

海澜之家 (600398.SH)

男装赛道佼佼者，业务突围打造零售平台

公司是大众服饰品牌龙头之一，男装主业规模稳健、优势突出，品牌零售管理新业务（京东奥莱+FCC）未来增速较快、成长空间广阔。我们在本篇报告中梳理过去公司基本面变化及核心竞争力，并对未来盈利表现及业务趋势做出判断：

男装主业稳扎稳打，产品积极求变，牢牢占龙头位置。1) **主品牌：**定位于大众男装，产品兼具品质与性价比。过去几年内男装行业竞争格局有所优化，公司凭借类直营的管理模式，在 2014~2019 年以较快的速度完成了品牌及渠道规模的扩张，2024 年末主品牌线下门店已达近 6000 家，未来门店质量+电商利润率稳步提升有望带动主品牌业绩稳健成长。我们综合估计 2025~2027 年 HLA 品牌收入分别为 158.0/161.2/165.3 亿元，同比分别+3%/+2%/+3%，毛利率预计分别为 47.5%/47.8%/48.1%。2) **团购系列：**公司合作优质大客户并积极主动获取订单，我们估计 2025~2027 年团购定制系列收入分别为 24.2/25.4/26.7 亿元，同比分别+9%/+5%/+5%。

京东奥莱+FCC，基于零售能力的业务创新与探索，期待后续快速成长。目前海澜之家通过上海海澜持有斯搏兹 51%的股权（并于 2024 年 5 月开始将其纳入公司合并报表范围）/持有京海奥莱 65%的股权。

1) **京东奥莱业务：**国内消费者趋于理性，在拥有品牌认知度的同时追求高性价比的产品及渠道，催化折扣业态发展，2023 年我国奥莱市场规模合计约为 2300 亿元，同比增长约 9.5%。京东奥莱作为城市型奥莱（面积较小，效率较高，日常客流较多，满足下沉市场对于知名品牌+性价比产品的追求），盈利模式优越，我们估计近期门店稳步拓展，考虑下半年是服装行业开店旺季，我们结合业务发展阶段估计 2025~2027 年分别有望达到 80 家/150 家/200 家，假设京东奥莱成熟状态下平均店效约为 3000 万/年，综合测算得 2025~2027 年京东奥莱业务净利润分别 1.67/4.88/7.77 亿元，归母净利润分别 1.08/3.17/5.05 亿元（上海海澜持有京东奥莱 65%的股权比例）。

2) **斯搏兹业务：**公司独家代理阿迪达斯 FCC 系列产品，截至 2024 年末门店数量达 433 家。伴随着次新店爬坡，期待后续业务盈利能力持续稳步提升，综合估计 2025~2027 年 Adidas FCC 项目净利润分别为 0/0.71/1.35 亿元，归母净利润分别为 0/0.46/0.88 亿元。

中长期业绩预计健康增长，分红优渥。1) 我们综合预计公司 2025~2027 年收入分别为 222.7/244.8/264.6 亿元，同比分别+6.3%/+9.9%/+8.1%；归母净利润分别为 25.4/28.9/32.5 亿元，同比分别+17.7%/+13.9%/+12.1%，其中公司主业归母净利润（不考虑京东奥莱、FCC 业务之外的其他部分）估计分别增长 15%/4%/5%，其余增量部分则由新业务贡献。2) 公司保持较高的分红比例，2021~2024 年股利支付率均为 85%+，具备较强吸引力。

投资建议。过去估值与基本面业绩表现强相关，主业发展稳健、分红具备吸引力；近期新业务拓展逐步落地，有望带动估值中枢提升。当前股价对应 2025 年 PE 为 14x，当前总市值 347 亿元；目标市值 430 亿元，对应 2026 年 PE 为 15 倍，空间 20%以上，维持“买入”评级。

风险提示：下游消费需求波动；主品牌渠道质量优化不及预期；京东奥莱等新业务发展不及预期，测算误差风险。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	21,528	20,957	22,271	24,484	26,457
增长率 yoy (%)	16.0	-2.7	6.3	9.9	8.1
归母净利润（百万元）	2,952	2,159	2,541	2,894	3,245
增长率 yoy (%)	37.0	-26.9	17.7	13.9	12.1
EPS 最新摊薄（元/股）	0.61	0.45	0.53	0.60	0.68
净资产收益率 (%)	18.4	12.7	14.7	16.5	18.3
P/E (倍)	11.8	16.1	13.7	12.0	10.7
P/B (倍)	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0

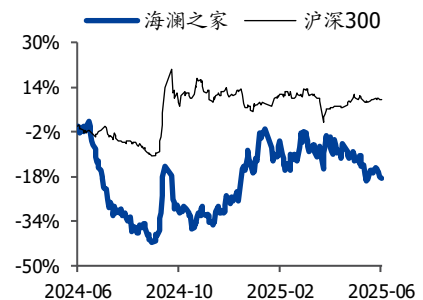
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2025 年 06 月 16 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	服装家纺
前次评级	买入
06 月 16 日收盘价（元）	7.23
总市值（百万元）	34,724.03
总股本（百万股）	4,802.77
其中自由流通股 (%)	100.00
30 日日均成交量（百万股）	38.45

股价走势



作者

分析师 杨莹

执业证书编号：S0680520070003

邮箱：yangying1@gszq.com

分析师 侯子夜

执业证书编号：S0680523080004

邮箱：houziye@gszq.com

分析师 王佳伟

执业证书编号：S0680524060004

邮箱：wangjiawei@gszq.com

相关研究

- 《海澜之家 (600398.SH)：分红卓越，主业稳健，期待京东奥莱引领增长》 2025-04-30
- 《海澜之家 (600398.SH)：主业表现平稳，京东奥莱打开想象空间》 2025-01-01
- 《海澜之家 (600398.SH)：主品牌线下待修复，斯搏兹业务快速增长》 2024-10-31

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	25005	22453	22826	25212	26855
现金	11901	6794	7604	9242	10267
应收票据及应收账款	1005	1225	1302	1432	1547
其他应收款	393	538	572	629	680
预付账款	230	238	248	267	285
存货	9337	11987	12047	12586	13019
其他流动资产	2138	1671	1053	1056	1058
非流动资产	8708	10978	11427	10681	10675
长期投资	194	0	0	0	0
固定资产	2943	2892	2688	2478	2261
无形资产	688	648	562	476	390
其他非流动资产	4883	7438	8177	7727	8024
资产总计	33713	33431	34253	35893	37530
流动负债	16768	15256	15807	17008	18078
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	10085	11259	11740	12672	13503
其他流动负债	6683	3997	4067	4336	4575
非流动负债	907	888	883	883	883
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	907	888	883	883	883
负债合计	17675	16144	16690	17891	18961
少数股东权益	-12	276	328	512	794
股本	1056	1478	1478	1478	1478
资本公积	941	3570	3570	3570	3570
留存收益	13709	12073	12297	12551	12836
归属母公司股东权益	16050	17011	17235	17489	17774
负债和股东权益	33713	33431	34253	35893	37530

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	5230	2317	4388	4953	4648
净利润	2918	2189	2593	3079	3527
折旧摊销	1476	1596	1578	1619	878
财务费用	227	71	14	14	14
投资损失	-186	-124	-132	-145	-157
营运资金变动	405	-1887	-64	-59	-60
其他经营现金流	389	473	400	446	446
投资活动现金流	-777	-2496	-1166	-661	-649
资本支出	-629	-487	-419	-419	-419
长期投资	-129	32	3	3	3
其他投资现金流	-18	-2042	-750	-244	-233
筹资活动现金流	-3198	-4847	-2414	-2654	-2974
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	61	422	0	0	0
资本公积增加	378	2629	0	0	0
其他筹资现金流	-3637	-7898	-2414	-2654	-2974
现金净增加额	1250	-5023	810	1638	1025

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	21528	20957	22271	24484	26457
营业成本	11954	11628	12124	13087	13945
营业税金及附加	150	116	123	136	147
营业费用	4353	4841	5256	5779	6244
管理费用	963	1036	1056	1161	1255
研发费用	200	288	262	288	311
财务费用	47	-175	-122	-138	-171
资产减值损失	-452	-569	-452	-452	-452
其他收益	22	26	45	49	53
公允价值变动收益	-3	34	0	0	0
投资净收益	186	124	132	145	157
资产处置收益	1	-20	0	0	0
营业利润	3611	2780	3295	3914	4484
营业外收入	30	19	19	19	19
营业外支出	17	12	12	12	12
利润总额	3624	2787	3302	3921	4491
所得税	705	598	709	842	964
净利润	2918	2189	2593	3079	3527
少数股东损益	-34	30	52	185	282
归属母公司净利润	2952	2159	2541	2894	3245
EBITDA	5069	4139	4758	5401	5198
EPS (元/股)	0.61	0.45	0.53	0.60	0.68

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	16.0	-2.7	6.3	9.9	8.1
营业利润(%)	28.7	-23.0	18.5	18.8	14.6
归属母公司净利润(%)	37.0	-26.9	17.7	13.9	12.1
获利能力					
毛利率(%)	44.5	44.5	45.6	46.6	47.3
净利率(%)	13.7	10.3	11.4	11.8	12.3
ROE(%)	18.4	12.7	14.7	16.5	18.3
ROIC(%)	14.5	10.5	13.0	15.2	16.8
偿债能力					
资产负债率(%)	52.4	48.3	48.7	49.8	50.5
净负债比率(%)	-49.5	-29.7	-34.3	-42.5	-46.7
流动比率	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5
速动比率	0.8	0.6	0.6	0.7	0.7
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
应收账款周转率	20.2	18.8	17.6	17.9	17.8
应付账款周转率	1.4	1.2	1.2	1.2	1.2
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.45	0.53	0.60	0.68
每股经营现金流(最新摊薄)	1.09	0.48	0.91	1.03	0.97
每股净资产(最新摊薄)	3.34	3.54	3.59	3.64	3.70
估值比率					
P/E	11.8	16.1	13.7	12.0	10.7
P/B	2.2	2.0	2.0	2.0	2.0
EV/EBITDA	4.8	7.5	6.0	5.0	5.0

