

## 拟启动境外上市 看好全球化拓展和京东奥莱业务

### 核心观点

- **公司计划启动境外上市，利好海外业务拓展和全球化战略推进。**公司公告授权管理层启动境外（H股）发行上市的筹备工作，我们认为未来境外发行有利于提升公司品牌的国际影响力，直接利好海外业务的拓展，同时从资金、人才和资源各方面有利于其全球化战略的深化。25年中报显示，报告期末公司海外市场门店有111家，实现销售2.06亿，同比增长27%。尽管目前海外市场渠道仍以东南亚为主，占收入比重不高，但考虑到公司主品牌高性价比的定位和公司长期类直营模式积累的渠道经验，我们对这块业务的中期发展报有较高期待。公司在中报中也明确下半年推动中亚、中东和非洲市场的布局，预计澳洲市场也将开出首店。除了零售业务，我们认为启动境外发行，也有利于公司团购业务的出海接单。
- **新业务——京东奥莱处于快速扩张期，中期具备广阔的空间。**京东奥莱是公司与京东战略合作联手打造的“城市奥莱”新业态，25年中期末门店数量已经达到23家。7-8月开店明显加快，合计新开20家，有望在旺季来临时带动新的销售。我们认为25年是该业务“野蛮”生长、跑通模式的阶段，后续将进入放量和贡献规模盈利的阶段。我们看好这块业务的中期发展空间——以“大品牌+优惠价格+海量品类+更便利触达”为特色，高度契合了当下国内的消费环境（消费降级、理性购物、大量商业渠道空置等）。同时有京东品牌背书叠加公司原先积累的终端门店拓展和管理能力充分赋能，我们预计京东奥莱的盈利能力也会高于其他同行水平。
- **公司主品牌国内业务下半年有望逐步改善，为公司奠定相对韧性的基本盘，高分红进一步提升投资吸引力。**受国内消费疲弱、街边店客流持续下降影响，公司海澜主品牌去年和今年上半年都处于加盟净观店阶段，上半年收入同比小幅下降。但根据我们的草根观察，7月和8月终端流水呈现逐步改善态势，7月预计同比持平，8月预计同比有个位数增长。我们认可公司近年通过直营持续拓展购物中心渠道的策略，未来若消费复苏，公司在优势渠道的占位将为主品牌业务带来良好的弹性。另外从历史看，公司一直保持比较高的分红水平，进一步提升了其投资吸引力。

### 盈利预测与投资建议

- 根据中报和行业情况，我们小幅调整公司盈利预测，预计公司2025-2027年每股收益分别为0.50、0.55和0.62元（原预测为0.5、0.56和0.63元），参考可比公司，给予2025年18倍PE估值，对应目标价9.00元，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新业务拓展不及预期等

### 公司主要财务信息

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	21,528	20,957	21,937	23,798	25,833
同比增长(%)	16.0%	-2.7%	4.7%	8.5%	8.6%
营业利润(百万元)	3,611	2,780	2,996	3,332	3,786
同比增长(%)	28.7%	-23.0%	7.8%	11.2%	13.6%
归属母公司净利润(百万元)	2,952	2,159	2,384	2,645	2,999
同比增长(%)	37.0%	-26.9%	10.4%	11.0%	13.4%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.50	0.55	0.62
毛利率(%)	44.5%	44.5%	45.2%	45.6%	46.0%
净利率(%)	13.7%	10.3%	10.9%	11.1%	11.6%
净资产收益率(%)	19.3%	13.1%	13.1%	13.5%	15.0%
市盈率	11.2	15.3	13.9	12.5	11.0
市净率	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6

资料来源：公司数据、东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年09月08日）	6.89元
目标价格	9.00元
52周最高价/最低价	8.74/5.03元
总股本/流通A股（万股）	480,277/480,277
A股市值（百万元）	33,091
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025年09月09日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	-0.43	-0.14	-4.33	24.52
相对表现%	0.81	-8.97	-19.65	-13.74
沪深300%	-1.24	8.83	15.32	38.26



