下载日志已记录，仅供内部参考



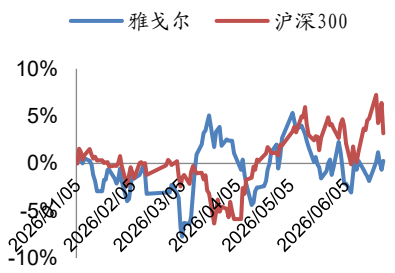
# 商务服装领军企业，多品牌矩阵重新聚焦时尚主业

**投资评级：买入**
**首次覆盖**

报告日期：2026-06-28

| | |
|---|---|
| 收盘价（元） | 7.51 |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 8.91/6.91 |
| 总股本（百万股） | 4623 |
| 流通股本（百万股） | 4503 |
| 流通股比例（%） | 97.40 |
| 总市值（亿元） | 347 |
| 流通市值（亿元） | 338 |

**公司价格与沪深 300 走势比较**




**分析师：徐偲**
执业证书号：S0010523120001
邮箱：xucai@hazq.com

**分析师：余倩莹**
执业证书号：S0010524040004
邮箱：yuqianying@hazq.com

## 主要观点：

● **概况：商务服装领军企业，多品牌矩阵重新聚焦时尚主业**

雅戈尔为中国商务服装行业领军企业，正经历从多元化经营向“世界级时尚产业集团”聚焦的关键战略转型。公司已形成“时尚增长、投资稳利、地产收缩”的清晰业务格局：核心品牌 YOUNGOR 稳基本盘，男衬衫、西服市占率连续 29 年、26 年第一；并通过收购与孵化构建了覆盖高端定制、户外、童装、潮流等多领域的品牌矩阵；投资业务贡献了稳定的利润支柱；同时，地产业务正稳步推进有序退出。尽管短期业绩因转型投入而承压，但公司现金流充沛，长期维持高分红政策，展现了战略定力与财务韧性。

● **行业：男装市场结构分化，着装需求多元升级**

中国男装市场展现出显著的规模增长与结构化升级趋势。2021 年至 2025 年，市场规模自 3,808.63 亿元增长至 5,707.35 亿元，期间虽受外部因素扰动，但整体彰显韧性。运动服饰是增长最快的核心驱动力，2011-2025 年零售额复合年增长率达 8.38%，户外、功能等细分品类增长尤为强劲。市场集中度持续提升，2025 年前十大品牌市占率已达 19.6%，资源向具备品牌、渠道与供应链综合优势的头部企业加速集中。消费端呈现深刻变革，需求向场景化、功能化与情感化三维拓展。消费者对服装的功能性（抗菌、防晒、环保）与情绪价值诉求并重，Z 世代近六成将“为情绪价值买单”作为首要消费态度，驱动产品创新与品牌叙事向科技、文化及个性化表达深化。渠道结构正经历系统性重塑，向“体验化线下”与“效率化线上”深度融合演进。线下渠道通过开设大型体验店、升级奥莱网络强化品牌价值与库存周转，奥莱业态在 2025 年成为零售业态中营收与毛利率唯一双增长的亮点。线上渠道则以内容电商和直播为核心增长引擎，2025 年服装线上零售占比已升至 38.8%，抖音等电商平台正成为品牌增长的关键阵地。

● **公司：多品牌矩阵与全产业链掌控，协同进化**

**（1）品牌**：为满足不同消费群体的多元化着装需求，公司构建了定位清晰、覆盖多价格区间的品牌矩阵。主品牌“YOUNGOR”在男衬衫、西服市场保持绝对领导地位，并通过拓展户外休闲、女装系列推动品类焕新，通过持续加强研发升级，重点聚焦于面料的功能性、舒适性及环保创新，以构建产品端的核心竞争力，巩固业绩基本盘。同时，公司通过收购与合资，引入挪威专业户外品牌“Helly Hansen”、法国奢侈童装品牌“BONPOINT”及美国潮流品牌“UNDEFEATED”，成功切入高增长细分赛道，新品牌梯队已成为强劲的增长引擎，对主品牌进行有效的协同补充。

**（2）渠道**：公司坚定执行“开大店、关小店”策略，深化“总对总”战略合作，持续优化全渠道网络。线下聚焦购物中心与奥莱渠道，将大型“商务会馆”打造为城市级品牌体验中心，实践“一个馆链接一座城”。线上通过“夸父科技”赋能，整合运营电商平台与内容直播，公域私域联动，探索新增长模

下载日志已记录，仅供内部参考



式。**（3）供应**：公司依托“全产业链垂直整合”与“智能制造”构建高效、柔性的供应链体系。上游深耕汉麻原料研发种植，中游以“自产+代工”确保弹性供货。公司投入建设的“5G 全连接智能工厂”实现了生产全流程数字化，将批量订单生产周期缩短 35%，高级定制周期最快可至 2 天，在保障产品品质与功能性的同时，大幅提升了市场响应速度与运营效率。

## ● 盈利预测及投资建议

公司是商务服装领军企业，在夯实主品牌 YOUNGOR 优势的基础上加速产品和渠道结构转型，并通过多品牌矩阵协同发展，拥抱运动户外、童装、潮流等高景气赛道，构建起时尚集团矩阵化发展格局。随着公司战略回归时尚主业，主动退出地产开发及部分财务投资项目的影响消散，基本面有望企稳增长。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 104.89/78.42/80.36 亿元，分别同比增长-9.4%/-25.2%/2.5%；归母净利润分别为 29.59/33.02/36.51 亿元，分别同比增长 20.9%/11.6%/10.6%；EPS 分别为 0.64/0.71/0.79 元，对应 PE 分别为 11.74/10.52/9.51 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## ● 风险提示

宏观经济波动风险，行业周期及转型升级阵痛风险，行业竞争加剧风险，转型拓展不达预期风险，人才培养和储备不足风险。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入 | 11582 | 10489 | 7842 | 8036 |
| 收入同比（%） | -18.4% | -9.4% | -25.2% | 2.5% |
| 归属母公司净利润 | 2447 | 2959 | 3302 | 3651 |
| 净利润同比（%） | -11.6% | 20.9% | 11.6% | 10.6% |
| 毛利率（%） | 45.9% | 51.3% | 65.3% | 65.7% |
| ROE（%） | 5.8% | 7.0% | 7.7% | 8.4% |
| 每股收益（元） | 0.53 | 0.64 | 0.71 | 0.79 |
| P/E | 14.34 | 11.74 | 10.52 | 9.51 |
| P/B | 0.83 | 0.82 | 0.81 | 0.80 |
| EV/EBITDA | 34.23 | 7.88 | 6.98 | 6.24 |

资料来源： wind，华安证券研究所（以 2026 年 6 月 26 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考



# 正文目录

**1概况：男装领军企业，多品牌矩阵重新聚焦时尚主业 ..... 6**

1.1 主牌稳健根基深厚，多元品牌矩阵成型 ..... 6
1.2 股权结构稳定，管理层人员出类拔萃 ..... 8
1.3 时尚增长地产缩，投资稳利缓阵痛 ..... 11

**2行业：男装市场结构分化，着装需求多元升级 ..... 14**

2.1 市场规模稳健增长，行业集中度逐步提升 ..... 14
2.2 消费市场逐渐恢复，着装需求多元升级 ..... 15
2.3 “线下重体验、线上重效率、线上线下融合”的渠道一体化建设 ..... 17

**3公司：多品牌矩阵与全产业链掌控协同进化 ..... 19**

3.1 品牌：主品牌稳基盘，新品牌拓增量 ..... 19
3.2 渠道：拓渠道、促成长；开大店、提品牌 ..... 25
3.3 供应：全产业链垂直整合与“五化合一”，智能制造构筑核心壁垒 ..... 27
3.4 投资：重要利润来源，追求稳定回报 ..... 29

**4盈利预测及投资建议 ..... 29**

**5风险提示 ..... 30**

**财务报表与盈利预测 ..... 32**

下载日志已记录，仅供内部参考



# 图表目录

图表 1 公司主要品牌 ..... 6
图表 2 公司发展历程图 ..... 8
图表 3 股权结构图（截至 26 年 6 月） ..... 9
图表 4 核心管理团队情况 ..... 10
图表 5 激励对象名单及授予情况 ..... 11
图表 6 2016-2025 年公司营业收入及 YOY（亿元，%） ..... 12
图表 7 2016-2025 年公司归母净利润及 YOY（亿元，%） ..... 12
图表 8 2016-2025 年公司按业务拆分收入结构（亿元） ..... 12
图表 9 2025 年公司服装品牌收入占比（%） ..... 12
图表 10 2016-2025 年公司综合毛利率情况（%） ..... 13
图表 11 2016-2025 年公司分行业毛利率拆分（%） ..... 13
图表 12 2016-2025 前三季度公司费用率情况（%） ..... 13
图表 13 2016-2025 年公司归母净利率情况（%） ..... 13
图表 14 2016-2025 年公司现金分红总和及分红比例（亿元，%） ..... 14
图表 15 2011-2025 中国男装零售额及增速（亿元，%） ..... 14
图表 16 2025 年中国男装市场 CR10 品牌市场份额（%） ..... 15
图表 17 2020-2024 年雅戈尔全国男装市场综合占有率、销售份额和覆盖面（%） ..... 15
图表 18 2022-2025 中国服装零售额及同比增速（亿元，%） ..... 15
图表 19 2011-2025 中国运动服零售额及增速（亿元，%） ..... 16
图表 20 情绪消费男女性占比（%） ..... 16
图表 21 不同年龄段情绪消费占比（%） ..... 16
图表 22 雅戈尔品牌功能性精纺呢绒 ..... 17
图表 23 雅戈尔旗下 HANP 品牌主要材料“汉麻” ..... 17
图表 24 2025 年服装部分头部品牌直营店数量情况 ..... 17
图表 25 2022-2025 年奥特莱斯销售规模及增速（亿元，%） ..... 18
图表 26 2022-2025 奥莱项目数量（个） ..... 18
图表 27 2025 年分业态的经营数据 ..... 18
图表 28 2025 中国服装和鞋类销售情况（%） ..... 19
图表 29 雅戈尔品牌管理架构图 ..... 20
图表 30 雅戈尔女装系列产品 ..... 20
图表 31 雅戈尔户外休闲系列产品 ..... 20
图表 32 雅戈尔衬衫统计信息证明 ..... 21
图表 33 雅戈尔男西装统计信息证明 ..... 21
图表 34 2018 年-2025 年公司研发费用及 YOY（亿元，%） ..... 22
图表 35 公司 2025 年主要研发项目 ..... 22
图表 36 2019-2025 年 YOUNGOR 主品牌营业收入及同比增长（亿元，%） ..... 23
图表 37 2019-2025 年分产品营业收入（亿元） ..... 23
图表 38 公司品牌历程图 ..... 24
图表 39 HANP 获“天然纤维综合应用突出贡献奖” ..... 24
图表 40 HANP 获“2023 年度十大类纺织创新产品” ..... 24
图表 41 2022 年-2025 年其他品牌的营收及增速（亿元，%） ..... 25

下载日志已记录，仅供内部参考



图表 42 2016-2025 年公司自营门店数量（家）..... 25
图表 43 2016-2025 年公司自营营业面积（万平方米）..... 25
图表 44 雅戈尔时尚体验馆..... 26
图表 45 雅戈尔商务会馆..... 26
图表 46 公司品牌实体门店情况..... 26
图表 47 陌桑高科前三大股东..... 27
图表 48 陌桑高科产品-蚕茧..... 28
图表 49 邮政智能仓实现电商件自动拣选操作..... 28
图表 50 雅戈尔 5G 智能工厂..... 28
图表 51 雅戈尔获得“国家卓越级智能工厂”称号..... 28
图表 52 雅戈尔全连接工厂蓝图框架..... 28
图表 53 雅戈尔 5G+MEC 组网建设示意图..... 28
图表 54 公司投资业务实现归属于上市公司股东的净利润与比例（万元，%）..... 29
图表 55 盈利预测和估值（百万元）..... 30
图表 56 可比公司估值..... 30

下载日志已记录，仅供内部参考



# 1 概况：男装领军企业，多品牌矩阵重新聚焦时尚主业

## 1.1 主牌稳健根基深厚，多元品牌矩阵成型

**雅戈尔为中国男装行业领军企业。**雅戈尔集团创建于 1979 年，经过 47 年的发展，已形成以时尚产业为核心，多元并进、专业化发展的综合性国际化企业集团，下设时尚品牌和产业投资板块。根据公司官网，公司主品牌“雅戈尔”多年来持续保持国内男装领域主导品牌地位，品牌价值 405.89 亿元，男衬衫品类连续 29 年获得全国市场综合占有率第一，男西服品类连续 26 年获得全国市场综合占有率第一。2024 年起，公司逐渐战略性退出运营三十多年的地产行业，全面聚焦时尚产业，不断加强对雅戈尔品牌的投入与提升，同时对引进的品牌进行消化与拓展，在转型调整中不断前进。

**公司构建了以主品牌“YOUNGOR”为核心、多品牌矩阵协同发展的品牌体系。**主品牌 YOUNGOR 以行政商务、婚庆系列、户外休闲、女装系列四大系列为构架，服饰涵盖全品类男女装，满足当下行政商务人群多场景、高品质、舒适得体的着装需求。YOUNGOR 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，2025 年 YOUNGOR 品牌实现营业收入 50.06 亿元。公司积极实施多元化品牌发展战略，自创、合作运营及收购 YOUNGOR、MAYOR、HANP、MAISON CORTHAY、UNDEFEATED、HELLY HANSEN、BONPOINT 七大品牌，布局商务休闲、运动户外、童装、潮流、生活方式等领域，基本构建起时尚集团矩阵化发展格局。多品牌协同发力，2025 年其他品牌合计实现营业收入 16.27 亿元，同比增长 226.05%，占比提升至 24.54%。

