

战略回归时尚主业，26 年股权激励彰显信心

——雅戈尔首次覆盖报告

雅戈尔(600177)

纺织服装业/可选消费品

首次覆盖
增持
8.51评级
目标价格

当前价格: 7.69

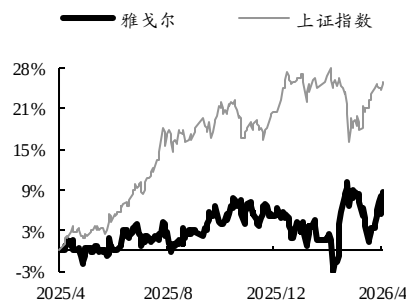
交易数据

52 周内股价区间(元)	6.91-7.87
总市值(百万元)	35,554
总股本/流通 A 股(百万股)	4,623/4,623
流通 B 股/H 股(百万股)	0/0

资产负债表摘要(LF)

股东权益(百万元)	42,436
每股净资产(元)	9.18
市净率(现价)	0.8
净负债率	24.77%

52周股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	6%	9%
相对指数	-5%	6%	-17%

本报告导读:

近年来公司战略回归时尚主业，收缩地产及投资业务，追求稳健发展；2026 年公司推出股权激励计划，设置积极的业绩增长考核目标，彰显发展信心。

投资要点:

- 首次覆盖给予“增持”评级。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润为 29.8/33.5/37.2 亿元，同比+21.9%/+12.2%/+11.3%，对应 PE 为 12/11/10 倍。考虑到公司涉及时尚、地产、投资三大业务板块，根据分部估值法，2026 年公司的股权价值约为 393.6 亿元，给予目标价 8.51 元，予以“增持”评级。
- 战略回归时尚主业，基本面有望企稳。雅戈尔作为国内男装行业龙头，曾形成“时尚+地产+投资”三轮驱动格局，2025 年实现营收 115.82 亿元，其中时尚/地产收入占比 36%/64%；归母净利润 24.47 亿元，时尚/地产/投资利润分别为 0.96/-1.06/24.71 亿元。公司自 1998 年上市早期便涉及金融投资及地产业务，把握时代红利，并积极拓展品牌矩阵巩固服装主业优势；近年来公司主动退出地产开发及部分财务投资项目，围绕主业布局高景气的户外及奢侈童装赛道，追求更加稳健发展。
- 地产业务显著收缩，利润结构向“时尚+稳收投资”优化。1) 时尚业务：①25 年主品牌贡献收入占比约 75%，近年来稳中求拓，加快“全系列、多品类”发展，推进“开大店、关小店”渠道优化策略，经营效率稳步提升，同时依托自有物业优势拓展商务会馆门店，树立高端商务赛道发展新优势；②子品牌加速布局，收购高端户外品牌 HELLY HANSEN 及高端奢侈童装品牌 BONPOINT，未来线上、线下拓展空间广阔，25 年子品牌合计收入增速高达 226%。2) 地产业务：推进存量项目结转，24 年至今地产利润占比显著下降（24 年为个位数占比），对公司整体利润扰动逐步减弱；3) 投资业务：追求稳定回报，加快财务性项目退出、持续优化现金流，并将回收资金聚焦于时尚主业相关的品牌并购、合作等方向。
- 发布 26 年股权激励，彰显公司发展信心。2021 年首次推出股权激励并顺利达成业绩考核目标，2026 年公司再度拟向 827 名中高层及核心骨干授予 1.2 亿股限制性股票，设置积极的考核目标（即 2026 年净利较 2025 年增速≥10%），深度绑定核心团队与公司发展利益，彰显公司发展信心。
- 风险提示：服装消费需求不及预期，地产存量项目销售结转不及预期，金融资产价格波动风险。

财务摘要(百万元)	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入	14,188	11,582	10,655	10,790	10,982
(+/-)%	3.2%	-18.4%	-8.0%	1.3%	1.8%
净利润(归母)	2,767	2,447	2,983	3,347	3,724
(+/-)%	-19.4%	-11.6%	21.9%	12.2%	11.3%
每股净收益(元)	0.60	0.53	0.65	0.72	0.81
净资产收益率(%)	6.7%	5.8%	6.8%	7.3%	7.8%
市盈率(现价&最新股本摊薄)	12.85	14.53	11.92	10.62	9.55

财务预测表

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
货币资金	7,737	11,773	14,840	16,591	18,208	营业总收入	14,188	11,582	10,655	10,790	10,982
交易性金融资产	81	702	822	822	822	营业成本	8,542	6,265	5,503	5,420	5,373
应收账款及票据	227	377	306	271	237	税金及附加	241	232	213	216	220
存货	9,854	6,354	5,379	5,096	4,847	销售费用	3,158	3,578	3,196	3,237	3,295
其他流动资产	1,937	2,088	2,023	2,040	2,061	管理费用	887	958	799	809	824
流动资产合计	19,836	21,294	23,370	24,820	26,176	研发费用	61	76	53	54	55
长期投资	25,830	26,768	27,368	27,968	28,568	EBIT	914	-77	3,759	4,075	4,393
固定资产	10,652	10,081	9,761	9,388	8,959	其他收益	60	43	43	43	44
在建工程	43	64	97	125	149	公允价值变动收益	-83	-35	-10	-10	-10
无形资产及商誉	353	1,634	1,571	1,507	1,443	投资收益	2,954	3,265	3,012	3,162	3,314
其他非流动资产	14,675	10,956	9,793	8,579	7,768	财务费用	585	539	589	517	434
非流动资产合计	51,553	49,503	48,591	47,568	46,887	减值损失	-592	-690	-250	-250	-250
总资产	71,389	70,797	71,961	72,387	73,063	资产处置损益	1	99	85	86	88
短期借款	10,229	9,309	10,809	10,909	11,009	营业利润	3,053	2,615	3,181	3,568	3,969
应付账款及票据	978	1,007	862	849	842	营业外收支	-51	-14	-10	-10	-10
一年内到期的非流动负债	4,361	3,263	4,000	4,000	4,000	所得税	246	176	214	241	268
其他流动负债	8,815	5,023	4,461	4,405	4,374	净利润	2,756	2,426	2,956	3,318	3,691
流动负债合计	24,383	18,602	20,132	20,163	20,224	少数股东损益	-11	-22	-27	-30	-33
长期借款	4,696	8,155	6,655	5,155	3,655	归属母公司净利润	2,767	2,447	2,983	3,347	3,724
应付债券	0	0	0	0	0	主要财务比率					
租赁债券	493	739	689	639	589		2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
其他非流动负债	378	772	666	666	666	ROE(摊薄,%)	6.7%	5.8%	6.8%	7.3%	7.8%
非流动负债合计	5,567	9,666	8,009	6,459	4,909	ROA(%)	3.6%	3.4%	4.1%	4.6%	5.1%
总负债	29,950	28,268	28,141	26,622	25,134	ROIC(%)	1.4%	-0.1%	5.3%	5.7%	6.1%
实收资本(或股本)	4,623	4,623	4,623	4,623	4,623	销售毛利率(%)	39.8%	45.9%	48.4%	49.8%	51.1%
其他归母股东权益	36,577	37,710	39,027	41,002	43,199	EBIT Margin(%)	6.4%	-0.7%	35.3%	37.8%	40.0%
归属母公司股东权益	41,200	42,334	43,650	45,625	47,823	销售净利率(%)	19.4%	20.9%	27.7%	30.7%	33.6%
少数股东权益	239	196	169	139	106	资产负债率(%)	42.0%	39.9%	39.1%	36.8%	34.4%
股东权益合计	41,439	42,529	43,820	45,765	47,929	存货周转率(次)	0.7	0.8	0.9	1.0	1.1
总负债及总权益	71,389	70,797	71,961	72,387	73,063	应收账款周转率(次)	54.3	38.4	31.2	37.4	43.3
现金流量表(百万元)						总资产周转率(次)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.2
经营活动现金流	1,546	1,234	2,472	2,692	2,487	净利润现金含量	0.6	0.5	0.8	0.8	0.7
投资活动现金流	2,218	5,249	2,281	2,548	2,707	资本支出/收入	7.9%	1.6%	8.4%	8.2%	8.1%
筹资活动现金流	-8,764	-2,513	-1,674	-3,488	-3,577	EV/EBITDA	26.57	34.23	8.05	6.88	6.38
汇率变动影响及其他	-2	17	-12	0	0	P/E(现价&最新股本摊薄)	12.85	14.53	11.92	10.62	9.55
现金净增加额	-5,003	3,987	3,067	1,752	1,617	P/B(现价)	0.86	0.84	0.81	0.78	0.74
折旧与摊销	1,088	1,387	1,564	1,693	1,346	P/S(现价)	2.51	3.07	3.34	3.30	3.24
营运资本变动	-709	-520	163	-6	-18	EPS-最新股本摊薄(元)	0.60	0.53	0.65	0.72	0.81
资本性支出	-1,120	-187	-890	-889	-887	DPS-最新股本摊薄(元)	0.50	0.43	0.26	0.30	0.33
						股息率(现价,%)	6.5%	5.6%	3.4%	3.9%	4.3%

数据来源: Wind, 公司财报, 国泰海通证券研究

目录

1. 盈利预测及估值	4
1.1. 盈利预测	4
1.2. 估值	5
2. 公司概况：男装行业龙头，战略回归时尚主业.....	6
2.1. 发展历程：多元扩张增厚资产，重心回归主业夯实发展	7
2.2. 公司治理：股权结构稳定，管理层经验丰富.....	8
3. 时尚业务：主品牌经营有望改善，子品牌成长前景可期.....	9
3.1. 主品牌：优化渠道结构，期待经营改善.....	9
3.2. 子品牌：切入户外及奢侈童装赛道，多品牌协同成长.....	13
4. 地产业务：项目有序结转，未来逐步退出.....	17
5. 投资业务：追求稳定回报，优化现金流.....	19
6. 股权激励彰显信心，历史分红率优异.....	20
7. 风险提示.....	21

1. 盈利预测及估值

1.1. 盈利预测

➤ 核心假设:

1、收入端:

- 1) **时尚业务板块:** ①**主品牌 YOUNGOR:** 线下方面, 公司积极推进“开大店、关小店”策略, 假设 2026-2028 年线下门店每年净增 20 家, 2025 年受前期门店调整影响, 店效增速为-6%, 2027-2028 年店效增速假设分别为-2%/3%/3%; 假设 2026-2028 年线上收入增速维持 5%; ②**其他品牌:** 依托 BONPOINT 并表及子品牌加速拓店节奏, 2025 年收入增速达 226%, 我们假设 2026-2028 年线下门店每年净增 8 家, 店效增速维持 5%; 考虑到 BONPOINT 并表主要贡献线上收入, 我们预计 2026-2028 年其他品牌线上收入增速维持 18%; ③**纺织业务:** 受行业景气下行及内部业务调整影响, 2025 年收入增速为-23%, 2026-2028 年随景气度改善, 预计该业务将恢复至 5% 稳健增速。
- 2) **地产业务:** 公司明确战略退出地产业务, 2024-2025 年为存量项目集中交付期, 2026 仍会有少数项目沉淀, 我们假设 2026-2028 年收入增速分别为-30%/-10%/-10%。
- 3) **投资业务:** 依据公司年报, 公司投资收益主要由宁波银行的权益法投资收益及中信股份的分红, 假设 2026-2028 年投资业务贡献归母净利润为 25.6/26.9/28.2 亿元。

2、**毛利率:** 2023-2025 年毛利率分别为 44.1%/39.8%/45.9%, 假设 2026-2028 年毛利率为 48.4%/49.8%/51.5%; 我们预计时尚业务毛利率维持 60.9%, 其中纺织业务毛利率维持在 9.0%, 品牌服装业务毛利率维持 67.4%; 假设 2026-2028 年地产业务毛利率维持 15.0%。

3、**费用端:** 我们预计随着公司战略重心回归时尚主业, 2025-2027 年费用投放将有所增加, 但费用率整体稳定可控。

根据以上假设, 我们预计 2026-2028 年公司营收为 106.6/107.9/109.8 亿元, 同比-8.0%/+1.3%/+1.8%, 归母净利润预计分别为 29.8/33.5/37.2 亿元, 同比+21.9%/+12.2%/+11.3%。

表1: 公司盈利预测

(百万元)	2023	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入	13749	14188	11582	10655	10790	10982
yoy	-7.2%	3.2%	-18.4%	-8.0%	1.3%	1.8%
其中: 时尚业务	7306	6799	7433	7745	8171	8626
yoy	15.7%	-6.9%	9.3%	4.2%	5.5%	5.6%
其中: 纺织业务	1048	1065	819	860	903	949
yoy	15.6%	1.6%	-23.1%	5.0%	5.0%	5.0%
其中: 服装品牌业务	6258	5734	6633	6884	7268	7677
yoy	15.7%	-8.4%	15.7%	3.8%	5.6%	5.6%
雅戈尔主品牌	5837	5187	5006	5051	5263	5483

yoy	16.4%	-11.1%	-3.5%	0.9%	4.2%	4.2%
其他品牌	421	547	1627	1834	2005	2194
yoy	5.9%	29.9%	226.0%	12.7%	9.3%	9.4%
其中：地产业务	6430	7471	4157	2910	2619	2357
yoy	-24.8%	16.2%	-44.4%	-30.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	44.1%	39.8%	45.9%	48.4%	49.8%	51.1%
其中：时尚业务	63.4%	63.5%	60.8%	60.9%	60.9%	60.9%
其中：纺织业务	6.5%	14.3%	8.6%	9.0%	9.0%	9.0%
其中：服装品牌业务	73.0%	72.7%	67.4%	67.4%	67.4%	67.4%
其中：地产业务	21.9%	18.8%	18.7%	15.0%	15.0%	15.0%
销售费用率	22.1%	22.3%	30.9%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用率	7.7%	6.3%	8.3%	7.5%	7.5%	7.5%
研发费用率	0.5%	0.4%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
归母净利润	3434	2767	2,447	2,983	3,347	3,724
yoy	-32.2%	-19.4%	-11.6%	21.9%	12.2%	11.3%
其中：时尚业务	768	431	96	387	613	863
其中：地产业务	574	154	-106	35	47	44
其中：投资业务	2096	2209	2471	2560	2688	2817

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

1.2. 估值

考虑到时尚业务、地产业务和投资业务的属性区别较大，我们采用分部估值法对公司估值进行测算。

1) 时尚业务板块：我们预计 2026 年公司时尚业务的归母净利润为 3.87 亿元，采用 PE 估值法，可比公司选择同为拥有头部男装品牌的海澜之家、比音勒芬、报喜鸟，给予 2026 年 15XPE，对应公司的时尚业务板块合理估值为 58.1 亿元。

表2: 时尚业务板块可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	归母净利润(亿元)		PE(倍)	
				2026E	2027E	2026E	2027E
600398.SH	海澜之家	6.5	312.2	23.0	25.5	14	12
002832.SZ	比音勒芬	17.5	99.9	6.5	7.4	15	13
002154.SZ	报喜鸟	3.7	53.3	4.7	5.3	11	10
	平均					13	12

数据来源：Wind，国泰海通证券研究（注：上表取 2026/4/30 收盘价，可比公司盈利预测均取自国泰海通）

2) 地产业务板块：2024 年地产业务归母净利率为 2.1%，2025 年因计提减值出现亏损。考虑到前期计提减值相对充分，2026 年公司地产业务的存量项目将逐步结转，假设 2026 年地产业务归母净利率为 1.2%，我们预计 2026 年地产业务贡献归母净利润 0.35 亿元。采用 PB 估值法，我们测算 2026 年公司地产板块对应净资产约为 64.8 亿元，可比公司选择同为地产行业龙头的保利发展、招商蛇口、新城控股，考虑到公司多数地产项目已实现结转或预售，未来现金流确定性较高，给予 2026 年高于可比公司平均值的 1XPB，对应公司的地产板块合理估值为 64.8 亿元。

表3: 地产业务板块可比公司估值

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	BPS (元)		PB (倍)	
				2026E	2027E	2026E	2027E
600048.SH	保利发展	6.1	735.0	16.2	16.2	0.4	0.4
001979.SZ	招商蛇口	8.7	784.4	10.9	11.1	0.8	0.8
601155.SH	新城控股	14.8	333.4	27.6	28.1	0.5	0.5
	平均					0.6	0.6

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究 (注: 上表取 2026/4/30 收盘价, 可比公司盈利预测均取自 Wind 一致盈利预测)

表4: 2026 年地产板块净资产测算值为 64.8 亿元

(亿元)	2025	2026E
地产板块总资产	90.9	87.4
现金	30.1	40.5
存货	41	30
投资性房地产	19.9	16.9
地产板块负债	24.3	22.6
合同负债	24.1	22.4
预收账款	0.2	0.2
地产板块净资产	69.1	54.1
地产板块资产负债率	40.6%	25.8%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究 (注: 地产板块现金=公司账面现金总额*地产收入占比, 2025 年为 26%, 2026 年假设为 27%, 2025 列为实际值, 2026E 列为测算值)

3) 投资业务板块: 公司的投资业务主要包括长期股权投资 (宁波银行)、其他权益工具投资 (中信股份等)、以及其他非流动性金融资产 (财务投资、私募股权) 等。采用公允价值法, 我们参考 2026 年 4 月 30 日收盘市值及公司的持股比例, 并参考不同项目的流动性给予折价测算, 对应投资业务的合理估值为 335.6 亿元。

表5: 投资业务估值

投资项目	账面价值 (亿元)	核心标的	核算方式	折价	测算持仓市值 (亿元)
长期股权投资	278.03	宁波银行	权益法	5%	264.13
其他权益工具投资	77.62	中信股份、中信银行等	公允价值计量	15%	65.98
其他非流动金融资产	7.85	私募股权、财务投资	公允价值计量	30%	5.49

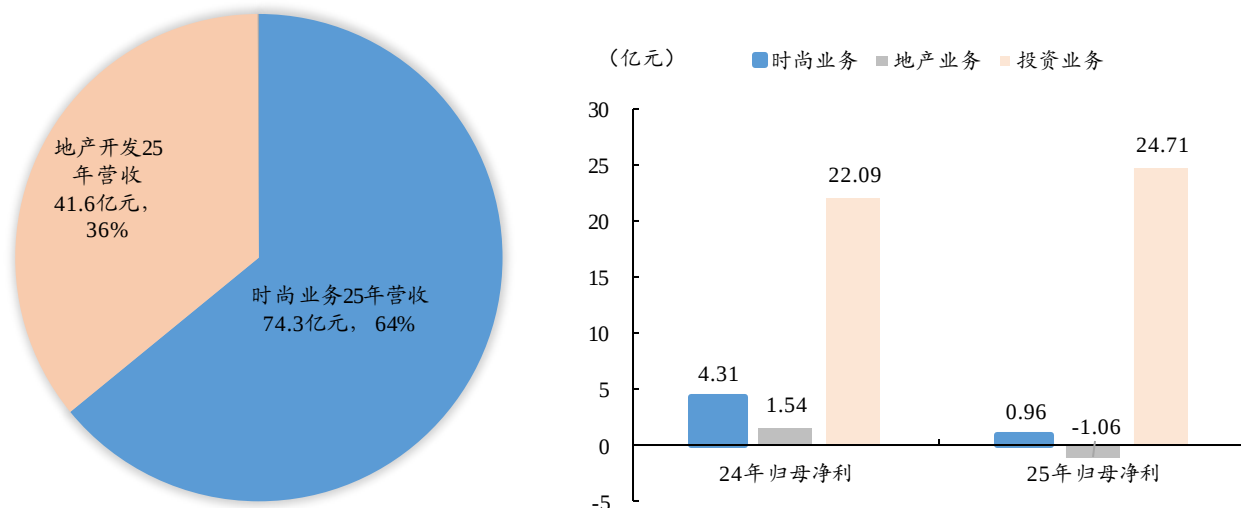
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究 (注: 上表采用 2025 年报口径数据; 因宁波银行流动性好, 无锁定期, 给予 5%折价, 中信股份作为港股流动性稍弱, 给予 15%折价, 私募股权等退出周期较长, 给予 30%折价)

