

600398.SH
买入

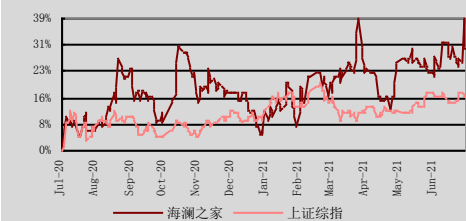
原评级: 买入

市场价格: 人民币 7.24

板块评级: 强于大市

本报告要点

- 增长潜力较大的男装行业龙头

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	19.3	6.1	5.8	33.8
相对上证指数	16.8	7.1	2.3	15.2

发行股数(百万)	4,320
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	31,274
3个月日均交易额(人民币 百万)	87
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
海澜集团有限公司	41

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券
以2021年7月1日收市价为标准

 中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

纺织服装: 服装家纺

纺织服装

证券分析师: 郝帅

(8610)66229231

shuai.hao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521030002

海澜之家

行业龙头战略转型, 新品牌未来成长可期

公司持续推进品牌多元化年轻化转型, 预计随着疫情恢复, 转型效果将凸显; 目前男装行业处于稳定增长阶段, 行业集中度有待提高, 同时海外品牌增长乏力, 利好国产男装龙头企业; 公司主品牌线上渠道发力提振业绩, 新品牌发展潜力大, 预计未来形成新的收入增长点, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 国民男装龙头战略调整升级, 服饰生活零售集团未来可期。公司作为国内男装行业龙头企业, 全面发展多元品牌矩阵, 以期实现“服饰生活零售集团”的战略转型。2020年公司实现营收180亿元, 归母净利润18亿元, 受疫情影响均出现小幅下降; 但在此期间, 公司门店总数达到7381家, 实现逆势增长, 公司盈利能力仍居行业前列, 预计随着疫情恢复以及转型效果凸显, 业绩反弹势头强劲。
- 男装行业集中度有待提高, 利好国产龙头品牌。据Euromonitor预计, 2020年男装行业市场规模为5107.85亿元, 预计未来增速稳定在4%左右; 目前海外品牌增长乏力, 国产男装企业品牌力、供应链等方面具备优势; 在竞争格局上, 男装行业较为分散, 2020年CR5为13.6%, 但未来头部品牌有望借助规模及品牌优势, 在全渠道持续发力, 从而男装行业集中度进一步提升。
- 主品牌线上渠道发力提振业绩, 新品牌进入快速增长周期。主品牌海澜之家品牌定位以及时尚设计方面均进行年轻化转型, 2020年线上渠道发力, 销售额达到20亿元, 同比增长54.68%, 占总收入比例达到11.75%, 线上收入进入高速增长时代。新品牌方面, 轻奢女装品牌OVV发展符合预期, 童装品牌男生女生与英氏婴童在客群年龄段与定价方面形成差异化布局, 增长潜力较大, 预计未来有望形成新的收入增长点。

盈利预测和估值

- 预计公司2021-2023年营收分别为220/252/283亿元, 净利润为30/35/39亿元, 对应EPS 0.69/0.80/0.89元/股, 当前股价对应2021E-2023E市盈率10.1/8.7/7.8倍。服装行业目前已基本摆脱疫情影响, 迎发展良机, 公司线上线下齐发力带动未来收入增长。维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫情复苏不及预期、市场竞争加剧、门店拓展不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	21970	17959	22004	25234	28315
变动(%)	15	(18)	23	15	12
净利润(人民币 百万)	3168	1718	2968	3480	3883
全面摊薄每股收益(人民币)	0.726	0.404	0.686	0.802	0.894
变动(%)	(5.5)	(44.4)	70.1	16.9	11.4
全面摊薄市盈率(倍)	9.5	17.5	10.1	8.7	7.8
价格/每股现金流量(倍)	9.2	11.3	12.6	8.4	10.1
每股现金流量(人民币)	0.78	0.64	0.57	0.86	0.72
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	5.0	3.7	3.5	3.1
每股股息(人民币)	0.068	0.079	0.135	0.157	0.175
股息率(%)	0.9	1.1	1.9	2.2	2.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