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 06 月 16 日收盘价

内容目录

一、公司基本面出现了哪些变化？——从男装龙头到零售平台	5
二、男装主业：稳扎稳打，份额提升	8
2.1 行业：品类需求稳定，过去竞争格局优化	8
2.2 产品：积极求变，性价比为王，迎合消费潮流趋势	8
2.3 渠道：类直营模式为主，渠道把控力强	10
2.4 分部盈利预测	13
三、新业务：京东奥莱+FCC，基于零售能力的业务拓展	15
3.1 奥莱行业：品牌意识+理性选择驱动市场需求，奥莱赛道方兴未艾	16
3.2 京东奥莱：盈利模式稳健，未来空间广阔，期待持续开店	17
3.3 分部盈利预测	19
四、盈利预测与投资建议	22
4.1 盈利预测	22
4.2 投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1: 2019 年以来公司总市值及 PE (NTM) (截至 2025/6/13 收盘)	5
图表 2: 2015 年至 2024 年公司营业收入/归母净利润及 YOY (亿元)	6
图表 3: 海澜之家旗下核心业务	7
图表 4: 2014~2024 年公司主品牌收入及增速及毛利率 (亿元, %)	8
图表 5: 海澜之家品牌与其他上市公司 (男装品牌) T 恤、POLO 衫产品价格带对比 (元/件)	9
图表 6: 海澜之家品牌与其他上市公司 (男装品牌) 夹克、长裤产品价格带对比 (元/件)	9
图表 7: 2018~2024 年公司研发费用及 YOY (亿元)	10
图表 8: 海澜之家品牌 sportday 系列产品	10
图表 9: 海澜之家含桑蚕丝 POLO 衫 (左)/速干 POLO 衫 (右)	10
图表 10: 海澜之家品牌经营模式	11
图表 11: 海澜之家品牌开业 12 个月以上直营门店平均营业收入 (万元/年)	11
图表 12: 海澜之家主品牌门店数量 (家)	11
图表 13: 2017~2024 年公司销售费用率	12
图表 14: 直营店收入/加盟店及其他渠道收入 (亿元)	12
图表 15: 公司线上销售收入及 YOY (亿元, %)	12
图表 16: 海澜之家家居/鞋类/内衣/服饰配件/箱包等新品类天猫旗舰店	13
图表 17: 公司线上销售毛利率	13
图表 18: 公司国外业务收入及 YOY (亿元)	13
图表 19: 公司国外业务及中国大陆业务毛利率 (%)	13
图表 20: 海澜之家品牌分部盈利预测拆分 (亿元, 家, 万/年)	14
图表 21: 团购系列分部盈利预测拆分 (亿元)	14
图表 22: 海澜之家品牌管理相关业务股权架构	15
图表 23: Adidas FCC 线下门店陈列示例	15
图表 24: 京东奥莱线下门店陈列示例	15
图表 25: 2023 年限额以上单位零售分业态增长率 (%)	16
图表 26: 近年国内奥特莱斯销售规模 (亿元)	16
图表 27: 折扣店的分类 (奥特莱斯是折扣店的重要类型之一)	16
图表 28: 中国奥特莱斯项目整体数据分布情况	16
图表 29: 消费者购物决策时比价情况	17
图表 30: 购物中心及奥莱客流同比表现	17
图表 31: 2023 年中国新开业的奥莱项目中，有约一半在三四线城市	17
图表 32: 2021~2024 年王府井奥莱/百联奥莱收入及毛利率 (亿元)	17
图表 33: 比斯特购物村 (上海) 地图，不同品牌单独设立门店销售产品	18

图表 34:	京东奥莱门店内按照不同货架去区分品牌, 货品陈列紧凑	18
图表 35:	其他品牌-京东奥莱分部盈利预测拆分 (亿元, 家, 万/年)	20
图表 36:	其他品牌-FCC 业务分部盈利预测拆分 (亿元, 家, 万/年)	21
图表 37:	公司收入预测拆分 (亿元, 家, 万/年)	22
图表 38:	公司盈利质量预测拆分 (亿元, 家, 万/年)	22
图表 39:	2017~2024 年公司毛利率及净利率	23
图表 40:	2017~2024 年公司销售/管理/财务费用率	23
图表 41:	公司营业收入及归母净利润预测拆分 (亿元, 家, 万/年)	23
图表 42:	2019 年至今 (2025/6/13) PE (NTM)	24

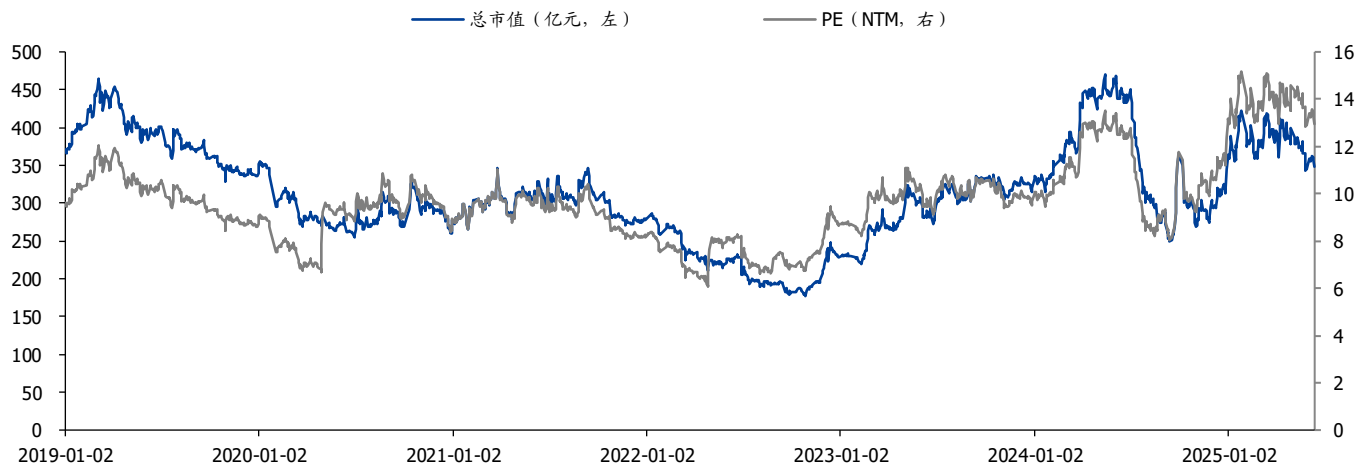
一、公司基本面出现了哪些变化？——从男装龙头到零售平台

公司是大众服饰品牌龙头之一，主业深耕男装赛道，新业务品牌零售管理（京东奥莱、FCC 等）空间广阔。我们在本篇报告中梳理过去公司基本面变化及核心竞争力，并对未来盈利表现及业务趋势做出前瞻判断：

过去公司主要经营男装品牌 **HLA（海澜之家）**，前期体量扩张，后期规模相对稳健。1）2012~2019 年间公司持续抢占线下优质渠道资源，我们判断 HLA 品牌市占率持续提升，带动公司收入及利润规模呈现健康增长的态势。2）2020~2024 年内，公司业务体量相对稳定，短期表现跟随着消费环境有所波动，2022 年在波动中受损、2023 年向上修复、2024 年在高基数背景下同比增速承压，其中利润波动幅度大于收入。3）作为可选消费里的高股息标的，2021~2024 年公司股利支付率达 85%+，在 2023H2~2024H1 资本市场高股息主题中受到关注。

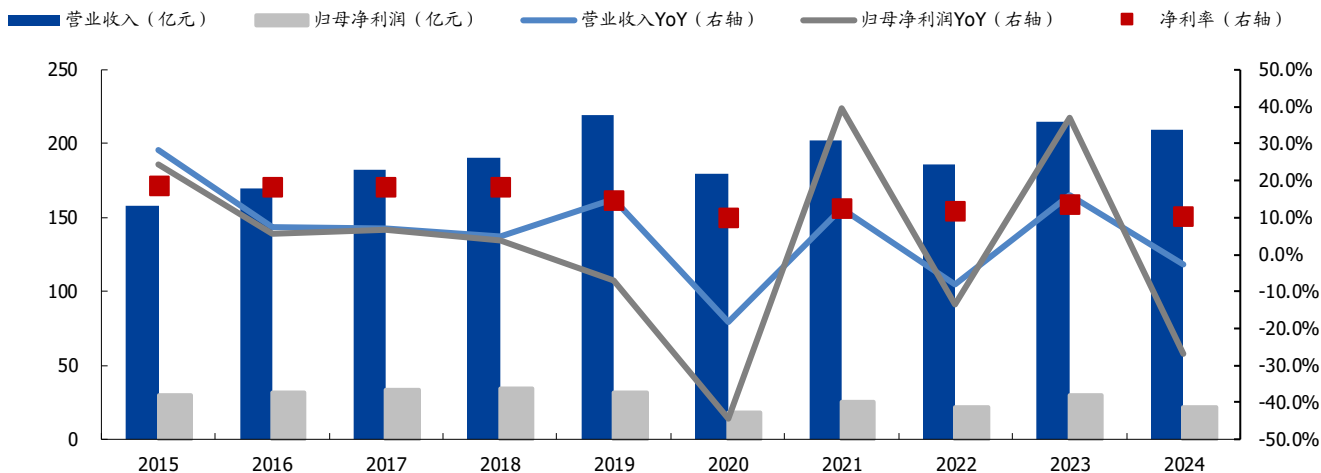
近年来，公司尝试开拓品牌管理业务并顺利推进，成长性强，为长期业务规模打开想象空间。公司近年来通过斯搏兹、京海奥莱子公司进行品牌管理业务，进行京东奥莱业务，主要系进行多品牌折扣产品的销售，包括开设线下“京东奥莱”门店及线上“京东奥莱官方旗舰店”，覆盖品类范围包括户外运动鞋服、男装、女装、鞋类、轻奢、化妆品等，以京东平台在大众消费者中的信任度作为背书，将兼具高性价比、高品牌知名度的产品销向市场，业务发展契合消费趋势，也为公司总市值打开向上空间。自京东奥莱业务落地（2024 年 9 月底）以来公司总市值震荡上行，目前在 300~350 亿元之间波动。

