	38,422.16
流通 A 股市值(百万元)	38,422.16
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

- 1 《海澜之家-公司点评:京东奥莱多店开业，为服饰销售提供新思路新场景》 2025-02-03
- 2 《海澜之家-公司点评:关注京东奥莱新业务成长》 2025-01-05
- 3 《海澜之家-季报点评:静待需求改善》 2024-11-03

海澜之家从国民品牌持续成长到服饰生活零售集团

公司多年持续发展，已成为拥有多个品牌的服饰生活零售集团。目前，公司旗下拥有男装、女装、童装、生活家居等品牌以及团购定制服务。2023 年公司斯博兹进行增资，发力运动品牌管理业务，并与阿迪达斯达成合作。2024 年公司与京东合作开展奥莱业务，线上线下全渠道布局，致力于为消费者提供优质低价大牌。

对比行业情况看，公司主品牌龙头地位稳固，收入规模优势领先可比公司。成长品牌经调整后近年来增长显著；盈利能力较优叠加不断扩大的规模使成长品牌对业绩的贡献持续上升，有望成为公司重要利润来源。

通过斯博兹切入运动赛道，再联手京东布局奥莱

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。京东奥莱卡位下沉市场，通过线上线下全渠道布局实现互补发展。

FCC 是阿迪达斯发展国内下沉市场的优选。借助海澜之家在国内广阔下沉市场多年积累的渠道网络，阿迪达斯可实现对于四五线城市需求的满足及市场份额的提升；同时，海澜之家也有望凭借阿迪达斯的品牌优势在运动市场获得进一步增长，并率先卡位折扣渠道。

京东奥莱新业态不仅具备轻资产、下沉市场及数字化等发展特点，且汲取海澜之家的经营模式，整合了海澜之家、京东和购物中心的优势资源，有望在一众奥莱业态中脱颖而出。

与唯品会杉杉奥莱相比，京东奥莱相同点为背靠大平台和成熟的渠道体系，而京东奥莱更具优势的地方在于其轻资产的商业模式和低线城市核心购物中心的选址

与 TJX 相比，京东奥莱相同点为较低的运营成本和市区核心位置城市奥莱的业态，而京东奥莱更具优势的地方在于线上线下的全渠道布局，以及买断+代销的采购模式可保障更低库存及更高周转。因此，我们认为京东奥莱有望发展成为国内城市奥莱标杆。

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 17x、14x 以及 13x，维持“买入”评级。

风险提示：项目落地不及预期；国内需求不及预期；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)	17.83	13.02	17.39	14.43	12.97
市净率(P/B)	2.63	2.39	1.95	1.92	1.89
市销率(P/S)	2.07	1.78	1.78	1.67	1.54
EV/EBITDA	2.18	3.07	6.67	5.13	4.76

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 海澜之家：持续成长的男装龙头.....	4
1.1. 从国民品牌到服饰生活零售集团.....	4
1.2. 主品牌：稳固男装龙头地位，提升运营质效.....	6
1.3. 团购及成长品牌：多赛道布局下增长显著.....	7
2. 以斯搏兹切入运动赛道，再联手京东布局奥莱.....	8
2.1. 卡位下沉市场，线上线下互补发展.....	8
2.2. FCC 是阿迪达斯发展国内下沉市场的优选.....	10
2.3. 对比国内外，京东奥莱有望成为城市奥莱标杆.....	11
2.3.1. 京东奥莱：海澜之家、京东和购物中心合力共举.....	11
2.3.2. 唯品会：国内领先折扣电商，收购杉杉布局奥莱.....	14
2.3.3. TJX：美国折扣零售巨头，国外城市奥莱标杆.....	16
3. 出海拓展：扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球.....	18
4. 盈利预测.....	20
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：海澜之家发展历程.....	4
图 2：海澜之家旗下各品牌情况.....	4
图 3：海澜之家股权结构图（截至 2024Q3）.....	5
图 4：2015-2024Q1-Q3 海澜之家营收及增速.....	5
图 5：2015-2024Q1-Q3 海澜之家归母净利及增速.....	5
图 6：2015-2024Q1-Q3 海澜之家销售毛利率及净利率.....	6
图 7：2015-2023 年海澜之家费用情况.....	6
图 8：2018-2024Q1-Q3 海澜之家主品牌营收情况.....	6
图 9：2018-2024H1 海澜之家主品牌与其他男装品牌主营收入.....	6
图 10：2018-2024Q1-Q3 海澜之家主品牌毛利率.....	7
图 11：2018-2024Q3 海澜之家主品牌直营和加盟店铺数量.....	7
图 12：海澜之家团购及成长品牌发展情况.....	7
图 13：海澜之家成长、团购品牌营业收入及其增速.....	8
图 14：海澜之家成长、团购品牌毛利率情况.....	8
图 15：海澜之家、斯搏兹、京东奥莱及京新海之间股权关系图.....	9
图 16：京东奥莱无锡全国首店启用仪式.....	9
图 17：京东奥莱部分入驻品牌.....	9
图 18：京东奥莱官方旗舰店.....	10
图 19：阿迪达斯 FCC 新店型外立面及更衣室.....	11
图 20：阿迪达斯大中华区收入及存货情况.....	11
图 21：阿迪达斯 FCC 店铺数量.....	11

图 22：2023 年限额以上单位零售分业态增长率	12
图 23：2021-2023 年部分奥莱营收及增速	12
图 24：海澜之家品牌经营模式图	13
图 25：京东奥莱采用会员制入店	14
图 26：海澜之家、京东和购物中心合力赋能京东奥莱	14
图 27：主要连锁奥莱已开业项目所在城市商业线级占比	15
图 28：杉杉奥莱项目引进重点品牌比例	15
图 29：唯品会季度交易总额 GMV	15
图 30：唯品会年度累计用户数	15
图 31：TJX 营收及其增速	16
图 32：TJX 净利润及其增速	16
图 33：TJX 店铺情况	17
图 34：TJX 经营活动现金流情况	18
图 35：TJX 期末现金余额情况	18
图 36：海澜之家出海历程图	18
图 37：东南亚部分国家 GDP 增速情况	19
图 38：东南亚部分国家人均消费情况	19
图 39：海澜之家海外收入情况	19
图 40：海澜之家国内外业务毛利率对比	19
图 41：海澜之家及同行部分企业海外收入情况（亿元）	20
表 1：23H1 和 23 年斯搏兹主要财务数据	8
表 2：京东奥莱线下开店布局(截至 2025 年 1 月底)	10
表 3：2023 年三、四线奥莱项目拓展情况	12
表 4：杉杉奥莱 2019-2023 年经营情况	15
表 5：TJX 分品牌经营情况及店效	16

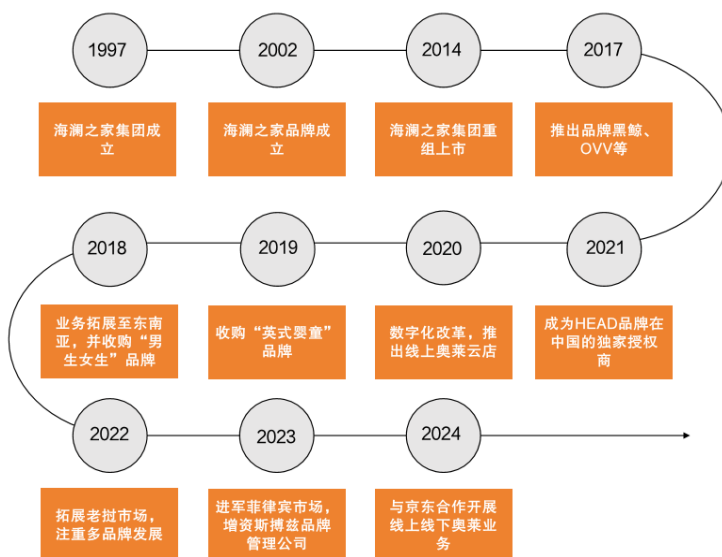
1. 海澜之家：持续成长的男装龙头

1.1. 从国民品牌到服饰生活零售集团

海澜之家集团成立于 1997 年，前身为江阴市第三精毛纺有限公司，2014 年通过凯诺科技股份有限公司重组上市。公司主要品牌海澜之家于 2002 年创立，长期以来以亲切、深入人心的“国民品牌”形象屹立市场，致力于为全球男性提供时尚、优质服装。公司多年持续发展，已成为拥有多个品牌的服饰生活零售集团。目前，公司旗下拥有男装、女装、童装、生活家居等品牌以及团购定制服务。

2023 年公司对斯搏兹进行增资，发力运动品牌管理业务，并与阿迪达斯达成合作。2024 年公司与京东合作开展奥莱业务，线上线下全渠道布局，致力于为消费者提供优质低价大牌。

