



海澜之家 (600398.SH)

买入 (首次评级)

公司深度研究
证券研究报告

城市奥莱，海澜之家的下一站？

前言

本篇公司研究报告针对市场最为关心的京东奥莱项目做前瞻研究。一方面，立足折扣零售，分析新业态成败的制胜点；另一方面，拆解新业务合作模式并测算潜在空间。

投资逻辑：

1) 折扣零售向纵深化演绎，奥莱逆势领跑。美日折扣零售诞生于经济下行期，根据智研咨询，2023年中国折扣规模1.8万亿，占比社零总额3.8%，供（滞销）需（不足）双驱带动质价比成为主流消费趋势。本轮折扣零售始于零食量贩店，逐渐向传统零售深刻演绎。根据奥莱领袖，2023年中国拥有239家奥莱，销售额1600亿元，占比折扣零售9%，同比增长近10%，领跑其他零售业态。通过唯品会、TJX、荟品仓、寺库等正反面案例复盘，我们认为奥莱作为软折扣，难点在于高货值货源的正品质、充足性和折扣度，最终达成渠道价值的沉淀，实现高复购、高客户价值和高周转。

2) 何以比肩TJX?2024年上半年公司增持控股斯搏兹，发力FCC(阿迪正价店)和京东奥莱(城市奥莱集合店)，加码运动服饰和折扣零售。京东奥莱和TJX同属品牌折扣集合店，京东奥莱集齐多方力量、风险收益共担共享。公司与购物中心、京东建立深厚合作关系，同时链接到其他品牌方。软折扣的关键点——货源，来自于其他品牌方的库存，主要采用可退货模式，商品阈值涵盖轻奢、大众品牌，满足寻宝消费体验。相较TJX，京东奥莱轻资产，资金周转快且盈利高，未来高坪效可期。

3) 增长空间?FCC远期空间达57亿元，对应2023年营收/归母净利润增幅26%/15%，店效看齐中部体育零售商280万元、开店空间参考安踏&李宁门店以及阿迪开店指引接近1500家。京东奥莱远期空间达120亿元，对应2023年营收/归母净利润增幅56%/40%，店效看齐TJX0.7亿元、开店空间采用城市等级配比约150家。

盈利预测、估值和评级

公司业务多元成长，坐稳休闲男装龙头地位、海外拓展有为、FCC进入成长快车道，京东奥莱轻资产模式跑通后有望贡献明显增量。预计2024-2026年实现营收210/247/272亿元，同比-2.24%/17.48%/10.19%，归母净利润23/27/30亿元，同比-22.49%/18.01%/11.90%，分部估值后对应2025年14倍PE，目标价7.60元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示

品牌招商、团队管理和战略方合作变动、竞争加剧、应付账款周转天数偏高和存货跌价偏低等风险。

纺服组

分析师：杨欣 (执业S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

分析师：赵中平 (执业S1130524050003)

zhaozhongping@gjzq.com.cn

分析师：杨雨钦 (执业S1130524110005)

yangyuqin@gjzq.com.cn

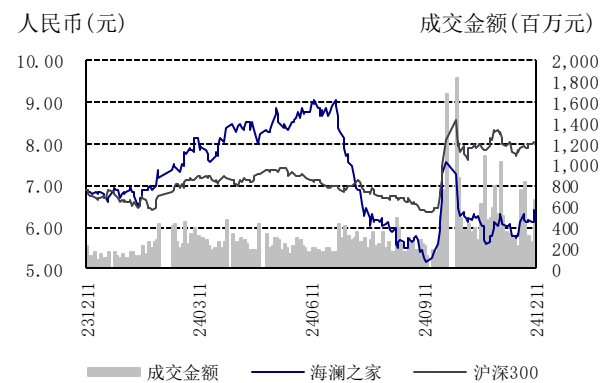
联系人：龚理 (执业S1130124120030)

gongli@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：6.51元

目标价 (人民币)：7.60元

相关报告：



公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,046	24,724	27,243
营业收入增长率	-8.06%	15.98%	-2.24%	17.48%	10.19%
归母净利润(百万元)	2,155	2,952	2,288	2,700	3,021
归母净利润增长率	-13.49%	36.96%	-22.49%	18.01%	11.90%
摊薄每股收益(元)	0.499	0.674	0.476	0.562	0.629
每股经营性现金流净额	0.73	1.19	3.71	4.66	5.22
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.76%	18.39%	12.91%	13.64%	13.64%
P/E	10.62	11.01	13.66	11.58	10.35
P/B	1.57	2.03	1.76	1.58	1.41

来源：公司年报、国金证券研究所



内容目录

前言.....	4
1、折扣，质价比消费的深刻变革.....	4
2、奥莱，高货值尾货的表现形态.....	7
2.1、奥莱：大品牌、小价格的吸引力法则.....	7
2.2、唯品会：从服装特卖起家到全域特卖.....	8
2.3、TJX：线下品牌折扣集合店的隐形王者.....	10
2.4、渠道价值：正品性、充足性和折扣度.....	14
3、内外合力，京东奥莱高筑壁垒.....	16
3.1、收购斯搏兹，发力 FCC 和城市奥莱.....	16
3.2、独特商业模式迁移新商业合作.....	18
3.3、FCC 项目之阿迪战略合作.....	20
3.4、京东奥莱项目之京东赋能助力.....	21
4、盈利预测与投资建议.....	22
4.1、盈利预测.....	22
4.2、投资建议及估值.....	26
5、风险提示.....	27

图表目录

图表 1：美国折扣零售发展历程.....	4
图表 2：日本折扣零售超额表现（倍）.....	5
图表 3：GDP 增速降档至 5%.....	5
图表 4：代表企业的库销比.....	5
图表 5：折扣零售变革.....	6
图表 6：折扣化图谱.....	6
图表 7：中国奥莱销售规模（亿元）.....	7
图表 8：奥莱领跑其他零售业态.....	7
图表 9：王府井和百联股份奥莱情况.....	8
图表 10：奥莱毛利率远高于其他零售业态（2023 年）.....	8
图表 11：2023 年中国奥莱新增门店.....	8
图表 12：唯品会发展历程.....	9
图表 13：唯品会渠道价值凸显、用户黏性高.....	9
图表 14：杉杉奥莱项目版图.....	10
图表 15：唯品会投资活动产生的现金流净额（亿元）.....	10



图表 16: 唯品会奥莱业绩表现.....	10
图表 17: TJX 品牌矩阵.....	11
图表 18: TJX 营收拆分 (亿美元).....	11
图表 19: TJX 经营质量.....	12
图表 20: TJX 发展历程.....	13
图表 21: TJX 效率优于梅西百货.....	13
图表 22: TJX 买手和仓配中心情况.....	13
图表 23: 荟品仓图片.....	14
图表 24: 壹品仓图片.....	14
图表 25: 渠道价值在于正品性、充足性和折扣度.....	15
图表 26: 品类市场规模及集中度比较.....	15
图表 27: 奥莱品牌配比.....	15
图表 28: 斯搏兹和京东奥莱股权结构图.....	16
图表 29: 京东奥莱入驻品牌之部分国际品牌.....	17
图表 30: 京东奥莱入驻品牌之部分运动户外品牌.....	17
图表 31: 奥莱细分业态比较.....	17
图表 32: FCC 和京东奥莱竞争优势.....	18
图表 33: 海澜之家商业模式.....	19
图表 34: 海澜之家门店数.....	19
图表 35: 可比公司店效 (2023 年).....	19
图表 36: 不同城市的商铺租金 (元/月/m ²).....	20
图表 37: 不同城市的商铺空置率 (%).....	20
图表 38: 购物中心一楼门店面积.....	20
图表 39: 快时尚和超市的数量变化.....	20
图表 40: 耐克和阿迪大中华区表现.....	21
图表 41: 中国体育零售商市场份额.....	21
图表 42: 滔搏和宝胜经营情况 (2023 财年).....	21
图表 43: 京东必赢之战.....	22
图表 44: FCC 业绩测算.....	23
图表 45: 京东奥莱业绩测算.....	24
图表 46: 海澜之家营收预测 (百万元).....	24
图表 47: 主业可比公司估值.....	26
图表 48: FCC 可比公司估值.....	26
图表 49: TJX 股价表现.....	27
图表 50: 分部估值.....	27



前言

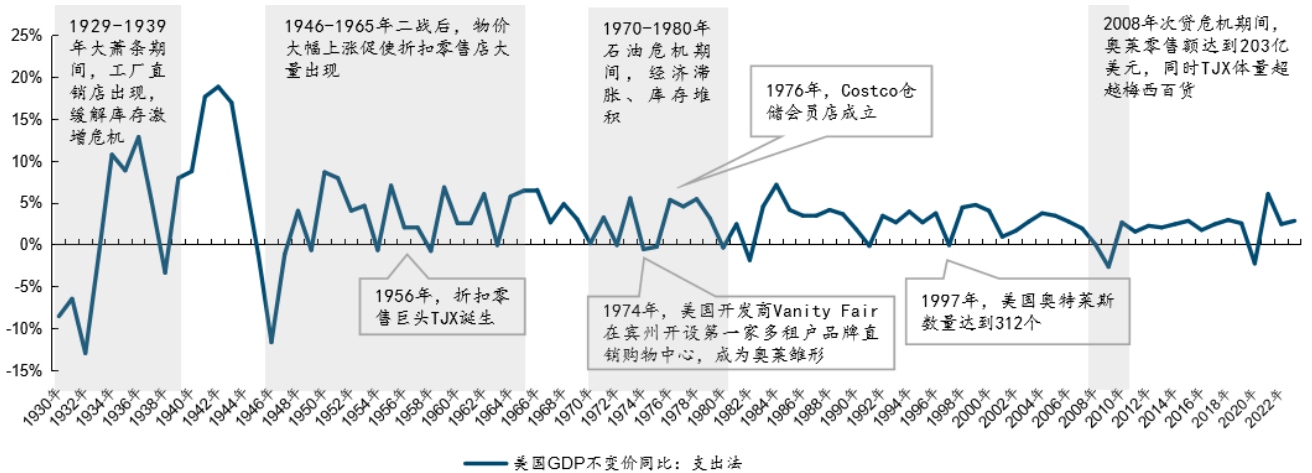
经历 2010 年前后的门店狂飙、2015 年以来的电商浪潮，公司坐稳休闲男装龙头地位。当下面临经济放缓、需求疲软的困境，公司积极探索出海和城市奥莱，有望形成明显业绩增量。京东奥莱虽仅开出总部首店，模式跑通有望快速扩张，对标 TJX 潜力巨大。本篇公司研究报告聚焦斯搏兹相关的 FCC 和京东奥莱项目做前瞻研究，报告亮点为：

- 1) 将京东奥莱项目架构在折扣零售的大背景下，分析奥莱业态成败的制胜点；
- 2) 拆解 FCC 和京东奥莱项目的商业模式，分析模式特点、竞争优势并测算潜在空间。

1、折扣，质价比消费的深刻变革

镜鉴美日，折扣化兴于下行期。1) **美国**，折扣零售最早起源于美国 19 世纪末第二次工业革命尾声，纺织制造生产超额供给，服装和制鞋企业开始将过剩或瑕疵产品出售给员工和消费者。之后，折扣零售新业态在经济下行期不断演化，其中 TJX (1956 年成立，品牌折扣店)、奥特莱斯 (1974 年，品牌折扣店)、Costco (1976 年，仓储会员店) 等穿越经济周期，成为零售隐形王者。2) **日本**，得益于广场协议和货币宽松政策，日本 80 年代经济增长强劲，GDP 复合增速达到 12%。进入到 90 年代，泡沫经济破裂使得房产和股市双双大幅滑落，消费者支出更为理性谨慎。堂吉诃德 (1978 年，软折扣店)、优衣库 (1984 年，大众高性价比服饰) 等折扣零售业态逆势成长，在 2000-2023 年股价涨幅均为 9 倍，明显跑赢日经 225 指数的 0.77 倍。3) **比较**，美日折扣零售均诞生于经济下行期，美国发展更早，经历多轮下行周期业态更为丰富，覆盖不同价格带、折扣路径且仓储会员店占比高；而日本折扣零售集中诞生在泡沫经济破裂前后、持续时间长，折扣聚焦在低价格带。

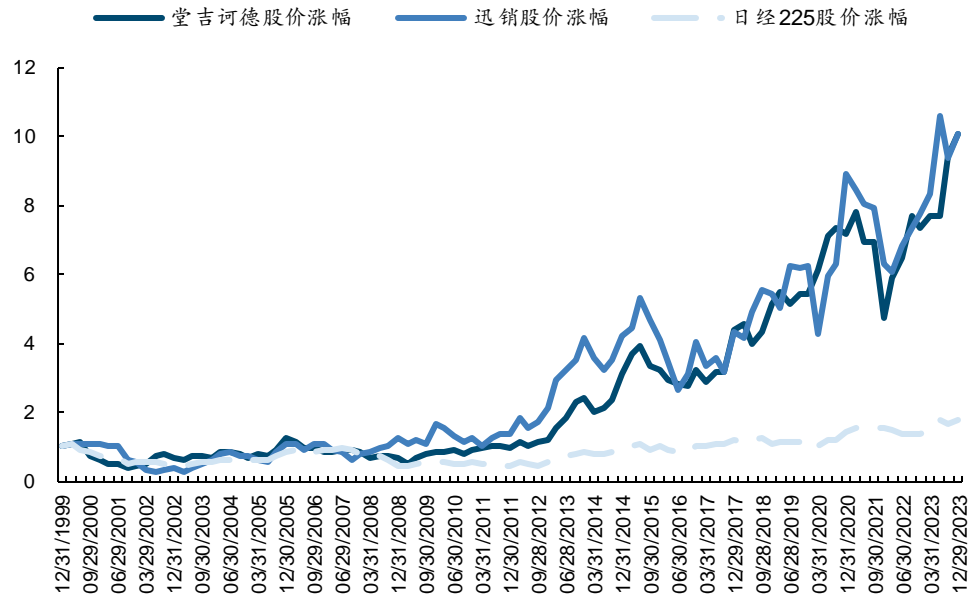
图表1：美国折扣零售发展历程



来源：ifind，国金证券研究所



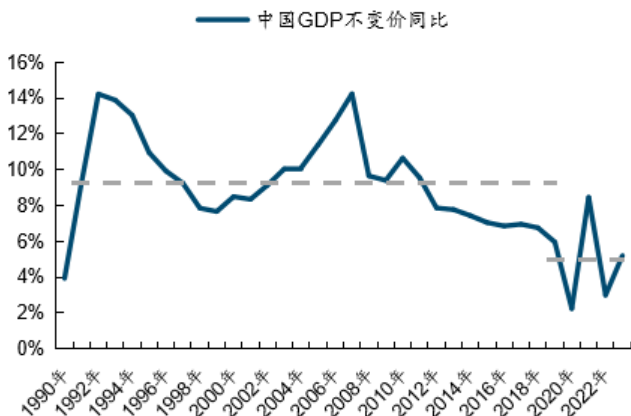
图表2: 日本折扣零售超额表现(倍)