图表1：2019 年以来公司总市值及 PE（NTM）（截至 2025/6/13 收盘）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表2: 2015 年至 2024 年公司营业收入/归母净利润及 YOY (亿元)



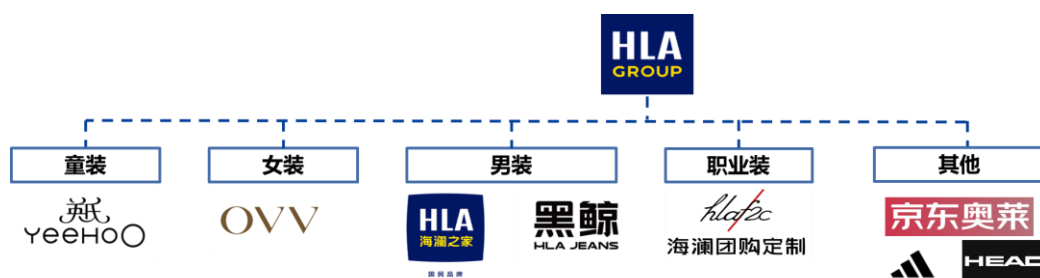
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年创始人之子正式接班，业务层面积极求变。2017 年起海澜之家创始人周建平之子周立宸出任集团副董事长，2020 年正式出任董事长、2022 年出任总经理。近年来海澜之家积极求变，包括陆续开始布局多品牌矩阵、主品牌提出渠道革新并尝试进入海外市场等等。

目前公司集团下已形成多品类覆盖的品牌矩阵：主品牌海澜之家（大众男装）、团购定制系列（职业装）及 OVV（中高端女装）等。2024 年公司收入为 209.6 亿元，同比-3%；归母净利润为 21.6 亿元，同比-27%。其中主品牌盈利质量相对平稳，京东奥莱、斯搏兹业务迅速推进，为公司带来新的增长曲线。

- **海澜之家（2024 年收入占比 73%）：**大众男装品牌龙头，目前贡献了公司大部分的收入及业绩，2024 年收入同比-7%至 152.7 亿元，毛利率同比+1.3pct 至 46.5%。HLA 主品牌坚持持续打造科技功能、时尚 IP、品质环保等系列产品，聚焦核心品类，提升产品品质，凭借优越的性价比受到消费市场欢迎。
- **团购定制系列（2024 年收入占比 11%）：**海澜之家旗下的团购职业装品牌，2024 年收入同比-3%至 22.2 亿元，毛利率同比-6.5pct 至 40.3%。
- **其他品牌（2024 年收入占比 13%）：**包括京东奥莱、FCC 业务及 OVV 等小品牌。公司其他品牌业务 2024 年收入同比+32%至 26.7 亿元，同比快速增长主要系期内斯搏兹、京东奥莱子公司并入表内。我们判断后续京东奥莱线下预计顺利拓店（目前门店数量十余家），FCC 项目次新店效率爬坡、新门店持续拓展（2024 年末店数 433 家），有望综合带动其他品牌业务收入快速增长。

图表3: 海澜之家旗下核心业务



资料来源: 公司官网, Head 官网, Adidas 官网, 京东官网, 国盛证券研究所

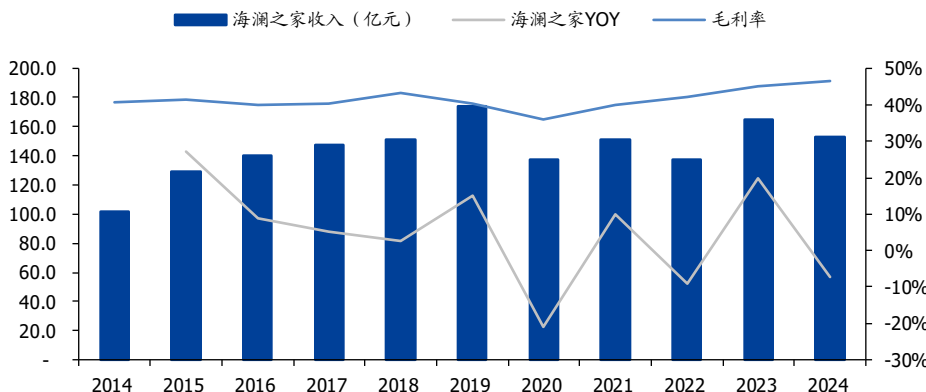
二、男装主业：稳扎稳打，份额提升

2.1 行业：品类需求稳定，过去竞争格局优化

2010~2022 年间内男装行业竞争格局有所优化，我们判断其中海澜之家牢牢占龙头位置、份额稳中有升。男装行业整体规模平稳发展，但市场竞争格局在 2010~2022 年内有所优化，尾部品牌或弱势品牌出清、头部品牌或优质品牌市占率得以提升，2022 年男装行业 CR5（品牌）达 15.8%（VS 2013 年 8.1%）。

我们估计目前海澜之家品牌流水规模超过 **200 亿元**，稳占国内男装龙头位置。1）2014~2019 年 HLA 品牌规模迅速增长，2019 年品牌收入高达 174 亿元。2020~2022 年品牌收入规模因消费环境波动受到影响，2023 年以来稳健修复领先行业，2024 年品牌收入 153 亿元（我们估算 2024 年品牌流水规模超过 200 亿元）。2）过去 10 年中 HLA 品牌稳步发展并持续保持着龙头地位，历经风浪经久不衰，我们认为其原因离不开公司对于大众男装消费需求趋势的把握与坚持，**包括：持续提升产品品质并坚持极致的性价比，优化渠道结构以适应逐年变迁的零售模式，同时凭借优越的“类直营”商业模式维持着盈利水平的高度稳定**，近年以来公司主品牌毛利率基本维持在 40% 上下。

图表4：2014~2024 年公司主品牌收入及增速及毛利率（亿元，%）

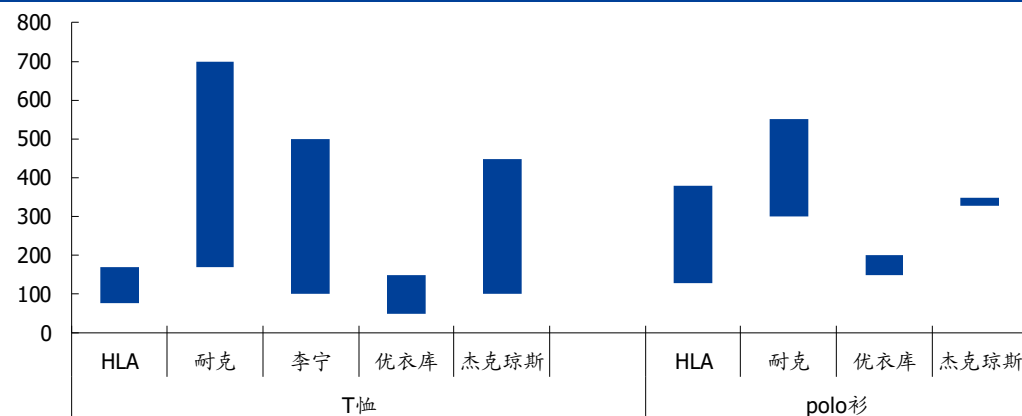


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

2.2 产品：积极求变，性价比为王，迎合消费潮流趋势

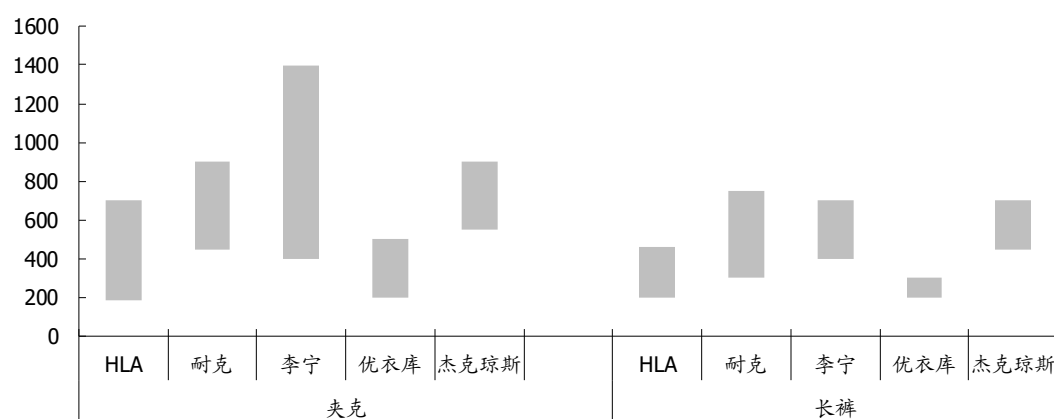
海澜之家（HLA）品牌定位于大众男装，产品兼具品质与性价比。1）与同业对比来看，在目前中国男装市场市占率排名靠前的品牌里，我们判断 HLA 品牌产品价格中枢与优衣库类似（但产品价格带较优衣库更宽），低于运动品牌 Nike、李宁及国际大众男装品牌杰克琼斯。2）**当下市场消费选择逐渐趋于理性，需求更加务实，HLA 品牌凭借产品的性价比优势有望承接更多的大众消费需求**，以高弹抗皱五防科技衬衫为例，在满足了拒水、拒油、耐沾污、抗菌、抗皱等多个实用功能性的同时，单价仅售 178 元/件，兼顾了品质与性价比。公司优化产品结构、升级产品品质，在加价倍率维持稳定的基础上拓宽产品价格带，为大众消费者提供品类更全面、功能更丰富、一体化的购物体验。