综上, 根据分部估值法可得, 公司的合理估值约为 458.5 亿元, 扣除净负债后股权价值约为 393.6 亿元, 给予目标价 8.51 元, 予以“增持”评级。

2. 公司概况: 男装行业龙头, 战略回归时尚主业

公司是男装行业龙头, 曾依托服装产业根基, 拓展形成“时尚+地产+投资”三轮驱动格局。公司成立于 1993 年 6 月, 早期依托男装制造与品牌经营奠定产业根基, 随后逐步将经营边界拓展至房地产开发与股权投资, 在中国地产黄金期和权益投资活跃期积极布局, 形成“时尚+地产+投资”的三轮驱动格局。

图1: 2025 年公司三大板块收入及利润占比情况



2025 年时尚/地产业务收入占比 64%/36%

公司主要利润来源为投资业务

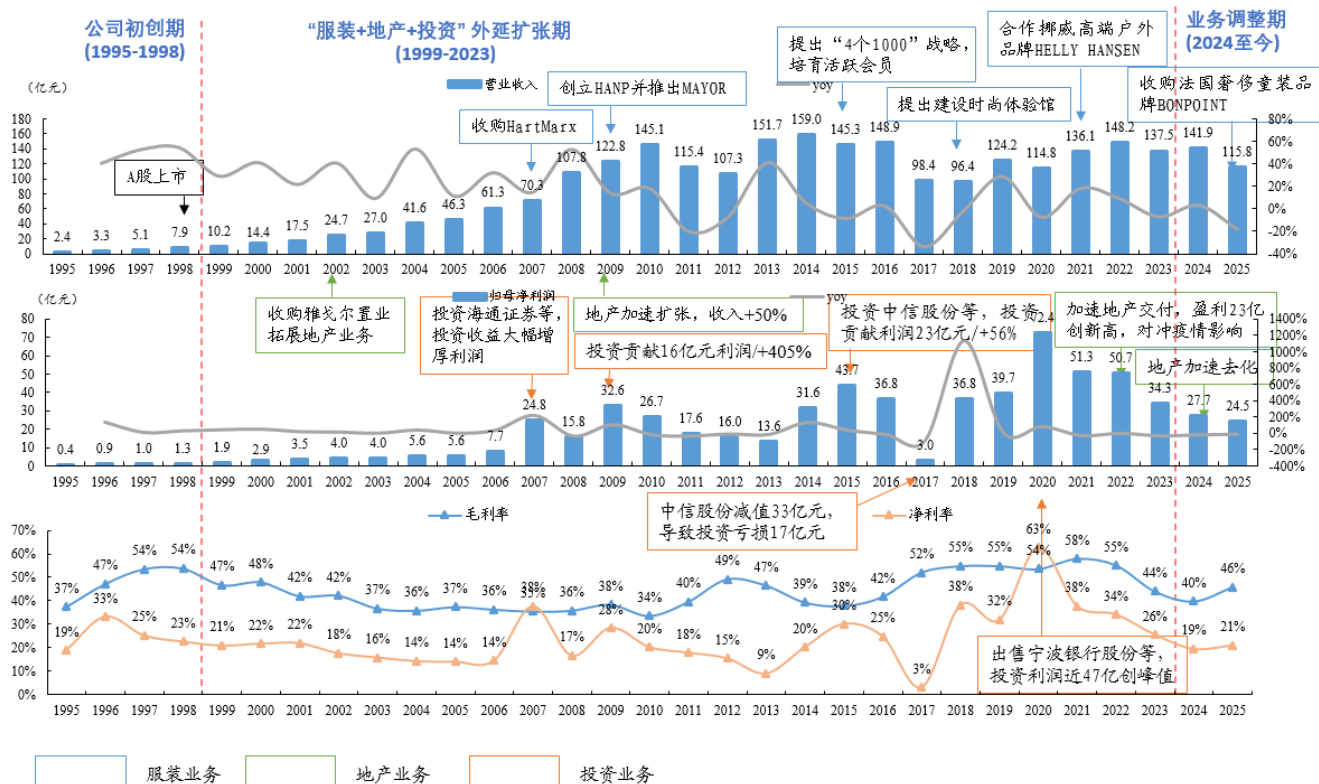
数据来源: 2024 年报, 2025 年报, 国泰海通证券研究

2.1. 发展历程: 多元扩张增厚资产, 重心回归主业夯实发展

通过复盘公司发展历程可知, 地产及投资业务曾带给公司丰富的利润及现金流, 近年来两项业务逐渐收缩, 公司经营重心正重新回归品牌与运营。

- 1) 公司初创期 (1995-1998 年): 服装业务起家, 顺利上市扩张。**公司成立于 1993 年, 并于 1998 年 11 月完成 A 股上市, 公司推出的衬衫、西装等产品备受市场青睐, 迅速奠定男装行业龙头地位, 1995-1998 年收入规模 CAGR 高达 49%。
- 2) 外延扩张期 (1999-2023 年): 加速拓展地产及投资业务, 形成“三轮驱动”业务结构。**①**服装主业:** 公司围绕“YOUNGOR”主品牌, 逐步搭建起覆盖商务休闲、运动户外、潮流等多元赛道的品牌矩阵, 渠道端积极扩张, 主业持续稳健发展, 并为公司带来充沛的现金流; ②**投资业务:** 公司于 1997 年、1999 年分别投资宁波银行和中信证券, 于 2014 年投资港股中信股份, 并积极布局多项财务性权益投资, 并在适当时间调整、退出部分投资项目实现结利, 如 2007、2009、2015、2020 年投资业务表现出色, 大幅增厚利润; ③**地产业务:** 随着 21 世纪初中国地产迎来快速发展的黄金期, 公司加速布局宁波等江浙沪地区的房地产业务, 积极把握地产开发承接的城镇化红利, 增厚公司利润。2022 年公司加速地产项目集中交付结算, 地产收入/利润达 85/23 亿元创新高, 同时对冲了疫情对服装主业的影响。
- 3) 业务调整期 (2024 年至今): 重新聚焦时尚主业, 地产业务逐步退出。**一方面, 近年来地产与投资业务波动加剧了对公司报表的扰动, 为此公司在战略层面明确退出房地产开发, 主动收缩地产业务, 加速存量项目变现, 同时调整投资以追求稳定回报; 另一方面, 公司经营重心回归服装主业, 在核心品牌持续发力的同时, 积极布局高景气的户外及奢侈童装赛道, 持续夯实核心竞争力。

图2: 公司发展历程复盘

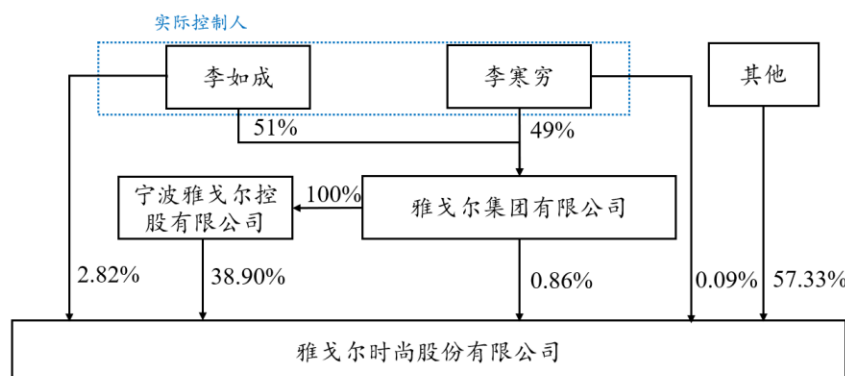


数据来源: Wind, 公司历年年报, 公司官网, 国泰海通证券研究

2.2. 公司治理: 股权结构稳定, 管理层经验丰富

股权结构相对稳定。截至2026年3月31日, 公司董事长李如成及副董事长、创始人之女李寒穷通过控股宁波雅戈尔控股有限公司间接持有38.90%公司股份, 通过雅戈尔集团有限公司持有0.86%公司股份, 此外, 李如成、李寒穷分别直接持股2.82%/0.09%, 综上二人合计持股42.7%, 股权结构相对集中。

图3: 公司股权结构相对集中 (截至2026/3/31)



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

管理层职责分明, 在服装、投资、地产三大领域均具备丰富的经验。董事长李如成深耕行业40余年, 曾连任三届全国人大代表, 现任中国上市公司协会副会长, 在服装运营领域具备丰富的经验和前瞻判断力。其女李寒穷现任公司副董事长、总裁, 曾长期参与公司治理, 兼具丰富的产业投资、私募投资经验, 推动多品牌矩阵运营与投资业务协同发展。董事兼执行总裁徐鹏深耕品牌运营、新零售渠道与时尚业务; 董事陈育雄具备丰富的金融投资行业

从业经验，为公司投资业务的稳健发展提供有力支撑。核心高管团队分工清晰、能力出众，既能保障战略连续性，又能高效推进时尚主业聚焦与业务升级，为公司长期健康发展提供坚实支撑。