来源: 彭博, 国金证券研究所

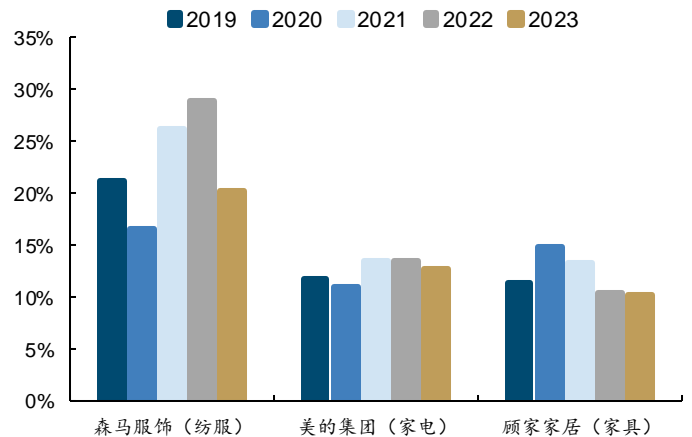
落脚中国, 质价比日新月异。2020年以来, 需求端不足、供给端滞销, 供需双驱带动质价比成为主流消费趋势, 类似90年代的日本。**需求端**, 经济增长放缓, GDP增速降档至5%; 悲观预期下, 消费者信心指数跌落至85%, 消费经历受限-反弹-弱复苏, 目前表现仍疲软, 截至2024年10月, 社零累计同比仅为3.50%, 低于2019年同期的8.10%。此轮消费降级并非完全的消费降级, 考虑到2015-2018年的消费升级, 其内涵为“品质/价格=价值”的理性功能消费观。**供给端**, 生产过剩叠加消费需求不足导致库存积压, 森马服饰(纺服)、美的集团(家电)、顾家家居(家具)2021年的库销比相较2019年分别提升5/2/2pct, 2023年库存去化虽有所缓解, 库存仍维持较高水平。根据智研咨询, 2023年中国折扣市场规模为1.8万亿元, 占比社零总额约为3.8%。此外, 尾货占比较高的品类为服装、家居、日化等, 为折扣零售提供丰富的货源补给。

图表3: GDP增速降档至5%



来源: ifind, 国金证券研究所

图表4: 代表企业的库销比



来源: ifind, 国金证券研究所

折扣化向纵深演绎。1) 始于零食量贩店。相对街边店、高端零售店、百货店, 量贩零食店具备更多的SKU、更高的性价比、更强的便利性, 2021年以来迎来加速发展, 截至2023年10月全国门店数突破2.2万家。以零食很忙为例, 2017年成立于湖南长沙, 2018年加密省内地级市, 2021年开启外埠扩张, 2024年收购零食有鸣, 现拥有7000+家门店。零食量贩店的跑马圈地不仅得益于资本加持, 更得益于低盈利但高周转的效率模式跑通。2)



传统零售存较大变革空间。传统商超/百货自主经营弱、经营效率低，受到电商、便利店的分流冲击较大。零食量贩店的经营提效在于，去掉中间经销商直接对接制造厂商，以无账期、免进场费、大体量、高周转拿到更低成本价从而让利给消费者。零食量贩店的崛起也可看作少部分掌握货源的优秀经销商自立门户对传统商超的迭代，若品类从零食延伸开来，传统商超将会面临更大的经营挑战。在此背景下，传统商超开始求新求变，迎合质价比消费趋势，例如，家家悦分别推出悦记·好零食和好惠星，前者定位极致性价比零食集合店，后者采用自有工厂推出自主品牌。

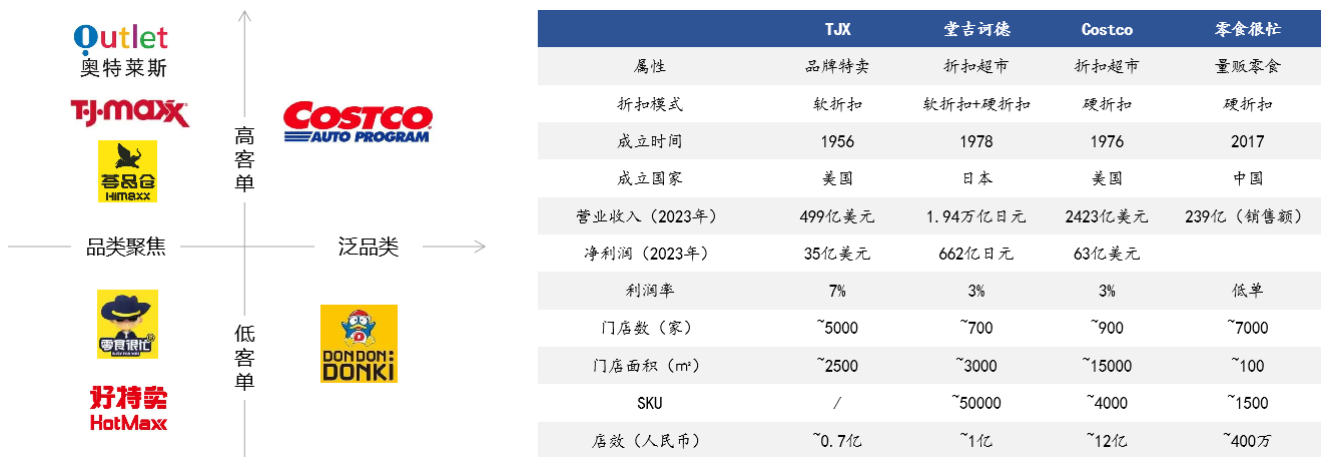
图表5: 折扣零售变革

企业名称	业态	创立年份	介绍
零食很忙	零食折扣店	2017	去中间商，零食直采，提供高性价比零食。
好特卖	社区折扣店	2020	销售临期商品、尾货及部分自有品牌。
嗨特购	社区折扣店	2021	销售临期商品、尾货及部分自有品牌。
折扣牛	社区硬折扣店	2021	社区硬折扣连锁品牌，推出 24 小时硬折扣超市及社区会员鲜生店。
盒马生鲜	盒马奥莱	2021	承接其他门店尾货，以折扣方式出售临期产品。
	悦记·好零食	2023	零食集合店。
家家悦	好惠星	2023	以家家悦自有品牌为主，自有工厂全流程一体化，大批量集中采购降低成本。
永辉超市	全国门店上线“正品折扣店”，在线上 APP/小程序增设折扣专区	2023	折扣店开设在永辉超市门店内部，SKU 在 500-1000 个左右。
重庆百货	社区折扣店	2023	以区域门店为单位进行试点，计划试点 20 家+，计划打造店内零食专区 50 家+。

来源：公司官网，中国商报，中国经济网，国金证券研究所

供应链提质+尾货，折扣化两大法宝。1) 分类，按照商业模式和盈利模式，折扣零售可分成软折扣和硬折扣。软折扣指商品因临期、尾货、微瑕而有所欠缺故降价销售，TJX、堂吉河德等为软折扣代表，其经营难点在于货源，玩家通常通过强化选品和供应链能力、品类延伸、开发专供/自主品牌等解决货源问题。硬折扣指通过供应链提质从而为商品留出降价空间，例如去除中间商、产地直采、开发自主品牌等，Costco、零食很忙等为硬折扣代表，其核心特征在于低毛利率、高周转，规模成本效应显著。2) 图谱，按照价格高低和品类丰富性可分成四个象限，经过分析发现，1>高客单中间环节少、经营效率高，一般以软折扣为主，货源为核心能力。2>规模性是硬折扣的一个有效方式，因此品类聚焦，形成单品规模成本性。3>Costco 是特殊的存在体，一方面通过大批量提升客单价，一方面精简品类形成规模性，成为少数“高货值+泛品类”的硬折扣代表。

图表6: 折扣化图谱



来源：零食很忙官网，第三只眼看零售，整点消费，草根调研，ifind，国金证券研究所



2、奥莱，高货值尾货的表现形态

2.1、奥莱：大品牌、小价格的吸引力法则

高货值去库的不二优选。1) **双重制约**，不同于低货值尾货，高货值尾货的去库相对谨慎，需要兼顾维护稀缺的品牌调性，降价促销和电商这类低货值尾货常见的去库措施和渠道并不适用。而奥莱店作为专门针对中高端品牌、筛选中产客群的折扣零售成为高货值尾货最理想的去库渠道。2) **模式**，传统远郊奥莱项目重资产、长周期，通常由地产或者百货集团主导投资。经营模式以“联营扣点”为主，“买断产品自营”为辅，品牌扣点率介于10%-20%。

海外表现纵览：奥莱在全球600家左右，其中美国近300家、欧洲近100家、日本9家左右。美国作为奥莱的发源地，大部分的奥莱项目为切尔斯经营、西蒙集团（美国最大的商业房地产发展商）提供地产支持。欧洲的奥莱主要聚集在时尚之都，意大利米兰和法国巴黎，米兰的奥莱单体小、密度高，而巴黎的奥莱可以上架刚刚出炉的尾货。奥莱在亚洲地区也是一片欣欣向荣的景象，考虑到国际顶端时尚品牌的季差梯次问题，日本和新加坡的奥莱售品更接近国际时尚前沿。日本奥莱的主力大部分是切尔西的项目，位于旅游景区或者机场附近，一般折扣范围3.5-7.5折。

中国表现：领跑其他零售业态，三大趋势显现

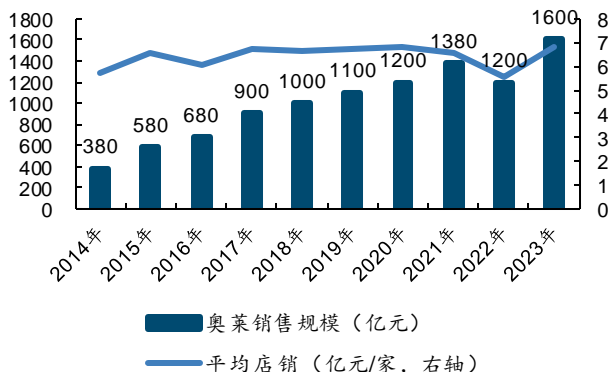
1) **规模**，2002年中国奥莱首店北京燕莎开业，此后奥莱在中国蓬勃发展。根据奥莱领秀，2023年奥莱销售额达1600亿元，占比折扣零售9%，同比增长接近10%，领跑其他零售业态。截至2023年底，中国拥有239家奥莱，连锁化率达到70%，其中头部企业砂之船（17家）、王府井（16家）、杉杉（16家）、首创（15家）等拥有奥莱门店80家，占比30%左右。平均单店建筑面积9.46万㎡，平均每千万人享有1.68家奥莱，平均店效6.2亿元，平均坪效1.28万元。

2) **以百联集团和王府井为例**，前者拥有8座奥莱（2023年），贡献13.69亿元（营收占比4%），后者拥有17座奥莱，贡献20.34亿元（营收占比17%），两者均在2023年实现30%+的强势修复且毛利率远高于其他零售业态，对业绩起到有效提振。

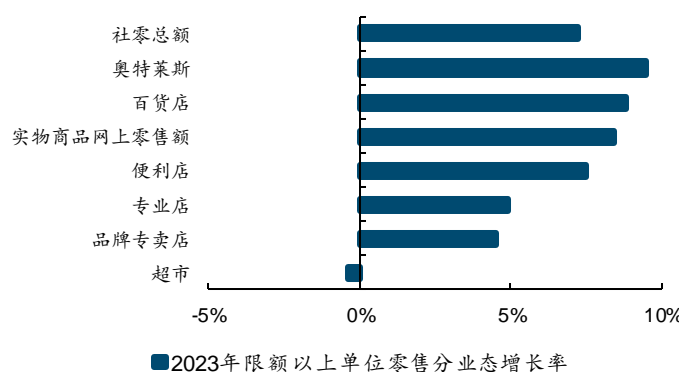
3) **以青浦百联奥莱为例**，于2006年开业，距离市中心30km左右，约半个小时车程。青浦百联奥莱拥有店铺400多家，品牌600多个，还联动文旅、酒店、游乐场等异业丰富新型社交空间，是国内唯一一家年销售额突破60亿元的奥莱，成为亚洲的年度销售冠军。为缓解人流旺盛、车位紧张问题，二期项目于2024年11月开工，将于2026年竣工，届时建筑面积超过20万㎡，有望成为亚洲最大的奥莱。

4) **本土化探索**，目前中国式奥莱呈现三大趋势，一是**体验附加**，消费者不再局限于单纯的商品购买，而是兼顾附加的体验式享受。越来越多的奥莱项目融合餐饮+、旅游+打造体验式场景、提升空间吸引力；二是**市场下沉**，2023年新增门店以江苏领跑、二三线城市占比50%+，表明奥莱正在挖潜低线发达地区消费；三是**城市奥莱崛起**，相比近远郊奥莱，城市奥莱毗邻社区人流，便捷性带来更高的进店频次。同时，城市奥莱对零售商业体系的自我修复和城市存量商业地产的消耗都有重要作用。结合超10亿元奥莱门店占比23%、销售额占比75%，判断门店表现分化，下沉和城市奥莱的门店体量更小。伴随城市奥莱崛起，越来越多的项目方转向轻资产运营。

图表7：中国奥莱销售规模（亿元）



图表8：奥莱领跑其他零售业态

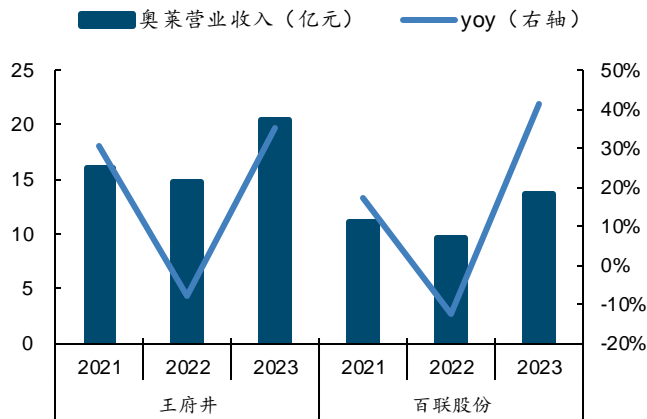


来源：奥莱领秀，国金证券研究所

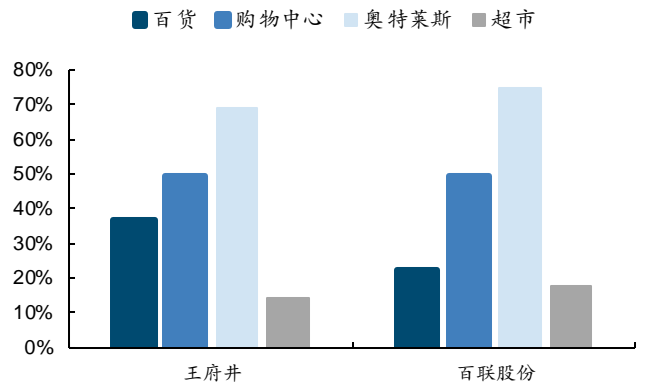
来源：《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》，国金证券研究所



图表9: 王府井和百联股份奥莱情况



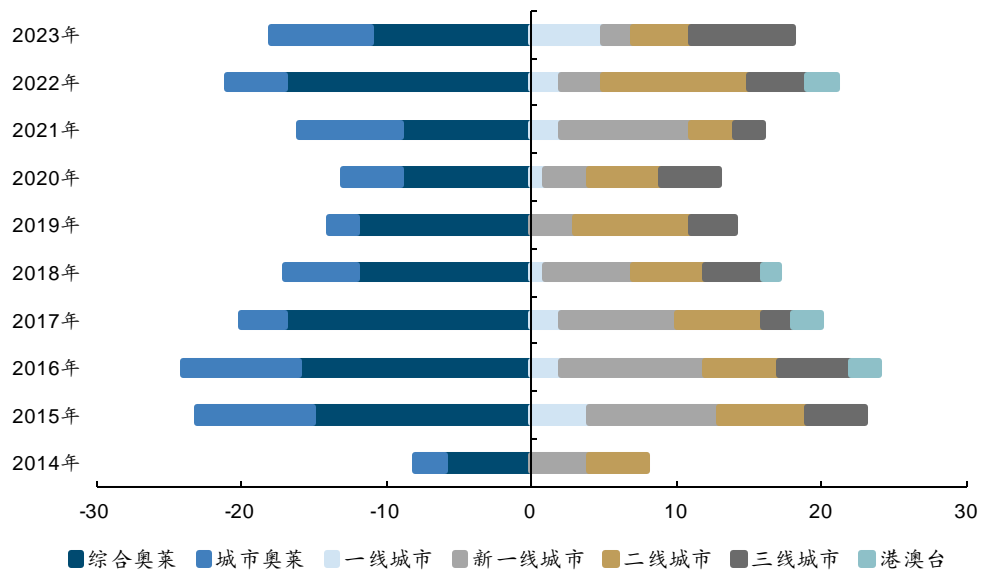
图表10: 奥莱毛利率远高于其他零售业态 (2023年)



