

对比海内外奥莱业态发展，京东奥莱正当时

2025 年 02 月 19 日

➤ **海外品牌折扣业态：高性价比消费驱动奥莱业态发展。** 1) **传统奥莱：收租模式为主，打造沉浸式一体化品牌折扣购物中心。** 海外奥莱始于 20 世纪 30 年代美国，随着 70 年代美国经济进入滞胀期，消费者对高性价比商品需求增加，同时服装库存积压亟待解决，推动奥莱发展。以美国最大奥莱运营商之一西蒙地产为例，其模式以租赁为主，旗下奥莱与多类型品牌展开合作。在多品牌合作及收租模式之下，公司毛利率和净利率均处较高水平。2) **TJX：穿越周期的大型品牌折扣卖场龙头。** TJX 发展 70 余年，四大业务部门运营 7 大品牌，品类涵盖鞋履服饰、家具家装等，区域覆盖美国、加拿大、欧洲。门店表现上，全球布局超 4900 家，坪效自 2020 年后快速反弹，其中坪效最高的 Marmaxx 可达约 4.5 万元/平方米。复盘 TJX 发展历程，我们认为其具备几大核心竞争力：①业务及供应链布局全球化，再通过优质买手团队，获得全球范围内的低价好货，提供最具性价比的产品；②多样化品牌和产品选择，打造沉浸式寻宝体验，强化消费粘性。

➤ **国内奥莱业态：城市奥莱成为新趋势。** 1) **传统奥莱：高性价比+体验式消费集合体。** 截至 2024 年国内传统奥莱已布局 261 家，形成多运营商格局，包括砂之船、王府井、首创等，收入模式与海外传统奥莱类似，均以收租为主。以青浦奥莱为例，其拥有 400 余家商铺、600 多个品牌，自 2014 年来位居中国奥莱年销售榜首位，2023 年收入超 60 亿元，坪效达 5.4 万元/平方米，租金率约 18%。2) **唯品会：代销模式下，线上线下联动的城市奥莱。** 公司以线上销售为主，截至 2024 年底，合作品牌数超 4 万个，模式以代销为主，折扣力度在 3-7 折。公司通过严格品控和高效物流体系，多元品牌和品类合作，以及人工智能技术的底层支持，实现回头客占比持续提升。此外，基于线上平台运营的丰富经验，公司加速线下拓展：一方面布局城市奥莱店（与杉杉集团合作），门店数和盈利能力显著上升；其他线下门店布局下沉市场，持续拓展用户。3) **荟品仓：区域型仓储式品牌折扣卖场。** 公司为聚焦华东区域发展的仓储式品牌折扣卖场，截止 2024 年底，公司买断方式合作品牌 3000+，门店数超 30 家，单店面积超 8 千平方米，折扣在 1-4 折，进店扫码成为会员后，每周一场内购会，强化消费者粘性。

➤ **如何看待当前京东奥莱发展空间？** 1) **从供需端看过往奥莱业态出现的必要条件。** 总结上述奥莱业态发展，我们认为驱动其发展的两大核心要素：需求端，消费者本身更追求高性价比消费模式；供给端，品牌方需更全面可控价的终端渠道进行折价销售减低库存。2) **京东奥莱和其他奥莱业态是否存在可比性？** 京东奥莱为海澜集团和京东集团合力打造，聚焦品牌折扣零售业态，定位于三至五线城市，涵盖鞋服、美妆等 50 余个品牌。我们认为京东奥莱与上述其他奥莱业态的**相似之处**：均为折扣零售业态，本质是协助品牌解决库存问题。其盈利不断提升离不开获得更多品牌/种类合作，满足多样消费需求，加速终端门店周转，进而摊薄固定费用；**不可比之处**：京东奥莱聚焦于低线城市消费升级人群需求，上述奥莱业态聚焦于中等收入人群高性价比消费需求。3) **京东奥莱未来可期。** 因京东奥莱与其他业态均为折扣零售业态，参考上述运营成熟的折扣业态的利润率水平（在 5%-10%），我们认为未来京东奥莱运营达到相对成熟状态下，或将实现该利润率。门店扩张方面，考虑到国内城市奥莱尚处发展早期，且下沉市场可布局空间较大，京东奥莱具备强竞争力，我们认为其未来门店可拓展空间可期。

➤ **投资建议：** 我们认为京东奥莱在行业发展早期及时布局，当前处快速开店状态，未来门店拓展上仍有较大上升空间，建议关注京东奥莱控股股东海澜之家。

➤ **风险提示：** 门店拓展不及预期风险、消费不及预期风险、品牌合作不及预期

推荐

维持评级

分析师 郑紫舟

执业证书：S0100522080003

邮箱：zhengzizhou@mszq.com

相关研究

1. 纺织服装专题研究：复盘过往贸易摩擦，挖掘强防御型企业特征-2025/02/06

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目录

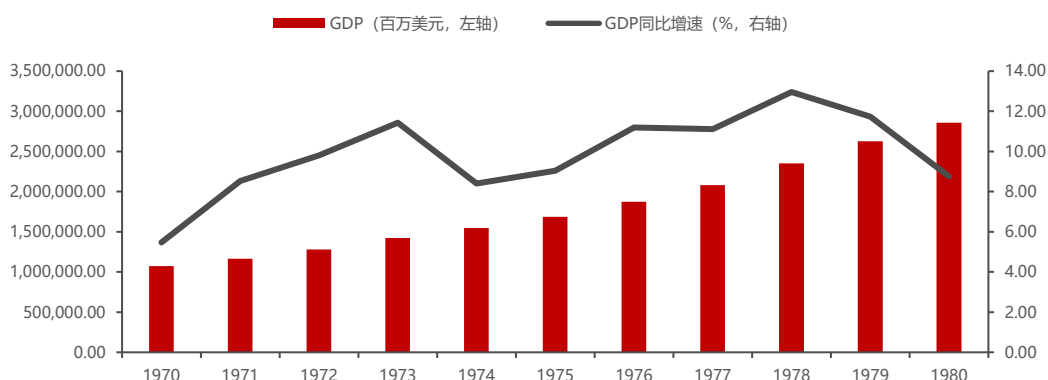
1 海外品牌折扣业态：高性价比消费驱动奥莱业态发展	3
1.1 传统奥莱：收租模式为主，打造沉浸式一体化品牌折扣购物中心	3
1.2 TJX：穿越周期的大型品牌折扣卖场龙头	8
2 国内奥莱业态：城市奥莱成为新趋势	14
2.1 传统奥莱：高性价比消费+体验式消费集合体	14
2.2 唯品会：代销模式下，线上线下联动的城市奥莱	16
2.3 荟品仓：区域型仓储式品牌折扣卖场	20
3 如何看当前京东奥莱的发展空间？	23
3.1 从供需端看过往奥莱业态出现的必要条件	23
3.2 京东奥莱和其他奥莱业态是否存在可比性？	24
3.3 京东奥莱未来发展可期	28
4 投资建议：建议重点关注海澜之家	29
5 风险提示	30
插图目录	31
表格目录	31

1 海外品牌折扣业态：高性价比消费驱动奥莱业态发展

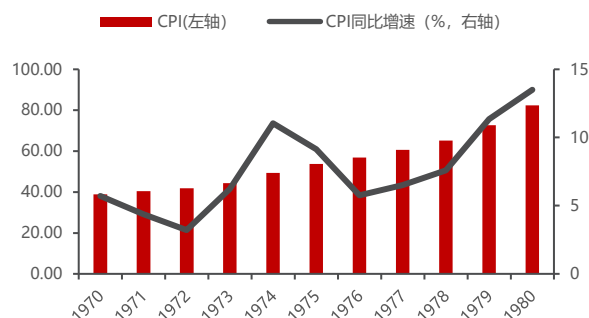
1.1 传统奥莱：收租模式为主，打造沉浸式一体化品牌折扣购物中心

海外奥特莱斯发展历程：始于美国，逐步发展至欧洲、日本，至今已成为购物、娱乐餐饮一体化商业模式。20 世纪 30 年代，奥特莱斯起源于美国，脱胎于工厂店，当时制造商为了处理过季的库存商品和被退回的残次品，建立了工厂网点，直接向公众直销商品；20 世纪 70 年代，美国经济进入“滞胀”阶段，GDP 增速下降，CPI 和失业率上升，消费增速放缓，消费者对高性价比商品的需求增加，同时服装和百货的积压库存又为奥特莱斯提供了充足货源。奥莱商场通过折扣促销，为品牌厂商提供现金流并降低存储成本，消费者从折扣中受益，推动了奥特莱斯业态的繁荣；20 世纪 80-90 年代，美国奥特莱斯开业数量及零售额体量实现了跨越式的强劲增长。品牌对于奥莱渠道的重视程度明显提升，开始将奥莱作为其战略性市场分层运营的重要平台。20 世纪 90 年代起，奥特莱斯逐步在欧洲、日本等地扩散开来。当前奥特莱斯在全球范围内不断创新和发展，如增加餐饮、娱乐等配套设施，推出更多的优惠活动和服务等。

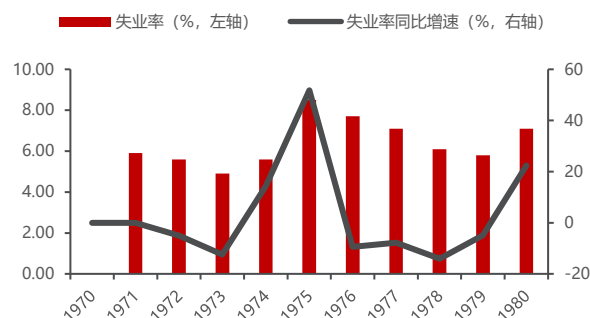
图1：1970-1980 年美国 GDP 及其同比变化



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图2：1970-1980 年美国 CPI 及其同比变化


资料来源：iFinD，民生证券研究院

图3：1970-1980 年美国失业率及其同比变化


资料来源：iFinD，民生证券研究院

截至目前奥莱全球分布中，美国占比最高，其次为欧洲、日本。美国、欧洲、日本是全球奥莱分布最多的三大地区，其中，美国最大的两家奥莱运营商为西蒙集团和 Tanger。西蒙集团作为一家房地产投资信托公司，是美国最大的奥特莱斯运营商。旗下拥有超 60 家奥特莱斯，其中加利福尼亚州的分布最为广泛；Tanger 作为美国另外一家主要的地产运营商，旗下同样有超过 30 家奥特莱斯，在美国奥特莱斯业态中有重要地位。欧洲最大的两家奥莱运营商是唯泰集团和亚瑟格兰。前者是一家创建和运营奢侈品购物村的企业，主要集中于伦敦、巴黎等大城市；后者是欧洲领先的奥特莱斯所有者、开发商和管理者，拥有 24 家奥莱，其中有 20 家位于欧洲，多集中在距离大城市不远的市郊。日本的奥莱运营商有三菱不动产和三菱地所·西蒙，均为日本知名房地产企业，旗下拥有多家奥莱。

