

解构消费龙头系列 2:
京东奥莱趋势向上, 前景可期

深度研究
服装

2025 年 3 月 10 日 | 中国内地

投资评级(维持): 买入
目标价(人民币): 10.15

2024 年 7 月海澜之家布局京东奥莱新业务, 提供实惠便捷的大牌低价正品。截止 2025 年 3 月 1 日, 京东奥莱已在全国开出 11 家门店, 合作品牌超过 70 个, 包括阿迪、耐克、兰蔻、雅诗兰黛等头部品牌。京东奥莱以“优选大牌、品质生活”为核心, 通过线上线下全渠道融合, 满足消费者对时尚运动品类的多元需求, 此外海澜之家主品牌经营持续稳健, 维持“买入”评级。

京东奥莱空间有多大? ——规模可期, 供应链及盈利能力支撑远期发展

从行业层面看, 目前奥特莱斯是线下增长最快的渠道之一, 其中城市奥莱成为奥莱业态的发展趋势, 截至 2023 年底, 国内城市奥莱数量达到 79 家。随着三四线城市购买力和品牌意识提升以及地方招商引资政策的倾斜, 城市奥莱向低线市场渗透。京东奥莱顺应了行业发展趋势, 我们认为其未来主要依托于快速的开店以抢占市场, 优质的供应链以保障充足的货源, 合理的盈利能力支撑可持续发展, 基于远期视角的中性预期下净利润或可达 30 亿元。

京东奥莱竞争优势? ——低线市场+品牌资源+资金实力, 差异化优势凸显

当前国内线下服装折扣市场, 除了京东奥莱还有荟品仓、壹品仓和 BIGOFFS 等。我们认为京东奥莱具备差异化的竞争优势: 1) 同业公司主要布局一二线城市, 而京东奥莱选择布局低线城市中心, 其居民消费力的提升快、人工及租金成本低, 市场潜力和盈利能力都更具优势。2) 同业公司更多定位中产及以下人群, 而京东奥莱定位低线城市白领、中产人群, 对产品、品牌的档次要求更高。3) 背靠海澜之家和京东, 具备丰富的线上线下运营管理经验、供应链支持和资金实力, 均为其他同业公司所不具备的优势资源。

我们与市场观点不同之处

传统观点认为, 服装零售行业在消费环境承压、商业物业满铺率不足下面临多重挑战压力。京东奥莱具备更强的引流能力, 可获取更优的商业条款、拥有更高的盈利能力。远期看, 专供款的发展可带来更稳定的供应及更高的利润, 京东、海澜之家双重背书使其拥有更好的品牌资源。

男装龙头行稳致远, 京东奥莱打开成长空间

海澜之家作为国内男装龙头, 主业凭借高质价比的产品力及品牌出海等战略保持稳健发展; 加码京东奥莱和阿迪达斯零售渠道项目 (FCC) 有望打开新的增长空间。我们维持此前的盈利预测, 预计 2024/25/26 年归母净利润同比-22.3%/+21.3%/+11.7%至 22.9/27.8/31.1 亿元。参考可比公司 Wind 25E 一致预期 15.3xPE, 考虑到京东奥莱进入发展快车道且空间可期, 我们给予公司 25 年 17.5xPE, 维持目标价 10.15 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 零售市场竞争加剧, 消费复苏弱于预期, 测算和实际误差。

经营预测指标与估值

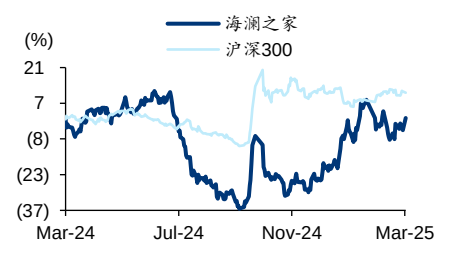
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	18,562	21,528	20,944	24,327	26,852
+/-%	(8.06)	15.98	(2.71)	16.15	10.38
归属母公司净利润 (人民币百万)	2,155	2,952	2,293	2,782	3,107
+/-%	(13.49)	36.96	(22.31)	21.28	11.69
EPS (人民币, 最新摊薄)	0.45	0.61	0.48	0.58	0.65
ROE (%)	14.20	18.20	14.88	17.76	19.37
PE (倍)	18.23	13.31	17.13	14.12	12.65
PB (倍)	2.69	2.45	2.51	2.42	2.36
EV EBITDA (倍)	10.60	8.35	10.21	8.22	6.95

