

# 解构消费龙头系列 2: 京东奥莱趋势向上, 前景可期

华泰研究

2025年3月10日 | 中国内地

深度研究

服装

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

10.15

研究员

SAC No. S0570524050001  
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com  
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570524090004

曾令仪

zenglingyi@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

联系人

SAC No. S0570124070059

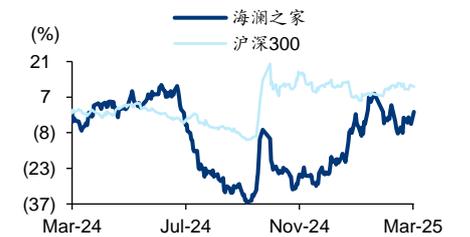
杨耀

yangyao@htsc.com  
+(86) 755 8249 2388

## 基本数据

目标价(人民币)	10.15
收盘价(人民币 截至3月10日)	8.18
市值(人民币百万)	39,287
6个月平均日均成交额(人民币百万)	528.56
52周价格范围(人民币)	5.18-9.79
BVPS(人民币)	3.49

## 股价走势图



资料来源: Wind

2024年7月海澜之家布局京东奥莱新业务, 提供实惠便捷的大牌低价正品。截止2025年3月1日, 京东奥莱已在全国开出11家门店, 合作品牌超过70个, 包括阿迪、耐克、兰蔻、雅诗兰黛等头部品牌。京东奥莱以“优选大牌、品质生活”为核心, 通过线上线下全渠道融合, 满足消费者对时尚运动品类的多元需求, 此外海澜之家主品牌经营持续稳健, 维持“买入”评级。

### 京东奥莱空间有多大? ——规模可期, 供应链及盈利能力支撑远期发展

从行业层面看, 目前奥特莱斯是线下增长最快的渠道之一, 其中城市奥莱成为奥莱业态的发展趋势, 截至2023年底, 国内城市奥莱数量达到79家。随着三四线城市购买力和品牌意识提升以及地方招商引资政策的倾斜, 城市奥莱向低线城市渗透。京东奥莱顺应了行业发展趋势, 我们认为其未来主要依托于快速的开店以抢占市场, 优质的供应链以保障充足的货源, 合理的盈利能力支撑可持续发展, 基于远期视角的中性预期下净利润或可达30亿元。

### 京东奥莱竞争优势? ——低线城市+品牌资源+资金实力, 差异化优势凸显

当前国内线下服装折扣市场, 除了京东奥莱还有荟品仓、壹品仓和BIGOFFS等。我们认为京东奥莱具备差异化的竞争优势: 1) 同业公司主要布局一二线城市, 而京东奥莱选择布局低线城市中心, 其居民消费力的提升快、人工及租金成本低, 市场潜力和盈利能力都更具优势。2) 同业公司更多定位中产及以下人群, 而京东奥莱定位低线城市白领、中产人群, 对产品、品牌的档次要求更高。3) 背靠海澜之家和京东, 具备丰富的线上线下运营管理经验、供应链支持和资金实力, 均为其他同业公司所不具备的优势资源。

### 我们与市场观点不同之处

传统观点认为, 服装零售行业在消费环境承压、商业物业满铺率不足下面临多重挑战压力。京东奥莱具备更强的引流能力, 可获取更优的商业条款、拥有更高的盈利能力。远期看, 专供款的发展可带来更稳定的供应及更高的利润, 京东、海澜之家双重背书使其拥有更好的品牌资源。

### 男装龙头行稳致远, 京东奥莱打开成长空间

海澜之家作为国内男装龙头, 主业凭借高质价比的产品力及品牌出海等战略保持稳健发展; 加码京东奥莱和阿迪达斯零售渠道项目(FCC)有望打开新的增长空间。我们维持此前的盈利预测, 预计2024/25/26年归母净利润同比-22.3%/+21.3%/+11.7%至22.9/27.8/31.1亿元。参考可比公司Wind 25E一致预期15.3xPE, 考虑到京东奥莱进入发展快车道且空间可期, 我们给予公司25年17.5xPE, 维持目标价10.15元, 维持“买入”评级。

风险提示: 零售市场竞争加剧, 消费复苏弱于预期, 测算和实际误差。

### 经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(人民币百万)	18,562	21,528	20,944	24,327	26,852
+/-%	(8.06)	15.98	(2.71)	16.15	10.38
归属母公司净利润(人民币百万)	2,155	2,952	2,293	2,782	3,107
+/-%	(13.49)	36.96	(22.31)	21.28	11.69
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.45	0.61	0.48	0.58	0.65
ROE(%)	14.20	18.20	14.88	17.76	19.37
PE(倍)	18.23	13.31	17.13	14.12	12.65
PB(倍)	2.69	2.45	2.51	2.42	2.36
EV EBITDA(倍)	10.60	8.35	10.21	8.22	6.95

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	24,563	25,005	25,571	27,329	29,050
现金	12,505	11,901	12,707	11,833	12,523
应收账款	1,131	1,005	977.86	1,136	1,104
其他应收账款	484.85	393.20	573.80	666.49	735.67
预付账款	564.03	230.44	291.51	410.30	453.40
存货	9,455	9,337	8,711	10,968	11,914
其他流动资产	423.19	2,138	2,311	2,316	2,320
<b>非流动资产</b>	8,185	8,708	8,475	8,616	9,072
长期投资	0.00	194.02	204.00	204.00	204.00
固定投资	3,131	2,943	2,398	1,949	1,655
无形资产	907.56	688.14	602.59	527.69	462.09
其他非流动资产	4,146	4,883	5,271	5,935	6,751
<b>资产总计</b>	32,749	33,713	34,047	35,945	38,122
<b>流动负债</b>	14,186	16,768	17,431	18,613	20,186
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8,094	8,769	9,678	9,666	10,260
其他流动负债	6,092	8,000	7,752	8,947	9,926
<b>非流动负债</b>	4,041	906.88	906.80	906.80	906.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,041	906.88	906.80	906.80	906.80
<b>负债合计</b>	18,227	17,675	18,338	19,520	21,092
少数股东权益	(79.18)	(11.94)	31.96	167.25	358.59
股本	994.97	1,056	1,478	1,478	1,478
资本公积	563.23	940.82	3,570	3,570	3,570
留存公积	12,655	13,709	10,746	11,327	11,740
归属母公司股东权益	14,601	16,050	15,677	16,258	16,671
<b>负债和股东权益</b>	32,749	33,713	34,047	35,945	38,122

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金</b>	3,137	5,230	4,517	2,419	4,842
净利润	2,897	3,624	2,922	3,646	4,123
折旧摊销	1,361	1,476	1,063	1,044	1,139
财务费用	(23.46)	46.75	17.35	20.16	22.25
投资损失	0.01	(185.96)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,044)	405.05	(1,561)	382.75	3.39
其他经营现金	(53.25)	(135.27)	2,076	(2,673)	(445.16)
<b>投资活动现金</b>	(543.33)	(776.50)	(651.27)	(1,042)	(1,596)
资本支出	(390.91)	(629.96)	(676.50)	(884.03)	(1,295)
长期投资	(153.13)	(431.89)	(9.98)	0.00	0.00
其他投资现金	0.71	285.34	35.20	(157.50)	(301.00)
<b>筹资活动现金</b>	(2,979)	(3,198)	(2,884)	(2,110)	(2,557)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	61.40	421.64	0.00	0.00
资本公积增加	(350.26)	377.59	2,629	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,629)	(3,637)	(5,935)	(2,110)	(2,557)
现金净增加额	(379.48)	1,250	660.52	759.30	1,024

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	18,562	21,528	20,944	24,327	26,852
营业成本	10,600	11,954	11,775	13,570	14,996
营业税金及附加	130.77	149.56	145.51	169.01	186.56
营业费用	3,425	4,353	4,545	5,036	5,505
管理费用	921.54	962.59	1,047	1,168	1,262
财务费用	(23.46)	46.75	17.35	20.16	22.25
资产减值损失	(504.11)	(452.00)	(422.10)	(531.48)	(577.35)
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	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	2,806	3,611	2,909	3,631	4,106
营业外收入	121.77	30.28	29.46	34.21	37.77
营业外支出	30.94	17.05	16.80	19.36	21.39
<b>利润总额</b>	2,897	3,624	2,922	3,646	4,123
所得税	834.82	705.47	584.33	729.21	824.53
<b>净利润</b>	2,062	2,918	2,337	2,917	3,298
少数股东损益	93.25	33.53	43.90	135.29	191.34
归属母公司净利润	2,155	2,952	2,293	2,782	3,107
EBITDA	2,852	3,650	2,590	3,340	3,875
EPS (人民币, 基本)	0.50	0.68	0.48	0.58	0.65

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入	(8.06)	15.98	(2.71)	16.15	10.38
营业利润	(13.65)	28.68	(19.43)	24.83	13.08
归属母公司净利润	(13.49)	36.96	(22.31)	21.28	11.69
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	42.89	44.47	43.78	44.22	44.15
净利率	11.11	13.56	11.16	11.99	12.28
ROE	14.20	18.20	14.88	17.76	19.37
ROIC	42.67	51.80	393.65	145.91	256.20
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	55.66	52.43	53.86	54.31	55.33
净负债比率 (%)	(60.73)	(52.50)	(80.89)	(72.04)	(73.54)
流动比率	1.73	1.49	1.47	1.47	1.44
速动比率	1.01	0.82	0.83	0.74	0.72
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.58	0.65	0.62	0.70	0.73
应收账款周转率	17.24	20.16	21.12	23.02	23.98
应付账款周转率	1.43	1.42	1.28	1.40	1.51
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.48	0.58	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.94	0.50	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.34	3.26	3.39	3.47
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	18.23	13.31	17.13	14.12	12.65
PB (倍)	2.69	2.45	2.51	2.42	2.36
EV EBITDA (倍)	10.60	8.35	10.21	8.22	6.95