**图表 1 公司主要品牌**

| 品牌名称 | 创始时间 | 定位市场 | 核心品类与特点 |
|---|---|---|---|
| YOUNGOR | 1979 | 大众及中高端商务市场 | 公司基石品牌，以衬衫、西服为核心，连续多年市占率第一。正通过产品系列化（如行政商务、都市休闲、户外生活）焕新品牌形象，巩固基本盘 |
| MAYOR | 2009 | 高端定制与行政市场 | 主打高端定制、高净值客户服务，采用稀缺面料与精致工艺，是品牌向上的标杆 |
| HANP | 2009 | 绿色环保与天然材质细分市场 | 以自主研发的汉麻材料为核心，打造具有抑菌、舒适等功能性的健康服饰，体现科技与差异化 |
| MAISON CORTHAY | 1990 | 手工定制鞋履与成品鞋市场 | 采用传统固特异制鞋工艺，以独特的轮廓、圆润的曲线和平滑的缝线著称，坚持使用充满能量与活力的色彩，手工上色，极具风格 |
| UNDEFEATED | 2002 | 潮流运动与年轻消费市场 | 源自美国的潮流品牌，是球鞋、街头和运动文化的基石，通过联名与合作（与 NIKE、adidas 等）吸引年轻客群，拓展品牌边界 |
| HELLY HANSEN（HH） | 1877 | 高端专业户外市场 | 源自挪威的百年户外品牌，定位专业航海与滑雪领域，增长迅猛，是切入高景气户外赛道的关键 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | |
|---|---|---|---|
| BONPOINT | 1975 | 高端奢侈童装市场 | 2024 年收购的法国奢侈童装品牌，完善了公司品牌矩阵的年龄覆盖，并进入奢侈品领域 |

资料来源：公司公告，公司官网，华安证券研究所

**从制造立业到多元拓界，终聚焦回归时尚核心。公司发展至今 46 年，主要经历了以下三个阶段：**

**（1）业务初创，深耕主业（1979-2001 年）。**公司的前身是成立于 1979 年的“青春服装厂”，1986 年推出第一个自有品牌“北仑港衬衫”，1990 年与澳门南光国际贸易有限公司成立合资的制衣公司，“雅戈尔”品牌正式诞生。1992 年，开始涉足房地产开发，但一度被剥离在上市公司之外。1993 年，开启股份制改造，开始介入股权投资领域，随后进一步涉足了证券、银行等金融领域。1996 年，引进 HP 免熨工艺，开免熨先河。1998 年，在上交所正式上市。2001 年，纺织工业城投建，向纺织面料上游产业链延伸。

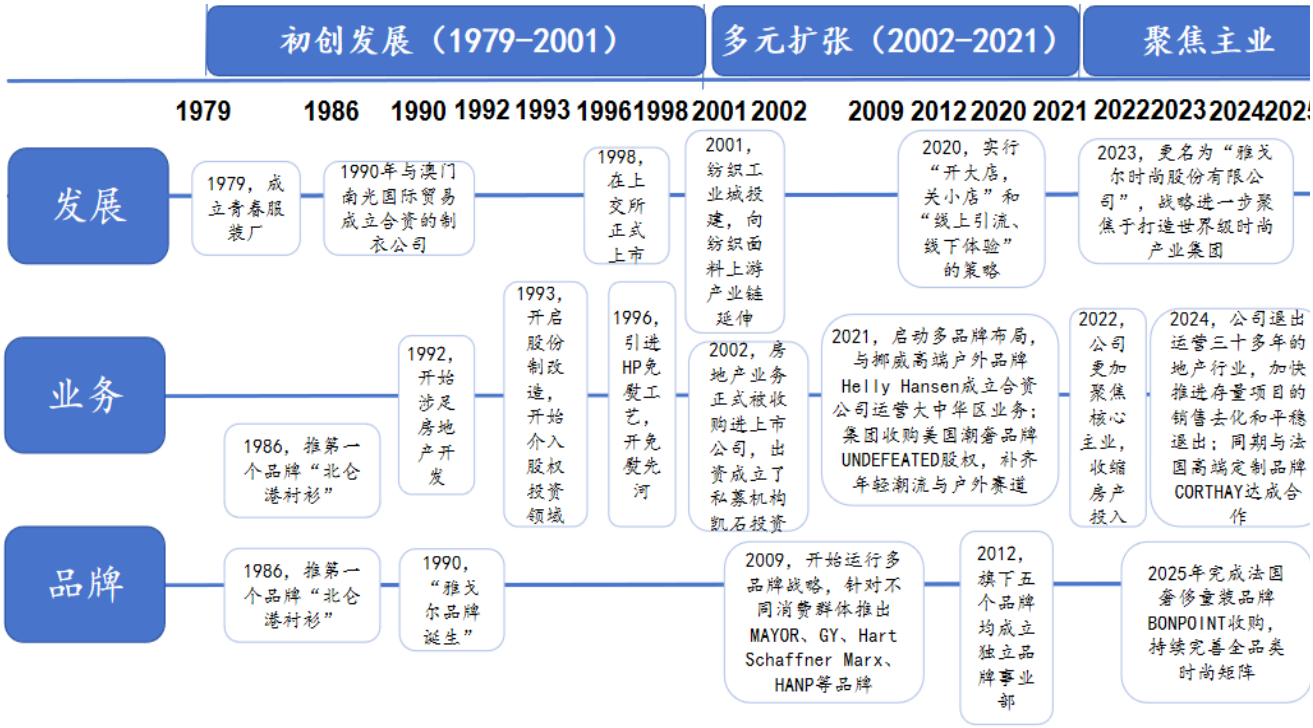
**（2）实行多品牌战略，业务多元扩张（2002-2021 年）。**2002 年，房地产业务正式被收购进上市公司，此外还组建了专业的股权投资管理团队，出资成立了私募机构凯石投资，正式进入多元扩张阶段。2009 年，开始运行多品牌战略，针对不同消费群体推出 MAYOR、GY、Hart Schaffner Marx、HANP 等品牌。2012 年，旗下五个品牌均成立独立品牌事业部。2020 年，实行“开大店，关小店”和“线上引流、线下体验”的策略。2021 年，公司启动多品牌布局，与挪威高端户外品牌 Helly Hansen 成立合资公司运营大中华区业务；集团收购美国潮奢品牌 UNDEFEATED 40%股权，补齐年轻潮流与户外赛道。

**（3）战略重构、主业回归（2022 年至今）。**2022 年，公司更加聚焦核心主业，提升产业投资，收缩房产投入，优化文旅产业，退出康养产业。2023 年，更名为“雅戈尔时尚股份有限公司”，战略进一步聚焦于打造世界级时尚产业集团。2024 年，公司持续退出运营三十多年的地产行业，加快推进存量项目的销售去化和平稳退出；同期与法国高端定制品牌 CORTHAY 达成合作。2025 年完成法国奢侈童装品牌 BONPOINT 收购，持续完善全品类时尚矩阵。公司将继续推进以创建品牌为核心的高质量发展，挖掘新市场、新机遇和新增量，为企业的发展后劲注入新动能。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 2 公司发展历程图**




资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

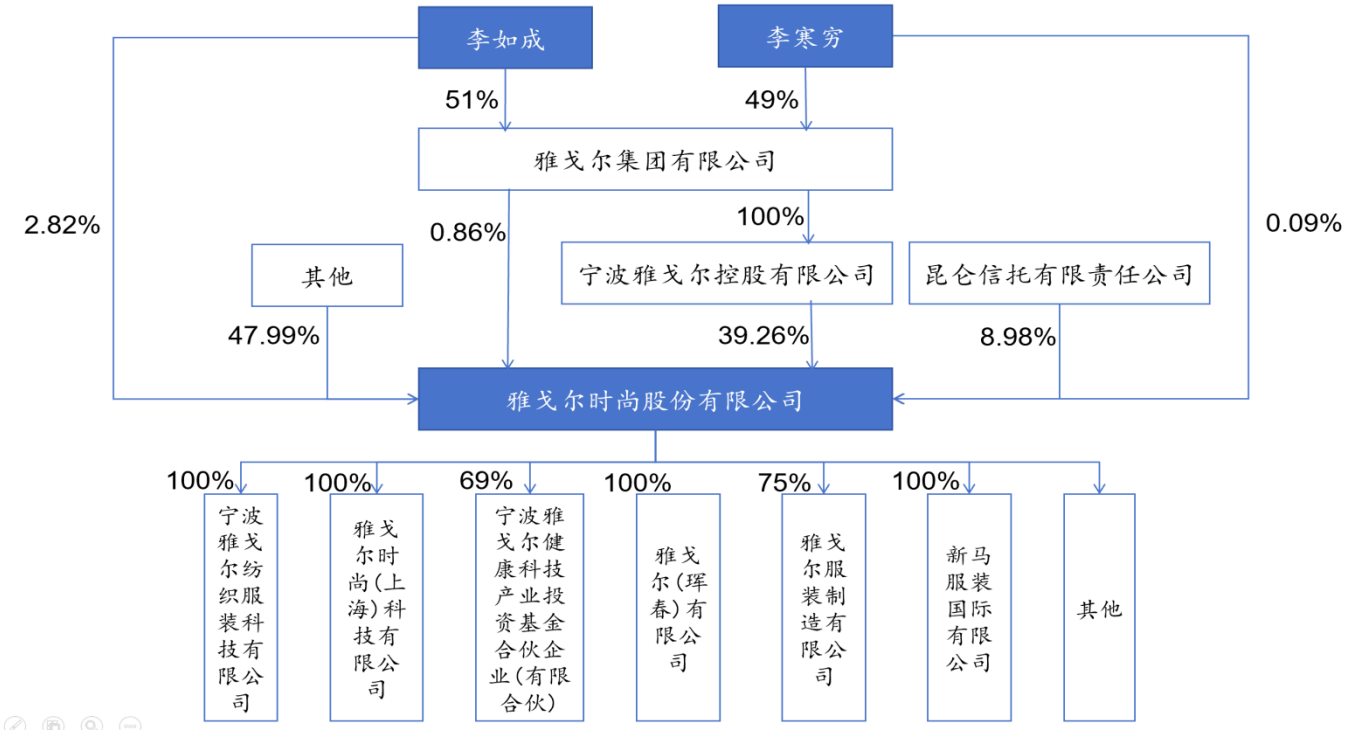
## 1.2 股权结构稳定，管理层人员出类拔萃

**公司股权结构稳定又多元。**截至 2026 年 6 月，宁波雅戈尔控股有限公司作为公司第一大股东，持股比例达到 39.26%；实际控制人李如成个人直接控股比例为 2.82%，总控股比例 23.28%，股权高度集中。同时股东构成多元，前十大股东中既包含产业资本（雅戈尔控股、雅戈尔集团），也涵盖了金融机构（昆仑信托）、国家队资金（证金公司）、境外投资者（香港中央结算）以及多家公募基金。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 3 股权结构图（截至 26 年 6 月）**




资料来源：iFinD，企查查，华安证券研究所

**创始人定航，专业团队赋能。**李如成作为从裁缝成长起来的创始人和前董事长，从 1979 年诞生的青春服装厂，到今天男衬衫品类连续 29 年获得全国市场综合占有率第一的雅戈尔时尚股份有限公司，在行业深耕四十余年，确保了公司战略的长期定力与对服装主业的深刻理解。他主导构建了以“和谐企业”和“让人人变得更好”为核心的文化理念，强调“守正创新”，为公司的可持续发展奠定文化根基。李寒穷于 2026 年 5 月 21 日担任公司董事长，具有海外商科教育背景及在投资机构的履历，多次入选《福布斯中国杰出商界女性 100》，为公司引入了国际视野、现代公司治理理念与资本运作经验。公司核心管理团队稳定，都具备丰富的行业经验和专业素养，有助于公司在服装市场竞争中获得优势地位。同时公司不断引进高素质人才，为公司未来发展打下坚实基础。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 4 核心管理团队情况**

| 姓名 | 职务 | 学历 | 出生年份 | 主要履历 |
|---|---|---|---|---|
| 李如成 | 前董事长 | 大专 | 1951 | 高级经济师。曾任雅戈尔时尚股份有限公司董事长；现任雅戈尔集团有限公司执行董事兼总经理、宁波雅戈尔控股有限公司董事兼经理 |
| 李寒穷 | 总裁，董事长 | 硕士 | 1977 | 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，现任公司第十二届董事会董事长兼总裁、雅戈尔时尚（上海）科技有限公司董事长兼总经理、雅戈尔服装控股有限公司董事长、雅戈尔投资有限公司执行董事兼总经理、雅戈尔集团有限公司监事、宁波雅戈尔控股有限公司监事、弘颐（宁波）商业管理有限公司董事。 |
| 徐鹏 | 执行总裁 | 本科 | 1987 | 曾任浙江省学联第二十届执行主席，中国大学生骨干培养学校第四期学员，公司监事，现任公司第十二届董事会董事兼执行总裁、雅戈尔服装控股有限公司董事兼总裁、雅戈尔时尚（上海）科技有限公司董事、弘颐（宁波）商业管理有限公司董事。 |
| 刘新宇 | 副总裁 | 硕士 | 1974 | 高级经济师。曾任公司办公室副主任、公司副总经理兼董事会秘书，现任公司第十二届董事会董事兼副总裁，兼任宁波银行股份有限公司董事。 |
| 胡纲高 | 副总裁 | 硕士 | 1973 | 曾任宁波市鄞州区高桥镇党委书记兼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，公司董事、常务副总经理。现任公司副总裁、雅戈尔服装制造有限公司董事长、嵊州雅戈尔毛纺织有限公司董事长、安徽新昊纺织科技有限公司董事长、宁波汉麻生物科技有限公司副董事长。 |
| 朱吉 | 财务总监 | 硕士 | 1976 | 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，现任公司财务总监、雅戈尔服装控股有限公司副总裁兼财务总监、雅戈尔服装制造有限公司等子公司董事。 |
| 冯隽 | 董事会秘书 | 硕士 | 1983 | 持有法律职业资格证书，已取得上海证券交易所主板董事会秘书任职资格证书。曾任雅戈尔时尚股份有限公司证券部副经理、经理、总经理助理、证券事务代表、宁波上市公司协会董秘专业委员会副主任委员，现任公司董事会秘书、雅戈尔服装控股有限公司等子公司董事、中国上市公司协会上市公司声誉管理工作专业委员会副主任委员、宁波上市公司协会第六届理事会副秘书长。 |