资料来源: 公司公告

基本数据

目标价 (人民币)	10.15
收盘价 (人民币 截至 3 月 10 日)	8.18
市值 (人民币百万)	39,287
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	528.56
52 周价格范围 (人民币)	5.18-9.79
BVPS (人民币)	3.49

股价走势图



资料来源: Wind



盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	24,563	25,005	25,571	27,329	29,050
现金	12,505	11,901	12,707	11,833	12,523
应收账款	1,131	1,005	977.86	1,136	1,104
其他应收账款	484.85	393.20	573.80	666.49	735.67
预付账款	564.03	230.44	291.51	410.30	453.40
存货	9,455	9,337	8,711	10,968	11,914
其他流动资产	423.19	2,138	2,311	2,316	2,320
非流动资产	8,185	8,708	8,475	8,616	9,072
长期投资	0.00	194.02	204.00	204.00	204.00
固定投资	3,131	2,943	2,398	1,949	1,655
无形资产	907.56	688.14	602.59	527.69	462.09
其他非流动资产	4,146	4,883	5,271	5,935	6,751
资产总计	32,749	33,713	34,047	35,945	38,122
流动负债	14,186	16,768	17,431	18,613	20,186
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	8,094	8,769	9,678	9,666	10,260
其他流动负债	6,092	8,000	7,752	8,947	9,926
非流动负债	4,041	906.88	906.80	906.80	906.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	4,041	906.88	906.80	906.80	906.80
负债合计	18,227	17,675	18,338	19,520	21,092
少数股东权益	(79.18)	(11.94)	31.96	167.25	358.59
股本	994.97	1,056	1,478	1,478	1,478
资本公积	563.23	940.82	3,570	3,570	3,570
留存公积	12,655	13,709	10,746	11,327	11,740
归属母公司股东权益	14,601	16,050	15,677	16,258	16,671
负债和股东权益	32,749	33,713	34,047	35,945	38,122

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	3,137	5,230	4,517	2,419	4,842
净利润	2,897	3,624	2,922	3,646	4,123
折旧摊销	1,361	1,476	1,063	1,044	1,139
财务费用	(23.46)	46.75	17.35	20.16	22.25
投资损失	0.01	(185.96)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(1,044)	405.05	(1,561)	382.75	3.39
其他经营现金	(53.25)	(135.27)	2,076	(2,673)	(445.16)
投资活动现金	(543.33)	(776.50)	(651.27)	(1,042)	(1,596)
资本支出	(390.91)	(629.96)	(676.50)	(884.03)	(1,295)
长期投资	(153.13)	(431.89)	(9.98)	0.00	0.00
其他投资现金	0.71	285.34	35.20	(157.50)	(301.00)
筹资活动现金	(2,979)	(3,198)	(2,884)	(2,110)	(2,557)
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	61.40	421.64	0.00	0.00
资本公积增加	(350.26)	377.59	2,629	0.00	0.00
其他筹资现金	(2,629)	(3,637)	(5,935)	(2,110)	(2,557)
现金净增加额	(379.48)	1,250	660.52	759.30	1,024

资料来源：公司公告

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	18,562	21,528	20,944	24,327	26,852
营业成本	10,600	11,954	11,775	13,570	14,996
营业税金及附加	130.77	149.56	145.51	169.01	186.56
营业费用	3,425	4,353	4,545	5,036	5,505
管理费用	921.54	962.59	1,047	1,168	1,262
财务费用	(23.46)	46.75	17.35	20.16	22.25
资产减值损失	(504.11)	(452.00)	(422.10)	(531.48)	(577.35)
公允价值变动收益	(19.44)	(2.90)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.01)	185.96	130.00	0.00	0.00
营业利润	2,806	3,611	2,909	3,631	4,106
营业外收入	121.77	30.28	29.46	34.21	37.77
营业外支出	30.94	17.05	16.80	19.36	21.39
利润总额	2,897	3,624	2,922	3,646	4,123
所得税	834.82	705.47	584.33	729.21	824.53
净利润	2,062	2,918	2,337	2,917	3,298
少数股东损益	93.25	33.53	43.90	135.29	191.34
归属母公司净利润	2,155	2,952	2,293	2,782	3,107
EBITDA	2,852	3,650	2,590	3,340	3,875
EPS (人民币，基本)	0.50	0.68	0.48	0.58	0.65