图 1：海澜之家发展历程



资料来源：公司财报，海澜之家官网等，天风证券研究所

图 2：海澜之家旗下各品牌情况

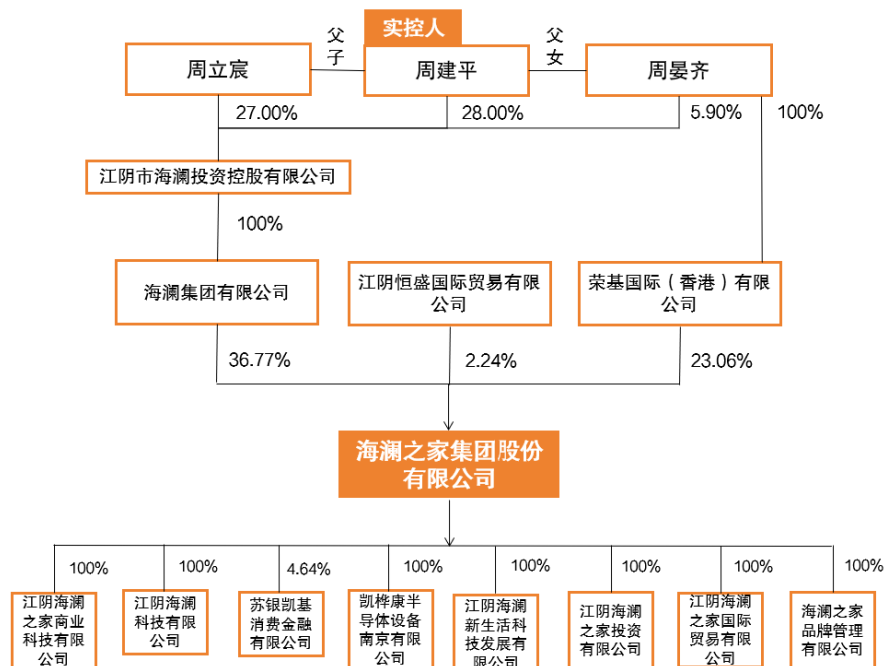
商标	品牌	目标群体	品牌定位
	海澜之家	20-45 岁男性	时尚的优质男装产品
	海澜优选	家居生活	提供以家居服为核心、集合杂货的家居美学生活馆，打造家居生活全品类矩阵
	OVV	职场女性	注重经典、高级、实穿的重要性，为专业的独立女性打造摩登衣橱
	黑鲸	潮流年轻群体	打造简潮、品质、科技及高性价比的时尚男装品牌
	英式	婴幼儿	专注 0-6 岁婴幼儿高品质生活及成长所需用品
	海德	爱好运动群体	满足从专业赛级运动员到运动爱好者对运动生活中各场景服饰装备的需求
	团购定制	政府、企事业单位	产品涵盖男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、风衣等全品类服饰

资料来源：公司 24 年半年报，天风证券研究所

从股权结构看，海澜之家股权主要由创始人及其家人持有。截至 2024Q3，公司实控主体海澜集团有限公司持股 36.77%，创始人周建平及其子女周立宸、周晏齐分别通过海澜投资

持有实控主体海澜集团 28%、27%及 5.9%的股权，同时周晏齐通过荣基国际持有公司 23.06% 股权。

图 3：海澜之家股权结构图（截至 2024Q3）

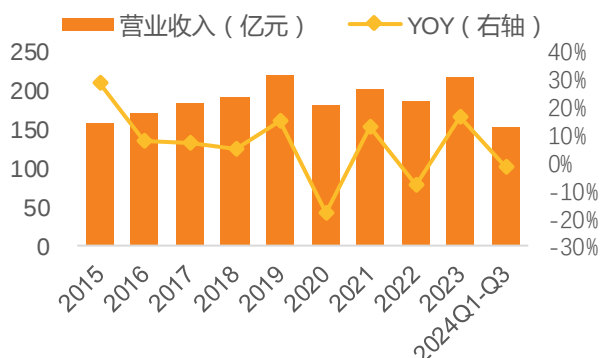


资料来源：Wind，天风证券研究所

海澜之家营业收入呈稳健增长态势，整体具有较强盈利韧性。2015 年至 2023 年，公司营收从 158.3 亿元稳步提升至 215.3 亿元，期间 CAGR 为 4%。尽管 2020 年及 2022 年受外部环境因素影响营收短暂承压，但整体增长趋势未改。2024 年前三季度，公司实现营收 152.6 亿元，同比降低 2%。

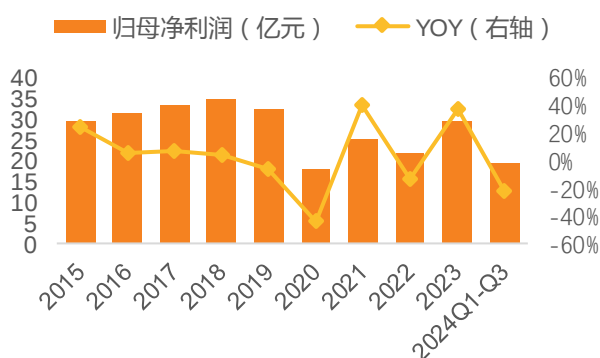
从利润水平来看，2015 年至 2019 年，海澜之家归母净利润从 29.5 亿元稳步增长至 32.1 亿元。2020 年，受多重因素如疫情影响，归母净利润大幅回落至 17.9 亿元，但随后逐步修复，2023 年恢复至 29.5 亿元，同比大幅增长 37%，盈利能力显著回升。2024 年前三季度，公司归母净利润为 19.1 亿元，同比下滑 22.2%。

图 4：2015-2024Q1-Q3 海澜之家营收及增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：2015-2024Q1-Q3 海澜之家归母净利润及增速



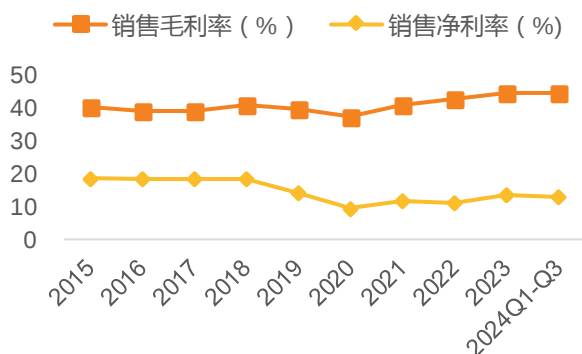
资料来源：Wind，天风证券研究所

从利润水平来看，公司销售毛利率自 2020 年以来持续增长，2023 年实现毛利率 44.5%，较 2020 年提升 7.1pct，2024 年前三季度实现毛利率 44.6%；净利率近年来受费用影响有所波动，2023 年实现净利率 13.6%，较 2020 年提升 4pct，2024 年前三季度实现毛利率 12.9%。

费用率方面，由于直营门店扩张及电商业务发展，销售费用率从 2015 年的 8.5% 增长至 2023 年的 20.2%，管理费用率则持续收缩，2023 年公司管理/财务/研发费用率分别为

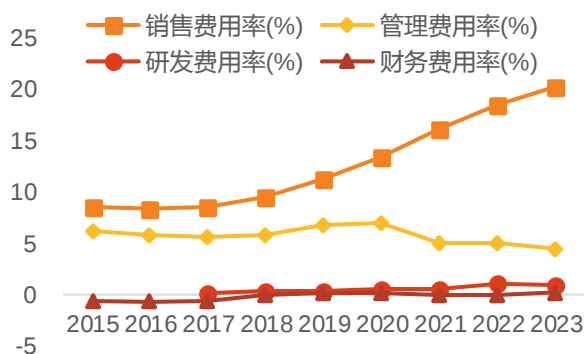
4.5%/0.2%/0.9%。

图 6：2015-2024Q1-Q3 海澜之家销售毛利率及净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：2015-2023 年海澜之家费用情况

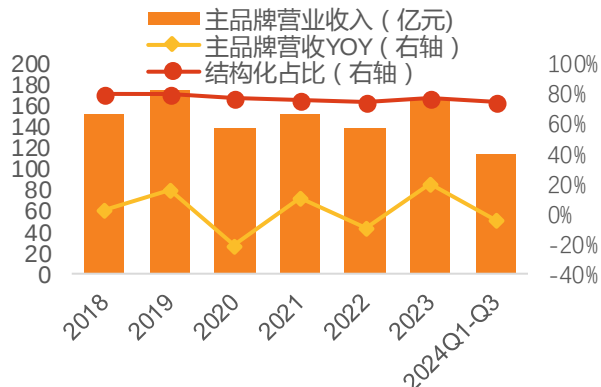


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.2. 主品牌：稳固男装龙头地位，提升运营质效

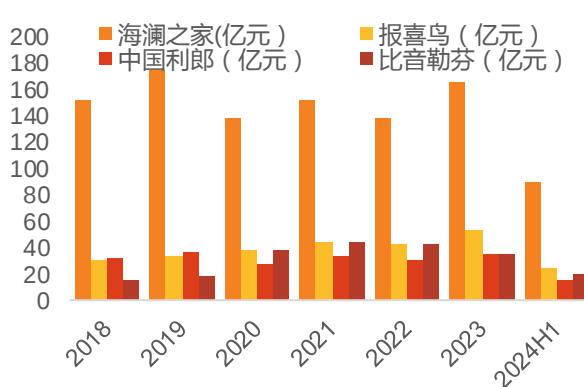
作为国内男装行业龙头品牌，海澜之家持续巩固其“国民男装”战略定位，为 20-45 岁男性提供时尚设计、优质产品的高性价比服装。公司聚焦核心品类，坚持产品创新，主品牌 2018-2023 年营收贡献稳定维持在 74%以上，2019 年实行了“聚焦主品牌”的战略优化，主品牌营收 174.22 亿元，同比增长 15.04%。2024 年前三季度主品牌实现营收 113 亿元（同比-4.95%），在消费弱复苏背景下展现较强经营韧性。对比行业情况看，公司主品牌龙头地位稳固，收入规模领先可比公司。