## 正文目录

<b>投资要点</b> .....	<b>5</b>
城市奥莱处于快速发展期，京东奥莱拓店潜力可期 .....	5
定位差异化、品牌资源丰富、资金实力雄厚，京东奥莱优势凸显 .....	5
我们与市场观点不同之处 .....	5
<b>京东奥莱：定位低线城市的轻资产城市奥莱</b> .....	<b>6</b>
<b>京东奥莱市场增量空间有多大？</b> .....	<b>8</b>
依托“+奥莱”发展东风，城市奥莱处于快速发展期 .....	8
京东奥莱依托自身优势，成长空间广阔 .....	10
<b>京东奥莱的竞争优势？低线市场+品牌资源+资金实力</b> .....	<b>13</b>
国内同业处于起步期，采取积极的渠道策略 .....	13
低线市场+品牌资源+资金实力，京东奥莱差异化竞争优势凸显 .....	14
<b>草根调研：京东奥莱 VS BIGOFFS 门店</b> .....	<b>15</b>
<b>盈利预测及估值</b> .....	<b>21</b>
风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1： 京东奥莱部分合作品牌 .....	6
图表 2： 京东奥莱官方旗舰店粉丝数量已达到 31.1 万人 .....	6
图表 3： 京东奥莱全国首店开业 .....	6
图表 4： 海澜之家京东奥莱股权结构 .....	7
图表 5： 国内奥特莱斯销售规模 .....	8
图表 6： 中国奥特莱斯市场的发展历程 .....	9
图表 7： 城市奥莱和综合奥莱的特点 .....	9
图表 8： 2023 年我国城市奥莱的分城市线分部情况 .....	9
图表 9： 2000 年-2023 年中国奥特莱斯开业项目（现存续）城市分布情况 .....	10
图表 10： 截至 2023 年底我国各大区奥莱总量及综合型奥莱、城市型奥莱分布情况 .....	10
图表 11： 京东奥莱开店数量测算 .....	11
图表 12： 2021 年奥莱商品组合比例及销售额占比 .....	11
图表 13： 京东奥莱单店模型假设以及普通服装品牌单店模型假设 .....	12
图表 14： 京东奥莱空间测算 .....	12
图表 15： 国内及国际龙头奥莱市场和城市奥莱主要品牌情况对比 .....	14
图表 16： 京东奥莱（河南平顶山店）与 BIGOFFS（重庆爱融荟城店）所在城市及商场对比 .....	15
图表 17： 河南平顶山门店所在名门天街 Mall .....	16
图表 18： 名门天街 Mall 附近交通便利、居民区密集 .....	16
图表 19： 名门天街 Mall 楼层布局 .....	16
图表 20： 名门天街 Mall 一层区域 .....	16

图表 21: 京东奥莱平顶山门店入口区域 .....	16
图表 22: 京东奥莱平顶山门店进门扫码注册会员 .....	16
图表 23: BIGOFFS 重庆门店入口区域 .....	17
图表 24: BIGOFFS 门店扫码关注公众号 .....	17
图表 25: 京东奥莱 (河南平顶山店) 与 BIGOFFS (重庆爱融荟城店) 门店对比 .....	17
图表 26: 京东奥莱 (河南平顶山店) 与 BIGOFFS (重庆爱融荟城店) 部分商品折扣对比 .....	18
图表 27: 京东奥莱平顶山店面布局 .....	18
图表 28: 京东奥莱平顶山店多数商品折扣 .....	19
图表 29: 京东奥莱平顶山店部分尖货折扣 .....	19
图表 30: BIGOFFS 重庆门店布局及折扣 .....	20
图表 31: 海澜之家: 2024-26E 营业收入及毛利润预测 .....	22
图表 32: 海澜之家: 2024-26E 盈利预测 .....	22
图表 33: 海澜之家股价复盘 .....	23
图表 34: 海澜之家: 可比公司估值表 .....	23
图表 35: 海澜之家 PE-Bands .....	24
图表 36: 海澜之家 PB-Bands .....	24

## 投资要点

海澜之家于 2024 年 7 月布局京东奥莱新业务，为消费者提供实惠便捷的大牌低价正品，并实现线上线下全渠道覆盖。海澜之家与京东双方整合各自资源，依托京东的线上平台和物流优势，以及海澜之家的线下门店运营能力和供应链管理能力和供应链管理能力，共同打造全渠道零售模式。截至 2025 年 1 月 15 日，京东奥莱已在江苏、山东、河南、河北等地开出 11 家线下门店；线上为京东奥莱官方旗舰店，截至 2025 年 2 月 19 日店铺粉丝数量已达到 28.2 万人，较 1 月初的 10.8 万人实现快速增长。目前公司签约超过 70 个各行业的头部品牌，包括运动用品类（如阿迪达斯、耐克等）、美妆类（如兰蔻、雅诗兰黛、SK-II 等）、箱包类（如 MCM、Coach 等）以及服装等其他类别。我们认为在当前折扣零售业态向纵深化发展的趋势下，京东奥莱业务定位清晰、优势明显，有望打开第二增长曲线。同时，海澜之家作为国内男装龙头，主业通过高质价比的产品力、电商品类多元化、品牌出海等战略，未来有望保持稳健发展。我们维持此前盈利预测，预计 2024/25/26 年归母净利润同比 -22.3%/+21.3%/+11.7%至 22.9/27.8/31.1 亿元。参考可比公司 Wind 25E 一致预期 15.3xPE，考虑到京东奥莱进入发展快车道且空间可期，我们给予公司 25 年 17.5xPE，对应目标价为 10.15 元，维持“买入”评级。

### 城市奥莱处于快速发展期，京东奥莱拓店潜力可期

2023 年国内奥莱市场规模达到 2300 亿元，同比+9.5%，是限额以上零售业单位中增长最快的业态。随着线下商业环境的变化、电商的冲击，位于一、二线的郊区小镇奥莱竞争愈发激烈、生存空间日益压缩。不少传统百货也面临经营压力，或直接转型为城市奥莱或者引入奥莱折扣品牌集合店，形成了城市奥莱业态。截至 2023 年底，国内城市奥莱数量达到 79 家，成为奥莱业态的发展新趋势。京东奥莱是定位低线城市的轻资产城市奥莱，顺应行业发展趋势，主要依托于快速的开店以抢占市场，优质且稳定的供应链以保障充足的货源，以及合理的盈利能力以支撑未来可持续发展，其拓店空间大（正文中有详细的开店空间预测假设）、是具有发展潜力的业务。

### 定位差异化、品牌资源丰富、资金实力雄厚，京东奥莱优势凸显

城市奥莱作为奥莱业态当前的发展新趋势，同业公司也多处于起步期。对比主要玩家荟品仓、壹品仓和 BIGOFFS 等，我们认为京东奥莱拥有明显的竞争优势，有望打开差异化增长之路：1) 差异化的市场定位。当前同业公司主要布局一二线城市，而京东奥莱从低线城市开始布局，其居民消费力的提升、更低的人工及租金成本，在市场潜力和盈利能力上更具优势。2) 直签品牌确保高品质与低价格。京东奥莱通过直签品牌可保障货源真实与高品质，满足低线城市白领、中产人群等目标客群对于品牌的需求，同时低货龄尾货仍可保障价格竞争力。3) 依托京东与海澜平台拥有优势资源。相较于同业公司，京东奥莱可借助京东品牌口碑效应与海澜之家丰富的渠道经验、供应链资源和资金支持，抢占市场先机。

### 我们与市场观点不同之处

**对于京东奥莱：**区别于传统服装零售门店，在线下消费环境承压、商业物业满铺率不足的情况下，京东奥莱凭借“大品牌、小价格”的定位，既能够直击消费者追求实惠与品质的痛点，又能向供货商争取更优商业条款，从而带来更高的单店盈利能力（正文中有详细的单店模型假设）。我们认为这是京东奥莱前期快速发展、抢占市场的核心竞争优势之一。而从更远期的角度看，我们认为供应链至关重要，除了尾货的供应外，专供款的发展可带来更稳定的商品供应以及更高的盈利能力（2021 年国内奥莱商品组合里，奥莱专供款的占比为 35~40%，销售额占比达到 45~50%）。京东奥莱在京东、海澜之家的双重背书下，或拥有更好的品牌资源与更深的合作机会。

**对于海澜之家：**区别于过去稳增长、高股息的投资逻辑，我们认为当前是兼具防御性和成长性的时机。一方面海澜之家稳健高分红，使得当前股价具备一定防御性。参考我们 25 年净利润预期，对应 PE 为 14x，若保持 2023 年 91%的分红率，对应股息率为 6.45%。另一方面，京东奥莱新业务的发展给公司带来了较大的成长空间，有望带动业绩和估值的提升。

## 京东奥莱：定位低线城市的轻资产城市奥莱

男装龙头拓展新零售业态，京东奥莱将引领增长。当前折扣零售业态向纵深化发展，尤其是城市奥莱的快速兴起，成为零售市场的重要组成部分。海澜之家作为国内男装龙头企业，具备丰富的终端市场运营经验和渠道优势，积极布局和拓展新零售业态，尤其是与京东合作的京东奥莱业务，展现出令人期待的市场潜力。近期我们走访了京东奥莱及其同业门店，本篇报告将就草根调研情况及市场关切的京东奥莱问题作出回答。

海澜之家+京东背书，线上线下全渠道布局。海澜之家与京东合作，为消费者提供实惠便捷的大牌低价正品，打造多元化购物平台。在线下，根据京东奥莱公众号，截至 2025 年 1 月 15 日，京东奥莱已在江苏、山东、河南、河北等地开出 11 家门店。线上为京东奥莱官方旗舰店，截至 2025 年 2 月 28 日，店铺粉丝数量已达到 31.1 万人，较 1 月初的 10.8 万人实现快速增长。目前公司已签约合作超过 70 个品牌，涉及运动用品类（如阿迪达斯、耐克、UR、Sketch 等）、美妆类（如兰蔻、雅诗兰黛、SK-II 等）、箱包类（如 MCM、Coach、Michael Kors 等）以及服装等其他类别，为消费者提供一站式服务。

