

## 国民男装龙头业绩有望加速增长

——海澜之家（600398.SH）首次覆盖报告 纺织服饰/服装家纺

申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要：

公司是国民男装龙头企业。公司拥有主品牌海澜之家，职业装品牌圣凯诺，简约职场风女装 OVV，休闲男装品牌黑鲸，童装品牌英式&男生女生，家居品牌海澜优选和代理专业运动品牌海德。主要营收来源为男装，裤装收入占比较高。对比同业公司来看，公司营收规模远超其他男装品牌，毛利率、净利率水平高于可比公司，费控表现亮眼，回款能力较强。股权结构稳定，周氏家族为实控人。

商务出行修复，行业集中度提升，疫情后消费习惯趋于理性。预计 2023 年男装行业快速增长。疫情期间行业出清中小企业，行业集中度有望提升，且较国外有较大提升空间。海澜之家连续多年在国内男装行业市占率第一。参看美国疫情放开后男装 CPI 指数达到八年来高位，国内防控政策放开同样促进男装消费。线上数据来看，二月份同比较疫情期间以及疫情前均有上升。疫情期间使得居民消费习惯趋于理性化，注重性价比，参考日本上个世纪九十年代经济泡沫后优衣库的逆势发展，看好中端定位的业绩反弹。

## 公司看点：发展直营店+线上 提升毛利率

- ◆ **主品牌年轻化趋势，代理品牌 HEAD 增速快。**主品牌年轻化趋势，跨界合作，联名破圈，打造 IP 爆款，重视面料开发。同时与非遗传人、国家运动员进行合作，强化国民认同感。职业装圣凯诺注重时尚设计与智能制造，根据客户行业特点量身打造，重视功能性面料的开发，智能制造车间可实现 3D 虚拟服装设计效果。家居品牌海澜优选，SKU 及供应链资源丰富。公司是国际著名运动品牌 HEAD 服饰在中国的独家授权商，布局热门赛道网球&滑雪运动，有望进一步扩店。
- ◆ **打造高效业务运营模式。**公司为“平台+品牌”连锁经营模式，类直营模式使得公司对门店有较强的把控力。信息化结算系统，及时准确了解客户需求及销售情况。公司具有覆盖产业链全过程的信息系统，从供应商信息到产品研发、入库、仓储信息、货品调配，再到门店的销售情况全覆盖，打造服装行业的经营系统。
- ◆ **线下：直营占比提升拉动毛利率，华东区 23 年业绩弹性大。**公司以线下渠道为主，加盟店占比较高，未来直营店占比将提升，主要为购物中心的门店。直营店毛利率较加盟店平均高 23 个百分点，直营店营收水平恢复快，已超过疫情前。疫情期间，公司逆势开店，抗风险能力以及盈利能力较强。按区域销售来看，占比最高的华东区去年受上海疫情影响，今年反弹力度大。
- ◆ **线上：增速快空间大，高度智能化运营。**公司线上占比较少，22 年前三季度为 16.37%，提升空间较大，线上毛利率水平高于线下加盟店。近三月线上销售额同比增速高涨，远超行业平均水平。公司线上差异化布局，打造爆款带动日销，同时注重私域流量建设和各平台粉丝数量。同时，公司实现商品、库存和运营数据在线归集，高效管理。针对电商服务系统引进 RPA（智能软件机器人技术），在 618 和双 11 大促期间完成人工 80%的工作量，显著提升工作效率和工作精准度。

**投资建议：**预计公司 2022 年~2024 年 EPS 分别为 0.49 元、0.64 元、0.85 元，对应当前市盈率分别为 13.38 倍、10.14 倍、7.64 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：**市场增速放缓&行业竞争加剧风险，品牌的培育风险，存货管理及跌价风险，商誉减值风险。

评级

买入（首次）

2023 年 03 月 23 日

孔天伟

分析师

SAC 执业证书编号：S1660522030001

18624107608

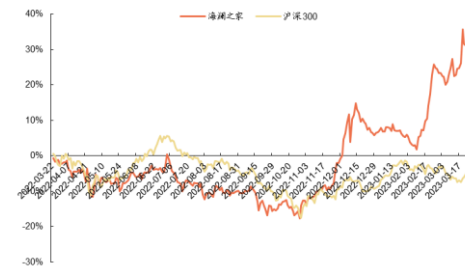
kongtianyi@shgsec.com

## 交易数据

时间 2023.03.23

|               |           |
|---------------|-----------|
| 总市值/流通市值（亿元）  | 282/282   |
| 总股本（亿股）       | 43.2      |
| 资产负债率（%）      | 53.2      |
| 每股净资产（元）      | 3.25      |
| 收盘价（元）        | 6.53      |
| 一年内最低价/最高价（元） | 4.06/6.81 |

## 公司股价表现走势图



资料来源：Wind，申港证券研究所

**财务指标预测**

| 指标          | 2020A    | 2021A     | 2022E     | 2023E     | 2024E     |
|-------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 17,958.5 | 20,188.04 | 18,384.22 | 21,848.63 | 24,903.78 |
| 增长率 (%)     | -18.26%  | 12.41%    | -8.94%    | 18.84%    | 13.98%    |
| 归母净利润 (百万元) | 1,784.54 | 2,491.25  | 2,107.91  | 2,782.16  | 3,691.03  |
| 增长率 (%)     | -44.42%  | 39.60%    | -15.39%   | 31.99%    | 32.67%    |
| 净资产收益率 (%)  | 13.02%   | 16.62%    | 11.38%    | 14.80%    | 19.24%    |
| 每股收益(元)     | 0.41     | 0.58      | 0.49      | 0.64      | 0.85      |
| PE          | 15.93    | 11.26     | 13.38     | 10.14     | 7.64      |
| PB          | 2.06     | 1.88      | 1.52      | 1.50      | 1.47      |

资料来源: wind、申港证券研究所

## 内容目录

|                                           |    |
|-------------------------------------------|----|
| 1. 男装行业龙头 多元化品牌矩阵 .....                   | 5  |
| 1.1 多品牌矩阵搭建国内男装龙头 .....                   | 5  |
| 1.2 主品牌海澜之家 产品逐渐多元化 .....                 | 6  |
| 1.3 五家企业财务对比: 公司规模最大 费控强 回款快 .....        | 7  |
| 1.4 股权结构相对稳定 周氏家族为实控人 .....               | 9  |
| 2. 行业分析: 线下消费场景复苏 龙头增速更快 .....            | 10 |
| 2.1 预计 23 年男装增速快 行业集中度提升 .....            | 10 |
| 2.2 商务出行修复带动男装市场消费 .....                  | 11 |
| 2.3 疫情后“物美价廉”或成为消费主流 .....                | 12 |
| 3. 公司看点: 发展直营店+线上 提升毛利率 .....             | 12 |
| 3.1 主品牌年轻化趋势 代理专业运动品牌 HEAD .....          | 12 |
| 3.2 高效运营管理 信息系统全覆盖 .....                  | 14 |
| 3.3 线下渠道: 直营占比提升 毛利率高 华东区增速可期 .....       | 15 |
| 3.3.1 直营毛利率高 扩店空间大 .....                  | 15 |
| 3.3.2 疫情期间逆势开店 占比最高的华东地区预计 23 年增速回升 ..... | 16 |
| 3.4 线上渠道: 高增速+强恢复预期 高度智能化运营 .....         | 17 |
| 3.4.1 线上增速快 提升空间大 .....                   | 17 |
| 3.4.2 差异化布局+打造爆款 高度智能化运营 .....            | 18 |
| 4. 盈利预测与估值 .....                          | 18 |
| 4.1 核心假设 .....                            | 18 |
| 4.2 盈利预测 .....                            | 19 |
| 4.3 估值 .....                              | 19 |
| 5. 风险提示 .....                             | 19 |

## 图表目录

|                                     |    |
|-------------------------------------|----|
| 图 1: 海澜之家发展历程 .....                 | 5  |
| 图 2: 海澜之家主营业务收入占比 (按品牌拆分) .....     | 7  |
| 图 3: 海澜之家主营业务收入结构 (按产品拆分) .....     | 7  |
| 图 4: 五家企业营收及增速对比 (单位: 亿元) .....     | 7  |
| 图 5: 五家企业归母净利润及增速对比 (单位: 亿元) .....  | 8  |
| 图 6: 五家企业销售毛利率对比 (单位: %) .....      | 8  |
| 图 7: 五家企业销售净利率对比 (单位: %) .....      | 8  |
| 图 8: 五家企业销售费用率对比 (单位: %) .....      | 8  |
| 图 9: 五家企业存货周转天数及周转率对比 .....         | 9  |
| 图 10: 五家企业应收账款周转天数及周转率对比 .....      | 9  |
| 图 11: 公司股权结构图 .....                 | 9  |
| 图 12: 中国男装市场规模及预测 .....             | 10 |
| 图 13: 中国男装市场 CR10 和 CR5 历年上升 .....  | 10 |
| 图 14: 中国 vs 美国男装市场 CR5 集中度 .....    | 10 |
| 图 15: 2021 年中国男装公司市占率 .....         | 11 |
| 图 16: 美国 CPI: 男装 .....              | 11 |
| 图 17: 淘系平台男装销售额当月值 (亿元) .....       | 12 |
| 图 18: 1995-2001 年优衣库销售额 (亿日元) ..... | 12 |
| 图 19: 1995-2001 年优衣库店铺数量 .....      | 12 |
| 图 20: 海澜之家推出新科技面料 .....             | 13 |
| 图 21: 王濛担任海澜之家代言人 .....             | 13 |
| 图 22: 圣凯诺模特宣传图 .....                | 13 |
| 图 23: OVV 模特宣传图 .....               | 13 |
| 图 24: 海澜优选线下实体店图 .....              | 14 |
| 图 25: HEAD 产品多次亮相世界级比赛 .....        | 14 |
| 图 26: 公司品牌经营模式图 .....               | 14 |
| 图 27: 线上、线下销售额占比 .....              | 15 |
| 图 28: 直营店 vs 加盟店及其他数量对比 .....       | 15 |
| 图 29: 图 23: 直营店 vs 加盟店及其他毛利率 .....  | 16 |
| 图 30: 直营店 vs 加盟店及其他单店营收 (百万元) ..... | 16 |
| 图 31: 五家男装公司历年来线下店铺数量对比 .....       | 16 |
| 图 32: 公司按地区营收占比 .....               | 17 |
| 图 33: 2017 至今线上收入及同比增速 .....        | 17 |