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

**股权激励落地绑定团队赋能主业。**雅戈尔 2026 年股票激励计划，以 6.92 元/股向 757 名激励对象授予 1.20 亿股第一类限制性股票，占公司总股本的 2.60%，募集资金将全部用于补充公司流动资金，股份来源为公司二级市场回购股份。激励范围覆盖公司董事、高管及中高层管理、核心骨干人员，其中 7 名核心高管合计获授 1300 万股，占激励总量的 10.83%，剩余 89.17%股份由 750 名剩余人员持有。本次激励

下载日志已记录，仅供内部参考



设置两期等额解锁，每期解锁比例为 50%。解锁绑定硬性业绩考核，首期要求 2026 年剔除股份支付费用的归母净利润较 2025 年增长不低于 10%；二期设置双重达标条件，2027 年剔除股份支付费用的归母净利润较 2025 年增长不低于 15%，或 2026-2027 年累计净利润较 2025 年增长不低于 125%，满足其一即可解锁，清晰锚定盈利修复节奏。整体来看，本次激励旨在完善公司治理、建立长效激励机制，绑定核心团队利益，有望激发经营活力，支撑主业长期发展。

**图表 5 激励对象名单及授予情况**

| 姓名 | 职务 | 授予数量（万股） | 占股权激励计划总量的比例（%） | 占授予时总股本的比例（%） |
|---|---|---|---|---|
| 徐鹏 | 董事兼执行总裁 | 500 | 4.1667 | 0.1081 |
| 杨珂 | 董事 | 200 | 1.6667 | 0.0433 |
| 金一帆 | 职工董事 | 20 | 0.1667 | 0.0043 |
| 胡纲高 | 副总裁 | 200 | 1.6667 | 0.0433 |
| 刘新宇 | 副总裁 | 200 | 1.6667 | 0.0433 |
| 朱吉 | 财务总监 | 150 | 1.25 | 0.0324 |
| 冯隽 | 董事会秘书 | 30 | 0.25 | 0.0065 |
| 小计 | | 1,300 | 10.8333 | 0.2812 |
| 其他公司中高层管理人员、核心骨干人员（共 750 人） | | 10,700 | 89.1667 | 2.3143 |
| 总计 | | 12,000 | 100 | 2.5955 |

资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

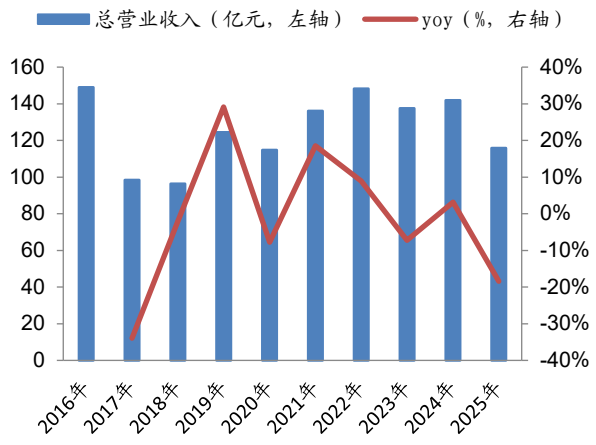
## 1.3 时尚增长地产缩，投资稳利缓阵痛

**调整转型阵痛，业绩短期承压。**近年来，公司营收规模整体稳定，但受到产业布局调整叠加消费需求疲软等因素影响，归母净利润有所下滑。2025 年，公司实现营业收入 115.82 亿元，同比下降 18.37%；实现归母净利润 24.47 亿元，同比下降 11.57%，主要系地产业务退出期规模效益下降、时尚板块转型调整不及预期所致。

下载日志已记录，仅供内部参考

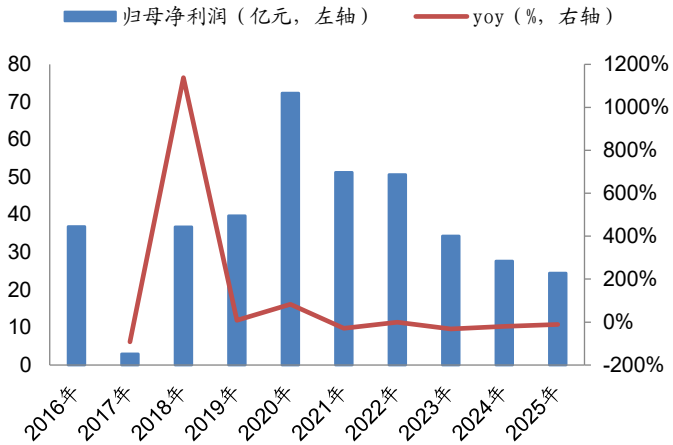


图表 6 2016-2025 年公司营业收入及 yoy（亿元，%）




资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 7 2016-2025 年公司归母净利润及 yoy（亿元，%）

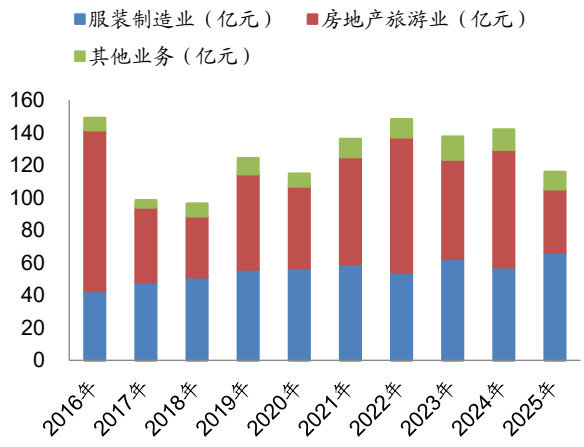



资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

**分业务来看，服装制造业为核心主业，房地产旅游业正处于战略性退出阶段。**2025 年，从公司收入构成来看，地产开发业务因无新项目且仅部分尾盘项目实现销售及结转，实现营业收入 38.93 亿元，同比下降 46.06%；品牌服装业务实现营业收入 66.33 亿元，同比增长 15.68%，成为核心增长引擎。整体而言，公司业务结构已发生标志性转变，时尚主业的核心驱动地位持续巩固，随着地产存量逐步出清，公司盈利质量与经营确定性有望进一步提升。

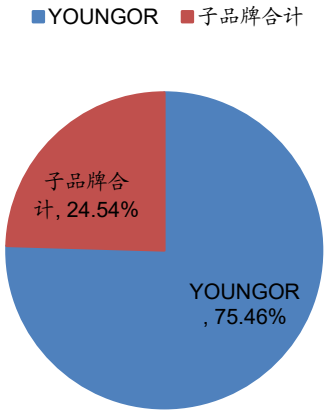
**分品牌来看，YOUNGOR 品牌为基本盘，子品牌增长亮眼。**2025 年，公司旗下 YOUNGOR 实现营业收入 50.06 亿元，同比下降 4.17%，占比达到 75.46%，为公司营收的绝对基本盘；公司顺利完成 BONPOINT 品牌的收购与整合工作，进一步完善了时尚产业生态布局，多品牌协同发力，其他品牌合计完成营业收入 16.27 亿元，同比增长 226.05%，占比提升至 24.54%，表现靓丽。公司“以 YOUNGOR 为核心、多品牌矩阵协同发展”的战略成效显著。

图表 8 2016-2025 年公司按业务拆分收入结构（亿元）




资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

图表 9 2025 年公司服装品牌收入占比（%）




资料来源：公司公告，华安证券研究所

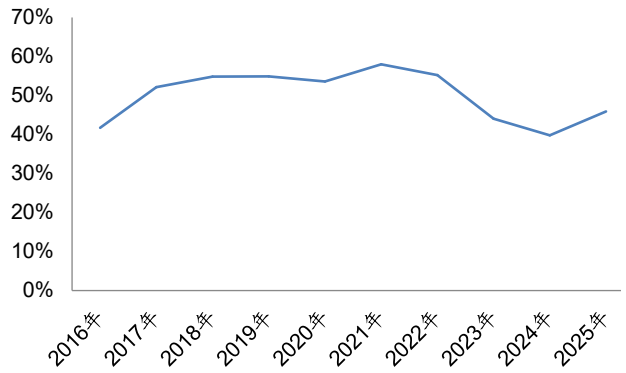
**业务结构优化，盈利稳定性有望持续增强。**2025 年公司综合毛利率为 45.90%，同比+6.11pct，盈利水平触底回升。分行业看，2025 年服装制造业毛利率 67.37%，

下载日志已记录，仅供内部参考



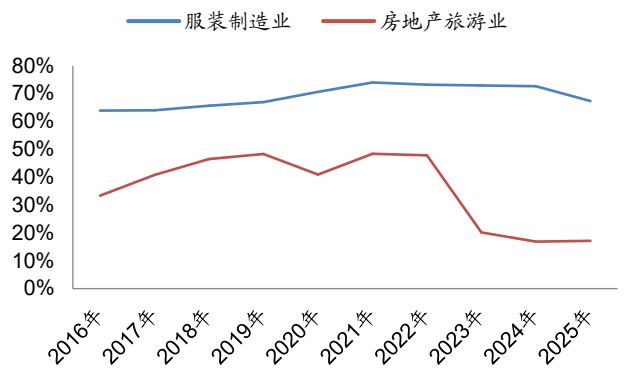
同比-5.33pct，仍维持高盈利属性；房地产旅游业毛利率 17.16%，同比+0.28pct，存量尾盘项目盈利表现平稳。综合毛利率逆势上行核心源于营收结构变动：高毛利的服装制造业务营收占比由 2024 年的 40.41%提升至 57.27%，跃升为第一大收入来源；低毛利的房地产旅游业营收占比由 50.86%收缩至 33.61%。高毛利业务权重抬升的正向效应，成为综合毛利率上行的核心支撑。后续随着地产存量项目持续去化，业务结构进一步向时尚主业聚焦，公司盈利稳定性有望持续增强。

**图表 10 2016-2025 年公司综合毛利率情况（%）**




资料来源：同花顺 iFinD，公司公告，华安证券研究所

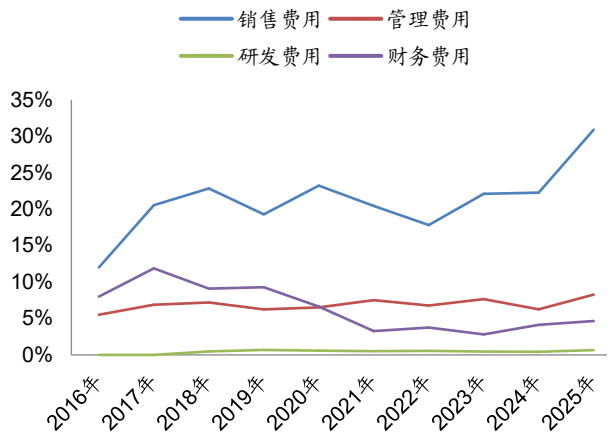
**图表 11 2016-2025 年公司分行业毛利率拆分（%）**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

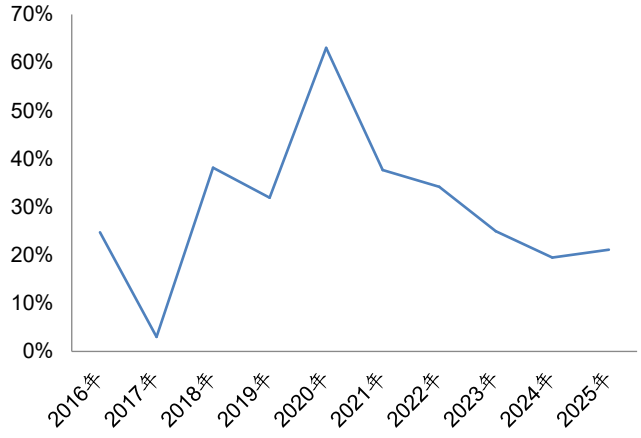
**费用率整体抬升，净利率边际修复。**2025 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 30.89%/8.27%/0.66%/4.65%，同比+8.63/+2.02/+0.23/+0.53pct，各项费用投入均有不同程度增加。2025 年实现归母净利润 24.47 亿元，同比下降 11.57%；归母净利率为 21.13%，同比提升 1.63pct，在费用率上行背景下仍实现边际改善，核心系业务结构优化带动综合毛利率显著提升，高毛利服装业务占比抬升对冲了费用端压力。

**图表 12 2016-2025 前三季度公司费用率情况（%）**




资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

**图表 13 2016-2025 年公司归母净利率情况（%）**



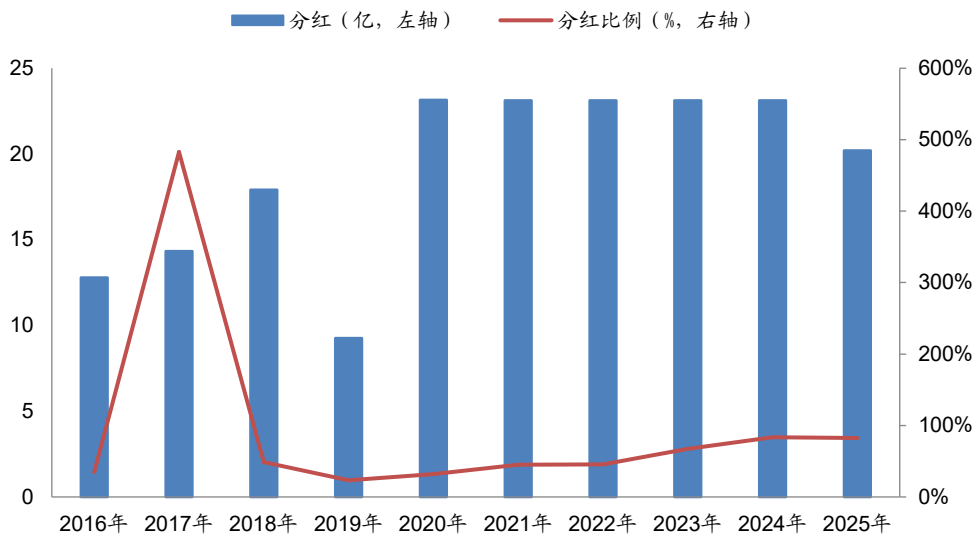

资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

**公司自上市以来长期坚持高比例分红，股东回报政策具备良好连续性。**2025 年累计派现 20.20 亿元，占归属于母公司股东的净利润的比例为 82.52%，维持行业较高水平。高分红政策在持续回馈股东的同时，也向市场传递出公司现金流健康、财务状况稳健的积极信号。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 14 2016-2025 年公司现金分红总和及分红比例（亿元，%）**