图 8：2018-2024Q1-Q3 海澜之家主品牌营收情况



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

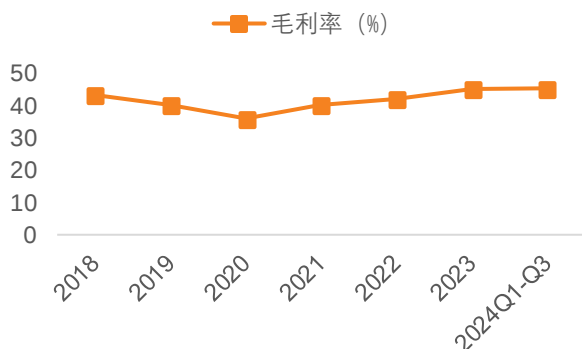
图 9：2018-2024H1 海澜之家主品牌与其他男装品牌主营收入



资料来源：Wind，公司财报，天风证券研究所

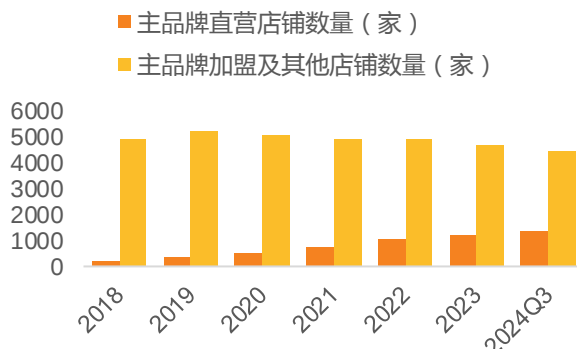
渠道结构优化方面，公司实施“直营化转型+精细化运营”双轮驱动策略，直营店数量从2018年的 175 家增加至 2024Q3 的 1379 家，直营渠道数量占比从 2018 年 3.43%显著提升至 2024Q3 的 23.48%，对加盟渠道实施“类直营”管控，有效实现全渠道库存、价格、服务的标准化管理。渠道质量升级带动经营效率持续改善，主品牌毛利率近年来稳步提升，2023 年为 45.2%，较 2020 年提升 9.2pct，验证品牌势能提升与供应链提效成果。

图 10：2018-2024Q1-Q3 海澜之家主品牌毛利率



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 11：2018-2024Q3 海澜之家主品牌直营和加盟店铺数量

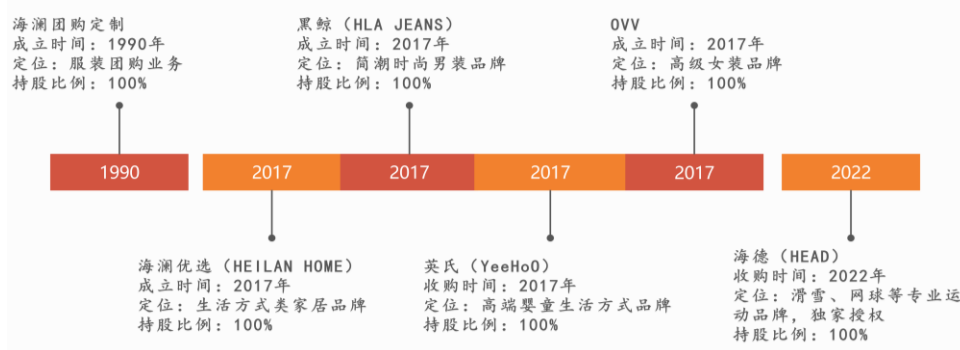


资料来源：公司财报，天风证券研究所

1.3. 团购及成长品牌：多赛道布局下增长显著

公司经过多年发展和调整，旗下拥有多个成长品牌与团购品牌，组成丰富品牌矩阵。1990 年，海澜团购定制开始奠定品牌基础，2017 年，海澜之家通过收购与拓展，成功打造了包括海澜优选、OVV、黑鲸、英式婴童等多个品牌，涵盖男女装、运动服饰、童装、家居等多个领域，满足不同消费者的需求。2022 年，海澜之家进一步加强了其多品牌赛道的布局，通过收购海德（HEAD），专注于滑雪和网球等运动领域。

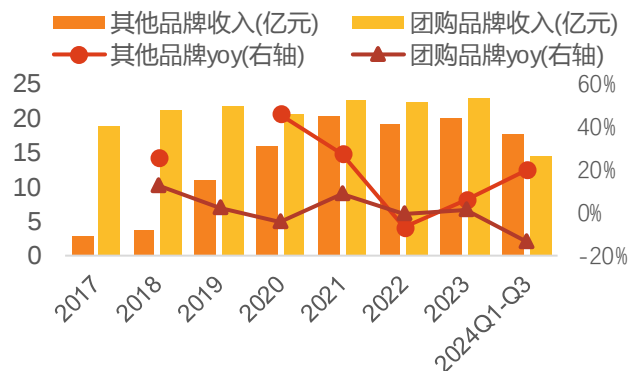
图 12：海澜之家团购及成长品牌发展情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

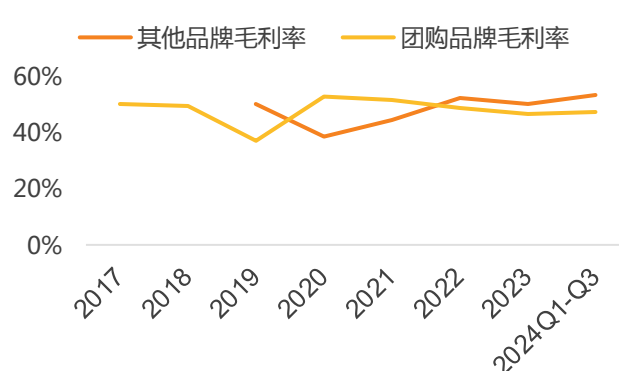
成长品牌经调整后近年来增长显著。2019 年，英式并表后营收显著增长，2023 年男生女生出表，2024 年控股斯搏兹后公司将其列入其他品牌。从营收情况看，公司其他品牌收入从 2017 年的 3 亿元增长至 2023 年的 20.2 亿元，期间 CAGR 为 37.4%；团购品牌则整体保持稳健，2017-2023 年的收入 CAGR 为 3.3%。从毛利率情况来看，近年来其他品牌及团购品牌均保持较高毛利水平，且其他品牌毛利率稳中有升；2024 年前三季度其他品牌及团购品牌毛利率分别为 53.3%和 47.2%。盈利能力较优叠加不断扩大的规模使成长品牌对业绩的贡献持续上升，有望成为公司重要利润来源。

图 13：海澜之家成长、团购品牌营业收入及其增速



资料来源：公司财报，天风证券研究所

图 14：海澜之家成长、团购品牌毛利率情况



资料来源：公司财报，天风证券研究所

2. 以斯搏兹切入运动赛道，再联手京东布局奥莱

2.1. 卡位下沉市场，线上线下互补发展

斯搏兹品牌管理（上海）有限公司（“斯搏兹”）由海澜之家全资子公司上海海澜之家投资有限公司（“上海海澜”）与上海海新体育发展集团有限公司（“海新体育”）共同设立。截至2024年6月末，上海海澜向斯搏兹出资共1.6亿元，持有斯搏兹40%的股权；2024年4月，上海海澜收购海新体育持有的斯搏兹11%的股权，成为斯搏兹控股股东。

斯搏兹主营授权代理阿迪达斯等一线国际运动品牌鞋服中国大陆的拓展和零售业务，董事长为周立宸，总经理、董事为施文兵。2023年斯搏兹实现营业收入5.97亿元，实现净利润0.85亿元，净利率约14%，并为海澜之家贡献投资收益3402.23万元。

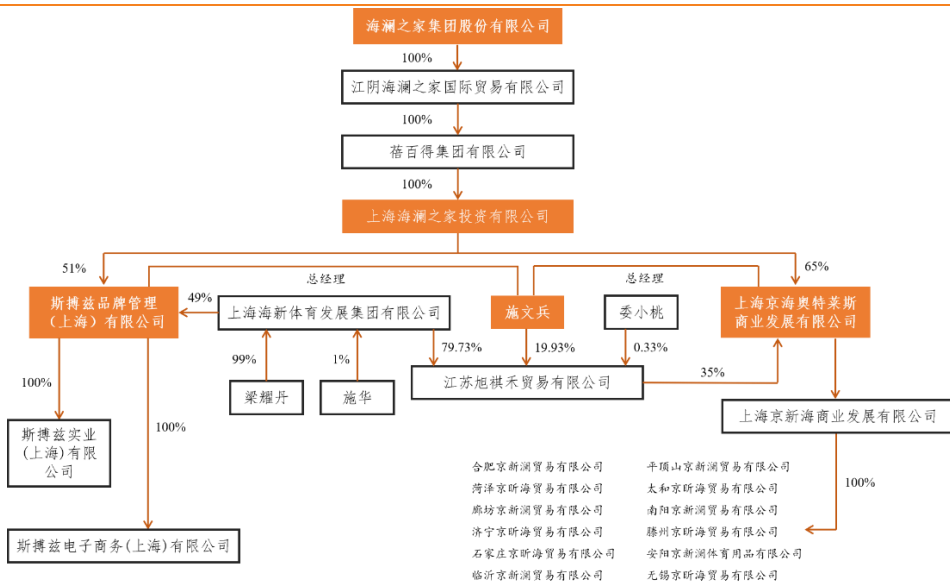
表 1：23H1 和 23 年斯搏兹主要财务数据

	2023H1	2023
资产合计（亿元）	8.73	11.03
负债合计（亿元）	4.50	6.16
营业收入（亿元）	1.43	5.97
净利润（亿元）	0.22	0.85
净利率（%）	15.65	14.25
对海澜之家贡献投资收益（万元）	897.14	3402.23

资料来源：公司财报，天风证券研究所

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。2024年6月，上海海澜与江苏旭祺禾贸易有限公司共同设立上海京海奥特莱斯商业发展有限公司（“京东奥莱”），其中斯搏兹总经理施文兵和海新体育分别持有江苏旭祺禾贸易有限公司19.93%和79.73%股权。

图 15：海澜之家、斯搏兹、京东奥莱及京新海之间股权关系图



资料来源：爱企查，公司财报，天风证券研究所

2024 年 9 月 25 日，京东奥莱全国首店正式在无锡海澜飞马水城启动。无锡海澜飞马水城是集购物、休闲、餐饮、文化、体育、旅游、住宿于一体的商业生态圈，京东奥莱全国首店坐落于海澜飞马水城购物中心核心区域，吸引阿迪达斯、NIKE、PUMA、安德玛、LEE、VANS、CHAMPION 等全球百余个运动、时尚品牌入驻。同时，京东上线“京东奥莱官方旗舰店”，致力于为消费者带来“低价优质、大牌正品、品牌丰富、上新迅速”的极致购物体验。京东奥莱全国首店的启用标志着海澜联合京东在业内率先构建起商品全生命周期平台，业务挺入全渠道运营。