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	(8.06)	15.98	(2.71)	16.15	10.38
营业利润	(13.65)	28.68	(19.43)	24.83	13.08
归属母公司净利润	(13.49)	36.96	(22.31)	21.28	11.69
获利能力 (%)					
毛利率	42.89	44.47	43.78	44.22	44.15
净利率	11.11	13.56	11.16	11.99	12.28
ROE	14.20	18.20	14.88	17.76	19.37
ROIC	42.67	51.80	393.65	145.91	256.20
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.66	52.43	53.86	54.31	55.33
净负债比率 (%)	(60.73)	(52.50)	(80.89)	(72.04)	(73.54)
流动比率	1.73	1.49	1.47	1.47	1.44
速动比率	1.01	0.82	0.83	0.74	0.72
营运能力					
总资产周转率	0.58	0.65	0.62	0.70	0.73
应收账款周转率	17.24	20.16	21.12	23.02	23.98
应付账款周转率	1.43	1.42	1.28	1.40	1.51
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.45	0.61	0.48	0.58	0.65
每股经营现金流(最新摊薄)	0.65	1.09	0.94	0.50	1.01
每股净资产(最新摊薄)	3.04	3.34	3.26	3.39	3.47
估值比率					
PE (倍)	18.23	13.31	17.13	14.12	12.65
PB (倍)	2.69	2.45	2.51	2.42	2.36
EV EBITDA (倍)	10.60	8.35	10.21	8.22	6.95



正文目录

投资要点	5
城市奥莱处于快速发展期，京东奥莱拓店潜力可期	5
定位差异化、品牌资源丰富、资金实力雄厚，京东奥莱优势凸显	5
我们与市场观点不同之处	5
京东奥莱：定位低线城市轻资产的奥莱	6
京东奥莱市场增量空间有多大？	8
依托“+奥莱”发展东风，城市奥莱处于快速发展期	8
京东奥莱依托自身优势，成长空间广阔	10
京东奥莱的竞争优势？低线市场+品牌资源+资金实力	13
国内同业处于起步期，采取积极的渠道策略	13
低线市场+品牌资源+资金实力，京东奥莱差异化竞争优势凸显	14
草根调研：京东奥莱 VS BIGOFFS 门店	15
盈利预测及估值	21
风险提示	23

图表目录

图表 1： 京东奥莱部分合作品牌	6
图表 2： 京东奥莱官方旗舰店粉丝数量已达到 31.1 万人	6
图表 3： 京东奥莱全国首店开业	6
图表 4： 海澜之家京东奥莱股权结构	7
图表 5： 国内奥特莱斯销售规模	8
图表 6： 中国奥特莱斯市场的发展历程	9
图表 7： 城市奥莱和综合奥莱的特点	9
图表 8： 2023 年我国城市奥莱的分城市线分部情况	9
图表 9： 2000 年-2023 年中国奥特莱斯开业项目（现存续）城市分布情况	10
图表 10： 截至 2023 年底我国各大区奥莱总量及综合型奥莱、城市型奥莱分布情况	10
图表 11： 京东奥莱开店数量测算	11
图表 12： 2021 年奥莱商品组合比例及销售额占比	11
图表 13： 京东奥莱单店模型假设以及普通服装品牌单店模型假设	12
图表 14： 京东奥莱空间测算	12
图表 15： 国内及国际龙头奥莱市场和城市奥莱主要品牌情况对比	14
图表 16： 京东奥莱（河南平顶山店）与 BIGOFFS（重庆爱融荟城店）所在城市及商场对比	15
图表 17： 河南平顶山门店所在名门天街 Mall	16
图表 18： 名门天街 Mall 附近交通便利、居民区密集	16
图表 19： 名门天街 Mall 楼层布局	16
图表 20： 名门天街 Mall 一层区域	16