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 34：2017 至今线上毛利率变化.....     | 17 |
| 图 35：近 12 个月天猫淘宝销售额同比增速..... | 17 |
| 图 36：较男装行业超额同比增速 .....       | 17 |

|                       |    |
|-----------------------|----|
| 表 1：海澜之家品牌矩阵 .....    | 6  |
| 表 2：海澜之家盈利预测拆分 .....  | 18 |
| 表 3：海澜之家可比公司估值表 ..... | 19 |
| 表 4：公司盈利预测表 .....     | 21 |

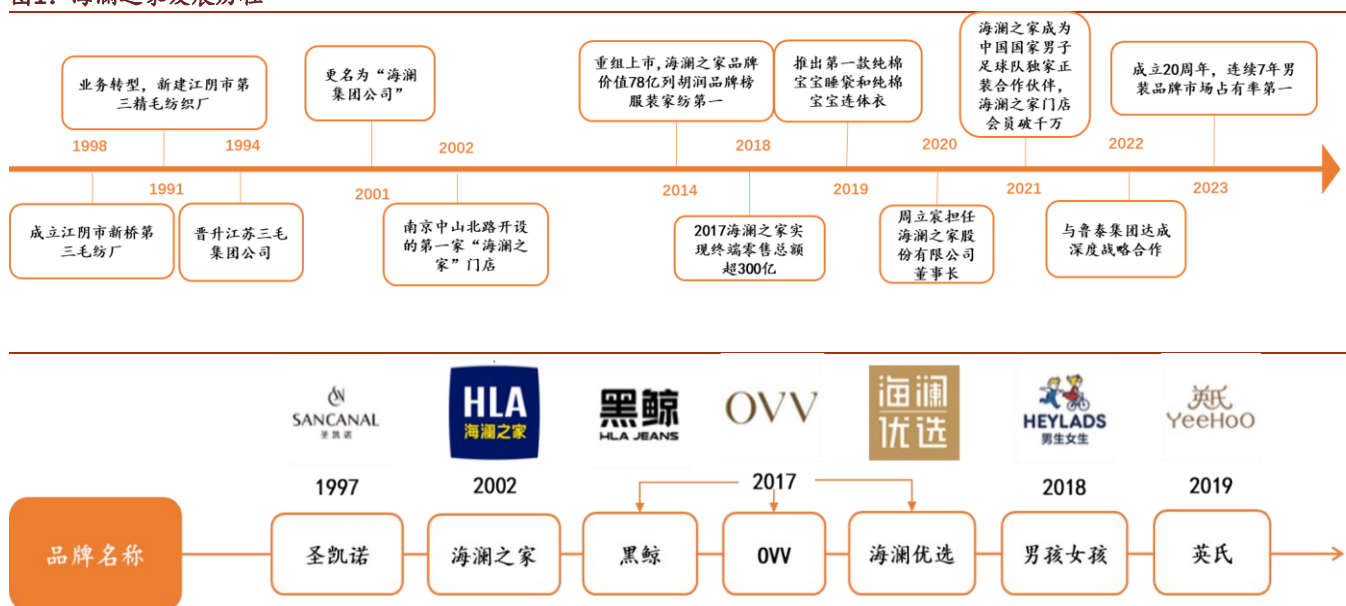
## 1. 男装行业龙头 多元化品牌矩阵

### 1.1 多品牌矩阵搭建国内男装龙头

海澜立志成为超级国民品牌。海澜之家集团是一家拥有多个品牌的服饰生活零售集团，其主要经营模式是“平台+品牌”连锁经营模式。公司旗下拥有分别面向男装、女装、童装、职业装及生活家居的 HLA、OVV、HEY LADS、SANCANAL、HELAN HOME 等品牌。公司一直坚持集团化发展战略，是中国男装品牌龙头企业。2022 年公司董事长周立宸在海澜之家 20 周年战略发布会上公开发布了海澜未来的三大战略及品牌 LOGO 新形象，标志着集团迈入发展新阶段。集团历史发展可分为三个阶段：

- ◆ **粗纺起家，精纺发家 (1998-2001)：**由江阴市新桥第三毛纺厂业务转型为江阴市第三精毛纺厂，后晋升为江苏三毛集团公司，开发出西装定制产品线。2001 年更名为海澜集团公司。
- ◆ **创立品牌，服装当家 (2002-2011)：**“海澜之家”品牌诞生，2002 年在南京中山北路开设的第一家门店标志着海澜集团进入男装零售领域。
- ◆ **两年努力，圆梦上市 (2012-2014)：**两年布局筹措，2014 年通过凯诺科技股份有限公司重组上市。
- ◆ **强势发展，蝉联第一 (2015-2020)：**期间海澜以 4.7% 的市占率连续六年蝉联行业第一，2017 年接连推出多个新品牌——针对 18-35 岁新一线及二三线城市的黑鲸(HLA JEANS)、针对 28-48 岁职场女性品牌 OVV 以及“科技新男装”AEX、专注生活方式类加剧品牌海澜优选生活馆等。2018、2019 年集团先后通过收购拥有男生女生和英氏品牌。
- ◆ **业务扩张，积极创新 (2021 年至今)：**更新发展战略，以消费者为核心，向更大的舞台迈进。

图1：海澜之家发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，百度百科，前瞻经济学人，申港证券研究所

## 1.2 主品牌海澜之家 产品逐渐多元化

围绕主品牌海澜之家，构建多品牌服饰生活零售矩阵。公司自有品牌已覆盖男装、女装、童装、职业装及生活家居等多个领域。主品牌海澜之家专注男装零售，针对20-45岁的男性，定位中端快消市场，倡导“高品质、中价位”的营销理念，以优质的产品、丰富的款式、大众的价格、贴心的服务迅速占领市场。圣凯诺定位职业团体装，服务政府机构及其他事业单位人员，风格简洁雅致、内涵稳重。黑鲸专注潮流男装邻域，倡导自由、独特的设计美学。OVV 定位中高端职业女装，以优良的剪裁和材质为都市女性提供穿着。婴童邻域有英氏和男生女生两个品牌，旨在提供高性价比产品。此外，代理品牌海德专注户外运动邻域，提供高品质、专业性的运动装备。海澜优选业务集中于商品零售邻域。通过旗下品牌矩阵，海澜之家实现了服饰零售邻域的全覆盖。

表1：海澜之家品牌矩阵

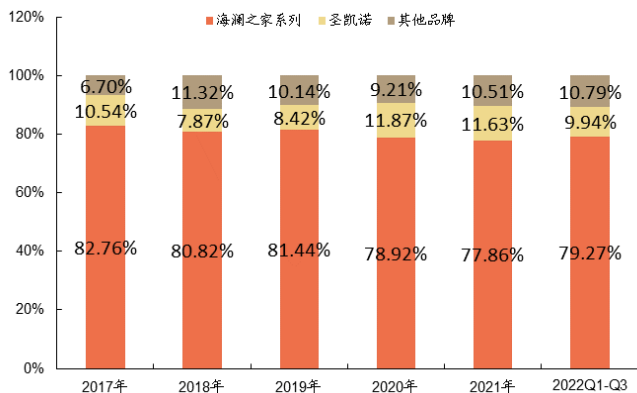
| 品牌                | 简介                                                                                                     | 定位                                    | 主要产品                                       |
|-------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------|--------------------------------------------|
| 海澜之家 (HLA)        | 海澜之家是一个国际化一站式男装零售品牌，于2002年创立，为公司旗下主要品牌，不断推出符合广泛人群审美与喜好的轻时尚高品质服饰产品。                                     | 针对20-45岁的男性，定位快速消费品、生活必需品。            | T恤、衬衫、裤子、西装、茄克衫等                           |
| 圣凯诺 (SANCANAL)    | 圣凯诺创立于上世纪90年代，采用传统的自主生产经营模式为金融、电力、电信、邮政、政府机构及其他企事业单位提供量身定制的商务职业装，始终专注于团体定制的品质，兼容并蓄了诸多国际品牌的设计神韵。        | 定位于职业装团体定制，秉承简洁雅致、内涵稳重的风格。            | 男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣等全品类服饰              |
| OVV               | OVV 品牌以职场女性生活场景为设计出发点，用天然优质面料、考究的立体剪裁工艺、简约风格设计为现代都市女性提供职场穿着。                                           | 定位中高端，职场女装。                           | 西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、风衣等全品类服饰              |
| 黑鲸 (HLA JEANS)    | 黑鲸创立于2017年，秉承着“与众不同”的精神理念，以“社群文化X生活乐趣”为品牌焦点，期望都市新青年如同深海中的鲸群一般，勇敢一往无前，展现生生不息的生命力，倡导自由的、独特的、友好的“简潮生活美学”。 | 专为20至30岁的都市新青年打造的简潮时尚男装品牌。            | T恤、衬衫、裤子、西装、茄克衫等                           |
| 英氏 (YeeHoo)       | 英氏是公司2017年入股，并于2019年实现控股的童装品牌，为中国家庭及孩子享受高品质生活方式提供衣、食、住、行、伴等方面的解决方案。                                    | 始终专注0-3岁婴幼儿生活必需品，并延伸至6岁成长所需。定位高端高品质。  | 婴童内衣、外出服、童床、床品、车椅、鞋帽、袜、洗护等全品类产品            |
| 男生女生 (HEYLADS)    | 男生女生是公司于2018年通过对其增资实现控股的童装品牌，旨在打造一站式全品类儿童时尚、休闲服饰品牌。                                                    | 目标群体为0至16岁的孩子，定位高品质高性价比。              | 婴幼儿服饰等全类产品                                 |
| 海德 (HEAD)         | 公司子公司海澜之家国际商业（香港）有限公司为HEAD SPORT GMBH 服饰品类在中国大陆、港澳台的独家授权商，经营带有“HEAD、海德、Ski Tip Design 等商标的服饰品类产品。      | 为世界各地的运动爱好者与专业运动员提供从入门到顶级的优质、高性能运动服装。 | 滑雪等系列运动产品                                  |
| 海澜优选 (HELAN HOME) | 海澜优选是公司旗下的全新生活方式类家居品牌，拥有近7,500种的商品种类，旨在将高品质兼具高性价比的美学装置渗透到现代人日常生活所需的方方面面。                               | 定位国民优质生活精选的一站式家居产品集合店。                | 涵盖服装、床品、餐厨、食品、饰品、玩具、办公文具用品、护理用品、彩妆用品、生活用品等 |