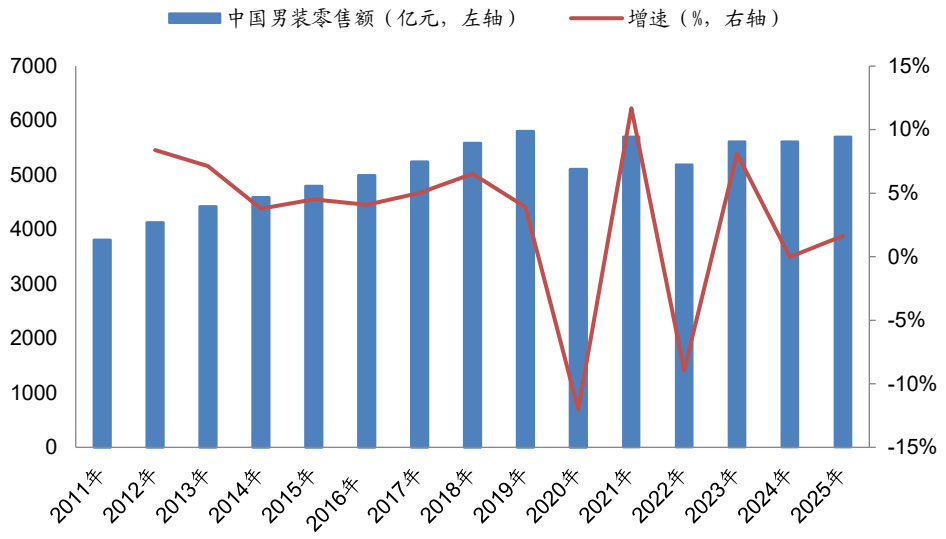

资料来源：iFinD，公司公告，华安证券研究所

# 2 行业：男装市场结构分化，着装需求多元升级

## 2.1 市场规模稳健增长，行业集中度逐步提升

**中国男装行业市场空间广阔，市场规模稳健增长。**2021 年至 2025 年，中国男装零售额从 3808.63 亿元增长至 5707.35 亿元，CAGR 为 2.93%。2020 年到 2025 年为卫生事件及卫生事件过后恢复期，2021 年和 2022 年出现同比下降 12%和 8.93%后均迅速恢复。中国男装市场整体呈现出较强的韧性和恢复力，随着中国经济的持续增长和消费复苏，男装市场规模有望进一步扩大。

**图表 15 2011-2025 中国男装零售额及增速（亿元，%）**




资料来源：欧睿国际，华安证券研究所

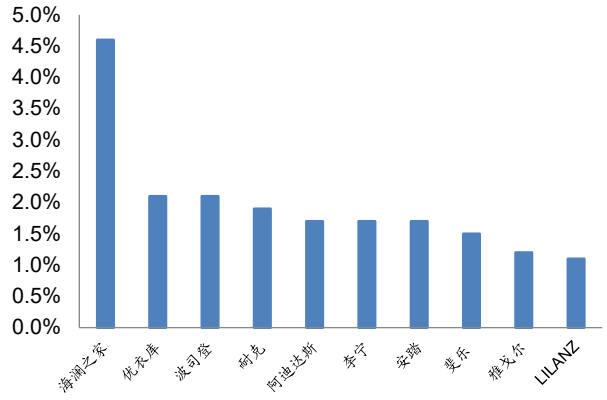
**市场规模扩大的同时，市场份额进一步向头部品牌和公司集中。**根据欧睿数据，2025

下载日志已记录，仅供内部参考



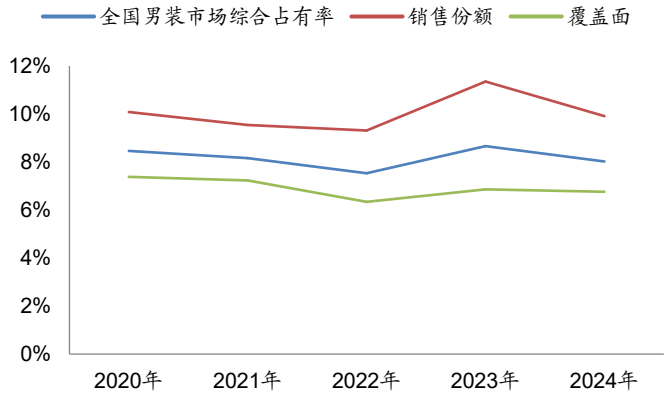
年，国内男装市场 CR10 品牌市场份额占有率达到 19.6%，其中有 8 个品牌均有增加。根据《全国大型零售企业暨消费品市场 2020-2024 年度监测报告》，雅戈尔在全国男装市场的综合占有率、销售份额和覆盖面保持在较稳定的区间，且均位列第一。这一格局表明，拥有强大品牌资产、广泛全渠道网络和供应链优势的头部企业市场份额稳固，发展势头较好，未来市场份额有望进一步提升。

**图表 16 2025 年中国男装市场 CR10 品牌市场份额（%）**




资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

**图表 17 2020-2024 年雅戈尔全国男装市场综合占有率、销售份额和覆盖面（%）**

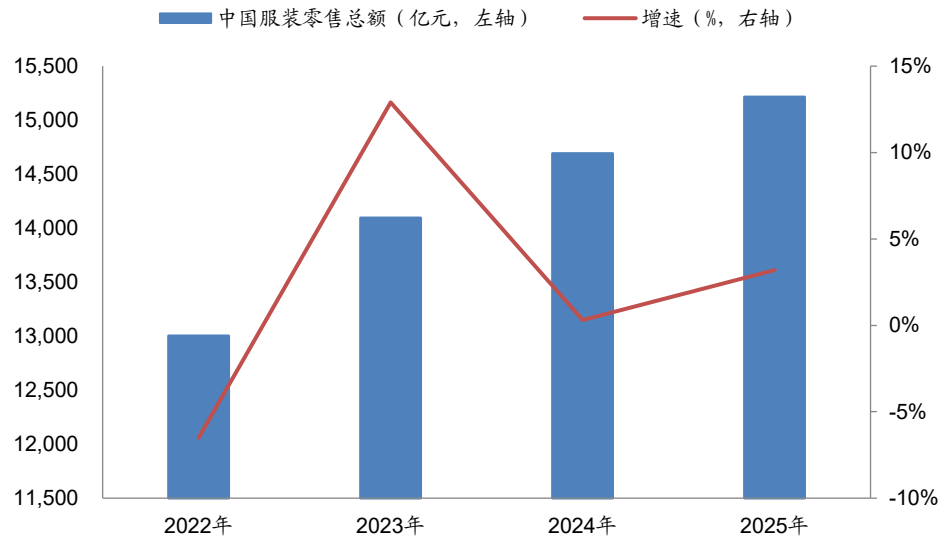



资料来源：雅戈尔集团官方公众号，华安证券研究所

## 2.2 消费市场逐渐恢复，着装需求多元升级

**服装消费市场逐渐恢复。**2022-2025 年中国服装类产品零售额稳定增长，CAGR 为 5.37%，在 2025 年零售额达到 15215 亿元。中国服装市场的基本盘依然庞大且稳固，为各品牌进行产品升级、渠道优化和体验创新提供了坚实的市场容量支撑。

**图表 18 2022-2025 中国服装零售额及同比增速（亿元，%）**




资料来源：国家统计局，华安证券研究所

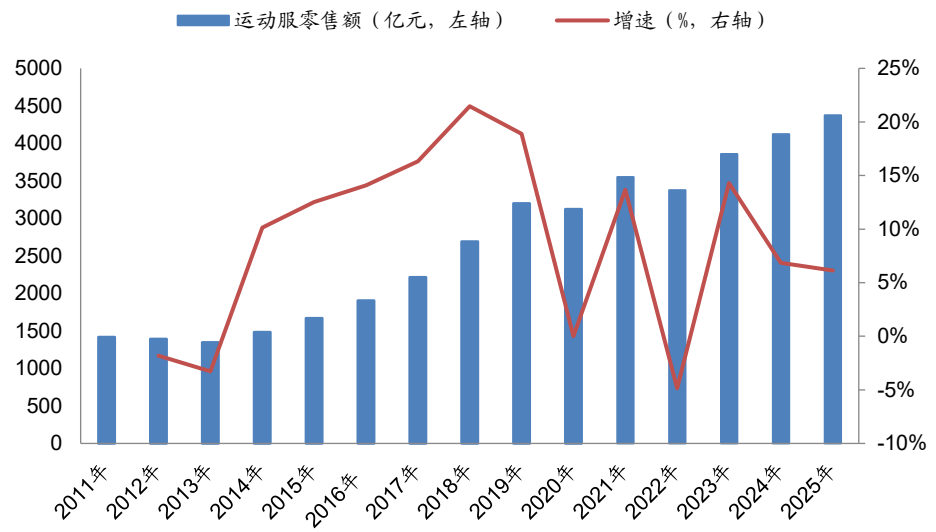
**消费者的着装需求向多元化场景拓展。**运动休闲、户外功能、社交潮流等风格边界日益模糊。2011 年至 2025 年，运动服饰的零售额实现 CAGR8.38%，2025 年

下载日志已记录，仅供内部参考



实现销售额 4376.57 亿元，同比增速为 6.13%，是 2025 年表现最好的类别，户外服装和鞋类在运动服饰中零售份额增长最为强劲。中国消费者对运动的热情日益增长，品牌也在加大产品设计和开发的投资，更好挖掘消费者对个性化和差异化产品的需求。与此同时，儿童运动服饰年龄段和活动（滑雪、瑜伽）的进一步细分也创造了增长机会。运动服饰预计将继续保持增长，专注于高性能装备和定制产品线的品牌有望扩大市场份额。

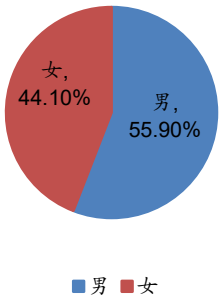
**图表 19 2011-2025 中国运动服零售额及增速（亿元，%）**




资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

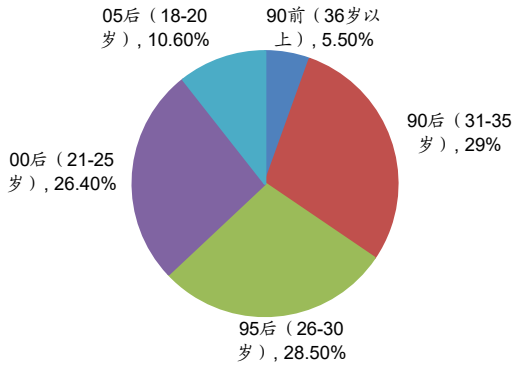
**以“Z 世代”为代表的新消费群体崛起，他们将服装视为表达个性、彰显态度和获取情绪价值的重要载体。**根据 Soul App 联合上海市青少年研究中心发布的《2025 Z 世代情绪消费报告》，近六成（56.3%）青年将“为情绪价值/兴趣买单”作为首要消费态度，这一比例较 2024 年增长了 16.2pct。其中男性在情绪消费中占比略高，为 55.9%，“90 后”、“95 后”、“00 后”为情绪消费主力。《2025 年天猫服饰春夏趋势白皮书》印证，消费者愈发倾向于通过服饰表达个人价值观、生活态度及独特个性。他们对中式元素与非遗文化、跨界联名、潮流设计表现出高度热情。

**图表 20 情绪消费男女性占比（%）**




资料来源：中国财经，华安证券研究所

**图表 21 不同年龄段情绪消费占比（%）**




资料来源：中国财经，华安证券研究所

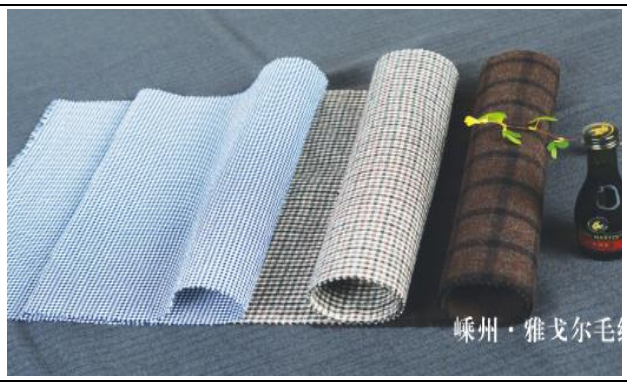
**中国男装市场正日益受到对高性能服装的实用设计需求增长的塑造。**消费者对

下载日志已记录，仅供内部参考



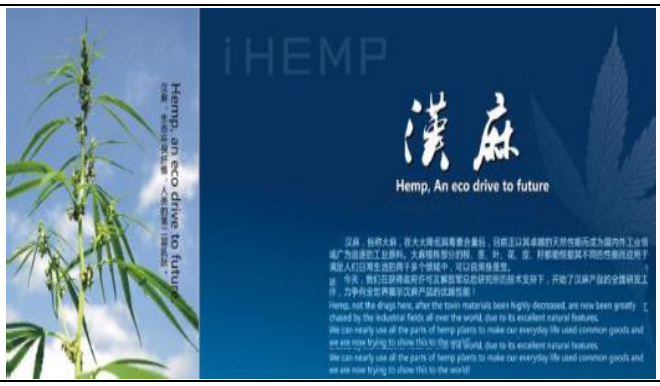
环境污染、病毒威胁和技术快速进步的担忧加剧，对服装的考量维度愈发深入，从外观设计延伸至面料材质、工艺技术和可持续性。具有抑菌、温控、防晒、快干等功能属性的服装或具有环保属性的天然材质（如汉麻、再生纤维）受到市场青睐。以雅戈尔为代表的各大服装品牌均投入高性能服装的研发设计中，以提高品牌核心竞争力。

