

主品牌 Q3 收入同比转正 看好奥莱业务中期前景

核心观点

- 25Q3 海澜之家主品牌收入同比转正，直营比重提升推动毛利率继续上升。**前三季度海澜之家主品牌收入同比下降 3.99%，相比中报的同比下降 5.86%，趋势在逐步改善，单三季度已经实现同比增长 3% 左右。伴随近年来国内商业渠道整体形势的变化（百货、购物中心相对街边店更为景气），公司近年持续拓展直营渠道（购物中心为主）占比。前三季度公司主品牌直营净开店 115 家，加盟（以街边店为主）净关店 264 家，渠道结构的变化推动公司主品牌毛利率同比增长 2.35 个百分点，相比上半年的提升还有进一步的增加。
- 前三季度公司团购业务和其他品牌业务均呈现收入快增，而毛利率有所下降的特征。**前三季度公司团购收入同比增长 28.75%，毛利率同比有 6.65 个百分点的下降。我们判断在目前相对疲弱的消费环境下，公司为做大做强拓展了部分盈利能力相对更低的工作服等订单所致。而其他品牌业务收入的快速增长预计主要来自于京东奥莱业务和阿迪达斯 FCC 业务，这两块业务毛利率相对低于公司原来的 OVV 和英氏等品牌业务，因此影响了其他品牌业务部分整体的毛利率。
- 前三季度期间费用率同比略增，经营活动净现金保持优良水平。**前三季度公司期间费用率的同比增长主要来自销售费用的增加，我们判断主要来自于主品牌直营拓店和新业务开拓。前三季度公司经营活动净现金为 20.26 亿元，超过同期盈利水平。
- 主品牌逐步企稳，新业务在持续拓展之中，我们看好公司京东奥莱的中期发展前景。**公司主品牌相对稳固，未来的重要看点之一在于京东奥莱业务的增值空间。25 年以来京东奥莱持续快速开店（中期末 23 家，7/8/9 月分别新开 7 家、13 家和 3 家。我们认为 25 年是该业务“野蛮”生长、逐步跑通模式的阶段，后续将进入放量 and 逐步贡献规模盈利的时期。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，高度契合了当下及未来的消费环境。

盈利预测与投资建议

- 根据三季报和目前行业形势，我们调整公司盈利预测（小幅下调了未来 3 年海澜之家主品牌的收入，上调了未来 3 年的销售费用率），预计公司 2025-2027 年每股收益分别为 0.46、0.51 和 0.58 元（原预测为 0.50、0.55 和 0.62 元），参考可比公司，给予 2025 年 18 倍 PE 估值，对应目标价 8.28 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	21,814	23,621	25,651
同比增长(%)	16.0%	-2.7%	4.1%	8.3%	8.6%
营业利润(百万元)	3,611	2,780	2,795	3,089	3,507
同比增长(%)	28.7%	-23.0%	0.5%	10.5%	13.5%
归属母公司净利润(百万元)	2,952	2,159	2,225	2,454	2,781
同比增长(%)	37.0%	-26.9%	3.1%	10.3%	13.3%
每股收益(元)	0.61	0.45	0.46	0.51	0.58
毛利率(%)	44.5%	44.5%	44.9%	45.2%	45.5%
净利率(%)	13.7%	10.3%	10.2%	10.4%	10.8%
净资产收益率(%)	19.3%	13.1%	12.3%	12.6%	14.0%
市盈率	10.1	13.8	13.4	12.1	10.7
市净率	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5

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 10 月 31 日）	6.19 元
目标价格	8.28 元
52 周最高价/最低价	8.74/5.43 元
总股本/流通 A 股（万股）	480,277/480,277
A 股市值（百万元）	29,729
国家/地区	中国
行业	纺织服装
报告发布日期	2025 年 11 月 03 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现%	-3.13	-4.33	-9.24	11.48
相对表现%	-2.7	-4.33	-23.1	-7.79
沪深 300%	-0.43	0	13.86	19.27



证券分析师

施红梅 执业证书编号：S0860511010001
shihongmei@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

拟启动境外上市 看好全球化拓展和京东奥莱业务	2025-09-09
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

根据三季报和目前行业形势，我们调整公司盈利预测（小幅下调了未来3年海澜之家主品牌的收入，上调了未来3年的销售费用率），预计公司2025-2027年每股收益分别为0.46、0.51和0.58元（原预测为0.50、0.55和0.62元），参考可比公司，给予2025年18倍PE估值，对应目标价8.28元，维持公司“买入”评级。

表1：行业可比公司估值（截至2025年10月31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	3.93	0.34	0.28	0.32	0.37	12	14	12	11
伟星股份	002003	10.88	0.60	0.59	0.67	0.75	18	18	16	15
富安娜	002327	7.20	0.65	0.47	0.53	0.58	11	15	14	12
地素时尚	603587	12.65	0.64	0.65	0.73	0.82	20	19	17	15
比音勒芬	002832	15.98	1.37	1.27	1.44	1.63	12	13	11	10
安踏体育	02020	75.49	5.56	4.77	5.39	6.02	14	16	14	13
森马服饰	002563	5.41	0.42	0.35	0.43	0.50	13	15	13	11
万辰集团	300972	176.78	1.55	6.02	8.71	11.02	114	29	20	16
TJX 公司	TJX	140.14	4.26	4.60	5.08	5.58	33	30	28	25
调整后平均								18	15	13