目录

“稳健增长+高分红”的男装龙头.....	5
多元化品牌矩阵，引领品牌年轻化转型.....	5
国民男装龙头企业，渠道数量逆市扩张.....	7
收入稳步攀升，盈利能力居行业前列.....	8
休闲男装格局分散，外资增速不及国牌.....	12
收入提高，理念转变，驱动男装行业规模增长.....	12
海外男装增长乏力，竞争不及国有品牌.....	12
男装竞争格局较为分散，行业集中度有提高趋势.....	13
主品牌线下筑底回升，线上持续发力创造新增长.....	14
主品牌线下业务拐点已至，新零售打造业务新生态.....	14
品牌年轻化方向转型，IP 跨界创造新增长点.....	14
线上发力提振业绩，多元化营销分享增长红利.....	16
各赛道多元布局，新品牌进入快速增长周期.....	18
拓展轻奢品牌，女装前景向好.....	19
双品牌完善童装布局，抓住市场成长机遇.....	19
盈利预测与估值.....	20
风险提示.....	21

图表目录

股价表现..... 1

投资摘要..... 1

图表 1. 公司 2021 年 Q1 业绩恢复较好..... 5

图表 2. 多品牌实现服装市场全覆盖..... 5

续 图表 2. 多品牌实现服装市场全覆盖..... 6

图表 3. 公司股权结构稳定..... 7

图表 4. 公司长期维持较高分红率..... 7

图表 5. 公司发展历程..... 8

图表 6. 公司门店数量持续增长..... 8

图表 7. 公司收入规模稳步增长..... 8

图表 8. 公司收入规模稳步增长（细化）..... 9

图表 9. 2020 年其他品牌收入高增长..... 9

图表 10. 公司毛利率水平稳定..... 9

图表 11. 公司毛利率与同业持平..... 9

图表 12. 公司销售费用增加拉高期间费用率..... 10

图表 13. 公司期间费用率低于同行业公司..... 10

图表 14. 公司净利率略有下降..... 10

图表 15. 公司净利率水平位于行业前列..... 10

图表 16. 公司存货水平近年来有下降趋势..... 11

图表 17. 公司各库龄段存货跌价准备计提标准..... 11

图表 18. 公司存货结构发生变动..... 11

图表 19. 我国男装行业整体规模稳定增长..... 12

图表 20. 居民人均可支配收入提高，人均衣着消费支出增加..... 12

图表 21. 国际品牌中国地区营收增速放缓..... 13

图表 22. 中国男装行业主要参与者市占率逐年提高..... 13

图表 23. 主品牌门店数略有下降..... 14

图表 24. “彩色牛仔裤”转型产品..... 15

图表 25. 官宣新代言人“周杰伦”..... 15

图表 26. 冠名综艺节目，提升品牌影响力..... 15

图表 27. 时尚多元化 IP 爆款..... 16

图表 28. IP 爆款带来流量新增长点..... 16

图表 29. 线上收入实现高增长..... 16

图表 30. 多元化线上渠道布局.....	17
图表 31. 2020 年 8 月奥莱店两小时销售破亿.....	17
图表 32. 线上业务相对同业增长空间较大.....	17
图表 33. 公司旗下其他品牌简介.....	18
图表 34. 新品牌收入保持高速增长, 渠道快速扩张.....	18
图表 35. 男生女生&英氏婴童差异化布局.....	19
图表 36. 公司收入拆分表.....	20
图表 37. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元).....	20
损益表(人民币 百万).....	22
资产负债表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
主要比率 (%).....	22