图表 21: 京东奥莱平顶山门店入口区域	16
图表 22: 京东奥莱平顶山门店进门扫码注册会员	16
图表 23: BIGOFFS 重庆门店入口区域	17
图表 24: BIGOFFS 门店扫码关注公众号	17
图表 25: 京东奥莱（河南平顶山店）与 BIGOFFS（重庆爱融荟城店）门店对比	17
图表 26: 京东奥莱（河南平顶山店）与 BIGOFFS（重庆爱融荟城店）部分商品折扣对比	18
图表 27: 京东奥莱平顶山店面布局	18
图表 28: 京东奥莱平顶山店多数商品折扣	19
图表 29: 京东奥莱平顶山店部分尖货折扣	19
图表 30: BIGOFFS 重庆门店布局及折扣	20
图表 31: 海澜之家：2024-26E 营业收入及毛利润预测	22
图表 32: 海澜之家：2024-26E 盈利预测	22
图表 33: 海澜之家股价复盘	23
图表 34: 海澜之家：可比公司估值表	23
图表 35: 海澜之家 PE-Bands	24
图表 36: 海澜之家 PB-Bands	24

投资要点

海澜之家于 2024 年 7 月布局京东奥莱新业务，为消费者提供实惠便捷的大牌低价正品，并实现线上线下全渠道覆盖。海澜之家与京东双方整合各自资源，依托京东的线上平台和物流优势，以及海澜之家的线下门店运营能力和供应链管理能力，共同打造全渠道零售模式。截至 2025 年 1 月 15 日，京东奥莱已在江苏、山东、河南、河北等地开出 11 家线下门店；线上为京东奥莱官方旗舰店，截至 2025 年 2 月 19 日店铺粉丝数量已达到 28.2 万人，较 1 月初的 10.8 万人实现快速增长。目前公司签约超过 70 个各行业的头部品牌，包括运动用品类（如阿迪达斯、耐克等）、美妆类（如兰蔻、雅诗兰黛、SK-II 等）、箱包类（如 MCM、Coach 等）以及服装等其他类别。我们认为在当前折扣零售业态向纵深化发展的趋势下，京东奥莱业务定位清晰、优势明显，有望打开第二增长曲线。同时，海澜之家作为国内男装龙头，主业通过高质价比的产品力、电商品类多元化、品牌出海等战略，未来有望保持稳健发展。我们维持此前盈利预测，预计 2024/25/26 年归母净利润同比 -22.3%/+21.3%/+11.7%至 22.9/27.8/31.1 亿元。参考可比公司 Wind 25E 一致预期 15.3xPE，考虑到京东奥莱进入发展快车道且空间可期，我们给予公司 25 年 17.5xPE，对应目标价为 10.15 元，维持“买入”评级。

城市奥莱处于快速发展期，京东奥莱拓店潜力可期

2023 年国内奥莱市场规模达到 2300 亿元，同比+9.5%，是限额以上零售业单位中增长最快的业态。随着线下商业环境的变化、电商的冲击，位于一、二线的郊区小镇奥莱竞争愈发激烈、生存空间日益压缩。不少传统百货也面临经营压力，或直接转型为城市奥莱或者引入奥莱折扣品牌集合店，形成了城市奥莱业态。截至 2023 年底，国内城市奥莱数量达到 79 家，成为奥莱业态的发展新趋势。京东奥莱是定位低线城市的轻资产城市奥莱，顺应行业发展趋势，主要依托于快速的开店以抢占市场，优质且稳定的供应链以保障充足的货源，以及合理的盈利能力以支撑未来可持续发展，其拓店空间大（正文中有详细的开店空间预测假设）、是具有发展潜力的业务。

定位差异化、品牌资源丰富、资金实力雄厚，京东奥莱优势凸显

城市奥莱作为奥莱业态当前的发展新趋势，同业公司也多处于起步期。对比主要玩家荟品仓、壹品仓和 BIGOFFS 等，我们认为京东奥莱拥有明显的竞争优势，有望打开差异化增长之路：1) 差异化的市场定位。当前同业公司主要布局一二线城市，而京东奥莱从低线城市开始布局，其居民消费力的提升、更低的人工及租金成本，在市场潜力和盈利能力上更具优势。2) 直签品牌确保高品质与低价格。京东奥莱通过直签品牌可保障货源真实与高品质，满足低线城市白领、中产人群等目标客群对于品牌的需求，同时低货龄尾货仍可保障价格竞争力。3) 依托京东与海澜平台拥有优势资源。相较于同业公司，京东奥莱可借助京东品牌口碑效应与海澜之家丰富的渠道经验、供应链资源和资金支持，抢占市场先机。