图表1：京东奥莱部分合作品牌



资料来源：京东奥莱公众号，华泰研究

图表2：京东奥莱官方旗舰店粉丝数量已达到 31.1 万人



注：数据截至 2025 年 2 月 28 日  
资料来源：京东奥莱旗舰店首页，华泰研究

图表3：京东奥莱全国首店开业



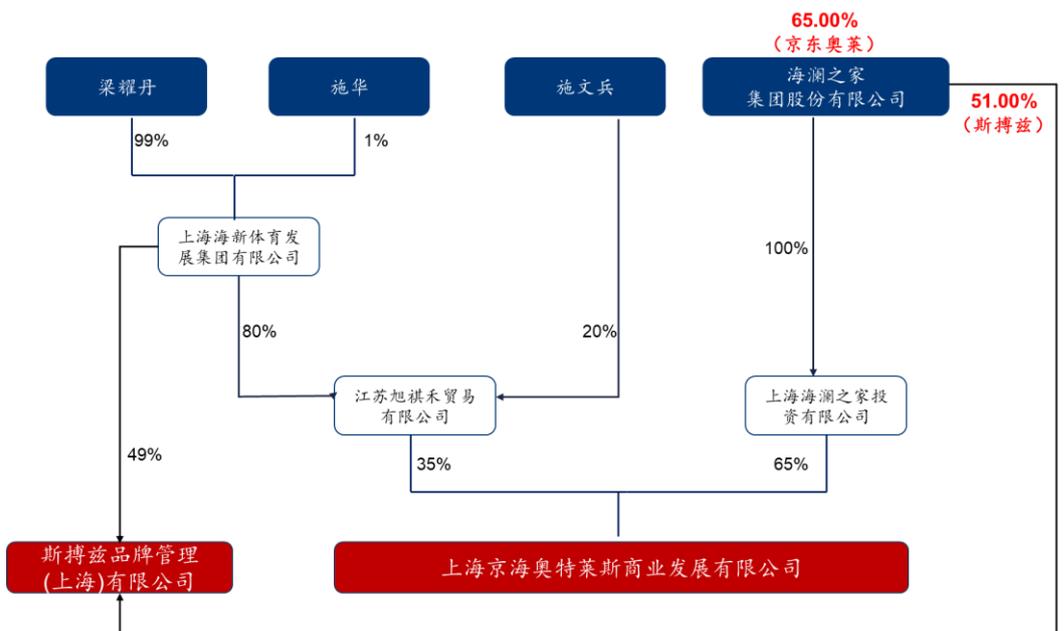
资料来源：公司公告，华泰研究

- 从经营模式上看，京东奥莱的主要参与者涵盖海澜之家、京东、线下商场以及品牌方：
- 品牌方**：负责提供产品，大多采用可退货的代销模式进行流通。对于品牌方而言，京东奥莱平台不仅有助于其拓展线下消费群体，还成为处理尾货或奥特莱斯专属产品的有效渠道。
  - 海澜之家**：全面负责线下运营和销售工作，涵盖选址、开店、销售、备货等多个环节，并承担销售人员的管理工作。
  - 商场**：负责提供经营场地，商场所收取的租金以联营形式为主，与京东奥莱的销售收入紧密挂钩。京东奥莱业务的入驻能够为商场吸引更多的客流，提升转化效率。

4) **京东**：不直接参与线下运营，提供品牌支持、流量投放与优惠券补贴。依据京东奥莱销售额抽取相应比例的分成。京东奥莱业务的开展标志着京东涉足线下非 3C(计算机类、通信类和消费类电子产品) 业务领域。

从股权结构上看，海澜之家持有京东奥莱运营公司“上海京海奥特莱斯商业发展有限公司”65%的股权，为最大股东。此外，梁耀丹、施文斌、施华分别持有其 27.7%、7.0%、0.3%的股权，为其他主要股东。

图表4：海澜之家京东奥莱股权结构



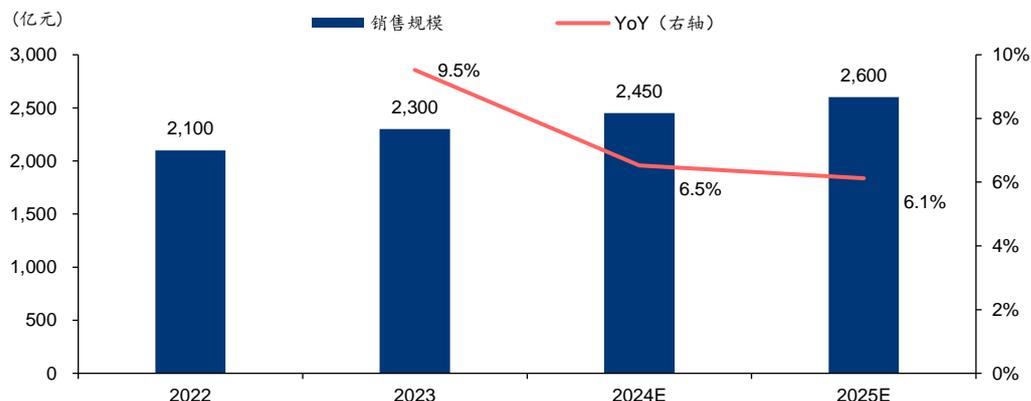
资料来源：企查查，华泰研究

## 京东奥莱市场增量空间有多大？

依托“+奥莱”发展东风，城市奥莱处于快速发展期

奥莱市场超 2300 亿元，是线下增长最快的渠道之一。奥特莱斯业态已在国内发展 20 余年，2023 年市场规模达到 2300 亿元。在限额以上零售业单位中，奥特莱斯是增长较快的，同比+9.5%，高于百货店、便利店、专业店、品牌专卖店和超市。从其发展历程看：

图表5：国内奥特莱斯销售规模



资料来源：中国百货行业协会，《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》，华泰研究

- 1) 探索起步期 (2002-2005)：**2002 年北京燕莎奥莱开业，标志着中国奥莱行业的正式起步。该阶段每年新开业项目仅 1-2 家，主要分布在北京等一线城市。市场规模较小，主要依赖于少数一线城市的高端消费群体。业态起步的重要驱动因素为消费者更加追求性价比，品牌也存在清理库存及通过折扣优惠吸引消费者的诉求。
- 2) 逐步兴起期 (2006-2012)：**每年新开业项目不到 10 家，市场规模逐渐扩大。驱动因素方面，头部百货集团开始布局奥莱业态，积累项目选址、招商和运营经验。增长主要来自于一线城市和部分二线城市的消费升级需求。
- 3) 快速扩张期 (2013-2020)：**每年新开业项目达到两位数，存量资产改造项目增多，开始向三四线城市扩张。驱动因素方面，头部企业开始全国化布局，门店持续开拓。市场规模的增长得益于三四线城市的消费升级以及存量商业地产的改造利用。
- 4) 高质量发展期 (2021-至今)：**据中国百货商业协会统计，2019-2023 年市场规模复合年增长率达 10.1%，预计未来仍有望以 6.3% 增长至 2025 年的 2600 亿元。其增长得益于运营模式的升级和市场的进一步下沉，特别是二三线城市的消费潜力释放。头部奥莱运营商升级运营模式，轻资产模式运营、并购交易、资产证券化案例增多。

图表6：中国奥特莱斯市场的发展历程

	探索起步期 2002-2005	逐步兴起期 2006-2012	快速扩张期 2013-2020	高质量发展期 2021-至今
<b>典型事件</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2002年，北京燕莎奥莱开业，标志着中国奥特莱斯行业的开始</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2006年，百联股份旗下上海青浦奥莱开业</li> <li>2008年，砂之船首个奥莱项目开业，成为中国最早布局轻资产业务的奥特莱斯之一</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2013年，王府井集团进入奥莱行业</li> <li>2016年，九龙仓旗下首个奥莱项目成都时代奥特莱斯开业</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>2023年，首创奥莱城市夜巷乌镇站开市，是奥莱特色快闪业态创新</li> <li>2023年在其他业态普遍增长乏力的情况下，奥莱表现出强稳定性与增长性</li> </ul>
<b>市场规模</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每年新开业项目仅1-2家，主要分布在北京等一线城市</li> <li>市场规模较小，主要依赖于少数一线城市的高端消费群体。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每年新开业项目不到10家，市场规模逐渐扩大</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>每年新开业项目达到两位数，存量资产改造项目增多</li> <li>开始向三四线城市扩张</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>据中国百货商业协会统计，截至2023年底，国内已有奥莱门店243家</li> <li>有望以6.3%的CAGR增长至2025年的2600亿元</li> </ul>
<b>驱动因素</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>品牌方清理库存的诉求</li> <li>消费者对性价比的追求</li> <li>通过折扣优惠吸引更广泛消费群体的策略</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>头部奥莱企业积累布局</li> <li>一线城市和部分二线城市消费需求升级</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>头部奥莱企业全国化布局</li> <li>三四线城市消费升级</li> <li>存量商业地产改造利用</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>头部奥莱企业运营模式升级</li> <li>二三线城市消费潜力释放</li> </ul>

资料来源：奥莱领秀，华泰研究

城市奥莱成为奥莱业态的发展趋势，有望向低线城市渗透。随着线下商业环境的变化，以及电商的冲击，一二线的郊区奥莱竞争日趋激烈、生存空间日益压缩。同时，不少传统百货也面临经营压力，或直接转型为城市奥莱（如广州万国奥特莱斯）或者引入奥莱折扣品牌集合店，形成了城市奥莱业态，相对传统奥莱位于城市中心、体量更小，从2015年开始迎来发展。根据《2023年中国奥特莱斯产业发展报告》，截至2023年底国内城市奥莱数量达到79家，其中1~3线城市的数量占比分别为53.2%、24.1%、22.8%。从整体奥莱的新开门店分布来看，奥莱项目呈现“城市包围农村”的特点，已经从一线城市逐步切换至新一线及二线城市为主。我们认为，随着三四线城市购买力和品牌意识提升，以及地方商务部门的招商引资优惠政策，城市奥莱项目也有望向三四线及下沉市场渗透。

图表7：城市奥莱和综合奥莱的特点

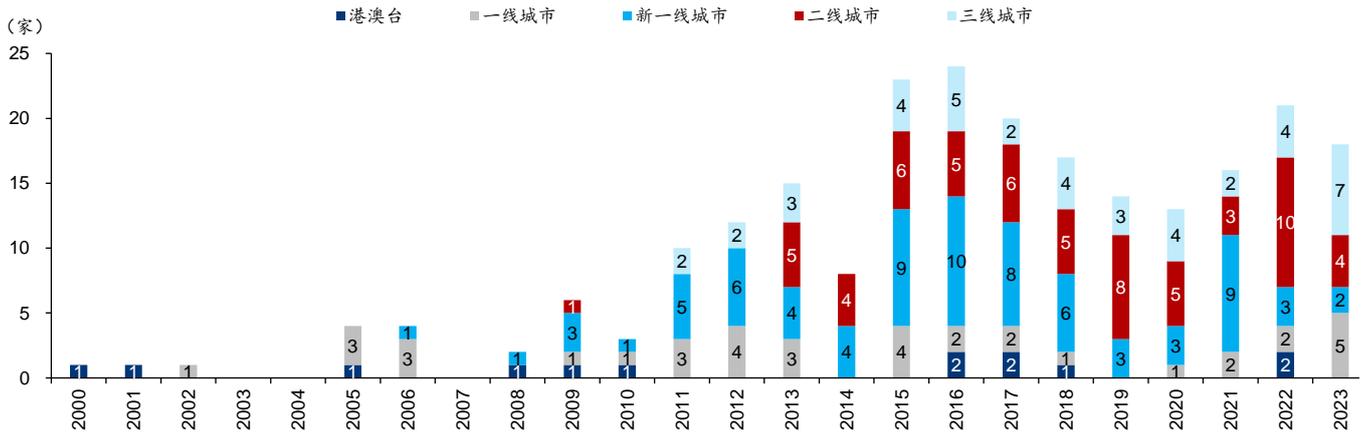
奥莱类型	项目数量		总体量		单店平均体量 (万平方米)
	(个)	数量占比	(万平方米)	体量占比	
城市型奥莱	79	37.62%	476.62	24.70%	6.11
综合型奥莱	131	62.38%	1452.83	75.30%	11.09