“稳健增长+高分红”的男装龙头

多元化品牌矩阵，引领品牌年轻化转型

聚焦主品牌，发展多元新品牌，业绩出现大幅回弹。公司始创于1997年，2014年上市，是一家主要从事品牌管理、供应链管理、营销网络管理的大型消费品牌运营平台公司。主品牌海澜之家成立于2002年，凭借“大众性价比男装”的品牌定位和“类直营”的经营模式实现了品牌知名度提升和渠道快速扩张，成为男装国民品牌，2020年7月入选中国品牌价值研究院发布的“2020年中国最具价值品牌100强”。目前公司旗下拥有包括海澜之家、圣凯诺、海澜优选生活馆、OVV、黑鲸、AEX、男生女生、英氏婴童。受疫情影响，公司2020年实现营业收入180亿元，同比下降18.26%，实现净利润18亿元，同比下降44.42%，但随着疫情恢复以及消费升级，公司2021Q1实现营业收入55亿元，同比增加42.77%，实现净利润8亿元，同比增加185.33%，反弹强劲，预计未来将加速改善。

图表 1. 公司 2021 年 Q1 业绩恢复较好

单位：亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
营业收入	170	182	191	220	180	55
Yoy(%)	-	7.06	4.89	15.09	(18.26)	42.77
净利润	31	33	35	32	18	8
Yoy(%)	-	6.60	3.81	(8.33)	(44.42)	185.33

资料来源：公司年报，中银证券

图表 2. 多品牌实现服装市场全覆盖

旗下品牌	简介	产品种类	目标人群	品牌形象
海澜之家	2002年创立，主打“高品位、中价位”的一站式男装品牌	大众性价比产品，分为为商务、时尚、休闲三个系列，包括T恤、衬衫、裤子、西装、茄克衫等类别	20-45岁男性	
圣凯诺	上世纪90年代创立的职业装团体定制品牌，采用自主生产经营模式	商务职业服饰，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，以“精品西服”、“精品机构、其他企事业单位员工”等为代表		

资料来源：公司官网，公司年报，中银证券

续 图表 2. 多品牌实现服装市场全覆盖

旗下品牌	简介	产品种类	目标人群	品牌形象
黑鲸	2017 年创立，为都市新青年打造的爱时尚男女装品牌	时尚服饰产品，涵盖运动、街头、联名等系列的多元商品	18-35 岁泛 90 后城市新青年	
OVV	2017 年创立，以职场女性的生活场景为设计出发点的高级成衣品牌	都市女性服饰，产品分为 NEW CLASSIC 新经典系列、SMART CASUAL 精致休闲系列、VACATION&EVENT 度假派对系列三大系列	25-45 岁都市时尚女性	
海澜优选	2017 年创立的一站式家居产品集合店	高性价比家居产品，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	向往优质生活的消费者	
男生女生	2018 年通过增资实现控股的一站式全品类儿童服饰品牌	高性价比童装，涵盖了服饰、鞋子、家居服、帽子、书包、袜子、内裤、围巾、手套、头饰等全品类产品	6 个月至 16 岁儿童	
英氏婴童	2017 年入股、2019 年实现在股的高端童装品牌	高品质婴童服饰，涵盖婴童内衣、外出服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类产品	0-6 岁婴童	