**图表 22 雅戈尔品牌功能性精纺呢绒**




资料来源：雅戈尔官网，华安证券研究所

**图表 23 雅戈尔旗下 HANP 品牌主要材料“汉麻”**




资料来源：雅戈尔官网，华安证券研究所

## 2.3 “线下重体验、线上重效率、线上线下融合”的渠道一体化建设

**为了打造品牌形象、提供沉浸式体验并展示完整产品系列，开设大型旗舰店或体验店已成为头部品牌的重要战略。**根据欧睿数据，2025 年服装行业线下零售占比 61.2%，较 2024 年有所下降，但专卖店零售实现增长，占比达 18.6%。这些“大店”不仅承担销售功能，更是品牌文化与价值的传播中心，许多消费者仍然珍视亲自体验产品并确认合身后再购买的机会。

**图表 24 2025 年服装部分头部品牌直营店数量情况**

| 公司 | 新开门店数量 | 关闭门店数量 | 净增加数量 | 门店数量 |
|---|---|---|---|---|
| 雅戈尔 | 未披露 | 未披露 | 13 | 1884 |
| 海澜之家 | 659 | 259 | 400 | 2372 |
| 七匹狼 | 54 | 116 | -62 | 817 |
| 九牧王 | 65 | 96 | 14 | 910 |
| 森马服饰 | 211 | 163 | 48 | 1028 |

资料来源：iFind，华安证券研究所

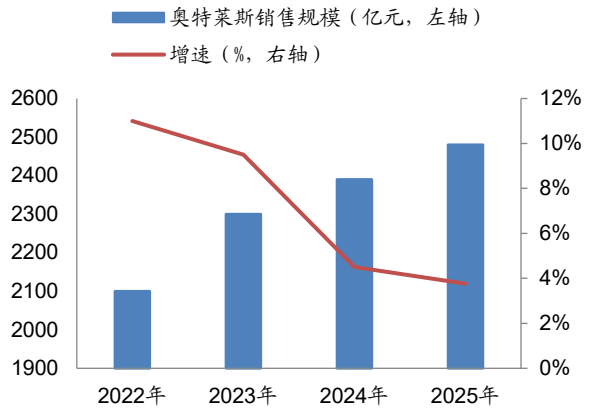
**奥特莱斯（奥莱）渠道因其高效的库存消化能力和对价格敏感消费者的吸引力，已成为品牌不可或缺的渠道组成部分。**2025 奥特莱斯销售规模达到 2480 亿元，同比增长 3.8%；新开业奥莱项目 14 家，总数为 265 家。在竞争格局上，各奥莱、地产连锁集团 2024 年起都在竞相加码奥莱赛道：1）“百联、杉杉、砂之船争霸”，成都百联奥特莱斯投资近 30 亿元，打造全国首个熊猫主题奥莱；至 2025 年 10 月 20 日无锡杉杉奥莱举行主体封底仪式，杉杉商业集团的奥莱项目达 23 座；砂之船集团旗下奥莱项目达 19 座，在建项目也在紧锣密鼓地进行。2）顶级商业地产公司跨界入局，以高端购物中心运营闻名的德基商业已明确布局奥莱业务，旗下的南京仙林项目定位为“国内首个艺术概念奥特莱斯”，预计于 2026 年开业；鸿荣源壹方商置打造湾区壹方超级购物天地，是华南地区规模最大的奥特莱斯综合体；华润万

下载日志已记录，仅供内部参考



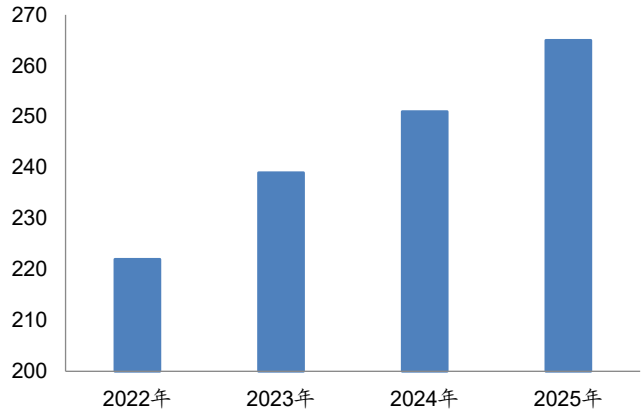
象生活旗下的首个精品奥莱项目“万象滨海购物村”也于 2025 年底开业。此外，SKP 母公司北京华联集团也在西安启动了兵马俑国际奥莱小镇项目。这种“跨界”趋势表明，奥莱因其稳定的客流和现金流，正被更多元化的资本视为重要的商业增长。

**图表 25 2022-2025 年奥特莱斯销售规模及增速（亿元，%）**




资料来源：中国百货商业协会，华安证券研究所

**图表 26 2022-2025 奥莱项目数量（个）**




资料来源：中国百货商业协会，华安证券研究所

百联股份发布 2025 年年度经营数据报告显示，全年百货、购物中心业态实现营收 31.39 亿元，同比减少 12.90%；毛利率 39.30%，同比-1.70pct。奥特莱斯业态实现营收 16.03 亿元，同比增长 5.67%；毛利率 79.49%，同比+1.43pct。标准超市、便利店、大卖场、专业专卖等核心业态营收均出现不同程度下降，奥莱成为公司主力业态中唯一实现营收与毛利率双增长的板块。

**图表 27 2025 年分业态的经营数据**

| 分行业 | 营业收入（元） | 毛利率（%） | 营业收入比上年增减（%） | 毛利率比上年增减（pct） |
|---|---|---|---|---|
| 百货、购物中心 | 3,138,924,714.35 | 39.30 | -12.90 | 减少 1.70 个百分点 |
| 奥特莱斯 | 1,603,074,800.78 | 79.49 | 5.67 | 增加 1.43 个百分点 |
| 标准超市 | 10,017,554,226.12 | 14.99 | -6.91 | 减少 1.70 个百分点 |
| 便利店 | 1,307,642,514.50 | 13.11 | -11.41 | 减少 0.53 个百分点 |
| 大卖场 | 7,693,020,275.10 | 21.88 | -16.93 | 减少 1.41 个百分点 |
| 专业专卖 | 694,136,764.33 | 34.57 | -13.63 | 增加 0.32 个百分点 |
| 其他 | 330,519,916.73 | 20.03 | 31.39 | 减少 7.89 个百分点 |
| 合计 | 24,784,873,211.91 | 24.90 | -10.44 | 减少 0.98 个百分点 |

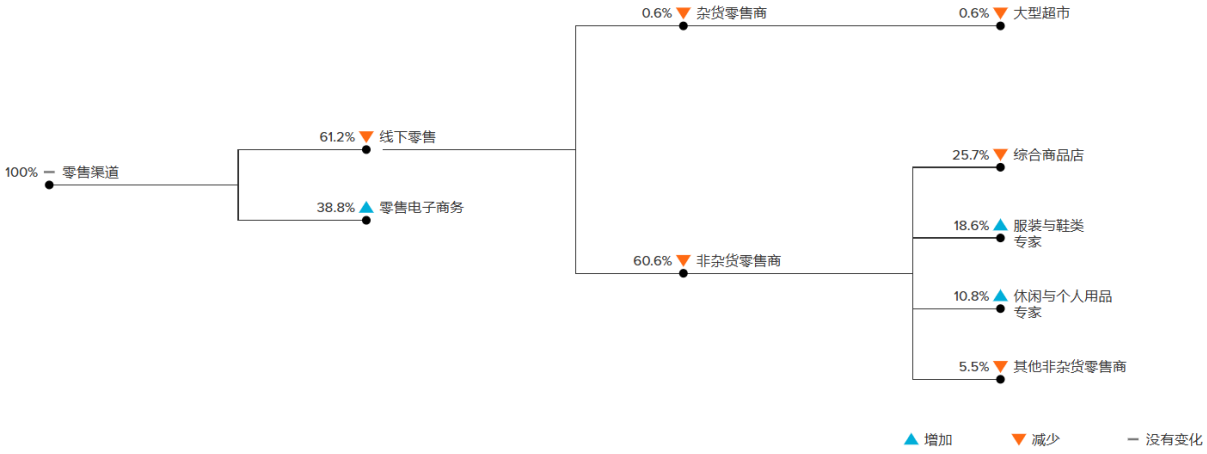
资料来源：百联股份年报，华安证券研究所

**零售电商依托创新业态强势增长，推动全渠道融合演进。**根据国家统计局，2025 年，全国网上零售额同比增长 8.6%，其中，实物商品网上零售额增长 5.2%，拉动同期社会消费品零售总额增长 1.3 个百分点；在服装行业，线上零售占比进一步提升至 38.8%。同时，直播带货、即时零售等消费新业态新模式快速成长：直播交易同比增长 11.3%，即时配送快速发展，更好更快满足消费者需求。其中，抖音凭借基于兴趣的电商模式和直播能力，逐渐取代天猫成为领先平台，众多服饰和鞋类品牌在抖音布局并实现显著增长。整体而言，渠道建设正朝着“线下重体验、线上重效率、线上线下融合”的一体化方向演进。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 28 2025 中国服装和鞋类销售情况（%）**




资料来源：欧睿数据，华安证券研究所

# 3 公司：多品牌矩阵与全产业链掌控协同进化

## 3.1 品牌：主品牌稳基盘，新品牌拓增量

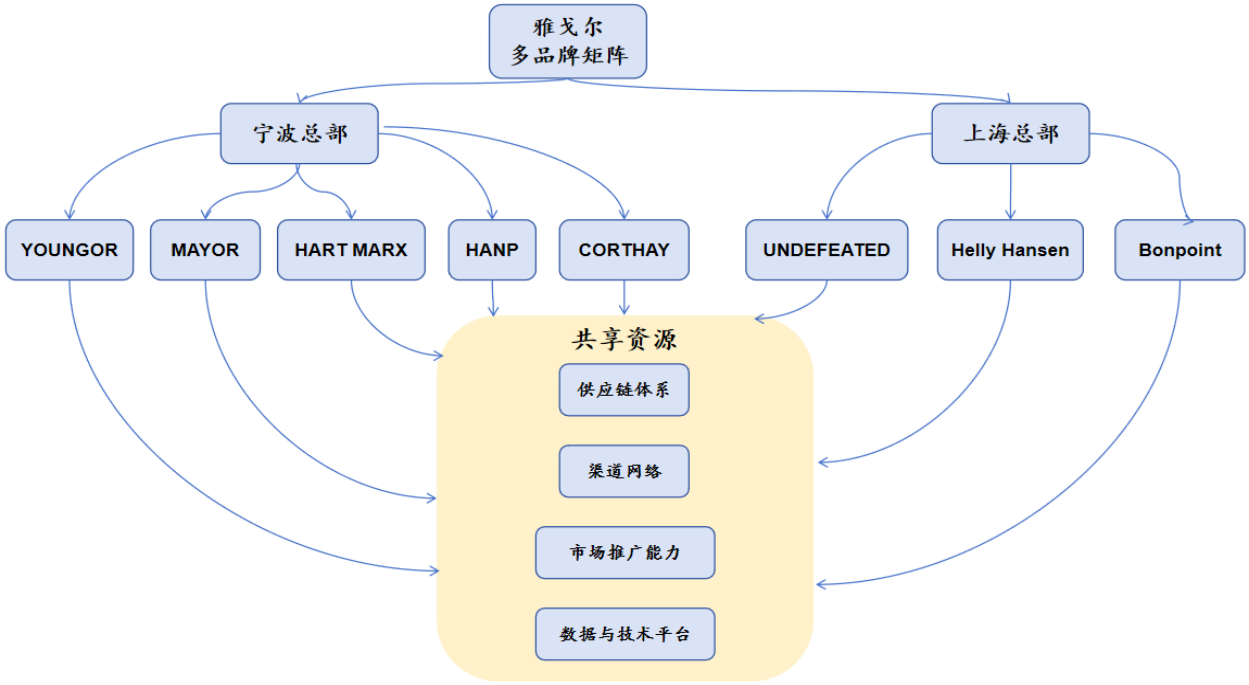
**聚焦主品牌提升，完善多品牌矩阵，推进时尚产业生态布局。**公司以主品牌 YOUNGOR 为核心，结合多年来在渠道、供应链、资金、零售管理等方面的积累和优势，实施多元化品牌发展战略。2025 年 1 月 9 日，雅戈尔完成了全球首个面向儿童的奢侈品牌 BONPOINT 收购，正式进入童装、国际与奢侈品领域，开启全球化战略布局。就此，雅戈尔已自创、合作、收购七大品牌，布局商务休闲、运动户外、街头潮牌、儿童奢侈品、生活方式等领域，时尚集团的品牌矩阵基本形成，覆盖满足更多消费人群的多元化需求。

**公司采用“独立运营、资源共享”的模式管理多品牌。**各品牌根据自身定位由不同事业部独立运营，但共享集团的供应链、渠道资源及市场推广能力。在组织架构上，形成了双总部管理：主品牌 YOUNGOR 及、MAYOR、HART MARX、HANP、CORTHAY 等由宁波总部运营；而 UNDEFEATED、Helly Hansen 和 Bonpoint 则由上海总部统筹。这种分布使各品牌能够根据自身定位灵活运作，同时确保资源的有效利用。