表6: 公司管理层经验丰富

姓名	职务	性别	年龄	学历	工作履历
李如成	董事长	男	75	专科	高级经济师，历任第九届，第十届，第十一届全国人大代表，宁波青春发展公司总经理，宁波雅戈尔制衣有限公司董事长兼总经理，公司董事长兼总经理，现任中国上市公司协会副会长，宁波上市公司协会荣誉会长，甬商总会联席会长，宁波时尚产业创新联盟理事长，公司第十届董事会董事长，兼任宁波盛达发展有限公司执行董事兼总经理，宁波雅戈尔控股有限公司执行董事兼总经理。
李寒穷	副董事长，总裁	女	49	硕士	美国加州州立大学工商管理学士，中欧商学院 EMBA, 中欧创业营第五期学员，中欧创投营第二期学员。曾任雅戈尔（香港）实业有限公司副总经理，上海凯石投资管理有限公司副总经理，现任公司第十届董事会副董事长，雅戈尔时尚（上海）科技有限公司董事长，雅戈尔服装控股有限公司副董事长，雅戈尔投资有限公司董事长兼总经理，兼任宁波盛达发展有限公司监事，宁波雅戈尔控股有限公司监事。
徐鹏	董事，执行总裁	男	39	本科	曾任浙江省学联第二十届执行主席，历任雅戈尔服装控股有限公司市场推广部经理，宁波区域主管，浙江公司副总经理，雅戈尔品牌总监，市场运营部总经理，新零售事业部总经理，雅戈尔品牌事业部首席执行官，雅戈尔服装控股常务副总，新商业部总经理，公司监事，现任公司第十届董事会董事，雅戈尔服装控股董事，夸父科技董事长兼总经理。
杨珂	董事	男	46	本科	历任雅戈尔集团股份有限公司董事长秘书，办公室副主任，党委副书记，监事，现任公司第十届董事会董事，雅戈尔服装控股有限公司董事兼常务副总经理。
陈育雄	董事	男	53	本科	毕业于浙江工业大学经贸管理学院，高级经济师。1996年任职于中国工商银行宁波市信托投资公司（2009年经重组后更名为昆仑信托有限责任公司），先后担任业务三部信贷员，证券投资部信托经理，机构融资部业务总监，副总经理，宁波业务二部总经理，现任昆仑信托华东业务总部业务二部，三部总经理。
刘新宇	副总裁	女	52	硕士	高级经济师,1996年8月进入公司，历任公司办公室副主任，公司副总经理兼董事会秘书，现任公司副总裁，公司投资运营部总经理，雅戈尔服装控股有限公司董事，雅戈尔时尚（上海）科技有限公司董事，雅戈尔服装制造有限公司董事，兼任宁波银行董事。
胡纲高	副总裁	男	53	硕士	北京大学公共管理硕士。曾任宁波市鄞州区高桥镇党委书记兼区望春工业园区管委会副主任，中国国际贸易促进委员会宁波市分会副会长，中国国际贸易促进委员会浙江省分会副会长，温州市人民政府副市长兼温州高新技术产业开发区管理委员会第一主任。现任公司第十届董事会董事兼常务副总经理，雅戈尔（瑞丽）有限公司董事长，雅戈尔（瑞丽）服装有限公司董事长，新疆雅戈尔农业科技股份有限公司董事长。
朱吉	财务总监	男	50	硕士	中国人民大学国际经济学专业学士，英国曼彻斯特大学会计与金融专业硕士，注册税务师。曾任上海通用汽车有限公司资金主管，阿尔卡特朗讯亚太区资金及兼并收购副总监，飒拉商业中国区资金总监，海尔金控集团投资及医疗平台财务总监。2023年4月进入公司，现任公司财务总监，雅戈尔服装控股有限公司财务总监。
冯隽	董事会秘书	女	43	硕士	毕业于武汉大学法学院，持有法律职业资格证书。2007年8月进入公司证券部工作，曾任公司证券部副经理，现任董事会秘书。

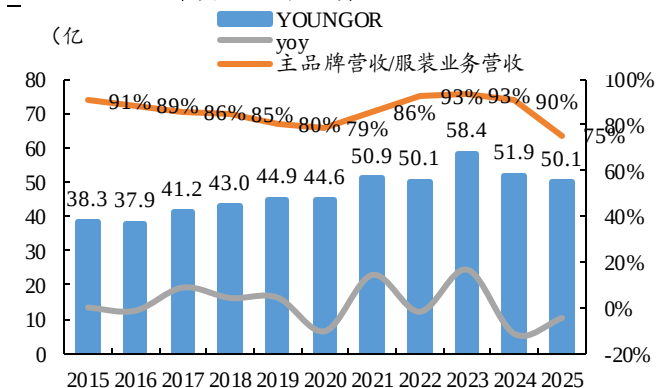
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

3. 时尚业务：主品牌经营有望改善，子品牌成长前景可期

3.1. 主品牌：优化渠道结构，期待经营改善

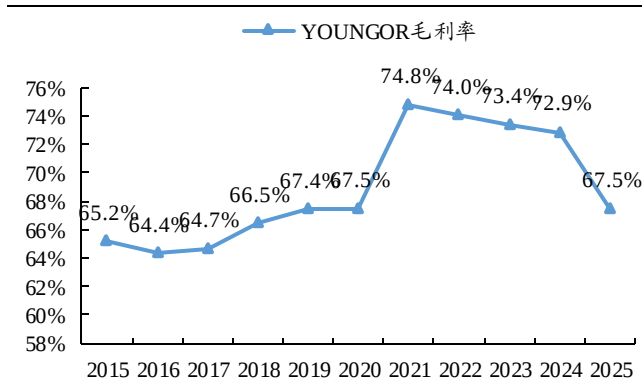
当前主品牌 YOUNGOR 是时尚业务的主要收入来源，贡献占比约 75%。2015-2025 年 YOUNGOR 收入 CAGR 约 2.7%，保持稳健增长；其中 2024 年 YOUNGOR 在时尚板块服装业务中收入占比达 90.46%，2025 年 BONPOINT 并表后收入占比约 75%，毛利率为 67.5%，是时尚业务收入和利润的核心支柱。

图4: 2015-2025 年 YOUNGOR 品牌收入 CAGR 为 2.7%，2025 年贡献服装业务约 75%收入



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图5: 2025 年主品牌毛利率为 67.5%，同比略有下降



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

推动全系列、多品类发展，升级拓展产品结构，优化“高级商务男装”品牌形象。聚焦商务人群，稳住商务行政系列基本盘，并加速拓展户外休闲产品，迎合男装运动休闲化趋势；2025 年经营计划则进一步提出，主品牌将“稳中求拓”，持续优化商品体系，加快“全系列、多品类”发展，强化婚庆产品设计及推广，并提升休闲系列、女装及配饰占比。这意味着主品牌转型是在既有“高级商务男装”认知之上，向更广消费场景渗透，本质上是以场景扩容对冲传统正装需求的周期性波动。

表7: YOUNGOR 主品牌定位商务赛道

品牌名称	图例	成立时间	品牌定位	目标客户	价格带 (元)
YOUNGOR 雅戈尔		1990 年	定位“行政商务人士最受欢迎的品牌”。	服饰涵盖全品类男女装，分为行政商务、婚庆系列、户外休闲、女装系列四大系列。满足行政商务人群多场景、高品质、舒适得体的着装需求。	西装 500-5000 衬衫 200-2000

数据来源: Wind, 2025 半年报, 天猫官方旗舰店, 国泰海通证券研究

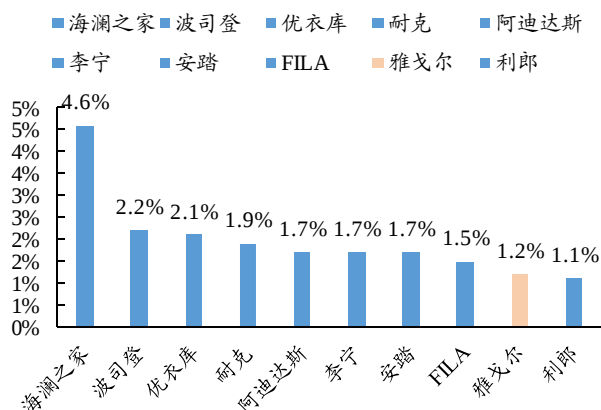
图6: YOUNGOR 主品牌持续优化商品体系，推动“全系列、多品类”发展



数据来源: 公司财报, 公司官网, 国泰海通证券研究

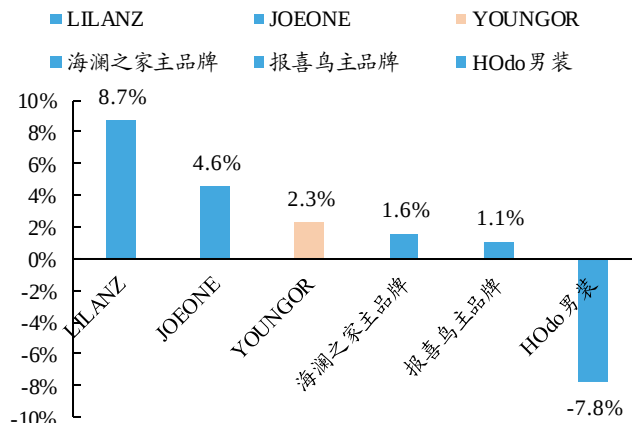
YOUNGOR 品牌稳居男装行业龙头，其毛利率常年高于同行。从我国男装行业格局来看，2023-2025 年男装 CR10 稳定居于 20%左右，其中雅戈尔稳居行业前列。从品牌收入增速来看，2020-2025 年 YOUNGOR 主品牌维持 2.3%的稳定复合增速，经营韧性突出。此外，公司近年来毛利率常年居于 73%左右，显著高于同行男装（2024 年九牧王、报喜鸟为 65%，利郎为 48%），判断主要得益于其较优的产品结构及高直营收入占比。

图7: 2025年雅戈尔市占率为1.2%



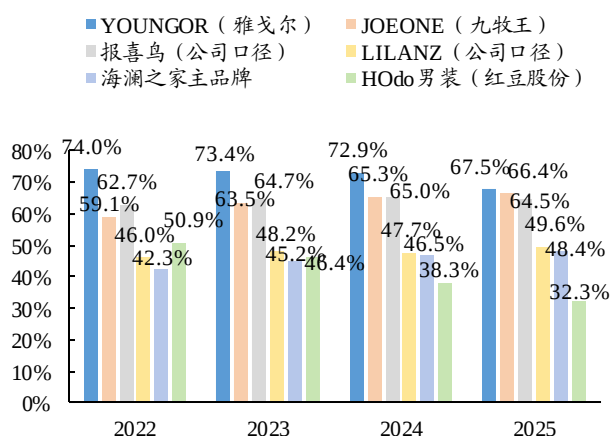
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图8: 2020-2025年 YOUNGOR 收入 CAGR 为 2.3%



