

## 品牌+渠道+产品多维发力，国民品牌布局后疫情时代

2022年05月01日

► **公司发布 2021 年及 2022Q1 财报。** 1). 根据公司财报，2021 年公司实现营收 201.88 亿元/YoY+12.41%，完成归母净利润 24.91 亿元/YoY+39.60%，净经营性现金流 43.61 亿元/YoY+99.94%，基本 EPS 为 0.58 元/YoY+23.40%；2). 拆分单季度看，2021Q4 公司实现营收 60.32 亿元/YoY-2.40%，归母净利润约为 4.44 亿元/YoY-10.25%，净经营性现金流为 21.80 亿元/YoY-22.57%；3). 2022Q1：一季度公司营收约为 52.12 亿元/YoY-5.15%，实现归母净利润 7.23 亿元/YoY-14.17%，基本 EPS 为 0.17 元/YoY-15.00%，毛利率约为 45.26%/YoY-2.36pcts，归母净利率约为 13.87%/YoY-1.46pcts。

► **分品牌来看，海澜之家主品牌收入稳健增长，圣凯诺盈利能力较优。** 2021 年海澜之家系列实现主营业务收入 151.33 亿元/YoY+9.91%，占总收入比重约为 74.96%/YoY-1.71pcts，毛利率约为 40.01%/YoY+4.03pcts。此外，圣凯诺系列实现收入 22.60 亿元/YoY+9.14%，毛利率约 51.57%/YoY-1.14pcts。未来公司仍将围绕“多品牌、多品类、集团化”战略，从产品、渠道、营销等多维度发力巩固品牌认知度，优化数字化和智能化供应链体系，提高消费者忠诚度和粘性。

► **分渠道来看，线上渠道增速亮眼，线下渠道毛利率持续提高。** 2021 年线上渠道销售额为 27.26 亿元/YoY+32.98%，7 年间 CAGR 为 38.99%；线上渠道销售毛利率为 36.19%/YoY-2.28pcts 线上渠道毛利率下降或与公司近期发力线上渠道，强化品牌数据化营销能力，投入更多成本有关。2021 年线下渠道销售额为 167.09 亿元/YoY+8.54%，毛利率为 42.71%/YoY+4.54pcts，线下渠道销售额恢复进程有限主要系 2021 年局部疫情时有反复导致出行限制、线下门店停业所致，毛利率提升主要受益于公司近年来加快布局直营门店，直营店盈利能力较加盟店相对较强，而直营店占比提升也将带动线下渠道整体毛利率提高。

► **分产品来看，裤子销售额占比较高，T 恤衫和西服毛利率相对优秀。** 2021 年公司销售裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/夹克衫/针织衫/其他服饰收入分别为 40.73/25.71/18.50/21.89/12.82/14.91/9.39/50.40 亿元。毛利率分别为 38.59%/43.10%/34.28%/36.76%/43.11%/35.96%/34.82%/51.34%。受 2022 年一二季度国内疫情的影响，预计公司上半年产品销售或受到一定影响，预计下半年国内疫情控制平稳后，公司销售将迎来有序复苏。

► **投资建议：**公司作为国内服装行业龙头企业，受益于国潮消费和经济内循环新趋势以及自身品牌知名度壁垒、高效供应链、多品牌全品类覆盖和完善的销售渠道网络，在疫情扰动平稳后有望在销量修复和产品提价两个维度实现持续增长。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 26.9/29.4/32.1 亿元，对应 PE 分别为 8x/8x/7x，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**疫情反复超预期风险，行业竞争加剧风险等。

## 盈利预测与财务指标

| 项目/年度           | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元）       | 20188 | 21840 | 23883 | 26083 |
| 增长率（%）          | 12.4  | 8.2   | 9.4   | 9.2   |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 2491  | 2686  | 2942  | 3207  |
| 增长率（%）          | 39.6  | 7.8   | 9.5   | 9.0   |
| 每股收益（元）         | 0.58  | 0.62  | 0.68  | 0.74  |
| PE              | 9     | 8     | 8     | 7     |
| PB              | 1.5   | 1.3   | 1.1   | 0.9   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价）

## 推荐

首次评级

当前价格：

5.21 元



分析师：刘文正

执业证号：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证号：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

研究助理：童嘉伟

执业证号：S0100122010007

电话：18895665750

邮箱：tongjiawei@mszq.com

# 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 海澜之家：品牌矩阵多元定位，换帅带来新面貌 .....</b>  | <b>3</b>  |
| 1.1 公司简介：三十余年锐意进取，成就国民服装品牌 .....      | 3         |
| 1.2 股权结构：股权结构稳定，创始人家族控股超五成 .....      | 6         |
| 1.3 管理层概况：管理团队经验丰富，新鲜血液带来新气象 .....    | 6         |
| 1.4 财务概况：不断增加研发投入，疫情后公司发展向好 .....     | 7         |
| <b>2 业务概况：产品齐全渠道多元，疫后经营逐渐修复 .....</b> | <b>9</b>  |
| 2.1 业务介绍：品牌矩阵差异定位，产品实现全品类覆盖 .....     | 9         |
| 2.2 收入拆分：业务结构基本稳定，稳中求变孕育新机遇 .....     | 10        |
| 2.3 经营数据：疫情影响主要产品销量，门店扩张增速放缓 .....    | 13        |
| <b>3 盈利预测与估值分析 .....</b>              | <b>16</b> |
| 3.1 盈利预测假设及业务拆分 .....                 | 16        |
| 3.2 估值分析与投资建议 .....                   | 20        |
| <b>4 风险提示 .....</b>                   | <b>21</b> |
| <b>插图目录 .....</b>                     | <b>23</b> |
| <b>表格目录 .....</b>                     | <b>23</b> |

# 1 海澜之家：品牌矩阵多元定位，换帅带来新面貌

## 1.1 公司简介：三十余年锐意进取，成就国民服装品牌

以服装为主业，历经粗纺起家、精纺发家、服装当家再到品牌连锁经营。海澜集团创始于 1988 年，起初从事以粗纺精纺为主的纺织制造业务，2002 年起公司决定从生产型企业转型为服务管理型企业，打造自有品牌海澜之家，并于此后 20 年间陆续推出了多个子品牌，2014 年海澜之家与凯诺科技股份有限公司完成资产重组上市，截至 2020 年 4 月公司在男装行业中以 4.7% 的市占率连续 6 年蝉联行业第一。目前，公司业务涵盖品牌服装经营以及职业服的生产和销售，品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等，公司已经完成从单一的海澜之家品牌到多元品牌发展的海澜之家服饰集团，覆盖了男装、女装、童装、职业装、家居服和家居用品 6 个细分领域，形成了完善的品牌矩阵。

图 1：公司旗下品牌矩阵



资料来源：公司官网，民生证券研究院

表 1：公司旗下品牌特点及定位(部分)

| 品牌                    | 品牌 LOGO                                                                                   | 品牌特色及定位                                                                                                                                                                                                       |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 海澜之家<br>(HLA)         | <br>国民品牌 | 公司旗下主要品牌，于 2002 年创立，定位国际化一站式男装零售品牌，致力于为 <b>20-45 岁的男性</b> 提供时尚的设计、优质的产品以及舒适的购物体验，紧跟全球流行的时尚元素，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。产品划分为商务、时尚、休闲三个系列，主要包括 T 恤、衬衫、裤子、西装、茄克衫等类别。海澜之家品牌定位快消品、生活必需品，倡导“ <b>高品位、中价位</b> ”的理念。 |
| 圣凯诺<br>(SANCANAL)     |          | 创立于上世纪 90 年代，定位于 <b>职业装团体定制</b> ，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，产品涵盖男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、风衣等全品类服饰，尤其以“精品西服”、“精品免烫衬衫”、“成衣免烫衬衫”等为代表的拳头产品。                                                |
| 海澜优选<br>(HEILAN HOME) |          | 海澜优选是公司旗下的 <b>全新生活方式类家居品牌</b> ，专注国民优质生活精选的一站式家居产品集合店，为消费者提供涵盖办公用品、化妆用品、餐桌用品、厨房用品、床上用品、护理用品、旅行用品、生活用品、服装类、运动类、食品类和家具用品十二大优选商品系列产品。                                                                             |
| OVV                   |          | 创立于 2017 年，以 <b>职场女性生活场景为设计出发点</b> ，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不费力、高性价比的高级成衣，打破沉闷的职场穿着。                                                                                                                 |
| 黑鲸<br>(HLA JEANS)     |        | 公司旗下 <b>专为都市新青年打造的快时尚男女装品牌</b> ，创立于 2017 年，为都市青年提供兼具设计感与性价比的时尚服饰产品，涵盖运动、街头、联名等系列的多元商品。品牌理念“我不是基本款，件件都有料”。 <b>面向 18-35 岁的泛 90 后城市新青年</b> 。黑鲸作为充满趣味性与创意灵感的年轻品牌，乐于与年轻人热衷的艺术、动漫、综艺、电竞等展开合作。                       |
| 男生女生<br>(HEY LADS)    |        | 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， <b>目标群体为 0 至 16 岁的孩子</b> ，定位高品质高性价比，倡导“ <b>买得起的时尚、超值的产品</b> ”，打造一站式全品类儿童时尚、休闲服                                                                                                |
| 英氏<br>(YeeHoO)        |        | 公司 2017 年入股、2019 年控股的童装品牌。旗下自有品牌“YeeHoO 英氏”自 1995 年创立以来，始终 <b>专注 0-3 岁婴幼儿生活必需品，并延伸至 6 岁成长所需</b> 。定位高端高品质，秉承“纯、柔、净、美”的产品哲学，产品线主要覆盖婴童内衣、外出服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类，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。           |