下载日志已记录，仅供内部参考



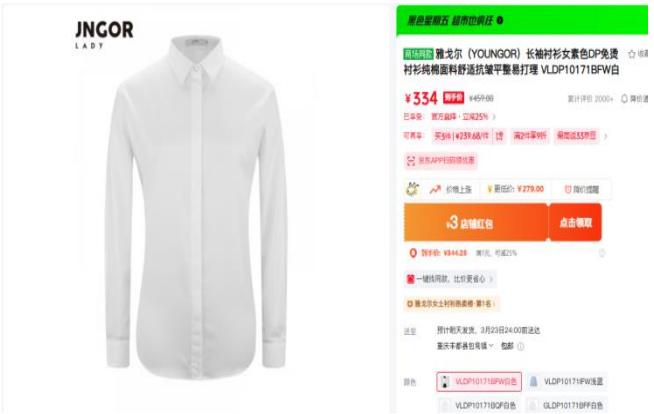
**图表 29 雅戈尔品牌管理架构图**




资料来源：东方财富，华安证券研究所

**主品牌 YOUNGOR：核心支柱承压，通过积极的品类渠道革新与持续的产品研发创新积极寻求突破。**作为公司的基石，主品牌 YOUNGOR 在商务男装市场拥有稳固的领导地位，在维护传统品类在存量市场的份额和优势的同时，主品牌坚持品牌向上的战略，通过品类、渠道等转型调整以突破瓶颈，适应新趋势：1）聚焦商务人群，优化全品类布局：在稳固行政商务、婚庆等传统正装系列基本盘的同时，加速拓展户外休闲、女装系列，以迎合男装运动休闲化趋势并吸引更广泛客群。2）加快渠道结构的调整，深化总对总的对接与落地，加大对高端购物中心、奥莱的进驻力度和落位调整，同步拓展年轻客群。3）完善商务会馆的平台，以“一个馆链接一座城”，提升品牌影响力，创新销售模式，做好会员服务。4）优化营销推广，提升品牌运营能力。2025 年双 11 期间便跻身抖音男装热销榜 Top20，新增销售额达 2500 万-5000 万元，更以 527.9 元的销售均价，居国货男装之首。

**图表 30 雅戈尔女装系列产品**




资料来源：雅戈尔官方旗舰店，华安证券研究所

**图表 31 雅戈尔户外休闲系列产品**



资料来源：雅戈尔官方旗舰店，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**男士衬衫连续 29 年、男士西服连续 26 年全国市占率第一。**根据《全国大型零售企业暨消费品市场 2025 年度监测报告》，2025 年 1-12 月，雅戈尔男衬衫市场综合占有率达 4.72%；男西装市场综合占有率达 6.34%，两个品类市场综合占有率、市场销售份额、市场覆盖面指标均位列第一，雅戈尔男衬衫已连续 29 年、男西装已连续 26 年获得同类产品市场综合占有率第一。

**图表 32 雅戈尔衬衫统计信息证明**




资料来源：雅戈尔集团公众号，华安证券研究所

**图表 33 雅戈尔男西装统计信息证明**



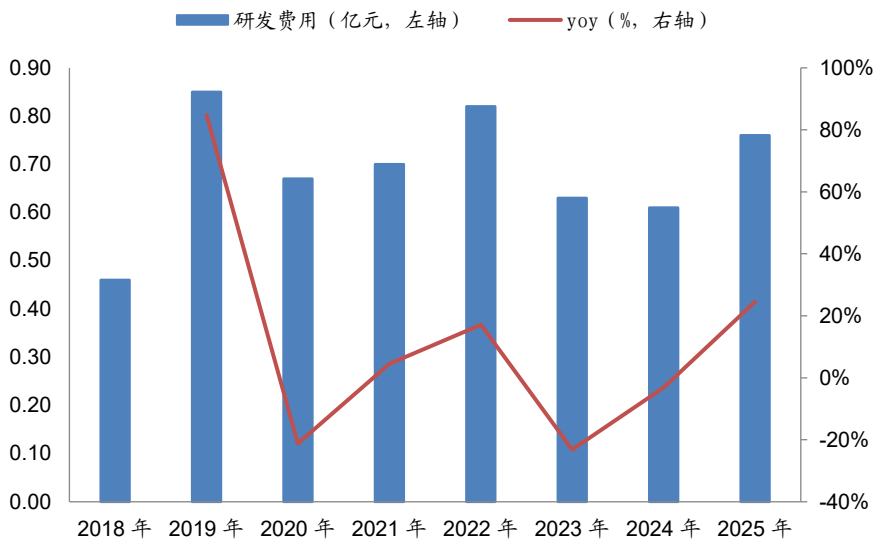

资料来源：雅戈尔集团公众号，华安证券研究所

**持续加强研发升级，重点聚焦于面料的功能性、舒适性及环保创新，以构建产品端的核心竞争力。**公司以服装技术研究院、纺织材料研究院为科研创新平台，引进美国 VP 汽箱喷雾免烫技术，并自主研发 DP（Dipping&Spraying）免烫工艺，持续开发可机洗抗皱西服/衬衫面料、凉感透气、吸湿速干、光智暖（吸光发热）、抗菌等系列功能性产品，重点推进植物染面料、可降解生态环保面料的研发。带动产品势能提升，持续提高服装核心竞争力和品牌行业影响力。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 34 2018 年-2025 年公司研发费用及 yoy（亿元，%）**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 35 公司 2025 年主要研发项目**

| 序号 | 项目名称 |
|---|---|
| 1 | 温智变智能温控休闲裤关键技术研发和产业化 |
| 2 | 超轻薄户外防晒面料研发和产业化 |
| 3 | 3D 羽绒打印保暖面料研发与产业化 |
| 4 | 天丝汉麻休闲水洗衬衫面料的研发和产业化 |
| 5 | 棉羊毛强捻干爽 DP 衬衫面料的研发和产业化 |
| 6 | 棉天丝绒面超柔休闲衬衫面料的研发和产业化 |
| 7 | 高支高密棉桑蚕丝 DP 衬衫面料的研发和产业化 |
| 8 | POLYGIENE 抗菌功能整理 DP 衬衫面料的研发和产业化 |
| 9 | 抗皱易打理针织 T 恤面料研发与产业化 |
| 10 | 新三防呼吸棉针织 T 恤面料研发与产业化 |
| 11 | 光智暖吸光发热针织面料研发和产业化 |
| 12 | 休闲泡泡风格可机洗羊毛精纺面料研发和产业化 |
| 13 | 高品质抗菌抗皱二代西服羊毛精纺面料研发和产业化 |
| 14 | 亲肤轻薄绵羊毛桑蚕长丝可机洗衬衫精纺面料研发和产业化 |
| 15 | 亲肤抗菌绒面可机洗 EASY CARE 防毡缩面料关键技术研发和产业化 |
| 16 | 高级休闲仿麻毛风格面料研发和产业化 |
| 17 | 高品质汉麻舒弹风衣面料研发和产业化 |
| 18 | 白色永久防透功能衬衫面料研发和产业化 |
| 19 | 高端醋酸差异化风格面料研发和产业化 |
| 20 | 超轻薄汉麻抗菌系列面料研发和产业化 |
| 21 | 羊毛/PLA 聚乳酸环保面料 |
| 22 | 天然抗菌防螨健康面料 |
| 23 | 超薄蝉翼花呢 |

下载日志已记录，仅供内部参考

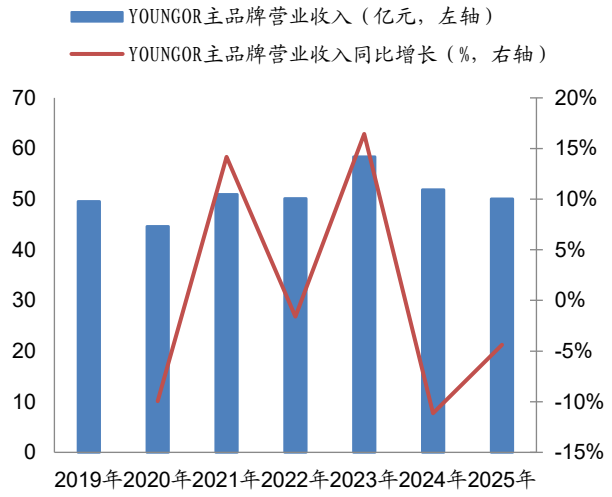


| | |
|---|---|
| 24 | 普林特艺术呢 |
| 25 | 高级羊毛牛仔面料 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

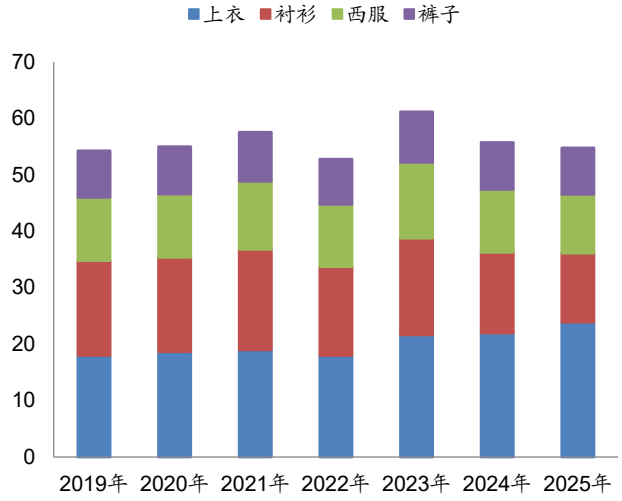
过往几年，主品牌营收增长较为稳定，2019 年至 2023 年营业收入 CAGR 为 4.18%。然而，在消费复苏不及预期和消费者需求和习惯变迁的背景下，2024 年开始主品牌 YOUNGOR 营收有所减少，2025 年同比下降 4.37%，其中核心品类衬衫、西服受到较大冲击，营收分别同比下降 14.31%和 6.66%。主品牌的转型调整效果尚未完全显现，投入与产出之间存在一定滞后性。

**图表 36 2019-2025 年 YOUNGOR 主品牌营业收入及同比增长（亿元，%）**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 37 2019-2025 年分产品营业收入（亿元）**



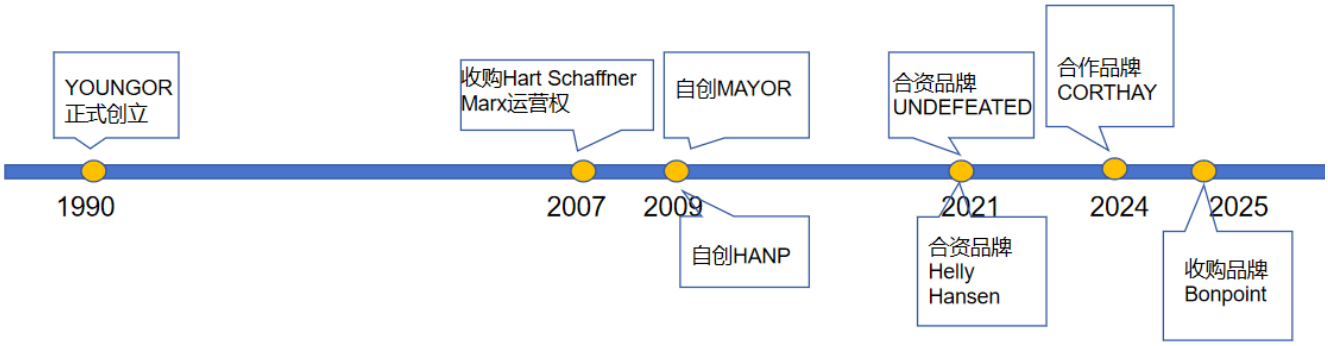

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**多品牌矩阵：细分赛道高速增长，形成有效协同与补充。**2009 年，雅戈尔根据消费人群的特点对产品市场进行细分，确立了多品牌发展战略，在原主导品牌基础上，进一步发展 MAYOR、Hart Schaffner Marx 品牌；2021 年，雅戈尔收购美国潮流品牌 Undefeated 的 40%股权，并成立大中华区合资公司，同年投资挪威户外品牌 Helly Hansen，负责该品牌在大中华地区的运营和生产；2024 年后与法国高端手工皮鞋品牌 CORTHAY 合作，并于 2025 年初完成对奢侈童装品牌 Bonpoint 的收购，标志着其品牌矩阵已全面覆盖商务、休闲、户外、潮流、奢侈品及童装等多重领域。

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 38 公司品牌历程图**




资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

**MAYOR：“高端商务行政”赛道，进军国际高端男装市场。**其定位清晰指向中国公务及企业领袖等精英男士群体，是雅戈尔向高端化、国际化迈出的关键一步。与意大利 Albini、ALUMO、Zegna、CERRUTI 1881、LORO PIANA 等全球顶级面料商建立战略合作，并依托自有“超级面料”实验室研发了获得国际专利的“龙纹”系列面料；同时，品牌将百年红帮裁缝的手工技艺与集团 5G 智能工厂的现代科技深度融合，实现了 72 小时快速高端定制的卓越效率。在价格上，MAYOR 明确聚焦于 3000 元至 20000 元人民币的高端区间，其定制西装价格可达主品牌 YOUNGOR 的倍数，以此清晰区隔市场与客群。

**HANP：精准卡位“时尚健康家居服饰”赛道，以环保科技面料为核心卖点。**HANP 以汉麻为核心用料，汉麻（又称工业大麻）纤维具有吸湿透气、除臭抑菌、抗辐射、抗紫外线等独特的天然功能性。此外，汉麻是一种高度环保的作物，可在贫瘠土地种植，生长过程中能吸收并固定二氧化碳，且制品可自动降解，契合可持续发展的全球趋势，满足当前消费者对高性能服装的需求。HANP 品牌目前已荣获多项发明专利，以及联合国粮农组织授予“天然纤维综合应用突出贡献奖”、世界服装大会颁布“2023-2025 年度十大类纺织创新产品”等荣誉。