图表5: 海澜之家品牌与其他上市公司（男装品牌）T恤、POLO衫产品价格带对比（元/件）



资料来源：手机淘宝，微信商城，国盛证券研究所

图表6: 海澜之家品牌与其他上市公司（男装品牌）夹克、长裤产品价格带对比（元/件）

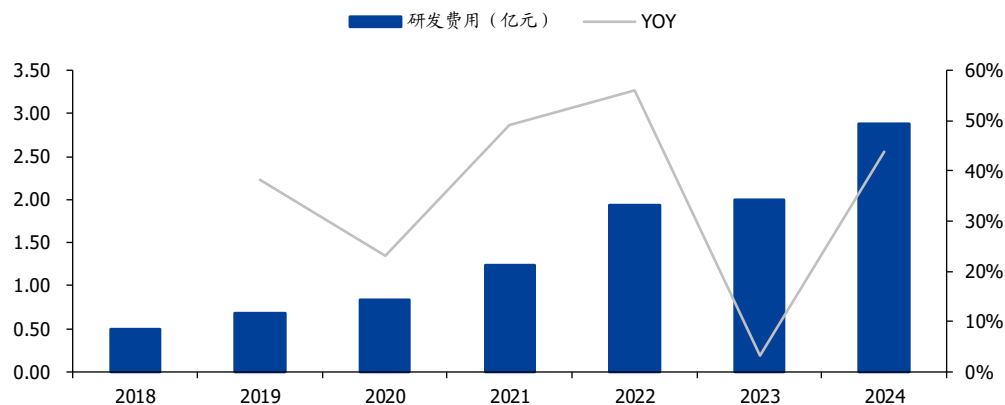


资料来源：手机淘宝，微信商城，国盛证券研究所

迎合消费需求变迁，HLA 品牌增加了更多具备功能性的产品，聚焦新商务、轻运动等热门概念，强调日常功能性。1）在追求舒适、健康的导向下，运动休闲风潮崛起，“泛运动”、“轻商务”成为男装趋势，消费者对于服装产品功能性的要求也与日俱增。2）HLA 品牌契合行业趋势，背靠“云服实验室”，重点聚焦面料、设计、智能制造，与供应商实现优质产品的共创，近年来公司研发费用投入逐年增长，2024 年达到 2.9 亿元。我们跟踪主品牌 2024 春夏产品推出凉感吸湿 T 恤（吊牌价 88 元）、速干 polo 衫（吊牌价 128 元）、含桑蚕丝 POLO 衫（吊牌价 168 元）、户外防晒服夹克（吊牌价 198 元）等创新功能性单品，部分商务场景的产品也会具备功能性或休闲元素，在保证商务外观的情况下提供更舒适的穿着体验。

- 针对国潮、IP 联名等新消费需求，公司引入年轻化电商专供款，积极丰富产品结构：我们跟踪公司产品变化判断主品牌电商引入年轻化、潮流化的男装货品，包括与多个 IP 联手推出丰富的联名服饰产品，更加契合品牌线上消费人群画像，获得消费市场欢迎。

图表7: 2018~2024 年公司研发费用及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 海澜之家品牌 sportyday 系列产品



资料来源: 手机淘宝, Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表9: 海澜之家含桑蚕丝 POLO 衫 (左)/速干 POLO 衫 (右)

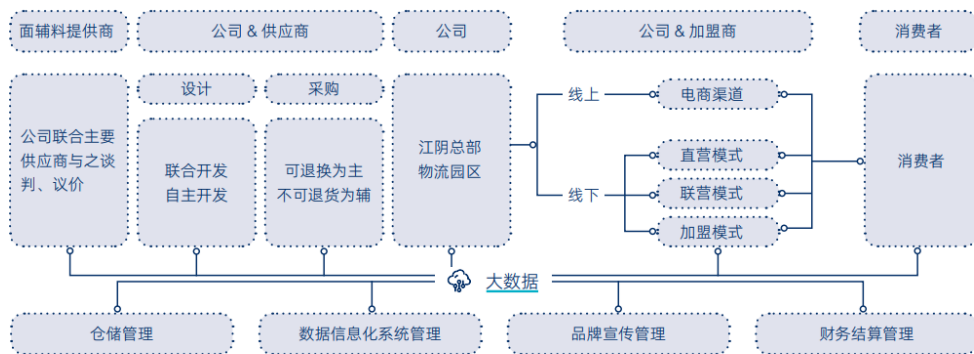


资料来源: 手机淘宝, 国盛证券研究所

2.3 渠道: 类直营模式为主, 渠道把控力强

HLA (海澜之家) 品牌采用类直营的管理模式, 在 2014~2019 年以较快的速度完成了品牌及渠道规模的扩张, 2024 年末 HLA 品牌线下门店已达近 6000 家。我们认为当下主品牌在国内的线下渠道渗透率已经到了相对成熟的阶段, 未来门店质量提升+电商利润稳步提升有望带动主品牌业绩稳健成长。

图表10: 海澜之家品牌经营模式

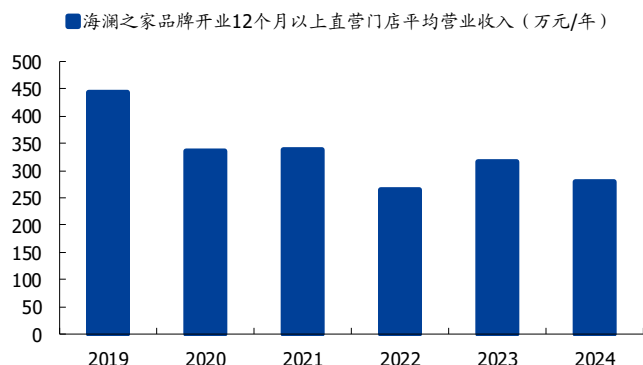


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

1、线下渠道规模平稳，门店结构优化有望带动中长期店效提升。2024 年在消费环境波动影响下，公司线下业务收入同比-10%至 157.4 亿元，我们估计 2025 年以来线下收入同比平稳有增长，未来稳健趋势预计持续。

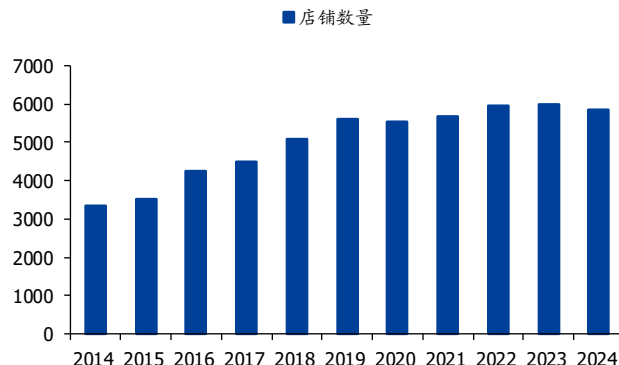
- **店数：2024 年末品牌门店 5833 家，未来预计平稳为主。**2014~2023 年内，公司渠道数量规模整体处于上升态势，持续抢占优渥的渠道资源。考虑目前男装行业以平稳为主，且海澜之家品牌发展阶段成熟、牢占龙头地位，我们认为未来公司门店数量规模以平稳为主，估计将保持在 6000 家左右。
- **店效：公司以渠道质量为导向，升级店铺形象，以直营模式重点拓展购物中心，同时调整优化加盟门店。**2024 年末主品牌直营/加盟店数较年初分别+216/-359 家至 1468/4365 家（由于店数表现差异，近年来公司直营渠道收入增速表现好于加盟及其他渠道，2024 年直营/加盟及其他渠道收入同比分别+5%/-6%至 47.8/131.6 亿元。我们判断未来公司将继续顺应渠道业态变迁及消费者习惯变化趋势，购物中心门店数量及占比预计将继续提升，同时直营门店占比的提升预计继续带动销售费用率处于较高位置，2024 年公司销售费用率高达 23.0%，近年来持续呈现上升趋势。