图 16：京东奥莱无锡全国首店启用仪式



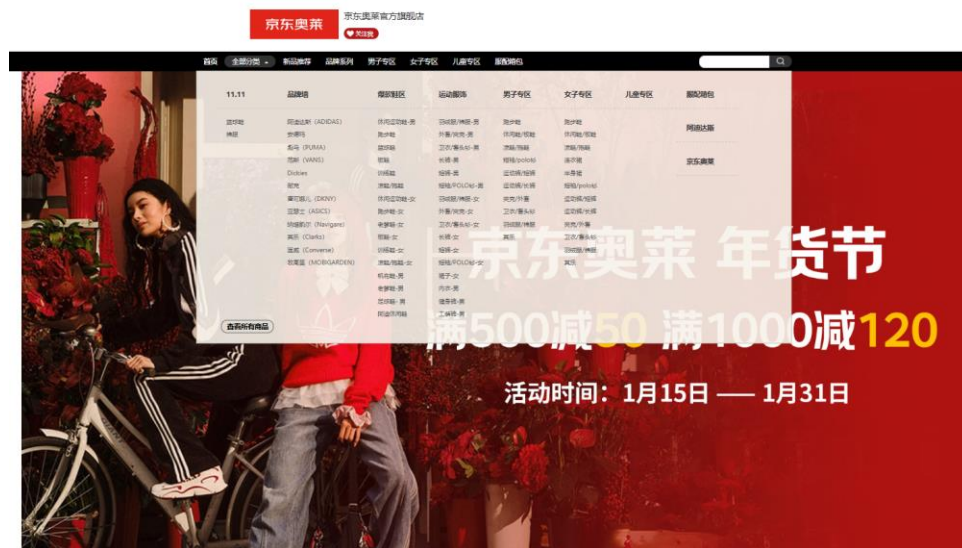
资料来源：海澜之家集团官方公众号，天风证券研究所

图 17：京东奥莱部分入驻品牌



资料来源：海澜之家集团官方公众号，天风证券研究所

图 18：京东奥莱官方旗舰店



资料来源：京东官网，天风证券研究所

京东奥莱线下门店从 2024 年 9 月至 2025 年 1 月中下旬，已在江苏、河南、山东、河北、安徽等省份陆续布局 10 家店并正式开业，店铺主要选址于三线及以下城市的市区核心购物中心内。未来，京东和海澜之家计划将在全国多个城市开启京东奥莱线下门店，持续推动京东奥莱业务深入布局成长型城市，以全渠道场景满足更广泛的消费需求，拓展可持续发展空间。

表 2：京东奥莱线下开店布局(截至 2025 年 1 月底)

店铺	购物中心	开业时间
江苏江阴店	江阴市新桥镇海澜飞马水城	2024 年 9 月 25 日
山东滕州店	滕州市荆河中路 999 号中万购物中心	2025 年 1 月 1 日
山东济宁店	济宁市太白路银座商场	2025 年 1 月 15 日
山东临沂店	临沂市兰山区和谐广场	2025 年 1 月 18 日
山东菏泽店	菏泽市和谐广场	2025 年 1 月 18 日
河北廊坊店	廊坊市广阳区裕华路 188 号万向城商场	2025 年 1 月 18 日
河北石家庄店	石家庄市长安区北辰广场	2025 年 1 月 18 日
河南安阳店	安阳市北关区彰德路万意广场	2025 年 1 月 1 日
河南南阳店	南阳市文华南阳天地 B 座	2025 年 1 月 22 日
河南平顶山店	平顶山名门天街	2025 年 1 月 18 日
安徽阜阳店	阜阳晶宫	2025 年 1 月 23 日

资料来源：京东奥莱官方公众号，天风证券研究所

2.2. FCC 是阿迪达斯发展国内下沉市场的优选

深入到三四五线城市是阿迪达斯在中国的本土化转型举措之一。在总部的授权支持下，阿迪达斯在中国市场持续发力本土设计与本土供应链升级。近年来，阿迪达斯不仅在一二线城市开设品牌中心、品牌旗舰店等，还在一线城市之外与合作伙伴探索 HALO、Future of Style、Future City Concept (FCC) 等全新店型。

海澜之家已通过斯搏兹与 Adidas 达成战略合作，2024 年以来斯搏兹已经开店近 400 家。斯搏兹覆盖 Adidas 正标和 Adidas Neo 系列，针对国内市场低线城市推出性价比产品线，并线下开设 Future City Concept (FCC) 新店型，未来将成为 Adidas 在中国的独家清仓渠

道。斯搏兹目前在国内大部分主要城市均设有业务据点，其合作的运动服饰品牌包括 Nike、Adidas、PUMA、VANS、DICKIES 及亚瑟士等。

图 19：阿迪达斯 FCC 新店型外立面及更衣室

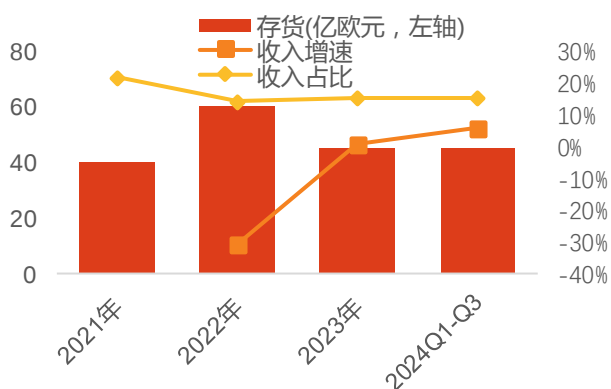


资料来源：阿迪达斯官网，Checkland Kindleysides，天风证券研究所

中国仍是阿迪达斯最重要的战略市场之一，当前库存水平下阿迪达斯的尾货清仓渠道有较大发展空间。阿迪达斯大中华区收入自 2023 年显著提升，截至 2024Q3 大中华区实现收入 27 亿欧元，同比增长 5.75%，恢复至 2021 年同期的 76%；收入占比自 2022 年的 14.12% 提升至 15.04%。从存货情况来看，截至 2024Q3 阿迪达斯存货价值 45 亿欧元，同比下降 7%。

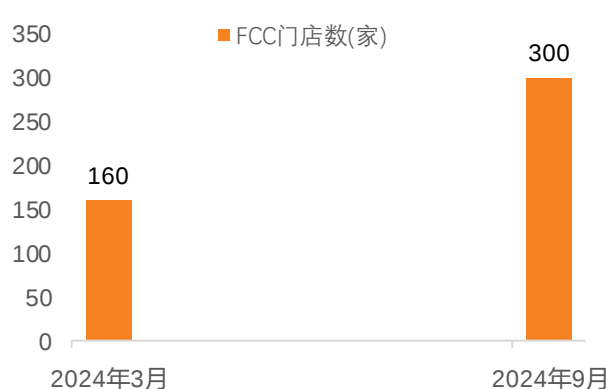
截至 2024 年 9 月底，阿迪达斯在中国有约 7500 家门店，其中 FCC 店铺 300 家，半年内 FCC 店铺数量近乎翻番。FCC 店铺具备时尚特色的外立面及更衣室设计，借助海澜之家在国内广阔下沉市场多年积累的渠道网络，阿迪达斯可实现对于四五线城市需求的满足及市场份额的提升。另一方面，阿迪达斯 2024 年在中国新开近 400 家门店，这意味着 FCC 店铺成为阿迪达斯门店拓展的重要组成，我们认为，海澜之家也有望凭借阿迪达斯的品牌优势在运动市场获得进一步增长，并率先卡位折扣渠道。

图 20：阿迪达斯大中华区收入及存货情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 21：阿迪达斯 FCC 店铺数量



资料来源：阿迪达斯官网，Checkland Kindleysides，天风证券研究所

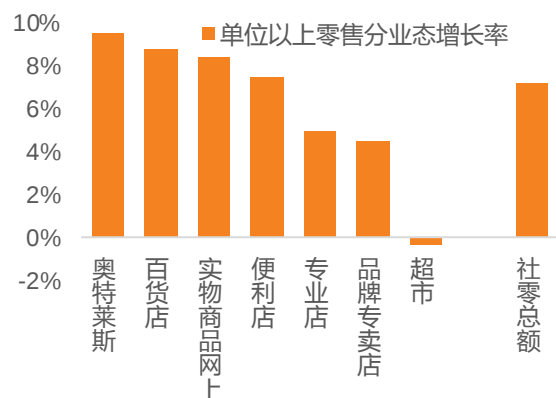
2.3. 对比国内外，京东奥莱有望成为城市奥莱标杆

2.3.1. 京东奥莱：海澜之家、京东和购物中心合力共举

奥莱业态在国内处于快速增长状态。根据中国百货商业协会数据，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，同比增长约 9.5%，在所有零售业态中增长比例最高，全年新开业奥莱项目 17 家。同时，从企业层面看，2023 年大部分奥莱企

业营收增长显著，王府井奥莱/百联奥莱/首创钜大营收分别同比+35%/+42%/+127%。奥莱业态的增长趋势除受整体消费复苏影响外，体现了其具备较高性价比的“大品牌小价格”特点存在较大消费需求。