数据来源：wind, bloomberg、东方证券研究所，TJX 的货币单位是美元，其他都是人民币

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	11,974	12,253	12,763	营业收入	21,528	20,957	21,814	23,621	25,651
应收票据、账款及款项融资	1,040	1,249	1,963	2,362	2,565	营业成本	11,954	11,628	12,020	12,943	13,968
预付账款	230	238	247	268	291	销售费用	4,353	4,841	5,126	5,551	6,002
存货	9,337	11,987	9,015	9,707	10,476	管理费用	963	1,036	1,069	1,157	1,231
其他	2,496	2,185	2,208	2,254	2,306	研发费用	200	288	284	307	333
流动资产合计	25,005	22,453	25,407	26,844	28,401	财务费用	47	(175)	(49)	(56)	(32)
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)	(125)	(136)
其他	4,809	7,435	7,144	7,039	7,039	营业利润	3,611	2,780	2,795	3,089	3,507
非流动资产合计	8,708	10,978	10,660	10,521	10,479	营业外收入	30	19	50	50	50
资产总计	33,713	33,431	36,068	37,365	38,880	营业外支出	17	12	20	20	20
短期借款	0	0	0	0	0	利润总额	3,624	2,787	2,825	3,119	3,537
应付票据及应付账款	10,085	11,259	11,639	12,533	13,525	所得税	705	598	593	655	743
其他	6,683	3,997	4,022	4,076	4,135	净利润	2,918	2,189	2,232	2,464	2,795
流动负债合计	16,768	15,256	15,661	16,608	17,660	少数股东损益	(34)	30	7	10	14
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	2,952	2,159	2,225	2,454	2,781
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益（元）	0.61	0.45	0.46	0.51	0.58
其他	907	888	888	888	888	主要财务比率					
非流动负债合计	907	888	888	888	888		2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
负债合计	17,675	16,144	16,549	17,497	18,548	成长能力					
少数股东权益	(12)	276	282	292	306	营业收入	16.0%	-2.7%	4.1%	8.3%	8.6%
实收资本（或股本）	1,056	1,478	1,478	1,478	1,478	营业利润	28.7%	-23.0%	0.5%	10.5%	13.5%
资本公积	941	3,570	3,570	3,570	3,570	归属于母公司净利润	37.0%	-26.9%	3.1%	10.3%	13.3%
留存收益	13,709	12,073	14,298	14,638	15,087	获利能力					
其他	344	(110)	(110)	(110)	(110)	毛利率	44.5%	44.5%	44.9%	45.2%	45.5%
股东权益合计	16,038	17,287	19,518	19,869	20,332	净利率	13.7%	10.3%	10.2%	10.4%	10.8%
负债和股东权益总计	33,713	33,431	36,068	37,365	38,880	ROE	19.3%	13.1%	12.3%	12.6%	14.0%
现金流量表						ROIC	15.8%	10.9%	11.2%	11.6%	13.0%
单位:百万元	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	偿债能力					
净利润	2,918	2,189	2,232	2,464	2,795	资产负债率	52.4%	48.3%	45.9%	46.8%	47.7%
折旧摊销	518	612	468	289	192	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
财务费用	47	(175)	(49)	(56)	(32)	流动比率	1.49	1.47	1.62	1.62	1.61
投资损失	(186)	(124)	(100)	(50)	(50)	速动比率	0.90	0.69	1.05	1.03	1.02
营运资金变动	811	(1,756)	2,631	(211)	5	营运能力					
其它	1,122	1,572	(5)	(5)	(5)	应收账款周转率	20.2	18.8	13.7	10.9	10.4
经营活动现金流	5,230	2,317	5,177	2,431	2,905	存货周转率	1.2	1.1	1.1	1.4	1.4
资本支出	117	(172)	(150)	(150)	(150)	总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
长期投资	(238)	367	0	0	0	每股指标（元）					
其他	(656)	(2,692)	105	55	55	每股收益	0.61	0.45	0.46	0.51	0.58
投资活动现金流	(777)	(2,496)	(45)	(95)	(95)	每股经营现金流	4.95	1.57	3.50	1.64	1.97
债权融资	(205)	(2,377)	0	0	0	每股净资产	3.34	3.54	4.01	4.08	4.17
股权融资	439	3,051	0	0	0	估值比率					
其他	(3,432)	(5,521)	49	(2,058)	(2,300)	市盈率	10.1	13.8	13.4	12.1	10.7
筹资活动现金流	(3,198)	(4,847)	49	(2,058)	(2,300)	市净率	1.9	1.7	1.5	1.5	1.5
汇率变动影响	(6)	3	-0	-0	-0	EV/EBITDA	5.2	6.8	6.8	6.6	6.0
现金净增加额	1,250	(5,023)	5,181	279	510	EV/EBIT	6.0	8.4	8.0	7.2	6.3

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

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。