资料来源：《2023年中国奥特莱斯产业发展报告》 陈亚波 2024年5月，华泰研究

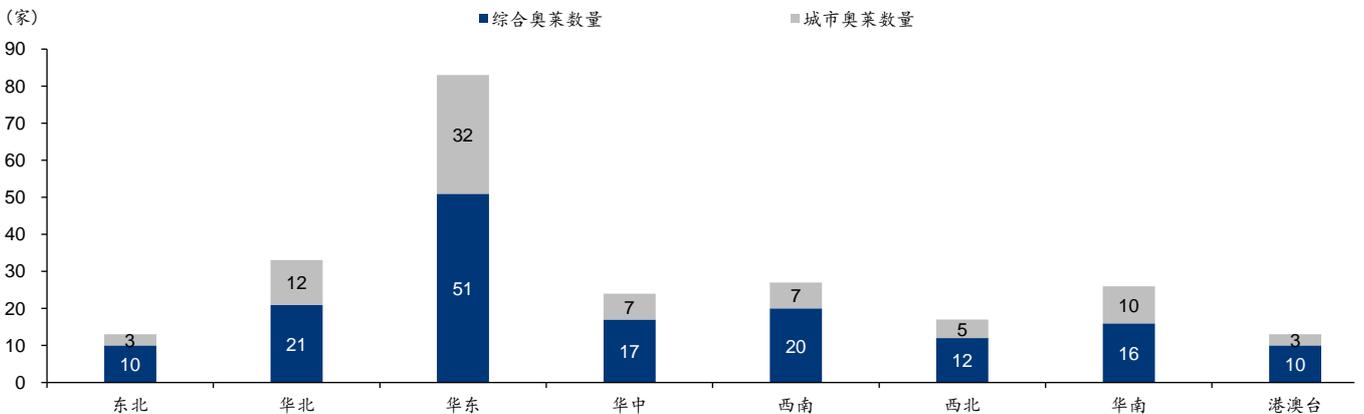
图表8：2023年我国城市奥莱的分城市线分部情况

城市类型	总数量		总体量		项目平均体量 (万平方米)
	(个)	数量占比	(万平方米)	体量占比	
一线城市	42	53.16%	270.82	56.82%	6.45
二线城市	19	24.05%	104.19	21.86%	5.79
三线城市	18	22.78%	101.61	21.32%	5.65

资料来源：《2023年中国奥特莱斯产业发展报告》 陈亚波 2024年5月，华泰研究

**图表9：2000年-2023年中国奥特莱斯开业项目（现存续）城市分布情况**


资料来源：奥莱领秀，华泰研究

**图表10：截至2023年底我国各大区奥莱总量及综合型奥莱、城市型奥莱分布情况**


资料来源：奥莱领秀，华泰研究

### 京东奥莱依托自身优势，成长空间广阔

**顺应发展趋势，聚焦低线市场，未来成长潜力大。** 京东奥莱顺应城市奥莱发展趋势，主要定位于三至五线城市，在城市中心的核心商圈开设店铺，并优先选择周边 10 公里内具有人口优势，自然人流充足的区域以保证客流。我们认为其未来主要依托于快速的开店以抢占市场，优质且稳定的供应链以保障充足的货源，以及合理的盈利能力以支撑未来可持续发展。

**我们预计乐观情形下开店空间可达到约 800 家。** 我们预计未来开店将集中在二三线城市并逐步向县城、乡镇等渗透，此外基于主营低线市场的公司规划，公司在北京、上海、广州及深圳的开店规划将不会显著区别于二三线城市。根据国家统计局，2023 年全国共有 332 个地级及以上行政区域，我们根据其常住人口数量和城市 GDP、人均 GDP 的情况将城市进行分组，不同组别代表不同的消费力与市场空间，以此来估算京东奥莱的开店规模。假设常住人口数量更多和 GDP 更高的城市可开店的的空间越大，根据未来消费复苏节奏预期开店数量和下沉渗透情况。我们认为若消费复苏超预期，在乐观假设下则公司在不同层级开店规模亦会更为可观，例如京东奥莱在 500 万/300-500/100-300/小于 100 万人口规模城市每个开店 4/3/2/1 家，则共计开店数量可达 805 家。因此在消费复苏节奏处于保守/中性/乐观的情况下，我们估算出京东奥莱门店数量平均可分别可超过 210/470/800 家。

图表11： 京东奥莱开店数量测算

城市个数	每城市开店数量			
	保守假设	中性假设	乐观假设	
中国城市常住人口分布 (2023年)				
—500万以上	62	2	3	4
—300-500万	86	1	2	3
—100-300万	115	0	1	2
—100万以下	69	0	0	1
<b>全国开店空间</b>	<b>210</b>	<b>473</b>	<b>805</b>	
中国城市GDP分布 (2023年)				
—5000亿以上	59	2	3	4
—2000-5000亿	112	1	2	3
—1000-2000亿	88	0	1	2
—1000亿以下	73	0	0	1
<b>全国开店空间</b>	<b>230</b>	<b>489</b>	<b>821</b>	
中国城市人均GDP分布 (2023年)				
—10万元以上	71	2	3	4
—7-10万	76	1	2	3
—5-7万	91	0	1	2
—5万以下	94	0	0	1
<b>全国开店空间</b>	<b>218</b>	<b>456</b>	<b>788</b>	
<b>均值</b>	<b>219</b>	<b>473</b>	<b>805</b>	

注：北京、上海、广州、深圳不包含在远期开店空间测算内。

资料来源：各省统计局，华泰研究预测

**京东奥莱与品牌直签保障正品，专供款的跟进以支撑规模化发展、优化产品组合。**未来随着店铺数量的增加，我们认为招商和货品管理是核心竞争力的体现。京东、海澜之家的双重背书，使其拥有更好的品牌资源，未来预计将快速扩大合作品牌的范围，国际品牌和国内品牌共同引进。同时，奥莱款、专供款的发展也尤为重要，可带来更稳定的商品供应以及更高的盈利能力。我们看到2021年国内奥莱商品组合里，奥莱专供款的占比为35~40%，销售额占比达到45~50%。

图表12： 2021年奥莱商品组合比例及销售额占比

类目	新品在架	奥莱专供 (电商) 商品	两年以内 库存商品	两年以上 库存商品
商品比例	15%-20%	35%-40%	35%-40%	10%-15%
业绩占比	15%-20%	45%-50%	30%-35%	5%-10%

资料来源：《奥特莱斯的中国式“折”学》 陈亚波 2023年6月1日出版，华泰研究

**京东奥莱具备优于传统服装零售的盈利能力。**京东奥莱目前大部分商品采用代销方式，我们预计其毛利率在30~40%；根据京东加盟规则与传统商场加盟方式，我们预计京东平台扣点3%，线下销售商场额外扣点6%左右；人工成本方面，考虑到随着店铺运营规模效应的逐步显现，我们预计人工固定成本的占比有望优化控制在6~7%；此外，预计4%将用于电费及其他费用。经测算，扣除所有税费后的净利率约在8~16%，中性假设在12%左右。我们认为一方面得益于公司优秀终端运营能力，另一方面由于其门店的引流效应，在商场扣点上更有优势。国内奥莱物业通常是纯扣点、租金、保底+扣点三种模式，且扣点通常在6%~15%，可见京东奥莱的扣点已是行业最低水平。

**图表13：京东奥莱单店模型假设以及普通服装品牌单店模型假设**

(万元)	京东奥莱门店			普通品牌服装门店
	保守假设	中性假设	乐观假设	
坪效 (万元/年)	1	1	1	1.7
平均面积 (m <sup>2</sup> )	4,000	5,000	6,000	140
<b>店效 (万元)</b>	<b>4,000</b>	<b>5,000</b>	<b>6,000</b>	<b>241</b>
毛利润	1,200	1,750	2,400	108
毛利率	30%	35%	40%	45%
商场及京东扣点	360	450	540	48
扣点率	9%	9%	9%	20%
人工	280	336	386	29
占比	7.00%	6.70%	6.50%	12%
单店人数	33	40	46	4
人均工资 (元/月)	7,000	7,000	7,000	6,000
电费及其他费用	160	190	216	14
占比	4.00%	4%	4%	6%
税前利润	400	774	1,256	17
税前利润率	10%	15%	21%	7%
所得税	100	194	314	4.2
所得税率	25%	25%	25%	25%
<b>净利润 (万元)</b>	<b>300</b>	<b>581</b>	<b>942</b>	<b>13</b>
净利率	8%	12%	16%	5%

资料来源：华泰研究预测

从远期发展空间看，若我们按上文在保守/中性/乐观三种情形下，预计平均分别开 219/473/805 家门店去测算，则对应京东奥莱收入规模在 137~447 亿元，对应净利润在 14~49 亿元。按我们的中性预期，其净利润为 30 亿元，京东奥莱是具备良好发展潜力的业务。

**图表14：京东奥莱空间测算**

(亿元)	保守假设	中性假设	乐观假设
门店数量 (家)	219	473	805
线下收入规模	110	236	402
线下净利润	13	27	47
线上收入占比	20%	15%	10%
线上收入	27	42	45
线上净利率	2	3	3
线上净利润	6%	6%	6%
<b>合计收入</b>	<b>137</b>	<b>278</b>	<b>447</b>
<b>合计净利润</b>	<b>14</b>	<b>30</b>	<b>49</b>
<b>合计净利率</b>	<b>10.5%</b>	<b>10.8%</b>	<b>11.0%</b>