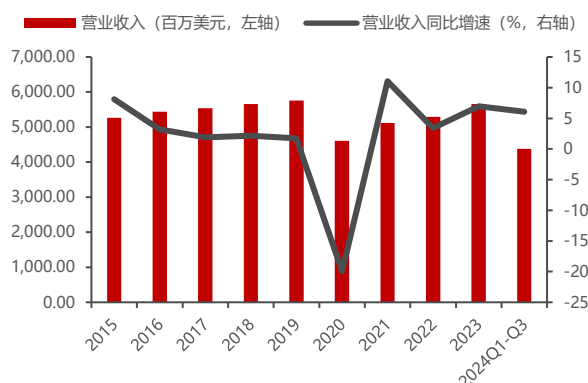
表1：欧洲、美国、日本部分奥特莱斯及其选址汇总

名称及所属运营商	选址	名称及所属运营商	选址	名称及所属运营商	选址
比斯特购物村(唯泰集团)	英国 伦敦	伍德伯里奥特莱斯(西蒙集团)	美国 中央谷地	三井奥特莱斯购物城 札幌北广岛 (三井不动产)	日本 北广岛
阿什福德名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 阿什福德	奥兰多国际奥特莱斯(西蒙集团)	美国 奥兰多	三井奥特莱斯购物城 仙台港 (三井不动产)	日本 仙台
柴郡橡树名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 切斯特	亚利桑那磨坊奥特莱斯(西蒙集团)	美国 坦佩	三井奥特莱斯购物城 入间 (三井不动产)	日本 入间
约克名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 约克	旧金山奥特莱斯(西蒙集团)	美国 利弗莫尔	三井奥特莱斯购物城 幕 (三井不动产)	日本 千叶
东米德兰兹名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 阿尔弗雷顿	沙漠山奥特莱斯(西蒙集团)	美国 卡巴松	三井奥特莱斯购物城 木更津 (三井不动产)	日本 木更津
西米德兰兹名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 伯明翰	安大略磨坊奥特莱斯(西蒙集团)	美国 安大略	三井奥特莱斯购物城 多摩南小泽 (三井不动产)	日本 八王子
布里真德名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 布里真德	橘子郡奥特莱斯(西蒙集团)	美国 奥兰治	三井奥特莱斯购物城 横滨湾畔 (三井不动产)	日本 横滨
斯温登名品奥特莱斯(亚瑟格兰)	英国 斯温登	卡马里奥奥特莱斯(西蒙集团)	美国 卡马里奥	三井奥特莱斯购物城 北陆小矢部 (三井不动产)	日本 小矢部
英戈尔施塔特购物村(唯泰集团)	德国 慕尼黑	卡尔斯巴德奥特莱斯(西蒙集团)	美国 卡尔斯巴德	三井奥特莱斯购物城 爵士之梦长岛 (三井不动产)	日本 桑名
韦特海姆购物村(唯泰集团)	德国 法兰克福	瓦卡维尔奥特莱斯(西蒙集团)	美国 瓦卡维尔	三井奥特莱斯购物城 滋贺龙王 (三井不动产)	日本 龙王町

资料来源：唯泰集团、亚瑟格兰、西蒙地产、三井不动产公司官网，民生证券研究院

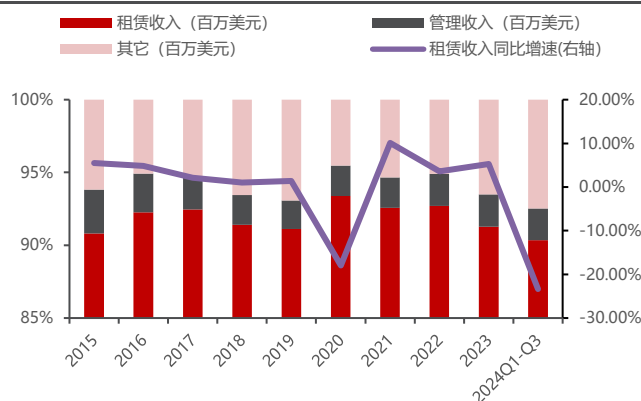
以美国最大地产运营商之一西蒙地产为例，其从小型露天广场起步，以租赁收入为主，业务遍布全球。西蒙地产集团是一家位于美国特拉华州的公司，主要经营房地产投资信托业务。从上世纪 60 年代的小型露天购物广场起步，到 90 年代的并购扩张和成功上市，西蒙地产不仅扩大了自身规模，还成功涉足奥特莱斯业务领域，持续巩固其在商业地产行业的领先地位。到目前，西蒙地产已经形成了由超过 200 家优质物业组成的投资组合，在美国拥有 69 家奥特莱斯，在日本、欧洲、加拿大等地也有分布。从收入趋势来看，西蒙除 2020 年受公共卫生事件影响较大，营业收入出现下滑之外，其它年份均保持增长态势。**从收入结构来看，租赁收入是西蒙地产的主要收入来源，**西蒙地产通过将旗下的购物中心、奥特莱斯等出租给零售商来获取租金收益，占总收入比重超过 90%；剩下 10% 主要为管理费用，为管理物业所获得的收入、利息收入、混合用途和特许经营收入等。

图4：西蒙地产 2015 年-2024Q1-Q3 营业收入及同比变化



资料来源：西蒙地产公司公告，民生证券研究院

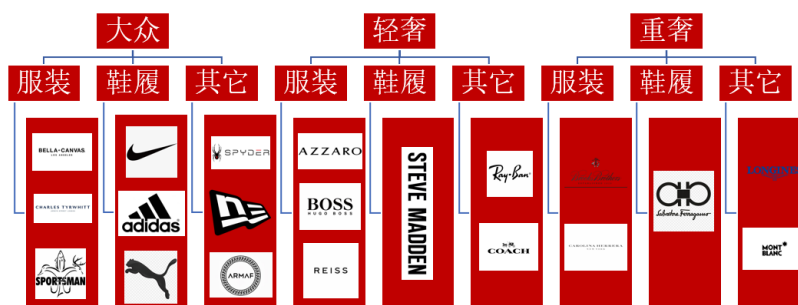
图5：西蒙地产 2015 年-2024Q1-Q3 营业收入结构



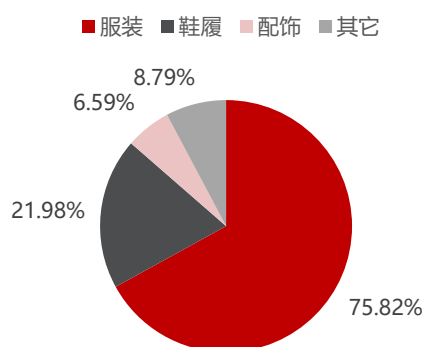
资料来源：西蒙地产公司公告，民生证券研究院

西蒙地产旗下奥特莱斯与多品牌开展战略合作，涵盖不同类别和级别。以西蒙地产旗下的伍德伯里奥特莱斯为例，该奥莱位于纽约州的中央山谷地区，作为美国国内知名度最高的奥莱之一，伍德伯里奥特莱斯与多品牌开展战略合作，涵盖服装、鞋履、配饰等多种类别。截至 2024 年底，在伍德伯里奥莱合作品牌中，从数量来看，服装类品牌占比最高，达到 75.82%，鞋履类品牌其次，占比为 21.98%。从品牌级别来看，伍德伯里奥莱以大众品牌为主，占比达到 73.93%，轻奢和重奢品牌分别占比 16.48%和 9.89%。伍德伯里奥特莱斯是美国折扣力度最大的奥莱之一，平时打折力度在 25%~65%之间，节假日甚至达到 90%。

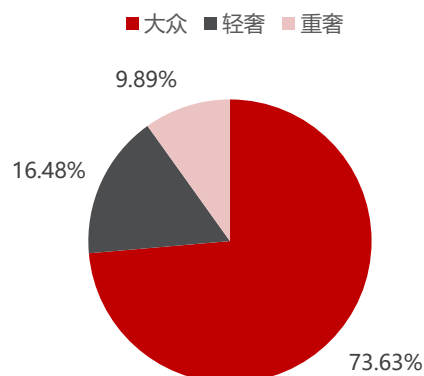
图6：伍德伯里奥特莱斯合作品牌划分（2024 年）



资料来源：西蒙地产公司公告，民生证券研究院

图7：伍德伯里各类别合作品牌占比（2024 年）


资料来源：西蒙地产公司公告，民生证券研究院

图8：伍德伯里各级别合作品牌占比（2024 年）


资料来源：西蒙地产公司公告，民生证券研究院

西蒙地产租金、坪效等财务数据受公共卫生事件影响大，而后逐步恢复。西蒙地产在美国拥有 69 家奥特莱斯，平均可租赁面积为 442474 平方英尺（约 4.12 万平方米）。西蒙地产收入来源以租赁收入为主，租金变化对其业务有重要影响。除 2021 年受公共卫生事件影响，租金出现下降外，其余年份每平方英尺最低基本租金均呈现上涨态势，24Q3 最低基本租金为 57.71 美元/平方英尺（约为 621 美元/平方米）。销售坪效方面，西蒙地产在公共卫生事件前销售坪效稳定增长。公共卫生事件后，西蒙地产的销售坪效已逐渐恢复至公共卫生事件前水平。毛利率和净利率的走势与坪效类似，受公共卫生事件冲击较大，此后逐步恢复至公共卫生事件前水平。

表2：西蒙地产毛利率、净利率、可租赁面积、租金、坪效情况

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q 1-Q3
整体毛利率	50.68%	50.06%	50.60%	51.45%	50.53%	42.80%	47.16%	48.82%	49.60%	51.51%
整体净利率	40.63%	39.28%	40.53%	49.88%	42.10%	27.72%	50.20%	46.35%	46.25%	44.67%
单店表现										
平均可租赁面积（平方英尺）	430337	444393	443450	441562	442339	441080	441092	440767	442474	—
yoy	1.62%	3.27%	-0.21%	-0.43%	0.18%	-0.28%	0.00%	-0.07%	0.39%	—
最低基本租金（美元/平方英尺）	48.96	51.59	53.11	54.18	54.59	55.8	53.91	55.13	56.82	57.71
Yoy	4.10%	5.40%	2.90%	2.00%	0.80%	2.20%	-3.40%	2.30%	3.10%	2.30%
坪效（美元/平方英尺）	620	614	628	661	693	—	—	753	743	737
yoy	0.10%	-1.00%	2.30%	5.30%	4.80%	—	—	5.60%	-1.30%	-0.94%