图表11: 海澜之家品牌开业 12 个月以上直营门店平均营业收入（万元/年）



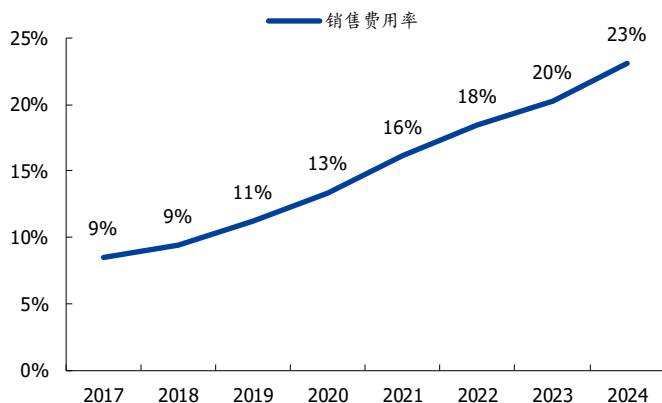
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表12: 海澜之家主品牌门店数量（家）



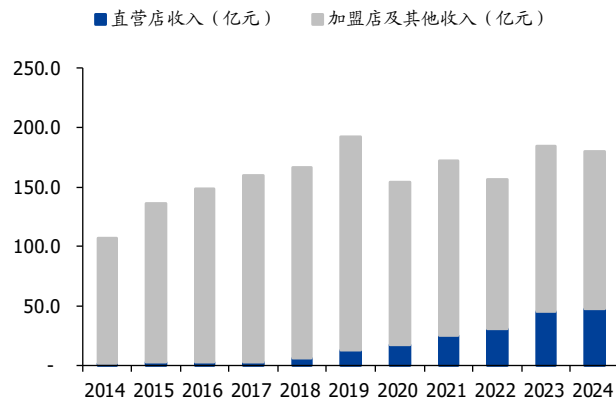
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表13: 2017~2024 年公司销售费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表14: 直营店收入/加盟店及其他渠道收入 (亿元)

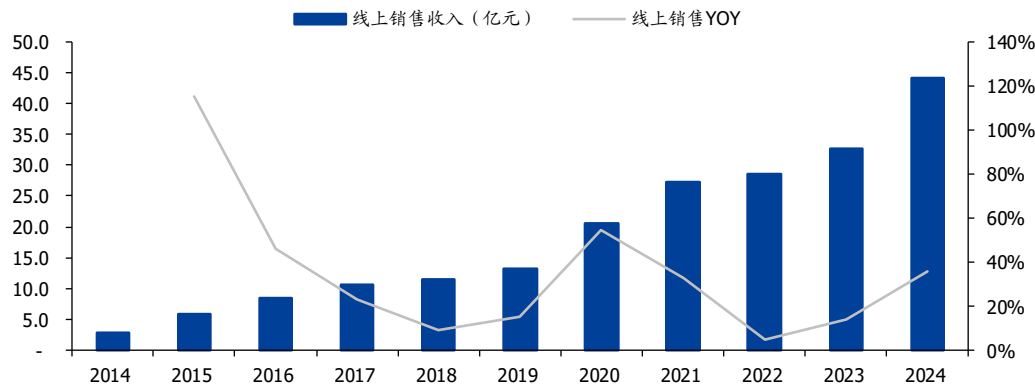


资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2、电商从快速增长迈入稳健增长，盈利质量预计提升。1) 此前公司电商规模快速增长，2017 年电商收入 10.5 亿元，2024 年达到 44.2 亿元，CAGR 达到 23%。2) 在利润率及健康发展的目标导向下，我们判断此后公司电商业务有望迈入规模稳健增长、利润率持续优化的阶段，2024 年公司电商毛利率同比基本持平为 48.0%（较 2020~2022 年明显好转），估计传统天猫和京东渠道估计表现平稳、新的电商平台预计增速相对较快。

➤ **女装、箱包、家居等电商新品类在持续培育成长中：**近期公司尝试在电商平台培育箱包、家居、配件、女装等新品类，丰富产品结构，并通过 HLA 主品牌实现品质与性价比的有效背书。我们估计后续新品类发展成熟后有望贡献收入及业绩增长，为公司电商业务规模带来中长期成长空间。

图表15: 公司线上销售收入及 YOY (亿元, %)



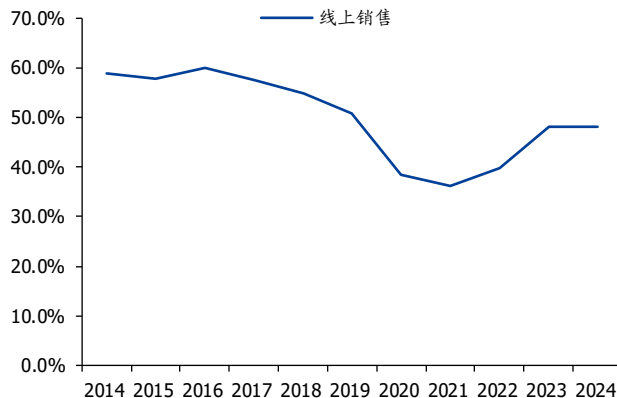
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

图表16: 海澜之家家居/鞋类/内衣/服饰配件/箱包等新品类天猫旗舰店



资料来源: 手机淘宝, 国盛证券研究所

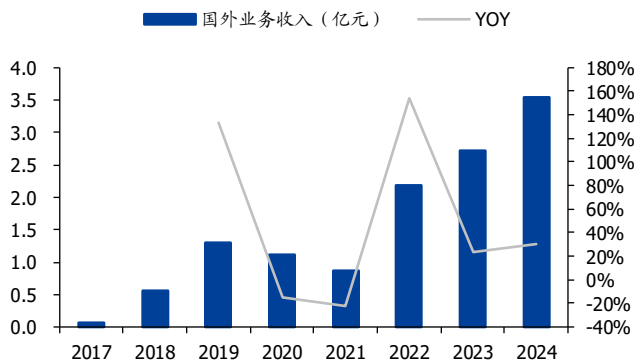
图表17: 公司线上销售毛利率



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

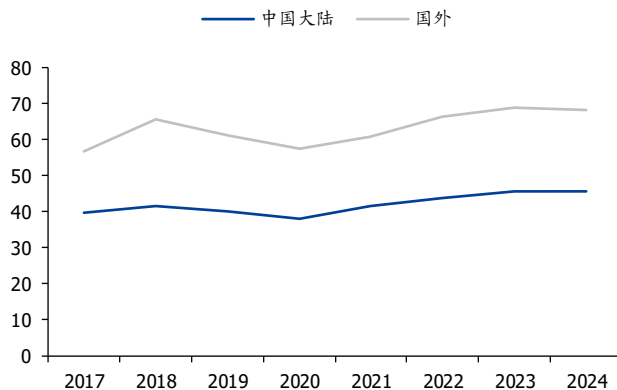
3、海外: 主品牌在深耕国内市场的同时, 也逐渐开始尝试拓展海外业务(以东南亚市场为主), 目前发展态势良好。 1) 公司海外业务主要以马来西亚、越南、泰国、新加坡等东南亚国家为主, 积极拓宽中亚、中东等新市场, 2024 年实现营业收入 3.55 亿元, 同比增长 31%。2) 我们估计公司在海外以直营门店模式拓展业务, 拓店速度相对较慢但店铺质量、运营稳健性均较高, 盈利质量高于国内。2024 年公司海外门店总数达 101 家/我们估计店效约 400 万/家, 未来预计持续高质量稳步扩张。

图表18: 公司国外业务收入及 YOY (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表19: 公司国外业务及中国大陆业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2.4 分部盈利预测

公司深耕男装主业多年, **HLA 品牌** 牢牢占男装龙头位置, 品牌知名度高、会员基数广泛, 团购定制系列稳扎稳打抢占市场份额, 我们估计未来主业整体以稳健增长为主:

- **海澜之家品牌:** 作为大众男装品牌龙头, 我们判断 HLA 品牌零售规模及门店数量相对稳定, 其中重点以直营模式进驻购物中心, 加盟门店持续优化, 电商业务规模中长期有望稳健增长。我们综合估计 2025~2027 年 HLA 品牌收入分别 158.0/161.2/165.3 亿元, 同比分别 +3%/+2%/+3%, 毛利率预计分别为

47.5%/47.8%/48.1%，我们估计品牌加价倍率与折扣相对稳定，渠道结构优化有望带动毛利率稳步提升。

图表20: 海澜之家品牌分部盈利预测拆分 (亿元, 家, 万/年)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
海澜之家品牌收入(亿元)	164.6	152.7	158.0	161.2	165.3
YOY	20%	-7%	3%	2%	3%
店铺数量	5,976	5,833	5,833	5,753	5,803
其中: 直营店数量	1,252	1,468	1,588	1,688	1,788
其中: 加盟店数量	4,724	4,365	4,245	4,065	4,015
店效(万/年)	368	329	329	332	332
线上收入(亿元)	27.2	30.5	32.1	33.7	37.0
海澜之家品牌毛利率	45.2%	46.5%	47.5%	47.8%	48.1%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考

- **团购定制系列:** 公司合作优质大客户并积极主动获取订单, 我们估计 2025~2027 年团购定制系列收入分别为 24.2/25.4/26.7 亿元, 同比分别+9%/+5%/+5%, 毛利率预计分别为 38.3%/38.3%/38.3%。

图表21: 团购系列分部盈利预测拆分 (亿元)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
团购系列收入(亿元)	22.8	22.2	24.2	25.4	26.7
YOY	1%	-3%	9%	5%	5%
毛利率	46.8%	40.3%	38.3%	38.3%	38.3%