资料来源：华泰研究预测

## 京东奥莱的竞争优势？低线市场+品牌资源+资金实力

### 国内同业处于起步期，采取积极的渠道策略

从当前线下折扣市场的主要玩家看，国内除了京东奥莱，还有唯品会、荟品仓、壹品仓和 BIGOFFS，海外如美国的 TJX 和日本的唐吉诃德。我们看到 TJX 作为全球龙头，其门店数量及销售规模可观，国内的三家公司目前均处于发展的起步阶段，具体来看：

**1) 发展历程：**TJX 起源于 1919 年成立的新英格兰贸易公司，1989 年更名 TJX，主营品牌折扣模式：通过买手团队采购过剩库存商品以低价吸引消费者。90 年代 TJX 收购 Winners 及 Marshalls 拓展国际市场，门店数量突破千家成为北美折扣零售龙头。2008 年金融危机后公司转型新平价百货，从库存折扣转向当季商品销售，供应链端采用买断式管理。国内市场，唯品会依托线上平台，2018 年开始布局线下门店。BIGOFFS 于 2010 年成立，定位为仓储式品牌折扣新零售平台，以超级大卖场、快闪店等形式提供低价商品。荟品仓成立于 2017 年，以“1-3 折正品折扣”为核心，整合线上线下全渠道，重构“人、货、场”零售模式。壹品仓同样成立于 2017 年，同属仓储特卖领域，但更侧重综合性物流仓储，商品种类以日用品为核心。

**2) 门店数量：**TJX 作为海外龙头门店，数量超过 4900 家，占据全球折扣零售商龙头地位。唯品会是孵化较早的品牌，考虑到该品牌在国内起步较早，我们预计目前门店数量相对领先，有上百家门店。根据九谦数据 BIGOFFS 目前有超过 40 家门店，门店面积超过 4 千平米，店效超过 3 千万元。根据荟品仓官方数据，目前约有 40 家门店，具有积极的扩展战略，计划 2026 年拓展至 300 家。壹品仓的规模相对较小。

**3) 销售规模：**TJX 作为龙头公司，2024 财年全球营收规模达 542 亿美元，平均店铺年收入超过 1600 万美元，通过强大的物流及供应链管理实现了库存的快速周转，我们测算一件商品平均 25 天即可售出。荟品仓因其单店面积较大，单店可达万平以上，因此部分门店单店店效可上亿元。

**4) 品类情况：**TJX 则在国际上拥有较高知名度，能为消费者提供丰富的品牌选择，其服饰营收贡献约 65%，家居时尚占比 35%。荟品仓则主要包含美护、日用品等。

图表15: 国内及国际龙头奥莱市场和城市奥莱主要品牌情况对比

对比维度	国内奥莱	TJX	荟品仓	壹品仓	BIGOFFS
门店数量	2023 年约 239 个在营业项目	2023 年超过 4900 家	截至 2024 年 12 月有 40 家, 计划 2026 年拓展至 300 家	2024 年约 8 家	相对规模小于 TJX 和城市奥莱等
市场规模	2023 年约 2300 亿元, 预计 2025 年达 2600 亿元	2024 财年收入达 542.2 亿美元	单店面积较大, 部分门店年销售可过亿	会员超 400 万	-
品牌效应	汇聚众多国内外知名品牌, 消费者认知度较高, 是追求高性价比消费者的重要选择	国际知名的折扣零售龙头, 品牌丰富度高, 在全球消费者心中品牌形象良好	3000+ 知名品牌	与 5000+ 品牌合作	斯凯奇、耐克、阿迪达斯等品牌入驻
经营效率	2023 年平均坪效 1.28 万/平/平均店铺年收入超过 1600 万美元, 库存周单店月均营业额 1000 万, 运线上线下一体化程度高, 实超过 40 家门店, 年坪效约 7 千元	转较快 (一件商品平均 25 天可卖出)	营效率较高	现“人、货、场”共享	7 千元
商业模式	品牌折扣集合店, 代销或买断模式	品牌折扣集合店, 买断模式	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店
进货模式	代销、买断	买断	大部分为可退货模式	-	-
区域分布	一线城市为主, 近年向二三线城市拓展	美国营收占比 78%, 加拿大、欧洲等 22%	-	-	-
商品种类	涵盖服装、鞋包、美妆、家居等多品类, 品牌商品丰富	服饰营收贡献 65%, 家居时尚 35%	鞋服、箱包、美妆等多品类	日用品、服装、鞋包等	服装等为主, 常见运动、休闲品牌
价格策略	大品牌低折扣, 以“小价格”吸引消费者	以折扣价格销售品牌商品, 价格优势明显	平均 1-3 折	0.5 折-3 折	宣传“2 折起”

注: TJX 均为海外店铺情况。

资料来源: 公司官网, 中国百货商业协会《2022-2023 中国奥特莱斯行业白皮书》, ifind, 36kr, 华泰研究

### 低线市场+品牌资源+资金实力, 京东奥莱差异化竞争优势凸显

跟国内同业公司相比, 我们认为京东奥莱的定位和集团资源具有差异的竞争优势:

1) 选址低线市场, 填补消费需求空白。当前城市奥莱多集中在一二线城市, 如荟品仓、壹品仓和 Bigoffs 均主要布局上海、北京等一二线城市。而京东奥莱选择三至五线城市中心, 填补了当地高品质品牌折扣购物的空白。考虑到三至五线城市居民消费力的提升, 以及低线城市更低的人工及租金成本, 我们认为在市场潜力和盈利能力上, 京东奥莱的定位更具优势。

2) 定位相对高端人群, 品牌资源丰富。荟品仓、壹品仓和 BIGOFFS 主要定位在一二线城市的中产及中产以下人群, 对产品价格相对敏感。而京东奥莱更多定位低线城市白领、中产人群, 因此对产品、品牌的档次要求更高, 通过“大品牌、小价格”的策略吸引消费者。品牌签约上, 京东奥莱严格把控, 均与品牌方直接签约, 确保货品来源真实透明, 以及价格上的竞争力。品牌矩阵涵盖 Prada、巴黎世家、阿玛尼、Gucci 等奢侈品牌, Coach、Mk 等轻奢品牌, 耐克、阿迪、Puma 等运动户外品牌, 以及赫莲娜、海蓝之谜、迪奥等香化品牌, 多样化的品牌组合提高对不同层次消费者的吸引力。

3) 背靠海澜之家和京东, 具备丰富的线上线下运营经验和资金实力。我们认为零售是一个非常需要精细化管理经验的业态, 不管是前端门店运营还是后端的供应链管理, 每个环节都需要高效的运转。海澜之家作为男装行业的龙头, 管理 6000 多家线下门店, 且供应链资源丰富; 线上可依托京东大型电商平台的庞大用户基础和流量资源, 增加消费者触达, 实现线上线下渠道融合。此外, 在行业发展的初期, 我们认为需要通过快速的门店扩张抢占市场份额, 这就需要雄厚的资金实力支撑, 截至 3Q24 海澜之家货币资金达到 60 亿元。不管是运营经验、供应链支持还是资金实力, 都是其他同业公司所不具备的优势资源。

## 草根调研：京东奥莱 VS BIGOFFS 门店

京东奥莱继江苏无锡飞马水城店、山东滕州、河南安阳等门店开业后，河南平顶山门店也于2025年1月18日正式营业。华泰证券研究所纺织服装团队于近日前往平顶山门店调研。为了进行同业对比，团队也前往2021年8月7日正式开业的重庆爱融荟城BIGOFFS店进行对比调研。

**京东奥莱商圈：**位于城市核心商圈，周边客流可观。根据河南省统计局数据，平顶山市2023年GDP为2,720.07亿元，位列河南省第四位，常住人口为492万人，GDP为55,057元。京东奥莱门店坐落于河南省平顶山市新华区凌云路名门天街Mall。名门天街Mall位于市中心核心商圈，定位为“一站式”休闲娱乐购物中心。该商场交通便利，地处城市主干道交汇处；周边商业、酒店、娱乐设施密集，距离丹尼斯百货、鹰城世贸广场等商业地标较近，紧邻怡购城商业区；附近居民住宅区密集，客流充足。

**京东奥莱位置：**京东奥莱位于名门天街Mall一层，占据主体位置。商场从B1-F5共六层，京东奥莱位于1层，门店面积超过5,000平方米，门店外侧有大幅海报和logo标识，进门需微信扫码注册为京东奥莱官方旗舰店会员。同在商场1层的有苹果、华为、小米之家等体验店，肯德基、书亦烧仙草等快餐饮品店，以及Nike、名创优品、珀莱雅等品牌小面积店铺。此外，商场2层为家电家居店铺（如苏宁易购、天猫优品家电家居）、健身房、美容美发店，3层以儿童教培和童装店铺为主，4层为餐饮区域，5层是KTV、台球馆、影院等娱乐区域。

**BIGOFFS 商圈：**根据重庆市统计局数据，重庆市2023年GDP 30,145亿元，常住人口为3,191万人，GDP为94,135元。BIGOFFS门店坐落于重庆市渝北区爱融荟城。爱融荟城处于冉家坝商圈的核心位置，与周边的新光天地、新世纪百货、龙湖重庆源著天街、SM广场、财富中心等商业项目共同构成了冉家坝的商业集群。该商场交通便利，位于重庆地铁5号线、6号线以及环线的交汇点，且附近有多条公交线路；周边常住人口众多，商务人口集中，教育、娱乐资源丰富。

图表16：京东奥莱（河南平顶山店）与BIGOFFS（重庆爱融荟城店）所在城市及商场对比

	京东奥莱（河南平顶山店）	BIGOFFS（重庆爱融荟城店）
所在城市	河南省平顶山市	重庆市
经济情况	2023年平顶山市GDP约为2,720亿元（河南省第4位） 人均GDP约为55,057元	2023年重庆市GDP为30,145亿元 人均GDP为94,135元
常住人口	2023年约492万人	2023年约3,191万人
人均可支配收入	2023年居民家庭人均可支配收入约29,810元	2023年居民人均可支配收入约37,595元
所在商场	名门天街Mall	爱融荟城
商场定位	集购物、餐饮、娱乐、休闲、文化为一体的大型商业综合体，大众点评平顶山商场热门榜第3名	将生活、休闲、购物、娱乐、美食等相结合的剧场式购物中心，大众点评平顶山商场热门榜第25名
周边小区	周边有多个住宅区，如佳田·塞纳城雅苑小区、阳光花苑、润天·天湖苑等	周边有多个住宅区，如海沁小区、南开苑小区、祈年·悦城、扬子江商务小区等
周边商场	周边有新华园怡购城、中骏世界城、丹尼斯奥莱天地、万达广场（平顶山卫东店）等商场	周边有新光天地、新世纪百货、龙湖重庆源著天街、SM重庆渝北城市广场等商场