资料来源：公司21年报，申港证券研究所

公司主品牌为海澜之家，主营产品为裤装。“海澜之家”为公司旗下主营产品，2018-2022 前三季度，海澜之家产品占主营业务收入份额均在78%以上，近年占比略微下降，但依旧为公司收入的主要来源。2022Q1-Q3，海澜之家品牌收入占比达79%，圣凯诺品牌份额为10%，其他品牌占比11%。此外，公司旗下主营产品

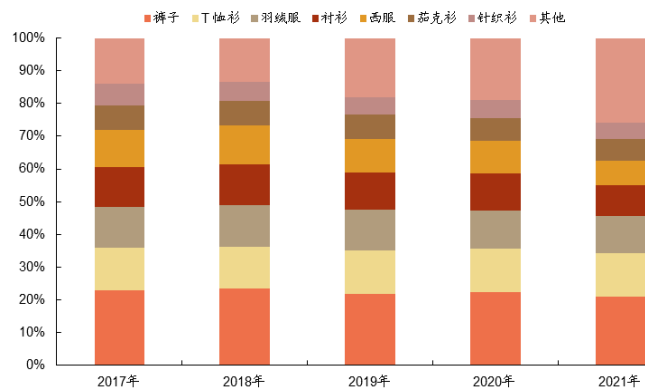
品为裤装，在 2018-2022 前三季度，裤子占主营业务收入份额均在 20% 以上，裤装份额占比有下降趋势，产品结构朝多元化方向发展。2021 年，裤装收入占比为 21%，其次是 T 恤衫占比 13%，羽绒服占比 11%。

图2：海澜之家主营业务收入占比（按品牌拆分）



资料来源：公司年报，公司 22 年三季报，申港证券研究所

图3：海澜之家主营业务收入结构（按产品拆分）



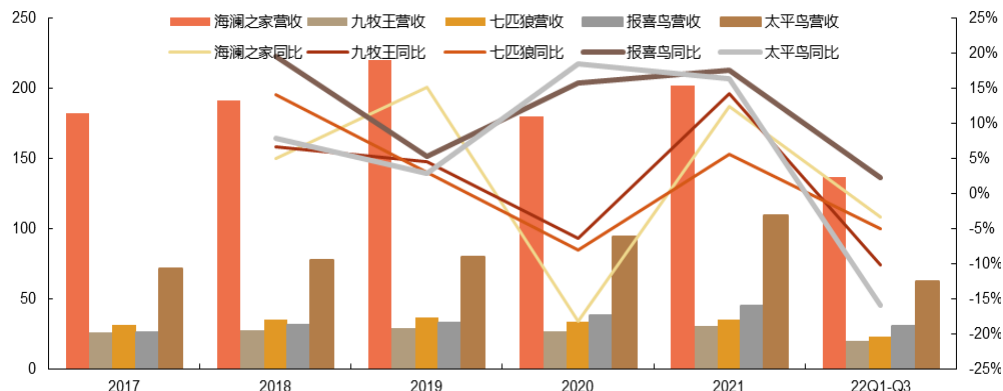
资料来源：公司年报，申港证券研究所

### 1.3 五家企业财务对比：公司规模最大 费控强 回款快

公司为纺织服饰上市公司中的男装龙头企业，我们选取业务接近的另外四家企业进行财务对比分析，分别是九牧王、七匹狼、报喜鸟、太平鸟。

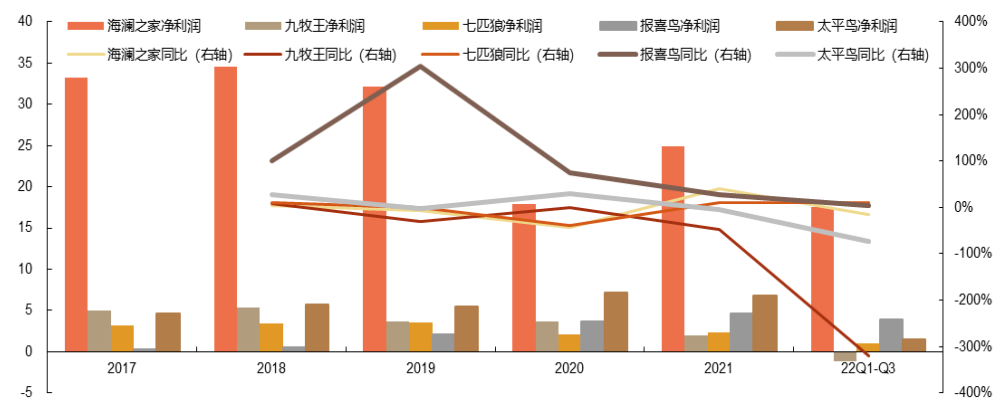
公司营收远超行业其他公司，2022 年受疫情影响相对较小。22Q1-Q3 海澜之家营收 136.75 亿元，远超其他可比公司。从趋势上，22Q1-Q3 营收同比下降 3.40%，在可比公司中排名第二，受疫情影响相对较小。

图4：五家企业营收及增速对比（单位：亿元）



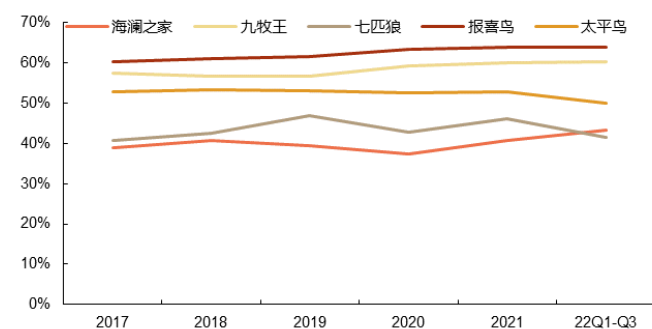
资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

公司归母净利润最高，2021 年利润增长率亮眼。2022Q1-Q3 海澜之家归母净利润 17.49 亿元，同比下降 14.56%，抗风险能力居中。2021 年，海澜之家归母净利润增速为 39.6%，位居行业内可比公司第一位，表现突出。

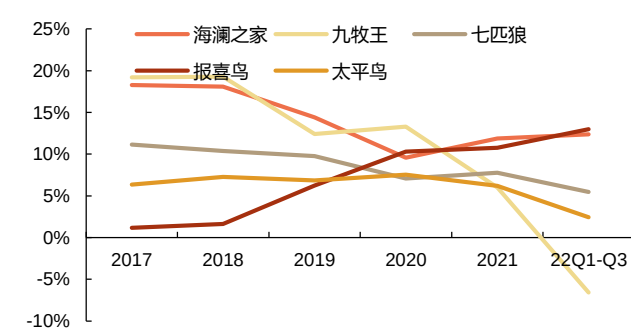
**图5：五家企业归母净利润及增速对比（单位：亿元）**


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

海澜之家销售毛利率、净利率 21 年起上涨明显，销售净利率位居可比公司第二名。2022Q1-Q3，海澜之家销售毛利率为 43.34%。2022Q1-Q3，海澜之家销售净利率为 12.38%，仅次于报喜鸟，位于五家企业中第二。21 年及 22 年前三季度毛利率、净利率均有所提升，主要原因系线上营收占比提升。

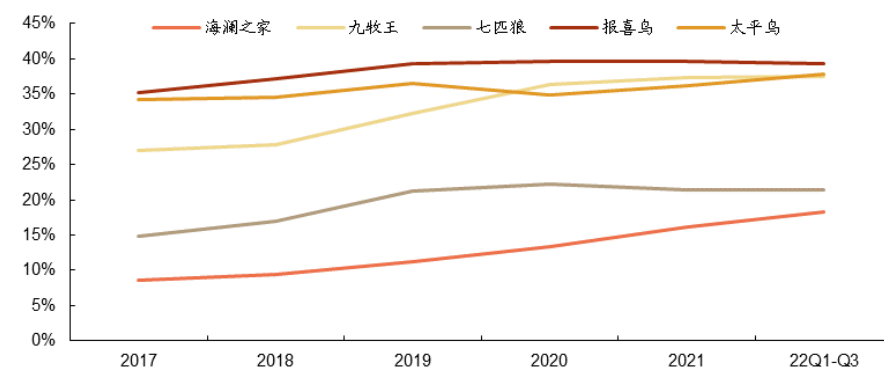
**图6：五家企业销售毛利率对比（单位：%）**


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

**图7：五家企业销售净利率对比（单位：%）**


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

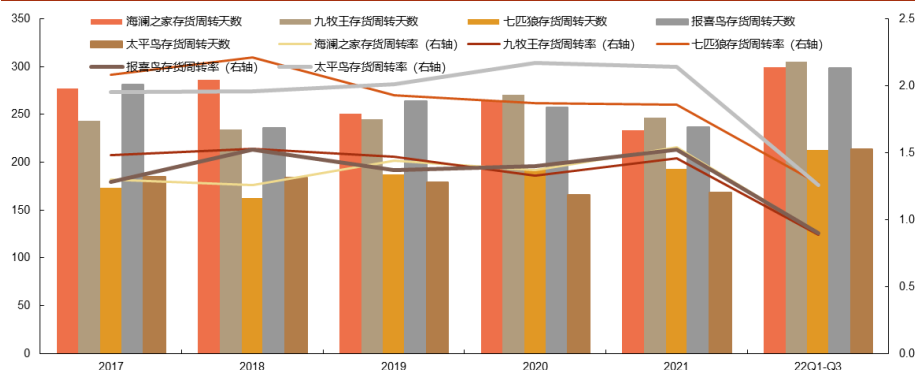
海澜之家销售费用率行业内最低，费控表现亮眼。2022Q1-Q3 海澜之家销售费用率为 18.33%，相对 2021 年有所上升，但仍远低于行业内其他可比公司。2017 至 2022Q1-Q3，海澜之家销售费用率始终为行业内可比公司最低，亮眼费控表现助力盈利能力。