### 证券分析师

施红梅 021-63325888\*6076  
shihongmei@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511010001

### 相关报告

一季度表现超预期，加码新赛道打造新业务增长点	2025-05-13
Q3业绩承压，期待新业务逐步发力	2024-11-03
24Q2线下零售承压，高分红政策延续	2024-08-21

根据中报和行业情况，我们小幅调整公司盈利预测（主要下调了未来3年电商收入增速），预计公司2025-2027年每股收益分别为0.50、0.55和0.62元（原预测为0.5、0.56和0.63元），参考可比公司，给予2025年18倍PE估值，对应目标价9.00元，维持公司“买入”评级。

表 1：行业可比公司估值（截至 2025 年 9 月 8 日）

公司名称	公司代码	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
报喜鸟	002154	3.81	0.34	0.31	0.36	0.41	11	12	11	9
伟星股份	002003	10.62	0.60	0.61	0.69	0.78	18	17	15	14
富安娜	002327	7.34	0.65	0.54	0.60	0.65	11	14	12	11
地素时尚	603587	13.21	0.64	0.67	0.75	0.84	21	20	18	16
比音勒芬	002832	16.92	1.37	1.30	1.47	1.66	12	13	12	10
安踏体育	02020	88.87	5.56	4.84	5.46	6.10	16	18	16	15
森马服饰	002563	5.57	0.42	0.39	0.46	0.53	13	14	12	11
万辰集团	300972	193.49	1.56	5.47	7.74	9.72	124	35	25	20
TJX 公司	TJX	140.84	4.26	4.59	5.06	5.55	33	31	28	25
<b>调整后平均</b>								<b>18</b>	<b>16</b>	<b>14</b>