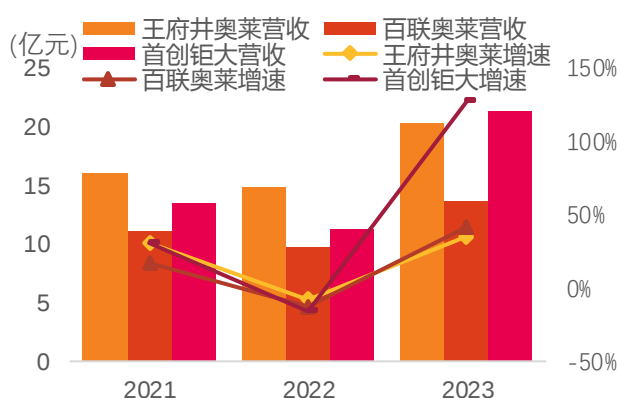
图 22：2023 年限额以上单位零售分业态增长率



注：奥特莱斯为中国百货商业协会估计值

资料来源：国家统计局，中国百货商业协会 CCAGM 公众号，天风证券研究所

图 23：2021-2023 年部分奥莱营收及增速



资料来源：公司财报，中国百货商业协会 CCAGM 公众号，天风证券研究所

近年来国内奥莱业态的发展逐步体现出轻资产模式比例提高、发展重心转向下沉市场、数字化能力提升等特点。

- 1) 轻资产模式比例提高：**据中国百货商业协会，近年新开业奥莱项目中，轻资产模式占比超过一半。轻资产模式能够实现物业方与运营管理方分离，双方发挥各自特长，责任清晰下有利于提升商业物业的运营效率。另外，轻资产模式也有利于奥莱品牌发展壮大，快速走上规模化发展之路。
- 2) 发展重心转向下沉市场：**在部分一二线市场，奥莱业态呈现饱和趋势。目前北京和上海已开业奥莱在十家左右，而长沙、武汉、西安等二线城市均超过五家。在一二线城市奥莱竞争日趋激烈同时，三四线城市的购买力和品牌意识逐步提升，越来越多的奥莱项目开始向三四线等下沉市场转移。

表 3：2023 年三、四线奥莱项目拓展情况

项目名称	面积(万平)	运营商	开业时间	城市
绍兴旭辉 Cmall	6	旭辉集团	7 月 21 日	浙江绍兴
北海旅游港奥特莱斯城市公园	5	华夏伟业集团	6 月 30 日	广西北海
襄阳和信奥特莱斯购物公园	20	湖北和信永成投资集团	8 月 18 日	湖北襄阳
砂之船(石家庄)奥莱	10	砂之船集团	9 月 28 日	河北正定
8 号仓流溪河奥莱小镇	20	深圳八号仓商业集团	9 月 28 日	广州从化
清徐·多弗奥特莱斯	19.3	多弗集团	10 月部分开业	山西清徐
九龙·印象渠江奥特莱斯商城	1.2	印象奥莱(上海)实业有限公司	12 月 15 日	四川渠江
焦作王府井城市奥莱	5	王府井集团	12 月 16 日	河南焦作

资料来源：中国百货商业协会 CCAGM 公众号，天风证券研究所

- 3) 数字化能力提升：**奥莱业态消费场景丰富，顾客触点多元，是数字化应用最为活跃的

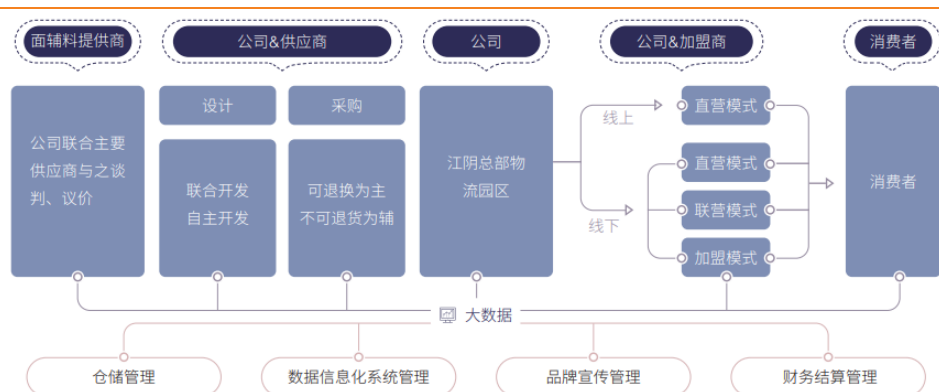
业态之一。从数字化建设的重点来看，奥莱行业与百货、购物中心有共通之处，主要包括多个业务系统的融合、个别堵点的打通、线上营销的强化、全域能力的打造、以及软硬件生态的共建。对于顾客层面，数字化包括私域、存量、增量、会员标签、推送等工作。

而在这些特点下，轻资产模式下责权利是否明晰、下沉市场如何引进大品牌、是否具备项目运营能力等问题也成为影响奥莱业态持续发展的因素。

我们认为，京东奥莱新业态不仅具备轻资产、下沉市场及数字化等发展特点，且汲取海澜之家的经营模式，整合了海澜之家、京东和购物中心的优势资源，能够有效规避上述影响其持续发展的因素，有望在一众奥莱业态中脱颖而出。

海澜之家采用“平台+品牌”的连锁经营模式，公司层面为各品牌统一提供仓储管理、数据信息化系统管理、品牌宣传管理、财务结算管理等综合管理服务。在采购方面，产品均直接向供应商采购，海澜之家品牌的采购模式为“可退货为主，不可退货为辅”。可退货模式下，与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，产品实现销售后，逐月与供应商进行货款结算，适销季结束后仍未实现销售的产品，可剪标后退还给供应商，由其承担滞销风险。在渠道方面，海澜之家对加盟店采取类直营的管理方式。加盟商拥有加盟店的所有权，将门店的内部管理委托公司负责，不承担存货滞销风险；公司不收取加盟费，拥有商品的所有权，与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式。商品实现最终销售后，公司与加盟店根据协议约定结算确认公司的营业收入。因此，我们认为京东奥莱可有效汲取海澜之家的经营模式。

图 24：海澜之家品牌经营模式图



资料来源：公司财报，天风证券研究所

除经营模式外，京东奥莱还可整合海澜之家、京东和购物中心的三方优势资源。

- 1) 海澜之家：面对下沉市场的强大渠道网络及门店运营优势。**公司线下门店遍布全国 31 个省（自治区、直辖市），覆盖 80% 以上的县、市。截至 2024H1，公司门店总数达 6,957 家，其中加盟店及其他 5184 家，占公司门店总数约 75%。而公司对加盟店的类直营渠道模式，可实现门店的统一管理和快速扩张。**高效的仓储及物流管理优势。**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，负责对货品的统一收发和存储。不仅提高了公司对库存的管控和产品的周转，还能对缺货进行预测，为上游供应商提供足够的数据支撑，从而带动整个产业链的高效运营。
- 2) 京东：平台背书优势。**我们认为，京东作为知名电商平台，具备对品牌正品的品质把控，可提升消费者和品牌方对京东奥莱的认可，打破下沉市场难以引入大品牌的痛点。**大牌低价正品的货源优势。**早在 2023 年，京东就上线了大牌奥莱频道。与海澜集团达成合作后，京东在线上平台同步开设“京东奥莱自营专区”及“京东奥莱官方旗舰店”，商品均来自品牌自营及官方旗舰店，已汇聚超 300 个品牌，不低于 70000 件商品，主要针对时尚、运动大牌低价正品。同时京东开放自营鞋服相关商品用于京东奥莱门店销售。另一方面，京东也可凭借京东奥莱实现服饰品类在线下布局，打通线上线下的

全渠道布局，进一步提升品牌影响力。**线上流量引入优势。**京东奥莱所有商品均采用会员制入店，通过线下门店及店内二维码，可以让消费者把购物触角延伸到线上，延伸到整个京东的大货盘。通过这一模式，京东奥莱能够为消费者带来线上线下无缝衔接的购物体验，极大地丰富其购物选择和需求。

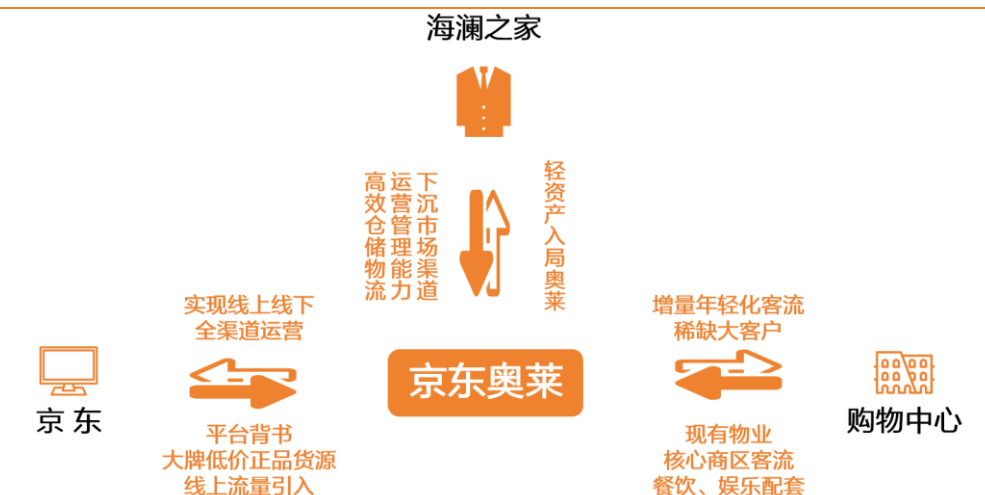
图 25：京东奥莱采用会员制入店



资料来源：京东奥莱公众号，天风证券研究所

3) **购物中心：市区核心商业区位及优质配套设施优势。**从目前已开业京东奥莱线下店铺看，其选址均位于城市市区的核心购物中心内，显著区别于选址在城市郊区的传统奥莱业态。我们认为，一方面购物中心能够为京东奥莱提供现成商业体，而核心区位也保证了一定数量的优质客流，同时购物中心现有的餐饮、娱乐等配套设施可为京东奥莱增强客流粘性；另一方面，作为具备“大品牌低价格”特点的京东奥莱，可以为传统零售业态的购物中心带来增量年轻化客流。