**图8：五家企业销售费用率对比（单位：%）**


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

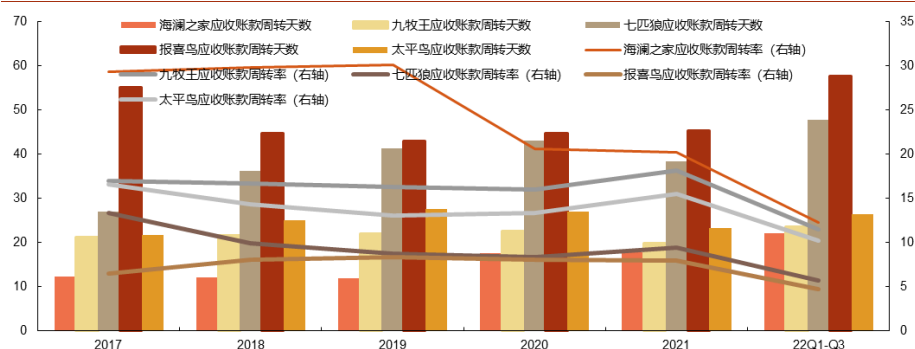
海澜之家存货周转天数相对较高，回款能力较强。2022Q1-Q3 海澜之家存货周转天数为 299.24 天。主品牌海澜之家的产品销售两季，导致公司的存货规模较大，相应周转天数较高。应收账款周转方面，2022Q1-Q3 海澜之家应收账款天数 22.02 天，五家企业中周转天数最短，回款能力强。

图9：五家企业存货周转天数及周转率对比



资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

图10：五家企业应收账款周转天数及周转率对比

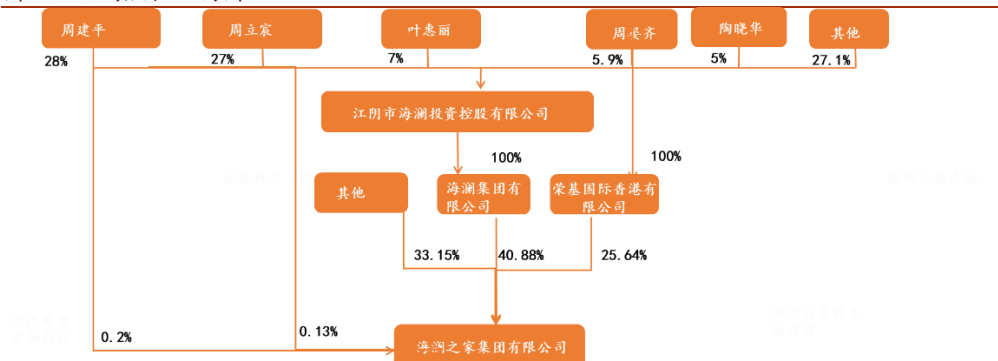


资料来源：同花顺 iFind，申港证券研究所

## 1.4 股权结构相对稳定 周氏家族为实控人

公司股权结构稳定，实际控制人为董事长周建平。截至 2022Q3，公司第一大股东为海澜集团有限公司，持有公司 40.88% 的股份，周氏家族为实控人。另外，公司创始人、实控人兼前董事长周建平直接持有公司 0.02% 的股权，周建平之女周晏齐通过 100% 控股的荣基国际持有公司 25.64% 的股权，周建平之子周立宸直接持有公司 0.13% 的股权。综上，周氏家族为公司实控人，股权结构稳定。

图11：公司股权结构图



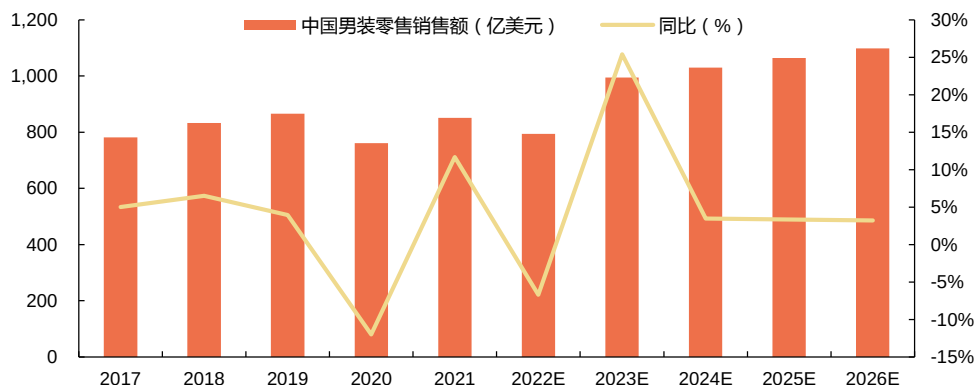
资料来源：wind，公司公告，2022 年三季报，申港证券研究所

## 2. 行业分析：线下消费场景复苏 龙头增速更快

### 2.1 预计 23 年男装增速快 行业集中度提升

**预计中国男装市场规模 2023 年大幅增长。**根据萝卜投资数据库，2021 年我国男装市场零售额 850 亿美元，2022 年预期下降至 793 亿美元，2023 年随着国内疫情政策放开，预期我国男装市场零售额 995 亿美元，较 2022 年大幅上涨 25%。而后 2024-2026 年期间预期市场规模增速均在 3% 以上，高于疫情前复合增速。

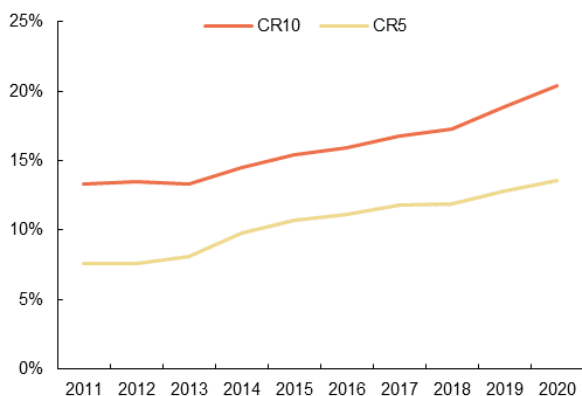
图12：中国男装市场规模及预测



资料来源：萝卜投资，申港证券研究所

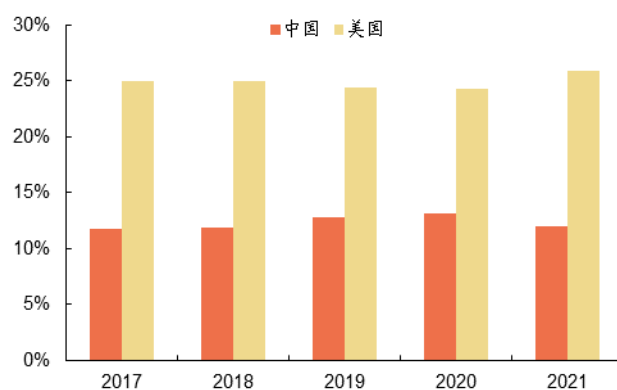
**男装行业集中度稳步提升，但仍有空间。**根据前瞻产业研究院数据，2011-2020 年中国男装行业集中度稳步提升。根据观研报告网数据，历年来，我国男装市场 CR5 集中度在美国 CR5 集中度一半左右，2021 年我国男装市场 CR5 集中度 12%，美国男装市场 CR5 集中度 25.9%，集中度有较大提升空间。

图13：中国男装市场 CR10 和 CR5 历年上升



资料来源：前瞻产业研究院，申港证券研究所

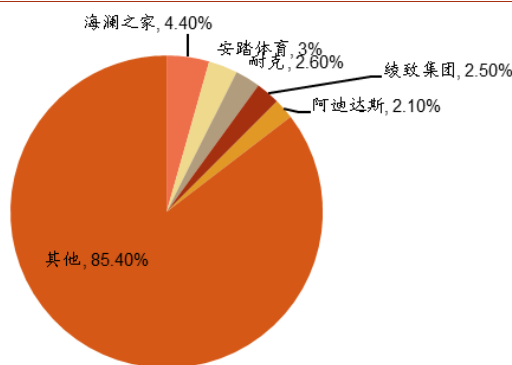
图14：中国 vs 美国男装市场 CR5 集中度



资料来源：观研报告网，申港证券研究所

**海澜之家是国内男装绝对龙头，2021 年市占率 4.4%。**根据华经产业研究院数据，2021 年，我国男装市场占有率最高的公司就是海澜之家，市占率 4.4%。其次是安踏体育占比 3%，耐克占比 2.6%，绫致集团（旗下拥有 VERO MODA，ONLY，JACK & JONES，selected 等品牌）占比 2.5%，阿迪达斯占比 2.1%。

图15：2021 年中国男装公司市占率

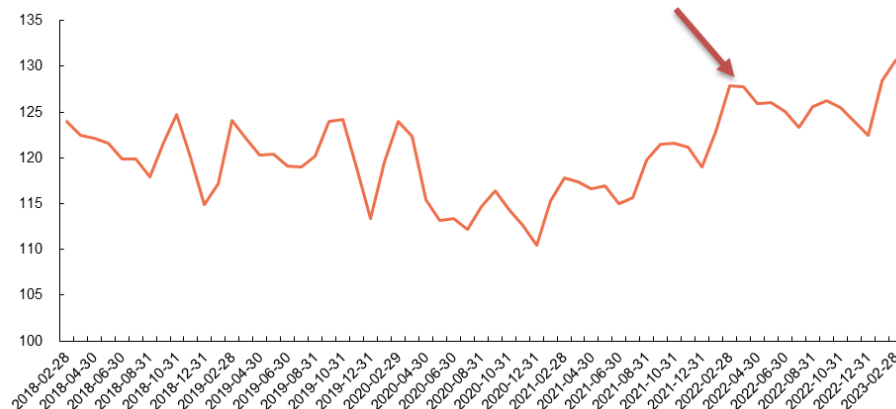


资料来源：华经产业研究院，申港证券研究所

## 2.2 商务出行修复带动男装市场消费

美国解封后的男装 CPI 指数达到 8 年来高位。2021 年 4 月，美国解除管控。2022 年 3 月 2 日，美国白宫发布“National COVID-19 Preparedness Plan”（国家 COVID-19 准备计划）战略，宣布与病毒共存。根据美国男装 CPI 指数来看，2021 年起就呈现波动回升趋势，而在 2022 年 3-4 月份也达到了疫情以来乃至近五年来的最高值。