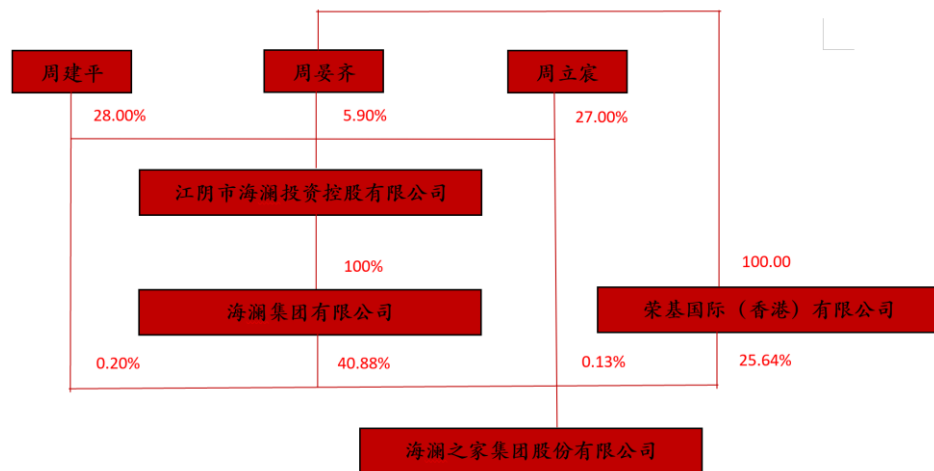
资料来源：公司官网，公司年报，中银证券

二代顺利接班，看好公司未来发展。目前，公司整体股权较为集中。**2020 年 11 月 25 日，周立宸正式接任公司董事长职务，经股权变更后，周建平仍为公司实际控制人。**二代顺利接班后，公司未来规划清晰，有望迎来新发展阶段。

子辈接任董事长，新思维引领品牌年轻化转型。公司董事长周建平已有 30 年以上的服装纺织行业经验；副董事长周立宸本科就读于清华大学金融专业，毕业两年后回归海澜之家，先后接手广告部、商品中心、信息中心和电子商务等部门，于 2020 年 11 月接任董事长职务，带领品牌实现年轻化转型，全面打造多元化品牌矩阵，有望用新思维为海澜之家带来全新的发展前景。

分红稳定，致力于回报股东。公司一直以来每年都积极地通过现金分红、股份回购的方式回馈投资者。公司于 2020 年 8 月 7 日实施第二期股份回购，使用资金总额为 6.91 亿元，公司 2020 年现金分红总额为 15.52 亿元，股票支付率为 86.98%，公司近五年分红率保持在 50% 以上。公司实施的现金分红与股份回购表明了未来的发展信心。

图表 3. 公司股权结构稳定



资料来源：公司官网，公司年报，中银证券

图表 4. 公司长期维持较高分红率

年份	2015	2016	2017	2018	2019	2020
现金分红总额 (亿元)	14.83	22.01	21.57	17.28	21.08	15.52
股利支付率 (%)	50.20	70.50	64.78	50.02	65.66	86.98

资料来源：公司年报，中银证券

国民男装龙头企业，渠道数量逆市扩张

国民男装品牌，开拓全品类时尚产品。公司于 1997 年成立于江苏省江阴市，深耕男装行业，领军品牌海澜之家成立于 2002 年，此后凭借独特的“类直营”经营模式实现线下渠道的快速扩张，2014 年上市，连续多年在国内男装行业市占率稳居第一。2017 年起，公司发展多元品牌矩阵，先后推出轻奢女装 OVV、童装和海澜优选家居业务等子品牌，产品品类从男装扩展至正装、女装、童装及家居，全面打造产业链战略联盟。2019 年，公司在培育新品牌的同时聚焦主品牌，进一步拓展东南亚市场，进行线下与线上全渠道发展。2020 年，公司巩固强化培育品牌，逐步完成“服饰生活零售集团”的战略转型，实现营业收入 180 亿元。

图表 5. 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司年报，中银证券

多元化品牌布局，门店数量逆市扩张。据国家统计局数据，2002年起，我国 GDP 保持高速增长，服装零售规模扩大，零售额增速由 2002 年的 10.2% 增至 2011 年的 25.1%，公司主品牌海澜之家通过渠道扩张快速占领市场，成为行业龙头。2012 年后，我国 GDP 增速放缓，服装行业销售也有所下降，行业进入去库存阶段，零售增速从 2012 年的 17.7% 回落降至 2016 年的 6.8%。期间，公司仍继续扩张渠道，2016 年主品牌海澜之家门店数达到 4237 家。2017 年终端消费需求回暖，服装行业调整基本完成。**公司在聚焦主品牌的同时发展多元品牌矩阵，进行年轻化转型，剥离爱居兔品牌，减少资源的低效投入并集中资源投向发展势头更好的新品牌，最终在疫情期间门店数量逆势增长。**公司 2020 年旗下所有品牌门店总数达到 7381 家（2019 年门店数为 7254 家），净增加 127 家。