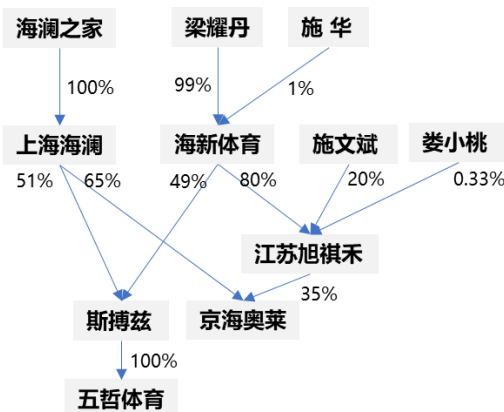
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考

三、新业务：京东奥莱+FCC，基于零售能力的业务拓展

基于前期积淀的丰富的渠道管理经验，公司通过斯搏兹、京海奥莱子公司拓展新零售业务，包括京东奥莱业务、FCC 业务等。目前海澜之家通过上海海澜持有斯搏兹 51% 的股权（并于 2024 年 5 月开始将其纳入公司合并报表范围）/持有京海奥莱 65% 的股权。

- **FCC 业务：**公司通过斯搏兹独家授权代理阿迪达斯 FCC 系列产品，将零售管理能力复制到运动领域，开设 FCC（Future City Concept）系列线下门店，加大对运动赛道的深度布局。截至 2024 年末公司授权代理的阿迪达斯门店数量达 433 家。
- **京东奥莱业务：**公司与京东打造“城市奥莱”新业态，进军军高性价比消费市场。具体包括开设线下“京东奥莱”门店及线上“京东奥莱官方旗舰店”，覆盖品类范围包括户外运动鞋服、男装、女装、鞋类、轻奢、化妆品等，以京东平台在大众消费者中的信任度作为背书，将兼具高性价比、高品牌知名度的产品销向市场，业务发展契合消费趋势。

图表22：海澜之家品牌管理相关业务股权架构



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表23：Adidas FCC 线下门店陈列示例



资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

图表24：京东奥莱线下门店陈列示例

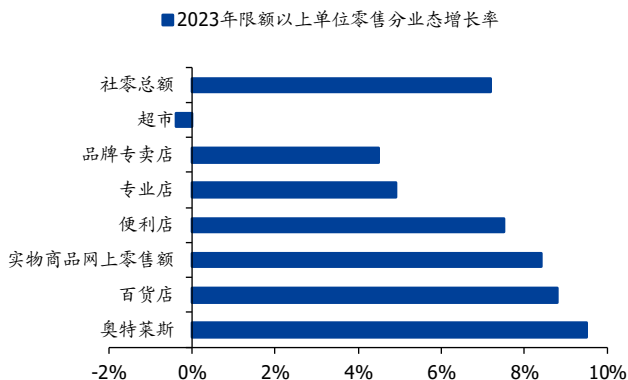


资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

3.1 奥莱行业：品牌意识+理性选择驱动市场需求，奥莱赛道方兴未艾

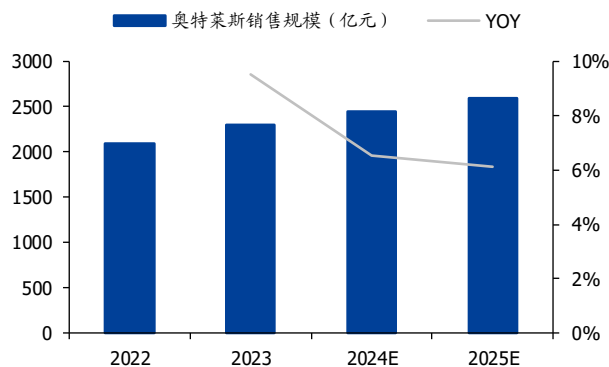
我国奥莱起步较晚、目前发展历史仅二十余年，市场规模仍保持健康增长。1) 奥莱即奥特莱斯 (Outlet)，系主打大品牌、小价格的名品零售业态。据中国百货商业协会信息，折扣店包括可选商品及必选商品折扣，奥特莱斯属于其中的重要类型之一。2) 据中国百货商业协会的数据及预测，2023 年国内现有在营业奥特莱斯项目约 239 个 (2023 年新开 20 家，关店 7 家，整体上处于稳步扩张的阶段)，总建筑面积约 2260 万平方米 (平均每个项目超过 9 万平方米)，平均坪效 1.28 万/平/年，奥莱市场销售规模合计约为 2300 亿元，比 2022 年增长约 9.5%，在所有零售业态中增长比例最高；预计到 2025 年将达到 2600 亿元，CAGR 约 6.3%，有望持续表现出良好稳健的增长。

图表25: 2023 年限额以上单位零售分业态增长率 (%)



资料来源：国家统计局，中国百货商业协会，国盛证券研究所

图表26: 近年国内奥特莱斯销售规模 (亿元)



资料来源：中国百货商业协会，国盛证券研究所

图表27: 折扣店的分类 (奥特莱斯是折扣店的重要类型之一)

可选商品折扣 Optional product	①工厂直销折扣 (factory outlet奥特莱斯)：美国-欧洲-中国
	②百货折扣：美国梅西Macy's “后台 Backstage”、诺德斯特龙Nordstrom “支架 Rack”、罗斯折扣百货Ross Stores、马歇尔百货Marshalls
必选商品折扣 Essential product	①临期折扣 (特卖)：日本
	②软折扣 (soft discount)：美国Grocery store会员店
	③硬折扣 (hard discount)，包括折扣店、均价店 (dollar store百元店)、欧洲ALDI等硬折扣

资料来源：中国百货商业协会，国盛证券研究所

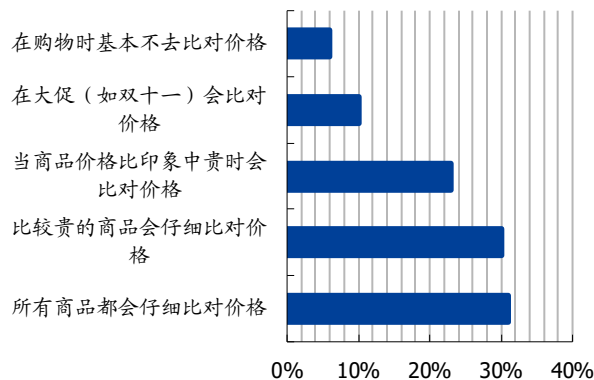
图表28: 中国奥特莱斯项目整体数据分布情况



资料来源：紫牛新闻，奥莱领袖峰会，国盛证券研究所

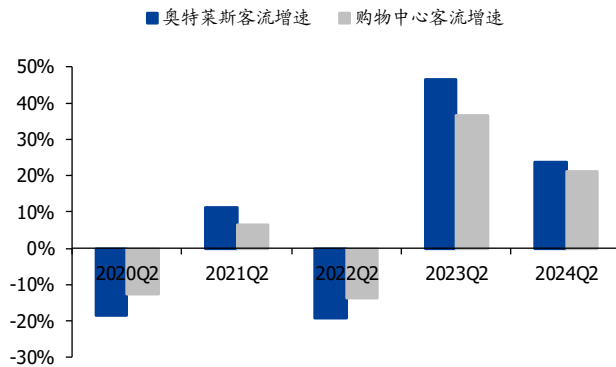
当前消费者趋于理性，在拥有品牌认知度的同时追求高性价比的产品及渠道，催化折扣业态需求端发展。国内消费市场展现对“品牌折扣产品”的青睐：1) 经历了数十年的市场教育，消费者对于国内外品牌具备一定的认知度。2) 供给端相对冗余，产品及品牌发展成熟。3) 中等收入群体占比较此前增多，但同时居民购买力增速放缓或下降，驱使消费行为决策更加理性，追求高性价比的产品和渠道。据星图数据调研结果显示，超过90%的消费者在购物时存在比价行为。而据德勤调研数据显示，分别有 40%/31%的消费者认为产品品质/性价比是重要程度排前三的因素。

图表29: 消费者购物决策时比价情况



资料来源: 星图数据, 国盛证券研究所

图表30: 购物中心及奥莱客流同比表现



资料来源: 赢商网, 国盛证券研究所

与此同时, 供给端持续丰富, 为消费市场提供多元的选择。1) 从百货商场的角度看, 市场参与者包括王府井集团、首创钜大、百联奥莱等, 王府井奥莱 2024 年收入 22.7 亿元 (占王府井营业总收入比例 20.0%) / 百联奥莱 2024 年收入 15.2 亿元 (占百联股份营业总收入比例 5.5%)。2) 从品牌商角度看, 服装品牌加价倍率较高, 款式更迭频繁, 为折扣业态提供了充分的产品供给, 成熟品牌布局线下门店 (多位于奥特莱斯集合项目), 小品牌也多在唯品会等线上平台上布局。

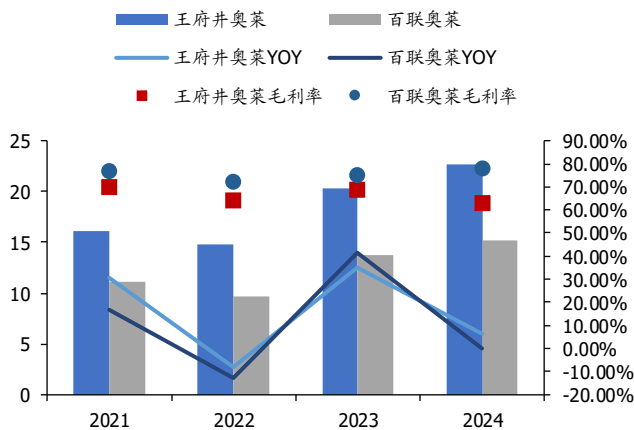
分城市来看, 我们判断高线城市奥莱相对逐渐饱和, 下沉市场空间较大。据中国百货商业协会信息, 一二线城市奥莱项目数量较多, 例如, 仅上海已开业奥特莱斯项目就达 10 个。与此同时, 我们判断低线城市人群品牌意识提升、消费意愿相对坚挺, 为奥莱业态下沉打开空间, 2023 年国内新开业的奥莱项目中, 有 8 个位于三四线城市。