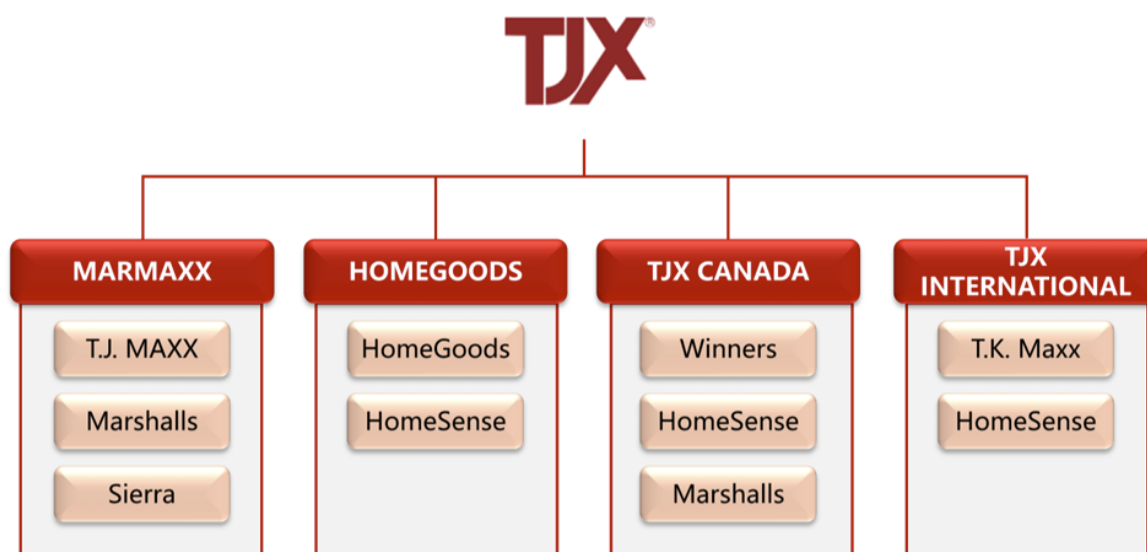
资料来源：西蒙地产公司公告，民生证券研究院

1.2 TJX：穿越周期的大型品牌折扣卖场龙头

1.2.1 业务布局覆盖面广泛

大型线下折扣集合店，发展历程 70 余年。TJX 的起家可以追溯至 1976 年，发展至今为美国乃至全球领先的折扣零售商，其业务划分为四大部门，旗下品牌包括 TJ MAXX、MARSHALLS、TK MAXX、Home Goods、Homesense、Sierra、Winners。公司运营超过 5000 家门店和六个品牌的电子商务平台，主要提供广泛的时尚服装、家居用品和其他产品，价格比全价零售商低 20%至 60%。

图9：TJX 旗下四大业务部门



资料来源：TJX 官网，民生证券研究院

四大业务部门旗下 7 大品牌遍布全球，满足广泛消费需求。Marmaxx 旗下 TJ Maxx 和 Marshalls 主要聚焦家庭服饰、时装、运动品牌类折扣产品，核心消费群体为追求产品性价比、对价格敏感度较高类人群；Sierra 则主要售卖打折的运动装备和户外用品，核心锚定为追求高性价比户外产品的群体。HomeGoods 旗下 HomeGoods 和 HomeSense 主要聚焦家具装饰和家具，锚定追求高性价比的中高收入家庭，其中 HomeGoods 主要在美国市场，逐步拓展加拿大市场。Winners 的定位和 TJ Maxx 和 Marshalls 类似，其市场则主要在加拿大。

表3：各品牌定位、主要销售产品和合作品牌情况

品牌	地区	主要销售产品	概述	主要合作品牌
TJ MAXX	美国	家庭服装、家庭时装、珠宝和配饰，以及高端设计师部门 The Runway	成立于 1976 年，与美国 Marshalls 公司一起组成了美国最大的服装和家居时尚折扣零售商 Marmaxx	Gucci 、Valentino、 Kate Spade、Michael Kors、Nike、Adidas、 Estée Lauder
MARSHALLS	美国/加拿大	家庭服装和家居时装，包括鞋类和男装	Marshalls 于 1995 年被 TJX 收购，加入 TJ Maxx	Michael Kors、Kate Spade、Nike、Adidas、Levi's、Coach、Estée Lauder、Tommy Hilfiger
TK MAXX	欧洲/澳大利亚	提供高性价比的家庭名牌服装，以及鞋类、配饰和家居时尚	成立于 1994 年，在英国和爱尔兰推出了折扣零售业务，是欧洲唯一一家具有相当规模的实体折扣服装和家居时尚零售商。除了实体店，TK Maxx 还在英国、德国和奥地利经营电子商务网站	Stella McCartney、Givenchy、Moschino、Ganni、Zara、Drunk Elephan、Jo Malone、Diptyque
HomeGoods	美国	家居时尚产品，包括家具、地毯、照明、软装饰品、装饰配件、餐桌用品等，以及宠物用品和美食	于 1992 年推出，在包括波多黎各在内的美国各地开展业务，这家连锁店有独立店和超市两种形式	Ralph Lauren Home、Le Creuset、Tahari Home、KitchenAid
Homesense	美国/加拿大/欧洲	包括大型家具、天花板照明、地毯、娱乐市场等	于 2001 年将平价家居时尚概念引入加拿大，以独立和超级商店的形式运营	KitchenAid、Cuisinart、Calphalon、Zwilling、Laura Ashley、DKNY、Calvin Klein
Sierra	美国	户外装备、运动服饰、鞋类、健身用品、家居用品、儿童用品及宠物用品	2012 年加入了 TJX ， 2018 年将名字缩短为 Sierra	The North Face、Columbia、Patagonia、Adidas、Nike、Merrell、Under Armour、Timberland
Winners	加拿大	服装、鞋类、配饰、家居用品、美容产品和礼品	于 1990 年 被 TJX 收 购 ， 与 HomeSense 和加拿大的 Marshalls 共同构成 TJX 加拿大分部	Nike、Adidas、Michael Kors、Kate Spade、Calvin Klein、Tommy Hilfiger、Levi's 、Estée Lauder

资料来源：TJX 年报，TJX 官网，民生证券研究院

TJX 持续全球零售网络扩展，坪效表现近 3 年呈现快速反弹。1) 从门店数量看，Marmaxx、TJX Canada、TJX International 呈现稳步扩展，HomeGoods 加速拓展。**2) 从门店面积看**，过往 10 年中门店面积最大的为 Marmaxx，达到 2.18 万平方英尺（约 2000 平方米），最小的为 HomeGoods，面积在 18480 平方英尺（约 1700 平方米）。**3) 从坪效看**，受公共卫生事件影响 2021 财年坪效较弱，2022 财年呈现显著反弹，至 2024 财年，坪效最高的 Marmaxx 可以达到 586 美元/平方英尺（约 4.5 万元人民币/平方米），坪效最低的 TJX International 达到 451 美元/平方英尺（约 3.5 万元人民币/平方米）。

表4：FY2015-2024 各品牌下门店表现

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023	FY2024
门店数量 (个)										
Marmaxx	2094	2163	2233	2312	2378	2449	2450	2491	2560	2611
同比增长		69	70	79	66	71	1	41	69	51
HomeGoods	487	526	579	671	765	841	889	902	940	974
同比增长		39	53	92	94	76	48	13	38	34
TJX Canada	368	387	418	454	484	513	525	546	554	566
同比增长		19	31	36	30	29	12	21	8	12
TJX International	440	530	583	633	679	726	742	763	781	803
同比增长		90	53	50	46	47	16	21	18	22
单个门店面积 (平方英尺)										
Marmaxx	23484	23331	23104	22692	22435	22236	22211	22090	21875	21831
yoy		-0.65%	-0.98%	-1.78%	-1.13%	-0.89%	-0.11%	-0.55%	-0.97%	-0.20%
HomeGoods	19583	19456	19204	18672	18455	18449	17736	18167	18085	18480
yoy		-0.65%	-1.30%	-2.77%	-1.16%	-0.03%	-3.87%	2.43%	-0.45%	2.19%
TJX Canada	21870	21563	21340	21101	20806	20546	20571	20564	19856	21201
yoy		-1.40%	-1.04%	-1.12%	-1.40%	-1.25%	0.12%	-0.04%	-3.45%	6.78%
TJX International	21941	21275	20871	20499	19935	19471	19383	19313	19206	18680
yoy		-3.03%	-1.90%	-1.78%	-2.75%	-2.33%	-0.45%	-0.36%	-0.55%	-2.74%
坪效 (美元/平方英尺)										
Marmaxx	380	395	412	424	451	471	356	536	545	586
yoy		4.02%	4.18%	2.98%	6.33%	4.51%	-24.50%	50.58%	1.80%	7.47%
HomeGoods	358	383	396	408	410	410	387	549	486	499
yoy		6.86%	3.55%	3.09%	0.39%	-0.07%	-5.61%	41.97%	-11.44%	2.74%
TJX Canada	358	346	320	331	362	367	373	253	395	409
yoy		-3.35%	-7.40%	3.43%	9.27%	1.51%	1.67%	-32.33%	56.31%	3.68%
TJX International	424	375	358	374	388	401	267	389	414	451
yoy		-11.57%	-4.37%	4.41%	3.78%	3.17%	-33.34%	45.53%	6.57%	8.90%

资料来源：TJX 年报，IFinD，民生证券研究院

1.2.2 哪些核心竞争力助力 TJX 穿越周期？

复盘历史：三大阶段造就品牌折扣巨头。1) 从无到有，上市之路 (1950s-1980s)：1956 年，马克思·费尔德伯格和莫里斯·费尔德伯格兄弟在波士顿成立新英格兰贸易公司，从事家庭用品折扣百货连锁业务。1977 年，第一家 TJ Maxx 商店在马萨诸塞州奥本开业。1987 年，Zayre 成立了 TJX Companies, Inc.。1989 年，Zayre Corp.收购了 TJX 的少数股权并与之合并，更名为 TJX Companies, Inc.，并在纽约证券交易所上市。2) **品牌壮大，逐步覆盖北半球国家 (1990s-2010s)：**1990 年，TJX 收购加拿大的 Winners Apparel，后发展为加拿大最大的折扣零售商。1992 年，在美国推出 HomeGoods 品牌。1994 年，在英国推出 TK Maxx 品牌，后扩展到爱尔兰。1995 年，收购美国第二大折扣零售商 Marshalls。2001

年，在加拿大推出 Homesense 品牌；2011 年，在加拿大推出 Marshalls 品牌。2015 年，收购澳大利亚的 Trade Secret，后更名为 TK Maxx。3) **公共卫生事件挑战，复苏与扩张 (2020s-至今)**：2020 年，TJX 暂时关闭了大部分门店，转而加强电商平台发展。2021 年，随着公共卫生事件管控措施的落实，TJX 重新开设门店并继续推动电商业务的扩展。2022 年，TJX 加大了全球扩张力度，特别是在美国和国际市场，持续创新“寻宝式”购物体验，推动销售增长。