我们与市场观点不同之处

对于京东奥莱：区别于传统服装零售门店，在线下消费环境承压、商业物业满铺率不足的情况下，京东奥莱凭借“大品牌、小价格”的定位，既能够直击消费者追求实惠与品质的痛点，又能向供货商争取更优商业条款，从而带来更高的单店盈利能力（正文中有详细的单店模型假设）。我们认为这是京东奥莱前期快速发展、抢占市场的核心竞争优势之一。而从更远期的角度看，我们认为供应链至关重要，除了尾货的供应外，专供款的发展可带来更稳定的商品供应以及更高的盈利能力（2021 年国内奥莱商品组合里，奥莱专供款的占比为 35~40%，销售额占比达到 45~50%）。京东奥莱在京东、海澜之家的双重背书下，或拥有更好的品牌资源与更深的合作机会。

对于海澜之家：区别于过去稳增长、高股息的投资逻辑，我们认为当前是兼具防御性和成长性的时机。一方面海澜之家稳健高分红，使得当前股价具备一定防御性。参考我们 25 年净利润预期，对应 PE 为 14x，若保持 2023 年 91%的分红率，对应股息率为 6.45%。另一方面，京东奥莱新业务的发展给公司带来了较大的成长空间，有望带动业绩和估值的提升。

京东奥莱：定位低线城市的轻资产城市奥莱

男装龙头拓展新零售业态，京东奥莱将引领增长。当前折扣零售业态向纵深化发展，尤其是城市奥莱的快速兴起，成为零售市场的重要组成部分。海澜之家作为国内男装龙头企业，具备丰富的终端市场运营经验和渠道优势，积极布局和拓展新零售业态，尤其是与京东合作的京东奥莱业务，展现出令人期待的市场潜力。近期我们走访了京东奥莱及其同业门店，本篇报告将就草根调研情况及市场关切的京东奥莱问题作出回答。

海澜之家+京东背书，线上线下全渠道布局。海澜之家与京东合作，为消费者提供实惠便捷的大牌低价正品，打造多元化购物平台。在线下，根据京东奥莱公众号，截至 2025 年 1 月 15 日，京东奥莱已在江苏、山东、河南、河北等地开出 11 家门店。线上为京东奥莱官方旗舰店，截至 2025 年 2 月 28 日，店铺粉丝数量已达到 31.1 万人，较 1 月初的 10.8 万人实现快速增长。目前公司已签约合作超过 70 个品牌，涉及运动用品类（如阿迪达斯、耐克、UR、Sketch 等）、美妆类（如兰蔻、雅诗兰黛、SK-II 等）、箱包类（如 MCM、Coach、Michael Kors 等）以及服装等其他类别，为消费者提供一站式服务。

图表1： 京东奥莱部分合作品牌



资料来源：京东奥莱公众号

图表2： 京东奥莱官方旗舰店粉丝数量已达到 31.1 万人



注：数据截至 2025 年 2 月 28 日
资料来源：京东奥莱旗舰店首页

图表3： 京东奥莱全国首店开业



资料来源：公司公告

从经营模式上看，京东奥莱的主要参与者涵盖海澜之家、京东、线下商场以及品牌方：

- 1) **品牌方**：负责提供产品，大多采用可退货的代销模式进行流通。对于品牌方而言，京东奥莱平台不仅有助于其拓展线下消费群体，还成为处理尾货或奥特莱斯专属产品的有效渠道。
- 2) **海澜之家**：全面负责线下运营和销售工作，涵盖选址、开店、销售、备货等多个环节，并承担销售人员的管理工作。
- 3) **商场**：负责提供经营场地，商场所收取的租金以联营形式为主，与京东奥莱的销售收入紧密挂钩。京东奥莱业务的入驻能够为商场吸引更多的客流，提升转化效率。