**图表 39 HANP 获“天然纤维综合应用突出贡献奖”**




资料来源：HANP 官网，华安证券研究所

**图表 40 HANP 获“2023 年度十大类纺织创新产品”**



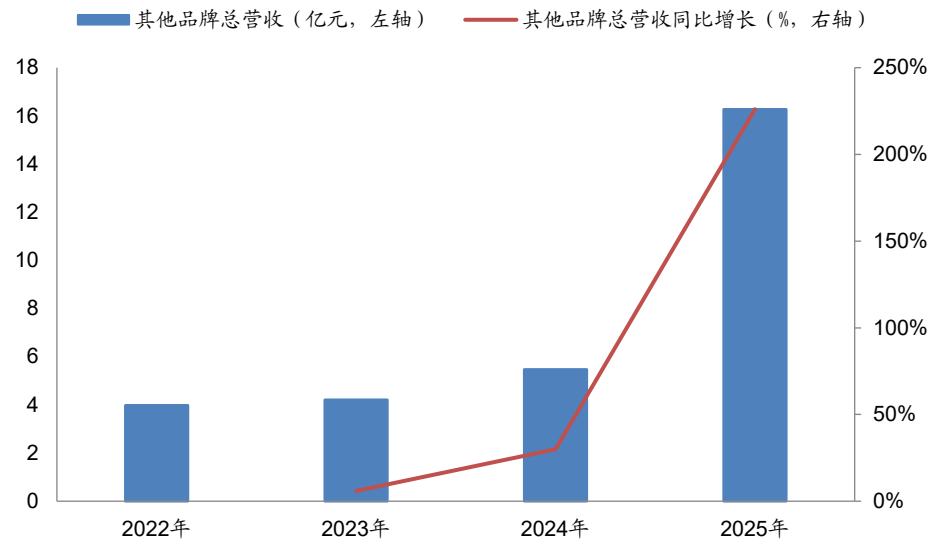

资料来源：HANP 官网，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



Undefeated: “高端潮奢”定位，入驻高端潮流商圈，通过联名与合作（与 NIKE、adidas 等）吸引年轻客群，拓展品牌边界。Helly Hansen: 高端专业户外品牌，受益于户外运动的高景气度，2024 年销售增速达 116%，2025 年前三季度营收增速进一步达到 104%。Bonpoint: 法国奢侈童装品牌，在亚洲市场表现强劲，其营收的 48%来自亚洲。2025 年，包含 Bonpoint 在内的“其他品牌”实现营收 16.27 亿元，同比暴涨 226.05%，占比提升至 24.54%，对主品牌形成了有效的协同和补充。

**图表 41 2022 年-2025 年其他品牌的营收及增速（亿元，%）**

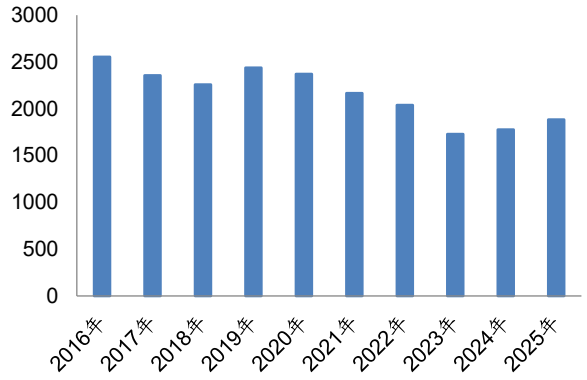



资料来源：公司公告，华安证券研究所

## 3.2 渠道：拓渠道、促成长；开大店、提品牌

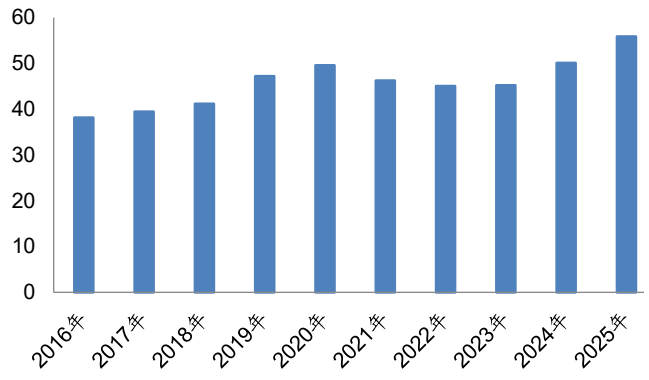
**“关小店、开大店”**。近年来，雅戈尔累计投资超过 150 亿元，在北京、上海、深圳、重庆、杭州、武汉、宁波等重点城市的核心商圈，加速布局时尚体验馆和大型自营专卖店。2025 年，公司自营门店 1884 家，净增加门店 13 家；营业面积 55.86 万平方米，净增加 4.97 万平方米。

**图表 42 2016-2025 年公司自营门店数量（家）**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**图表 43 2016-2025 年公司自营营业面积（万平方米）**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**一家店链接一座城，为品牌建设夯实基础。**公司将传统门店升级为商务会馆，以“一个馆链接一座城”为理念，打造集购物、社交、文化于一体的沉浸式体验空

下载日志已记录，仅供内部参考



间，将时尚体验馆升级为商务会馆，旨在提供更优质的会员服务和更舒适的消费体验。公司持续聚焦省会城市及其他重点城市推进，门店数量根据经营业绩动态优化调整，2025 年侧重落地节奏优化与运营质量提升，终端品牌形象与高端会员服务能力持续强化。

**图表 44 雅戈尔时尚体验馆**




资料来源：公司官网，华安证券研究所

**图表 45 雅戈尔商务会馆**



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**公司持续强化"总对总"的对接与落地，加大对高端购物中心、奥莱等商业体的进驻和调整力度。**2025 年，YOUNGOR、MAYOR、UNDEFEATED 等六大品牌在购物中心和奥莱的入住门店均有增加。公司已与万达商管集团、大商集团、华润万象生活等头部商业运营商建立深度合作。与万达合作已在全国开设超 160 家门店，年销售额突破 3 亿元；与大商集团则制定了到 2030 年销售 20 亿的具体规划。通过集团级协议，实现多品牌（如 YOUNGOR、MAYOR、UNDEFEATED 等）矩阵式、批量化的进驻，形成品牌集群效应，2024 年在重庆万象城一次性布局五大品牌。

**图表 46 公司品牌实体门店情况**

| 品牌 | 门店类型 | 2024 年末数量（家） | 2025 年末数量（家） | 2025 年新开（家） | 2025 年关闭（家） |
|---|---|---|---|---|---|
| YOUNGOR | 自营网点 | 422 | 407 | 7 | 22 |
| | 购物中心 | 377 | 410 | 76 | 43 |
| | 商场网点 | 771 | 731 | 35 | 75 |
| | 奥莱网点 | 134 | 146 | 19 | 7 |
| | 特许网点 | 207 | 250 | 86 | 43 |
| MAYOR | 自营网点 | 28 | 32 | 4 | 0 |
| | 购物中心 | 13 | 16 | 3 | 0 |
| | 商场网点 | 10 | 12 | 2 | 0 |
| | 奥莱网点 | 1 | 3 | 2 | 0 |
| HANP | 自营网点 | 31 | 25 | 2 | 8 |
| | 购物中心 | 3 | 4 | 1 | 0 |
| | 商场网点 | 4 | 2 | 0 | 2 |
| UNDEFEATED | 自营网点 | 2 | 2 | 0 | 0 |
| | 购物中心 | 45 | 60 | 32 | 17 |
| | 奥莱网点 | 6 | 11 | 5 | 0 |
| MAISON | 购物中心 | 3 | 4 | 1 | 0 |

下载日志已记录，仅供内部参考



| | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|
| CORTHAY | | | | | |
| BONPOINT | 自营网点 | 35 | 35 | 1 | 1 |
| | 购物中心 | 26 | 27 | 3 | 2 |
| | 商场网点 | 22 | 23 | 1 | 0 |
| | 奥莱网点 | 11 | 11 | 0 | 0 |
| | 特许网点 | 23 | 24 | 1 | 0 |
| 合计 | - | 2,174 | 2,235 | 281 | 220 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**公司旗下专注于数字化运营的夸父科技有限公司，为渠道战略提供了核心的技术赋能与融合引擎。**公司于 2021 年整合成立夸父科技，并在 2022 年对其增资 25 亿元，以全力探索线上线下深度融合的新商业模式。夸父科技为线下时尚体验馆配置自主研发的私域小程序和公域直播间，使公司同时具备线上线下、公域私域的服务能力；夸父科技通过搭建“夸父办公”一站式数字化平台和“夸父有数”等智能 BI 应用，实现自然语言条件下的数据洞察与经营决策；夸父科技整合运营天猫、京东等电商平台及抖音等内容电商，整合匹配公域、私域流量，三年时间利润从一两千万的利润攀升至上亿元，营收突破 10 亿，成为公司数字化转型的“急先锋”。

## 3.3 供应：全产业链垂直整合与“五化合一”，智能制造构筑核心壁垒

**全产业链布局：“从原料到零售”的全产业链垂直整合。**公司构建了完整的产业链，实现了对纺织原料、面料研发、成衣制造、品牌零售等核心环节的深度掌控。上游已延伸至棉花种植及研发领域，有针对性地强化了在纺织原料、服装面料和辅料等产业链上游的掌控能力。例如，HANP 通过对汉麻纤维的产业化开发，形成了独特的天然面料优势；2023 年，公司还通过战略投资全球首家工厂化养蚕企业“陌桑高科”，锁定高端蚕丝面料的稀缺供应链资源，夯实真丝领域核心竞争力。供应体系方面，公司已形成了“自产+代工”的供应体系，与供应商在设计、生产方面形成了深度合作，确保了公司的弹性供货能力。为支撑前端生产的快速响应并直达终端消费者，公司构建了覆盖全国的智能物流体系，与宁波邮政共同打造的“雅戈尔智能服饰总仓”，总投资 11 亿元，实现了仓储、分拣、配送的全流程自动化与可视化，能够支持小批量高频次补货和 O2O 业务，显著提升了供应链的响应效率。

**图表 47 陌桑高科前三大股东**

| 序号 | 股东名称 | 持股数量（股） | 持股比例 |
|---|---|---|---|
| 1 | 嵊州巴贝 | 52972411 | 35.02% |
| 2 | 嵊商企管 | 27945541 | 18.47% |
| 3 | 雅戈尔 | 7160298 | 4.73% |

资料来源：新浪财经，华安证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考



**图表 48 陌桑高科产品-蚕茧**



资料来源：潮新闻，华安证券研究所

**图表 49 邮政智能仓实现电商件自动拣选操作**



资料来源：中国邮政报，华安证券研究所

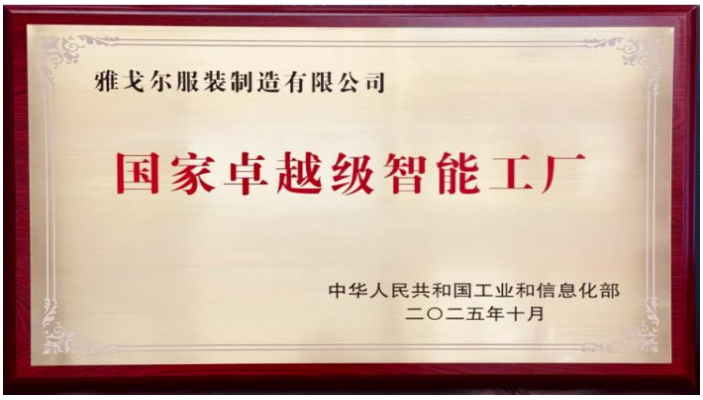
**智能制造：“五化合一”理念引领效率。**公司坚持标准化、自动化、信息化、智能化、数字化“五化合一”的建设理念，在智能制造领域不断加大投入，加强数字化改革建设。构建了行业领先的 5G 全连接智能工厂，并因此荣获国家工信部授予的“国家卓越级智能工厂”称号。智能工厂通过 5G 网络实时采集生产数据，并融合数字孪生、AI 等技术，实现了生产流程的深度数字化。具体成效包括：**1）生产周期大幅缩短：**批量订单生产周期缩短 35%，单间定制周期从 15 天压缩到最快 2 天。**2）生产效率显著提高：**整体效率提升至 25%，产品不良率降低 20%。**3）支持柔性化生产：**实现高级定制订单与批量订单的“混流”生产，支持“一件衣服也能定制”的生产模式。

**图表 50 雅戈尔 5G 智能工厂**



资料来源：曙商之家，华安证券研究所

**图表 51 雅戈尔获得“国家卓越级智能工厂”称号**



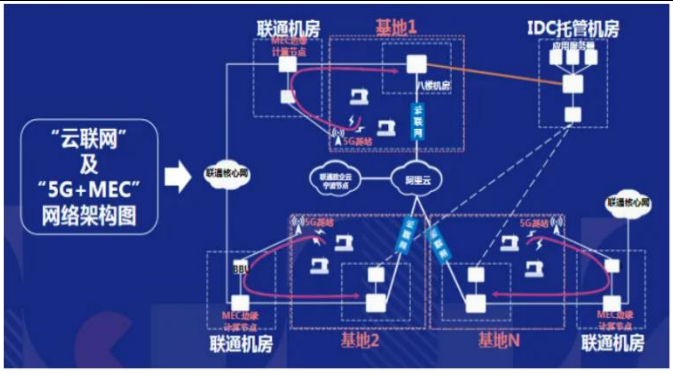

资料来源：曙商之家，华安证券研究所

**图表 52 雅戈尔全连接工厂蓝图框架**




资料来源：曙商之家，华安证券研究所

**图表 53 雅戈尔 5G+MEC 组网建设示意图**




资料来源：曙商之家，华安证券研究所

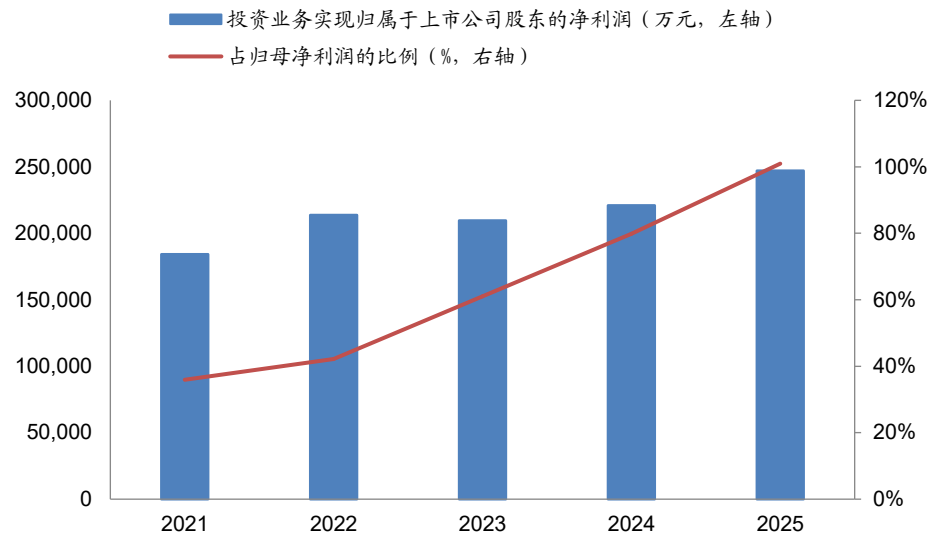
下载日志已记录，仅供内部参考



## 3.4 投资：重要利润来源，追求稳定回报

**投资业务是公司重要的利润来源。**2025 年，公司投资业务实现归属于上市公司股东的净利润 24.71 亿元，同期公司的归母净利润为 24.47 亿元。2021-2025 年，公司投资业务实现归属于上市公司股东的净利润在 18.42-24.71 亿元间波动，年平均收益达 21.51 亿元，是公司重要的利润来源。