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

图表11: 2023年中国奥莱新增门店



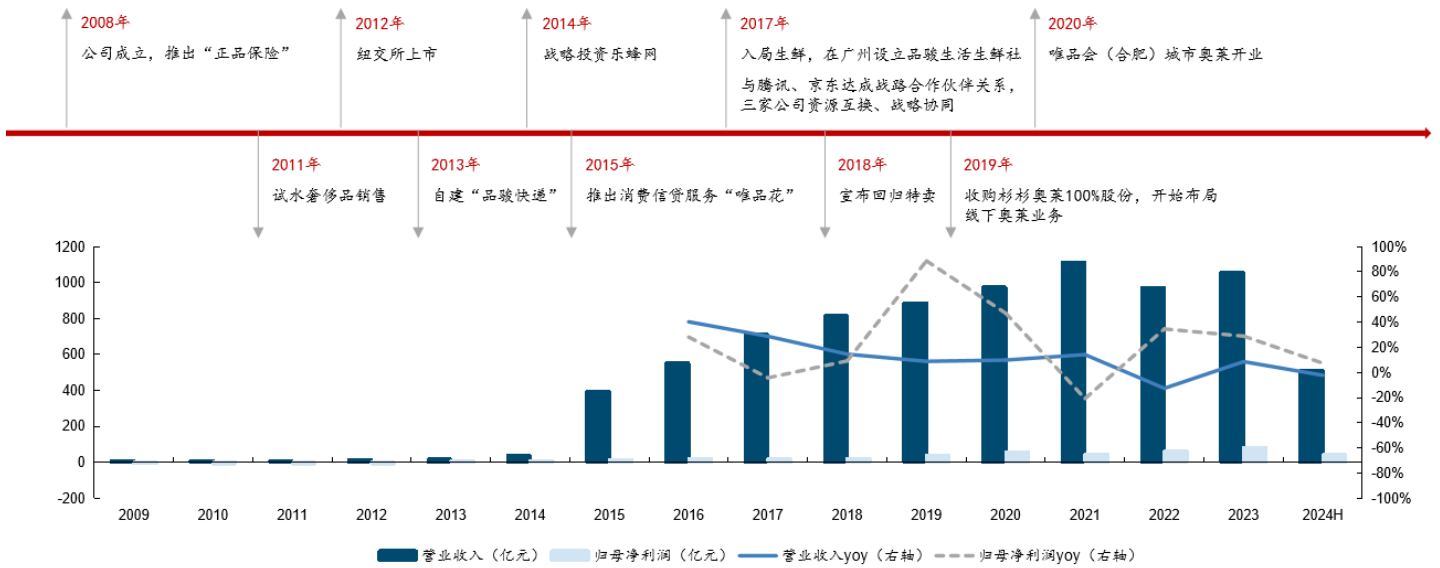
来源: 奥莱领秀, 国金证券研究所

2.2、唯品会: 从服装特卖起家到全域特卖

两次转型, 成就综合性特卖渠道。第一阶段, 2008年成立伊始, 公司打造“名牌折扣+限时抢购+正品保险”模式, 成为国内首家以服饰特卖为切入口的垂直电商, 成功占领好货好价的用户心智, 跻身电商前五。**第二阶段**, 2013年, 公司遭遇品类单一困境, 同时面对拼多多、苏宁易购等异军突起, 试图通过扩充品类、拓展多元业务转型平台电商。然而, 受制于特卖基因, 多元化探索收效甚微, 新客吸引平平、老客认知模糊, 最终于2018年公司宣布回归特卖。**第三阶段**, 回归特卖后, 公司深度整合线上与线下特卖。在线上, BC端齐发力, 上线“唯品快抢”、“最后疯抢”、唯品仓APP等, 同时借助腾讯的社交平台, 通过组货、抢拍、播货等形式, 为品牌商提供更丰富的库存解决方案; 在线下, 2019年以29亿元收购杉杉奥莱, 并陆续在购物中心开设唯品会门店, 在临近社区开设唯品仓。



图表12: 唯品会发展历程



来源: ifind, 国金证券研究所

用户黏性成为验证渠道价值的关键指标。在流量红利趋尽、单品类存上限背景下, 公司新客户增长放缓, 但正品好货的渠道价值经历时间检验逐渐占领消费者认知, 用户黏性和大客户成为驱动业绩增长的核心动能。2023年, 公司活跃用户为8740万, 回头客为7490万, 客户复购率达86%, 相较2016年提升19pct。SVIP用户为760万, 2021-2023年CAGR为13%, 线上贡献额占比从36%提升至45%。

图表13: 唯品会渠道价值凸显、用户黏性高

	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
活跃客户数 (万)	5210	5780	6050	6900	8390	9260	8410	8740
yoy		11%	5%	14%	22%	10%	-9%	4%
回头客数 (万)	3490	4120	4610	5500	6820	7650	7180	7490
yoy		18%	12%	19%	24%	12%	-6%	4%
复购率	67%	71%	76%	80%	81%	83%	85%	86%
SVIP 用户数 (万)						600	670	760
yoy						50%	12%	13%
占比线上贡献额						36%	41%	45%

来源: ifind, 国金证券研究所

如何占领正品好价心智? 1) 正品保障,公司构建“全球直采+商品全检+物流追溯+线上线下一体化+正品保险+售后”全程闭环可溯的正品保障体系, 对品牌选择、产品入库、发货前检查的每一个环节都严格把关, 此外, 还与中国检验检疫集团建立战略合作伙伴关系, 确保消费者享受到高品质的产品和服务。**2) 买手机制,**买手团队超过2000人, 买手通常来自线下时尚产业、传统百货业或时尚行业, 时尚敏感度高, 对品牌的爆款、风格、势能、组织架构和供应链情况了如指掌, 可以从品牌和供应商处拿到物美价廉的货源。2023年, 公司品牌合作伙伴数量已达3万个。**3) 高折扣,**在公司的品牌特卖模式下, 品牌方提供的供货价格比常规销售渠道更为优惠, 通常为市场零售价七折及以上的大幅折扣。

城市奥莱卓有成效。1) 联袂打造城市奥莱。杉杉集团是浙江宁波知名民企, 创始人郑永刚在1980s创办杉杉西服品牌。从2009年开始, 杉杉集团开始进行战略调整, 先后跨界健康、房地产、旅游等领域, 同时打造奥特莱斯产业。2019年7月, 唯品会以29亿元现金收购杉杉商业100%股份, 双方携手共建奥莱。截至2023年底, 杉杉集团奥特莱斯已在天津、宁波、郑州、太原等城市布局了20家奥特莱斯商业综合体, 成为国内最大的奥特



莱斯连锁品牌。2) 重资产+联营, 营业利润率接近 30%。以武汉经开奥特莱斯项目为例, 建设规模约 12 万平方米, 总投资 30 亿元, 将引进超过 250 个知名品牌, 打造知名品牌旗舰店、新零售和新型业态相结合的综合型高端商业综合体。项目投入大, 离不开上市公司的造血能力, 从 2020-2023 年唯品会投资支出净额合计 214 亿元, 主要用于奥特莱斯的扩张, 包括土地购买、基建建设。2023 年奥莱收入达 28 亿元, 营业利润率达 29%。

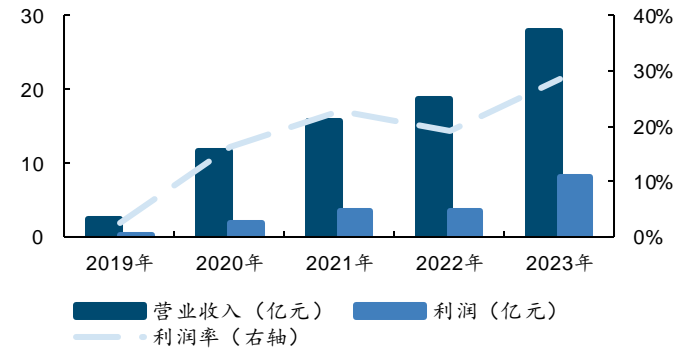
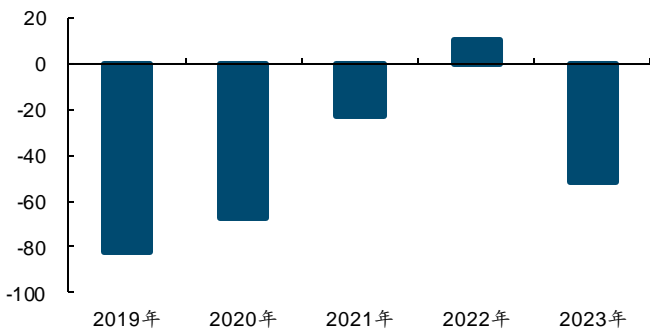
图表14: 杉杉奥莱项目版图



来源: 奥莱领秀, 国金证券研究所

图表15: 唯品会投资活动产生的现金流净额 (亿元)

图表16: 唯品会奥莱业绩表现



来源: ifind, 国金证券研究所

来源: ifind, 国金证券研究所

2.3、TJX: 线下品牌折扣集合店的隐形王者

TJX 以品牌折扣著称。公司提供 20%-60% 的商品折扣, 旗下主品牌包括销售低价品牌服饰的 TJ Maxx (美国)、Marshalls (美国、加拿大)、TK Maxx (欧洲) 以及销售平价家居物品的 HomeGoods (美国)、Homesense (美国、欧洲、加拿大)。2024 财年营收/利润 542/45 亿美元, 2014-2024 年营收/归母净利润 CAGR 分别为 7.05%/7.67%, 保持稳健增长。截至 2024 财年, 全球门店数合计 4954 家, 其中 TJ Maxx、Marshalls 和 HomeGoods 分别为 1319/1303/919 家。1) 营收拆分, 从品类角度看, 服装营收占比接近一半, 其次是家居时尚占比 35%; 从市场角度看, 美国仍为主要市场占比 78%, 境外市场加拿大、欧洲、澳洲等合计占比 22%。除 2022 年疫后全线反弹外, 家居时尚因 HomeGoods 拓店营收占比明显



提升，美国市场受益家居时尚放量整体增长稳健，海外市场开拓速度疫前加速疫后放缓。
2) 经营质量，观察公司 2012-2024 年 10 余年的发展脉络，美国本土 HomeGoods 和海外 TJX 国际表现亮眼、拓店主驱，美国本土 Marmaxx 增长稳健、量价齐驱（营收 CAGR+7%，门店+3%，店效+4%）。同时四个业务板块均呈现单店面积小幅下降、坪效提质，目前单店面积接近 2000 m²，坪效介于 3-5 万元/m²。由此可得，家居时尚品类业务打通、海外放量成为新增长势能，门店持续精简提效构成经营生命力。

图表17: TJX 品牌矩阵

品类	品牌	市场	门店数
销售低价品牌服饰	TJ Maxx	美国	1319
	Marshalls (1995 年被收购, 全系列鞋类和更广泛的男士产品)	美国、加拿大	1303
	TK Maxx	欧洲、澳洲	724
	Sierra (2012 年被收购, 户外服装、鞋类和装备、家居时尚和宠物)	美国	95
	Winners (1990 年被收购)	加拿大	302
销售平价家居物品	HomeGoods	美国	919
	Homesense (大型家具、天花板照明、地毯和娱乐市场)	美国、欧洲、加拿大	292
合计			4954

来源: ifind, 国金证券研究所

图表18: TJX 营收拆分 (亿美元)

		FY2007	FY2012	FY2017	FY2022	FY2024
分品类	服装	109.65	139.15	179.19	228.19	254.82
	yoy	5.05%	3.96%	5.29%	54.36%	6.31%
	占比	63%	60%	54%	47%	47%
	配饰	20.89	30.15	49.78	72.83	97.59
	yoy	18.24%	5.69%	7.24%	51.07%	14.96%
	占比	12%	13%	15%	15%	18%
家居时尚类	家居时尚	43.51	62.62	102.87	184.49	189.76
	yoy	12.90%	62.48%	10.81%	47.20%	8.57%
	占比	25%	27%	31%	38%	35%
境内	美国	137.50	176.26	255.52	383.55	422.89
	yoy	5.19%	34.84%	7.24%	51.07%	9.98%
	占比	79%	76%	77%	79%	78%
分市场	加拿大	17.40	27.83	33.18	43.70	48.80
	yoy	19.11%	5.69%	19.15%	51.07%	-2.28%
	占比	10%	12%	10%	9%	9%
	欧洲	19.15	27.83	43.14	53.41	65.06
	yoy	25.50%	15.30%	-0.42%	51.07%	8.57%
	占比	11%	12%	13%	11%	12%
	澳大利亚				4.86	5.42
	yoy				51.07%	8.57%
	占比				1%	1%