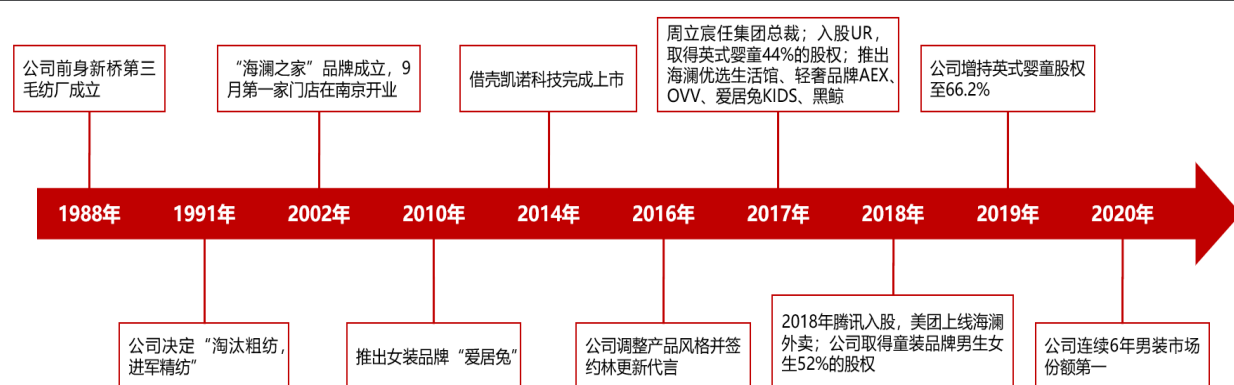
资料来源：海澜之家官网，公司财报，民生证券研究院

我们梳理了公司的发展历程，可以分为以下三个阶段：

**1). 纺织为主业的生产型企业(1988-2001 年)**：公司前身为新桥第三毛纺厂，从创立之初就坚定以服装为主业的经营理念，公司以粗纺业务起家后，在粗纺行业繁荣阶段果断选择转型精纺业务，前瞻性地捕捉到行业变革机遇，为后续创建品牌奠定基础。

**2). 转型服装销售管理型企业(2002-2014 年)**：2002 年公司做出重要决策，即打造和运营自有品牌，从生产型企业转型为服务管理型企业，品牌命名为“海澜之家”，同年 9 月公司第一家门店海澜之家南京中山北路店开业，公司以“高品质、中价位”的定位、统一的加盟连锁品牌形象、独特的超市自选式购衣模式迅速打响品牌，占领国内男装市场。2014 年公司与凯诺科技股份有限公司进行资产重组后完成上市，成为中国服装行业龙头公司之一。

**3). “平台+品牌”连锁经营模式(2015 年-至今):** 公司长期深耕男装领域, “男人的衣柜”广告语已深入人心, 成为中国男装行业国民品牌。与此同时, 公司孵化黑鲸、男生女生等多个子品牌, 向全品类、多品牌延伸, 采用“平台+品牌”的连锁经营模式, 打造服装产业链战略联盟, 实现平台模式商业化。截至 2020 年公司已连续 6 年蝉联国内男装市占率第一。2020 年以来创始人周建平之子周立宸接任公司董事长、总经理, 为公司带来新气象, 2020 年 10 月公司签约周杰伦为形象代言人, 使得公司品牌在年轻人心目中的认可度进一步提升。

**图 2：公司发展历程**


资料来源：公司官网，公司财报，民生证券研究院

**表 2：公司获得主要荣誉及成就**

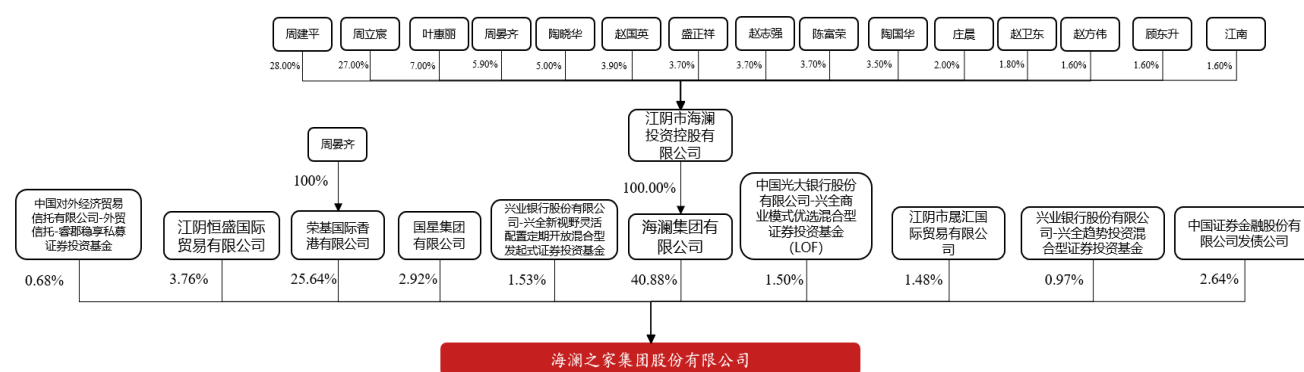
| 年份          | 品牌荣誉及成就                                                                                           |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004 年      | 终端零售总额突破 1 亿元。                                                                                    |
| 2004-2006 年 | 中国服装品牌年度大奖中荣获营销大奖和潜力大奖。                                                                           |
| 2013 年      | 终端零售总额突破 120 亿元。                                                                                  |
| 2014 年起     | 海澜之家连续三季赞助《奔跑吧兄弟》，并推出跑男明星同款；联合《了不起的挑战》《最强大脑》《蒙面唱将》《欢乐喜剧人》《火星情报局》、《单身战争》等综艺节目，对接年轻消费群体，打造出“综艺男人装”。 |
| 2015 年      | 根据标准普尔发布的统计数据“全球市值最高服饰公司 25 强”显示，海澜之家以约合 94.98 亿美元的市值排在第 14 名，超过 PRADA、BURBERRY 等品牌。              |
| 2014-2015 年 | 在胡润品牌榜上，海澜之家连续两年位居中国服装家纺品牌第一名，品牌价值突破百亿，在该年度中国服装品牌中 A 股市值排行第一。                                     |
| 2016 年      | 终端零售总额近 300 亿元                                                                                    |
| 2019 年      | 获评艾媒金榜发布的《2019 中国国产服装品牌排行榜》TOP10；《汇桔网·2019 胡润品牌榜》海澜之家以 70 亿元品牌价值排名第 141；“2019 胡润最具价值民营品牌”第 75 位。  |
| 2020 年      | 《2020 年中国最具价值品牌 100 强》榜单排名第 53 位；获评艾媒金榜发布的《2020 年 11 月中国羽绒服品牌线上发展排行榜单 TOP15》TOP4。                 |
| 2020 年      | 推出线上奥莱店，首次活动取得“2 小时破亿，3 天破两亿”的销售记录。                                                               |
| 2021 年      | 被评为“中国职业装十大领军企业”；获 2020-2021 年度童装产业年度“最具价值品牌奖”、CCFW 第五届中国十大童装品牌、2020 年度全国服装标准化技术委员会标准化工作特殊贡献奖。    |

资料来源：公司官网，公司财报，民生证券研究院

## 1.2 股权结构：股权结构稳定，创始人家族控股超五成

公司股权结构稳定，实控人及一致行动人持股过半。截至 2022Q1，公司创始人、实控人兼前董事长周建平通过直接和间接方式共持有公司 11.65%的股权，周建平之女周晏齐通过江阴海澜和荣基国际间接持有公司 28.05%的股权，周建平之子周立宸通过直接和间接方式共持有公司 11.17%的股权。2020 年周立宸接任公司董事长，2021 年接任公司法人代表。

图 3：公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.3 管理层概况：管理团队经验丰富，新鲜血液带来新气象

公司高管团队稳定，均长期在公司任职。公司高管团队成员在公司任职多年，对公司业务和行业发展有非常深入的了解。2020 年起，公司创始人之子周立宸接任公司总经理，为公司注入新鲜血液，带来年轻化发展思路。

表 3：公司高管团队履历(部分)

| 姓名  | 职位        | 履历                                                                                                                                                                                                                            |
|-----|-----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 周建平 | 创始人(前董事长) | 曾任江阴飞马水城餐饮管理有限公司执行董事、总经理，海澜之家品牌管理有限公司执行董事，海澜之家集团股份有限公司董事长，圣凯诺服饰有限公司执行董事；现任江阴市海澜投资控股有限公司、海澜集团有限公司董事长兼总经理，江阴海澜新产业投资有限公司、江阴海澜马文化发展有限公司、江阴蓝海投资有限公司、江阴金汇投资有限公司、江阴恒邦华茂国际贸易有限公司、江阴恒隆国际贸易有限公司执行董事兼总经理，安徽泰能新能源科技有限公司、南景海宜星能科技股份有限公司董事。 |
| 周立宸 | 董事长、总经理   | 曾任海澜之家品牌管理有限公司总经理；现任中国服装协会第七届理事会副会长，江苏省青年企业家联合会副会长，江苏省总商会第十一届理事会副会长，江苏省青年联合会委员，公司董事长，海澜之家国际商业（香港）有限公司董事。                                                                                                                      |
| 顾东升 | 执行董事、总经理  | 曾在江苏省长江驳运公司工作，曾任海澜集团有限公司投资部经理、海澜之家品牌管理有限公司总经理；现任公司董事、总经理，海澜之家品牌管理有限公司、江阴海澜之家投资有限公司、江阴海澜之家国际商业有限公司执行董事兼总经理。                                                                                                                    |
| 钱亚萍 | 董事、财务总监   | 曾任江阴海澜之家服饰有限公司财务总监；现任公司董事、财务总监，海澜之家国际商业（香港）有限公司、湖州男生女生品牌管理有限公司董事。                                                                                                                                                             |
| 许庆华 | 董事、副总经理   | 曾任公司董事会秘书，现任公司董事、副总经理，英氏婴童用品有限公司、湖州男生女生品牌管理有限公司                                                                                                                                                                               |