图表31: 2023 年中国新开业的奥莱项目中, 有约一半在三四线城市

项目名称	商业面积 (万平方米)	运营商	开业时间	城市
绍兴旭辉 Cmall	6	旭辉集团	7.21	浙江绍兴
北海旅游港奥特莱斯城市公园	5	华厦伟业集团	6.30	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	8.18	湖北襄阳
砂之船 (石家庄) 奥莱	10	砂之船集团	9.28	河北正定
8 号仓流溪河奥莱小镇	20	深圳八号仓商业集团	9.28	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	12.15	四川渠江
焦作王府井城市奥莱	5	王府井集团	12.16	河南焦作

资料来源: 中国百货商业协会, 国盛证券研究所

图表32: 2021~2024 年王府井奥莱/百联奥莱收入及毛利率 (亿元)



资料来源: Wind, 企业年报, 中国百货商业协会, 国盛证券研究所
注: 增速以公司公告披露数据为准

3.2 京东奥莱: 盈利模式稳健, 未来空间广阔, 期待持续开店

行业里传统奥莱业态相对成熟, 以京东奥莱为代表的城市奥莱业态则仍在成长。与传统奥莱相比, 以京东奥莱为代表的城市奥莱特征在于: 多分布于低线城市客流较多的商场, 面积较小, 效率较高, 满足下沉市场对于知名品牌+性价比产品的追求。

1、位置上来看：京东奥莱属于城市社区奥莱，周边客流多，门店面积小，货品陈列紧凑，满足居民日常性价比消费需求（VS 传统奥莱面积大、位置远，依赖节假日客流消费），我们判断有望创造出较高的坪效表现。

- 传统奥莱平均面积一般在 **6 万~10 万平米**（例如，百联股份华东区奥莱平均建筑面积 9.4 万平方米/华中区奥莱平均建筑面积 12 万平方米），品牌单独开店陈列，一般选址位于城市郊区，离市区较远，因此**租金相对便宜**，我们判断**节假日客流明显相对更多**，除了时尚品牌折扣商品之外往往配套餐饮等项目，以满足游客消费需求。
- 京东奥莱属于城市奥莱，我们根据店铺调研信息判断单店面积多在 **2000~5000 平方米**（面积明显小于传统奥莱），门店内按照不同货架去区分品牌，货品陈列紧凑，**周边客流充沛**，满足社区居民日常对于高性价比产品的需求。

图表33: 比斯特购物村(上海)地图, 不同品牌单独设立门店销售产品



资料来源: 比斯特购物村官网, 国盛证券研究所

图表34: 京东奥莱门店内按照不同货架去区分品牌, 货品陈列紧凑



资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所

2、城市布局上来看：京东奥莱目前开店计划以低线城市为主（VS 目前传统奥莱布局一二线城市较多），需求旺盛，同时竞争较小。

- 传统奥莱在高线城市发展成熟，据中国百货商业协会信息，北京、上海目前奥特莱斯项目均在 10 个左右，竞争相对激烈。
- 京东奥莱选址多位于低线城市，我们判断居民消费意愿相对较好。

3、品牌分布上来看，京东奥莱集合中端品牌+轻奢品牌（VS 传统奥莱中高端+奢侈品品牌为主），匹配低线市场的消费需求。

- 传统奥莱线下项目合作品牌以国际奢侈品牌、中高端品牌为主。例如，据佛罗伦萨小镇官网，其合作品牌包括国际奢侈品牌 CELINE、Burberry、GUCCI、PRADA、Bottega Veneta、Balenciaga、COACH、Ralph Lauren 等等。
- 京东奥莱门店设有运动鞋服、户外、男女装、童装、轻奢、鞋靴区域，满足下沉市场对于大品牌、低价格的优质产品的需求。不同货架陈列不同品牌产品（类似于服饰品牌集合超市，产品基本均为品牌折扣商品），合作阿迪达斯、安德玛、PUMA、冠军、coach、MCM 等运动龙头品牌及国际轻奢品牌。

盈利模式优越，可复制性强：我们根据业内经营情况判断京东奥莱多以代销模式为主，且商场租金多采用扣点形式，盈利质量有望相对稳定、运营风险相对较小。考虑公司京

东奥莱业务租金以扣点模式为主、销售以代销模式为主，我们假设代销分成比例 38%/租金扣点 6%/京东抽成 3%/人工水电占流水比 10%~12%/所得税率 25%，测算得稳健经营状态下业务口径利润率（净利润/流水，不考虑增值税影响）约 12%~15%。

目前业务稳步拓店中，期待中长期打造全渠道折扣零售平台。公司结合自身渠道管理资源及零售经验+京东流量及品牌背书优势，持续落地京东奥莱业务。1）线下拓店持续推进：2024 年 9 月首家京东奥莱线下门店于江苏省无锡江阴市海澜飞马水城开业，后续在江苏、山东、河南、河北、安徽等地加速布局（我们判断选址以二三线城市客流充沛的商圈为主），考虑服饰行业一般下半年为拓店旺季，我们估计近期门店稳步拓展、2025H2 销售旺季有望加速拓店。2）线上京东奥莱官方旗舰店目前仍在运营调整阶段，后续库存等有望和线下正式打通、为消费者提供全渠道融合的购物体验。

3.3 分部盈利预测

京东奥莱业务盈利模式抗风险性强，2025 年开始规模化拓店，期待后续为公司贡献业绩增量，我们提醒线下重点关注拓店规划及兑现情况。

- **店数：**考虑同业公司 TJX（美国折扣服饰家居时尚零售商龙头）目前全球门店超过 4900 家，我们初步假设京东奥莱在国内拓店规模中长期或有望达数百家，考虑新业务处于初期快速发展阶段，结合考虑服饰行业淡旺季开店节奏，我们综合估计京东奥莱门店数量在 2025~2027 年末分别有望达到 80 家/150 家/200 家。
- **店效：**考虑奥莱业态的销售特征，我们判断其门店面积/客单价/店效一般明显高于正价店。考虑国内奥莱市场平均坪效超过 1 万/年。我们假设京东奥莱成熟状态下平均店效约为 3000 万/年。

盈利性稳健：考虑公司京东奥莱业务租金以扣点模式为主、销售以代销模式为主，我们结合同业零售商及公司自身业务情况假设代销分成比例 38%/租金扣点 6%/京东抽成 3%/人工水电占流水比 10%~12%/所得税率 25%，综合测算得 2025~2027 年京东奥莱业务净利润分别 1.67/4.88/7.77 亿元，归母净利润分别 1.08/3.17/5.05 亿元。

图表35: 其他品牌-京东奥莱分部盈利预测拆分 (亿元, 家, 万/年)

京东奥莱	2025E	2026E	2027E
全渠道流水 (亿元)	14.60	40.40	61.00
代销分成	38%	38%	38%
代销业务模式占比	90%	90%	90%
全渠道收入 (亿元)	5.71	15.80	23.86
线下流水 (亿元)	9.60	32.40	51.00
店数 (家)	80.00	150.00	200.00
新店效率	40%	40%	40%
成熟状态下店效 (万元/年)	3,000	3,000	3,000
线上流水 (亿元)	5.00	8.00	10.00
全渠道毛利润 (亿元)	4.94	13.66	20.62
毛利润/流水 (不考虑增值税影响)	38.2%	38.2%	38.2%
毛利润/收入 (毛利率)	86.4%	86.4%	86.4%
租金/流水	6.0%	6.0%	6.0%
京东抽成/流水	3.0%	3.0%	3.0%
人工水电/流水	12.0%	11.0%	10.0%
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%
净利润/流水 (不考虑增值税影响)	12.9%	13.7%	14.4%
净利润/收入(净利率)	29.2%	30.9%	32.6%
净利润 (亿元)	1.67	4.88	7.77
海澜持股比例	65%	65%	65%
归母净利润 (亿元)	1.08	3.17	5.05

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考

Adidas FCC 零售业务拓店推进顺利, 关注后续店效及盈利爬坡情况。考虑 Adidas 品牌发展成熟, 我们判断公司 FCC 零售项目快速拓店顺利。1) 店数: 我们根据业务发展阶段判断 (Adidas 品牌发展成熟, 我们考虑过去拓店速度对未来进行判断) 2025 年有望新开店 300 家、到 2025 年末估计门店数量有望达到 750 家左右。2) 店效: 我们判断目前次新店店效仍在爬坡中, 后续平均店效有望稳步提升。3) 盈利能力: 考虑店铺拓展进度及刚性费用情况, 我们判断 2024 年 FCC 项目略有亏损, 2025 年伴随着次新店爬坡有望实现盈亏平衡, 期待 2026~2027 年盈利能力持续稳步提升。**综合来看, 我们估计 2025~2027 年 Adidas FCC 项目为报表贡献收入分别 14.9/23.7/30.0 亿元, 净利润分别为 0/0.71/1.35 亿元, 归母净利润分别为 0/0.46/0.88 亿元。**