资料来源：河南省统计局，重庆市统计局，大众点评，高德地图，华泰研究

图表17: 河南平顶山门店所在名门天街 Mall



资料来源: 高德地图, 华泰研究

图表18: 名门天街 Mall 附近交通便利、居民区密集



资料来源: 高德地图, 华泰研究

图表19: 名门天街 Mall 楼层布局



资料来源: 华泰研究

图表20: 名门天街 Mall 一层区域



资料来源: 华泰研究

图表21: 京东奥莱平顶山门店入口区域



资料来源: 华泰研究

图表22: 京东奥莱平顶山门店进门扫码注册会员



资料来源: 华泰研究

图表23: BIGOFFS 重庆门店入口区域



资料来源: 华泰研究

图表24: BIGOFFS 门店扫码关注公众号



资料来源: 华泰研究

**京东奥莱布局: 门店面积超 5,000 平, 品类及品牌丰富。** 京东奥莱平顶山店面积超 5,000 平方米, 布局与京东奥莱其他门店类似, 涵盖运动、户外、休闲、男女鞋、童装童鞋、美妆护肤、轻奢包袋、配饰等, 其中运动和户外产品面积最大, 是门店的主力销售品类。品牌方面, 平顶山门店整体品牌丰富, Adidas、Nike 等国际知名运动品牌深受低线市场居民喜爱, 是门店的主力销售品牌。

**折扣: 主要折扣区间为 3-5 折, 部分尖货折扣程度略浅。** 京东奥莱平顶山门店的多数商品折扣在 3-5 折之间, 我们对货品价格进行了随机抽查: Vans 板鞋 249 元 (吊牌价 699 元)、红蜻蜓女单鞋 169 元 (吊牌价 499 元)、黑鲸茄克 299 元 (吊牌价 598 元)、H-500 刺绣引领羽绒服 699 元 (吊牌价 2329 元)、Champion 套头连帽卫衣 239 元 (吊牌价 549 元) 等。此外, 门店还有部分比较热销的精品尖货, 折扣程度相对较浅: Adidas YEEZY BOOS 1299 元 (吊牌价 1799 元)、Nike COURT VISION LO 439 元 (吊牌价 599 元)、MCM 女士单肩背包 4299 元 (吊牌价 5100 元)、肌肤之钥光凝妆前霜 349 元 (吊牌价 540 元) 等。

**BIGOFFS 布局: 门店约 3000 平, 涵盖品类较多。** 店内商品涵盖运动、潮牌、休闲、快时尚、童装等品类, 其中运动和潮牌区域人气颇高, 汇聚了大量热门品牌, 如 Nike、Adidas 等国际运动大牌, 以及 Champion、Dickies 等潮流品牌。门店折扣亲民, 客流量较大。

图表25: 京东奥莱 (河南平顶山店) 与 BIGOFFS (重庆爱融荟城店) 门店对比

	京东奥莱 (河南平顶山店)	BIGOFFS (重庆爱融荟城店)
开业时间	2025 年 1 月 18 日	2021 年 8 月 7 日
所处楼层	位于商场一层	位于商场 UG 层
门店面积	5,000 余平方米	3,000 余平方米
品牌情况	合作 80+ 全球知名品牌 运动品牌 (Adidas、Nike、Puma 等) 奢侈品牌 (Prada、巴黎世家、Gucci 等) 轻奢品牌 (Coach、Mk 等) 香化品牌 (赫莲娜、海蓝之谜、迪奥等)	汇集 100+ 潮牌 运动品牌 (Adidas、斯凯奇、安德玛等) 休闲时尚品牌 (Crocs、Vans、大嘴猴等) 户外户外品牌 (探路者、拓路者等) 箱包品牌 (新秀丽、美旅等)
折扣情况	主流品牌 3-5 折, 部分尖货折扣程度略浅	宣传“2 折起”, 整体折扣程度深于京东奥莱
会员注册	进入门店需扫码注册会员	门店可扫码注册成为会员, 享受折扣

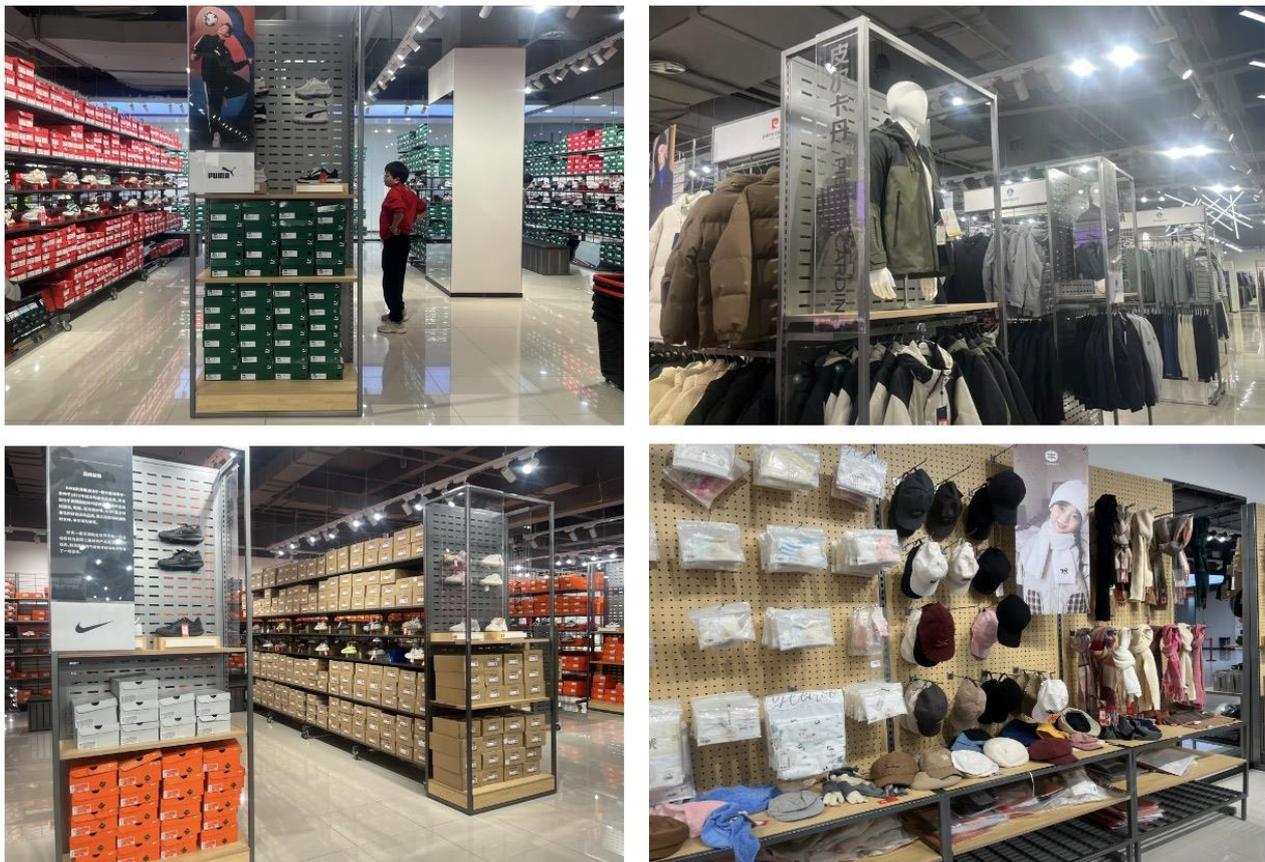
资料来源: 京东奥莱微信公众号、BIGOFFS 微信公众号、华泰研究

图表26: 京东奥莱(河南平顶山店)与BIGOFFS(重庆爱融荟城店)部分商品折扣对比

商品	京东奥莱(河南平顶山店)					BIGOFFS(重庆爱融荟城店)				
	品类	品牌	折扣价(元)	正价(元)	折扣	品类	品牌	折扣价(元)	正价(元)	折扣
商品1	运动鞋	阿迪达斯	1,299	1,799	7.2	运动鞋	斯凯奇	99.9	439	2.3
商品2	运动鞋	耐克	439	599	7.3	运动鞋	耐克	439.9	1,169	3.8
商品3	运动鞋	Hilius	159	278	5.7	运动鞋	耐克	379.9	999	3.8
商品4	运动服	U.S. POLO ASSN.	259	1,099	2.4	运动服	U.S. POLO ASSN.	229	1,299	1.8
商品5	运动服	UA	559	799	7.0	运动服	阿迪达斯	499.9	1,299	3.8
商品6	户外服	HLA PLUS	269	899	3.0	户外服	杰克琼斯	149.9	599	2.5
商品7	户外服	杉杉	249	829	3.0	户外服	GUESS	49.9	999	0.5
商品8	休闲服	Wrangler	179	899	2.0	休闲服	初音未来	199.9	399	5.0
商品9	化妆品	肌肤之钥	349	540	6.5	童装	JURASSIC WORLD	119.9	229	5.2
商品10	包	MCM	4,299	5,100	8.4	包	诺蒂卡	329.9	1,399	2.4
平均折扣					5.3	3.1				