#### 司董事

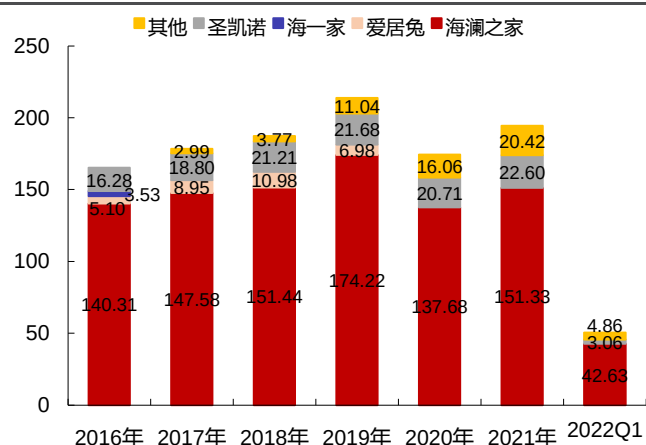
|     |          |                                                                                                                                                             |
|-----|----------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 汤勇  | 董事、董事会秘书 | 曾任喀什星盟同慧信息科技有限公司董事，东吴基金管理有限公司董事，上海瀚银信息技术有限公司董事，上海翰鑫信息科技有限公司董事，上海威嘉生物科技有限公司董事，张家港幸福蓝海影城有限公司董事，江阴蓝海投资有限公司监事，上海海澜投资管理有限公司执行董事兼总经理；现任上海兰卫医学检验所股份有限公司董事，公司董事会秘书。 |
| 黄凯  | 董事、财务总监  | 在海澜集团有限公司财务部任职，现任公司董事。                                                                                                                                      |
| 谈龙英 | 监事会主席    | 曾在江阴海澜之家供应链管理有限公司商品中心任职，现任公司监事会主席。                                                                                                                          |

资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 1.4 财务概况：不断增加研发投入，疫情后公司发展向好

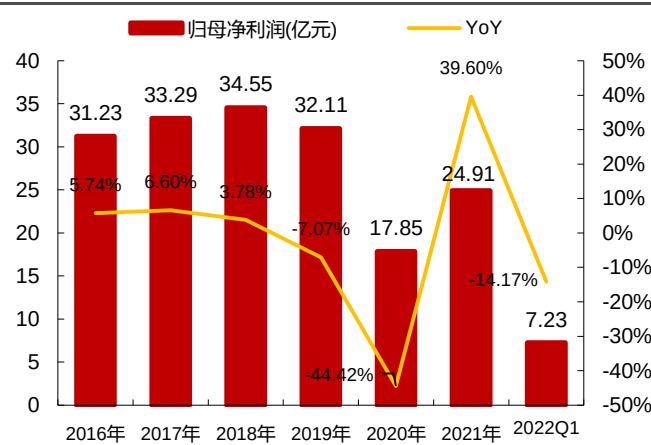
**公司营收持续增长，海澜之家主品牌收入占比较高。**2017-2019 年，公司营收分别为 182.00/190.90/219.70 亿元，同比增长 7.06%/4.89%/15.09%。2020 年服装行业受新冠疫情冲击明显，公司营收下降至 179.59 亿元/YoY-18.26%。2021 年疫情整体好转后公司业务逐渐好转，营收恢复至 201.88 亿元/YoY+12.41%；归母净利润约为 24.91 亿元/YoY+38.60%。分品牌来看，2021 年公司旗下海澜之家/圣凯诺/其他品牌收入分别为 151.33/22.60/20.42 亿元，同比增长 9.91%/9.14%/27.14%。到 2022Q1 公司营收约为 52.12 亿元/YoY-5.15%，归母净利润约为 7.23 亿元/YoY-14.17%。

图 4：2016 年-2022Q1 公司各品牌营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：2016 年-2022Q1 公司归母净利润变化情况

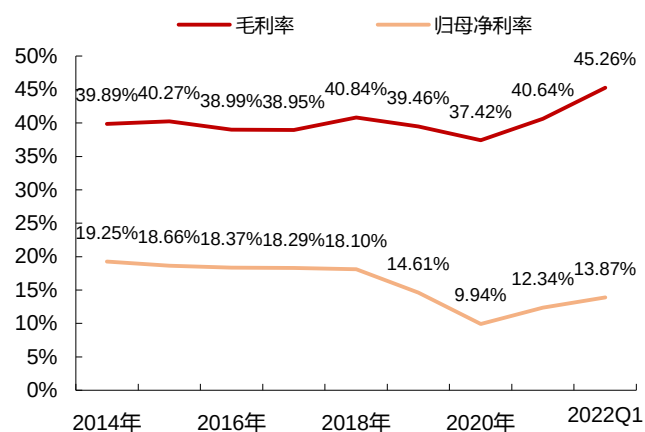


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**公司盈利能力逐渐回升，销售费用率增长明显。**2018-2020 年由于经济增长放缓、出口承压、疫情冲击等因素影响，服装行业整体环境下行，公司盈利能力也受到影响，2018-2020 年公司毛利率分别为 40.84%/39.46%/37.42%，归母净利率分别为 18.10%/14.61%/9.94%。疫情后公司业绩带来盈利能力回暖，2021 年公司毛利率/归母净利率分别为 40.64%/12.34%，同比提高 3.22pcts/2.40pcts。根据公司 2022 年一季报中的数据，2022Q1 公司毛利率/归母净利率分别为 45.26%/13.87%，较 2021 年全年环比持续提高。2021 年公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 17.35%/6.10%/0.68%/0.62%，同比变化

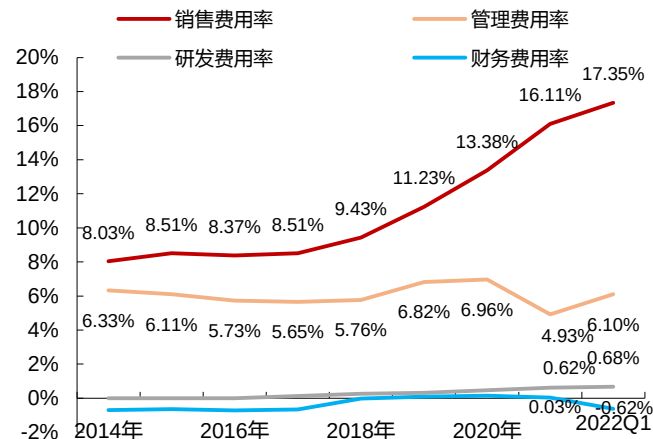
+2.73pcts/-2.04pcts/+0.15pcts/-0.12pcts，公司目前正积极拓宽线上线下全渠道销售网络，因此销售费用率有较明显增长。

图 6：2016-2020 年公司毛利率/净利率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：2016-2020 年公司期间费用率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 2 业务概况 :产品齐全渠道多元 ,疫后经营逐渐修复

### 2.1 业务介绍：品牌矩阵差异定位，产品实现全品类覆盖

深耕男装领域的同时，不断拓展品牌矩阵。公司在成立之初，就提出要打造民族服装的自主名牌，采用连锁零售的模式，销售男性服装、配饰与相关产品。此后，公司通过收购、自建等方式进军职业装、女装、童装等市场，目前，公司旗下共有7个子品牌，涵盖男装、女装、童装、职业装、潮流服饰、家居生活等领域，目标客户设计0-45岁的高跨度年龄人群。

表4：公司旗下主要产品图(部分)

| 产品类型 | 主要产品种类                    | 产品展示                                                                                                                                                                      |
|------|---------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 男装   | 裤子、T恤衫、帽子等                |                                                                                        |
| 职业装  | 男女士西服、西裤、马甲、裙子、衬衫等        |                                                                                       |
| 生活家居 | 办公用品、餐桌用品、厨房用品、床上用品、护理用品等 |   |
| 女装   | 裙装、针织衫、外套、配饰等             |   |