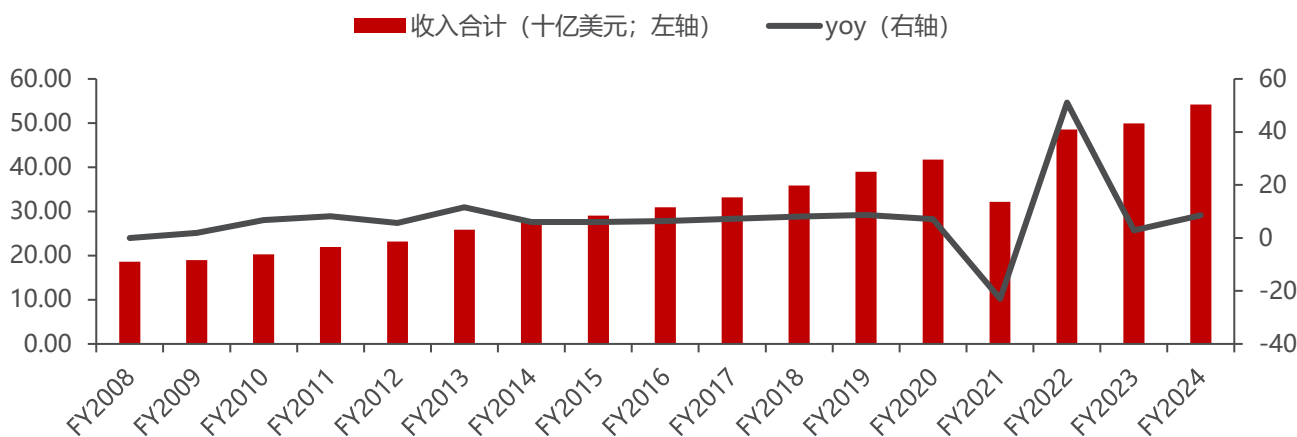
图10：TJX 发展历程



资料来源：TJX 官网，民生证券研究院

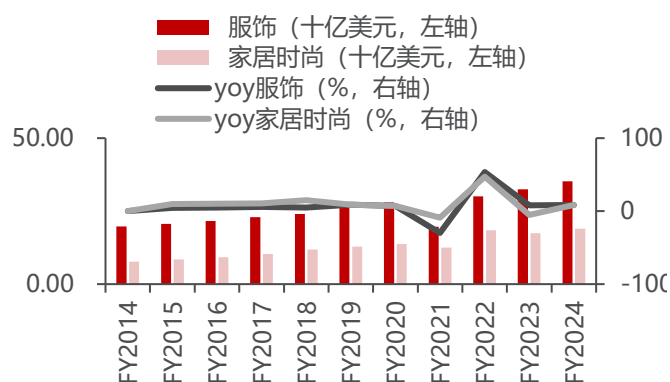
收入角度看，公司整体发展平稳，历经公共卫生事件后强势反弹，实现收入稳定增长。受多重市场因素驱动，TJX 总体收入规模从 2008 年的 186.5 亿美元增加至 2024 年的 542.2 亿美元，CAGR 为 6.48%。**在其历史发展过程中，多次遇到宏观环境冲击，却仍能穿越周期持续向上：**1) 70 年代末，美国高通胀下，TJX 通过紧密的供应商合作和灵活的采购进一步把控货品成本，给消费者提供高性价比产品吸引消费；2) 2008 年，全球金融危机之下，其凭借低价商品在经济萧条状态下，仍旧表现突出。

图11: TJX 收入规模与增速



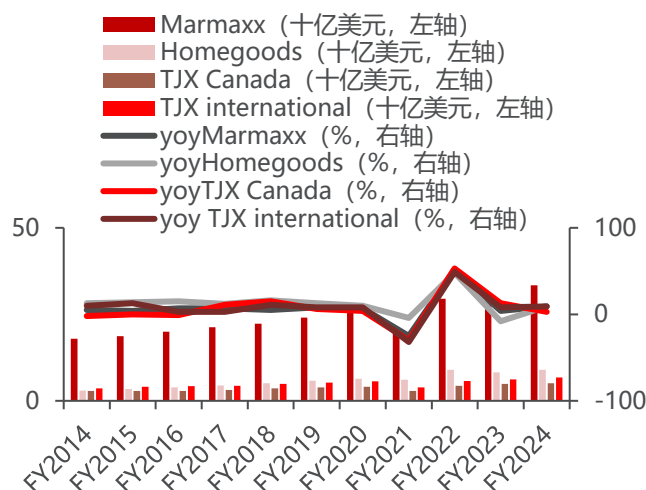
资料来源: TJX 年报, IFinD, 民生证券研究院

图12: 分业务类型的收入规模与增速



资料来源: TJX 年报, IFinD, 民生证券研究院

图13: 分业务部门的收入规模与增速



资料来源: TJX 年报, IFinD, 民生证券研究院

我们认为 TJX 的穿越周期能力主要得益于以下几点:

- 1) 业务全球布局+供应链全球化布局, 再通过优质的买手团队, 获得全球范围内的低价好货, 给消费者提供最具性价比的产品。TJX 的业务布局包括美国、加拿大、欧洲、澳大利亚, 供应链端超过 21000 个渠道和 100 个国家, 通过得到 TJX 大学专业训练过的超 1300 个买手实现在全球角度的灵活采买, 高效获得全球范围内的低价好货, 及时供给给消费者选择。

图14: TJX 业务布局全球



资料来源: TJX 官网, 民生证券研究院

2) 多样化的品牌和产品选择, 提供给消费者沉浸式寻宝体验, 强化消费粘性。

在广泛的业务布局和高效的供应链体系之下, 公司可以高频给消费者提供多元化、多品牌的购物选择, 消费者进店沉浸式挖掘适合自己的优质产品, 在此模式下, 消费者体验感和需求均得到有效满足, 进一步提升了消费者粘性。

图15: TJX 集团运营宗旨

Our Mission

Our mission is to deliver great value to our customers every day. We do this by offering a rapidly changing assortment of quality, fashionable, brand name, and designer merchandise at prices generally 20% to 60% below full-price retailers' (including department, specialty, and major online retailers) regular prices on comparable merchandise, every day.



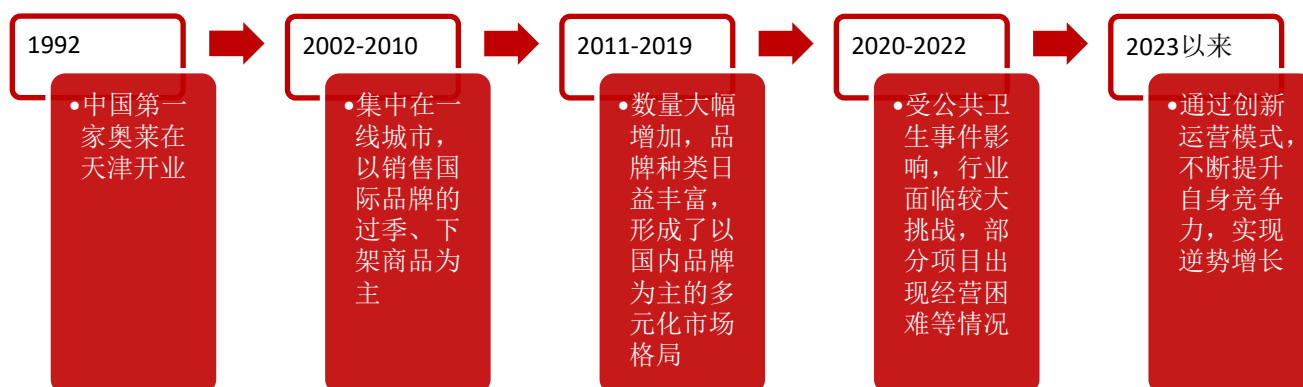
资料来源: TJX 官网, 民生证券研究院

2 国内奥莱业态：城市奥莱成为新趋势

2.1 传统奥莱：高性价比消费+体验式消费集合体

国内奥特莱斯发展 30 余年，呈现高速发展。1992 年，中国第一家奥特莱斯在天津开业，但当时并未形成规模和影响力；2002 年，北京燕莎奥特莱斯正式开业，拉开了中国奥特莱斯发展的序幕。这一阶段，奥特莱斯主要集中在一线城市，如北京、上海、广州等，以销售国际品牌的过季、下架商品为主；2011 年-2019 年，奥特莱斯项目数量大幅增加，品牌种类日益丰富，逐渐形成了以国内品牌为主的多元化市场格局；2020 年-2022 年，受公共卫生事件影响，国内奥特莱斯行业面临较大的挑战，部分项目出现经营困难的情况。该阶段，奥特莱斯行业开始进行调整和转型，加强线上销售渠道的建设；2023 年，奥特莱斯市场发展呈“逆势增长”，销售额与客流增速远超去年。当前主要通过创新运营模式，如增加体验式消费、引入更多知名品牌等，不断提升自身竞争力。

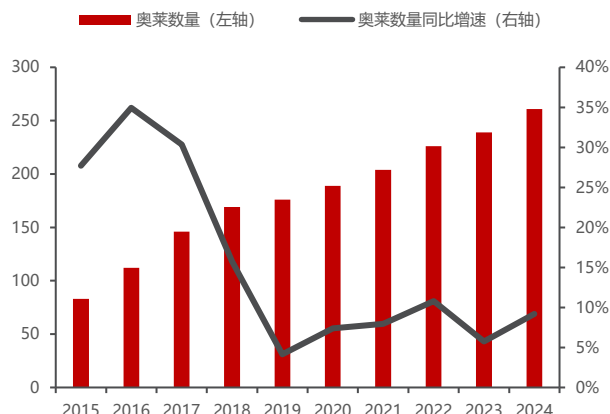
图16：中国奥特莱斯发展时间轴



资料来源：中国经济信息网、《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》，中国百货商业协会、奥特莱斯产业发展工作委员会，民生证券研究院绘制

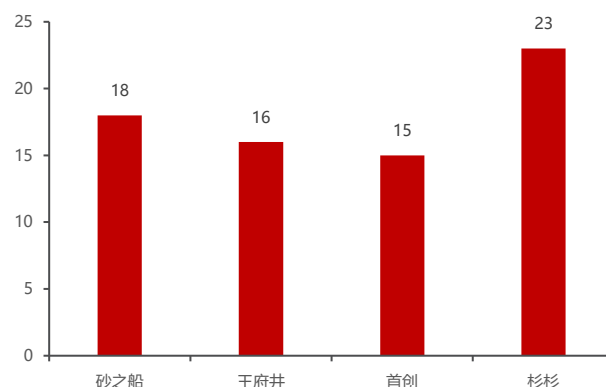
国内奥特莱斯门店数不断增加，形成多运营商格局。2015-2024 年，国内的奥特莱斯数量每年均保持上升态势，截至 2024 年达到 261 家。国内的奥莱运营商众多，包括了砂之船、王府井、首创、杉杉等。砂之船集团作为一家国际性大型连锁奥莱运营商，目前在全国范围内营业奥莱 18 家，定位中高端客户群。王府井集团拥有王府井奥莱、赛特奥莱两大品牌，目前旗下共 16 家奥莱。首创集团定位“人民奥莱”，目前旗下共有 15 家奥莱。杉杉集团是唯品会旗下的奥莱资管公司，目前拥有 23 家奥莱。

图17：中国 2015-2024 年奥特莱斯数量（单位：家）



资料来源：赢商网、《2023-2024 中国奥特莱斯行业白皮书》，中国百货商业协会、奥特莱斯产业发展工作委员会，民生证券研究院

图18：中国各大运营商运营奥莱数量（单位：家）



资料来源：砂之船、王府井、首创、杉杉公司官网，民生证券研究院

上海青浦奥莱业绩优秀，成为中国奥莱标杆。青浦奥莱开业于 2006 年，坐落于上海青浦，距市中心 26 公里，交通便利。作为上海百联集团股份有限公司的自有产权，截至 2024 年底，青浦奥莱面积 113480 平方米，拥有 400 余家商铺，600 多个品牌，主要经营国际一、二线服饰品牌、国际知名运动休闲品牌以及国内著名品牌的折扣商品，包括 Armani、Zegna、Burberry、Ralph Lauren Polo、COACH 等，广场内国际品牌汇聚度之高已跻身同行前列。作为行业龙头，青浦奥莱自 2014 年以来长期位居中国奥莱年销售榜首位，2023 年更是超过 60 亿元。与此相对应，青浦奥莱的坪效也呈现上升趋势，2023 年达到 54370.8 元/平方米。毛利率方面，百联股份旗下奥特莱斯毛利率在 2020 年适用新收入准则后，营业收入和成本均由总额法改为净额法核算收入。总额法下，奥特莱斯将商品售价全额确认为收入，同时将采购成本计入营业成本；而净额法下，只将从供应商处获取的分成或佣金等确认为收入，不再包含商品采购成本等。这使得收入下降的同时，成本下降幅度更大，从而毛利率大幅上升。