资料来源: 奥莱领秀, 华泰研究

图表27: 京东奥莱平顶山店面布局



资料来源: 华泰研究

图表28: 京东奥莱平顶山店多数商品折扣



资料来源: 华泰研究

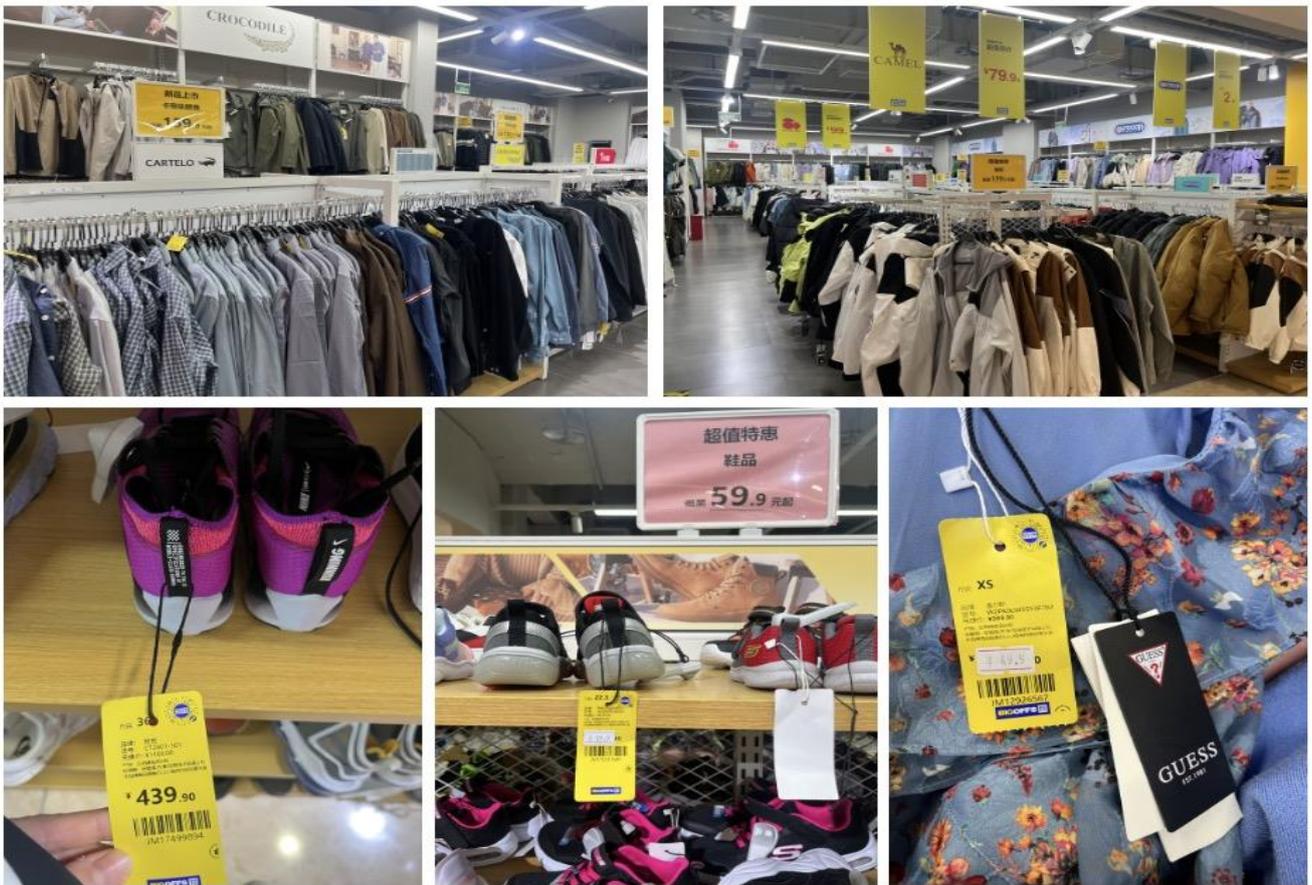
图表29: 京东奥莱平顶山店部分尖货折扣



资料来源: 华泰研究



图表30: BIGOFFS 重庆门店布局及折扣



资料来源: 华泰研究

对比 BIGOFFS 超级折扣店, 京东奥莱折扣程度略浅但货品更新、品牌资源更优。根据草根调研情况, 京东奥莱与 BIGOFFS 虽均为折扣零售店, 但整体定位、目标客群与货品仍有差异。BIGOFFS 的折扣更深, 但货品年份较旧。相比之下, 京东奥莱的货品款式更新, 目标客群为低线市场收入较高的白领群体, 对标三至五线城市的百货商场, 但折扣深于百货商场, 其核心竞争力在于提供更高的性价比, 同时保持较新的产品。

## 盈利预测及估值

公司主营服装品牌分为海澜之家、圣凯诺及其他品牌，2023 年营收占比分别为 76.4%/10.6%/9.4%，其中海澜之家主品牌仍为最重要的营收来源。未来随着京东奥莱业务后续放量，我们预计将成为海澜之家的重要第二增长曲线。

**海澜之家：**海澜之家主品牌作为公司的压舱石业务，经过多年市场耕耘已享有品牌美誉度及扎实的用户基础，2022/2023/9M2024 年营收占比分别为 74.1%/76.4%/74.1%。虽然当前终端消费环境有压力，但由于头部品牌具备更强的抗风险能力、更高效的运营模式以及更广泛的消费者基础，我们认为，中长期头部品牌仍然有望实现优于行业的表现。根据欧睿数据，海澜之家在国内男装市场常年保持市占率第一，且呈提升趋势，疫情后仍然如此，从 2020 年的 4.5%提升到 2024 年的 5.0%。后续，随着主品牌对电商业务的加码、海外放图的扩张，我们预计 2024/2025/2026 年海澜之家主品牌营收同比-6.7%/+5.9%/+5.9%至 153.5/162.5/172.1 亿元。同时预期线上业务更深的折扣程度将会使盈利能力短期承压，截至 9M24 公司整体毛利率为 44.6%，我们预计同期毛利率为 44.7%/45.0%/45.0%。

**圣凯诺：**近年来团购业务承压显著，2022/2023/9M2024 年圣凯诺营收占比为 12.1%/10.6%/9.6%，考虑其为 2B 业务，订单的发货具备不确定性，因此 24 年销售有所波动。但中长期看，在采购阳光化趋势下，圣凯诺作为头部公司，销售有望保持稳健增长。我们预计 2024/2025/2026 年圣凯诺营收同比-10%/+5%/+4%至 20.5/21.6/22.4 亿元。同期毛利率整体较为稳定，预计为 45.0%/45.0%/45.0%。

**其他品牌：**3Q2024 其他品牌营收同比+110%，营收占比达 11.5%，已成为海澜之家重要的增长极。1H24 上海海澜之家以自有资金 8800 万元收购斯搏兹 11%股权，持股比例由 40%提升至 51%，3Q2024 公司其他品牌营收增长主要来自斯搏兹并表的贡献。

**1) 京东奥莱：**当前业务尚处发展早期，我们认为随着后续京东奥莱的拓店和店效提升，增长潜力有望加速释放开启第二曲线，其中在业务早期快速拓店将为营收增长的主要驱动力，预计 2024/2025/2026 年京东奥莱实现营收 0.2/20.0/30.0 亿元。

**2) FCC 业务：**我们认为 FCC 项目是 Adidas 强化大中华区低线城市布局的重要抓手，若进展顺利有望深化海澜同国际知名品牌的合作。预计 2024/2025/2026 年 FCC 业务实现营收 11.0/14.5/18.8 亿元。

基于上述分析我们认为公司 2024/2025/2026 年营收有望同比-2.7%/+16.2%/+10.4%至 209.4/243.3/268.5 亿元。随着公司在货架、直播及兴趣电商的持续发力，我们预期线上业务的折扣程度将会使盈利能力短期承压，2024 年将较前期略有下滑，而 2025-26 年有望受益于规模效应逐步改善，预计 2024-2026 年同期为 43.8%/44.2%/44.2%。

图表31：海澜之家：2024-26E 营业收入及毛利润预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>18562</b>	<b>21528</b>	<b>20944</b>	<b>24327</b>	<b>26852</b>
海澜之家	13753	16458	15354	16254	17213
圣凯诺	2247	2281	2053	2155	2241
FCC			1100	1451	1881
京东奥莱			20	2000	3000
其他业务	2561	2789	2417	2466	2517
<b>总收入增速</b>	<b>-8.1%</b>	<b>16.0%</b>	<b>-2.7%</b>	<b>16.2%</b>	<b>10.4%</b>
海澜之家	-9.1%	19.7%	-6.7%	5.9%	5.9%
圣凯诺	-0.6%	1.5%	-10.0%	5.0%	4.0%
FCC				31.9%	29.6%
京东奥莱				9900.0%	50.0%
其他业务	-8.4%	8.9%	-13.4%	2.0%	2.1%
<b>总收入占比</b>					
海澜之家	74.1%	76.5%	73.3%	66.8%	64.1%
圣凯诺	12.1%	10.6%	9.8%	8.9%	8.3%
FCC			5.3%	6.0%	7.0%
京东奥莱			0.1%	8.2%	11.2%
其他业务	13.8%	13.0%	11.5%	10.1%	9.4%
<b>总毛利</b>	<b>7961</b>	<b>9573</b>	<b>9168</b>	<b>10757</b>	<b>11856</b>
海澜之家	5809	7439	6863	7314	7746
圣凯诺	1092	1068	924	970	1009
<b>毛利率</b>	<b>42.9%</b>	<b>44.5%</b>	<b>43.8%</b>	<b>44.2%</b>	<b>44.2%</b>
海澜之家	42.2%	45.2%	44.7%	45.0%	45.0%
圣凯诺	48.6%	46.8%	45.0%	45.0%	45.0%

资料来源：公司公告，华泰研究预测

费用率方面，考虑到公司并表斯搏兹，并新增京东奥莱与阿迪 FCC 业务，以及 2024 销售偏弱带来的负杠杆效应导致销售、管理费用率高于 2023 年前期。后续随着终端表现的恢复，规模效应下中期费用率有望逐步下降。我们预计 2024/2025/2026 年期间费用率为 27.9%/26.5%/26.1%，其中销售费用率为 21.7%/20.7%/20.5%，管理费用率为 5.0%/4.8%/4.7%。结合费用率较前期有所提升以及毛利率的承压，我们预计公司短期内盈利能力或将面临考验，但随着京东奥莱、FCC 等新业务对海澜之家增长的赋能，以及海外增量市场空间，预计 2024/2025/2026 年公司净利率为 11.0%/11.4%/11.6%，对应同期归母净利润为 22.9/27.8/31.1 亿元。