童装 全品类儿童服装、服饰用品

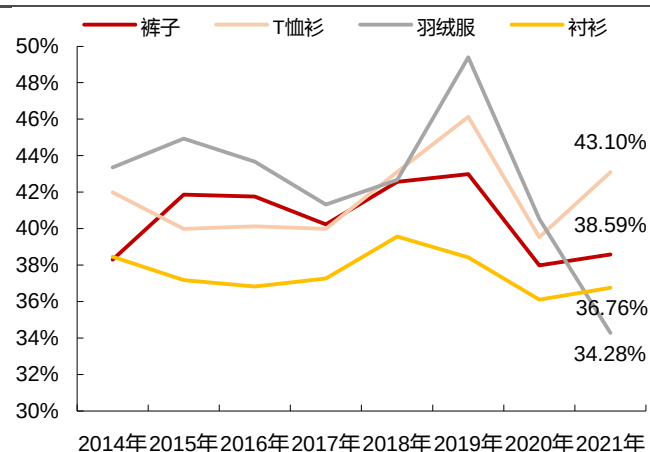


资料来源：海澜之家官方旗舰店，公司公告，民生证券研究院

## 2.2 收入拆分：业务结构基本稳定，稳中求变孕育新机遇

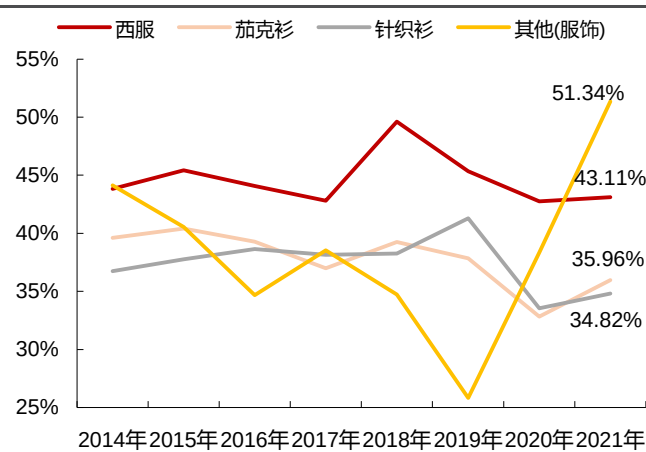
拆分产品来看，2021 年公司销售裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/夹克衫/针织衫/其他服饰，营收分别 40.73/25.71/18.50/21.89/12.82/14.91/9.39/50.40 亿元，与 2021 年同期相比，整体变化为+4.86%/+11.60%/-9.10%/+8.27%/-25.10%/+20.07%/+1.37%/+51.82%。各产品毛利率分别为 38.59%/43.10%/34.28%/36.76%/43.11%/35.96%/34.82%/51.34%，同比变化 +1.58%/+9.06%/-15.42%/+1.80%/+0.82%/+9.57%/+3.79%/+33.94%。

图 8：2014-2021 年公司销售的各产品毛利率情况

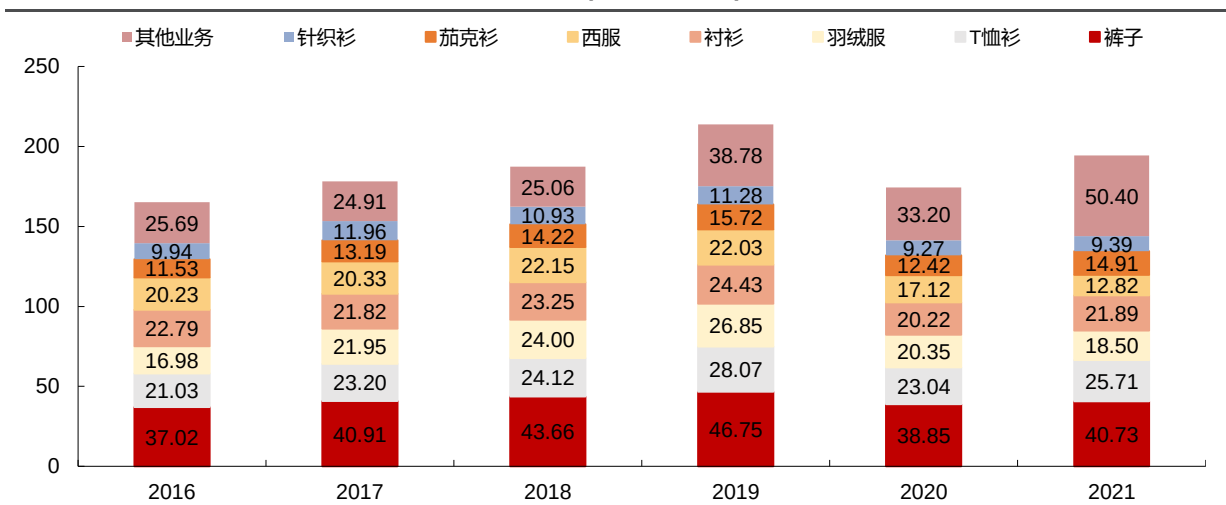


资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 9：2014-2021 年公司销售的各产品毛利率情况(续)

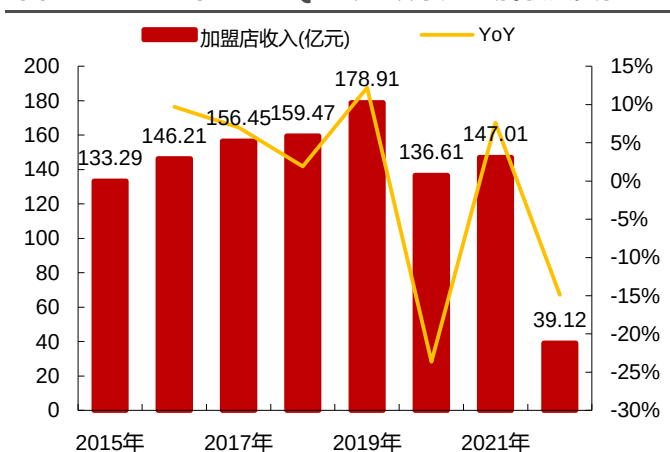


资料来源：公司公告，民生证券研究院

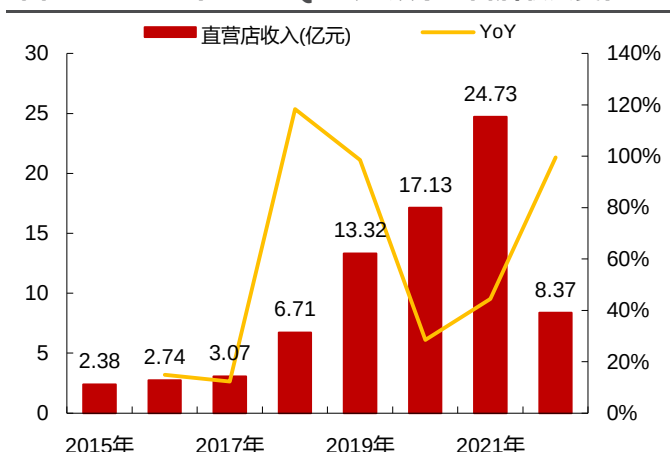
**图 10：2016-2021 年公司营收按产品划分情况(单位：亿元)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**分门店业态来看，加盟店为主要创收来源，直营店收入增速亮眼。**公司的新零售模式主要为托管加盟，加盟店收入占营收比重始终保持七成以上。2021 年公司直营店/加盟店收入分别为 24.73/147.01 亿元，同比增长 44.39%/7.62%，2022Q1 公司直营店/加盟店分别实现营收 8.37/39.12 亿元，同比变化 99.58%/-14.86%，直营店收入高增主要得益于公司持续优化线下门店布局结构，推进以购物中心为主的直营门店拓展。

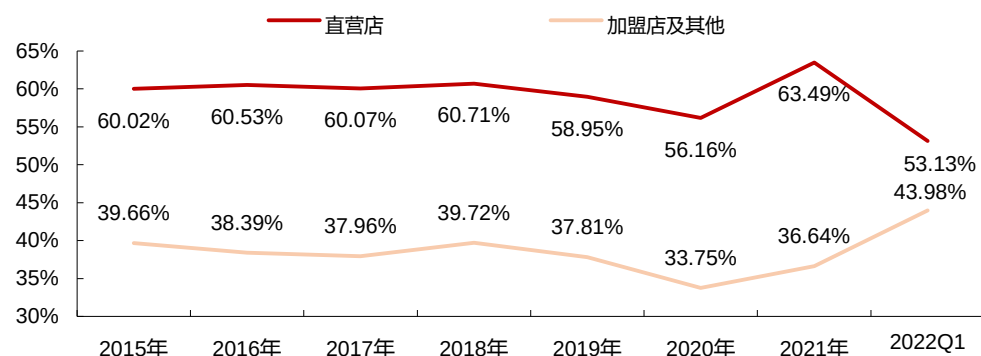
**图 11：2015 年-2022Q1 公司旗下加盟店收入变化**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 12：2015 年-2022Q1 公司旗下直营店收入变化**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

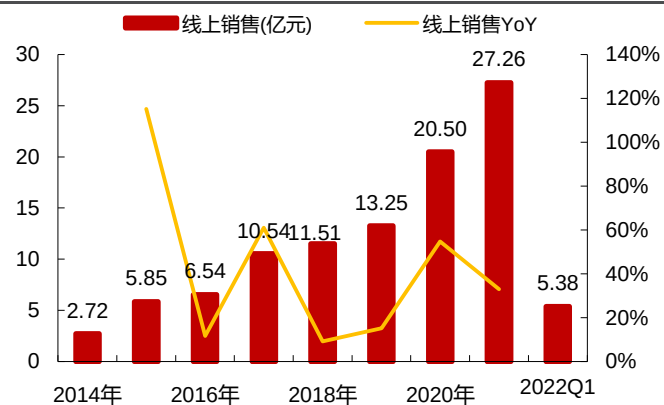
图 13：2016 年-2022Q1 公司不同门店业态的毛利率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

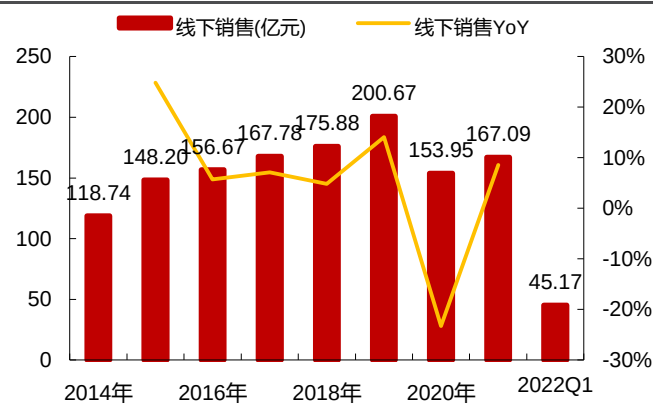
分销售渠道来看，线上销售营收大幅增长，销售毛利率出现边际修复倾向。公司不断拓展渠道，实现全渠道布局，顺应“Z世代”消费偏好，加大线上营销投入，打通线上销售网络。2021 年公司线上/线下销售分别实现营收 27.26/167.09 亿元，同比增长 32.98%/8.54%；2021 年线上线下渠道毛利率分别为 36.19%/42.71%，同比变化-5.93pcts/+11.89pcts。