图19：青浦奥莱合作品牌（2024 年）



资料来源：青浦奥莱公司官网，民生证券研究院

表5：百联股份毛利率、净利率情况及青浦奥莱表现

指标	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024Q 1-Q3
整体毛利率	22.28%	21.25%	21.24%	20.93%	20.88%	25.30%	26.73%	24.94%	26.54%	25.38%
整体净利率	2.41%	1.63%	1.82%	1.87%	1.80%	2.26%	1.83%	1.90%	-0.19%	6.86%
奥莱业务板块毛利率	13.10%	12.78%	12.56%	12.57%	12.85%	77.35%	76.75%	72.17%	74.84%	—
青浦奥莱情况										
租赁面积（平方米）	106087	106087	106087	106087	106087	106087	113480	113480	113480	—
yoy	0	0	0	0	0	0	6.97%	0	0	—
坪效（元/平方米）	39354	40693	43172	44812	46754	43831	48466	41857	54370	—
yoy	4.35%	3.40%	6.09%	3.80%	4.33%	-6.25%	10.57%	-13.64%	29.89%	—

资料来源：百联股份公司公告，民生证券研究院

我们认为品牌资源、折扣力度、配套设施等是青浦奥莱成为行业标杆的重要因

素。在品牌资源上，其规模庞大，截至 2024 年底，有超 400 家商铺，囊括 600 多个品牌，覆盖国际一线奢侈品牌、潮流运动品牌以及休闲时尚品牌等全档次类型，与供应商合作关系稳固；在价格方面，常年保持较大的折扣力度，建立严格的价格诚信体系；在配套设施方面，青浦奥莱购物环境出色，整体建筑为现代时尚的欧美风格，与自然景观巧妙融合，大型停车场、餐饮休闲区等配套设施完备。

2.2 唯品会：代销模式下，线上线下联动的城市奥莱

受“闪购”鼻祖、法国奢侈品限时抢购平台 VentePrivée 的启发，唯品会(VIPS)成立于 2008 年 8 月，总部设在中国广东省广州市，主营业务为互联网在线销售品牌折扣商品，涵盖名品服饰、鞋包、美妆、母婴、居家等各大品类，开创了“名牌折扣+限时抢购+正品保障”的创新电商模式。2012 年 3 月 23 日，唯品会在美国纽约证券交易所（NYSE）上市；2019 年 7 月，唯品会通过收购杉杉奥莱，将线上特卖和线下特卖开始进行深度整合，打造全渠道的特卖体系。

唯品会以线上销售为主，2015 年-2023 年整体收入呈现上升趋势。2015 年至 2023 年总收入从 402 亿元上升至 1128 亿元，年复合增长率 13.77%，其中线上渠道贡献主要收入，占比一直维持在 95%以上；自收购杉杉奥莱以来，营收占比呈逐年增长趋势，截至 2023 年收入体量接近 30 亿元；其他线下店铺收入构成剩余主要收入部分，收入体量一度达到 10 亿以上规模，后期受公共卫生事件等因素影响，收窄至 2023 年的 5 亿元。

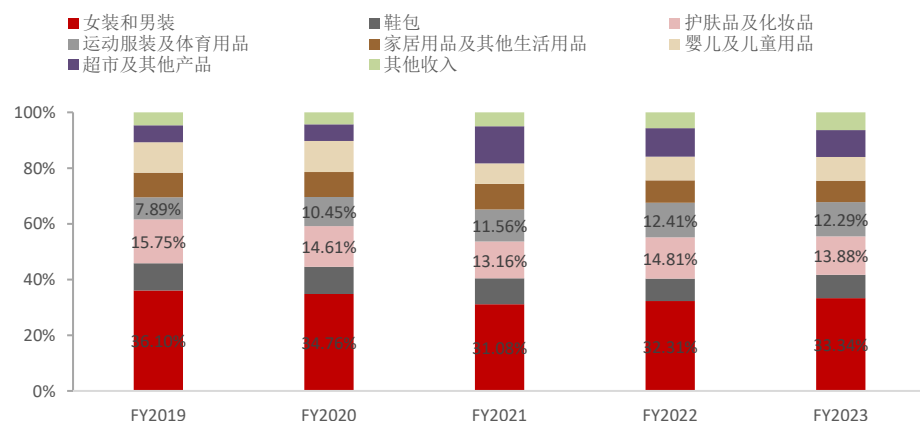
表6：FY2015-FY2023 年唯品会收入结构

		FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
唯品会	总营收 (亿元)	402.03	565.91	729.12	845.24	929.94	1018.58	1170.60	1031.52	1128.56
	同比增速 (%)	-	40.76	28.84	15.93	10.02	9.53	14.92	-11.88	9.41
线上渠道	营收 (亿元)	401.41	565.53	728.18	841.60	914.35	993.25	1141.90	1008.07	1095.56
	同比增速 (%)	-	40.88	28.76	15.58	8.65	8.63	14.97	-11.72	8.68
	营收占比 (%)	99.85	99.93	99.87	99.57	98.32	97.51	97.55	97.73	97.08
杉杉奥莱	营收 (亿元)	-	-	-	-	2.46	11.51	15.79	18.59	27.96
	同比增速 (%)	-	-	-	-	-	368.37	37.15	17.71	50.43
	营收占比 (%)	-	-	-	-	0.26	1.13	1.35	1.80	2.48
其他线下店铺	营收 (亿元)	0.62	0.38	0.94	3.64	13.13	13.82	12.91	4.86	5.04
	同比增速 (%)	-	-38.71	147.37	287.23	260.71	5.26	-6.58	-62.35	3.70
	营收占比 (%)	0.15	0.07	0.13	0.43	1.41	1.36	1.10	0.47	0.45

资料来源：唯品会公司年报，民生证券研究院整理（注：收入扣除项主要包括支付处理、平台间技术服务、仓储租赁服务、供应链管理服务等，唯品会为互联网金融业务提供的推广服务以及线下店铺、杉杉直营店与唯品会之间的内部采购。）

品牌类别多样，以代销模式为主，折扣力度在 3-7 折。截至 2023 年，公司买手团队覆盖全球，目前已与约 29,000 个品牌达成战略合作伙伴关系，已为约 46,000 个国内外知名品牌推广和销售产品，类别包括有男女服饰、鞋包、化妆品、护肤品、运动鞋服及用品、家具类用品、婴童用品、超市产品等，其中占比最大的为男女服饰、其次为护肤品、运动服饰。**从合作模式看，以代销模式为主，有权退回未售出的商品，不承担存货风险。**对于某些类型的产品，如体育、美容和跨境产品，唯品会通常无权将未售出产品退还给，对于不可退货产品，唯品会利用其强大的营销专业知识来了解客户偏好，以实现快速的库存周转。此外，唯品会也通过线下商店销售多余库存。唯品会不为购买的产品支付任何押金，通常每 10 天或 30 天与品牌方结算在一定时间卖出的产品。**折扣力度方面，根据唯品会 2023 年年报数据统计，唯品会品牌折扣区间覆盖 1-9 折，**线上折扣活动包括三折疯抢，唯品独家，超 V 专享，折扣封顶等。

图20：FY2019-FY2023 年唯品会各品类收入占比情况



资料来源：唯品会年报，民生证券研究院

图21：公司买手团队覆盖全球

“唯品会在全球拥有多间跨境办公室及超千人的买手团队，秉承自营直采的理念，直接深入产品原产地，对于每一个正式合作的供应商，唯品会都必须先对其进行实地考察，进行原产地认证、生产工厂、生产实景的查检，全面评估供应商实力，保证商品质量。”

全球买手 力保好货好价

Global Buyers for High-quality Products and Low Price



资料来源：唯品会官网，民生证券研究院

图22：公司合作品牌数量超 44000 个



资料来源：唯品会官网，民生证券研究院

丰富多样的平台选择+多元化的品牌正品和种类，叠加人工智能技术作为底层支撑，实现了活跃客户数量的稳步增长和回头客占比的持续提升。公司线上平台包括有 APP、官网和微信公众号等多个渠道，消费者可以随时随地浏览商品、查看优惠信息、购买商品或参与限时抢购。在购物流程上，唯品会通过商品管理系统、客户管理系统和前端系统的配合，确保了商品展示的准确性以及用户体验的流畅性。消费者可以快速找到自己感兴趣的商品，进行比价、筛选，或者根据优惠活动进行购买。此外，唯品会也通过数据挖掘和人工智能技术不断优化用户的购买推荐系统，提升了个性化推荐的精度，使得用户能够获得更加符合其需求的商品信息。最终呈现在数据端，唯品会活跃客户数从 2015 年的 0.244 亿人增加到 2023 年的 0.874 亿人，期间 CAGR 达到 17.3%；回头客户占比稳步提升从 2015 年的 62% 提升至 2023 年的 85.7%。

表7：FY2015-FY2023 年唯品会活跃客户、回头客及 SVIP 用户数（百万人）

	FY2015	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022	FY2023
活跃客户数	24.4	36.6	57.8	60.5	69	83.9	92.6	84.1	87.4
yoy	-	50.00%	57.92%	4.67%	14.05%	21.59%	10.37%	-9.18%	3.92%
回头客数	15.2	24.4	41.2	46.1	55	68.2	76.5	71.8	74.9
yoy	-	60.53%	68.85%	11.89%	19.31%	24.00%	12.17%	-6.14%	4.32%
回头客占比	62.30%	66.67%	71.28%	76.20%	79.71%	81.29%	82.61%	85.37%	85.70%
svip 用户数	-	-	-	-	-	-	6	6.7	7.6
yoy	-	-	-	-	-	-	-	11.67%	13.43%

资料来源：唯品会公司年报，民生证券研究院整理

此外，我们认为活跃用户数的优质表现还得益于严格的品控和高效的物流体系。公司为用户提供“品控九条+十重保障”的正品保障，另外还建立了通过品牌官方授权合作，进行货品入仓后专业机构的检验，层层把控保障用户的正品购买体验。在物流方面，实现灵活高效管理，由 JIT 模式转换为 JITX 模式，即对符合条件的订单，支持供应商直接发货给客户，以提升物流效率，减少物流中间环节，增强消费者购物体验。

图23：唯品会正品保证


资料来源：唯品会官网，民生证券研究院

图24：公司产品需经过 8 道质量检查


资料来源：唯品会官网，民生证券研究院

基于线上平台运营的丰富经验，进行线下渠道铺设，以实现拓展市场份额和用户基础。公司线下渠道主要包括线下零售店和城市奥莱店。线下店不仅为消费者提供了实体购物体验，还弥补了电商平台无法提供的实物触感和试用功能，能够迎合不同地理位置的消费者的偏好。此外，线下零售店和城市奥莱店可通过共享门店流量和数据，将线上活动与线下销售互通。消费者在实体店的购买和浏览行为可以反馈到唯品会的数据系统中，优化个性化推荐和库存管理。