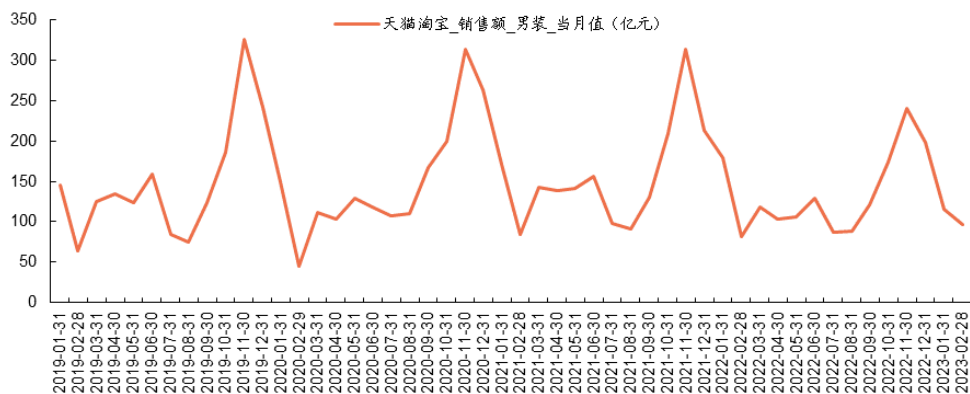
图16：近五年美国男装 CPI 指数



资料来源：萝卜投资，申港证券研究所

商务出行修复将促进男装消费。根据国家统计局，出行类相关服务消费加快恢复。今年春节假期期间（1 月 21 日至 27 日），全国铁路、公路、水路、民航共发送旅客约 2.3 亿人次，比上年春节假期增长 71.2%；国内旅游出游达 3 亿人次，增长 23.1%，已恢复至 2019 年同期的近九成。出行中占比最大的两类即为旅游出行和商务出行，由此男装消费在沉寂了三年之久后有强烈迸发的趋势。根据天猫淘宝的男装销售额月度数据来看，每年 2 月份是销售额低谷，但 2023 年 2 月份销售额较 2022 年 2 月同比增加 17.88%，较 2021 年 2 月同比增加 15%，较疫情前的 2019 年 2 月同比增加 51.18%。

图17: 淘系平台男装销售额当月值 (亿元)



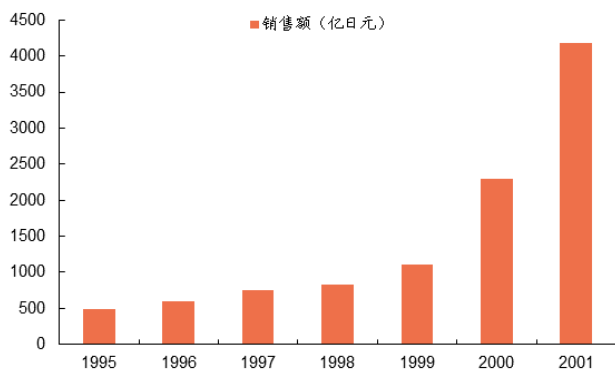
资料来源: 萝卜投资, 申港证券研究所

## 2.3 疫情后“物美价廉”或成为消费主流

疫情后居民消费行为更趋理性。凯度消费者指数的每周快报分析表明, 12 月经历大规模感染冲击后, 全国主要城市的消费均在感染达峰后快速呈现反弹趋势。随着人们的生活回归常态, 跨省市和区域的流动性增加, 家外消费和线下客流也在逐步恢复。凯度消费者指数和贝恩公司之前联合发布的 2022 中国购物者报告认为, 疫情和全球经济动荡导致的不确定性仍然存在, 消费者对价格的敏感度不断提高, 更注重性价比, 与此同时消费信心仍有待进一步修复。

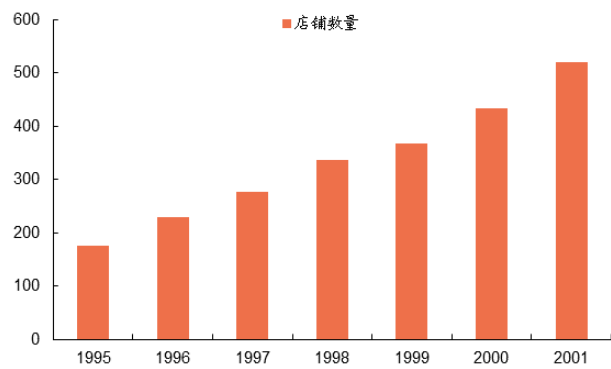
优衣库在日本九十年代经济泡沫后仍快速发展。上个世纪九十年代, 日本经济泡沫破灭, 陷入了漫长的经济低谷。1995-2012 年, 日本名义 GDP 不升反降。在此经济背景下, 日本的人均鞋服支出下降, 但优衣库销售额和店铺数量均快速上涨, 除了得益于优衣库产品的质量把控, 优衣库的高性价比定位也促进公司逆势发展。

图18: 1995-2001 年优衣库销售额 (亿日元)



资料来源: 百度文库, 申港证券研究所

图19: 1995-2001 年优衣库店铺数量



资料来源: 百度文库, 申港证券研究所

## 3. 公司看点: 发展直营店+线上 提升毛利率

### 3.1 主品牌年轻化趋势 代理专业运动品牌 HEAD

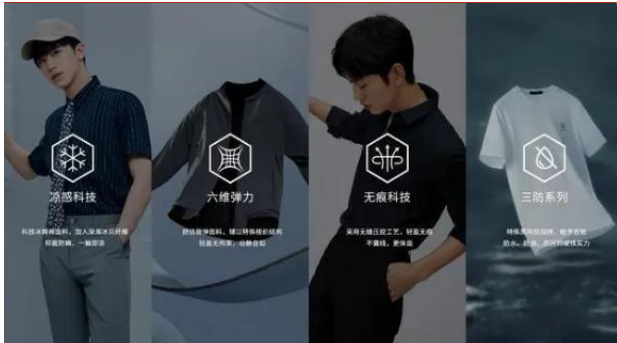
主品牌年轻化趋势, 打造 IP 爆款。公司顺应“年轻化”消费新趋势, 通过跨界合作、联名破圈等方式, 迭代推出更加符合时尚潮流且功能科技兼具的爆款系列。公司将中国传统文化与品牌进行连接, 推出具有东方美学的系列产品。同时, 公司与不同的非遗传承人进行合作, 包括杨雪、李晶、叶露盈等, 推出了虎虎生风系列、

道法自然系列。

**重视面料研发。**重视面料创新，推出如“六维弹力裤”、“三防黑白小T”、“冰爽棉”、“全能夹克”、“极光鹅绒”等高科技、多功能品质单品。根据健康、舒适、运动等细分场景需要，推出蜂窝蓄热、三防、六维弹力等创新科技面料。

**强化国民品牌认同感。**品牌亮相牛年央视春晚，成为第一个央视春晚独家服装合作伙伴。借势航天大事件，发布航天联名T恤，携手中国航天推出“中国航天 太空创想”联名系列产品。邀请冬奥期间热门运动员王濛、武大靖作为品牌代言人，增强国民认同感。

图20：海澜之家推出新科技面料



资料来源：海澜 weekly，申港证券研究所

图21：王濛担任海澜之家代言人



资料来源：海澜之家集团公众号，申港证券研究所

**职业装圣凯诺：时尚设计+智能制造。**圣凯诺根据客户所属的行业特点，将企业属性、地域文化等元素融入服装，设计出兼具时尚风格和企业特性的服饰。应用抗菌、抗皱、不变形弹力等新型科技化、功能性面料，使服饰产品更有质感。圣凯诺积极推进职业装定制的科技、智能化水平，完成了智能制造车间的硬件安装工程。该智能车间涵盖 3D 虚拟服装设计、制作、AI 虚拟现实应用，具备 AR 量体，大数据采集、分析、存储等功能，客户无需佩戴任何感应设备，即可实现真正无接触式量体，还可以预先知晓服装款式的效果。

**女装 OVV：高时尚感面料+简约设计风。**OVV 针对不同季节，采用桑蚕丝、羊毛、三醋酸、进口棉等高品质、高时尚感的面料，以简约的设计风格，带给消费者高级时尚舒适感。品牌集中力量拓展一二线城市中高端商场，完成一线城市的门店布局，且拟继续拓展潜力大的二三线城市中高端商场。2022 年，OVV 首次推出珠宝系列 OVVJWL 产品，实现品牌多元化发展。

图22：圣凯诺模特宣传图



资料来源：公司 21 年报，申港证券研究所

图23：OVV 模特宣传图



资料来源：公司 21 年报，申港证券研究所

**海澜优选：供应链资源丰富，线上增速快。**作为公司旗下的家居品牌，海澜优选以家居服为核心，以“面料舒适、穿着百搭”为宗旨，储备了大量优质的供应链资源，全年开发入库销售超 5,000 个 SKU，强化核心供应链代销模式，提高供应商直发、直退规模，提升上新效率和门店周转率。

**代理 HEAD：世界著名体育运动品牌。**奥地利专业运动品牌 HEAD（海德）创立于 1950 年，涵盖健身、滑雪、网球、游泳、瑜伽、潜水、骑行、运动鞋服及运动配饰等领域，在滑雪、网球等多个运动类别中成为众多世界冠军指定的运动装备供应商，也是中国网球协会专业赛事指定用球和专线服务品牌。海澜之家子公司在 2021 年成为 HEAD 服饰品类在中国的独家授权商，今年有望进一步扩店。

图24：海澜优选线下实体店图



资料来源：公司 21 年报，申港证券研究所

图25：HEAD 产品多次亮相世界级比赛

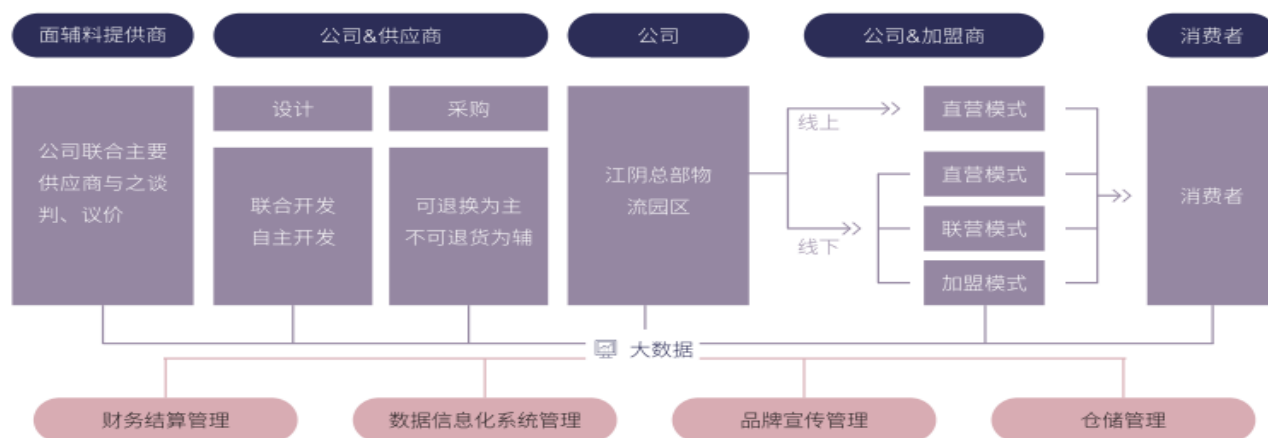


资料来源：搜狐网，申港证券研究所

### 3.2 高效运营管理 信息系统全覆盖

公司采用“平台+品牌”的连锁经营模式。公司层面为各品牌统一提供仓储管理、数据信息化系统管理、品牌宣传管理、财务结算管理等综合管理服务，打造品牌运营共享平台。各零售品牌相对独立运作，并根据各自发展定位与策略分别实施商品规划设计、采购销售、门店拓展及品牌营销等品牌经营。