图 14：2014 年-2022Q1 公司线上销售额变化



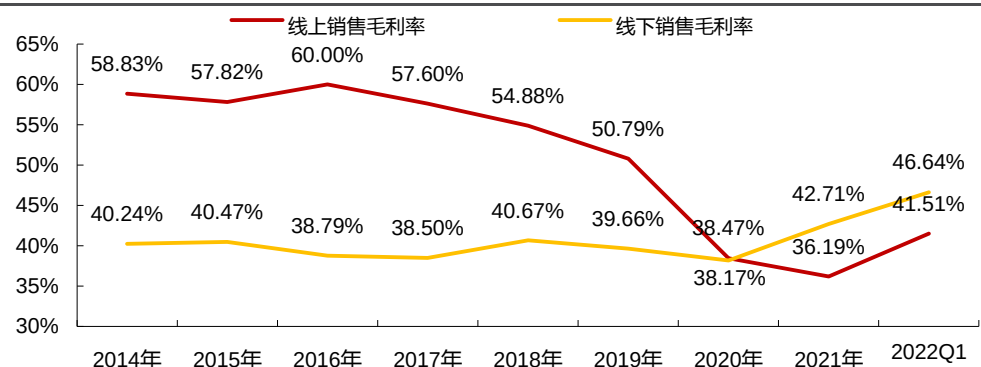
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：2014 年-2022Q1 公司线下销售额变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 16：2014 年-2022Q1 公司不同渠道毛利率

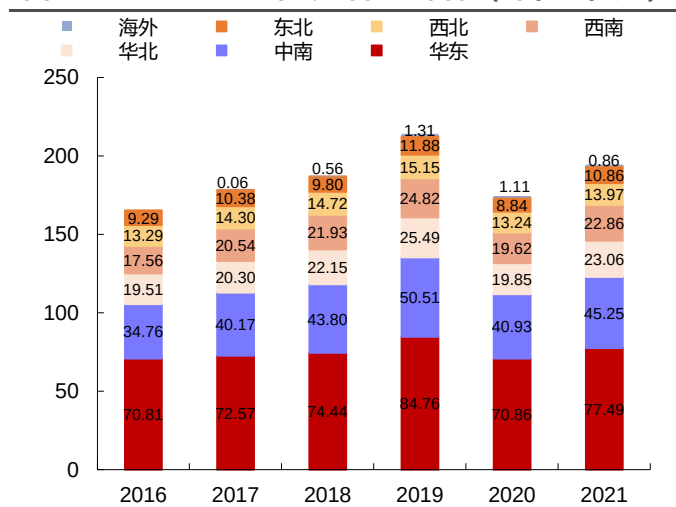


资料来源：公司公告，民生证券研究院

按地区划分,华东地区贡献收入占比最高,海外销售毛利相对较高。2021年,国内华东/中南/华北/西南/西北/东北六大地区,分别实现营收77.49/45.2/23.06/22.86/13.97/10.86亿元。

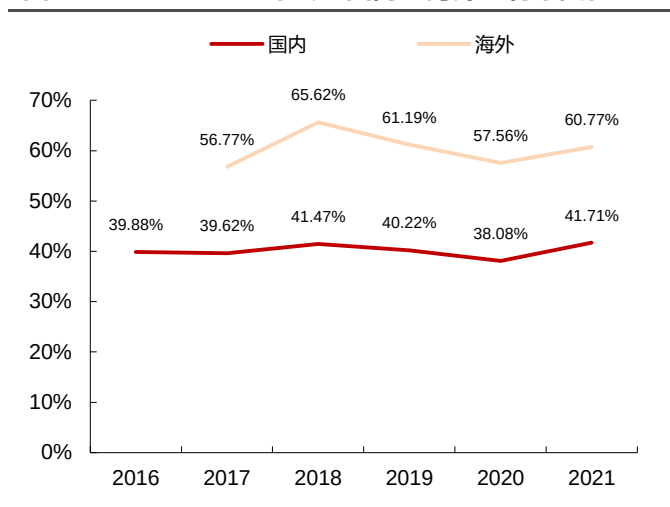
上述区域对应同比增长9.35%/10.55%/16.19%/16.48%/5.51%/22.91%,当年国内地区销售毛利率为41.71%/YoY+9.53pcts。受疫情影响,2021年海外营收为0.86亿元/YoY-22.22%,毛利率为60.77%/YoY+5.58pcts。

图 17：2016-2021 年公司各地区营收（单位：亿元）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 18：2016-2021 年公司国内和海外毛利率变化

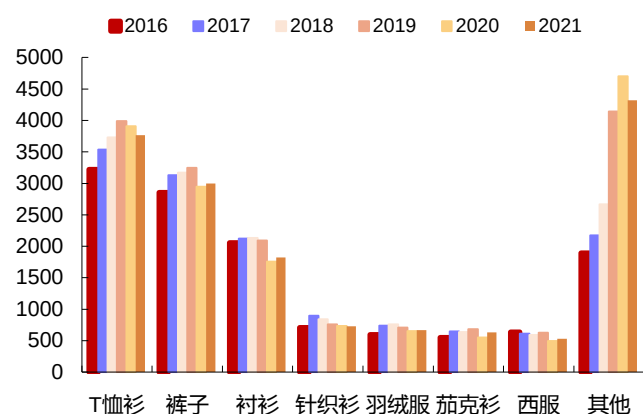


资料来源：公司公告，民生证券研究院

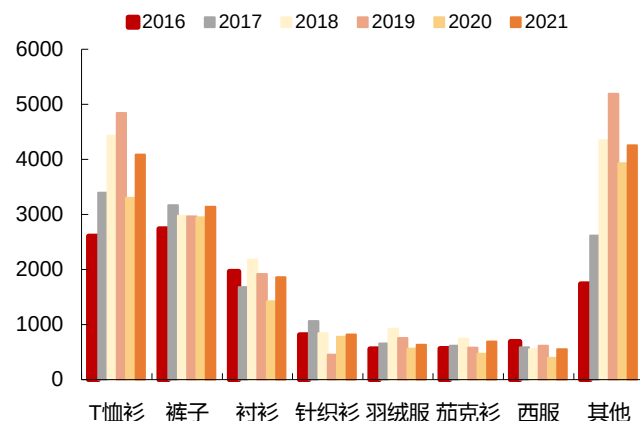
## 2.3 经营数据：疫情影响主要产品销量，门店扩张增速放缓

销量受疫情影响恢复有限,生产量不断调整。2021年公司产品销量有所恢复,T恤衫/裤子/衬衫/针织衫/羽绒服/茄克衫/西服/其他产品销售3767.65/2996.07/1824.25/726.86/665.13/633.98/532.20/4322.27万件,同比变化-3.66%/+1.61%/+3.73%/-0.73%/+1.77%/+15.02%/+7.98%/-8.06%,局部地区疫情的扰动对公司销售恢复产生了一定压制,部分产品销售出现下滑。

2021年公司各个产品类别中,各大类产品的生产量为4086.47/3138.87/1863.52/820.42/635.43/692.80/555.79/4260.21万件,同比增长23.77%/6.51%/30.52%/4.76%/12.08%/46.77%/40.52%/8.33%。

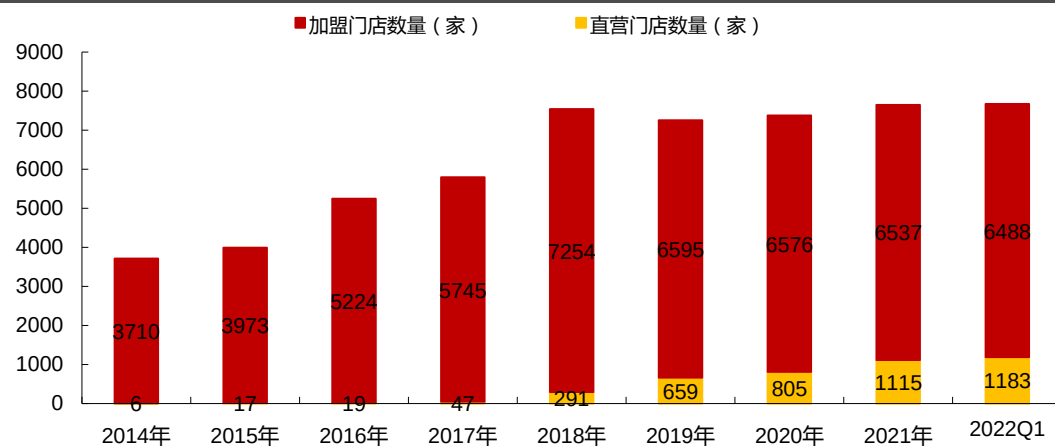
**图 19：2016-2020 年公司各产品销售量(单位:万件)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 20：2016-2021 年公司各产品生产量(单位:万件)**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