图表 6. 公司门店数量持续增长

门店数量	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
海澜之家	3,348	3,517	4,237	4,503	5,097	5,598	5,543
爱居兔	269	306	630	1,050	1281	0	0
其他	99	167	376	239	295	1,656	1,838
合计	3,716	3,990	5,243	5,792	6,673	7,254	7,381

资料来源：公司年报，中银证券

收入稳步攀升，盈利能力居行业前列

品牌拉动，收入规模稳健增长。2013-2015 年，公司处于快速增长时期，实现业绩快速增长。2013 年实现营业收入 72 亿元，2014 年上市，2015 年营业收入同比增幅达到 28.30%。2016-2018 年，终端消费保持弱增长，公司收入增幅有所回落，复合增长率为 5.97%。**2019 年，公司推进全渠道布局，在终端消费放缓的背景下重回增长通道，营业收入达到 220 亿元，同比增长 15.09%，收入再创新高。**2020 年受疫情冲击，实现营业收入 180 亿元，同比下降 18.26%。

图表 7. 公司收入规模稳步增长

单位：亿元	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
营业收入	45	72	123	158	170	182	191	220	180
Yoy(%)	-	57.87	72.56	28.30	7.39	7.06	4.89	15.09	(18.26)

资料来源：公司年报，中银证券

加盟渠道为目前主要渠道，直营渠道收入高速增长。2015年以来，公司加盟渠道营业收入稳步增加，2019年营收达到179亿元，同比增加12.19%，在2020年出现小幅度下降，公司加盟渠道采取的是类直营模式经营，门店租金，费用由加盟商承担，加盟商将门店的内部管理委托公司负责，目前加盟店占比接近90%，仍为主要渠道；由于公司近年来大力拓展相对空白的购物中心渠道及培育新品牌，直营渠道数量迅速扩张，直营渠道收入在2020年达到17亿元，同比增长28.54%，占收入比重增至11.15%。

图表 8. 公司收入规模稳步增长（细化）

单位：亿元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
直营店	2	3	3	7	13	17
Yoy(%)	-	15.13	12.04	118.57	98.51	28.54
收入占比(%)	1.50	1.8	1.90	4.00	6.90	11.15
加盟及其他	133	146	156	159	170	137
Yoy(%)	-	9.69	7.00	1.93	12.19	(23.64)
收入占比(%)	98.25	98.2	98.1	96.00	93.10	88.85

资料来源：公司年报，中银证券

海澜之家系列销量增速略有波动，其他品牌快速扩张。受疫情影响，公司2020年营业收入增速为-18.26%。其中海澜之家系列品牌销售额同比下降20.97%，达到138亿元。圣凯诺品牌同样增速略有下降，而其他品牌（包括海澜优选、OVV、男生女生、英氏婴童等品牌）销售额达到16亿元，同比增长45.54%，收入占比由2019年的5.16%提升至9.21%。从盈利水平来看，2020年海澜之家系列品牌毛利率略微下降至35.99%，圣凯诺品牌以及其他品牌毛利率均有上升。

图表 9. 2020年其他品牌收入高增长

品牌	2020				2019		
	销售额	Yoy(%)	收入占比(%)	毛利率(%)	销售额	收入占比(%)	毛利率(%)
海澜之家系列	138	(20.97)	78.92	35.99	174.22	81.44	40.34
圣凯诺	21	(4.47)	11.87	52.71	21.68	10.13	49.90
其他品牌	16	45.54	9.21	38.48	11.04	5.16	37.00

资料来源：公司年报，中银证券

毛利率水平稳定在40%左右，与同行业公司持平。2014-2020年，公司毛利率基本保持在40%，毛利率水平位于可比服装品牌中的中等水平。2020年公司销售毛利率为37.42%，同比下降2.04pct，主要系公司受疫情影响导致营业收入和毛利率出现小幅下降，但基本稳定在40%。