城市奥莱店主要是通过唯品会与杉杉集团合作，门店数据和盈利能力均呈现显著上升。2019年7月，唯品会以29亿元现金收购杉杉商业100%的股份，两者携手共创城市奥莱商业体，截至2024年3月，全国杉杉奥莱共20家，布局主要以二线城市为主，分布聚集在华南与华东地区。城市奥莱店的面积基本在10万

~20 万平方米之间，合作品牌类型包括休闲购物、儿童娱乐以及餐饮一类。1) 店铺数量上, 杉杉奥莱从 2019 年的 6 家增长到 2023 年的 16 家。从布局规划来看, 杉杉奥莱的新店开业时间分布均匀, 几乎每年都有新店开业, 新店的选址涵盖了多个省份和城市, 如宁波、哈尔滨、郑州、天美杉杉奥莱 (晋中)、南昌等。2) 门店表现看, 从 2019 年到 2023 年, 平均单店销售额从 4097 万元增长到 1.75 亿元, 整体 EBITDA/收入从 2.54% 增长到 28.7%。

表8: 杉杉奥莱门店布局、总销售额、单店销售额及利润

	2019	2020	2021	2022	2023
当年新开店情况	赣州杉杉奥莱 (2019.09)	兰州杉杉奥莱 (2020.07) 衡阳杉杉奥莱 (2020.09) 乌鲁木齐杉杉奥莱 (2020.11)	沈阳杉杉奥莱 (2021.08) 贵阳杉杉奥莱 (2021.12)	深圳杉杉奥莱 (2022.08) 徐州杉杉奥莱 (2022.09) 南宁杉杉奥莱 (2022.09)	天津杉杉奥莱 (2023.09) 天美杉杉奥莱 (太原) (2017.09)
已开店数量总数 (家)	6	9	11	14	16
总销售额 (亿元)	2.46	11.51	15.79	18.59	27.96
EBITDA (万元)	625.50	18,749.90	35,760.20	35,387.50	80,231.50
EBITDA/收入 (%)	2.54	16.29	22.65	19.04	28.70
平均单店销售额 (万元)	4,097.00	12,792.60	14,354.80	13,276.20	17,474.90

资料来源: 唯品会公司年报, 民生证券研究院

其他线下门店主要分布在三线及以下城市, 盈利表现仍存在较大可提升空间。

其他线下门店主要分为 vipshop 和 vipmaxx 店, 两者都是来源于大仓的正品。不同的是, vipshop 的商品没有残次, 是库存和客退商品, 属于倾销期; 而 vipmaxx 是低残次品, 做残次尾货的, 属于清仓期。品牌定位上 vipshop 高于 vipmaxx。从盈利表现上看, 线下门店基本处于盈亏平衡状态。

表9: 2019-2023 年唯品会其他线下零售门店的销售额及利润情况

	2019	2020	2021	2022	2023
总销售额 (亿元)	13.13	13.82	12.91	4.86	5.04
EBITDA (万元)	22.77	0.23	8.81	-29.06	16.92
EBITDA/收入 (%)	0.0173	0.0002	0.0068	-0.0598	0.0336

资料来源: 唯品会公司年报, 民生证券研究院

2.3 荟品仓: 区域型仓储式品牌折扣卖场

成立于上海的仓储式品牌折扣卖场。荟品仓 (Himaxx) 成立于 2017 年, 定位会员制品牌特卖仓, 是国内仓储式品牌特卖开创者, 总部设于上海; 2018 年 1 月首店嘉定店开仓, 并同年连开 2 家店; 2019 年实现门店快速拓展, 区域聚焦上海; 2020 年荟品仓 APP 正式上线, 通过完善线上渠道铺设, 给消费者提供多元化购物体验; 4 月上海市青浦区万平直播基地正式投入运营, 共计 10000 平方米投入运营, 通过直播模式多元化出大用户体验, 同年线下门店连开 7 家门店, 并在

下半年入局社区团购赛道。

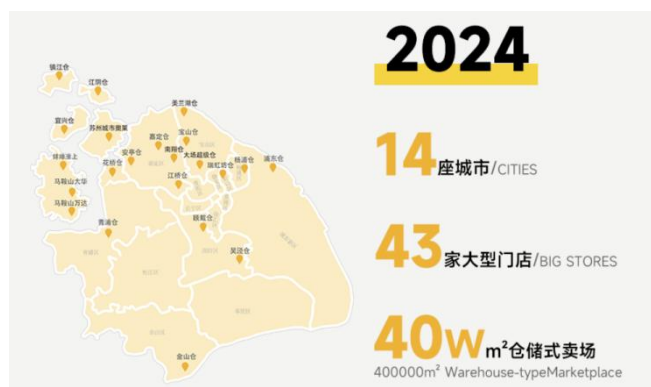
图25：荟品仓发展历程



资料来源：荟品仓官网，民生证券研究院

门店分布聚焦华东区域，单店面积多在 8000 平方米以上。截至 2024 年，荟品仓在全国共铺设 30 多家大型综合购物商场，总运营面积超过 30 万平方米，门店辐射居民约 2300 万，为用户打造全新仓储式购物场景。已在上海、江苏、安徽铺设共 26 家门店，辐射上海十多个区域，此外，辽宁也布局 1 家门店。单店面积上看，基本在 8000-20000 m²，单仓平均面积约为 11000 m²。荟品仓通过升级打造线下大型门店，秉承“品牌正品、工厂特卖、超值体验”的经营理念，将“艺术化、工业风、仓储式、休闲感”元素融入线下门店，打造集服装特卖、咖啡、简餐、移动电商体验于一体的线上线下 O2O 仓储直购中心。

图26：荟品仓门店分布图



资料来源：上海荟品仓公众号，民生证券研究院

图27：荟品仓极简风装修的仓储式新零售

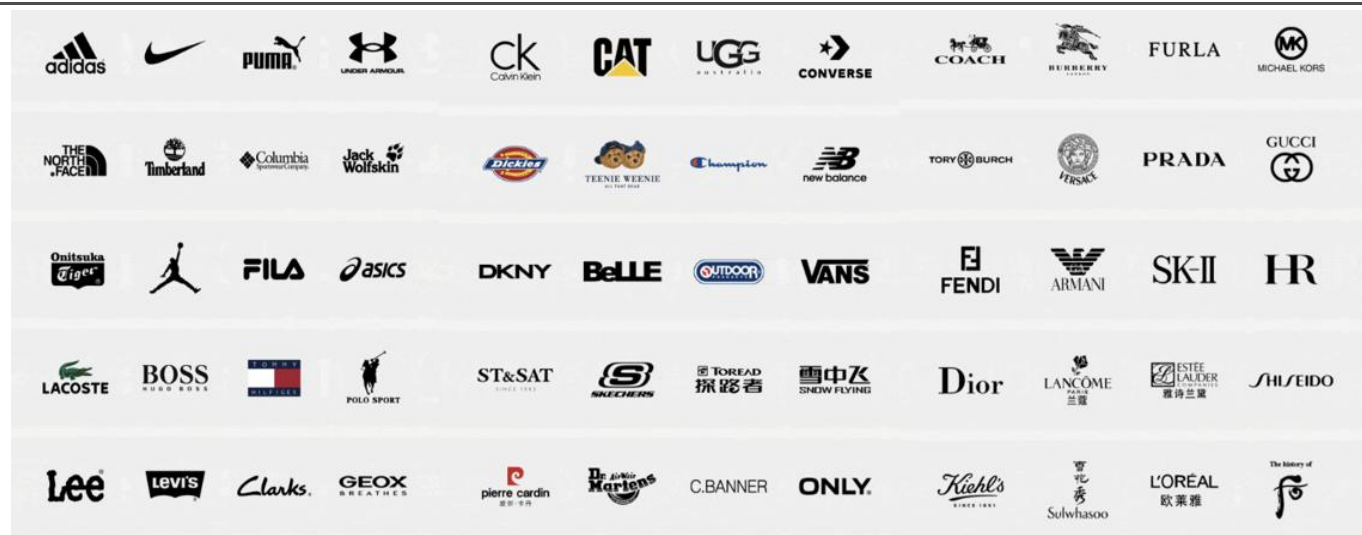


资料来源：上海荟品仓公众号，民生证券研究院

8 年品牌合作，低价好产品直供消费者。公司品牌供应链端累积了 8 年历史，截至目前已和全球 3000+知名品牌的品牌总部和工厂建立了战略合作关系，品牌种类包括运动服饰品牌、休闲男女装品牌、部分奢侈品品牌。公司和品牌端的合作

主要为买断制，通过直采和源头供应等形式降低售价，减少用户对品牌溢价的付费，实现平均产品折扣在力度在 1-3 折。

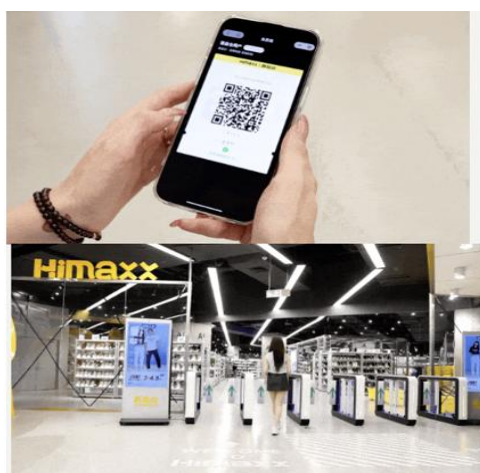
图28：公司合作品牌情况



资料来源：上海荟品仓公众号，民生证券研究院

进店扫码会员制度+每周一场内购会，强化消费者粘性。在会员管理方面，公司对标美国 TJMAXX 模式，使得消费者进店之前需扫码通过智能闸机系统成为荟品仓的会员，实现一人一码，截至 2024 年，公司共计拥有会员数量约 700 万人。此外，公司通过每周加入新品牌后，举办内购活动，实现消费者粘性的提升。

图29：荟品仓扫码登记会员制度



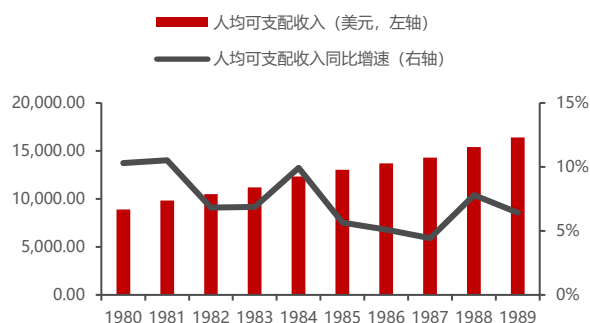
资料来源：上海荟品仓公众号，民生证券研究院

3 如何看当前京东奥莱的发展空间？

3.1 从供需端看过往奥莱业态出现的必要条件

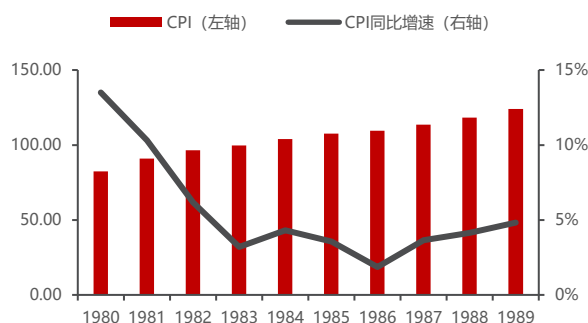
需求端看，品牌折扣卖场的高速发展，来自于消费者的消费趋势，即可支配收入水平和预期收入达不到过往快速增长后，更追求高性价比消费模式。从美国和中国的奥莱业态发展历程来看，美国在 20 世纪 80 年代迎来了奥莱的飞速发展期，开业数量及零售额体量实现了跨越式的强劲增长。与之相对应，在这一时期，美国的人均可支配收入增速放缓，促使消费者更加倾向高性价比的奥莱业态。中国的奥莱业态黄金期是 2010 年代，这段时期，中国的奥特莱斯项目数量大幅增加，品牌种类日益丰富，逐渐形成了以国内品牌为主的多元化市场格局。同样在这一时期，中国也出现了人均可支配收入增速放缓和物价升高的现象。