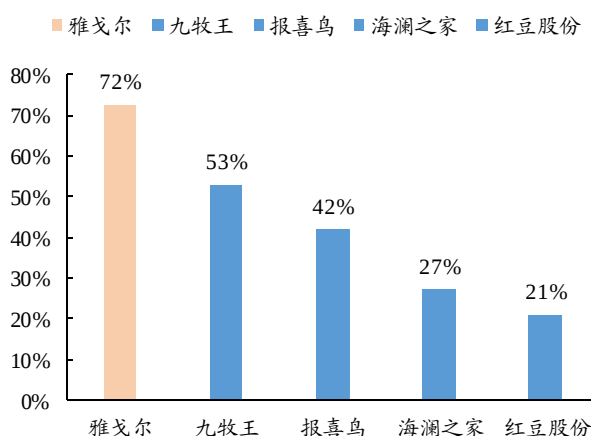
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图9: YOUNGOR 毛利率高于同行



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

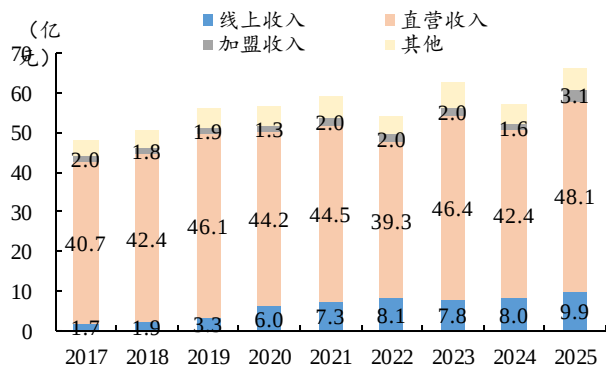
图10: 雅戈尔直营收入占比高于同行业男装



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

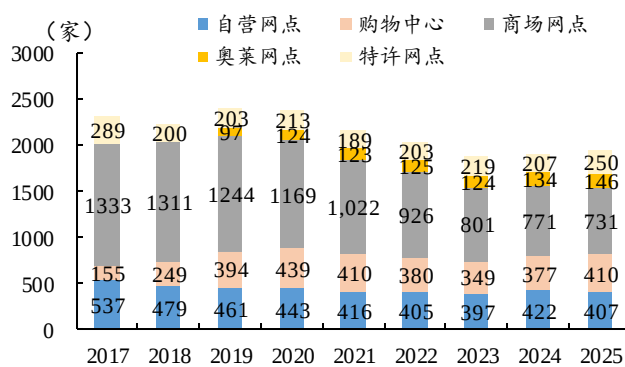
雅戈尔直营收入占比超七成, 积极调整门店提升运营效率。服装业务收入主要来自直营渠道, 2025年公司直营/线上/加盟渠道收入分别为48/10/3亿元, 占比为72%/15%/5%。截至2025年末, 直营门店合计1884家, 净增加13家, 其中购物中心、奥莱网点合计净增加68家, 扩店调整140家; 期末营业面积55.86万平方米, 净增加4.97万平方米。公司曾积极通过购置、租赁等方式快速拓展自营门店, 截至2014年自营网点数达到668家, 此后公司积极拓展购物中心等优质门店, 截至2025年购物中心及自营门店合计达到799家。公司积极推进“开大店、关小店”及“总对总”合作思路, 通过店型升级和面积扩容提升品牌势能与会员运营能力。2025年新开店平均店效同比增长21.7%, 运营效能明显提升, 调整店平均店效同比增长7.1%。

图11: 公司服装业务收入主要来自直营渠道, 2025 年收入占比 72%



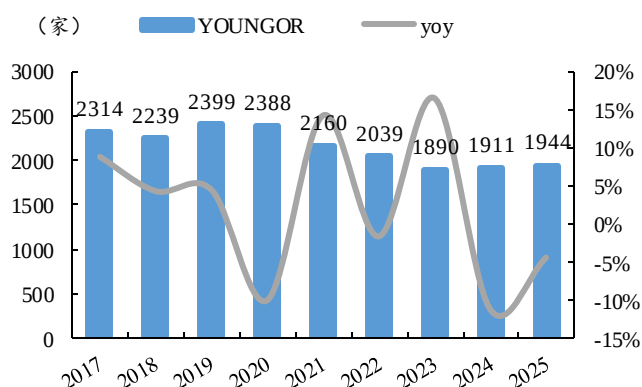
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图12: 截至 2025 年自营及购物中心门店占比 42%



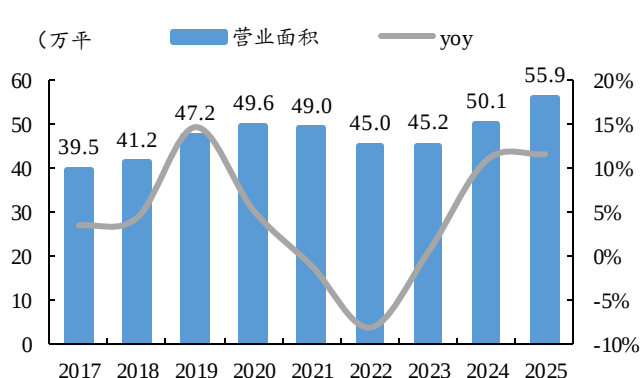
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图13: 主品牌采取“开大店、关小店”的渠道策略



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

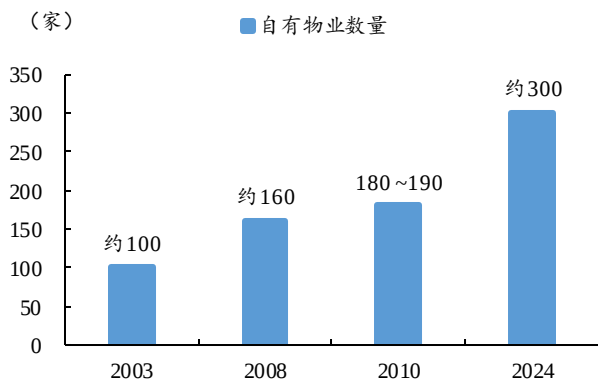
图14: 近年来门店营业总面积稳步提高



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

雅戈尔是国内稀缺的大规模自持终端物业的服装企业, 积极推进“自持物业+核心商圈+线上线下融合”的渠道调整策略, 巩固长期竞争优势。1) 自持物业: 公司自上市以来积极购置自有物业, 2003 年之前已购置 100 家自有门店, 2004-2008 年陆续购置约 60 家, 2009-2010 年购置 20 余家, 截至 2025 年公司拥有了近 300 家自有物业(含商务会馆), 随着地产成本上涨积累了较优的开店优势(我们测算自有物业折旧占时尚业务收入之比小于租金之比)。2) 商务会馆: 2021 年公司明确规划在全国布局 30 家时尚体验馆, 定位为线上线下融合的高端体验平台, 配套成立夸父科技负责线上技术支撑, 推广新零售模式; 2022 年首店在宁波开业, 2024 年公司进一步将该类门店升级为“商务会馆”, 截至 2024 年已开业 15 家, 合计营业面积 2.98 万平方米, 2025 年增加长春、西南、成都等十余家商务会馆, 均为核心商圈自持物业改造。依托公司多年沉淀的自持核心商圈物业, 聚焦高端商务定位, 摆脱传统商超专柜的场景限制, 树立在高端商务赛道的长期竞争优势。

图15: 近年来公司积极布局自有物业, 数量持续增长



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图16: 近年来公司积极开设高端大型“商务会馆”店型



数据来源: 2025 半年报

3.2. 子品牌: 切入户外及奢侈童装赛道, 多品牌协同成长

持续优化时尚多品牌矩阵, 切入更高成长性赛道。公司围绕主品牌, 逐步搭建起覆盖商务休闲、运动户外、童装、潮流、生活方式、潮奢等多元赛道的品牌矩阵, 子品牌包括 MAYOR、HANP、HART MARX、MAISON CORTHAY、UNDEFEATED、HELLY HANSEN、BONPOINT 等品牌, 雅戈尔在主品牌强大的渠道、供应链、资金、零售管理能力的基础上, 切入更高成长性、更高溢价能力的细分赛道。

图17: 公司围绕主品牌建立多元赛道的品牌矩阵



数据来源: 公司官网

表8: 子品牌定位及并表情况

品牌名称	图例	成立时间	品牌定位	目标客户	价格带 (元)	是否自创	收购及并表情况
MAYOR		2009 年	主打高端时尚男装奢侈品牌市场, 强调高端产品与个人定制服务, 面向对行政、商务、休闲、派对等多种场景	30-55 岁具备高经济实力的行政商务男士	定制西装 5000-15000 外套/衬衫 500-4500	自创	-
HANP 汉麻世家		2009 年	强化汉麻的差异化材质服装定位, 适用于日常聚会、休闲娱乐等场景, 与时尚设计结合, 构建“天然、健康、科技”的休闲生活方式。	25-45 岁注重天然健康、休闲生活的人群	300-3000	自创	-
HART MARX		1887 年	当代都市节奏下的高端运动休闲品牌, 以“生活马术”为品牌定位。	注重运动休闲的高经济实力的都市人群	500-2000	100%收购	2007 年收购大中华区独家运营权并纳入合并报表; 2014 年收购中国地区商标权, 出