图 26：海澜之家、京东和购物中心合力赋能京东奥莱



资料来源：公司财报，中国百货商业协会 CCAGM 公众号，京东奥莱公众号，观察者网，天风证券研究所

2.3.2. 唯品会：国内领先折扣电商，收购杉杉布局奥莱

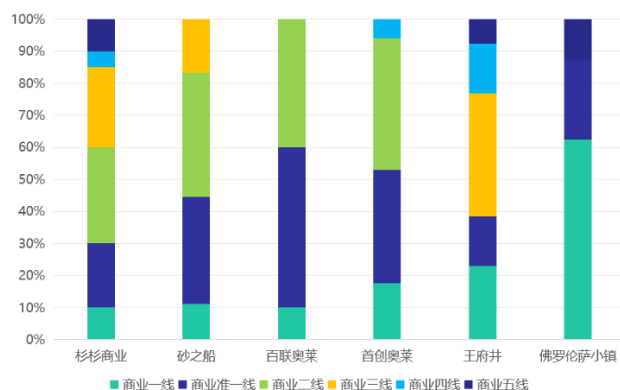
唯品会是中国领先的品牌在线折扣零售商，在中国领创“品牌折扣+限时抢购+正品保障”的独特商业模式，并持续深化为“精选品牌+深度折扣+限时抢购”的正品特卖模式。

2017 年公司与腾讯、京东达成战略合作伙伴关系，进行资源互换，战略协同；2019 年公司收购杉杉奥莱 100%股份，布局线下奥莱业务，深度整合线上特卖与线下特卖。2020 年公司布局的首个城市奥莱项目--唯品会(合肥)城市奥莱正式开业。

2019 年唯品会收购后，杉杉奥莱扩店加速，截至 2024 年底，杉杉奥莱已开业项目 20 个，

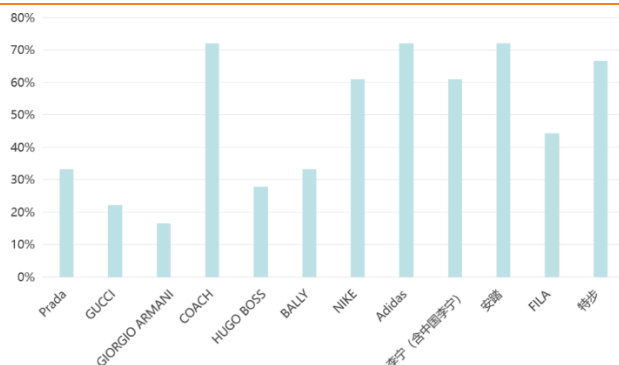
成为主要连锁奥莱中项目数最多企业。从项目所在城市能级来看，杉杉商业的选址与砂之船、百联、首创及佛罗伦萨不同，优选二三线省会级城市，并向周边扩张。据赢商大数据统计，目前其 40%的已开业项目处于商业三线及以下城市。在引进品牌方面，除户外、运动品牌外，轻奢品牌矩阵是杉杉奥莱的重要抓手。其中，COACH 与杉杉奥莱绑定最深，根据赢商大数据披露数据，72.2%的杉杉奥莱项目拥有 COACH 的独立店，BALLY 和 HUGO BOSS 的进驻比例分别为 33.3%和 27.8%，都以独立店的形式。

图 27：主要连锁奥莱已开业项目所在城市商业线级占比



资料来源：WIN 商业地产头条公众号，赢商大数据，天风证券研究所

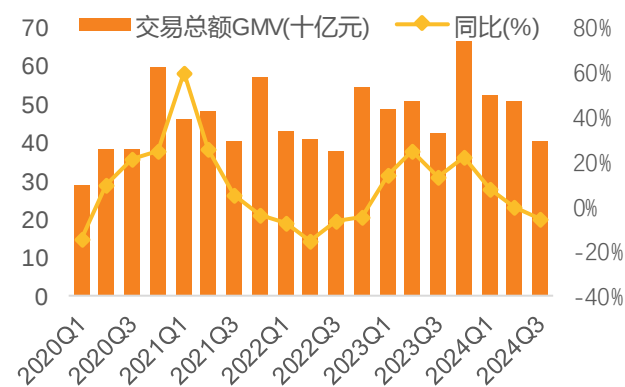
图 28：杉杉奥莱项目引进重点品牌比例



资料来源：WIN 商业地产头条公众号，赢商大数据，天风证券研究所

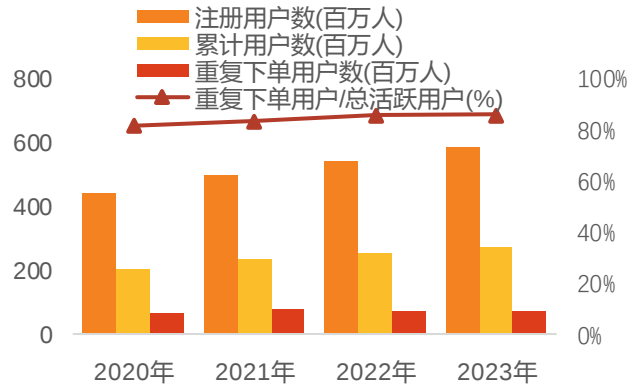
唯品会的渠道价值和用户粘性是其关键增长点，也是线上线下一体化融合的重要抓手。从 GMV 情况看，2020 年后唯品会 GMV 长期保持增长态势，2023Q4 实现 GMV664 亿元，同比增长 22.06%。从公司年度累计用户情况看，2023 年累计（有过购买记录）用户数 2.75 亿人，同比提升 7.64%，重复下单用户占总活跃用户比例为 85.8%，同比提升 0.3pct。

图 29：唯品会季度交易总额 GMV



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 30：唯品会年度累计用户数



资料来源：Wind，天风证券研究所

2019 年后，杉杉奥莱的规模效应开始凸显，业绩快速增长。2023 年，杉杉奥莱的营业收入为 27.96 亿元，同比上升 50.43%；营业利润 8.02 亿元，同比上升 126.72%；资产规模由 2019 年的 57.32 亿元提升至 170.63 亿元。

表 4：杉杉奥莱 2019-2023 年经营情况

年份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
营业收入（亿元）	2.46	11.51	15.79	18.59	27.96
yoy		368%	37%	18%	50%
营业利润（亿元）	0.06	1.87	3.58	3.54	8.02
yoy		3017%	91%	-1%	127%
资产规模（亿元）	57.32	87.66	106.92	134.90	170.63
yoy		53%	22%	26%	26%
奥莱在营数量（家）	5	8	11	14	16

资料来源：唯品会财报，WIN 商业地产头条公众号，赢商大数据，天风证券研究所

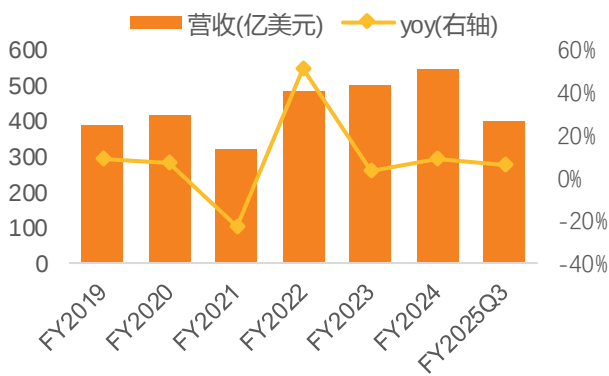
京东奥莱与唯品会杉杉奥莱相比，相同点为背靠大平台和成熟的渠道体系，而京东奥莱更具优势的地方在于其轻资产的商业模式和低线城市核心购物中心的选址。

2.3.3. TJX：美国折扣零售巨头，国外城市奥莱标杆

TJX 是美国最大的服饰家居折扣零售商，成立于 1976 年，截至 2024 年财年末在全球 9 个国家拥有 4954 家门店，并计划继续增加门店数量。公司以低于全价零售商（包括百货公司、专业店和主要在线零售商）正常价格的 20%至 60%的价格提供快速变化的优质、时尚、名牌商品。

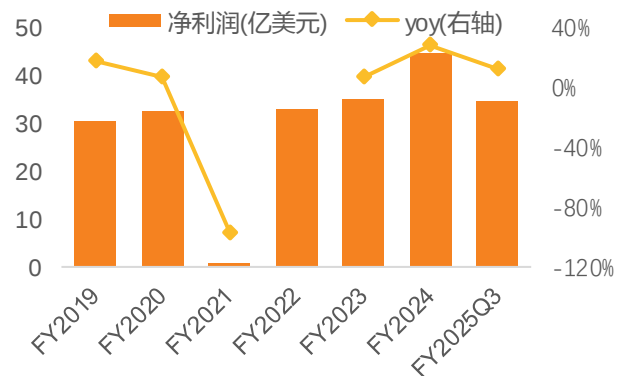
TJX 近年来整体业绩稳步增长。公司营收从 FY2019 的 390 亿美元增长至 FY2024 的 542 亿美元，期间 CAGR 为 6.8%，FY2025Q3 实现 400 亿美元，同比+5.8%；净利润从 FY2019 的 31 亿美元增长至 FY2024 的 45 亿美元，期间 CAGR 为 7.9%，FY2025Q3 实现 35 亿美元，同比+12.9%。

图 31：TJX 营收及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 32：TJX 净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

TJX 整体坪效显著增长，品牌策略调整迅速，各品牌均保持较高水平店效。从整体坪效水平看，公司 FY2019 平均坪效 342 美元/平方英尺，FY2024 增长至 421 美元/平方英尺，期间 CAGR 为 4.2%。**分品牌情况看**，FY2019 至 FY2024 期间，Marmaxx 作为公司最主要品牌营收及平均店效除 FY2021 受疫情影响外均保持增长，且 FY2022 修复显著，FY2024 具有门店 2611 个，较 FY2019 增长 10%，平均店效 1280 万美元，较 FY2019 增长 26%；HomeGoods 品牌在 FY2023 营收及店效略有下滑，但 FY2024 迅速调整实现增长，营收和店效分别恢复至 FY2022 的 99.9%和 91.2%，FY2024 具有门店 974 个，较 FY2019 增长 27%，平均店效 923 万美元，较 FY2019 增长 22%；TJX Canada FY2024 具有门店 566 个，较 FY2019 增长 17%，平均店效 892 万美元，较 FY2019 增长 12%；TJX International FY2024 具有门店 803 个，较 FY2019 增长 18%，平均店效 843 万美元，较 FY2019 增长 9%。