图30：1980-1989 年美国人均可支配收入及其同比变化



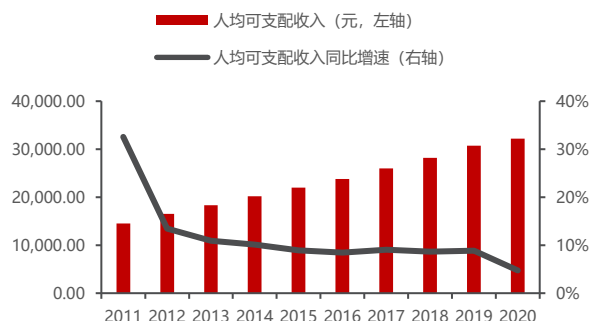
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图31：1980-1989 年美国 CPI 及其同比变化



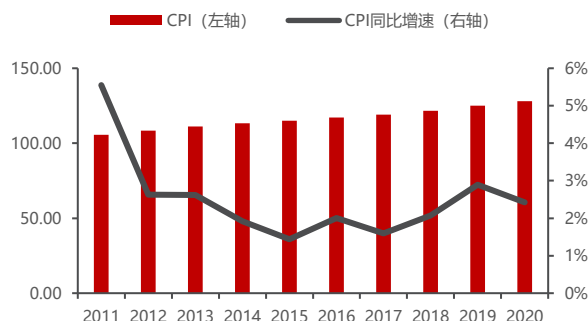
资料来源：iFinD，民生证券研究院

图32：2011-2020 年中国人均可支配收入及其同比变化



资料来源：iFinD，民生证券研究院

图33：2011-2020 年中国 CPI 及其同比变化

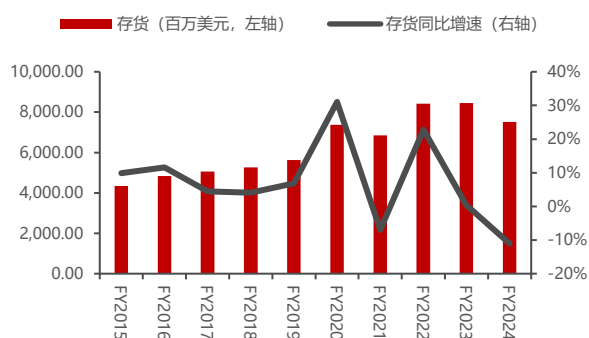


资料来源：iFinD，民生证券研究院

供给端看，品牌折扣卖场的高速发展，来自于品牌因库存问题，需更全面可控价的终端渠道进行折价销售减低库存。库存高企加大企业的资金占用、增加营业成本并加剧经营风险，进而影响企业的销售收入和营业利润。以耐克为例，近 10 年

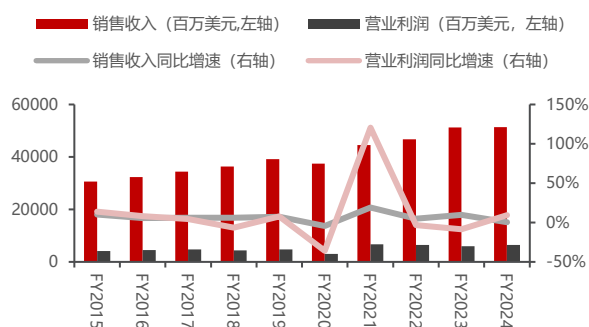
来,耐克在 2020 和 2022 年出现了明显的库存高企,存货总量分别上涨了 31.04% 和 22.85%。受此影响,这两年耐克的销售收入和营业利润也出现了增速放缓乃至下滑的情况。目前,解决库存问题的措施有加强库存管理、完善供应链建设、折扣策略等。其中,折扣策略由于简单易行、见效快,一直是纺服类企业解决库存积压的重要举措。然而,过度的低价会对企业利润和品牌定位造成冲击。例如,2008-2012 年,受竞争加剧、次贷危机、过度扩张等多方面因素影响,鸿星尔克出现严重库存高企问题,进而寄希望于低价策略,折扣力度空前,产品大多处于单价 100 元 - 300 元的区间,最终掉入低价陷阱,使得公司毛利率远低于安踏、李宁、特步等国内同行,不仅严重影响了其利润,也对自身品牌定位造成严重冲击,形成低端形象,难以向中高端市场进军。而奥莱业态以尾货库存销售为主,商品已脱离正价周期,一方面对品牌形象冲击有限,此外,加之品牌折扣卖场往往与品牌方有深度合作关系,双方协调合作以确保定价足以吸引消费者,又不至于影响品牌定位,最终成为了一种可以全面控价的终端折扣渠道。

图34: 耐克 2015-2024 财年存货情况



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图35: 耐克 2015-2024 财年销售收入和营业利润



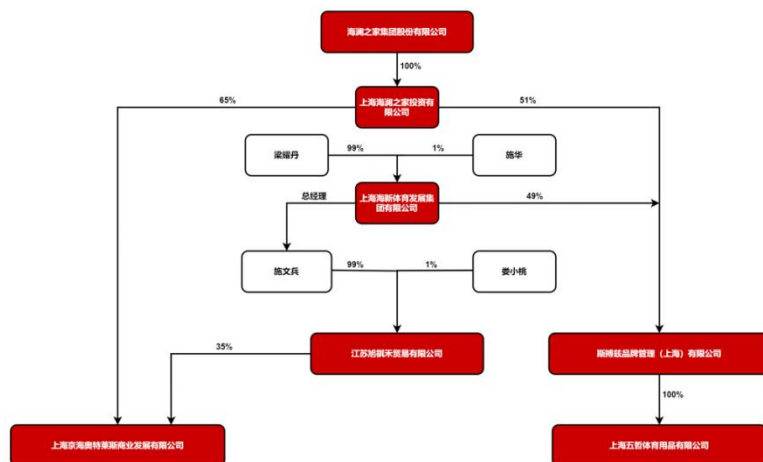
资料来源: iFinD, 民生证券研究院

3.2 京东奥莱和其他奥莱业态是否存在可比性?

3.2.1 京东集团和海澜集团共创京东奥莱

海澜集团和京东集团战略合作布局京东奥莱,合力打造品牌折扣零售业态。在股权方面,京东集团作为战略合作方,不持有上海京海奥特莱斯商业发展有限公司(以下简称“京东奥莱”)股权。海澜之家持股情况:海澜之家通过上海海澜之家投资间接持股京东奥莱 5% 股权,斯搏兹总经理施文兵通过控股的江苏旭祺禾贸易有限公司持有京东奥莱股权 35%。

图36：截止 2024H1 海澜之家、斯搏兹、京东奥莱股权情况



资料来源：企查查，民生证券研究院

京东奥莱定位高性价比鞋履服饰等销售。京东奥莱线下定位于三至五线城市门店，品类涵盖运动鞋服、男女装、童装等多个品类；此外，还包括斯搏兹与京东的合作品类日化美妆、奢侈品等。品牌包括有 NIKE、Vans、UA 等约 50 余个品牌，店内的鞋服品类折扣大部分为原价的 3-5 折左右，而美妆产品约为原价的 7 折左右，虽然不同品类、不同品牌的折扣力度存在差异，但整体来看，店内产品均为深度折扣特卖。

图37：京东奥莱合作品牌



资料来源：京东奥莱公众号，民生证券研究院

背靠京东供应链体系，叠加线下场景化布局，牢牢把握业态发展核心。京东奥莱为京东集团和海澜集团的战略合作，两者共同开展运营，如，江阴海澜飞马水城开设全国首家京东奥莱线下店，京东平台则同步推出“京东奥莱自营专区”及“京东奥莱官方旗舰店”；此外，京东带来丰富的市场资源、先进的商业模式和项目管

理经验，助推海澜飞马水城打造消费新地标；海澜之家凭借品牌影响力及线下运营能力，助力京东业务深入布局成长型城市。我们认为，一方面，背靠京东供应链体系，京东奥莱业务在品牌和品类合作方面具备强竞争力，2023 年京东年度报告显示：京东目前已经与超过 5 万家供应商达成合作；另一方面，海澜之家打造场景化且布局高效线下购物空间，能够充分挖掘消费者的消费需求和提升购买粘性。

图38：京东奥莱官方旗舰店



资料来源：京东奥莱官方旗舰店，民生证券研究院

图39：京东奥莱线下旗舰店情况



资料来源：京东奥莱公众号，民生证券研究院

京东奥莱发展初期，开店不断。京东奥莱首店于 2024 年 9 月 25 日于江阴飞马水城开设，该门店面积接近 5000 平，种类多样，截至目前人流量、门店销售情况以及盈利能力均表现突出。此后分别于 2025 年 1 月 1 日开设两家平均面积在 4000 m²左右的门店。从目前京东奥莱开店进度来看，截至 2025 年春节之前，共有 11 家京东奥莱门店，位置均选择在 3-5 线城市人流量较旺区域。

表10：京东奥莱门店布局情况

位置	店铺面积	开店时间
江苏省无锡江阴市海澜飞马水城	接近 5000 m ²	2024 年 9 月 25 日
山东省枣庄市滕州市中万购物中心	4800 m ²	2025 年 1 月 1 日
河南省安阳市北关区万意广场	3200 m ²	2025 年 1 月 1 日
山东省济宁市太白路银座商场	大于 3000 m ²	2025 年 1 月 15 日
河北省廊坊市广阳区裕华路 188 号万向城商场	4500 m ²	2025 年 1 月 18 日
山东省临沂市兰山区临沂和谐广场	大于 10000 m ²	2025 年 1 月 18 日
河北省石家庄市长安区胜利北大街与石纺路交叉 口西北角北辰广场 B1 层	5000 m ²	2025 年 1 月 18 日
山东省菏泽市和谐广场 1F2F	6000 m ²	2025 年 1 月 18 日
河南省平顶山名门天街	3300 m ²	2025 年 1 月 18 日
河南省南阳市文华南阳天地 B 座 1-2F	5000 m ²	2025 年 1 月 22 日
安徽省阜阳晶宫奥莱店	-	2025 年 1 月 23 日