来源: ifind, 国金证券研究所



图表19: TJX 经营质量

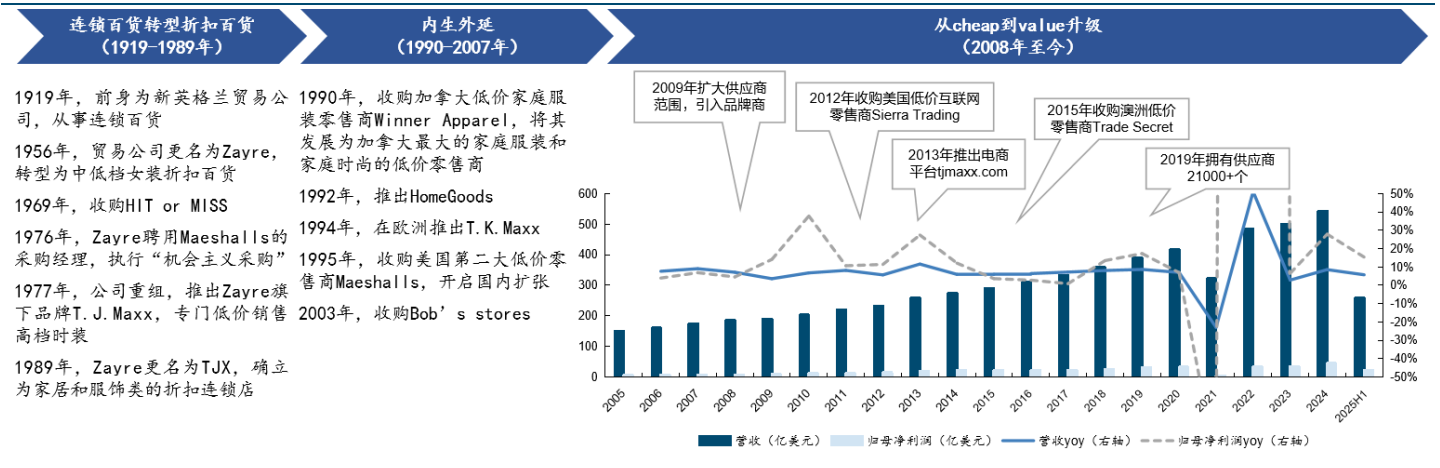
		FY2012	FY2017	FY2022	FY2024	2012-2024CAGR	
美国	销售收入 (亿美元)	154	212	295	334	7%	
	面积 (万m ²)	417	479	511	530	2%	
	Marmaxx	1. 门店数量 (家)	1867	2233	2491	2611	3%
		2. 店效 (万美元/家)	823	951	1184	1280	4%
		2.1 单店面积 (m ² /家)	2236	2146	2052	2028	-1%
		2.2 坪效 (美元/m ²)	3681	4433	5767	6310	5%
	销售收入 (亿美元)	22	44	90	90	12%	
	面积 (万m ²)	69	103	152	167	8%	
	HomeGoods	1. 门店数量 (家)	374	579	889	974	8%
		2. 店效 (万美元/家)	600	761	1012	923	4%
2.1 单店面积 (m ² /家)		1836	1784	1712	1717	-1%	
2.2 坪效 (美元/m ²)		3268	4264	5908	5376	4%	
海外	销售收入 (亿美元)	27	32	43	50	5%	
	面积 (万m ²)	64	83	104	111	5%	
	TJX 加拿大	1. 门店数量 (家)	308	418	546	566	5%
		2. 店效 (万美元/家)	870	759	795	892	0%
		2.1 单店面积 (m ² /家)	2063	1983	1910	1970	0%
		2.2 坪效 (美元/m ²)	4218	3827	4163	4526	1%
	销售收入 (亿美元)	29	44	57	68	7%	
	面积 (万m ²)	74	113	137	139	5%	
	TJX 国际	1. 门店数量 (家)	356	582	763	803	7%
		2. 店效 (万美元/家)	812	749	751	843	0%
2.1 单店面积 (m ² /家)		2085	1942	1794	1735	-2%	
2.2 坪效 (美元/m ²)		3894	3859	4185	4857	2%	

来源: ifind, 国金证券研究所

两次转型，成就全美最大线下折扣之王。1) **第一阶段**，公司前身为1919年成立的新英格兰贸易公司，从事连锁百货。得益于 Bernard Cammarata (美国家庭折扣百货 Marshalls 前采购经理)，公司于1977年推出 TJ Maxx，专营低价家居和服饰品类，目标客群也从中低收入群体转为中高收入群体。2) **第二阶段**，公司通过对内整合和对外扩张逐渐凸显规模优势。对内整合上，1995年收购美国第二大低价零售商 Marshalls，门店数从587家扩大到1056家，此后又陆续收购了 Bob's stores (2003年)，Sierra Trading Post (2012年) 和 Trade Secret (2015年)，进一步扩大美国市场份额；对外扩张上，1990年收购加拿大低价家庭服装零售商 Winners Apparel，并着手布局欧洲、澳洲等市场。3) **第三阶段**，2008年经济危机导致商品滞销，公司相对受益并在其后穿越周期持续成长，供应商数量从2008年的1万+扩充至2023年的2.1万家，商品结构从纯粹的尾货增加当季热销产品，实现从 cheap 到 value 的升级。



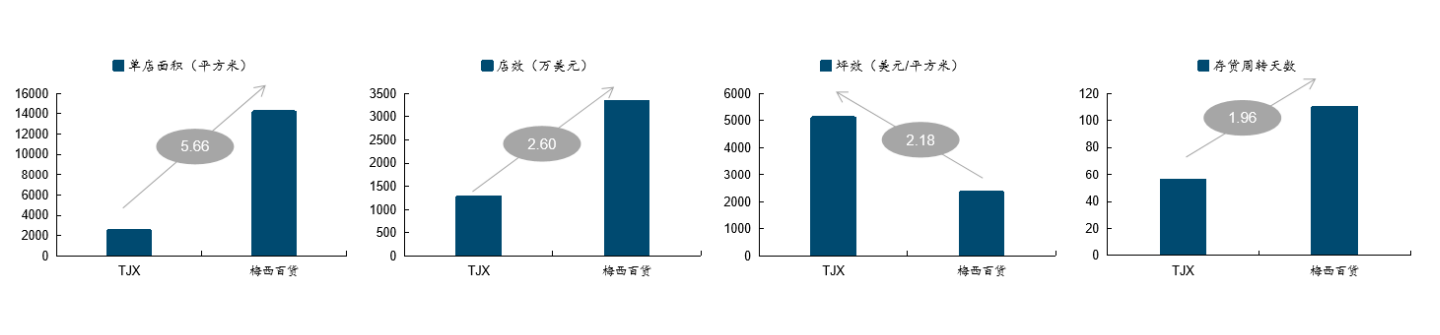
图表20: TJX 发展历程



来源: 熊猫资本, ifind, 国金证券研究所

门店打磨, 效率取胜。门店毗邻社区购物中心, 靠近人流聚集地; 装修简单且采用大卖场式陈列。与梅西百货相比, 公司单店面积仅为其 20%, 但坪效是其 2.18 倍, 费率仅为其一半。公司曾在 1994 年开始推行大店策略试图扩充品类, 但新增品类未有明显起色, 公司最终回归至服装和家居品类, 门店面积回落至 2500 m²左右; 费率较低在于装修成本低+人效高+基于产品线的广告支出低。高坪效+低费率核心驱动来源于供需匹配带来的高周转。库存周转天数在 55 天左右, 远低于梅西百货的 110 天。

图表21: TJX 效率优于梅西百货



来源: ifind, 国金证券研究所

如何实现高周转? 1) 成熟买手团队和机会主义采购为选品保驾护航。公司在全球设有 16 个买手办公室, 拥有超过 1100 个买手, 从来自 100+ 国家的 2.1 万+家供应商处进行采购。公司以一对一师徒制对预备买手进行高强度培训, 通过全球轮换培养买手的各项采购技能和自主决策力, 在成为正式买手后被赋予重大事项的决策能力。基于成熟买手团队, 公司采用机会主义采购, 即不以批量采购为准, 而是每月数次、少量多店采购。**2) 寻宝体验大幅提升线下体验感。**单店面积往往在 2500 m²左右, 消费者易在堆叠商品中寻找得到“淘宝”满足感。与传统百货商不同, 商品更为高频地在店铺间进行转移。由于“单件采买”的存货策略, 顾客往往会产生“不常进店易错过好货”的心理状态, 一定程度上提升顾客进店频次。**3) 配送中心优化供应链效率。**公司年销售量达 20 亿件、门店平均补货 5 次, 背后有 43 家的配送中心支撑商品流转。配送中心面积巨大(平均单仓 7 万 m²)、高度自动化, 每年近半的资本支出用于配送中心投入(包括采购系统和 IT 系统的建设)。

图表22: TJX 买手和仓配中心情况

	FY2002	FY2007	FY2012	FY2017	FY2022	FY2024
买手数量(人)				1000	1200	1300
买手 供应商数量(家)	9000	10000	15000	18000	21000	21000
买手对接供应商数量(家/人)				18	18	16



门店数(家)	1644	1718	2905	3812	4689	4954	
仓配中心数量(座)	17	20	18	24	38	43	
仓配中心面积(万平方英尺)	891	1111.3	1100	1600	2400	3100	
仓配中心面积(万m ²)	83	103	102	149	223	288	
仓配中心	仓配中心辐射门店数(家/座)	97	86	161	159	123	115
	单仓面积(万m ²)	5	5	6	6	6	7
办公室和配送中心支出(百万美元)			65	272	559	599	844
总支出(百万美元)			378	803	1025	1045	1722
办公室和配送中心占比资本支出			17%	34%	55%	57%	49%

来源: ifind, 国金证券研究所

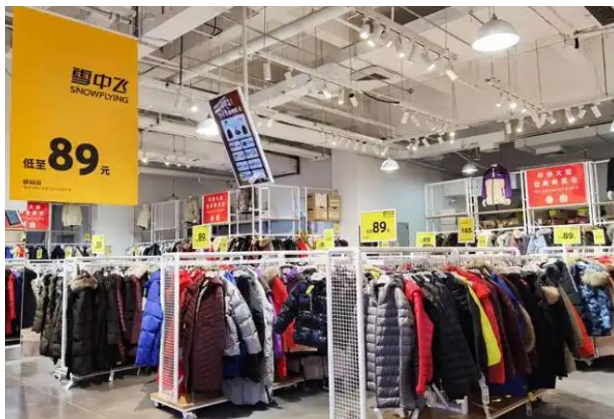
2.4、渠道价值: 正品性、充足性和折扣度

类奥莱业态冰火交织:

1) 一方面, 新锐奥莱业态崛起。荟品仓曾获得太仓启宸资本融资, 壹品仓曾获得启宸资本和高榕创投融资, 资本热捧、门店加速扩张。以荟品仓为例, 成立于2017年, 定位仓储式品牌特卖, 提供1-3折的品牌正品折扣。门店数30家左右, 主要分布在上海和江苏地区, 位于城市中心商区和居民居住区的交界处。单店平均面积1.1万m², 品类齐全, 涵盖服饰、箱包、母婴、美妆等, 汇聚3000多个知名品牌。荟品仓注重空间的体验感和视觉感, 门店采用大型仓储式卖场设计, 融合“艺术化、工业风、仓储式、休闲感”等元素, 还将服装特卖、咖啡、简餐、移动电商体验等融为一体, 打造了一个O2O仓储直购中心。

2) 另一方面, 老牌奥莱濒临倒闭。2023年12月Farfetch被收购, 2024年7月寺库被强制退市, 究其原因, 其一, 奢侈品属性与电商存在冲突。电商平台的规模性和便捷性削弱奢侈品的稀缺性和独特性, 从而影响品牌价值。价格方面, 奢侈品的价格体系通常较为稳定且具有较高的溢价能力, 但电商平台往往以低价竞争为手段, 破坏奢侈品原有的价格体系。其二, 多元经营策略耗费资源, 动摇主业根基。寺库在上市后四处出击、频频布局, 涉足线下店、社群零售、寺库金融以及寺库艺术、寺库智能、寺库农业等多个业务板块。寺库在新业务上的投入并未能显著提升其奢侈品电商的竞争力, 其他新业务也未能取得显著起色, 最终形成了两头落空的尴尬局面。

图表23: 荟品仓图片



图表24: 壹品仓图片



来源: 联营汇聚, 国金证券研究所

来源: 什么值得买, 国金证券研究所

渠道价值在于正品性、充足性和折扣度。通过正反面的案例复盘, 我们认为奥莱的难点在于高货值货源的正品性、充足性和折扣度, 非常考验供应链能力, 最终达成渠道价值的沉淀。中国市场对原创保护力度不足、假冒泛滥, 基础保障首先要做到保真, 像唯品会的商品全检和正品保险、奥莱的渠道背书均有效建立正品信任感; 充足性核心是渠道销货规模和采购话语权, 最终做到SKU丰富且上新快, 买手机制对产品供应、爆品挖掘以及仓配物流对供应链优化也都起到举足轻重的作用; 高货值的流通效率高, 折扣模式为软折扣, 折扣性和稳定性紧密相关, 货源充足为折扣力度提供保障, 一般7折具有一定吸引力, 海外奥莱甚至可以做到4折。品类聚焦服装、名牌占比两个维度的限制侧面说明三个经营难点

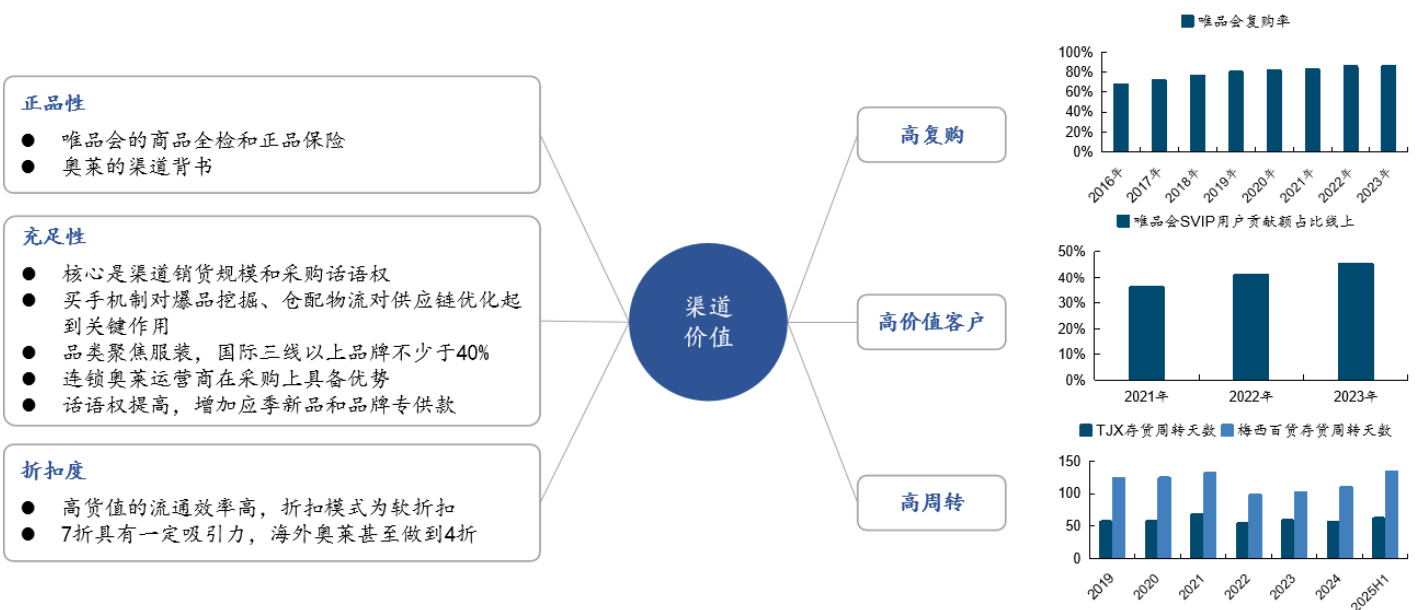


中充足性的挑战性最大。

1) 品类, 唯品会一度扩充品类多元化和 TJX 一度推行大店而最终回归、寺库因多元投资而退市均说明特卖赛道中的品类受制于充足性。**服装是特卖赛道最好的品类。一方面, 服装尾货货源充足。**我国的服装鞋帽市场规模约为 2.5 万亿元, 是仅次于生鲜的第二大零售品类。由于时尚性特征, 过季服装价值量明显下降。以 70%售罄率和过季服装价格折损 50% 测算, 每年的服装尾货市场规模约为 3750 亿元。**另一方面, 服装品牌分散, 利于渠道商发挥议价能力和渠道价值。**女装/男装/童装/运动装 CR5 均不足 15%, 较为分散的产品品牌使得合作伙伴众多, 渠道议价能力不会受到明显限制, 同时帮助消费者做商品的初筛与背书, 进一步提升渠道价值。**家居具有类似特征——大赛道、低集中度, 可作为拓展的潜力品类, TJX 借由 HomeGoods 业务已将家居时尚营收贡献提升至 35%。**