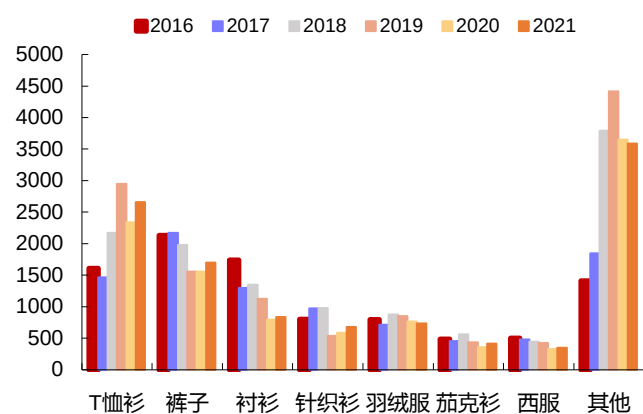
**公司整体门店数增速放缓，直营门店数量快速增加。**2019 年起公司加盟门店数量持续下降，直营门店数量不断增加。2021 年公司门店总数为 7652 家 /YoY+3.67%，其中直营店/加盟店分别为 115 家/6537 家，同比净变化+310/-39 家；2022Q1 公司直营店/加盟店分别为 1183/6488 家，环比净变化+68/-49 家。

**图 21：2014 年-2022Q1 公司直营及加盟门店数量**


资料来源：公司公告，民生证券研究院

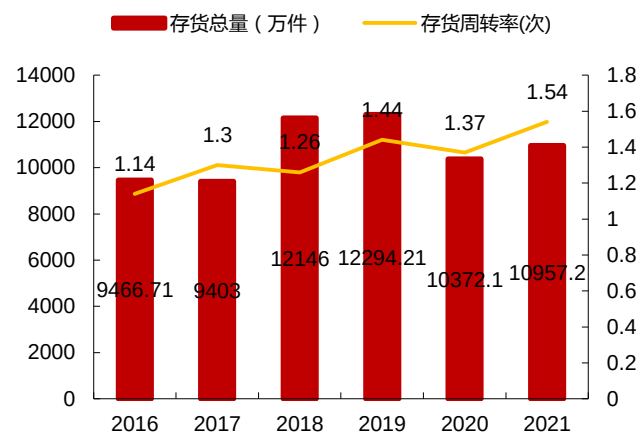
**公司产品库存量整体上升，存货周转率稳中有升。**2021 年公司 T 恤衫/裤子/衬衫/针织衫/羽绒服/茄克衫/西服/其他产品库存量分别为 2657.61/1697.77/833.57/679.96/736.08/415.04/349.84/3587.33 万件，同比变化+13.63%/+9.18%/+4.94%/+15.95%/-3.88%/+16.51%/+7.23%/-1.70%，总库存量为 10957.20 万件/YoY+5.64%。2016-2021 年公司存货周转率分别为 1.14/1.3/1.26/1.44/1.37/1.54 次，整体呈上升趋势。

图 22：2016-2021 年公司各产品库存量(单位:万件)



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 23：2016-2021 年公司库存总量及存货周转率变化



资料来源：公司公告，民生证券研究院

## 3 盈利预测与估值分析

### 3.1 盈利预测假设及业务拆分

针对公司服装业务，我们认为：

短期销售恢复进程承压，长期依靠品牌认知和完善的销售网络提振销量。公司作为国内领先的服装销售集团，旗下主品牌消费者认知度高，各子品牌依靠公司“平台+品牌”模式的赋能和自身良好的产品设计和质量未来亦有望实现良好增长。虽然 2022 年上半年国内局部地区疫情多点散发导致部分线下门店暂时性闭店以及线上销售物流运输受阻，但考虑公司建立了广泛的线上线下销售网络，未来在国内疫情控制平稳后仍将为旗下产品销售提供有力支撑。

预期下半年起服装需求迎来阶段性复苏，消费升级趋势下公司有望通过提价实现业绩增长。局部疫情的持续反复带来的旅行限制和社会面管控在较大程度上限制了人们外出的时间和场景，预计在 2022 年下半年疫情得到控制后将会迎来一波消费回暖，居民被压制的社交、出游、购物等多场景均会带来对服装的购物需求反弹，此时公司凭借优质的产品供给和品牌声量有望通过提价进一步促进业绩复苏。

因此针对各类产品的销量和单价我们做出如下假设：

2022 年公司裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰销量分别同比增长 1.00%/2.00%/3.00%/3.00%/5.00%/5.00%/3.00%/5.00%，销售单价分别同比增长 4.00%/6.00%/9.00%/4.00%/6.00%/4.00%/2.00%/4.00%；

2023 年公司裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰销量分别同比增长 2.00%/4.00%/4.00%/2.00%/3.00%/4.00%/4.00%/10.00%，销售单价分别同比增长 3.00%/5.00%/5.00%/4.00%/5.00%/3.00%/3.00%/5.00%；

2024 年公司裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰销量分别同比增长 2.00%/4.00%/3.00%/2.00%/3.00%/3.00%/4.00%/10.00%，销售单价分别同比增长 3.00%/5.00%/5.00%/3.00%/5.00%/3.00%/3.00%/5.00%。

**表 5：2022-2024 年公司分产品销量和单价预测假设**

| 预测假设       | 2019    | 2020    | 2021    | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 裤子销量(万件)   | 3244.65 | 2948.60 | 2996.07 | 3026.03 | 3086.56 | 3148.29 |
| 销量 YoY     | 2.26%   | -9.12%  | 1.61%   | 1.00%   | 2.00%   | 2.00%   |
| 裤子单价(元)    | 144.10  | 131.75  | 135.96  | 141.40  | 145.64  | 150.01  |
| 单价 YoY     | 4.72%   | -8.57%  | 3.19%   | 4.00%   | 3.00%   | 3.00%   |
| T 恤衫销量(万件) | 3989.94 | 3910.67 | 3767.65 | 3843.01 | 3996.73 | 4156.60 |
| 销量 YoY     | 6.97%   | -1.99%  | -3.66%  | 2.00%   | 4.00%   | 4.00%   |
| T 恤衫单价(元)  | 70.34   | 58.91   | 68.24   | 72.33   | 75.95   | 79.74   |
| 单价 YoY     | 8.77%   | -16.26% | 15.83%  | 6.00%   | 5.00%   | 5.00%   |
| 羽绒服销量(万件)  | 708.74  | 653.54  | 665.13  | 685.08  | 712.48  | 733.86  |

|            |         |         |         |         |         |         |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 销量 YoY     | -6.75%  | -7.79%  | 1.77%   | 3.00%   | 4.00%   | 3.00%   |
| 羽绒服单价(元)   | 378.79  | 311.34  | 278.09  | 305.89  | 321.19  | 337.25  |
| 单价 YoY     | 23.82%  | -17.81% | -10.68% | 10.00%  | 5.00%   | 5.00%   |
| 衬衫销量(万件)   | 2090.29 | 1758.58 | 1824.25 | 1878.97 | 1916.55 | 1954.88 |
| 销量 YoY     | -1.92%  | -15.87% | 3.73%   | 3.00%   | 2.00%   | 2.00%   |
| 衬衫单价(元)    | 116.86  | 114.96  | 119.98  | 124.78  | 129.77  | 133.67  |
| 单价 YoY     | 3.75%   | -1.63%  | 4.37%   | 4.00%   | 4.00%   | 3.00%   |
| 西服销量(万件)   | 626.80  | 492.87  | 532.20  | 558.81  | 575.58  | 592.84  |
| 销量 YoY     | 5.95%   | -21.37% | 7.98%   | 5.00%   | 3.00%   | 3.00%   |
| 西服单价(元)    | 351.53  | 347.29  | 240.88  | 252.93  | 265.58  | 278.85  |
| 单价 YoY     | -6.10%  | -1.20%  | -30.64% | 5.00%   | 5.00%   | 5.00%   |
| 茄克衫销量(万件)  | 684.87  | 551.18  | 633.98  | 665.68  | 692.30  | 713.07  |
| 销量 YoY     | 7.19%   | -19.52% | 15.02%  | 5.00%   | 4.00%   | 3.00%   |
| 茄克衫单价(元)   | 229.58  | 225.36  | 235.24  | 244.65  | 251.99  | 259.55  |
| 单价 YoY     | 3.14%   | -1.84%  | 4.39%   | 4.00%   | 3.00%   | 3.00%   |
| 针织衫销量(万件)  | 760.44  | 732.17  | 726.86  | 748.66  | 778.61  | 809.75  |
| 销量 YoY     | -9.68%  | -3.72%  | -0.73%  | 3.00%   | 4.00%   | 4.00%   |
| 针织衫单价(元)   | 148.37  | 126.55  | 129.23  | 131.81  | 135.77  | 139.84  |
| 单价 YoY     | 14.34%  | -14.70% | 2.11%   | 2.00%   | 3.00%   | 3.00%   |
| 其他服饰销量(万件) | 4140.61 | 4701.02 | 4322.27 | 4538.38 | 4992.22 | 5491.44 |
| 销量 YoY     | 55.12%  | 13.53%  | -8.06%  | 5.00%   | 10.00%  | 10.00%  |
| 其他服饰单价(元)  | 93.66   | 70.61   | 116.60  | 121.26  | 127.32  | 133.69  |
| 单价 YoY     | -0.22%  | -24.61% | 65.12%  | 4.00%   | 5.00%   | 5.00%   |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

此外，2019-2021 年公司其他业务收入分别为 5.78/5.14/7.53 亿元，同比增  
减+64.68%/-11.13%/+46.59%，公司其他业务包括材料销售，电、汽销售，租赁  
及其他，考虑到过去年份的增速，我们预测 2022-2024 年公司其他业务收入每年  
增速为 10%。由此，我们预计公司 2022-2024 年总收入分别为  
218.40/238.83/260.83 亿元，同比增长 8.18%/9.35%/9.21%。