图表32：海澜之家：2024-26E 盈利预测

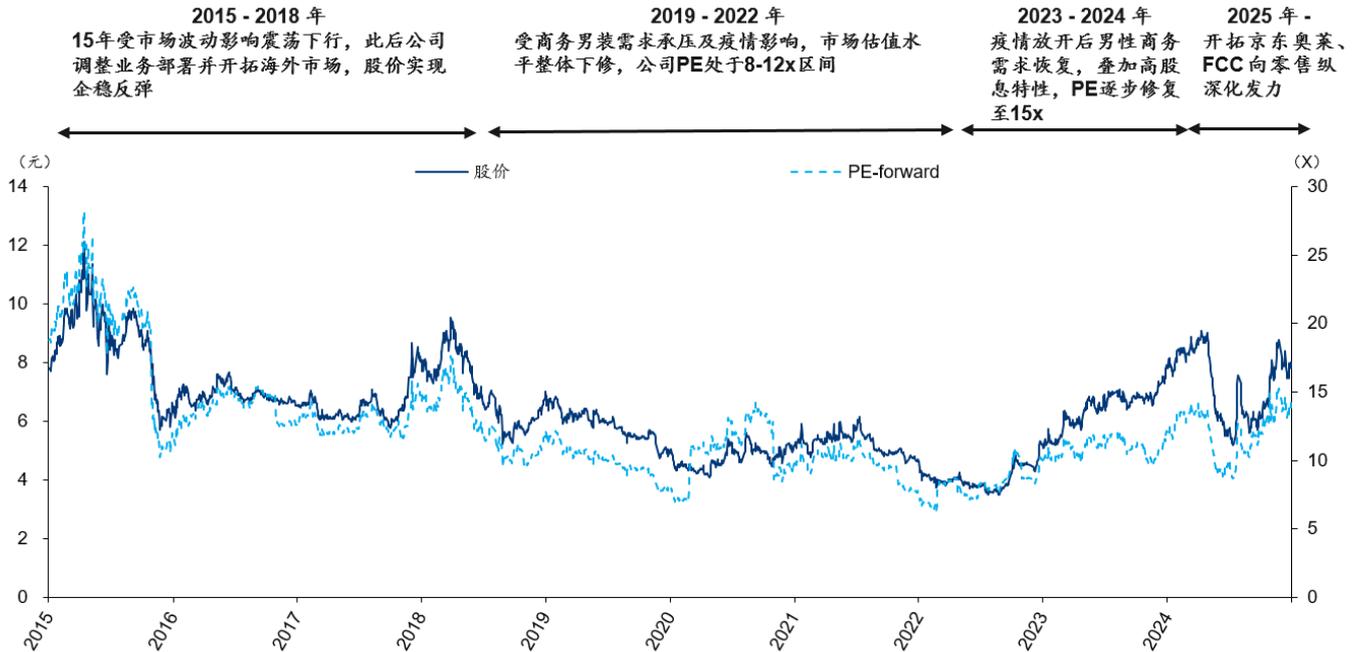
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>总收入</b>	<b>18562</b>	<b>21528</b>	<b>20944</b>	<b>24327</b>	<b>26852</b>
yoy	-8.1%	16.0%	-2.7%	16.2%	10.4%
<b>总毛利</b>	<b>7961</b>	<b>9573</b>	<b>9168</b>	<b>10757</b>	<b>11856</b>
yoy	-3.0%	20.2%	-4.2%	17.3%	10.2%
<b>总毛利率</b>	<b>42.9%</b>	<b>44.5%</b>	<b>43.8%</b>	<b>44.2%</b>	<b>44.2%</b>
<b>期间费用率</b>	<b>24.3%</b>	<b>25.8%</b>	<b>27.9%</b>	<b>26.5%</b>	<b>26.1%</b>
销售费用率	18.5%	20.2%	21.7%	20.7%	20.5%
管理费用率	5.0%	4.5%	5.0%	4.8%	4.7%
研发费用率	1.0%	0.9%	1.1%	0.9%	0.8%
财务费用率	-0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%
<b>归母净利润</b>	<b>2155</b>	<b>2952</b>	<b>2293</b>	<b>2782</b>	<b>3107</b>
yoy	-13.5%	37.0%	-22.3%	21.3%	11.7%
<b>净利率</b>	<b>11.6%</b>	<b>13.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.4%</b>	<b>11.6%</b>

资料来源：公司公告，华泰研究预测

我们认为公司发力京东奥莱和 FCC，向高质价比、折扣零售深化布局，空间广阔，尤其是京东奥莱或将成为公司未来最重要的看点。此外，考虑到过去 3 年公司股息率保持在 90% 左右，作为高分红标的在当前市场具备较高吸引力。海澜之家作为国内男装龙头品牌，主业通过电商品类多元化、品牌出海等战略，有望保持稳健增长，延续高分红策略。

从估值层面看，2019-2022 年受男装行业出清及疫情影响，公司 PE-Forward 处于 8-12x 区间。2023 年随着疫情的放开，男性商务需求的恢复，男装终端销售实现较好增长，同时叠加公司高股息的投资逻辑，1H24 公司 PE 逐步修复至 15 倍。3Q24 虽股价受终端消费承压的影响，但 4Q24 股价随京东奥莱、FCC 等新业务拓展实现快速反弹，估值也从不到 10x 恢复至 15x 左右。我们认为若京东奥莱业务拓店顺利，成功打开第二增长曲线，有望实现戴维斯双击，打开公司估值空间。

图表33：海澜之家股价复盘



资料来源：Wind、华泰研究

参照公司的主营业务范围以及经营规模，国内市场我们选取了同为男装的中国利郎、雅戈尔与九牧王作为可比公司，对于 1H24 公司收购斯搏兹，我们选取美国 TJX 作为海外可比公司。根据 Wind 一致预期，2025 年可比公司 PE 均值为 15.3x；考虑到京东奥莱业务尚处成长期且前景广阔，同时海澜之家主品牌做为男装龙头，应当享有一定的估值溢价，我们基于 2025E PE 17.5x，目标价 10.15 元，维持“买入”评级。

图表34：海澜之家：可比公司估值表

股票代码	股票简称	收盘价 (当地币种)	市值(亿) (当地币种)	EPS(当地币种)			PE(倍)		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
01234 HK	中国利郎	4.11	49	0.47	0.5	0.54	7.79	7.31	6.87
600177 CH	雅戈尔	8.11	375	0.67	0.77	0.86	12.16	10.52	9.38
601566 CH	九牧王	8.39	48	0.32	0.42	0.47	23.87	17.14	14.92
TJX US	TJX	119.27	1341	4.19	4.59	5.1	28.60	26.30	24.70
<b>均值</b>							<b>18.11</b>	<b>15.32</b>	<b>13.97</b>
600398 CH	海澜之家	8.18	393	0.48	0.58	0.65	17.13	14.12	12.65

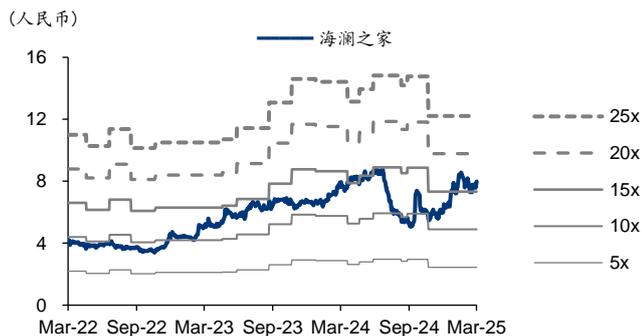
注：数据截至 2025.03.10。

资料来源：Wind、Bloomberg、华泰研究预测

### 风险提示

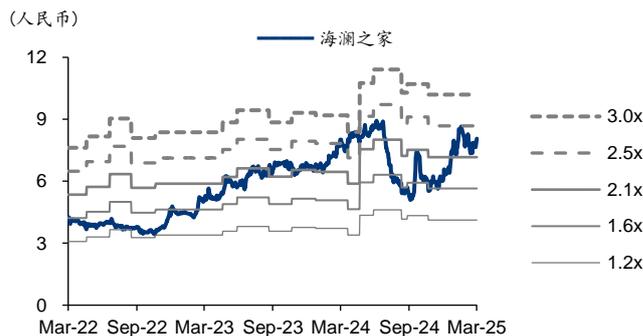
- 1) 零售市场竞争加剧。若零售市场竞争延续，或将导致公司盈利能力持续承压，业绩释放不及预期；
- 2) 消费复苏弱于预期。当前消费市场复苏节奏存在一定不确定性，后续若消费者收入或偏好发生波动，亦将影响公司的增长前景；
- 3) 测算和实际误差。模型假设与实际情况存在出入，或导致估计结果误差。

图表35: 海澜之家 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表36: 海澜之家 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

## 免责声明

### 分析师声明

本人，樊俊豪、曾令仪，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 海澜之家（600398 CH）：华泰金融控股（香港）有限公司、其子公司和/或其关联公司实益持有标的公司的市场资本价值的 1%或以上。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾令仪本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 海澜之家（600398 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前的 12 个月内担任了标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 海澜之家（600398 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司在本报告发布日之前 12 个月内曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 海澜之家（600398 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司预计在本报告发布日之后 3 个月内将向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 海澜之家（600398 CH）：华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司实益持有标的公司某一类普通股证券的比例达 1%或以上。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力(含此期间的股息回报)相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数, 台湾市场基准为台湾加权指数, 日本市场基准为日经 225 指数, 新加坡市场基准为海峡时报指数, 韩国市场基准为韩国有价证券指数, 英国市场基准为富时 100 指数), 具体如下:

## 行业评级

**增持:** 预计行业股票指数超越基准  
**中性:** 预计行业股票指数基本与基准持平  
**减持:** 预计行业股票指数明显弱于基准

## 公司评级

**买入:** 预计股价超越基准 15% 以上  
**增持:** 预计股价超越基准 5%~15%  
**持有:** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间  
**卖出:** 预计股价弱于基准 15% 以上  
**暂停评级:** 已暂停评级、目标价及预测, 以遵守适用法规及/或公司政策  
**无评级:** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

## 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J  
**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809  
**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231  
**新加坡:** 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

## 华泰证券股份有限公司

**南京**  
南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码: 210019  
电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**深圳**  
深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码: 518017  
电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**北京**  
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/  
邮政编码: 100032  
电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

**上海**  
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码: 200120  
电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068  
电子邮件: ht-rd@htsc.com

## 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 53 楼  
电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123  
电子邮件: research@htsc.com  
<http://www.htsc.com.hk>

## 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道 280 号 21 楼东(纽约 10017)  
电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702  
电子邮件: Huatai@htsc-us.com  
<http://www.htsc-us.com>

## 华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心 1 号大厦, #08-02, 新加坡 018981  
电话: +65 68603600  
传真: +65 65091183

©版权所有 2025 年华泰证券股份有限公司