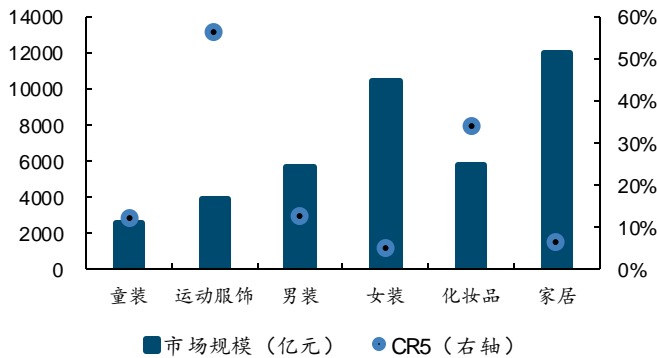
2) 品牌, 根据《商业价值新支点: 让奥特莱斯赢在中国》, 奥莱入驻品牌中值为 110 家, 合理的品牌配比中国际一线品牌数量占比 15%、国际二三线品牌占比 35%, 其余为国内热销品牌和特色品牌。国际品牌汇聚数量有限会影响奥莱对目标客群的吸引力, 国际品牌供应时也会优选销货体量大的渠道, 连锁奥莱运营商在采购上具备优势。唯品会/TJX 建立渠道价值后, 进一步扩大话语权, 增加应季新品和品牌专供款。

图表25: 渠道价值在于正品性、充足性和折扣度



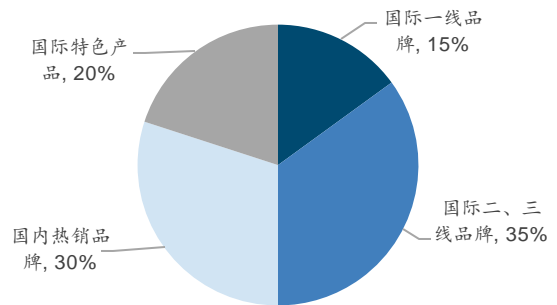
来源: ifind, 国金证券研究所

图表26: 品类市场规模及集中度比较



来源: 欧睿, 国金证券研究所

图表27: 奥莱品牌配比



来源: 《商业价值新支点: 让奥特莱斯赢在中国》, 国金证券研究所



3、内外合力，京东奥莱高筑壁垒

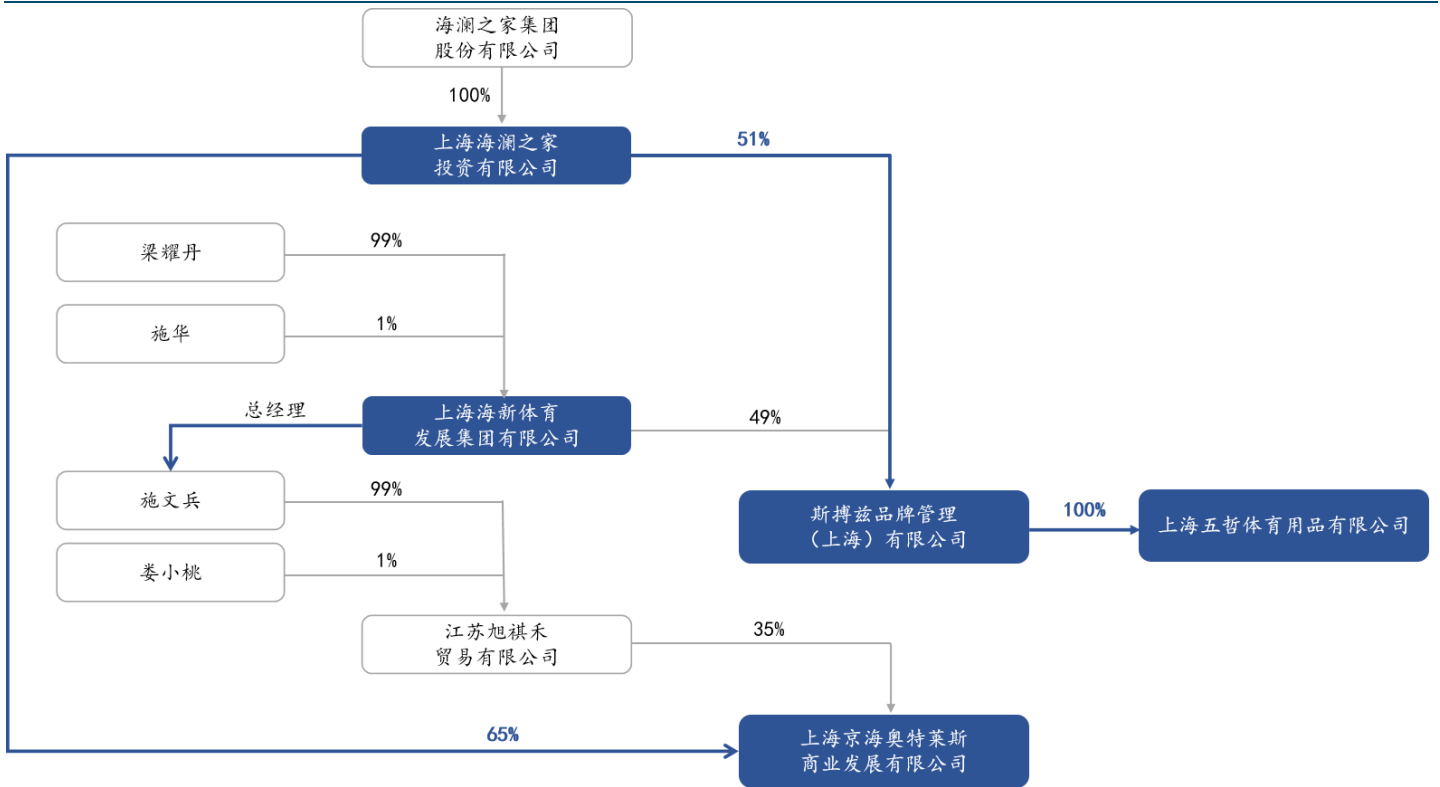
3.1、收购斯搏兹，发力 FCC 和城市奥莱

收购斯搏兹，加码运动和折扣零售。斯搏兹品牌管理（上海）有限公司，授权代理一线国际运动品牌鞋服中国内地的拓展和零售业务。2023 年，公司和海新体育合资组建斯搏兹，公司出资 1.6 亿元持有斯搏兹 40% 股权，2024 年以 8800 万元增持 11% 股权，合计持有 51% 股权，成为斯搏兹控股股东。斯搏兹 2023 年营业收入 5.97 亿元，净利润 0.85 亿元，净利率 14%，业绩主要来自在京东和唯品会销售运动及户外品牌尾货，为公司带来 3400 万元投资收益。今年以来，公司发力 FCC 和城市奥莱两个项目，有望带来明显业绩增量。

FCC 小步快跑。公司通过斯搏兹与 Adidas 达成战略合作，覆盖 Adidas 正标和 Adidas Neo 系列等，目前门店数突破 400 家。

城市奥莱首秀。京东奥莱（上海京海奥特莱斯商业发展有限公司）由公司间接持股 65%，斯搏兹总经理施文兵控股的江苏旭祺禾贸易有限公司持股 35%。2024 年 9 月，公司在江苏无锡飞马水城开出第一家城市奥莱，占地 3000 m²，汇聚 60-70 个品牌，1w+ 多件 SKU，涵盖奢侈品、化妆品、运动品等多个领域。商场负责装修，收取流水的一定比例作为浮动租金；公司负责选品进货和门店运营，大部分商品采用可退货模式；针对线上销售部分，京东支持线上流量导入。从合作模式看，购物中心、京东、品牌和公司四方风险收益共担共享，公司得以轻资产运营，利于模式跑通后的快速扩张。

图表28：斯搏兹和京东奥莱股权结构图



来源：企查查，国金证券研究所



图表29: 京东奥莱入驻品牌之部分国际品牌



图表30: 京东奥莱入驻品牌之部分运动户外品牌



来源: 京东奥莱公众号, 国金证券研究所

来源: 京东奥莱公众号, 国金证券研究所

奥莱在中国演绎出三种分业态, 分别是传统奥莱、品牌折扣集合店和线上特卖会, 表象是更靠近生活圈, 实际是目标人群的下探和消费场景的日常化。从经营结果看, 传统奥莱店效最高、坪效居中, 品牌折扣集合店店效接近1亿、坪效分化, TJX 坪效接近荟品仓的4倍。公司的城市奥莱项目归属于品牌折扣集合店类型, 更接近TJX。业态多维比较中, 我们核心回答:

1) 传统奥莱城市化趋势对人群的分流? 传统奥莱开设在城市郊区, 一为平衡租金压力, 二为平衡与正价店的冲突, 同时其扩张受制于人口密度和经济水平。城市奥莱更贴近居民生活圈且更小型化, 在一二线城市需平衡与正价店的冲突, 在三线及以下城市需考量人口和经济制约下的需求, 其发展和扩张仍待时间检验。

2) 何以比肩 TJX? 京东奥莱和 TJX 的关键差异点在于, 京东奥莱主要采用可退货模式, 集齐多方力量, 内外合力、风险收益共担共享。公司与购物中心和京东建立深厚合作关系, 同时链接到其他品牌方, 公司自身提供零售运营和仓配物流, 购物中心提供门店装修。软折扣的关键点——货源, 来自于其他品牌方的库存, 商品阈值涵盖轻奢、大众品牌, 满足寻宝消费体验。相较 TJX, 京东奥莱轻资产, 资金周转快且盈利高, 未来有望比肩高坪效。

图表31: 奥莱细分业态比较

	传统奥莱	TJX	海澜之家城市奥莱	荟品仓	唯品会
折扣模式	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣	硬折扣
商业模式	品牌折扣直销店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店	线上特卖会
渠道	线下为主	线下为主	线下为主	线下为主	线上
位置	城市近郊/远郊		城市购物中心	城市近郊	
平均面积 (m²)	10 万	2000	~3000	1.1 万	/
城市	一线城市为主, 近年来出现城市化趋势	美国营收贡献 78%, 加拿大、欧洲和澳洲贡献 22%	/	华东地区为主	/
进货模式	代销	买断	大部分为可退货模式	买断	代销
买手	/	1300	/	/	2000+
品类	服饰为主	服饰营收贡献 65%	服饰为主	服饰为主	服饰营收贡献 54%
品牌等级	拥有部分顶奢, 知名品牌为主	拥有部分轻奢, 大众品牌为主体	拥有部分轻奢, 大众品牌为主体	大众品牌为主	大众品牌为主
品牌数量	110	2.1 万	~60	3000	3 万+



	传统奥莱	TJX	海澜之家城市奥莱	荟品仓	唯品会
折扣	7折左右	20%-60%	探索期, 仍在快速迭代	1-3折	30%-90%
门店数量	全球 600 家左右, 中国 239 家	~5000	1	~30	/
店效 (亿元)	6.2	0.7	/	~1	/
坪效 (万元/m ²)	1.28	4	/	~1	/
毛利率	/	30%	/	/	24.35%
净利率	/	8.25%	/	/	7.77%

来源:《商业价值新支点: 让奥特莱斯赢在中国》, 上海本地宝, ifind, 国金证券研究所

图表32: FCC 和京东奥莱竞争优势



来源: 国金证券研究所

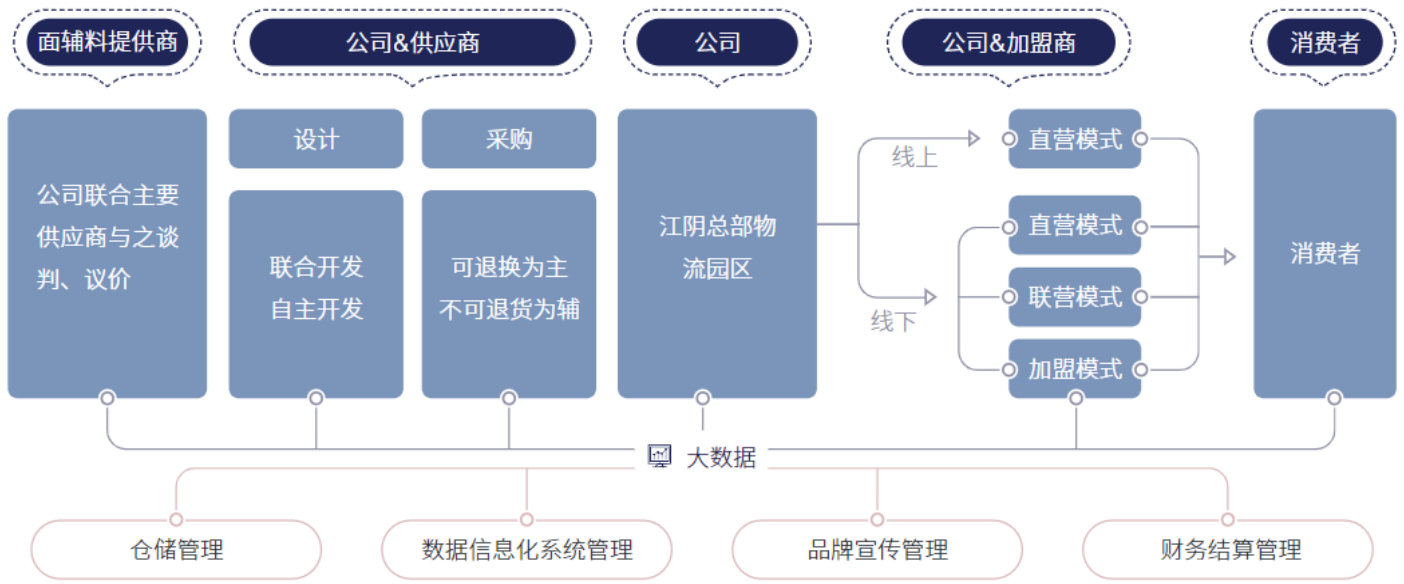
3.2、独特商业模式迁移新商业合作

渠道类直营凸显管理运营能力。截至 24H1, 海澜之家系列拥有 5908 家门店, 其中加盟店占比 78%。对于下游加盟商, 公司采取“所有权与经营权分离”的合作模式, 加盟商拥有门店所有权, 无需交加盟费, 初始投资仅为首期房租费用, 后续承担装修费分摊、店面租金、水电物业费、员工工资等开支; 公司拥有门店经营管理权和商品所有权, 负责店铺的选址并提供店内全托管服务并承担存货滞销风险。仓配方面, 江阴总部物流园区叠加先进的物流仓储设备及 SAP 信息系统, 有效提高对库存的管控和产品的周转。此外, 公司不设各级代理, 加盟商直接与公司签订《特许经营合同》。商品实现最终销售后, 公司与加盟商根据协议约定, 结算各自收入。类直营合作模式具有扁平化和专业分工的特点, 带来三方面的集中效益, 第一, 最大化让利消费者, 去除不必要的中间层级使得加价倍率更具吸引力; 第二, 增强公司对终端管控力、发挥管理运营的统筹优势, 有利于打造高品质门店网络、统一品牌形象, 直营/加盟店店效保持在 270 万的领先水平; 第三, 实现门店快速扩张, 投入资金低叠加规避存货风险使得加盟门槛低, 门店数量从 2015 年的 3973 家增加到 24H1 的 5908 家, 年均增加 228 家。

代工可退货深度绑定供应商。公司与供应商之间形成了“可退货为主, 不可退货为辅”的采购模式。可退货模式下, 公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同, 产品实现销售后, 逐月与供应商进行货款结算, 适销结束后仍未实现销售的产品, 可剪标后退还给供应商, 由其承担滞销风险。可退货模式在提高营运资金效率的同时达成存货风险共担, 最终实现合作共赢。其一, 公司基于门店和品牌效应带动销量形成较高的话语权; 其二, 扣减存货后, 供应商仍获得较高毛利率。公司和供应商建立了大规模的、长期稳定的合作, 并联合主要供应商统一向上游面辅料供应商处谈判议价, 凭借规模优势低成本采购原材料。同时, 大众男装对时尚敏感度较低, 款式及设计迭代相对较慢, 供应商对退货可剪标销售。

