

雅戈尔 (600177.SH)

强烈推荐 (维持)

服装业务触底，限制性股票激励计划彰显增长信心

受地产业务去化影响，公司 2025 年收入同比下降 18%至 116 亿元，归母净利润同比下滑 12%至 24.5 亿元。2026Q1 公司收入同比增长 3%至 28.82 亿元，归母净利润同比增长 15%至 9.22 亿元。2025 年全年分红比例达到 81.5%。当前市值对应 26PE13X，考虑到服装业务触底，地产业务去化接近尾声，投资业务稳健，维持强烈推荐评级。

□ 2025 年公司营业收入 115.82 亿元，同比-18.37%。收入分板块看，房地产业务加速去化，收入同比下滑 44%至 41.57 亿元；服装业务受新品牌并表影响收入同比增长 15%至 67.54 亿元；纺织业务收入同比下滑 25%至 8.19 亿元，分部间抵消 1.89 亿元。

□ 2025 年实现归母净利润 24.47 亿元，同比-11.57%。实现扣非归母净利润 23.14 亿元，同比-14.38%。分板块看，投资业务归母净利润 24.71 亿元，同比增长 12%；房地产业务亏损 1.06 亿元（2024 年同期盈利 1.54 亿元）；服装业务归母净利润同比下滑 70%至 1.1 亿元；纺织品业务亏损 0.18 亿元（2024 年同期盈利 0.18 亿元）。

□ 服装业务：主品牌积极调整，新品牌保持快速增长。分品牌看：YOUNGOR 品牌收入同比下滑 4%至 50 亿元，YOUNGOR 品牌加速转型，积极调整产品结构，加大户外休闲系列布局力度，通过大单品（羽绒服、针织系列）的销售稳步增长，缓解核心品类（衬衫、西服）的销售下滑压力。其他品牌实现收入 16.27 亿元，同比增长 226%，由于并表 BONPOINT 品牌及多品牌 (BONPOINT、UNDEFEATED、MAYOR、HANP、CORTHAY)快速增长所致。分渠道看：2025 年末门店总数 2235 家，较 2024 年增加 61 家。直营收入同比增长 13.4%至 48 亿元，加盟收入同比增长 86%至 3.1 亿元，其他渠道收入同比增长 14%至 15.2 亿元。

□ 房地产业务：上海地区星海云境项目、温州地区麓台里项目 2025 年尾盘销售顺利，并推进宁波明湖懿秋苑交付，结转营业收入 41.57 亿元，同比下降 44%；受存货跌价准备计提的影响，全年亏损 1.06 亿元。

□ 投资业务：从投资收益构成来看，以宁波银行为主的股权投资收益&以中信股份为主的分红收益占比 90%以上。公司坚持以时尚产业投资为主，其它财务性投资为辅的战略投资体系。加快退出财务性投资项目，优化投资结构。截至 2025 年 12 月 31 日，公司已出售部分中信股份、博迁新材、上美股份等金融资产。

□ 2026Q1 经营情况稳定：公司收入同比增长 3%至 28.82 亿元，归母净利润同比增长 15%至 9.22 亿元。分板块看：品牌服装业务收入同比增长 1%至 18.35 亿元，归母净利润同比增长 6%至 2 亿元；地产业务快速出清，结转收入 7.7 亿元，同比下降 2%，归母净利润同比下滑 39%至 2329 万元。投资业务实现

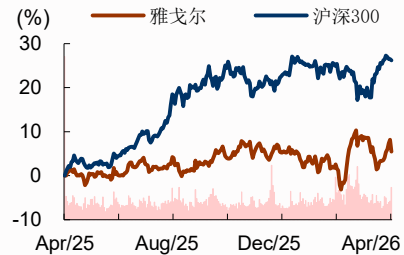
消费品/轻工纺服
目标估值：NA
当前股价：7.45 元

基础数据

总股本 (百万股)	4623
已上市流通股 (百万股)	4623
总市值 (十亿元)	34.4
流通市值 (十亿元)	34.4
每股净资产 (MRQ)	9.2
ROE (TTM)	5.8
资产负债率	39.9%
主要股东	宁波雅戈尔控股有限公司
主要股东持股比例	38.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	1	3
相对表现	-9	-0	-23