**表 6：2022-2024 年公司分产品销量和单价预测假设**

| 预测假设       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 主营业务收入(万元) | 2139167.79 | 1744485.14 | 1943502.37 | 2101165.71 | 2297190.67 | 2508059.78 |
| 主营业务收入 YoY | 14.16%     | -18.45%    | 11.41%     | 8.11%      | 9.33%      | 9.18%      |
| 其他业务收入(万元) | 57801.08   | 51368.45   | 75301.19   | 82831.31   | 91114.44   | 100225.88  |
| 其他业务收入 YoY | 64.68%     | -11.13%    | 46.59%     | 10.00%     | 10.00%     | 10.00%     |
| 营业收入合计(万元) | 2196968.87 | 1795853.59 | 2018803.56 | 2223224.64 | 2430027.01 | 2646036.22 |
| 营业收入 YoY   | 15.09%     | -18.26%    | 12.41%     | 8.18%      | 9.35%      | 9.21%      |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**服装生产起家，扎根业内多年，成本把控有效。**公司以纺织业务起步，后转向服装销售，已形成“总部品牌管理-生产外包-总库物流-连锁销售”的运营管理模式，深耕纺织服装行业超 30 年让公司积累丰富产品产销经验，加之公司正大力拓展销售网络，对上游供货商议价能力相对较强。

因此针对**各类产品的平均单件造价**我们做出如下假设：

2022 年公司裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰单件造价分别同比增长 3.00%/6.00%/5.00%/5.00%/10.00%/4.00%/3.00%/13.00%；

2023 年公司裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰单件造价分别同比增长 2.00%/3.00%/1.00%/2.00%/2.00%/1.50%/2.00%/7.00%；

2024 年公司裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰单件造价分别同比增长 2.00%/4.00%/1.00%/2.00%/2.00%/1.50%/2.00%/6.00%。

**表 7：2022-2024 年公司分产品单件造价预测假设**

| 预测假设        | 2019   | 2020    | 2021    | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------------|--------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 裤子单件造价(元)   | 82.14  | 81.70   | 83.49   | 86.00  | 87.72  | 89.47  |
| 单件造价 YoY    | 3.95%  | -0.54%  | 2.20%   | 3.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| T 恤衫单件造价(元) | 37.89  | 35.63   | 38.83   | 41.16  | 42.39  | 44.09  |
| 单件造价 YoY    | 3.01%  | -5.98%  | 8.98%   | 6.00%  | 3.00%  | 4.00%  |
| 羽绒服单件造价(元)  | 191.72 | 185.14  | 182.76  | 191.90 | 193.82 | 195.76 |
| 单件造价 YoY    | 9.30%  | -3.43%  | -1.28%  | 5.00%  | 1.00%  | 1.00%  |
| 衬衫单件造价(元)   | 71.96  | 73.45   | 75.88   | 79.67  | 81.27  | 82.89  |
| 单件造价 YoY    | 5.70%  | 2.07%   | 3.31%   | 5.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| 西服单件造价(元)   | 192.12 | 198.79  | 137.03  | 150.73 | 153.75 | 156.82 |
| 单件造价 YoY    | 1.86%  | 3.47%   | -31.07% | 10.00% | 2.00%  | 2.00%  |
| 茄克衫单件造价(元)  | 142.70 | 151.39  | 150.64  | 156.67 | 159.02 | 161.40 |
| 单件造价 YoY    | 5.55%  | 6.08%   | -0.49%  | 4.00%  | 1.50%  | 1.50%  |
| 针织衫单件造价(元)  | 87.11  | 84.09   | 84.23   | 86.75  | 88.49  | 90.26  |
| 单件造价 YoY    | 8.71%  | -3.47%  | 0.16%   | 3.00%  | 2.00%  | 2.00%  |
| 其他服饰单件造价(元) | 69.47  | 43.55   | 56.73   | 64.11  | 68.59  | 72.71  |
| 单件造价 YoY    | 13.36% | -37.31% | 30.27%  | 13.00% | 7.00%  | 6.00%  |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

此外，2019-2021 年公司其他业务成本分别为 5.39/4.58/6.70 亿元，同比增减+58.61%/-15.17%/+46.49%，我们预测 2022-2024 年公司其他业务成本每年增速为 10.00%。由此，我们预计公司 2022-2024 年营业成本分别为 131.77/142.50/154.03 亿元，同比增长 9.96%/8.15%/8.09%。

**表 8：2022-2024 年公司分产品销量和单价预测假设**

| 预测假设       | 2019       | 2020       | 2021       | 2022E      | 2023E      | 2024E      |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 主营业务成本(万元) | 1276038.35 | 1078074.18 | 1131275.76 | 1243972.77 | 1343926.50 | 1451061.04 |
| 主营业务成本 YoY | 16.50%     | -15.51%    | 4.93%      | 9.96%      | 8.04%      | 7.97%      |
| 其他业务成本(万元) | 53948.83   | 45767.49   | 67043.97   | 73748.36   | 81123.20   | 89235.52   |
| 其他业务成本 YoY | 58.61%     | -15.17%    | 46.49%     | 10.00%     | 10.00%     | 10.00%     |
| 营业成本合计(万元) | 1329987.18 | 1123841.67 | 1198319.73 | 1317721.13 | 1425049.70 | 1540296.56 |
| 营业成本 YoY   | 17.77%     | -15.50%    | 6.63%      | 9.96%      | 8.15%      | 8.09%      |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

基于以上假设可计算出，分产品看 2022 年公司旗下裤子/T 恤衫/羽绒服/衬衫/西服/茄克衫/针织衫/其他服饰的毛利率预计分别为 39.18%/43.10%/36.69%/36.15%/40.41%/35.96%/34.18%/47.13%，其他业务毛利率为 10.97%。2022-24 年公司整体毛利率预计为 39.66%/40.33%/40.95%。

**表 9：2019-2024 年公司分产品毛利率情况(2022-2024 年为基于假设的预测值)**

| 预测假设         | 2019          | 2020          | 2021          | 2022E         | 2023E         | 2024E         |
|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 裤子毛利率        | 42.99%        | 37.99%        | 38.59%        | 39.18%        | 39.77%        | 40.35%        |
| T 恤衫毛利率      | 46.13%        | 39.52%        | 43.10%        | 43.10%        | 44.18%        | 44.72%        |
| 羽绒服毛利率       | 49.39%        | 40.53%        | 34.28%        | 36.69%        | 39.10%        | 41.42%        |
| 衬衫毛利率        | 38.43%        | 36.11%        | 36.76%        | 36.15%        | 37.38%        | 37.99%        |
| 西服毛利率        | 45.35%        | 42.76%        | 43.11%        | 40.41%        | 42.11%        | 43.76%        |
| 茄克衫毛利率       | 37.84%        | 32.82%        | 35.96%        | 35.96%        | 36.90%        | 37.81%        |
| 针织衫毛利率       | 41.29%        | 33.55%        | 34.82%        | 34.18%        | 34.82%        | 35.46%        |
| 其他(服饰)毛利率    | 25.83%        | 38.33%        | 51.34%        | 47.13%        | 46.13%        | 45.61%        |
| 其他业务毛利率      | 6.66%         | 10.90%        | 10.97%        | 10.97%        | 10.97%        | 10.97%        |
| <b>整体毛利率</b> | <b>39.46%</b> | <b>37.42%</b> | <b>40.64%</b> | <b>39.66%</b> | <b>40.33%</b> | <b>40.95%</b> |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

**多元渠道布局加速，持续优化经营效率。**公司推动终端营销渠道升级变革，不断优化线下门店的渠道布局，加大购物中心门店的拓展力度，加速线上线下全渠道的互通，构建起顺应新零售时代发展的营销网络体系。因此从费用率角度看我们认为公司在短期内因拓展线上线下渠道销售费用率会有所上升，2022-2024 年公司销售费用率预计为 17.52%/18.22%/18.22%；而管理费用率预期将随着管理效率提升有所下降，2022-2024 年公司管理费用率预计为 4.14%/3.88%/3.85%；研发费用率变动幅度基本平稳，2022-2024 年公司研发费用率预计为 0.49%/0.50%/0.51%。2022-2024 年公司整体期间费用率预计分别为 22.43%/22.88%/22.77%。

**表 10：2022-2024 年公司期间费用率假设**

| 预测假设  | 2019   | 2020   | 2021   | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 销售费用率 | 11.23% | 13.38% | 16.11% | 17.73% | 18.45% | 18.45% |
| 管理费用率 | 6.82%  | 6.96%  | 4.93%  | 4.16%  | 3.95%  | 3.87%  |
| 研发费用率 | 0.31%  | 0.46%  | 0.62%  | 0.50%  | 0.51%  | 0.52%  |
| 财务费用率 | 0.08%  | 0.15%  | 0.03%  | 0.03%  | -0.03% | -0.07% |
| 期间费用率 | 18.44% | 20.97% | 21.68% | 22.43% | 22.88% | 22.77% |

资料来源：公司公告，民生证券研究院预测

## 3.2 估值分析与投资建议

我们认为，经济内循环+消费升级大趋势推动和国潮消费逐渐兴起的背景下，公司作为深耕行业多年的国货服装领军品牌，依靠自身品牌认知度、产品设计和质量、全渠道销售网络的龙头优势，能够受益于需求回暖、消费意愿提升和产品提价的红利，实现后疫情时代经营的恢复和业绩提升。我们预测公司 2022-2024 年营业收入可达 218.40/238.83/260.83 亿元，同比增长 8.18%/9.35%/9.21%；归母净利润为分别为 26.86/29.42/32.07 亿元。可比公司当前市值对应 2021-2023 年的平均 PE 为 23x/20x/16x，而公司目前市值对应 2021-2023 年 PE 为 9x/8x/8x，处于估值低位，首次覆盖，给予“推荐”评级。