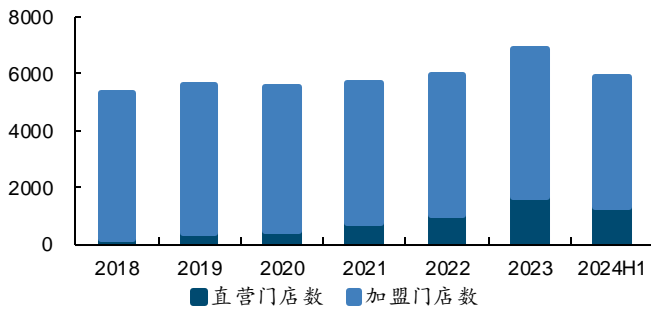


图表33: 海澜之家商业模式



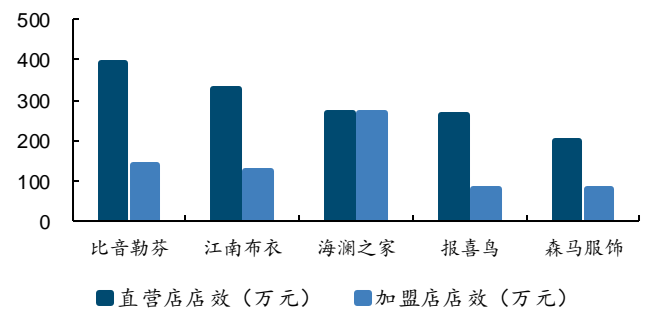
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表34: 海澜之家门店数



来源: ifind, 国金证券研究所

图表35: 可比公司店效 (2023年)



来源: ifind, 国金证券研究所

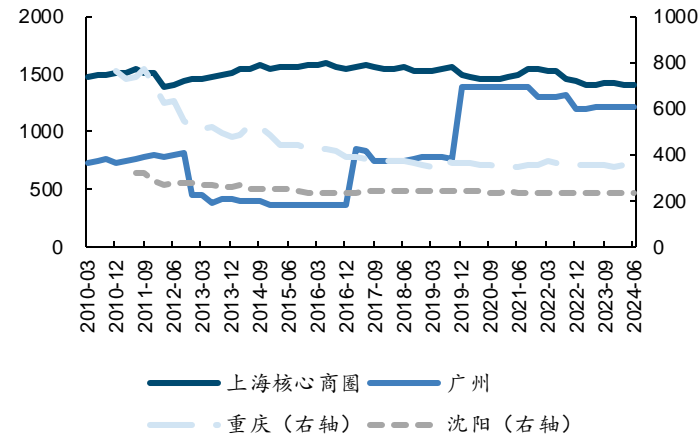
在城市奥莱项目中, 公司同样运用到“渠道类直营+代工可退货”的商业模式, 公司与购物中心的扣点制相当于与加盟商的渠道类直营关系, 公司与品牌商的寄售制相当于与供应商的代工可退货关系。在新的商业合作中, 该循环能否照搬生效?

1) 从购物中心角度, 一线城市诸如上海和广州的商铺租金高于1000元/m²/日, 受到公共卫生事件影响空置率飙升且租金相较高点回落10%左右。二三线城市诸如重庆和沈阳因供给冗余和线上虹吸商铺空置率常年在10%以上且租金持续下降。同时, 购物中心的一楼布局以珠宝首饰、鞋履、女装、快时尚门店和超市为主, 前三者的门店面积往往在100m²左右, 快时尚虽然门店面积达到7000m²但难以下沉, 超市虽然门店面积接近3000m²但因经营不善面临收缩。海澜城市奥莱项目占地3000m²且自带人流, 对购物中心来说是稀缺大客户, 因此愿意以扣点浮动方式共担风险。此外, 公司和购物中心具有长期稳定的合作基础和信任关系, 近年来加速渗透购物中心优质点位。

2) 从品牌商角度, 消费疲软使得大部分品牌库存承压, 高级品牌在寻求去库渠道时除了注重销量外还看重品牌调性的匹配。京东奥莱作为品牌折扣集合店, 可以获取轻奢级别的品牌, 同时不对商品设置入场费。

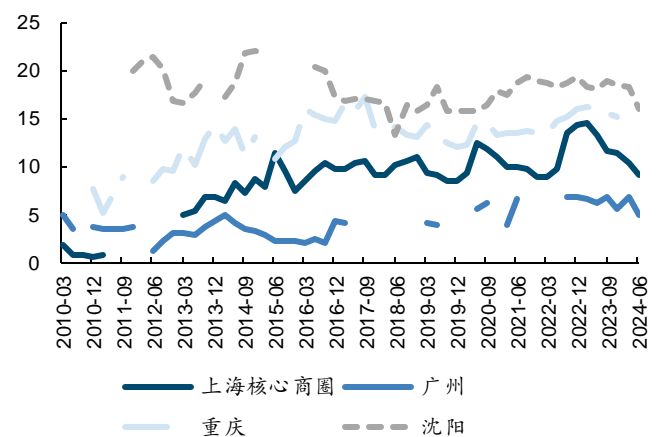


图表36: 不同城市的商铺租金 (元/月/m²)



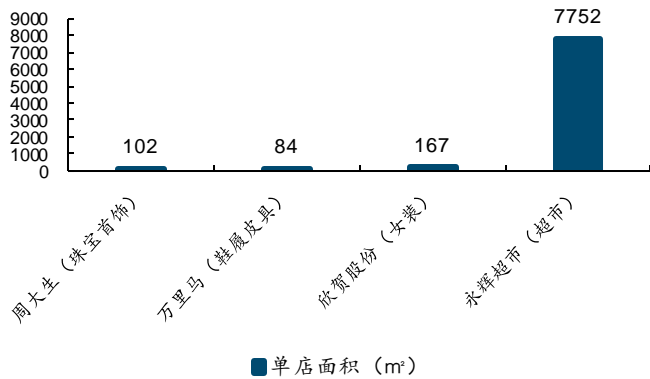
来源: ifind, 国金证券研究所

图表37: 不同城市的商铺空置率 (%)



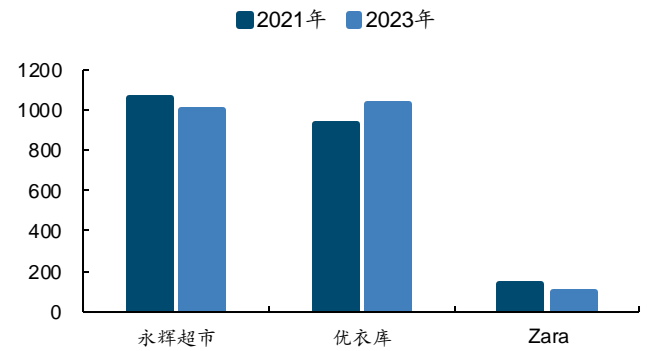
来源: ifind, 国金证券研究所

图表38: 购物中心一楼门店面积



来源: ifind, 国金证券研究所

图表39: 快时尚和超市的数量变化



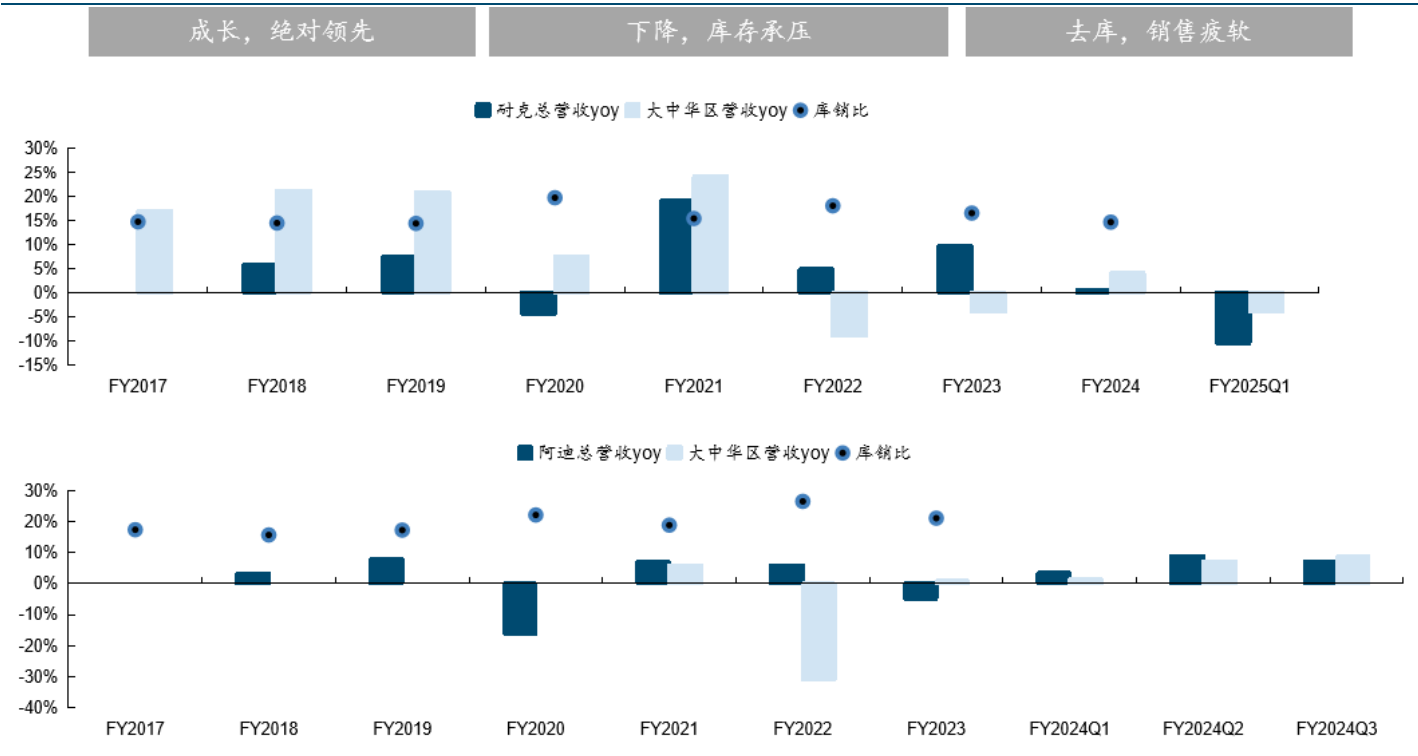
来源: 时代周报, ifind, 国金证券研究所

3.3、FCC 项目之阿迪战略合作

库存周期盘活去库方式, 阿迪率先修复重拾份额。根据 2024 年全球运动品牌价值排行榜, 阿迪是世界第二大体育用品集团, 仅次于耐克。2020 年以前, 耐克和阿迪在国内占据绝对领导地位。2020 年以来受到公共卫生事件冲击、国产品牌崛起和海外品牌竞争影响, 耐克市占率维稳、阿迪一路下滑。在大中华区收入放缓的同时, 库存激增, 2022 财年耐克和阿迪的存货同比增加 23%/49%, 库销比达到 18%/27%, 处于历史高位。自 2023 年开启去库, 库存压力有所减轻, 需求端较为疲软, 仍需盘活各类去库方式。阿迪最新 FY24Q3 财报收入端增速录得+7%, 其中大中华区录得+9%, 全市场、全渠道、全品类均实现了增长, 公司上调全年业绩指引, 预计 2024 年营收增长率达到 10% (货币中性下)。阿迪或将先于耐克走出底部, 同时借助 Samba 增强用户品牌好感, 重拾大中华区丢失市场份额。



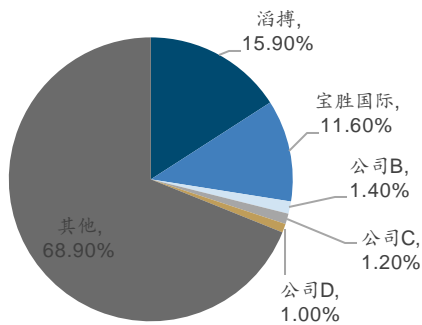
图表40: 耐克和阿迪大中华区表现



来源: 彭博, 国金证券研究所

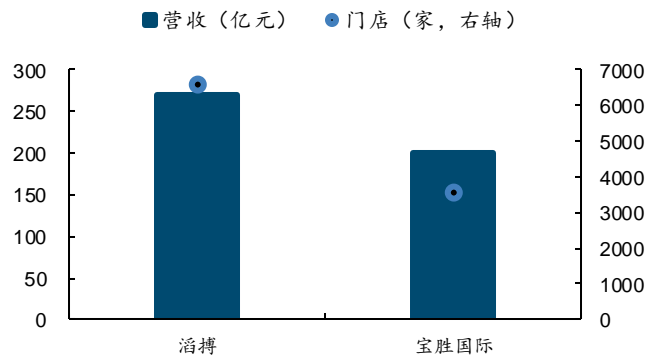
优质零售商稀缺, FCC有望跻身头部。耐克和阿迪 DTC 占比开始放缓, 耐克为解决库存难题, 与 Footlocker、DSW 以及梅西百货等零售商加深或重新建立了合作关系; 阿迪 CEO 表示 DTC 占比 35%-40% 为对零售商较为合理, 预计优质零售商仍为稀缺资源, 品牌将与其深度绑定。中国体育零售商市场规模中滔搏与宝胜分别占据 16%/12%, 预计在耐克和阿迪的市场份额中占比约 50%, 明显领先其他区域性经销商。假设 FCC 店效 250 万元, 到明年新增至 700 家, 则可贡献 18 亿元, 有望跻身中国头部体育零售商。

图表41: 中国体育零售商市场份额



来源: 滔搏招股书, 国金证券研究所

图表42: 滔搏和宝胜经营情况 (2023 财年)



来源: ifind, 国金证券研究所

3.4、京东奥莱项目之京东赋能助力

京东是强零售属性的互联网电商巨头。公司成立于 1998 年, 以 3C+ 自营电商平台起家, 目前已成长为以零售业务为核心, 布局物流、科技、健康等业务的综合性集团, 2023 年营收/归母净利润 1.08 万亿元/241.67 亿元。基于线上流量优势, 公司逐步开拓线下零售版图, 2015 年上线京东到家, 并在 2015 年、2016 年和 2018 年与永辉超市、沃尔玛商超和华润万家达成合作, 2017 年、2021 年和 2023 年先后开设高端生鲜超市品牌 7FRESH 和京



东线下便利店、“京东 MALL”、京东百货店，至此业务覆盖即时零售、便利店、百货等多种零售业态，成为零售市场竞争中的重要一极。

双方对奥莱项目不谋而合，京东导入线上流量。1) **加码折扣零售。**结合近几年的“必赢之战”，我们发现折扣零售将会是京东业务发力的主要方向，今年更是动作频频。2024年2月，“击穿价”策略全面升级，覆盖到全品类；6月，旗下首家全品类折扣超市——华冠折扣超市在北京房山区开业，为消费者提供远低于市场价的优质商品与服务；7月，与公司达成战略合作，共同打造全国首家京东奥莱线下店；双11期间，京东超市旗下的零食折扣店新业态——“零食广场”上线、七鲜超市发起“击穿价真便宜不怕比”活动。一系列动作表明公司积极顺应消费趋势变化，将“击穿价”策略渗透至多种零售业态。此番公司将专做奥莱渠道的斯搏兹并表，与加码折扣零售的京东不谋而合。2) **打造服饰阵地。**今年下半年京东在服饰赛道上的动作频繁，从完善品类布局到树立品牌形象，再到一系列优惠政策，朝着消费者服装心智高地进军。今年以来，京东服饰在男女装、鞋靴、运动鞋服等上百个服饰品类的新品数量同比增长超5倍，京东服饰已成为一线服饰品牌商家上新的重要阵地，不仅与 Inditex、H&M、GAP 等全球知名时尚集团达成战略合作，LOUIS VUITTON、GUCCI、TIFFANY&CO.、BOTTEGA VENETA、SAINT LAURENT 在内的全球9成以上奢品大牌也选择入驻。双方均对奥莱项目十分看重，京东倾情投入资源，品牌冠名有助于引入国际品牌，线上流量导入将有效增强奥莱项目整体势能。