表 5：TJX 分品牌经营情况及店效

	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
Marmaxx						
营收(亿美元)	240.58	256.65	193.63	294.83	305.45	334.13
yoy	8%	7%	-25%	52%	4%	9%
门店数量(个)	2,378	2,449	2,450	2,491	2,560	2,611
平均店效(万美元)	1012	1048	790	1184	1193	1280
yoy	5%	4%	-25%	50%	1%	7%
HomeGoods						
营收(亿美元)	57.87	63.56	60.96	89.95	82.64	89.90
yoy	13%	10%	-4%	48%	-8%	9%

门店数量(个)	765	841	855	889	940	974
平均店效(万美元)	757	756	713	1012	879	923
yoy	-1%	0%	-6%	42%	-13%	5%
TJX Canada						
营收(亿美元)	38.70	40.31	28.36	43.43	49.12	50.46
yoy	6%	4%	-30%	53%	13%	3%
门店数量(个)	484	513	525	546	554	566
平均店效(万美元)	800	786	540	795	887	892
yoy	0%	-2%	-31%	47%	11%	1%
TJX International						
营收(亿美元)	52.58	56.65	38.42	57.29	62.15	67.68
yoy	8%	8%	-32%	49%	8%	9%
门店数量(个)	679	726	742	763	781	803
平均店效(万美元)	774	780	518	751	796	843
yoy	1%	1%	-34%	45%	6%	6%

资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

灵活的“机会采购”采购策略是 TJX 商业模式的核心。从采购模式来看，TJX 采用“机会采购”（Opportunistic Buying）。不同于传统百货公司提前预订备货的策略，TJX 的买手常年“埋伏”于市场中，捕捉市场因生产和库存流动而产生的大额折扣机会，比如品牌、制造商和其他零售商清仓，工厂和品牌特别直供，被取消的订单或制造商冗余等等，看准时机、趁势而入。为此，TJX 在全球 4 大洲 12 个国家设立办事处，通过 1200 余名买手在 100 多个国家开展灵活的“机会采购”，网罗全球商机。此外，TJX 也有一些自有品牌或授权品牌，用以弥补商品组合的空白，或扩展商品组合的深度。

图 33：TJX 店铺情况



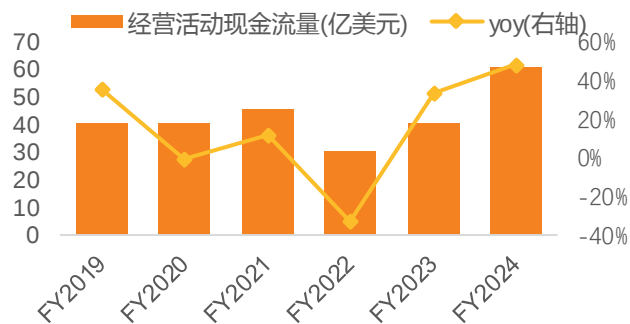
资料来源：联商网，天风证券研究所

“低成本运营”和“高库存周转”保障了充足的现金流，为门店持续扩张提供支撑。TJX 门店主打开放式布局，方便将新存货运入店内，大幅节省人力成本，且装饰装潢走简约风，装修成本仅约传统百货店的 30%~50%。避免为单个产品打广告，TJX 主打宣传品牌，有时甚至同时宣传几个品牌，从而实现广告支出在销售额中的低占比，且广告费支出仅为传统百货店的 1/4，甚至更低。TJX 配送中心体量庞大，根据特定的折扣业务模型定制建造，采用自动化系统和手动流程相结合的方式管理各种商品，提高效率。每年雇佣数千名临时员工，尤其是在迎峰的开学季和假日季节，节省了人力成本。

TJX 具备充沛现金流支持“买断”采购模式。过去 5 年，公司经营活动现金流持续保持 30

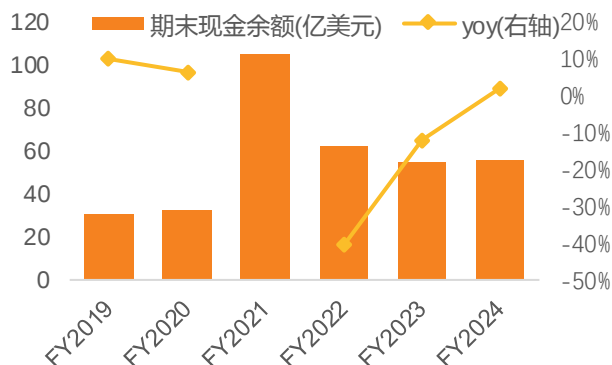
亿美元以上的高水平，FY2024 经营活动现金流继续增长为 61 亿美元，同比提升 48%，同时期末现金余额为 56 亿美元，同比提升 2.3%。

图 34：TJX 经营活动现金流情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 35：TJX 期末现金余额情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

另一方面，TJX 庞大的门店规模也使去化能力较为确定，而充沛的现金流让买手有足够的底气开展买断式采购，减少供应商后顾之忧，从而得到更高的议价能力。

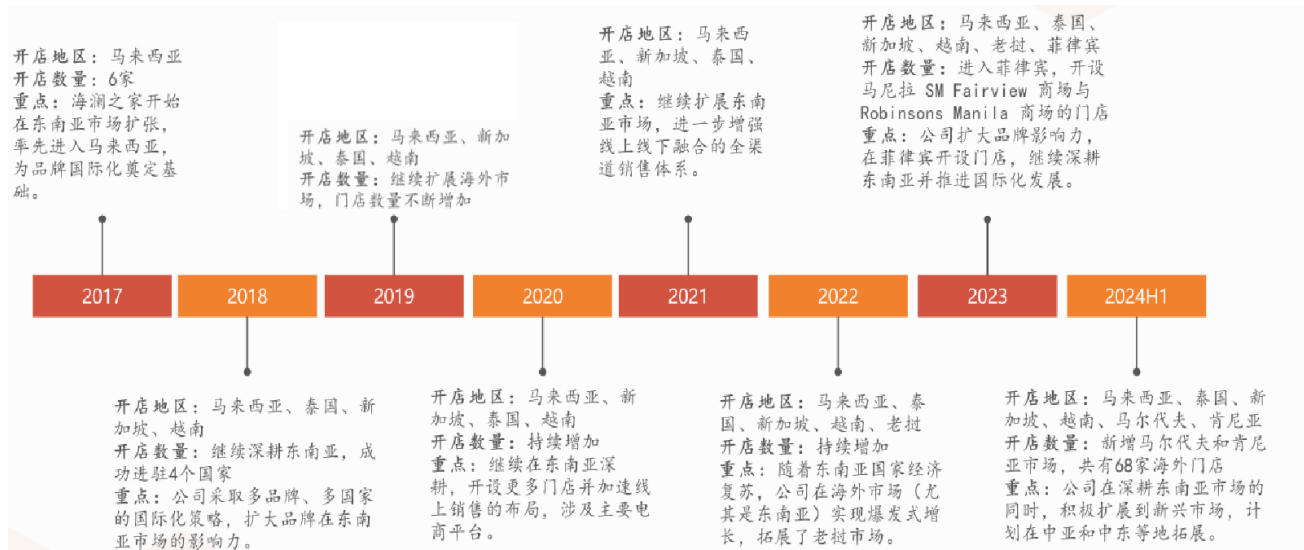
京东奥莱与 TJX 相比，相同点为较低的运营成本和市区核心位置城市奥莱的业态，而京东奥莱更具优势的地方在于线上线下的全渠道布局，以及买断+代销的采购模式可保障更低库存及更高周转。因此，我们认为京东奥莱有望发展成为国内城市奥莱标杆。

3. 出海拓展：扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球

公司根据“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”的海外拓展计划，有序推进品牌国际化进程。从 2017 年开始，以东南亚市场为起点，持续在马来西亚、泰国、新加坡、越南等国开设门店；2022 年公司进一步深耕东南亚市场，借助东南亚市场的复苏拓展至老挝。2023 年，公司在扎稳海外市场的基础上，积极探索新市场，以更具国际化的门店形象，入驻核心商圈，不断扩大品牌影响力，为海外消费者提供更好的购物体验。23 年 10 月，海澜之家正式进军菲律宾市场，在马尼拉 SM Fairview 商场与 Robinsons Manila 商场开出门店。

2024 上半年，公司成功入驻马尔代夫、肯尼亚等海外市场，期末门店数量达 68 家，截至 2025 年 1 月 9 日，在马来西亚已经开设了 50 家门店，2025 年在全马仍会快速扩张。