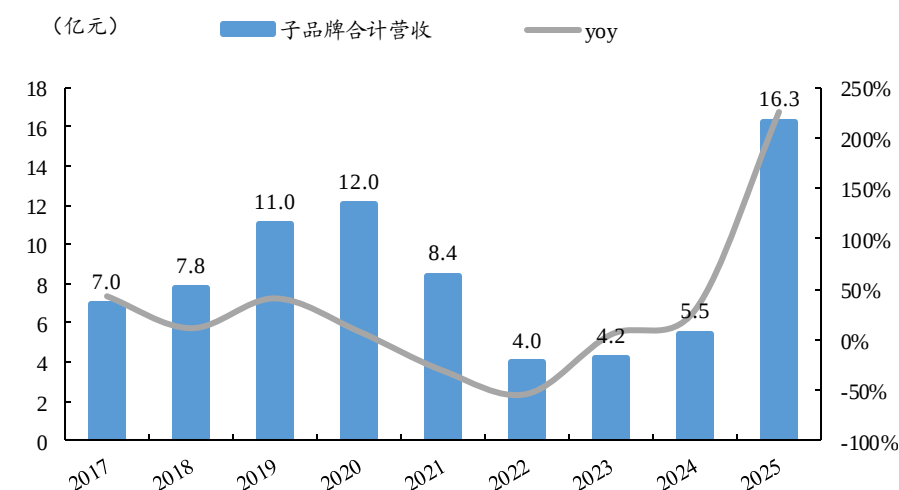
资 1.2 亿美元；2025 年纳入主品牌户外系列运营

MALSON CORTHAY		1990 年	采取传统手工制鞋工艺的法国顶奢鞋履品牌，传递艺术感与高品质的品牌形象。	30-55 岁具备高经济实力的商务男士	8000-50000	100%收购	2024 年起纳入合并报表
UNDEFEATED		2002 年	面向青年人群的运动服饰品牌，兼具运动潮流和街头文化风格。具备鲜明的“五条杠” logo 品牌标识。	15-35 岁青年潮流群体	300-1000	收购全球 40% 股权	与品牌方成立大中华区合资公司，拥有大中华区独家运营权；合资公司纳入合并报表，2021 年起收入体现在时尚板块
HELLY HANSEN (HH)		1877 年	挪威高端专业级户外服饰与北欧救援工作服品牌，强调安全与保护性能。	25-45 岁户外爱好的高端人群	1000-4000	合作品牌，非收购	2021 年达成合作，权益法核算，不纳入合并报表
BONPOINT		1975 年	面向儿童，打造高奢优质精致服饰，延伸至护肤品等其他业务。经典连衣裙、衬衫等单品选用顶级的棉、丝、羊绒等面料，强调高加工与高品质。	父母具备一定经济实力，为高端童装支付溢价	1000-3000	100%收购	收购对价约 2 亿欧元，合计 15.3 亿人民币；2025H1 完成收购及并表

数据来源：Wind，国泰海通证券研究（注：2025 年公司对品牌矩阵进行调整，HART MARX 作为 YOUNGOR 轻户外系列运营）

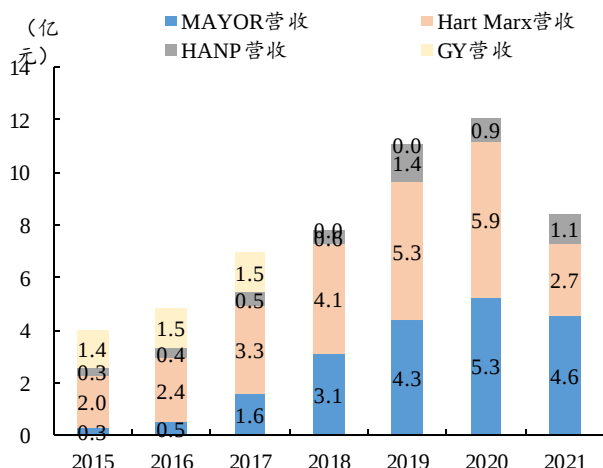
子品牌成长性佳，收入端快速增长。2022 年以来子品牌收入持续快速增长，其中 2024 年子品牌 UNDEFEATED、MAYOR、HANP、HART MARX、CORTHAY 合计实现营业收入 5.47 亿元，同比增长 29.91%；HELLY HANSEN 作为合资品牌，虽然未并表，采用权益法核算，但销售增速达到 116%。2025 年公司对品牌矩阵进行调整，HART MARX 作为 YOUNGOR 轻户外系列运营。同年受益于 BONPOINT(小樱桃)品牌并表，子品牌合计收入同比高增 226%至 16.3 亿元。2025 年子品牌毛利率为 67%，同比下降约 4pct，主要由于短期折扣加深及原材料、人工成本上涨等。

图 18: 2025 年子品牌合计实现营业收入 16.3 亿元，同比增长 226%



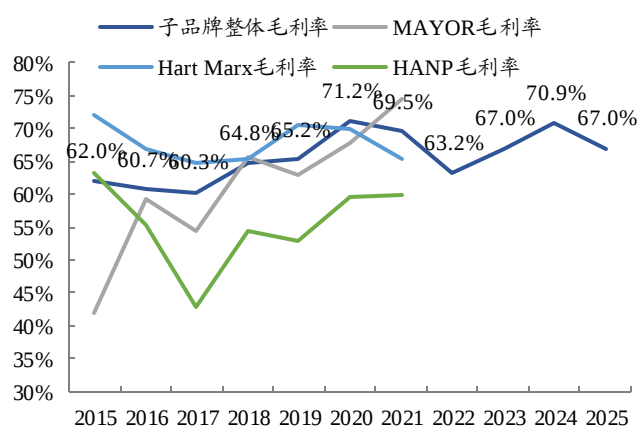
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图19: 2015-2021 年 MAYOR/HANP 收入 CAGR 为 59%/24%



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究 (注: 2022 年及此后不再单独披露各细分品牌收入规模)

图20: 近年来子品牌毛利率整体趋稳



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

布局高景气赛道，新品牌成长潜力巨大。1) 奢侈童装品牌 BONPOINT: 2024 年公司签署法国奢侈童装品牌 BONPOINT 收购协议，并于 2025 年完成收购，正式进入童装、国际与奢侈品领域，开启全球化战略布局。BONPOINT 创立于 1975 年，业务不仅覆盖童装，还延伸至鞋履、配饰、护肤品、香水及家居系列，具备更强的客群外延和生活方式标签，2025H1 BONPOINT 实现并表，由此公司品牌矩阵突破原有男性商务客群的限制，切入高净值家庭消费场景，并在奢侈童装这一相对稀缺的赛道中建立差异化认知。**2) 户外品牌 HELLY HANSEN:** 定位于高端专业户外服饰，受益于户外、运动高景气度快速发展，且由于户外赛道具备更强的需求扩张能力、更高的年轻消费者渗透率和更好的品牌溢价空间，未来发展潜力巨大。2025 年 6 月品牌官宣王一博为全球品牌代言人，表明公司对该品牌的资源投入已进入加强阶段。

图21: BONPOINT 产品以高端童装服饰为主，同时销售鞋履、护肤品、家居、香水等品类

常规产品线



拓展产品线



数据来源: 天猫官网, 国泰海通证券研究

图22: HELLY HANSEN 产品以高端专业户外服饰为主，有利于拓展年轻消费市场

科技功能



主要产品线

冲锋衣

防晒

裤装



功能外套

POLO/T恤

配件

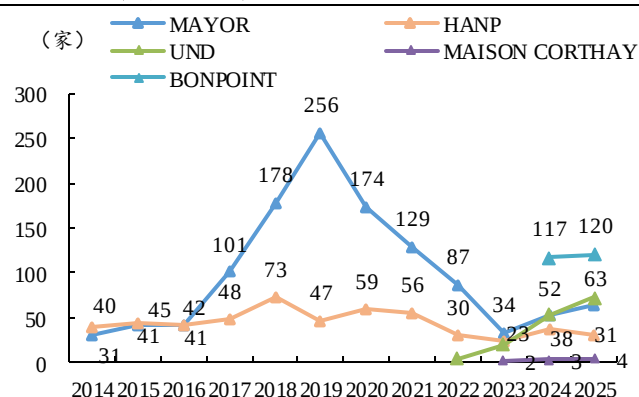


明星品牌代言

数据来源：天猫官网，国泰海通证券研究

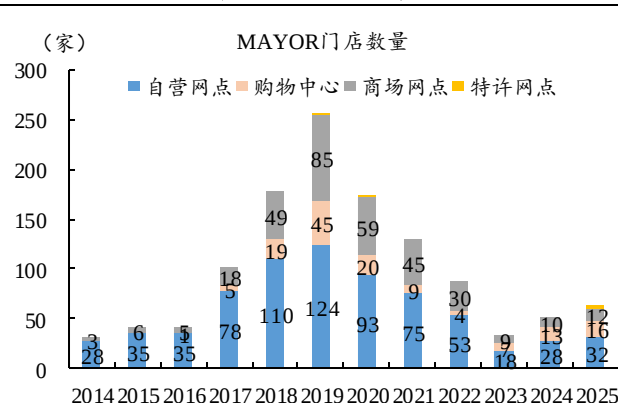
渠道端稳健高质量扩张。2021 年 MAYOR、HART MARX、HANP 等品牌重塑定位，关闭低效门店，退出部分品牌集合店，加速开拓独立门店，受渠道结构调整影响，门店数量有所缩减。近年来公司加大子品牌在自营网点及购物中心渠道布局，迈入高质量扩张阶段；2024 年公司与法国高端手工皮鞋 CORTHAY 合作，在北京 SKP 等高端商圈开设 3 家独立店。同时在供应链方面，目前公司已形成“宁波总部负责 YOUNGOR、MAYOR、HANP、CORTHAY，上海总部负责 UNDEFEATED、HELLY HANSEN、BONPOINT”的双总部模式，品牌独立运营，但同时共享雅戈尔供应链等资源。

图23: 近年来子品牌渠道门店快速调整



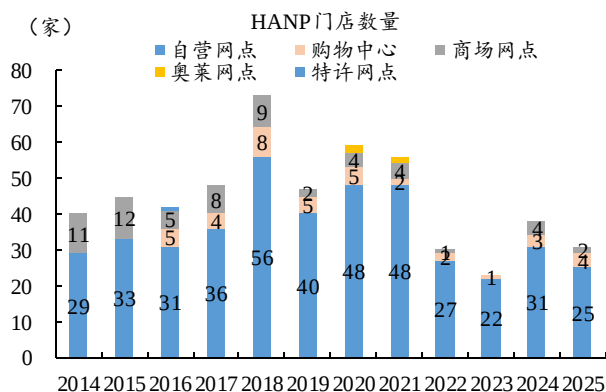
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图24: 截至 2025 年 MAYOR 共有 63 家店