图表 10. 公司毛利率水平稳定

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
毛利率(%)	39.89	40.27	38.99	38.95	40.84	39.46	37.42
同比变动	3.06pct	0.38pct	-1.28pct	-0.04pct	1.89pct	-1.38pct	-2.04pct

资料来源：公司年报，中银证券

图表 11. 公司毛利率与同业持平

毛利率(%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海澜之家	39.89	40.27	38.99	38.95	40.84	39.46
太平鸟	53.51	54.24	54.95	52.95	53.43	53.19
森马服饰	36.06	37.66	38.36	35.51	39.78	42.53

资料来源：公司年报，中银证券

销售费用投入占比持续增加，期间费用率低于同行业公司。2020年，公司销售费用为24.03亿元，同比略有下降，销售费用率为13.38%，同比增加2.15pct，主要系公司在报告期内增开直营门店，拉高销售费用。2020年公司管理费用率与财务费用与2019年相比基本稳定。与可比公司相比，由于公司采用“类直营”的经营模式，加盟商提供门店运营资金，公司无需承担门店经营开支，使得期间费用率也低于可比公司。

图表 12. 公司销售费用增加拉高期间费用率

单位：百万元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
销售费用	991.07	1,347.07	1,422.95	1,548.98	1,799.42	2,466.50	2403.40
占比(%)	8.03	8.51	8.37	8.51	9.43	11.23	13.38
管理费用	780.54	966.52	973.30	1,054.01	1,100.28	1,498.78	1250.61
占比(%)	6.33	6.11	5.73	5.79	5.76	6.82	6.96
财务费用	(87.23)	(100.35)	(120.91)	(120.43)	(3.80)	18.13	27.65
占比(%)	(0.71)	(0.63)	(0.71)	(0.66)	(0.02)	0.08	0.15

资料来源：公司年报，中银证券

图表 13. 公司期间费用率低于同行业公司

(%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海澜之家	13.44	13.98	13.38	13.64	15.17	18.13
太平鸟	37.34	39.71	43.54	42.22	42.57	43.13
森马服饰	13.65	14.38	18.13	19.32	19.19	25.66

资料来源：公司年报，中银证券

净利率略有下滑，但居于同行业公司前列。2020年公司销售净利率为9.56%，较2019年同期下降4.86pct，主要系增持英氏婴童股份至66.24%，取得控制权，确认净利润亏损，拉低净利率，此外公司加大新品培育力度，费用率提升所致。公司净利率在行业中处于较高水平。2014年以来，公司净利率基本保持在18%，高于太平鸟、森马服饰等可比公司，位于行业前列。

图表 14. 公司净利率略有下降

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
净利率(%)	19.28	18.66	18.37	18.29	18.10	14.42	9.56
同比变动	0.38pct	-0.62pct	-0.29pct	-0.08pct	-0.19pct	-3.68pct	-4.86pct

资料来源：公司年报，中银证券

图表 15. 公司净利率水平位于行业前列

(%)	2014	2015	2016	2017	2018	2019
海澜之家	19.28	18.66	18.37	18.29	18.10	14.42
太平鸟	8.62	9.03	6.67	6.34	7.27	6.85
森马服饰	13.35	14.20	13.15	9.40	10.70	7.93

资料来源：公司年报，中银证券

存货规模大但存货周转天数保持稳定，存货风险可控。公司存货周转天数轻微波动，基本保持在280天左右。2020年存货周转天数为263天，较2019年增加13天，主要为本期受新冠肺炎疫情影响，由于公司运营模式的特点，存货包含公司仓库的存货以及门店未实现销售的货品，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。但公司存货中包含附带可退货条款的货品，这部分存货不计提存货跌价准备，若未出售而积压两季度则可以原价退回给供应商，由供应商承担存货风险。另外，公司2020年存货中可退货商品首次达到60%，占比逐年增加，公司存货风险可控。