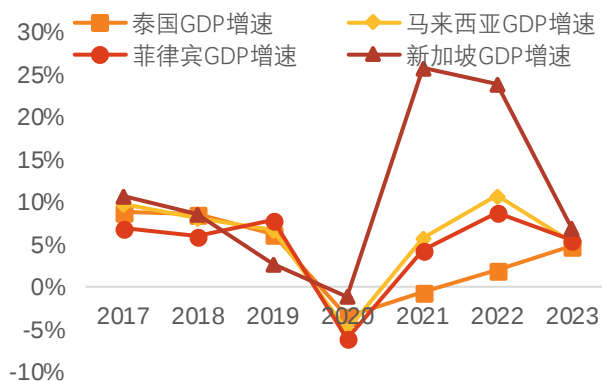
图 36：海澜之家出海历程图



资料来源：公司财报，天风证券研究所

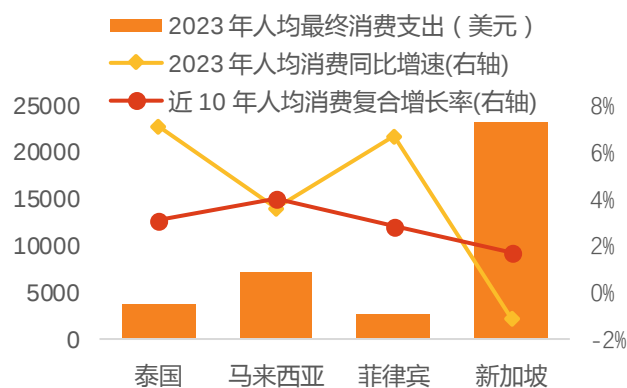
出海前期对目标市场的精准定位为公司后期拓展奠定了较好基础。东南亚是公司海外拓展前期的重要市场，公司瞄准马来西亚作为首选开拓国家。从国家 GDP 增速及人均消费情况看，马来西亚 2017-2019 年 GDP 增速位于东南亚国家前列，且近 10 年人均消费复合增速为四个国家（泰国、马来西亚、菲律宾、新加坡）中最高；2020 年以来，这四个国家 GDP 增速整体保持向上趋势，且 2023 年除新加坡外人均消费均实现增长。

图 37：东南亚部分国家 GDP 增速情况



资料来源：iFind，天风证券研究所

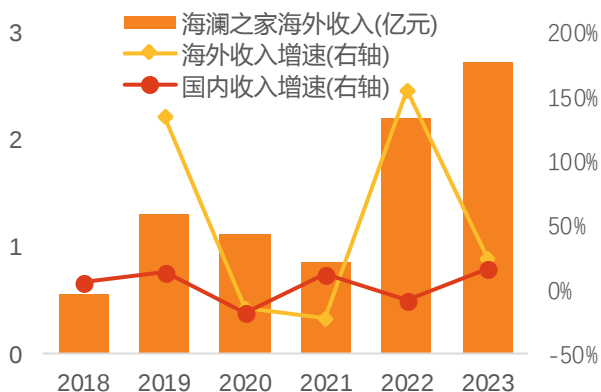
图 38：东南亚部分国家人均消费情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

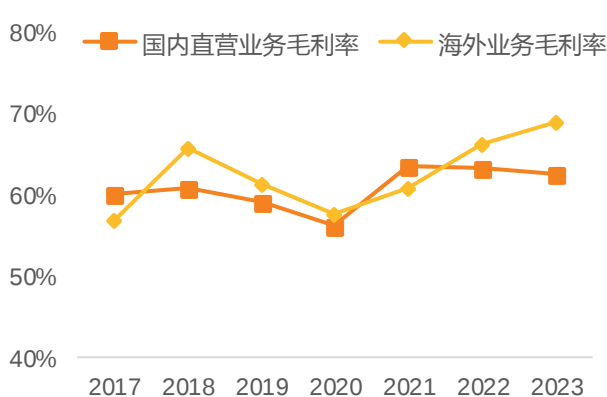
随着海外市场的发展，公司海外营收规模增长显著，且增速已超国内业务营收。2018-2023 年期间，海外地区营收从 0.6 亿元增长至 2.7 亿元，期间 CAGR 为 35.1%。2024H1 海外地区实现营收 1.6 亿元，同比增长 25.4%。2022 年以来，公司海外营收增速已超过其国内营收增速。从毛利率水平来看，海外业务毛利率在 2020 年后持续上升，2023 年为 68.9%，较 2020 年提升 11.3pct，且超过同期国内业务毛利率 6.3pct。

图 39：海澜之家海外收入情况



资料来源：iFind，天风证券研究所

图 40：海澜之家国内外业务毛利率对比

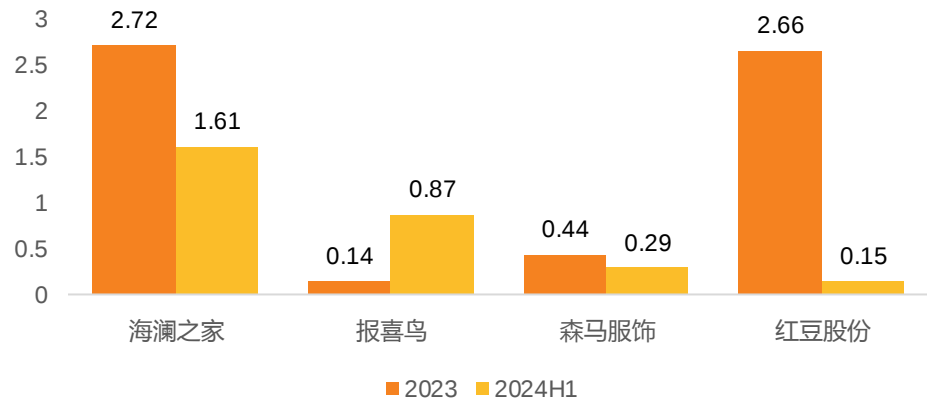


资料来源：iFind，天风证券研究所

得益于较早对海外市场进行布局，目前公司海外业务营收规模已显著领先同行。2024H1 公司海外营收较报喜鸟高 85%。

海澜之家出海拓展在东南亚市场的成功立足表明其通过精准的市场定位和积极的国际化布局，有望进一步加速全球化发展。

图 41：海澜之家及同行部分企业海外收入情况（亿元）



资料来源：iFind，天风证券研究所

4. 盈利预测

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 17x、14x 以及 13x，维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1) 项目拓展不及预期：若京东奥莱项目拓展不及预期或影响公司整体业绩情况。
- 2) 国内需求不及预期、行业竞争加剧：公司主品牌海澜之家收入占比仍较大，若国内需求不及预期、行业竞争加剧或影响主品牌表现不及预期，进而影响公司整体业绩表现。
- 3) 库存积压：由于公司运营模式的特点，存货包含公司总部仓库的备货以及门店尚未实现销售的货品，若库存积压可能引发变现出现困难或跌价的风险。

财务预测摘要

资产负债表(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
应收票据及应收账款	1,130.73	1,005.12	1,259.76	1,197.34	1,471.07
预付账款	564.03	230.44	663.87	307.33	677.58
存货	9,455.11	9,336.83	9,923.14	10,713.64	10,627.90
其他	908.04	1,096.27	1,415.83	1,086.59	1,459.86
流动资产合计	24,563.37	23,569.82	27,297.18	28,798.65	28,492.73
长期股权投资	0.00	194.02	194.02	194.02	194.02
固定资产	3,131.33	2,942.76	2,837.22	2,738.98	2,632.13
在建工程	8.35	74.27	80.56	96.34	87.80
无形资产	907.56	688.14	690.17	986.27	963.72
其他	4,138.06	4,809.08	4,365.41	4,258.32	4,366.94
非流动资产合计	8,185.30	8,708.27	8,167.39	8,273.92	8,244.60
资产总计	32,748.67	33,712.84	36,742.81	38,276.90	37,943.12
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	9,536.40	10,084.88	9,460.94	11,660.13	10,710.30
其他	4,649.10	6,683.41	6,729.07	5,844.38	6,315.73
流动负债合计	14,185.51	16,768.29	16,190.01	17,504.51	17,026.04
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	2,777.15	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,263.91	906.88	924.15	915.51	815.51
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
少数股东权益	(79.18)	(11.94)	(76.01)	(150.79)	(219.00)
股本	4,492.76	4,420.01	4,802.77	4,802.77	4,802.77
资本公积	563.23	940.82	940.82	940.82	940.82
留存收益	13,217.94	14,649.39	14,901.90	15,204.90	15,517.80
其他	(3,672.64)	(3,960.60)	(940.82)	(940.82)	(940.82)
股东权益合计	14,522.10	16,037.67	19,628.65	19,856.88	20,101.57
负债和股东权益总计	32,748.67	33,712.84	36,742.81	38,276.90	37,943.12

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

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,561.74	21,527.55	21,635.19	23,041.47	25,023.04
营业成本	10,600.31	11,954.41	12,764.76	13,064.52	14,012.90
营业税金及附加	130.77	149.56	151.45	161.23	174.70
销售费用	3,424.65	4,353.30	4,976.09	5,299.54	5,755.30
管理费用	921.54	962.59	1,168.30	1,221.20	1,276.18
研发费用	194.03	200.34	237.99	253.46	275.25
财务费用	(23.46)	46.75	(24.76)	1.18	19.39
资产/信用减值损失	(504.11)	(452.45)	(506.57)	(487.71)	(482.24)
公允价值变动收益	(19.44)	(2.90)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.01)	185.96	130.00	25.00	25.00
其他	1,031.42	519.31	(260.00)	(50.00)	(50.00)
营业利润	2,806.02	3,610.68	2,997.94	3,553.06	4,016.57
营业外收入	121.77	30.28	35.00	62.35	42.54
营业外支出	30.94	17.05	25.62	24.54	22.41
利润总额	2,896.84	3,623.91	3,007.31	3,590.87	4,036.70
所得税	834.82	705.47	864.90	1,003.90	1,144.75
净利润	2,062.03	2,918.44	2,142.41	2,586.97	2,891.95
少数股东损益	(93.25)	(33.53)	(67.44)	(76.05)	(69.76)
归属于母公司净利润	2,155.28	2,951.96	2,209.85	2,663.01	2,961.71
每股收益 (元)	0.45	0.61	0.46	0.55	0.62

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-8.06%	15.98%	0.50%	6.50%	8.60%
营业利润	-13.65%	28.68%	-16.97%	18.52%	13.05%
归属于母公司净利润	-13.49%	36.96%	-25.14%	20.51%	11.22%
获利能力					
毛利率	42.89%	44.47%	41.00%	43.30%	44.00%
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	17.83	13.02	17.39	14.43	12.97
市净率	2.63	2.39	1.95	1.92	1.89
EV/EBITDA	2.18	3.07	6.67	5.13	4.76
EV/EBIT	2.79	3.86	7.25	5.58	5.16

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	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	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com