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《雅戈尔 (600177) — 聚焦服装主业，转型静待花开》2025-08-11

刘丽 S1090517080006
liuli14@cmschina.com.cn
唐圣扬 S1090523120001
tangshengyang@cmschina.com.cn

归母净利润 6.99 亿元。

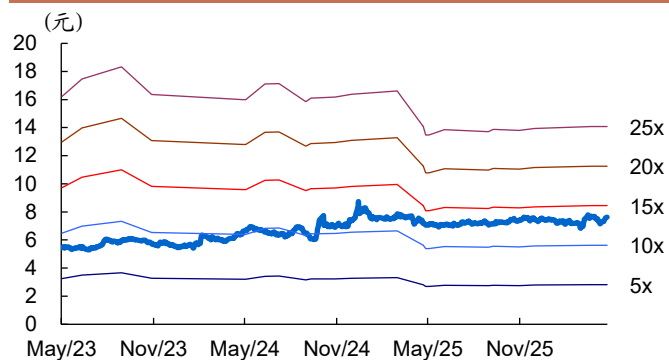
- **发布限制性股票激励计划，彰显发展信心：**2026 年 4 月 2 日，公司向中高层管理人员和核心骨干员工共 757 人授予限制性股票近 1.2 亿股，占公告日股本总额的 2.6%，授予价格为 6.92 元/股。解除限售分两期考核，两期考核目标分别为：1) 2026 年净利润较 2025 年增长不低于 10%，2) 2027 年净利润较 2025 年增长不低于 15%或者 2027 年与 2026 年合计净利润较 2025 年增长不低于 125%（两者满足其一）。
- **盈利预测及投资建议：**考虑到地产业务去化过程中要对库存计提减值，且服装零售业也面临一定压力。我们下调 2026 年-2028 年归母净利润预测，预计 2026 年-2028 年归母净利润分别为 27 亿元、29.6 亿元、32.8 亿元，同比增长 10%、10%、11%。当前市值对应 26PE13X，分红比例高，维持强烈推荐评级。
- **风险提示：**品牌服饰销售不及预期的风险，地产尾盘销售不及预期的风险。服装及地产计提存货减值的风险。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	14188	11582	10411	10071	9709
同比增长	3%	-18%	-10%	-3%	-4%
营业利润(百万元)	3053	2615	2759	2965	3209
同比增长	-23%	-14%	6%	7%	8%
归母净利润(百万元)	2767	2447	2702	2964	3277
同比增长	-19%	-12%	10%	10%	11%
每股收益(元)	0.60	0.53	0.58	0.64	0.71
PE	12.4	14.1	12.7	11.6	10.5
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