图表43：京东必赢之战

时间	必赢之战	负责人
2020	全渠道、下沉新兴市场和平台生态	徐雷
2022	供应链大中台、同城业务、全渠道和搜索推荐	辛利军
2023	下沉市场、供应链中台建设、开放生态建设以及同城业务	辛利军
2024	内容生态、开放生态、即时零售	许冉

来源：钛媒体，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

FCC：远期空间 57 亿元

1) **店效测算**，根据滔搏招股书，头部/中部/小型体育零售商的店效分别为 300+/280/150 万元左右，同时滔搏 FY2018-2023 的店效 CAGR 为 2%。预计目前 FCC 店效 250 万元左右，给予 3% 的增速，远期可看 280 万元。线上原五哲体育基本盘预计稳健增长，远期有望达到 15 亿元。

2) **毛利率和费率测算**，参考滔搏和宝胜国际的毛利率和费率表现，两者毛利率稳定在 40% 左右，费率稳定在 30% 左右，因滔搏直营占比更高，毛利率和费率略高于宝胜国际。预计 FCC 百店规模下毛利率/净利率稳定在 35%/10%。

3) **开店空间测算**，FCC 门店价格带与安踏和李宁品牌接近。截至 FY24H1，安踏和李宁成人门店分别拥有 7073 和 6239 家门店。以 1/4 折价保守估计，FCC 开店空间接近 1500 家。结合阿迪给出年内 300 家的开店指引，预计 FCC 明后年保持 300/250 家的开店节奏。

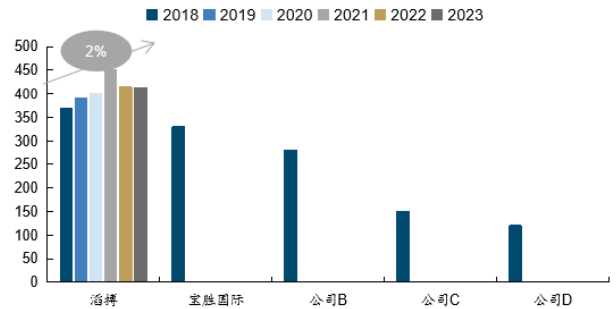
4) **综上**，今年突破 400 家，模式跑通进入成长期，假设仍以直营拓店，预计 2025/2026 年营收为 29/37 亿元（相较 2023 增长 13%/17%），归母净利润为 2.22/2.81 亿元（相较 2023 年增长 8%/10%）。长期营收/归母净利润有望达到 57/4.36 亿元（相较 2023 年增长 26%/15%）。



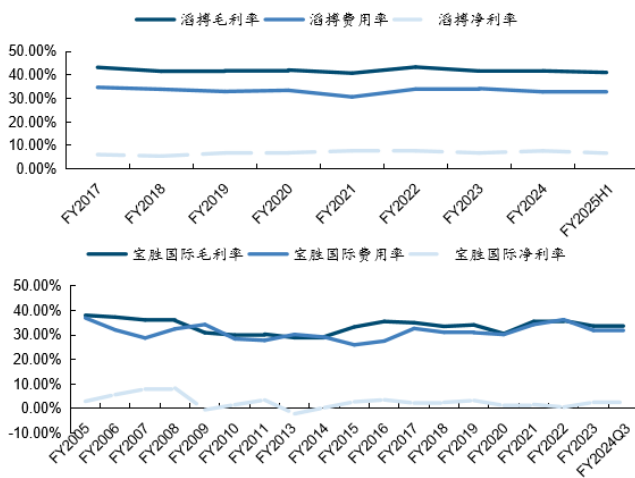
图表44: FCC 业绩测算

FCC业绩测算	2024E	2025E	2026E	远期空间
营收(亿元)	13	29	37	57
线上	6.67	11.00	11.55	15.00
	yoy	10%	5%	
线下	6.67	18.03	25.20	42.00
	yoy	170%	40%	
门店数(家)	400	700	950	1500
	净增	300	250	
店效(万元)	250	258	265	280
	yoy	3%	3%	
	毛利率	35%	35%	35%
	费率	20%	20%	20%
	净利率	15%	15%	15%
净利润(亿元)	2.00	4.35	5.51	8.55
归母净利润(亿元)	1.02	2.22	2.81	4.36
	营收增量(静态)	6%	13%	17%
	归母净利润增量(静态)	3%	8%	10%

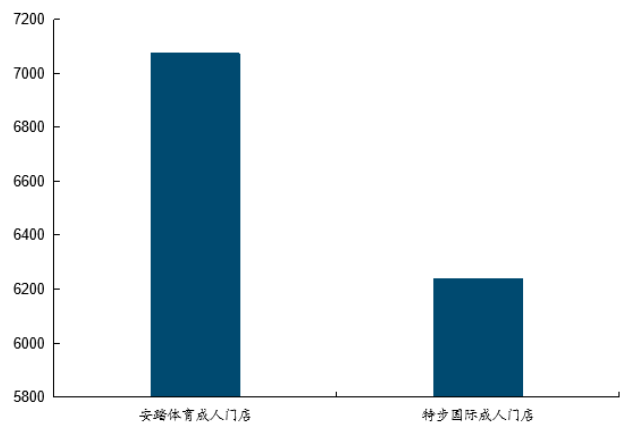
店效测算(万元)



毛利率和费率测算



开店空间测算(家)



来源: ifind, 国金证券研究所 注: 斯搏兹为 2024 年 4 月并表, 因此对 2024 年的营收贡献为 8 个月

京东奥莱: 远期空间 120 亿元

1) 店效测算, 参考 TJX 旗下美国本土 Marmaxx 和 HomeGoods 在 FY2012-2024 期间的经营表现, 以服饰为主要品类的 Marmaxx 店效高于以家居为主要品类的 HomeGoods 约 40%, 且两者的复合增速均为 4%。京东奥莱目前的品类结构更接近 Marmaxx, 预计全年店效 0.5 亿元左右。未来店效同时受到商品优化和客户沉淀的正向推动, 远期有望达到 0.7 亿元。向上预计明年上半年打通, 届时有望复制五哲体育的高增, 远期达到 15 亿元。

2) 毛利率和费率测算, 观察 TJX 和唯品会的毛利率和费率表现, 发现毛利率主要受到规模效应和品类结构的影响, 而费率相对平稳。两者毛利率均在 FY2012-2018 期间扭转前期的上升势头, 前者因毛利率更低的家居营收占比提升, 后者因品类多元尝试。目前两者毛利率均恢复至相对高位, TJX 接近 30%。预计京东奥莱毛利率/费率为 30%/20%, 未来净利率伴随规模效可提升至 15%。

3) 开店空间测算, 结合《城市商业魅力排行榜》和不同城市等级的奥莱配置(分别给予一线/新一线/二线/三线城市 5/3/2/1 的配置比例), 测算得出奥莱开店空间为 195 家。同时参考万达购物中心 473 家, 保守估计奥莱开店空间在 150 家。

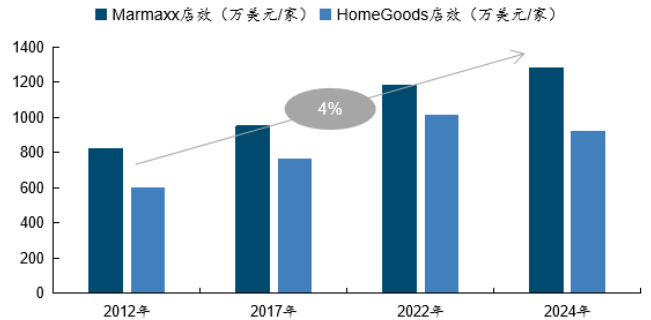
4) 综上, 保守预计 2025/2026 年新增 15/15 家, 京东奥莱营收为 5/9 亿元(相较于 2023 年增长 2%/4%), 归母净利润为 0.36/0.86 亿元(相较于 2023 年增长 1%/3%)。长期营收/归母净利润有望达到 120/11.70 亿元(相较于 2023 年增长 56%/40%)。



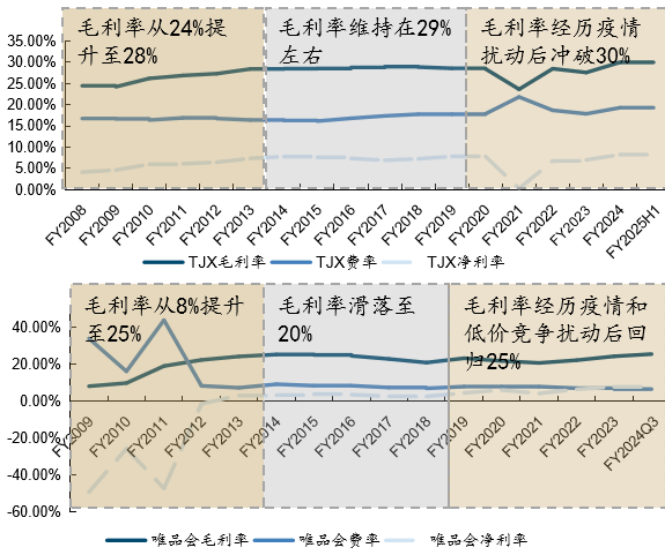
图表45: 京东奥莱业绩测算

京东奥莱业绩测算	2024E	2025E	2026E	远期空间
营收(亿元)	0	5	9	120
线上		0.50	0.60	15.00
	yoy		20%	
线下	0.13	4.12	8.22	105.00
	yoy	3196%	100%	
门店数(家)	1	16	31	150
	净增	15	15	
店效(万元)	0.50	0.52	0.53	0.70
	yoy	3%	3%	
	毛利率	30%	30%	30%
	费率	20%	18%	15%
	净利率	10%	12%	15%
净利润(亿元)	0.01	0.55	1.32	18.00
归母净利润(亿元)	0.01	0.36	0.86	11.70
	营收增量(静态)	0%	2%	4%
	归母净利润增量(静态)	0%	1%	3%

店效测算



毛利率和费率测算



开店空间测算(家)

	数量	配置	小计	备注
一线城市	4	5	20	上海、北京、深圳、广州
新一线城市	15	3	45	成都、杭州、重庆、苏州等
方法一 二线城市	30	2	60	佛山、沈阳、昆明、济南等
三线城市	70	1	70	乌鲁木齐、临沂、海口、湖州等
合计	119		195	
方法二 万达购物中心			473	

来源: ifind, 国金证券研究所

整体营收预测: 预计 2024-2026 年公司营收分别为 210/247/272 亿元, 同比增速为-2.24%/17.48%/10.19%

1) 营收, ①海澜之家系列, 假设电商和海外均为海澜之家系列。线下门店优化提质, 其中直营净开、加盟收缩逐渐收窄, 店效受损后有所反弹, 电商和海外维持双位数增长, 给予 2024-2026 年增速-11.10%/9.13%/6.88%。②圣凯诺, 团购业务受损后弱复苏, 维持低单稳健增长, 给予 2024-2026 年增速-15%/5%/3%。③其他品牌, 品牌树立后进入门店扩张期, 其中加盟增长快于直营, 给予 2024-2026 年增速 15%/8%/5%。④FCC 和京东奥莱项目, 如上预测。

2) 毛利率, 得益于消费复苏、折扣改善, 毛利率小幅向上, 给予 2024-2026 年海澜之家系列 45.50%/45.80%/46.30%, 圣凯诺 47.00%/47.30%/47.80%, 其他品牌 53.00%/53.30%/53.80%, FCC 和京东奥莱项目如上预测, 整体毛利率为 44.42%/43.89%/43.89%。

图表46: 海澜之家营收预测(百万元)

	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
海澜之家系列	15,133	13,753	16,458	14,631	15,968	17,065
yoy	9.91%	-9.11%	19.66%	-11.10%	9.13%	6.88%
毛利率	40.01%	42.24%	45.20%	45.50%	45.80%	46.30%
营收占比	75%	74%	76%	70%	65%	63%



线下		12, 593	10, 963	12, 928	10, 730	11, 267	11, 605
	yoy	6. 61%	-12. 94%	17. 92%	-17. 00%	5. 00%	3. 00%
直营门店 (家)		727	1054	1252	1382	1482	1562
	净增	241	327	198	130	100	80
直营店效		3. 37	2. 64	3. 16	2. 85	2. 99	3. 14
	yoy	0. 41%	-21. 56%	20%	-10%	5%	5%
加盟门店 (家)		4945	4888	4724	4474	4374	4324
	净增	-112	-57	-164	-250	-100	-50
	营收占比	62%	59%	60%	51%	46%	43%
电商		2, 453	2, 571	3, 258	3, 561	4, 274	4, 915
	yoy	33. 00%	4. 80%	26. 74%	40. 00%	20. 00%	15. 00%
	毛利率	36. 20%	39. 90%	48. 15%	48. 50%	48. 80%	49. 30%
	营收占比	12%	14%	15%	17%	17%	18%
海外		86	219	272	340	427	546
	yoy	-22. 22%	154. 10%	23. 98%	25. 07%	25. 72%	27. 82%
门店 (家)				56	68	83	103
	净增				12	15	20
店效				4. 85	5. 00	5. 15	5. 30
	yoy				3%	3%	3%
	毛利率	60. 80%	66. 30%	68. 89%	69. 00%	69. 30%	69. 80%
	营收占比	0. 43%	1. 18%	1. 26%	1. 61%	1. 73%	2. 00%
圣凯诺		2, 260	2, 247	2, 281	1, 939	2, 036	2, 097
	yoy	9. 10%	-0. 60%	1. 48%	-15. 00%	5. 00%	3. 00%
	毛利率	51. 60%	48. 60%	46. 82%	47. 00%	47. 30%	47. 80%
	营收占比	11%	12%	11%	9%	8%	8%
其他品牌		2, 042	1, 904	2, 016	2, 318	2, 504	2, 629
	yoy	27. 10%	-6. 70%	5. 85%	15. 00%	8. 00%	5. 00%
直营门店 (家)		388	524	431	491	531	571
	净增	69	136	-93	60	40	40
直营店效		2. 06	1. 84	1. 79	1. 84	1. 90	1. 95
	yoy	-5%	-11%	-3%	3%	3%	3%
加盟门店 (家)		1529	1753	470	770	1020	1170
	净增	10	224	-1283	300	250	150
	其他品牌毛利率	44. 10%	52. 20%	50. 19%	53. 00%	53. 30%	53. 80%
	其他品牌营收占比	10%	10%	9%	11%	10%	10%
其他		753	657	773	812	852	895
	yoy	46. 59%	-12. 81%	17. 76%	5. 00%	5. 00%	5. 00%
	毛利率	9. 94%	10. 24%	46. 07%	10. 00%	10. 00%	10. 00%
	营收占比	4%	4%	4%	4%	3%	3%
老业务营收		20, 188	18, 562	21, 528	19, 700	21, 359	22, 686
	yoy	12. 40%	-8. 10%	15. 91%	-8. 49%	8. 42%	6. 21%
	毛利率	40. 60%	42. 90%	45. 87%	45. 07%	45. 39%	45. 88%
	门店数	7589	8219	6933	7185	7490	7730
	净增	208	630	-1286	308	305	240
FCC 项目					1, 333	2, 903	3, 675
	yoy					117. 69%	26. 60%