**表 11：可比公司 PE 数据对比**

| 股票代码      | 公司简称 | 收盘价<br>(元) | EPS (元) |       |       | PE (倍) |       |       |
|-----------|------|------------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           |      |            | 2021A   | 2022E | 2023E | 2021A  | 2022E | 2023E |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 22.39      | 1.13    | 1.41  | 1.76  | 20     | 16    | 13    |
| 603877.SH | 太平鸟  | 16.74      | 1.42    | 1.72  | 2.06  | 12     | 10    | 8     |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 6.06       | 0.55    | 0.62  | 0.71  | 11     | 10    | 9     |
| 002612.SZ | 朗姿股份 | 20.81      | 0.42    | 0.49  | 0.63  | 50     | 42    | 33    |
| 平均值       |      |            |         |       |       | 23     | 20    | 16    |
| 600398.SH | 海澜之家 | 5.21       | 0.58    | 0.62  | 0.68  | 9      | 8     | 8     |

资料来源：Wind，民生证券研究院；

注：可比公司数据采用 Wind 一致预期，股价为 2022 年 04 月 29 日收盘价

## 4 风险提示

**1). 疫情反复超预期风险：**疫情反复持续时长和波及范围超出预期，导致工厂生产受阻、门店持续停业、物流运输受阻影响公司经营，此外疫情持续反复传导至收入端可能对消费者购买力和消费意愿带来负面影响。

**2). 行业竞争加剧风险：**服装行业竞争加剧可能导致降价获取市场份额影响公司盈利能力，还可能导致存货积压影响公司存货周转情况和现金流稳健性。

### 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 20188 | 21840 | 23883 | 26083 |
| 营业成本      | 11983 | 13177 | 14250 | 15403 |
| 营业税金及附加   | 131   | 142   | 153   | 169   |
| 销售费用      | 3252  | 3873  | 4407  | 4812  |
| 管理费用      | 994   | 910   | 943   | 1010  |
| 研发费用      | 124   | 109   | 121   | 136   |
| EBIT      | 3320  | 3630  | 4009  | 4553  |
| 财务费用      | 6     | 6     | -7    | -19   |
| 资产减值损失    | -563  | -209  | -276  | -408  |
| 投资收益      | 47    | 60    | 70    | 51    |
| 营业利润      | 3250  | 3520  | 3860  | 4261  |
| 营业外收支     | 7     | 25    | 24    | 24    |
| 利润总额      | 3257  | 3545  | 3883  | 4285  |
| 所得税       | 856   | 886   | 971   | 1071  |
| 净利润       | 2401  | 2659  | 2912  | 3214  |
| 归属于母公司净利润 | 2491  | 2686  | 2942  | 3207  |
| EBITDA    | 4679  | 4066  | 4432  | 5074  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 12768 | 14822 | 17959 | 21336 |
| 应收账款及票据     | 1023  | 1019  | 1206  | 1285  |
| 预付款项        | 353   | 408   | 428   | 464   |
| 存货          | 8120  | 8762  | 9398  | 10172 |
| 其他流动资产      | 950   | 956   | 1088  | 1117  |
| 流动资产合计      | 23214 | 25966 | 30079 | 34375 |
| 长期股权投资      | 0     | 50    | 66    | 88    |
| 固定资产        | 3349  | 3132  | 2858  | 2599  |
| 无形资产        | 1017  | 1179  | 1256  | 1389  |
| 非流动资产合计     | 8292  | 8690  | 8869  | 9241  |
| 资产合计        | 31506 | 34656 | 38948 | 43617 |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 8245  | 8320  | 9240  | 10104 |
| 其他流动负债      | 4405  | 4712  | 5045  | 5429  |
| 流动负债合计      | 12650 | 13032 | 14285 | 15533 |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 3767  | 3767  | 3767  | 3767  |
| 非流动负债合计     | 3767  | 3767  | 3767  | 3767  |
| 负债合计        | 16417 | 16799 | 18053 | 19300 |
| 股本          | 4320  | 4320  | 4320  | 4320  |
| 少数股东权益      | 102   | 75    | 46    | 53    |
| 股东权益合计      | 15089 | 17857 | 20895 | 24316 |
| 负债和股东权益合计   | 31506 | 34656 | 38948 | 43617 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%)   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 12.41  | 8.18   | 9.35   | 9.21   |
| EBIT 增长率   | 44.46  | 9.33   | 10.45  | 13.57  |
| 净利润增长率     | 39.60  | 7.80   | 9.53   | 9.03   |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 40.64  | 39.66  | 40.33  | 40.95  |
| 净利润率       | 11.89  | 12.18  | 12.19  | 12.32  |
| 总资产收益率 ROA | 7.91   | 7.75   | 7.55   | 7.35   |
| 净资产收益率 ROE | 16.62  | 15.10  | 14.11  | 13.22  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 1.84   | 1.99   | 2.11   | 2.21   |
| 速动比率       | 1.17   | 1.29   | 1.42   | 1.53   |
| 现金比率       | 1.01   | 1.14   | 1.26   | 1.37   |
| 资产负债率 (%)  | 52.11  | 48.47  | 46.35  | 44.25  |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 18.49  | 17.03  | 18.43  | 17.98  |
| 存货周转天数     | 247.34 | 245.47 | 244.56 | 245.79 |
| 总资产周转率     | 0.64   | 0.63   | 0.61   | 0.60   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.58   | 0.62   | 0.68   | 0.74   |
| 每股净资产      | 3.49   | 4.13   | 4.84   | 5.63   |
| 每股经营现金流    | 1.01   | 0.68   | 0.88   | 1.01   |
| 每股股利       | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 9      | 8      | 8      | 7      |
| PB         | 1.5    | 1.3    | 1.1    | 0.9    |
| EV/EBITDA  | 2.92   | 2.86   | 1.91   | 1.01   |
| 股息收益率 (%)  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 2401  | 2659  | 2912  | 3214  |
| 折旧和摊销       | 1359  | 436   | 423   | 521   |
| 营运资金变动      | -28   | -417  | 128   | 129   |
| 经营活动现金流     | 4361  | 2953  | 3812  | 4378  |
| 资本开支        | -509  | -722  | -528  | -813  |
| 投资          | -203  | -85   | -49   | -56   |
| 投资活动现金流     | -676  | -747  | -508  | -818  |
| 股权募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -1677 | -153  | -167  | -183  |
| 现金净流量       | 2004  | 2054  | 3137  | 3378  |

## 插图目录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 图 1：公司旗下品牌矩阵.....                       | 3  |
| 图 2：公司发展历程.....                         | 5  |
| 图 3：公司股权结构.....                         | 6  |
| 图 4：2016 年-2022Q1 公司各品牌营收（单位：亿元）.....   | 7  |
| 图 5：2016 年-2022Q1 公司归母净利润变化情况.....      | 7  |
| 图 6：2016-2020 年公司毛利率/净利率变化.....         | 8  |
| 图 7：2016-2020 年公司期间费用率变化.....           | 8  |
| 图 8：2014-2021 年公司销售的各产品毛利率情况.....       | 10 |
| 图 9：2014-2021 年公司销售的各产品毛利率情况(续).....    | 10 |
| 图 10：2016-2021 年公司营收按产品划分情况(单位：亿元)..... | 11 |
| 图 11：2015 年-2022Q1 公司旗下加盟店收入变化.....     | 11 |
| 图 12：2015 年-2022Q1 公司旗下直营店收入变化.....     | 11 |
| 图 13：2016 年-2022Q1 公司不同门店业态的毛利率.....    | 12 |
| 图 14：2014 年-2022Q1 公司线上销售额变化.....       | 12 |
| 图 15：2014 年-2022Q1 公司线下销售额变化.....       | 12 |
| 图 16：2014 年-2022Q1 公司不同渠道毛利率.....       | 12 |
| 图 17：2016-2021 年公司各地区营收（单位：亿元）.....     | 13 |
| 图 18：2016-2021 年公司国内和海外毛利率变化.....       | 13 |
| 图 19：2016-2020 年公司各产品销售量(单位:万件).....    | 14 |
| 图 20：2016-2021 年公司各产品生产量(单位:万件).....    | 14 |
| 图 21：2014 年-2022Q1 公司直营及加盟门店数量.....     | 14 |
| 图 22：2016-2021 年公司各产品库存量(单位:万件).....    | 15 |
| 图 23：2016-2021 年公司库存总量及存货周转率变化.....     | 15 |

## 表格目录

|                                                      |    |
|------------------------------------------------------|----|
| 盈利预测与财务指标.....                                       | 1  |
| 表 1：公司旗下品牌特点及定位(部分).....                             | 4  |
| 表 2：公司获得主要荣誉及成就.....                                 | 5  |
| 表 3：公司高管团队履历(部分).....                                | 6  |
| 表 4：公司旗下主要产品图(部分).....                               | 9  |
| 表 5：2022-2024 年公司分产品销量和单价预测假设.....                   | 16 |
| 表 6：2022-2024 年公司分产品销量和单价预测假设.....                   | 17 |
| 表 7：2022-2024 年公司分产品单件造价预测假设.....                    | 18 |
| 表 8：2022-2024 年公司分产品销量和单价预测假设.....                   | 19 |
| 表 9：2019-2024 年公司分产品毛利率情况(2022-2024 年为基于假设的预测值)..... | 19 |
| 表 10：2022-2024 年公司期间费用率假设.....                       | 20 |
| 表 11：可比公司 PE 数据对比.....                               | 20 |
| 公司财务报表数据预测汇总.....                                    | 22 |

## 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。 | 公司评级 | 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“公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供公司境内客户使用。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个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，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，公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但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，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，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。本报告不构成公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。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公司客户。

本报告的版权仅归公司所有，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，均为公司的商标、服务标识及标记。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：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001