数据来源：wind, bloomberg、东方证券研究所

**风险提示：**行业竞争加剧、终端消费需求减弱、新业务拓展不及预期等

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,901	6,794	12,121	12,435	12,978	营业收入	21,528	20,957	21,937	23,798	25,833
应收票据、账款及款项融资	1,040	1,249	1,974	2,380	2,583	营业成本	11,954	11,628	12,014	12,944	13,948
预付账款	230	238	249	270	293	销售费用	4,353	4,841	5,046	5,474	5,916
存货	9,337	11,987	9,011	9,708	10,461	管理费用	963	1,036	1,075	1,166	1,240
其他	2,496	2,185	2,211	2,258	2,311	研发费用	200	288	285	309	336
<b>流动资产合计</b>	<b>25,005</b>	<b>22,453</b>	<b>25,565</b>	<b>27,051</b>	<b>28,626</b>	财务费用	47	(175)	(49)	(57)	(34)
长期股权投资	194	0	0	0	0	资产、信用减值损失	457	607	560	560	560
固定资产	2,943	2,892	2,864	2,832	2,795	公允价值变动收益	(3)	34	5	5	5
在建工程	74	3	3	3	3	投资净收益	186	124	100	50	50
无形资产	688	648	650	648	643	其他	(126)	(110)	(115)	(126)	(137)
其他	4,809	7,435	7,144	7,039	7,039	<b>营业利润</b>	<b>3,611</b>	<b>2,780</b>	<b>2,996</b>	<b>3,332</b>	<b>3,786</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,708</b>	<b>10,978</b>	<b>10,660</b>	<b>10,521</b>	<b>10,479</b>	营业外收入	30	19	50	50	50
<b>资产总计</b>	<b>33,713</b>	<b>33,431</b>	<b>36,225</b>	<b>37,572</b>	<b>39,105</b>	营业外支出	17	12	20	20	20
短期借款	0	0	0	0	0	<b>利润总额</b>	<b>3,624</b>	<b>2,787</b>	<b>3,026</b>	<b>3,362</b>	<b>3,816</b>
应付票据及应付账款	10,085	11,259	11,634	12,534	13,506	所得税	705	598	636	706	801
其他	6,683	3,997	4,026	4,081	4,141	<b>净利润</b>	<b>2,918</b>	<b>2,189</b>	<b>2,391</b>	<b>2,656</b>	<b>3,014</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>16,768</b>	<b>15,256</b>	<b>15,659</b>	<b>16,614</b>	<b>17,646</b>	少数股东损益	(34)	30	7	11	15
长期借款	0	0	0	0	0	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2,952</b>	<b>2,159</b>	<b>2,384</b>	<b>2,645</b>	<b>2,999</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	0.61	0.45	0.50	0.55	0.62
其他	907	888	888	888	888						
<b>非流动负债合计</b>	<b>907</b>	<b>888</b>	<b>888</b>	<b>888</b>	<b>888</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>17,675</b>	<b>16,144</b>	<b>16,548</b>	<b>17,502</b>	<b>18,534</b>		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	(12)	276	283	293	309	<b>成长能力</b>					
实收资本(或股本)	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478	营业收入	16.0%	-2.7%	4.7%	8.5%	8.6%
资本公积	941	3,570	3,570	3,570	3,570	营业利润	28.7%	-23.0%	7.8%	11.2%	13.6%
留存收益	13,709	12,073	14,457	14,838	15,324	归属于母公司净利润	37.0%	-26.9%	10.4%	11.0%	13.4%
其他	344	(110)	(110)	(110)	(110)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>16,038</b>	<b>17,287</b>	<b>19,678</b>	<b>20,069</b>	<b>20,571</b>	毛利率	44.5%	44.5%	45.2%	45.6%	46.0%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>33,713</b>	<b>33,431</b>	<b>36,225</b>	<b>37,572</b>	<b>39,105</b>	净利率	13.7%	10.3%	10.9%	11.1%	11.6%
						ROE	19.3%	13.1%	13.1%	13.5%	15.0%
						ROIC	15.8%	10.9%	12.0%	12.4%	13.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	资产负债率	52.4%	48.3%	45.7%	46.6%	47.4%
净利润	2,918	2,189	2,391	2,656	3,014	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	518	612	468	289	192	流动比率	1.49	1.47	1.63	1.63	1.62
财务费用	47	(175)	(49)	(57)	(34)	速动比率	0.90	0.69	1.06	1.04	1.03
投资损失	(186)	(124)	(100)	(50)	(50)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	811	(1,756)	2,618	(217)	0	应收账款周转率	20.2	18.8	13.7	10.9	10.4
其它	1,122	1,572	(5)	(5)	(5)	存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.4	1.4
<b>经营活动现金流</b>	<b>5,230</b>	<b>2,317</b>	<b>5,322</b>	<b>2,616</b>	<b>3,118</b>	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
资本支出	117	(172)	(150)	(150)	(150)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(238)	367	0	0	0	每股收益	0.61	0.45	0.50	0.55	0.62
其他	(656)	(2,692)	105	55	55	每股经营现金流	4.95	1.57	3.60	1.77	2.11
<b>投资活动现金流</b>	<b>(777)</b>	<b>(2,496)</b>	<b>(45)</b>	<b>(95)</b>	<b>(95)</b>	每股净资产	3.34	3.54	4.04	4.12	4.22
债权融资	(205)	(2,377)	0	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	439	3,051	0	0	0	市盈率	11.2	15.3	13.9	12.5	11.0
其他	(3,432)	(5,521)	49	(2,207)	(2,479)	市净率	2.1	1.9	1.7	1.7	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,198)</b>	<b>(4,847)</b>	<b>49</b>	<b>(2,207)</b>	<b>(2,479)</b>	EV/EBITDA	6.0	7.8	7.4	7.1	6.4
汇率变动影响	(6)	3	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.9	9.7	8.6	7.7	6.7
<b>现金净增加额</b>	<b>1,250</b>	<b>(5,023)</b>	<b>5,327</b>	<b>314</b>	<b>543</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（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）；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。