图26：公司品牌经营模式图



资料来源：公司 21 年报，申港证券研究所

**信息化结算系统及时准确。**公司对各品牌门店进行数据化、系统化、规范化的结算管理，根据各品牌门店的结算业务要求，制定和完善各品牌门店的结算管理制度和操作流程，通过信息系统为公司、品牌加盟商做好财务结算管理和服务，保

障各品牌结算业务的及时性、准确性、规范性，对各品牌业务的运营形成有效支撑。

**公司高度重视覆盖产业链全过程的信息系统。**目前，公司的信息系统，已经实现了从供应商信息到产品研发、入库，从仓储数据、货品调配再到门店销售的信息全覆盖，建立了大数据系统，保持整个产业链的信息畅通。2021 年，公司对全流程信息化进行了综合重构升级优化，在采销协同、业财一体等方面突破原有架构，数字化跟踪管理线上、线下销售数据，以信息技术赋能设计研发、供应链管理、终端运营等业务全流程，实现各部门快速协同，打造高效的业务运营体系，为未来发展和综合能力竞争提供技术支撑。

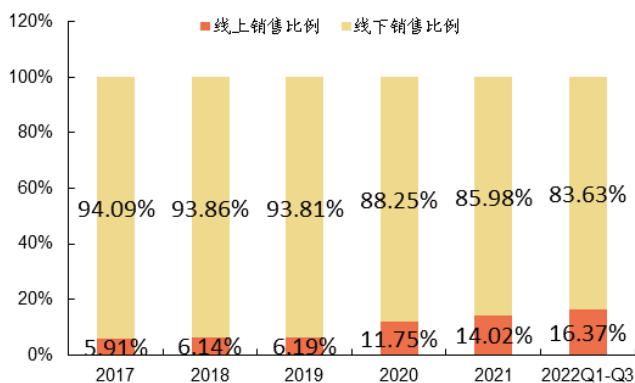
### 3.3 线下渠道：直营占比提升 毛利率高 华东区增速可期

#### 3.3.1 直营毛利率高 扩店空间大

**线下渠道为主，加盟（类直营）占比高，直营新开店数量多。**公司分为线上、线下销售渠道。线下占比历年来稍有下降，但 22Q1-Q3 仍占比 83.63%。线上为直营店，线下销售渠道中分为直营、联营、加盟（类直营）。公司以加盟为主，重视购物中心直营店的进驻力度，疫情期间直营店数量逆势增长，发展势头强劲。但目前直营店数量仅占 17.73%，较其他品牌的直营店占比仍有较大提升空间。

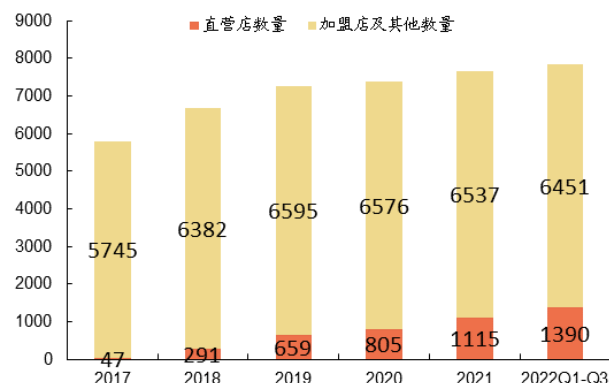
- ◆ **线下销售的直营模式：**公司负责门店的管理并承担门店运营的费用，公司通过租用商业街、购物中心的门店，为消费者提供产品和服务，商品完成销售后，结算确认公司的收入及相关成本费用。
- ◆ **线下销售的加盟模式：**公司对加盟店采取类直营的管理方式。加盟商拥有加盟店的所有权，将门店的内部管理委托公司负责，不承担存货滞销风险；公司不收取加盟费，拥有商品的所有权，与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式。商品实现最终销售后，公司与加盟店根据协议约定结算确认公司的营业收入。
- ◆ **线下销售的联营模式：**公司与百货商场、购物中心签订协议，公司提供产品及销售管理，百货商场、购物中心提供场地和收款服务。商品实现销售后，百货商场、购物中心按照销售额约定的比例扣除，并定期与公司进行结算。
- ◆ **线下渠道管理：**公司对所有门店实行标准化的管理，包括形象策划、供货、指导价格、业务模式、服务规范等，建立了统一管理的高品质营销网络。

图27：线上、线下销售额占比



资料来源：公司年报，22 年三季报，申港证券研究所

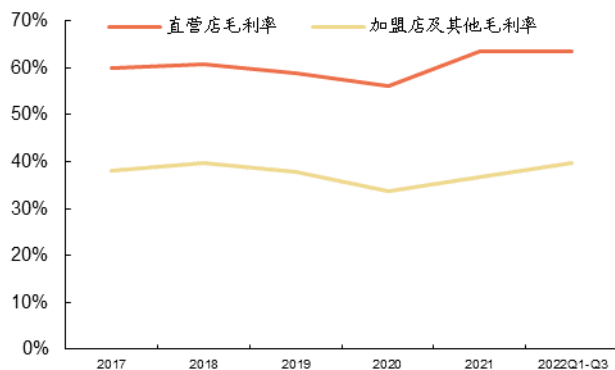
图28：直营店 vs 加盟店及其他数量对比



资料来源：公司年报，22 年三季报，申港证券研究所

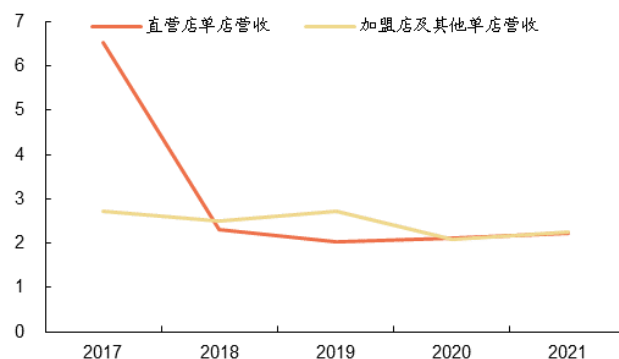
21 年起毛利率及单店营收均有所回升。公司毛利率在 2020 年疫情初下滑，21 年起反弹，直营店毛利率目前超过疫情前水平约 3 个百分点。直营店整体毛利率高于加盟店及其他，平均高 23 个百分点。从直营店和加盟店及其他的单店营收来看，两者很接近，且均在 21 年回升，直营店单店营收已超过疫情前 19 年的水平。

图29：图 23：直营店 vs 加盟店及其他毛利率



资料来源：公司年报，22 年三季报，申港证券研究所

图30：直营店 vs 加盟店及其他单店营收（百万元）

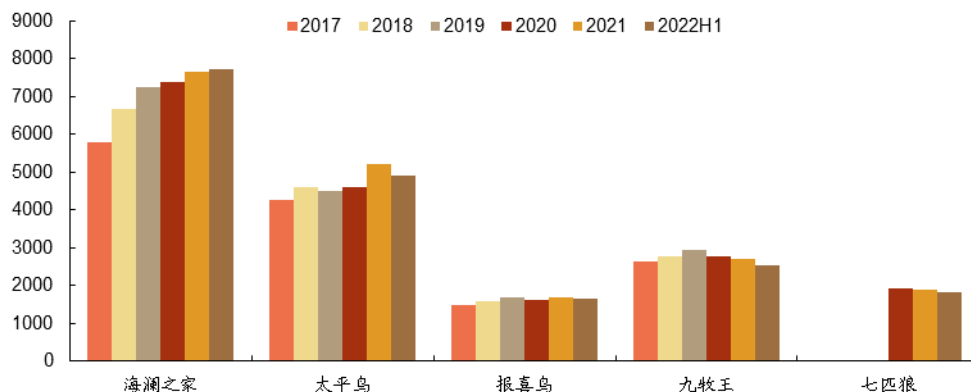


资料来源：公司年报，申港证券研究所

### 3.3.2 疫情期间逆势开店 占比最高的华东地区预计 23 年增速回升

海澜之家疫情期间逆势开店。对比上市公司中几家男装规模较大的公司太平鸟、报喜鸟、九牧王、七匹狼的线下店铺数量来看，海澜之家在疫情三年期间逆势开店，其他几家店铺数量相对平稳或有所下降。可见男装龙头的规模效应，以及疫情期间的抗风险能力及盈利能力。

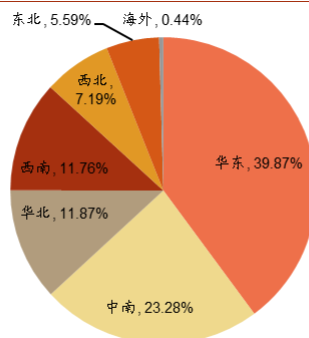
图31：五家男装公司历年来线下店铺数量对比



资料来源：各公司公告，申港证券研究所

华东区收入占比最高，22 年受上海疫情影响，23 年增速弹性大。2021 年，公司按照地区营收水平来看，占比最高的是华东地区，营收金额 77.49 亿元，占比 39.87%。其次是中南地区占比 23.28%，华北地区占比 11.87%，西南地区占比 11.76%。22 年上海疫情时间相对较长，居民出行大幅下降，影响线下店的收入，预期 23 年华东区域的增速较高。华东地区贡献了最多的营收，故也将拉动公司整体营收增速水平。