**图表 54 公司投资业务实现归属于上市公司股东的净利润与比例（万元，%）**




资料来源：公司公告，华安证券研究所

**追求稳定回报，优化投资结构。**公司投资收益主要来源为来自宁波银行的权益法收益和来自中信股份等公司的分红，追求稳定回报。近年来，公司投资业务调整投资策略，一方面聚焦服装产业、时尚领域，寻找、研究并接洽潜在投资标的；另一方面强化现金流量管理，优化投资结构。2025 年，公司退出 4 个财务性投资项目，减持收回现金 77.14 亿元。展望未来，公司将加快财务性投资项目的退出与资金回收；坚持价值投资与长期主义，强化投后跟踪赋能；继续关注优质品牌投资与合作机会，积极探索并布局新兴产业的投资方向。

# 4 盈利预测及投资建议

**我们对公司主营业务进行拆分并做出收入和利润预测：**

**（1）品牌服装业务：**1）YOUNGOR：为公司业务基本盘，近年来增速承压。公司在维护传统品类在存量市场的份额和优势的同时，坚持品牌向上的战略，通过品类、渠道等转型调整以突破瓶颈，适应新趋势。我们预计 2026-2028 年公司主品牌收入增速为-2%/2%/2%。2）其他品牌：公司多品牌矩阵下，基本构建起时尚集团矩阵化发展格局，覆盖满足更多消费人群对美好生活的需求，我们预计 2026-2028 年公司其他品牌合计增速为 15%/12%/8%。

**（2）其他业务：**公司战略性逐步退出地产业务，持续去化存量房地产项目。2026 年将结转明湖懿秋苑未交付部分和部分可去化存货；2027 年将持续去化剩余存货。我们预计 2026-2028 年公司其他业务增速为-25%/-80%/-10%。

下载日志已记录，仅供内部参考



**对于投资业务，**公司投资收益主要来源为来自宁波银行的权益法收益和来自中信股份等公司的分红，追求稳定回报。我们假设 2026-2028 年，公司投资净收益分别为 29.79/32.29/31.50 亿元。

公司是商务服装领军企业，在夯实主品牌 YOUNGOR 优势的基础上加速产品和渠道结构转型，并通过多品牌矩阵协同发展，拥抱运动户外、童装、潮流等高景气赛道，构建起时尚集团矩阵化发展格局。随着公司战略回归时尚主业，主动退出地产开发及部分财务投资项目的影响消散，基本面有望企稳。我们预计公司 2026-2028 年营收分别为 104.89/78.42/80.36 亿元，分别同比增长-9.4%/-25.2%/2.5%；归母净利润分别为 29.59/33.02/36.51 亿元，分别同比增长 20.9%/11.6%/10.6%；EPS 分别为 0.64/0.71/0.79 元，对应 PE 分别为 11.74/10.52/9.51 倍。

**图表 55 盈利预测和估值（百万元）**

| | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 11582 | 10489 | 7842 | 8036 |
| **收入同比（%）** | -18.4% | -9.4% | -25.2% | 2.5% |
| **归属母公司净利润** | 2447 | 2959 | 3302 | 3651 |
| **净利润同比（%）** | -11.6% | 20.9% | 11.6% | 10.6% |
| **毛利率（%）** | 45.9% | 51.3% | 65.3% | 65.7% |
| **ROE（%）** | 5.8% | 7.0% | 7.7% | 8.4% |
| **每股收益（元）** | 0.53 | 0.64 | 0.71 | 0.79 |
| **P/E** | 14.34 | 11.74 | 10.52 | 9.51 |
| **P/B** | 0.83 | 0.82 | 0.81 | 0.80 |
| **EV/EBITDA** | 34.23 | 7.88 | 6.98 | 6.24 |

资料来源：Wind，公司公告，华安证券研究所（截至 2026 年 6 月 26 日）

按照申万三级行业分类，公司所属行业分类为“纺织服饰-服装家纺-非运动服装”，我们选取申万三级行业分类非运动服装下的所有上市公司作为可比公司，采用 PE 估值法对其进行估值。采用 2026 年 6 月 26 日收盘价，根据 Wind 一致预期，非运动服装公司的 PE（TTM）/PE（2026E）/PE（2027E）分别为 21.11/26.27/18.34 倍，雅戈尔的 PE（TTM）/ PE（2026E）/PE（2027E）分别为 13.53/11.74/10.52 倍，均低于可比公司平均值。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表 56 可比公司估值**

| 证券代码 | 证券简称 | PE（TTM） | PE（2026E） | PE（2027E） |
|---|---|---|---|---|
| **851329.SI** | 纺织服饰-服装家纺-非运动服装（申万） | 21.11 | 26.27 | 18.34 |
| **600177.SH** | 雅戈尔 | 13.53 | 11.74 | 10.52 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所（截至 2026 年 6 月 26 日，非运动服装指数的盈利预测采用 Wind 一致预期，雅戈尔的盈利预测采用华安证券的盈利预测）

# 5 风险提示

**（1）宏观经济波动风险。**外部环境复杂严峻，宏观经济的波动将对整体消费能

下载日志已记录，仅供内部参考



力进而对公司的盈利能力造成不利影响。

**（2）行业周期及转型升级阵痛风险。**虽然消费环境、消费秩序逐步改善，但品牌竞争的冲击、要素成本的上涨、新商业模式的迭代，都可能对公司的经营策略以至经营业绩造成影响。房地产业务的周期性波动，以及产业布局的调整，也会对盈利能力的稳定性产生影响。

**（3）行业竞争加剧风险。**一方面，市场竞争已从满足基础功能性需求转向提供生活方式体验载体，从价格竞争转向设计、工艺、品牌、渠道等综合价值竞争。另一方面，科技革命已渗透服装生产消费全链条，AI 辅助设计、柔性生产线、智能面料创新、绿色可循环概念等，正加速推进服装产业生态的革命性重构。

**（4）转型拓展不达预期风险。**在市场竞争加剧的背景下，为推进品牌矩阵建设，公司将在品牌培育、渠道提升、营销推广等方面继续加大投入，可能存在品牌转型、市场拓展不达预期进而影响盈利水平的风险。同时，地产业务的存量项目受市场因素影响，去化速度放缓，也可能对公司的经营业绩造成影响。

**（5）人才培养和储备不足风险。**专业人才、复合型人才的流失或储备不足，可能对公司业务拓展或经营绩效产生不利影响。

下载日志已记录，仅供内部参考



## 财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **流动资产** | 21294 | 23863 | 21210 | 22076 |
| 现金 | 11773 | 13141 | 14426 | 14685 |
| 应收账款 | 377 | 245 | 188 | 187 |
| 其他应收款 | 689 | 858 | 536 | 561 |
| 预付账款 | 115 | 64 | 37 | 41 |
| 存货 | 6354 | 6967 | 2849 | 2826 |
| 其他流动资产 | 1987 | 2589 | 3175 | 3775 |
| **非流动资产** | 49503 | 47231 | 44968 | 42697 |
| 长期投资 | 26768 | 26768 | 26768 | 26768 |
| 固定资产 | 10081 | 8783 | 7475 | 6158 |
| 无形资产 | 934 | 934 | 934 | 934 |
| 其他非流动资产 | 11720 | 10746 | 9791 | 8837 |
| **资产总计** | 70797 | 71094 | 66178 | 64773 |
| **流动负债** | 18602 | 20289 | 16063 | 15289 |
| 短期借款 | 9309 | 8330 | 7395 | 6460 |
| 应付账款 | 809 | 660 | 332 | 349 |
| 其他流动负债 | 8484 | 11300 | 8336 | 8480 |
| **非流动负债** | 9666 | 8192 | 6936 | 5679 |
| 长期借款 | 8155 | 6688 | 5332 | 3975 |
| 其他非流动负债 | 1511 | 1505 | 1605 | 1705 |
| **负债合计** | 28268 | 28482 | 23000 | 20968 |
| 少数股东权益 | 196 | 204 | 193 | 182 |
| 股本 | 4623 | 4623 | 4623 | 4623 |
| 资本公积 | 1612 | 1612 | 1612 | 1612 |
| 留存收益 | 36098 | 36172 | 36749 | 37387 |
| 归属母公司股东权益 | 42334 | 42408 | 42985 | 43623 |
| **负债和股东权益** | 70797 | 71094 | 66178 | 64773 |

| 现金流量表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **经营活动现金流** | 1234 | 3417 | 3440 | 2671 |
| 净利润 | 2426 | 2967 | 3291 | 3639 |
| 折旧摊销 | 1387 | 1398 | 1408 | 1417 |
| 财务费用 | 560 | 845 | 728 | 616 |
| 投资损失 | -3265 | -2979 | -3239 | -3150 |
| 营运资金变动 | -520 | 1040 | 1097 | 53 |
| 其他经营现金流 | 3592 | 2073 | 2349 | 3681 |
| **投资活动现金流** | 5249 | 3252 | 3489 | 3408 |
| 资本支出 | -187 | -76 | -95 | -86 |
| 长期投资 | 4916 | 445 | 445 | 444 |
| 其他投资现金流 | 521 | 2883 | 3139 | 3050 |
| **筹资活动现金流** | -2513 | -5289 | -5644 | -5820 |
| 短期借款 | -920 | -979 | -935 | -935 |
| 长期借款 | 3459 | -1467 | -1356 | -1357 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -14 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -5038 | -2843 | -3353 | -3528 |
| **现金净增加额** | 3987 | 1369 | 1285 | 259 |

| 利润表 | | | | 单位:百万元 |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **营业收入** | 11582 | 10489 | 7842 | 8036 |
| 营业成本 | 6265 | 5111 | 2723 | 2757 |
| 营业税金及附加 | 232 | 210 | 204 | 201 |
| 销售费用 | 3578 | 3199 | 3058 | 3013 |
| 管理费用 | 958 | 839 | 863 | 804 |
| 财务费用 | 539 | 610 | 466 | 327 |
| 资产减值损失 | -650 | -250 | -150 | -100 |
| 公允价值变动收益 | -35 | -10 | -10 | -10 |
| 投资净收益 | 3265 | 2979 | 3239 | 3150 |
| **营业利润** | 2615 | 3280 | 3604 | 3982 |
| 营业外收入 | 22 | 32 | 32 | 28 |
| 营业外支出 | 36 | 58 | 62 | 62 |
| **利润总额** | 2601 | 3254 | 3574 | 3948 |
| 所得税 | 176 | 286 | 283 | 309 |
| **净利润** | 2426 | 2967 | 3291 | 3639 |
| 少数股东损益 | -22 | 9 | -11 | -11 |
| **归属母公司净利润** | 2447 | 2959 | 3302 | 3651 |
| EBITDA | 1310 | 5262 | 5447 | 5692 |
| EPS（元） | 0.53 | 0.64 | 0.71 | 0.79 |

| 主要财务比率 | | | | |
|---|---|---|---|---|
| 会计年度 | 2025A | 2026E | 2027E | 2028E |
| **成长能力** | | | | |
| 营业收入 | -18.4% | -9.4% | -25.2% | 2.5% |
| 营业利润 | -14.3% | 25.4% | 9.9% | 10.5% |
| 归属于母公司净利润 | -11.6% | 20.9% | 11.6% | 10.6% |
| **获利能力** | | | | |
| 毛利率（%） | 45.9% | 51.3% | 65.3% | 65.7% |
| 净利率（%） | 21.1% | 28.2% | 42.1% | 45.4% |
| ROE（%） | 5.8% | 7.0% | 7.7% | 8.4% |
| ROIC（%） | -0.1% | 5.6% | 6.1% | 6.6% |
| **偿债能力** | | | | |
| 资产负债率（%） | 39.9% | 40.1% | 34.8% | 32.4% |
| 净负债比率（%） | 66.5% | 66.8% | 53.3% | 47.9% |
| 流动比率 | 1.14 | 1.18 | 1.32 | 1.44 |
| 速动比率 | 0.73 | 0.77 | 1.06 | 1.18 |
| **营运能力** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.16 | 0.15 | 0.11 | 0.12 |
| 应收账款周转率 | 38.36 | 33.73 | 36.24 | 42.81 |
| 应付账款周转率 | 7.24 | 6.96 | 5.49 | 8.09 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.53 | 0.64 | 0.71 | 0.79 |
| 每股经营现金流 | 0.27 | 0.74 | 0.74 | 0.58 |
| 每股净资产 | 9.16 | 9.17 | 9.30 | 9.44 |
| **估值比率** | | | | |
| P/E | 14.34 | 11.74 | 10.52 | 9.51 |
| P/B | 0.83 | 0.82 | 0.81 | 0.80 |
| EV/EBITDA | 34.23 | 7.88 | 6.98 | 6.24 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所（以 2026 年 6 月 26 日收盘价计算）

下载日志已记录，仅供内部参考



## 分析师与研究助理简介

**分析师：**徐偲，南洋理工大学工学博士，CFA 持证人。曾在宝洁（中国）任职多年，兼具实体企业和二级市场经验，对消费品行业有着独到的见解。曾就职于中泰证券、国元证券、德邦证券，负责轻工，大消费，中小市值研究。2023 年 10 月加入华安证券。擅长深度产业研究和市场机会挖掘，多空观点鲜明。在快速消费品、新型烟草、跨境电商、造纸、新兴消费方向有丰富的产业资源和深度的研究经验。

**分析师：**余倩莹，复旦大学金融学硕士、经济学学士。曾先后就职于开源证券、国元证券、德邦证券，研究传媒、轻工、中小市值行业。2024 年 4 月加入华安证券。

## 重要声明

**分析师声明**

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**免责声明**

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

**行业评级体系**

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

**公司评级体系**

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