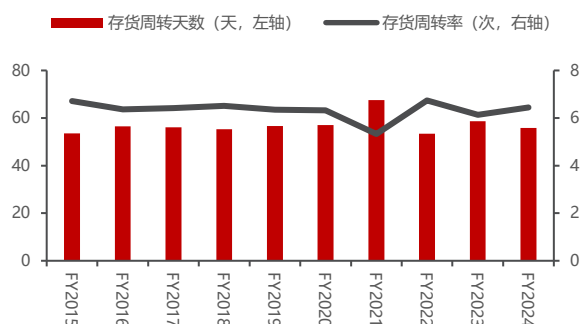
资料来源：京东奥莱公众号，民生证券研究院

3.2.2 京东奥莱需求人群与其他奥莱业态有显著差异

1) 京东奥莱和其他奥莱业态的相似之处：

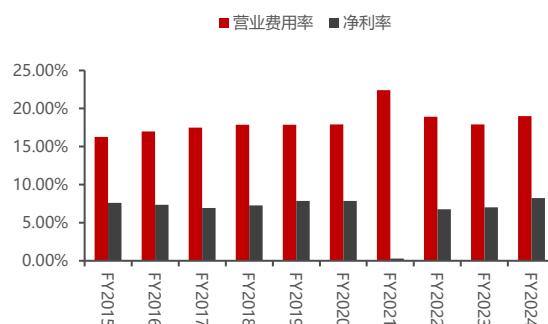
京东奥莱和 TJX、唯品会、荟品仓均为品牌折扣卖场，其盈利模式上具备一定共性，即通过产品高周转摊薄固定费用，提升净利率。对于终端运营而言，更多能调控的空间在于费用端，尤其是涉及到的员工费用、装修费用、折旧摊销费用等金额相对固定的费用。当周转率更高的时候，对应费用实现更好的摊薄，进一步提升门店运营的净利率。以 TJX 为例，其过往 10 年存货周转率基本维持在 6 次以上，营业费用率控制在 20% 以内，通过较高的产品周转来摊薄固定费用，以维持较高的净利率，最终实现净利率维持在高个位数水平。

图40: TJX FY2015-FY2024 年存货周转情况



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

图41: TJX FY2015-FY2024 年费用率、净利率



资料来源: iFinD, 民生证券研究院

产品的高周转则来自于合作的品牌丰富度、品类的丰富度、运营的效率（包括物流仓储的及时性、门店品类的布局、员工的高效服务等）。合作品牌的丰富度和品类的丰富度直接决定了消费者是否会和该品牌折扣门店产生高粘性和高复购，进一步影响产品的周转率；仓储物流的效率和员工的效率影响产品供应的速度和换品速度。同时结合前文中对海外和国内奥莱业态发展较为成功的企业来看，丰富的品牌和品类的合作、高效的运营体系均为助力品牌折扣集合店实现快速发展的核心竞争力。

2) 京东奥莱和其他奥莱业态的不同之处:

从传统奥莱、TJX、唯品会、荟品仓的选址定位可以看出，其均选择从一二线城市布局开始，相比之下，京东奥莱却选择的是更低线市场。我们认为从选址角度可以一定程度体现出，其锚定人群的差异：京东奥莱锚定的是低线城市想要一定程度消费升级的人群，而其他奥莱业态则锚定的是一二线城市或是中等收入人群高性价比消费需求。

表11: 海内外奥莱业态的选址对比

	传统奥莱	TJX	唯品会	荟品仓	京东奥莱
商业模式	品牌折扣直销店	品牌折扣集合店	线上特卖会	品牌折扣集合店	品牌折扣集合店
渠道	线下为主	线下为主	线上为主	线下为主	线下为主
位置	城市近郊/远郊	/	/	城市近郊	城市购物中心
城市布局	一二线城市为主	美国 78%，加拿大、欧洲和澳洲 22%	二三线及以下	华东地区一二线	三至五线城市

资料来源: 京东奥莱公众号, 各公司官网, 各公司年报, 民生证券研究院

3.3 京东奥莱未来发展可期

基于上述分析，在分析京东奥莱未来发展空间上，过往奥莱业态存在一定可以参考的方面：京东奥莱和其他奥莱业态的本质均为倚靠产品高周转下提升门店盈利的品牌折扣零售模式，此类模式下，当毛利率不存在显著差异之时，费用率均为通过产品高周转摊薄固定费用率，**因此我们认为其他发展较为成熟的奥莱业态门店的净利率水平可以作为京东奥莱业务发展达到相对成熟阶段时的净利率目标。**在较为成熟的其他奥莱业态中，净利率水平处在 5%-10%的区间，**因此我们对更长期状态下的京东奥莱的净利率预期也在 5-10%。**

表12：海内外奥莱合作品牌、品类、折扣以及盈利能力对比

	传统奥莱	TJX	唯品会	荟品仓	京东奥莱
品类	服饰为主	服饰营收占 65%	服饰营收占 54%	服饰为主	服饰为主
品牌级别	拥有部分顶奢，知名品牌为主体	拥有部分轻奢和重奢，大众品牌为主体	大众品牌为主	大众品牌为主	部分轻奢，大众品牌为主
品牌数量	约 500~600	2.1 万+	3 万+	3000+	约 50+
折扣力度	主力商品 3-7 折，最低可达 1-2 折	20%-60%	10%-90%	1-3 折	3-7 折
门店数	全球 600 家左右，中国 239 家	约 5000	/	约 30	11
毛利率	50%+	30%	23.97%	/	40%(和品牌分成)
净利率	40%+	8.25%	5.13%	/	/

资料来源：京东奥莱公众号，各公司官网，各公司年报，民生证券研究院

在开店空间上，因 TJX、唯品会、荟品仓等在锚定需求人群上和京东奥莱存在显著差异，所以此类门店的开店数量不可直接作为京东奥莱未来开店空间的参考。但我们认为，一方面因公司供应链背靠京东集团有助于其不断拓展品牌合作，同时海澜之家具备较强线下门店运营能力，强强联合之下有望实现顺利拓店；另一方面，国内奥莱业态处于快速发展状态，京东奥莱定位 3-5 线城市（超过 300 个）已经具备较广阔的可拓展空间，两方面结合之下，我们认为未来京东奥莱门店布局上具备较大空间。

4 投资建议：建议重点关注海澜之家

在奥莱业态的发展之下，有望解决大多品牌的库存问题，对行业的持续向上发展有显著拉动作用，且我们认为奥莱业态在国内发展尚处于较早期阶段，京东奥莱在行业发展早期进行及时布局，基于上述分析，京东奥莱尽管开店数量仍较少中，但未来门店数量有较大可上升空间。因此在行业趋势+公司自身具备强竞争力的情况下，我们看好京东奥莱的未来发展空间。海澜之家作为京东奥莱的控股股东，我们认为京东奥莱业务的快速发展或将驱动公司整体收入和净利润更上一个台阶，建议重点关注海澜之家。

表13：奥莱业态下重点关注标的

证券代码	证券简称	股价（元）	EPS			PE		
			2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E
600398.SH	海澜之家	7.86	0.67	0.48	0.56	11	17	14

资料来源：，民生证券研究院（注：股价为 2025/2/17 日收盘，盈利预测数据均为一致预期）

5 风险提示

1) 门店拓展不及预期的风险。在零售业态中，门店的持续扩展对行业的增长有显著驱动作用，若市场环境或行业竞争导致门店拓展放缓，可能影响行业整体增长，进而制约企业的营收增长潜力。

2) 消费不及预期的风险。若整体消费环境疲软，消费者线下消费力不足，则会导致奥特莱斯行业整体客流量和销售额下滑，影响门店的运营效益。

3) 品牌合作不及预期的风险。奥特莱斯业态依赖丰富的品牌供给，若行业整体面临品牌招商困难，知名品牌入驻减少，则直接影响终端消费者的消费选择，进一步影响门店运营及收入。

插图目录

图 1: 1970-1980 年美国 GDP 及其同比变化	3
图 2: 1970-1980 年美国 CPI 及其同比变化	4
图 3: 1970-1980 年美国失业率及其同比变化	4
图 4: 西蒙地产 2015 年-2024Q1-Q3 营业收入及同比变化	6
图 5: 西蒙地产 2015 年-2024Q1-Q3 营业收入结构	6
图 6: 伍德伯里奥特莱斯合作品牌划分 (2024 年)	6
图 7: 伍德伯里各类别合作品牌占比 (2024 年)	7
图 8: 伍德伯里各级别合作品牌占比 (2024 年)	7
图 9: TJX 旗下四大业务部门	8
图 10: TJX 发展历程	11
图 11: TJX 收入规模与增速	12
图 12: 分业务类型的收入规模与增速	12
图 13: 分业务部门的收入规模与增速	12
图 14: TJX 业务布局全球	13
图 15: TJX 集团运营宗旨	13
图 16: 中国奥特莱斯发展时间轴	14
图 17: 中国 2015-2024 年奥特莱斯数量 (单位: 家)	15
图 18: 中国各大运营商运营奥莱数量 (单位: 家)	15
图 19: 青浦奥莱合作品牌 (2024 年)	15
图 20: FY2019-FY2023 年唯品会各品类收入占比情况	18
图 21: 公司买手团队覆盖全球	18
图 22: 公司合作品牌数量超 44000 个	18
图 23: 唯品会正品保证	19
图 24: 公司产品需经过 8 道质量检查	19
图 25: 荟品仓发展历程	21
图 26: 荟品仓门店分布图	21
图 27: 荟品仓极简风装修的仓储式新零售	21
图 28: 公司合作品牌情况	22
图 29: 荟品仓扫码登记会员制度	22
图 30: 1980-1989 年美国人均可支配收入及其同比变化	23
图 31: 1980-1989 年美国 CPI 及其同比变化	23
图 32: 2011-2020 年中国人均可支配收入及其同比变化	23
图 33: 2011-2020 年中国 CPI 及其同比变化	23
图 34: 耐克 2015-2024 财年存货情况	24
图 35: 耐克 2015-2024 财年销售收入和营业利润	24
图 36: 截止 2024H1 海澜之家、斯搏兹、京东奥莱股权情况	25
图 37: 京东奥莱合作品牌	25
图 38: 京东奥莱官方旗舰店	26
图 39: 京东奥莱线下旗舰店情况	26
图 40: TJX FY2015-FY2024 年存货周转情况	27
图 41: TJX FY2015-FY2024 年费用率、净利率	27

表格目录

表 1: 欧洲、美国、日本部分奥特莱斯及其选址汇总	5
表 2: 西蒙地产毛利率、净利率、可租赁面积、租金、坪效情况	7
表 3: 各品牌定位、主要销售产品和合作品牌情况	9
表 4: FY2015-2024 各品牌下门店表现	10
表 5: 百联股份毛利率、净利率情况及青浦奥莱表现	16
表 6: FY2015-FY2023 年唯品会收入结构	17

表 7: FY2015-FY2023 年唯品会活跃客户、回头客及 SVIP 用户数 (百万人)	19
表 8: 杉杉奥莱门店布局、总销售额、单店销售额及利润	20
表 9: 2019-2023 年唯品会其他线下零售门店的销售额及利润情况	20
表 10: 京东奥莱门店布局情况	26
表 11: 海内外奥莱业态的选址对比	27
表 12: 海内外奥莱合作品牌、品类、折扣以及盈利能力对比	28
表 13: 奥莱业态下重点关注标的	29

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048