图32：公司按地区营收占比



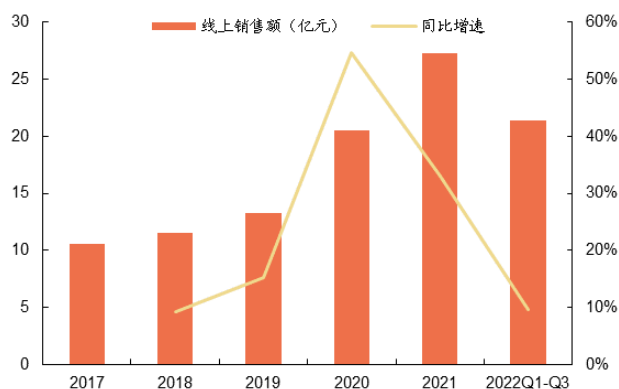
资料来源：公司 21 年报，申港证券研究所

### 3.4 线上渠道：高增速+强恢复预期 高度智能化运营

#### 3.4.1 线上增速快 提升空间大

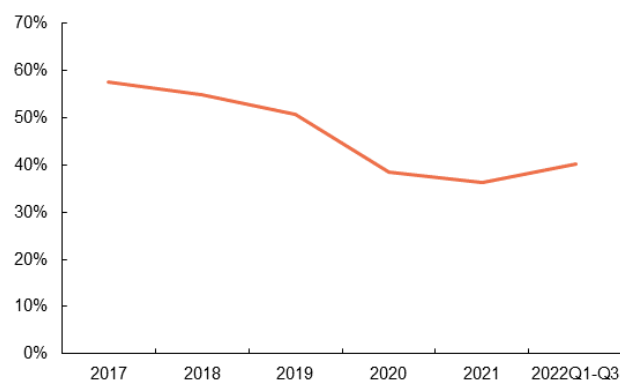
线上收入占比提升，毛利率高于加盟店。公司线上收入持续上升，疫情期间更是大力发展电商，2020 年增速高达 54.72%，但公司最新数据 22 年 Q1-Q3 线上营收占比仅为 16.37%，仍有较大提升空间。高增速也是伴随着公司降低毛利率提升起来的，尽管线上渠道的毛利率降低来扩营收，但毛利率始终高于加盟店模式，且 22 年前三季度毛利率有所回升，为 40.15%。

图33：2017 至今线上收入及同比增速



资料来源：公司年报，22 年三季报，申港证券研究所

图34：2017 至今线上毛利率变化



资料来源：公司年报，22 年三季报，申港证券研究所

线上销售额同比增速高涨，远超行业整体水平。根据萝卜投资，公司在天猫淘宝平台上的销售额 22 年 12 月-23 年 2 月分别同比增长 87.87%/13.19%/83.79%，较男装行业天猫淘宝销售额同比增速分别高 94.82pct/48.42pct/65.91pct。

图35：近 12 个月天猫淘宝销售额同比增速

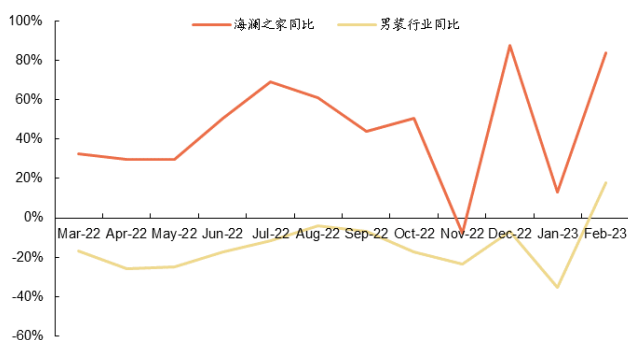


图36：较男装行业超额同比增速



### 3.4.2 差异化布局+打造爆款 高度智能化运营

**线上产品差异化布局，打造爆款带动日销。**公司推出主打年轻化和极致性价比的“国潮风三国系列”、“街潮风 SPRINTING SMILE 系列”、“运动风 SPORTSDAY 系列”等线上专供系列产品，符合年轻消费者的审美品位，增强消费粘度。同时，公司根据各品牌、各品类不同特点，细分店铺人群兴趣画像，对店铺科技商品、特色商品多渠道种草，多维度打造线上爆款品类，以爆款带动日销。

**注重品牌私域流量建设。**公司在布局传统及新兴媒体渠道的同时，以品牌会员为核心，强化微信、微博、抖音等社交内容平台自媒体矩阵建设，截至 21 年末，海澜之家品牌各电商平台粉丝数超 4,000 万，官方微信粉丝量超千万。

**高度智能化运营提升效率和精准度。**公司立项电商平台项目，引进百胜 E3+系统，基于微服务的互联网架构，打破目前一个品牌一套系统的限制，实现多系统集成标准、以及商品、库存和运营数据在线归集，实现高效管理。同时，公司针对电商客服系统，引进 RPA（智能软件机器人技术）机器人项目，该系统已在“618”和“11.11”大促的运行中成功完成人工 80%的工作量，显著提升了工作效率和工作准确度，实现高度智能化。

## 4. 盈利预测与估值

### 4.1 核心假设

由于公司目前线上占比较低，我们对公司旗下品牌拆分门店及毛利率预测未来营收水平，其中，对主营产品海澜之家做出如下假设：

- ◆ **门店数量：**海澜之家分为直营店及加盟店及其他，按照 2022Q3 季报披露的门店数据，及公司未来发展规划，公司会加大商场内部布局，以直营店为主。故我们假设 2022-2024 年直营门店数量分别为 891/1071/1121，2022-2024 年加盟店及其他门店数量分别为 4841/4850/4855。
- ◆ **单店营收增速：**受疫情影响，2022 年单店营收下滑，预期 2023 年反弹力度较大，而后增速逐渐放缓，故我们假设 2022-2024 年单店营收增速分别为-13%/15%/12%。
- ◆ **毛利率：**考虑到公司未来直营店占比提升，线上发展增速，毛利率定有提升，同时参考 22Q3 季报数据，故我们假设 2022-2024 年毛利率分别为 38%/39%/40%。

表2：海澜之家盈利预测拆分

|      |          | 2019A  | 2020A   | 2021A  | 2022E   | 2023E  | 2024E  |
|------|----------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|
| 整体   | 营业收入（亿元） | 219.70 | 179.59  | 201.88 | 183.84  | 218.49 | 249.04 |
|      | 同比       |        | -18.26% | 12.41% | -8.93%  | 18.84% | 13.98% |
|      | 毛利率      | 39.46% | 37.42%  | 40.64% | 39.10%  | 40.18% | 41.26% |
| 海澜之家 | 营业收入（亿元） | 174.21 | 137.68  | 151.33 | 133.05  | 158.05 | 178.66 |
|      | 同比       |        | -20.97% | 9.91%  | -12.08% | 18.79% | 13.04% |
|      | 毛利率      | 40.34% | 35.99%  | 40.02% | 38%     | 39%    | 40%    |

|        |           | 2019A  | 2020A   | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|--------|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
|        | 直营店数量     | 357    | 486     | 727    | 891    | 1071   | 1121   |
|        | 加盟店及其他数量  | 5241   | 5057    | 4945   | 4841   | 4850   | 4855   |
|        | 门店总数量     | 5598   | 5543    | 5672   | 5732   | 5921   | 5976   |
|        | 单店营收 (万元) | 311.20 | 248.39  | 266.80 | 232.12 | 266.94 | 298.97 |
|        | 单店营收同比    |        | -20.18% | 7.41%  | -13%   | 15%    | 12%    |
| 圣凯诺    | 营业收入 (亿元) | 21.68  | 20.71   | 22.60  | 21.47  | 24.69  | 28.39  |
|        | 同比        |        | -4.47%  | 9.13%  | -5%    | 15%    | 15%    |
|        | 毛利率       | 49.91% | 52.73%  | 51.55% | 52%    | 53%    | 54%    |
| 其他品牌收入 | 营业收入 (亿元) | 18.02  | 16.06   | 20.42  | 20.66  | 26.22  | 31.50  |
|        | 同比        |        | -10.88% | 27.15% | 1.2%   | 26.9%  | 20.2%  |
|        | 毛利率       | 28.97% | 38.48%  | 44.12% | 45%    | 46%    | 47%    |
|        | 直营店数量     | 302    | 319     | 388    | 499    | 550    | 580    |
|        | 加盟店及其他数量  | 1354   | 1519    | 1592   | 1610   | 1680   | 1750   |
|        | 门店总数量     | 1656   | 1838    | 1980   | 2109   | 2230   | 2330   |
|        | 单店营收 (万元) | 108.82 | 87.38   | 103.13 | 97.97  | 117.57 | 135.21 |
|        | 单店营收同比    |        | -19.70% | 18.03% | -5%    | 20%    | 15%    |
| 其他收入   | 营业收入 (亿元) | 5.79   | 5.14    | 7.53   | 8.66   | 9.53   | 10.48  |
|        | 同比        |        | -11.23% | 46.50% | 15%    | 10%    | 10%    |
|        | 毛利率       | 6.74%  | 10.89%  | 11.02% | 10.0%  | 10.5%  | 11.0%  |

资料来源：公司公告，wind，申港证券研究所

## 4.2 盈利预测

我们预计 2022-2024 年公司营业收入分别为 183.84/218.49/249.04 亿元，同比增长-8.94%/18.84%/13.98%；2022-2024 年公司归母净利润分别为 21.08/27.82/36.91 亿元，同比增长-15.39%/31.99%/32.67%；当前市值对应 2022-2024 年 PE 分别为 13.38X/10.14X/7.64X。

## 4.3 估值

选取同样为男装行业的森马服饰、报喜鸟、七匹狼作为可比公司。采用 Wind 一致预期，可比公司 2023 年 PE 均值为 14.12 倍，最高值为 15.68 倍，最低值为 11.93 倍。考虑到海澜之家发力直营店和线上渠道，新品牌发展可期，绝对男装龙头优势，但市占率仍有较大成长空间，我们给予 2023 年海澜之家 PE 为 14 倍，目标价格 9.02 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表3：海澜之家可比公司估值表

| 证券代码      | 公司简称 | 当前股价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS   |       |       | PE    |       |       |
|-----------|------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |             |             | 2022E | 2023E | 2024E | 2022E | 2023E | 2024E |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 6.00        | 161.65      | 0.26  | 0.41  | 0.52  | 23.48 | 14.75 | 11.62 |
| 002154.SZ | 报喜鸟  | 5.10        | 74.43       | 0.35  | 0.43  | 0.51  | 14.58 | 11.93 | 10.00 |
| 002029.SZ | 七匹狼  | 5.84        | 44.13       | 0.32  | 0.37  | 0.42  | 18.02 | 15.68 | 13.86 |
|           | 均值   |             |             | 0.31  | 0.40  | 0.48  | 18.69 | 14.12 | 11.83 |

资料来源：Wind，申港证券研究所

## 5. 风险提示

**市场增速放缓&行业竞争加剧风险：**后疫情时代，若局部疫情反复，居民消费意愿

与消费能力复苏受阻，服装消费作为可选消费受到更为明显的影响。另外，消费群体个性化需求不断升级，消费方式呈现多元化，行业竞争持续加剧，行业内出现其他定位相似的男装品牌则会抢占海澜之家的市占率。