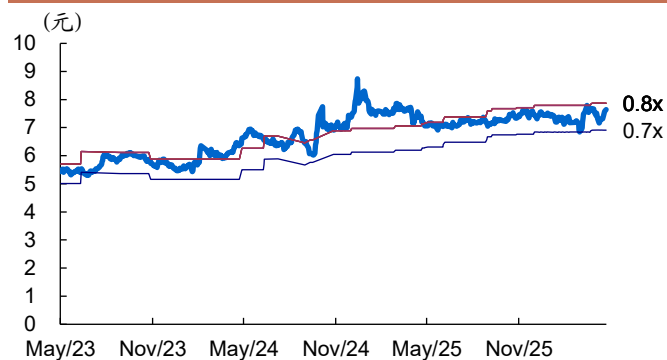
资料来源：公司数据、招商证券

图 1: 雅戈尔历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 雅戈尔历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	19836	21294	20280	19709	19005
现金	7737	11773	12000	12000	12000
交易性投资	81	702	830	850	850
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	227	377	339	328	316
其它应收款	902	689	619	599	577
存货	9854	6354	5243	4730	4110
其他	1035	1399	1250	1203	1151
非流动资产	51553	49503	50359	51204	51602
长期股权投资	25830	26768	28000	28500	29000
固定资产	10652	10081	9552	9062	8607
无形资产商誉	353	1634	1471	1324	1191
其他	14718	11020	11337	12318	12803
资产总计	71389	70797	70640	70912	70607
流动负债	24383	18602	17432	17063	16030
短期借款	10229	9309	12044	11971	11296
应付账款	978	1007	831	750	651
预收账款	5336	2433	2008	1811	1574
其他	7840	5854	2549	2531	2508
长期负债	5567	9666	9666	9666	9666
长期借款	4696	8155	8155	8155	8155
其他	871	1511	1511	1511	1511
负债合计	29950	28268	27097	26728	25695
股本	4623	4623	4623	4623	4623
资本公积金	1626	833	833	833	833
留存收益	34951	36877	37915	38583	39339
少数股东权益	239	196	172	145	116
归属于母公司所有者权益	41200	42334	43371	44039	44796
负债及权益合计	71389	70797	70640	70912	70607

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	1546	1234	1841	1600	1908
净利润	2756	2426	2678	2938	3248
折旧摊销	784	867	927	867	813
财务费用	686	560	519	509	498
投资收益	(2954)	(3265)	(3009)	(3009)	(2995)
营运资金变动	271	623	727	295	346
其它	3	23	(0)	(0)	(0)
投资活动现金流	2218	5249	1098	1278	1784
资本支出	(1138)	(367)	(211)	(211)	(211)
其他投资	3356	5616	1309	1489	1995
筹资活动现金流	(8764)	(2513)	(2711)	(2878)	(3693)
借款变动	(5084)	226	(528)	(72)	(675)
普通股增加	(5)	0	0	0	0
资本公积增加	2	(793)	0	0	0
股利分配	(3239)	(1664)	(1664)	(2297)	(2520)
其他	(438)	(281)	(519)	(509)	(498)
现金净增加额	(5001)	3970	227	0	0

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14188	11582	10411	10071	9709
营业成本	8542	6265	5170	4664	4053
营业税金及附加	241	232	209	202	195
营业费用	3158	3578	3311	3283	3301
管理费用	887	958	864	906	922
研发费用	61	76	68	101	126
财务费用	585	539	519	509	498
资产减值损失	(591)	(591)	(520)	(450)	(400)
公允价值变动收益	(83)	(35)	(35)	(35)	(35)
其他收益	60	43	43	43	30
投资收益	2954	3265	3000	3000	3000
营业利润	3053	2615	2759	2965	3209
营业外收入	42	22	22	22	22
营业外支出	93	36	36	36	36
利润总额	3002	2601	2745	2951	3196
所得税	246	176	68	13	(52)
少数股东损益	(11)	(22)	(24)	(26)	(29)
归属于母公司净利润	2767	2447	2702	2964	3277

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	3%	-18%	-10%	-3%	-4%
营业利润	-23%	-14%	6%	7%	8%
归母净利润	-19%	-12%	10%	10%	11%
获利能力					
毛利率	39.8%	45.9%	50.3%	53.7%	58.3%
净利率	19.5%	21.1%	26.0%	29.4%	33.7%
ROE	6.9%	5.9%	6.3%	6.8%	7.4%
ROIC	-24.2%	6.4%	6.5%	6.9%	7.3%
偿债能力					
资产负债率	42.0%	39.9%	38.4%	37.7%	36.4%
净负债比率	27.0%	29.3%	28.6%	28.4%	27.5%
流动比率	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.4	0.8	0.9	0.9	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
存货周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	54.3	38.4	29.1	30.2	30.2
应付账款周转率	7.8	6.3	5.6	5.9	5.8
每股资料(元)					
EPS	0.60	0.53	0.58	0.64	0.71
每股经营净现金	0.33	0.27	0.40	0.35	0.41
每股净资产	8.91	9.16	9.38	9.53	9.69
每股股利	0.40	0.36	0.50	0.55	0.60
估值比率					
PE	12.4	14.1	12.7	11.6	10.5
PB	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA	11.8	13.1	12.3	11.9	11.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。