毛利率				35.00%	35.00%	35.00%
营收占比					12%	13%
京东奥莱项目				13	462	882
yoy					3596.00%	90.95%
毛利率				30.00%	30.00%	30.00%
营收占比					1.87%	3.24%
总营收	20,188	18,562	21,528	21,046	24,724	27,243
yoy	12.40%	-8.10%	15.91%	-2.24%	17.48%	10.19%
毛利率	40.60%	42.90%	45.87%	44.42%	43.89%	43.89%
门店数	7652	8219	6877	7586	8206	8711
净增	271	567	-1342	709	620	505

来源: ifind, 国金证券研究所

4.2、投资建议及估值

公司主业以及发力的 FCC 和京东奥莱有可比公司，同时商业模式清晰、盈利和现金流稳定，因此采用分部 PE 法进行估值。

1) **主业**：森马服饰、太平鸟和报喜鸟为休闲装/男装的可比公司，PE 倍数介于 10-22 倍，给予海澜之家主业 2025 年 14 倍 PE。

2) **FCC**：滔搏和宝胜国际为耐克、阿迪的全国性零售商，PE 倍数介于 4-11 倍。考虑到 FCC 仍处于第一年运营期，给予 FCC 项目 2025 年 8 倍 PE。

3) **京东奥莱**：参照 TJX 的股价表现，从 2007 年年初的 5.5 元上涨至 2024 年的 113.75 元，涨幅 20 倍，对应年化涨幅 20%。2005-2020 年期间，公司完成对内整合、对外扩张，营收/净利润 CAGR 分别为 7%/11%，PE 中枢从 15 倍提升至 20 倍，股价从 5.5 元上涨至 55 元。2020 年以来，经历公共卫生事件扰动后业绩快速修复并创新高，再次验证穿越周期的优越性，PE 中枢提升至 25 倍，股价加速上涨至 110 元以上。考虑到京东奥莱仍处于探索期以及中美资本市场估值折价，给予京东奥莱 2025 年 15 倍 PE。

4) **综上**，预计 2025 年整体市值达 365 亿元，对应 14 倍 PE，目标价 7.60 元，给予“买入”评级。

图表47: 主业可比公司估值

证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	营收增速			归母净利润增速			归母净利润(亿元)			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
森马服饰	183.2	6.80	2.47%	7.43%	8.83%	76.06%	4.75%	14.79%	11.22	11.75	13.49	16	16	14
太平鸟	71.2	15.03	-9.41%	-10.02%	7.87%	127.06%	-22.15%	28.14%	4.22	3.29	4.21	17	22	17
报喜鸟	71.95	4.93	21.82%	-1.46%	9.55%	52.11%	-16.34%	15.25%	6.98	5.84	6.73	10	12	11
平均值												15	17	14

来源: ifind 一致性预测(2024年12月10日), 国金证券研究所

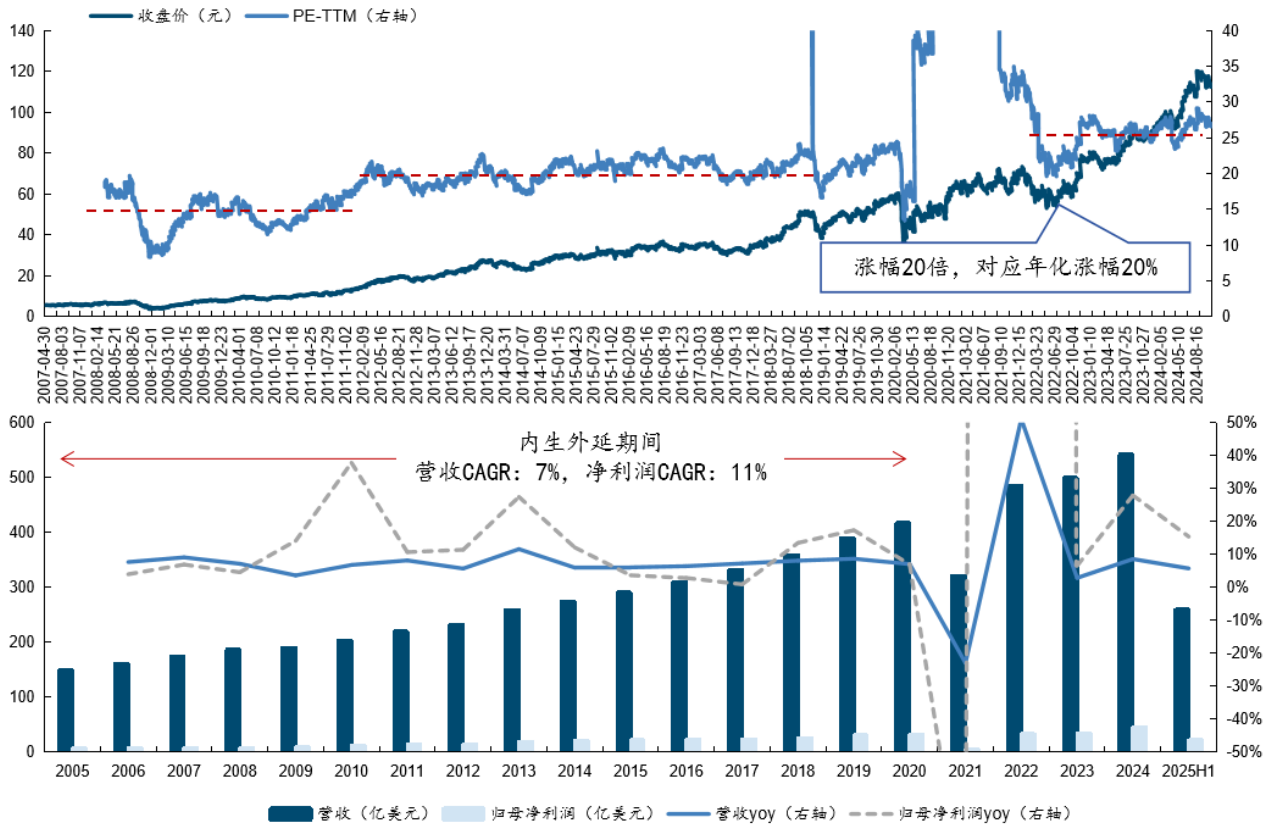
图表48: FCC 可比公司估值

证券简称	总市值 (亿元)	股价 (元)	营收增速			归母净利润增速			归母净利润(亿元)			PE		
			2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
滔搏	158.80	2.56	-15.07%	6.87%	-6.99%	-24.93%	20.49%	-35.00%	18.37	22.13	14.38	9	7	11
宝胜国际	27.7	0.52	7.65%	-7.96%	5.79%	450.03%	4.44%	20.73%	4.90	5.12	6.18	6	5	4
平均值												7	6	8

来源: ifind 一致性预测(2024年12月10日), 国金证券研究所



图表49: TJX 股价表现



来源: ifind, 国金证券研究所

图表50: 分部估值

	2025年归母净利润 (亿元)	2025年PE倍数	市值 (亿元)
主业	24.42	14.00	341.88
FCC	2.22	8.00	17.76
京东奥莱	0.36	15.00	5.40
合计	27.00	13.52	365.04

来源: ifind, 国金证券研究所

5、风险提示

- 1) 品牌招商的风险: 奥莱业态的关键点在于品牌货源的正品性、充足性和折扣度, 基于目前 60+品牌还需引入更多国内外知名品牌。国内品牌经销体系复杂且涉及与正价店的形象冲突, 可能产生引入难度。
- 2) 团队管理和战略方合作变动的风险: 公司经营稳健谨慎, 对京东奥莱给予适当资源。同时, 合作模式为联营, 涉及斯搏兹负责人施文兵、购物中心、京东、品牌方, 若战略方退出则会影响日常经营。
- 3) 竞争加剧的风险: 资本关注点从线上转移至线下, 从零食量贩到永辉调改, 折扣零售向纵深化演绎, 奥莱业态也受到越来越多关注。若巨头/资本入局, 玩家涌现, 或将对京东奥莱产生分流。
- 4) 应付账款周转天数偏高和存货跌价偏低的风险: 2023年海澜之家的应付账款周转天数为 254 天, 存货跌价为 1.55%, 均明显低于同行, 可退货模式对上游供应商形成一定压力, 若经济下行或影响商业模式可持续。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	
主营业务收入	20,188	18,562	21,528	21,046	24,724	27,243	货币资金	12,768	12,505	11,901	15,007	17,759	20,513	
增长率	-8.1%	16.0%	-2.2%	17.5%	10.2%	10.2%	应收款项	1,617	1,634	1,434	1,608	1,850	1,995	
主营业务成本	-11,983	-10,600	-11,954	-11,697	-13,874	-15,285	存货	8,120	9,455	9,337	8,383	9,979	10,449	
%销售收入	59.4%	57.1%	55.5%	55.6%	56.1%	56.1%	其他流动资产	708	969	2,333	1,138	1,274	1,383	
毛利	8,205	7,961	9,573	9,349	10,850	11,958	流动资产	23,214	24,563	25,005	26,135	30,862	34,341	
%销售收入	40.6%	42.9%	44.5%	44.4%	43.9%	43.9%	%总资产	73.7%	75.0%	74.2%	72.1%	73.8%	74.0%	
营业税金及附加	-131	-131	-150	-144	-169	-186	长期投资	1,101	1,236	1,568	1,375	1,409	1,375	
%销售收入	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	固定资产	3,369	3,140	3,017	3,398	3,728	4,294	
销售费用	-3,252	-3,425	-4,353	-4,411	-4,937	-5,387	%总资产	10.7%	9.6%	8.9%	9.4%	8.9%	9.3%	
%销售收入	16.1%	18.5%	20.2%	21.0%	20.0%	19.8%	无形资产	2,030	1,889	1,720	1,912	2,246	2,728	
管理费用	-994	-922	-963	-1,080	-1,335	-1,495	非流动资产	8,292	8,185	8,708	10,096	10,951	12,057	
%销售收入	4.9%	5.0%	4.5%	5.1%	5.4%	5.5%	%总资产	26.3%	25.0%	25.8%	27.9%	26.2%	26.0%	
研发费用	-124	-194	-200	-210	-297	-272	资产总计	31,506	32,749	33,713	36,231	41,812	46,398	
%销售收入	0.6%	1.0%	0.9%	1.0%	1.2%	1.0%	短期借款	606	655	3,312	3,312	3,312	3,312	
息税前利润 (EBIT)	3,703	3,290	3,907	3,504	4,113	4,618	应付款项	9,491	10,904	11,302	10,894	12,957	13,891	
%销售收入	18.3%	17.7%	18.2%	16.6%	16.6%	17.0%	其他流动负债	2,552	2,627	2,155	2,420	2,858	3,172	
财务费用	-6	23	-47	149	159	171	流动负债	12,650	14,186	16,768	16,626	19,126	20,374	
%销售收入	0.0%	-0.1%	0.2%	-0.7%	-0.6%	-0.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0	
资产减值损失	-568	-521	-457	-507	-477	-478	其他长期负债	3,767	4,041	907	1,638	2,323	2,898	
公允价值变动收益	10	-19	-3	145	145	145	负债	16,417	18,227	17,675	18,264	21,449	23,273	
投资收益	47	0	186	78	78	78	普通股股东权益	14,987	14,601	16,050	17,725	19,792	22,158	
%税前利润	1.4%	n.a	5.1%	2.3%	1.9%	1.7%	其中：股本	995	995	1,056	1,056	1,056	1,056	
营业利润	3,250	2,806	3,611	3,368	4,017	4,534	未分配利润	10,278	10,230	11,284	12,959	15,026	17,392	
营业利润率	16.1%	15.1%	16.8%	16.0%	16.2%	16.6%	少数股东权益	102	-79	-12	242	571	968	
营业外收支	7	91	13	15	15	15	负债股东权益合计	31,506	32,749	33,713	36,231	41,812	46,398	
税前利润	3,257	2,897	3,624	3,383	4,032	4,549	比率分析		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
利润率	16.1%	15.6%	16.8%	16.1%	16.3%	16.7%	每股指标							
所得税	-856	-835	-705	-841	-1,002	-1,131	每股收益	0.577	0.499	0.674	0.476	0.562	0.629	
所得税率	26.3%	28.8%	19.5%	24.9%	24.9%	24.9%	每股净资产	3.469	3.380	3.663	3.691	4.121	4.614	
净利润	2,401	2,062	2,918	2,542	3,030	3,418	每股经营现金净流	1.010	0.726	1.194	3.712	4.661	5.221	
少数股东损益	-91	-93	-34	254	329	396	每股股利	0.510	0.430	0.560	0.580	0.600	0.620	
归属于母公司的净利润	2,491	2,155	2,952	2,288	2,700	3,021	回报率							
净利率	12.3%	11.6%	13.7%	10.9%	10.9%	11.1%	净资产收益率	16.62%	14.76%	18.39%	12.91%	13.64%	13.64%	
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	7.91%	6.58%	8.76%	6.32%	6.46%	6.51%	
	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	投入资本收益率	14.75%	12.95%	16.19%	12.37%	13.05%	13.13%	
净利润	2,401	2,062	2,918	2,542	3,030	3,418	增长率							
少数股东损益	-91	-93	-34	254	329	396	主营业务收入增长率	12.41%	-8.06%	15.98%	-2.24%	17.48%	10.19%	
非现金支出	1,927	1,882	1,933	1,772	1,954	2,135	EBIT增长率	29.24%	-11.14%	18.75%	-10.33%	17.38%	12.29%	
非经营收益	62	238	-26	-333	-159	-131	净利润增长率	39.60%	-13.49%	36.96%	-22.49%	18.01%	11.90%	
营运资金变动	-28	-1,044	405	-59	99	94	总资产增长率	13.87%	3.94%	2.94%	7.47%	15.40%	10.97%	
经营活动现金净流	4,361	3,137	5,230	3,921	4,924	5,516	资产管理能力							
资本开支	-509	-391	-629	-338	-1,282	-1,782	应收账款周转天数	18.0	21.2	18.1	19.1	19.1	19.1	
投资	-203	-152	-129	288	61	129	存货周转天数	236.6	302.6	286.9	275.4	285.4	280.4	
其他	35	-1	-18	78	78	78	应付账款周转天数	186.1	255.9	257.4	260.0	265.0	265.0	
投资活动现金净流	-676	-543	-777	28	-1,144	-1,576	固定资产周转天数	60.5	61.6	49.9	54.2	48.0	48.5	
股权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力							
债权募资	0	0	0	0	0	0	净负债/股东权益	-64.37%	-63.60%	-55.83%	-67.40%	-73.23%	-76.61%	
其他	-1,677	-2,979	-3,198	-659	-713	-761	EBIT利息保障倍数	582.9	-140.3	83.6	-23.5	-25.9	-27.0	
筹资活动现金净流	-1,677	-2,979	-3,198	-659	-713	-761	资产负债率	52.11%	55.66%	52.43%	50.41%	51.30%	50.16%	
现金净流量	2,004	-379	1,250	3,290	3,067	3,179								

来源：公司年报、国金证券研究所


市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	8	33	43	88
增持	1	3	8	10	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.50	1.27	1.20	1.19	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；

增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；

中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；

减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

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、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话: 021-80234211	电话: 010-85950438	电话: 0755-86695353
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100005	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址: 北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址: 深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究