**品牌的培育风险：**公司还有其他童装、女装、家居品牌，并且为 HEAD 服饰在中国的独家授权商，品牌前期培育时间长，投入的推广费用较大，且不能确定培育后是否成功。

**存货管理及跌价风险：**公司规模大，存货包含公司总部仓库的备货以及门店尚未实现销售的货品，同时主品牌海澜之家的产品销售两季，导致公司的存货规模较大，相应存货管理成本较高。公司存货中附不可退货条款的货品，如市场环境发生变化或竞争加剧，可能引发变现出现困难或跌价的风险。

**商誉减值风险：**公司并购投资的项目，存在未来计提商誉减值的风险。

**盈利预测中假设偏离真实情况的风险：**我们主要基于门店数量、单店营收增速及毛利率变化的假设对公司未来业绩预测。若实际经营情况不及假设条件，则盈利预测结果将与真实情况出现偏差。对于 2023 年业绩，我们用占比最大的海澜之家营收预测举例，

- ◆ 若单店营收同比增速较假设下降 1pct，则归母净利润下降 0.16 亿元（0.57pct）。
- ◆ 若海澜之家品牌毛利率较假设下降 1pct，则归母净利润下降 1.17 亿元（4.19pct）。

表4: 公司盈利预测表

| 利润表         |         | 单位:百万元 |         |        |        |             | 资产负债表 |  | 单位:百万元 |       |       |       |       |
|-------------|---------|--------|---------|--------|--------|-------------|-------|--|--------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2020A   | 2021A  | 2022E   | 2023E  | 2024E  |             |       |  | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 营业收入        | 17959   | 20188  | 18384   | 21849  | 24904  | 流动资产合计      |       |  | 20206  | 23214 | 23294 | 25231 | 27543 |
| 营业成本        | 11238   | 11983  | 11195   | 13070  | 14628  | 货币资金        |       |  | 10516  | 12768 | 13116 | 14127 | 15963 |
| 营业税金及附加     | 118     | 131    | 119     | 142    | 162    | 应收账款        |       |  | 972    | 1023  | 1007  | 1137  | 1228  |
| 营业费用        | 2403    | 3252   | 3493    | 3933   | 3985   | 其他应收款       |       |  | 617    | 567   | 516   | 613   | 699   |
| 管理费用        | 1251    | 994    | 1103    | 1311   | 1494   | 预付款项        |       |  | 333    | 353   | 330   | 385   | 431   |
| 研发费用        | 83      | 124    | 184     | 284    | 374    | 存货          |       |  | 7416   | 8120  | 7975  | 8594  | 8817  |
| 财务费用        | 28      | 6      | -2      | -2     | -2     | 其他流动资产      |       |  | 139    | 178   | 162   | 193   | 220   |
| 资产减值损失      | -569    | -563   | -368    | -437   | -498   | 非流动资产合计     |       |  | 7462   | 8292  | 7723  | 7227  | 6706  |
| 公允价值变动收益    | 8       | 10     | 9       | 10     | 10     | 长期股权投资      |       |  | 0      | 0     | 20    | 20    | 20    |
| 投资净收益       | 9       | 47     | 42      | 50     | 57     | 固定资产        |       |  | 3661   | 3349  | 2871  | 2394  | 1918  |
| 营业利润        | 2282    | 3250   | 2757    | 3663   | 4892   | 无形资产        |       |  | 857    | 1017  | 964   | 916   | 873   |
| 营业外收入       | 38      | 36     | 37      | 37     | 37     | 商誉          |       |  | 914    | 783   | 783   | 783   | 783   |
| 营业外支出       | 20      | 29     | 25      | 27     | 26     | 其他非流动资产     |       |  | 15     | 9     | 8     | 10    | 11    |
| 利润总额        | 2299    | 3257   | 2769    | 3673   | 4903   | 资产总计        |       |  | 27668  | 31506 | 31017 | 32459 | 34249 |
| 所得税         | 581     | 856    | 728     | 966    | 1289   | 流动负债合计      |       |  | 10835  | 12650 | 12730 | 13692 | 15273 |
| 净利润         | 1718    | 2401   | 2041    | 2707   | 3614   | 短期借款        |       |  | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益      | -67     | -91    | -67     | -75    | -77    | 应付账款        |       |  | 5448   | 6769  | 6748  | 7162  | 8416  |
| 归属母公司净利润    | 1785    | 2491   | 2108    | 2782   | 3691   | 预收款项        |       |  | 5      | 6     | 5     | 6     | 7     |
| EBITDA      | 2714    | 4224   | 3333    | 4235   | 5459   | 一年内到期的非流动负债 |       |  | 358    | 606   | 848   | 933   | 1027  |
| EPS (元)     | 0.41    | 0.58   | 0.49    | 0.64   | 0.85   | 非流动负债合计     |       |  | 2939   | 3767  | 3054  | 3327  | 3233  |
| 主要财务比率      |         |        |         |        |        | 长期借款        |       |  | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
|             | 2020A   | 2021A  | 2022E   | 2023E  | 2024E  | 应付债券        |       |  | 2490   | 2626  | 2888  | 3177  | 3495  |
| 成长能力        |         |        |         |        |        | 负债合计        |       |  | 13774  | 16417 | 15784 | 17018 | 18507 |
| 营业收入增长      | -18.26% | 12.41% | -8.94%  | 18.84% | 13.98% | 少数股东权益      |       |  | 193    | 102   | 35    | -40   | -117  |
| 营业利润增长      | -45.41% | 42.42% | -15.17% | 32.88% | 33.53% | 实收资本 (或股本)  |       |  | 4320   | 4320  | 4320  | 4320  | 4320  |
| 归属于母公司净利润增  | -44.42% | 39.60% | -15.39% | 31.99% | 32.67% | 资本公积        |       |  | 887    | 913   | 913   | 913   | 913   |
| 获利能力        |         |        |         |        |        | 未分配利润       |       |  | 9146   | 10278 | 10416 | 10599 | 10841 |
| 毛利率(%)      | 37.42%  | 40.64% | 39.10%  | 40.18% | 41.26% | 归属母公司股东权益合计 |       |  | 13701  | 14987 | 18522 | 18805 | 19184 |
| 净利率(%)      | 9.56%   | 11.89% | 11.10%  | 12.39% | 14.51% | 负债和所有者权益    |       |  | 27668  | 31506 | 31017 | 32459 | 34249 |
| 总资产净利润(%)   | 6.45%   | 7.91%  | 6.80%   | 8.57%  | 10.78% | 现金流量表       |       |  |        |       |       |       |       |
| ROE(%)      | 13.02%  | 16.62% | 11.38%  | 14.80% | 19.24% |             |       |  | 2020A  | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 偿债能力        |         |        |         |        |        | 经营活动现金流     |       |  | 2830   | 4361  | 2308  | 2721  | 4628  |
| 资产负债率(%)    | 50%     | 52%    | 51%     | 52%    | 54%    | 净利润         |       |  | 1718   | 2401  | 2041  | 2707  | 3614  |
| 流动比率        | 1.86    | 1.84   | 1.83    | 1.84   | 1.80   | 折旧摊销        |       |  | 404    | 968   | 579   | 574   | 570   |
| 速动比率        | 1.18    | 1.19   | 1.20    | 1.22   | 1.23   | 财务费用        |       |  | 28     | 6     | -2    | -2    | -2    |
| 营运能力        |         |        |         |        |        | 应付账款减少      |       |  | -199   | -50   | 15    | -130  | -91   |
| 总资产周转率      | 0.63    | 0.68   | 0.59    | 0.69   | 0.75   | 预收账款增加      |       |  | -811   | 1     | -1    | 1     | 1     |
| 应收账款周转率     | 21      | 20     | 18      | 20     | 21     | 投资活动现金流     |       |  | -440   | -676  | -569  | 413   | 107   |
| 应付账款周转率     | 3.17    | 3.31   | 2.72    | 3.14   | 3.20   | 公允价值变动收益    |       |  | 8      | 10    | 9     | 10    | 10    |
| 每股指标 (元)    |         |        |         |        |        | 长期股权投资减少    |       |  | 1      | 0     | -20   | 0     | 0     |
| 每股收益(最新摊薄)  | 0.41    | 0.58   | 0.49    | 0.64   | 0.85   | 投资收益        |       |  | 9      | 47    | 42    | 50    | 57    |
| 每股净现金流(最新摊) | 0.17    | 0.46   | 0.08    | 0.23   | 0.43   | 筹资活动现金流     |       |  | -1676  | -1677 | -1390 | -2124 | -2898 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 3.17    | 3.47   | 4.29    | 4.35   | 4.44   | 应付债券增加      |       |  | 117    | 135   | 263   | 289   | 318   |
| 估值比率        |         |        |         |        |        | 长期借款增加      |       |  | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| P/E         | 15.93   | 11.26  | 13.38   | 10.14  | 7.64   | 普通股增加       |       |  | -100   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| P/B         | 2.06    | 1.88   | 1.52    | 1.50   | 1.47   | 资本公积增加      |       |  | -565   | 26    | 0     | 0     | 0     |
| EV/EBITDA   | 7.57    | 4.42   | 5.65    | 4.30   | 3.07   | 现金净增加额      |       |  | 713    | 2008  | 348   | 1010  | 1836  |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师介绍

孔天祯，上海财经大学学士，美国东北大学硕士，曾有美国股票市场和国内债券市场研究经验，善于挖掘消费行业投资机会，2021 年加入申港证券，现任轻工纺织行业分析师。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人独立研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处，不受任何第三方的影响和授意。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，**任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效**。市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

申港证券股份有限公司（简称“本公司”）是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性和完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

申港证券研究所已力求报告内容的客观、公正，但报告中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者不应单纯依靠本报告而取代自身独立判断，应自主作出投资决策并自行承担投资风险，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载资料、意见及推测仅反映申港证券研究所于发布本报告当日的判断，本报告所指证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会产生波动，在不同时期，申港证券研究所可能会对相关的分析意见及推测做出更改。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头寸并进行交易，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。

本报告仅面向申港证券客户中的专业投资者，本公司不会因接收人收到本报告而视其为当然客户。本报告版权归本公司所有，未经事先许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如转载或引用，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、发布、转载和引用者承担。

## 行业评价体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

|    |                                     |
|----|-------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上     |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上     |

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

|    |                                     |
|----|-------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上    |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间  |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上     |