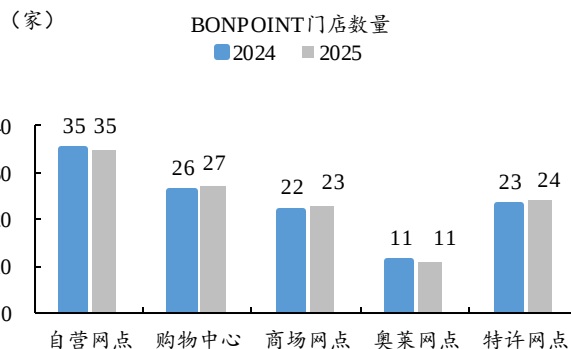
数据来源：Wind，国泰海通证券研究

图25: 截至 2025 年 HANP 共有 31 家店



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图26: 截至 2025 年 BONPOINT 共有 120 家店



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

推进智能制造, 夯实生产优势。雅戈尔男衬衫已连续 28 年、男西装连续 25 年获得同类产品市场综合占有率第一, 公司在正装品类仍具深厚认知壁垒, 并在高端产品和功能性面料迭代中具备较强的话语权。公司坚持“标准化、自动化、信息化、智能化、数字化”五化合一建设理念, 在智能制造领域持续加大投入, 并以服装技术研究院、纺织材料研究院为平台提升核心竞争力, 有利于稳固产品交付能力、提升柔性生产反应能力、降低供应链摩擦成本等。

图27: 雅戈尔打造 5G 智能工厂



数据来源: 宁波市经济和信息化局

图28: 公司不断深入研发产品, 迭代功能性面料

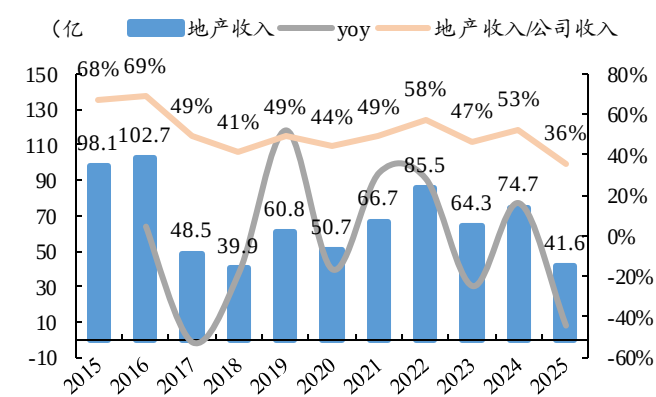


数据来源: 雅戈尔官网, 国泰海通证券研究

4. 地产业务: 项目有序结转, 未来逐步退出

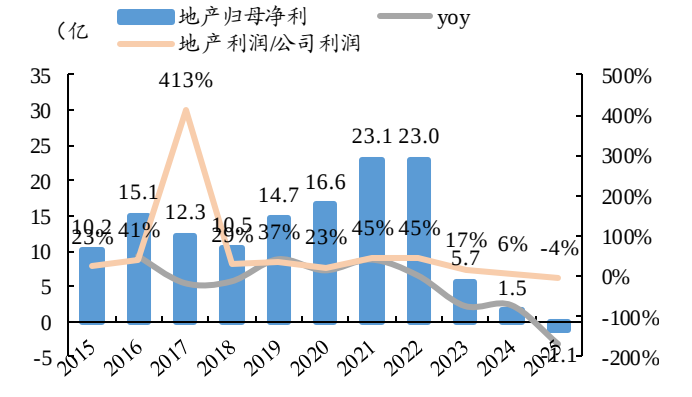
雅戈尔地产板块已从“利润贡献项”逐步转为“存量处置项”。2015-2024 年地产业务收入常年占公司总收入的五成及以上, 利润占比约四成; 近年来随着地产业务逐渐收缩, 2024 年地产业务收入及利润占比分别降至 53%/6%, 2025 年进一步呈下降趋势, 且由于年末计提存货减值损失较多, 2026 年地产业务出现亏损。当前该业务板块经营策略已不再是新增开发, 而是逐步把既有预售项目兑现为现金流与利润, 同时压缩尾部待售资产带来的减值不确定性。

图29: 过去十年地产业务平均贡献约五成以上收入



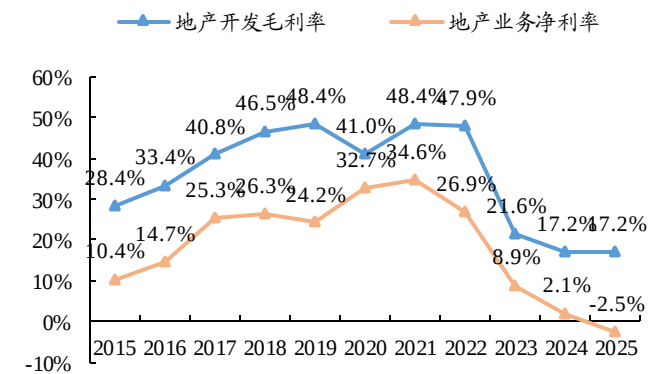
数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图30: 近年来地产业务利润占比显著下降, 2025 年因计提减值出现亏损



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图31: 随着地产业务收缩, 2025 年地产毛利率降至 17.2%



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

图32: 2025 年最后一个集中交付楼盘明湖懿秋苑住宅预售比例 100%



数据来源: 抖音, 2025 半年报

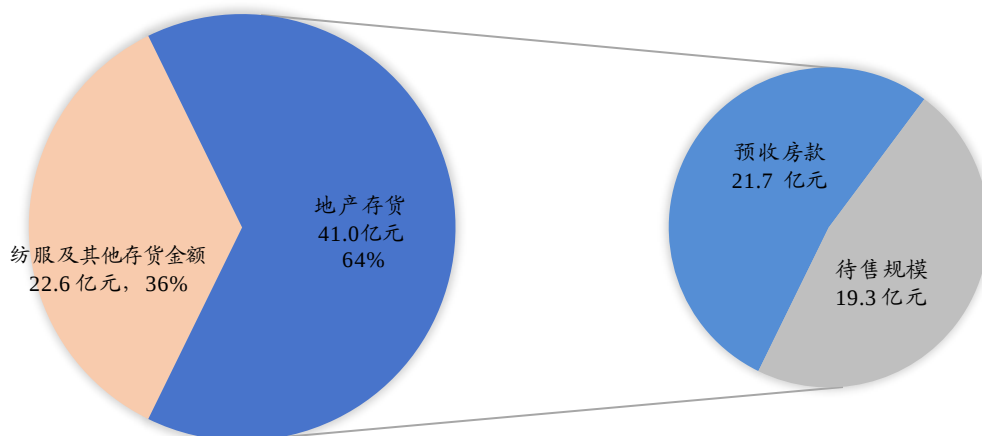
项目有序结转, 地产业务影响逐渐减弱。2025 年地产收入仅 42 亿元, 同比下降 44%, 表明地产板块对公司营收的重要性已明显弱化。2025 年最后一个集中交付项目为明湖懿秋苑, 其住宅部分已实现 100% 预售, 预售金额 39 亿元, 并已自 2025 年 11 月起开始结转交付, 其收入和利润将在 2025 年四季度及 2026 年结转。截至 2025 年末, 公司地产存货账面价值约 53.4 亿元, 同比下降 40%, 预收房款为 21.7 亿元。考虑到公司存量项目预售情况良好, 我们预计 2026 年的地产收入释放具备较强确定性。随着地产业务逐步退出, 公司盈利稳定性有望进一步提升。

表9: 截至 2025 年公司地产业务存量情况梳理

类别	核心指标	数据详情
地产项目状态	在建项目	3 个 (绿雅苑二期、平阳峰景里、金湾宝龙城)
	竣工项目	14 个 (明湖懿秋苑、未来城壹号、星海云境、江上云境等)
地产投资规模	总投资额	在建 86.27 亿元, 竣工 454.63 亿元, 合计 540.90 亿元
	2024 年实际投资额	在建 73.06 亿元, 竣工 436.98 亿元, 合计 510.04 亿元
地产销售结转	可供出售面积	约 298.34 万 m ²
	已售 (含预售) 面积	约 256.78 万 m ²
	结转收入金额	约 563.71 亿元
	期末待结转面积	约 56.21 万 m ²

数据来源: Wind, 2025 年报, 国泰海通证券研究

图33: 截至 25 年末, 公司有 41.0 亿元地产存货, 其中 21.7 亿元已完成预售

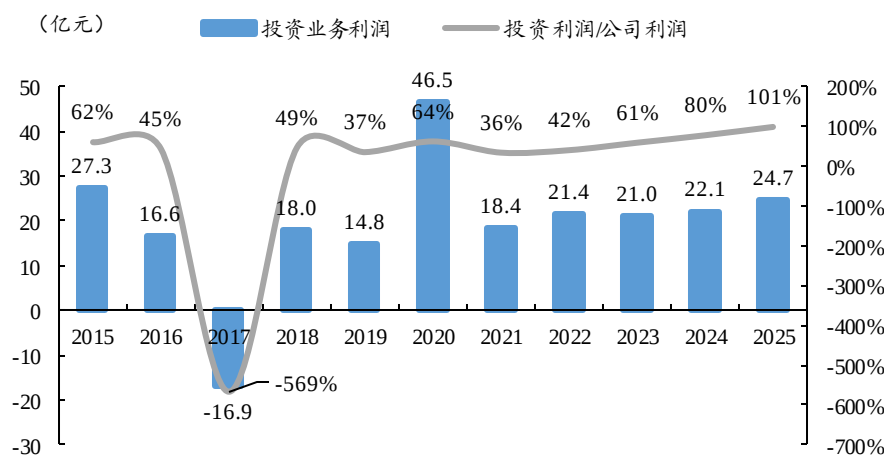


数据来源: Wind, 2025 年报, 国泰海通证券研究

5. 投资业务: 追求稳定回报, 优化现金流

当前投资业务的利润占比约超八成。根据过去十年的财务数据测算, 雅戈尔投资业务的利润占公司利润的比例较高, 其中 2020 年曾达到 64%, 2024 年为 80%。2025 年投资业务的归母净利润为 24.7 亿元, 同期公司的归母净利润为 24.5 亿元。