图表36: 其他品牌-FCC 业务分部盈利预测拆分 (亿元, 家, 万/年)

Adidas-FCC	2025E	2026E	2027E
店数 (家)	750.0	900.0	1,000.0
新店效率	40%	40%	40%
成熟状态下店效 (万元/年)	300.00	330.00	360.00
全渠道流水 (亿元)	16.79	26.73	33.84
全渠道收入 (亿元)	14.86	23.65	29.95
净利率	0%	3%	5%
净利润 (亿元)	-	0.71	1.35
海澜持股比例	51%	65%	65%
归母净利润 (亿元)	-	0.46	0.88

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考

四、盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

综合以上主业及新业务分部盈利预测，我们估计未来公司收入有望持续实现稳健增长：我们综合预计 **2025~2027** 年收入分别为 **222.7/244.8/264.6** 亿元，同比分别 **+6.3%/+9.9%/+8.1%**，其中主品牌及团购定制系列估计收入以稳健为主，其他品牌在京东奥莱业务、FCC 业务的带动下收入快速增长。

图表37: 公司收入预测拆分 (亿元, 家, 万/年)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	215.3	209.6	222.7	244.8	264.6
YOY	16.0%	-2.7%	6.3%	9.9%	8.1%
海澜之家品牌收入 (亿元)	164.6	152.7	158.0	161.2	165.3
YOY	20%	-7%	3%	2%	3%
主品牌店铺数量 (家)	5976	5833	5833	5753	5803
店铺数量变动 (家)	34	-143	0	-80	50
团购定制系列收入 (亿元)	22.8	22.2	24.2	25.4	26.7
YOY	1%	-3%	9%	5%	5%
其他品牌	20.2	26.7	32.5	50.2	64.6
YOY	6%	32%	22%	54%	29%

资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考

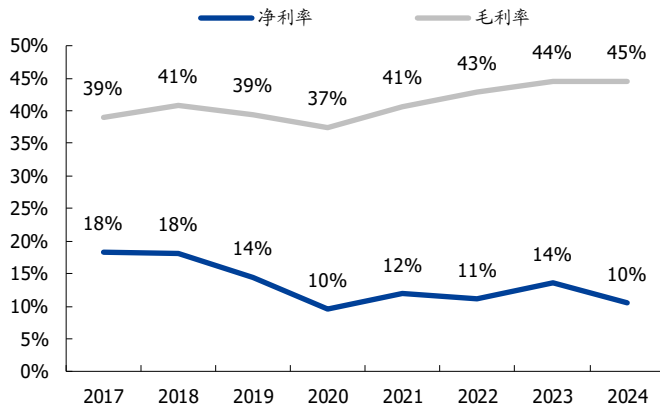
盈利质量有望稳中有升: 1) 我们估计 2025~2027 年公司毛利率分别为 45.6%/46.6%/47.3%，同比逐年稳步提升，主要驱动因素在于渠道及业务结构变化：①主品牌渠道结构优化，高毛利率的直营渠道占比预计逐步提升（与此同时预计也将带来销售费用率的提升）。②我们判断京东奥莱业务中大部分为代销产品（估计毛利率相对较高），新业务占比提升或将带动公司毛利率提升。2) 考虑公司合理投入管控费用支出，我们估计未来管理和研发费用率预计基本保持稳定。3) 综合以上，我们估计 2025~2027 年公司净利率分别为 11.4%/11.8%/12.3%。

图表38: 公司盈利质量预测拆分 (亿元, 家, 万/年)

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
毛利率	44.5%	44.5%	45.6%	46.6%	47.3%
营业费用率	20.2%	23.1%	23.6%	23.6%	23.6%
管理费用率	4.5%	4.9%	4.7%	4.7%	4.7%
研发费用率	0.9%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
净利率	13.7%	10.3%	11.4%	11.8%	12.3%

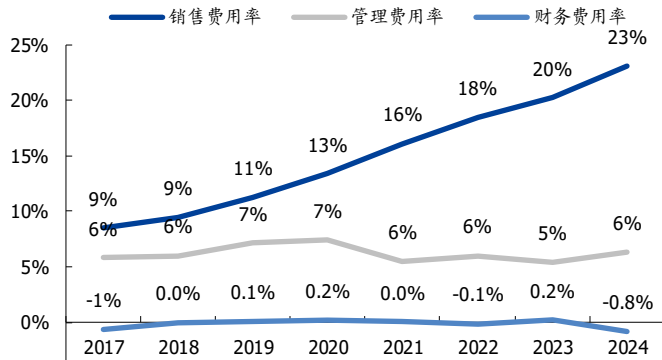
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考

图表39: 2017~2024 年公司毛利率及净利率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表40: 2017~2024 年公司销售/管理/财务费用率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

综合以上, 我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 **25.4/28.9/32.5 亿元**, 同比分别 **+17.7%/+13.9%/+12.1%**。其中公司主业归母净利润 (不考虑京东奥莱、FCC 业务之外的其他部分) 估计分别增长 15%/4%/5%, 其余增量部分则由新业务贡献。

图表41: 公司营业收入及归母净利润预测拆分 (亿元, 家, 万/年)

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (亿元)	215.3	209.6	222.7	244.8	264.6
YOY	-	-2.7%	6.3%	9.9%	8.1%
主营业收入 (亿元)	215.3	199.6	202.1	205.4	210.8
YOY	-	-	1.3%	1.6%	2.6%
归母净利润 (亿元)	29.5	21.6	25.4	28.9	32.45
YOY	-	-26.9%	17.7%	13.9%	12.1%
主业归母净利润 (亿元)	29.5	21.1	24.3	25.3	26.5
YOY	-	-28.6%	15.4%	4.0%	4.8%

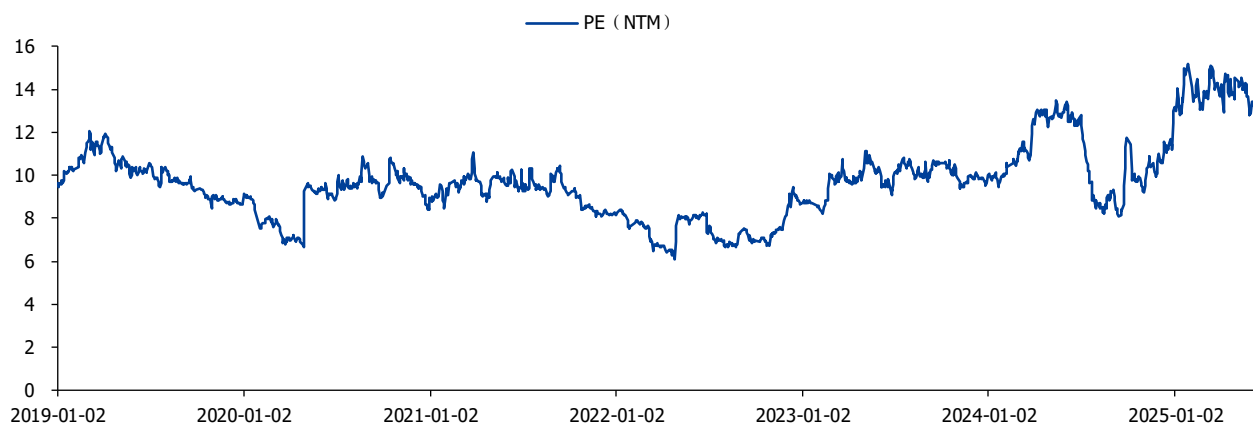
资料来源: Wind, 公司公告, 国盛证券研究所预测, 仅供参考 注: 主业系不考虑京东奥莱、FCC 业务之外的其他部分

4.2 投资建议

过去估值与基本面业绩表现强相关, 近期新业务拓展带动估值中枢提升。1) 公司过去深耕男装主业, 业绩表现相对稳健, 2019~2022 年 PE (NTM) 在 10x 上下波动 (6x~12x 之间); 2) 2023 年~2024H1 期内客流恢复带动业绩释放, 同时高分红主题景气带动估值提升, 期间公司 PE (NTM) 高点达到 13.5x; 3) 2024H2 盈利预测下修带动估值短期下降; 4) 2024Q4 以来公司拓展京东奥莱业务, 市场对此预期较高, 前期股价上行、后期震荡为主, 目前公司 PE (NTM) 约 13x。

我们预计 2025~2027 年公司归母净利润分别为 25.4/28.9/32.5 亿元, 同比分别 +17.7%/+13.9%/+12.1%。考虑公司主业发展稳健、分红具备吸引力, 新业务持续拓展、为中长期规模成长打开空间, 我们认为后续伴随着业绩的逐步落地、公司估值中枢有望提升。当前股价对应 2025 年 PE 为 14x, 当前总市值 347 亿元; 目标市值 430 亿元, 对应 2026 年 PE 为 15 倍, 空间 20% 以上, 维持“买入”评级。

图表42: 2019 年至今 (2025/6/13) PE (NTM)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

下游消费需求波动。公司零售及利润表现与终端消费需求具备较强相关性，倘若消费环境需求不及预期，恐影响公司业绩表现。

主品牌渠道质量优化不及预期。公司持续优化线上线下渠道，倘若效果不及预期，恐影响公司业绩表现。

京东奥莱等新业务发展不及预期。公司新拓展京东奥莱业务并持续拓店，后续业务发展进度或影响公司业绩表现。

测算误差风险。文中对未来业务的判断中涉及假设较多，测算误差风险恐影响业绩预测结果。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com