图34: 2025 年投资业务的利润为 24.7 亿元, 是利润的核心构成



数据来源: Wind, 国泰海通证券研究

2017 年投资收益巨额波动系港股中信股份股价波动影响, 2019 年新金融工具会计准则实施后投资收益趋于稳定。在新金融工具会计准则实施前, 公司投资的中信股份采用公允价值变动计量, 其股价波动对该业务盈利的影响较大, 例如 2014-2017 年公司累计投入约 170 亿元投资港股中信股份, 但因 2017 年中信股份计提减值 33 亿元, 当年投资业务出现巨额亏损, 剔除减值后投资业务利润约 16.2 亿元, 同比基本持平。2019 年开始正式实施新金融工具会计准则, 中信股份被指定为以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产, 仅分红计入当期损益, 宁波银行则按照权益法核算, 自此投资收益逐渐趋稳, 股价波动对当期损益扰动更小、现金回流更可预期。

图35: 2016-2024 年投资收益拆分、资产减值情况梳理

(亿元)	投资收益	减值 损失	投资业务收益											合计	地产业 务投资 收益	时尚业务 投资收益 (轧差)
			权益法收益		分红收益	公允价值变动收益			处置股 权收益	处置可供出 售金融资产 收益	其他收益					
			宁波	其他	中信股份	重点项目	收益	其他			主要来源	收益				
			银行	项目	等	项目名称										
2016	35.0	0.0	9.1	-1.9	4.8	/	/	0.0	13.7	5.8	理财产品等收益	0.7	32.3	2.6	0.1	
2017	32.0	-33.8	10.8	-1.2	7.0	/	/	0.0	0.0	11.2	理财产品等收益	2.6	30.5	0.5	1.0	
2018	34.8	-3.0	15.3	-0.6	8.4	/	/	0.0	0.0	5.7	理财产品等收益	3.2	32.1	2.2	0.5	
2019	28.1	0.0	19.3	0.0	6.4	/	/	0.6	0.0	0.1	理财产品等到期收回	1.0	27.4	0.9	-0.2	
2020	76.1	-0.6	17.9	0.5	5.9	交易性金融资产处置及 价值变动	1.6	0.0	45.1	0.0	理财产品等到期收回	0.4	71.4	4.3	0.4	
2021	30.6	-0.3	15.6	0.4	6.4	通州债等项目浮盈	1.6	0.0	0.2	0.0	理财收益	0.1	24.3	7.5	-1.3	
2022	33.1	0.0	19.2	0.2	9.0	通州债等项目浮盈	0.9	0.0	0.0	0.0	理财收益等	0.3	29.6	4.4	-0.9	
2023	31.2	-0.5	20.6	0.6	6.8	通州债等评估值浮动盈亏	-0.1	0.0	-0.1	0.0	转让股权等	0.0	27.8	2.8	0.6	
2024	29.5	-1.3	26.1	26.3	5.6	瑞鄞投资(通州债)	-0.9	-0.3	0.0	0.0	理财等收益	0.0	30.8	-2.7	1.5	

数据来源: Wind, 2016-2024 年公司财报, 国泰海通证券研究

投资业务迈入追求稳定收益阶段。投资业务曾承担较强的利润增厚功能,但如今公司已明确提出加快财务性项目退出、持续优化现金流,并将回收资金聚焦于时尚主业相关的品牌并购、合作等方向。截至 2025H1 公司出售了约 3.8 亿股中信股份,根据公司公告,此次减持主要由于顺应外汇管理框架,对跨境资金结构进行调整,回笼资金利于提升资产流动性与资金使用效率;2025 年 6 月 24 日至 2026 年 1 月 26 日,公司出售中信股份及博迁新材等金融资产,累计成交金额达 43.1 亿元。当前权益法投资是公司的主要利润贡献来源,公司的利润结构正转向“时尚经营改善+稳定投资回报”组合。

表10: 截至 2025 年末公司投资宁波银行及中信股份情况

	股票代码	市值(亿元)	收盘价(元)	期末账面价 值(亿元)	会计确认规则	25 年投资 损益(亿元)	持股比例
宁波银行	002142.SZ	2192	33.2	229.1	权益法	28.3	10%
中信股份	0267.HK	3753	12.9	46.6	公允价值计量	3.1	1.5%

数据来源: Wind, 2025 年报, 国泰海通证券研究(注: 市值、收盘价对应 2026/4/30 收盘价)

6. 股权激励彰显信心, 历史分红率优异

2026 年推出股权激励计划,且公司历史上曾多次回购股份,彰显发展信心。

1) 股权激励: ①2021 年首次推出股权激励计划,面向 758 名中高层管理人员授予 1.26 亿股,授予价 5 元/股,并设置积极的业绩考核目标,2021-2022 年服装和地产业务合计净利润增速分别为 41%/42%,净资产收益率分别为 19%/18%,因此业绩考核目标顺利达成;②2026 年 3 月公司再度推出限制性股票激励计划,拟向 827 名中高层及核心骨干一次性授予 1.2 亿股,占总股本 2.60%,授予价 7 元/股。根据业绩考核目标,2026 年净利较 2025 年增速 $\geq 10\%$;2027 年净利较 2025 年增 $\geq 15\%$,或 2026-2027 年两年合计净利较 2025 年增速 $\geq 125\%$ 。2) 回购及增持: 公司近年来持续多次回购股份,此外,控股股东雅戈尔控股及一致行动人多次增持股份,彰显管理层对于公司长期发展的信心。



表11: 近年来公司推出股权激励计划提振信心

股权激励日期	人数(人)	授予价格 (元/股)	授予数量(亿股/亿份)	业绩考核指标	
2021 年	758	5.00	1.26	服装和地产合计净利润 较 2020 年增长率	服装和地产净资产收益率
				2021 年度 $\geq 10\%$	$\geq 15\%$
				2022 年度 $\geq 15\%$	$\geq 15\%$
				公司净利润较 2025 年增长率	
2026 年	769	7.00	1.20	2026 年度	10%
				2027 年度或 2026-2027	15%/125%

数据来源: Wind, 国泰海通证券研究(注: 公司 2021-2022 年股权激励计划业绩考核指标已顺利达成)

表12: 公司近年来多次回购公司股份

年份	累计回购数量 (万股)	占总股本 比例	回购方式	回购目的	资金来源	回购均价(元)	方案进度
2019	38,502	7.68%	集中竞价	注销	自有资金	6.49	全部回购股份已注销
2020	20,000	4.32%	集中竞价	股权激励计划; 员工持股计划	自有资金	7.20	部分回购股份已注销
2025	12,000	2.60%	集中竞价	股权激励计划; 员工持股计划	自有资金及自筹资金	7.49	回购完成

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

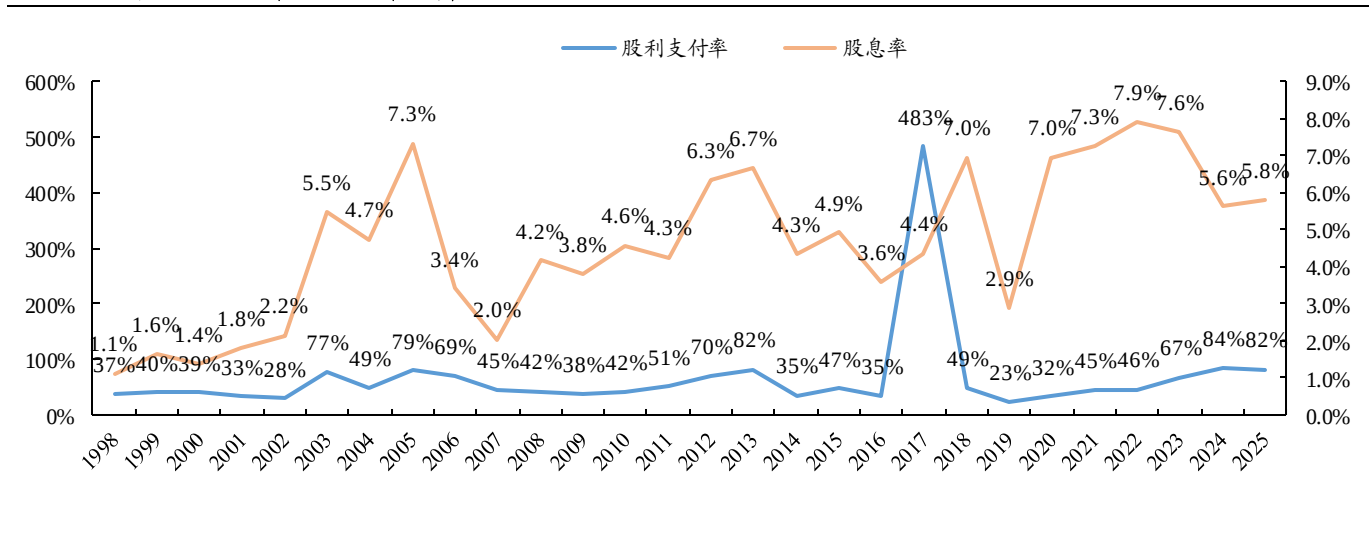
表13: 控股股东及一致行动人近年来多次增持股份

年份	增持次数(次)	合计增持 (万股)	股份占比	增持方式	股东名称
2015	2	200	0.1%	集中竞价	宁波雅戈尔控股有限公司
2016	2	4418	2.0%	集中竞价	宁波雅戈尔控股有限公司
2018	2	8258	2.3%	集中竞价	宁波雅戈尔控股有限公司
2022	3	9445	2.0%	集中竞价	宁波雅戈尔控股有限公司
2023	2	9349	2.0%	集中竞价	宁波雅戈尔控股有限公司、雅戈尔集团有限公司、李如成、李寒穷
2025	1	9247	2.0%	集中竞价	宁波雅戈尔控股有限公司、李如成、李寒穷

数据来源：Wind，国泰海通证券研究

历史分红率出色，股息率亮眼。雅戈尔近年来积极高分红，2021-2023 年均 10 派 5 元，股息率约 7-8%；2024 年、2025 年均为四度分红派息，分红率分别高达 83.53%/81.54%，股息率达 5.6%/5.8%。

图36: 公司历史分红率及股息率优异



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

7. 风险提示

服装消费需求不及预期。

地产存量项目销售结转不及预期。

金融资产价格波动风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5% ~ 15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
股票投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数
行业投资评级		

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号

邮编 200011

电话 (021) 38676666