图表 16. 公司存货水平近年来有下降趋势

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
存货 (百万)	6,086.28	9,579.73	8,632.13	8,492.69	9,473.64	9,044.04	7416.38
Yoy(%)	-	57.40	(9.89)	(1.62)	11.55	(4.53)	(18.00)
占收入比重(%)	49.33	60.52	50.78	46.66	49.63	41.17	41.23
存货周转率	2.24	1.21	1.14	1.30	1.26	1.44	1.37
存货周转天数	161.02	298.24	316.08	277.44	286.35	250.62	263

资料来源: 公司年报, 中银证券

公司存货跌价准备计提标准符合行业水平。由于男装消费者对时尚潮流敏感度低于女装消费者, 过季商品折扣下降较慢, 因此男装品牌存货跌价准备计提比例普遍慢于女装品牌。公司对库龄在 2-3 年的存货计提 70% 的跌价准备, 对库龄在 3 年以上的存货按 100% 计提跌价准备, 计提标准与同行业男装品牌一致。

图表 17. 公司各库龄段存货跌价准备计提标准

各库龄段存货跌价准备计提标准	1 年以内	1-2 年	2-3 年	3 年以上	
海澜之家	0%	0%	70%	100%	
太平鸟	男装类、童装类	0%-0.5%	0.5%-3%	30%-50%	65%-85%
	女装类	0%-0.5%	20%-30%	70%-95%	70%-95%
歌力思	0%	50%	100%	100%	

资料来源: 公司年报, 中银证券

存货库龄结构发生变化, 库龄在 2 年以内的存货占比达到 6%。2015-2019 年, 公司存货中 1 年以内存货占比基本维持在 70% 左右, 2 年以上存货占比略微提升但不超过 2%。2020 年, 公司存货结构发生变动, 1 年以内存货占比下降至 60% 左右, 2 年以上存货比重上升至 6.58%。

图表 18. 公司存货结构发生变动

单位: 百万元	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1 年以内	7,948.27	5,952.49	6,655.14	6,540.04	5,933.24	4,146.45
占比(%)	84.72	70.76	80.36	74.25	70.55	59.77
1-2 年	1,421.37	2,384.24	1,553.71	2,154.89	2,318.06	2,334.23
占比(%)	15.15	28.34	18.76	24.46	27.56	33.65
2 年以上	11.9	75.6	72.87	113.49	158.25	456.82
占比(%)	0.13	0.90	0.88	1.29	1.88	6.58
合计	9,381.54	8,412.33	8,281.72	8,808.42	8,409.55	6,937.50

资料来源: 公司年报, 中银证券

休闲男装格局分散，外资增速不及国牌

收入提高，理念转变，驱动男装行业规模增长

我国男装行业整体规模稳定增长。根据欧瑞咨询统计数据，男装规模在 2003 年-2011 年间经历双位数高速增长，2012 年后增速放缓，目前已稳定在 4% 左右，处于稳定增长阶段。男装行业 2019 年市场规模达 5949.24 亿元，2020 年市场规模为 5107.85 亿元，已发展为纺织服装板块规模仅次于女装的第二大子行业。

图表 19. 我国男装行业整体规模稳定增长

单位: 亿元	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市场规模	3,895.75	4,225.29	4,528.83	4,703.18	4,917.24	5,120.26	5,377.45	5,725.93	5,949.24	5,107.85	5,779.44	5,955.20	6,158.28
同比增长(%)	13.0	8.5	7.2	3.8	4.6	4.1	5.0	6.5	3.9	(14.1)	13.2	3.0	3.4

资料来源: Euromonitor, 中银证券

男装行业市场规模增速背后驱动力是逐年提高的人均收入和转变的消费理念。1) 人均收入提高，居民在衣着方面消费增加：根据国家统计局数据，我国居民人均衣着消费支出在 2013 年-2020 年的年复合增长率达 2.59%；2) 消费者消费理念的转变：随着居民物质生活水平的提高，男性对男装在日常穿着、商务服饰等多场景用途有更多的需求，对产品面料、设计和功能也有着更高的要求；3) 服装品牌化对市场的渗透：各男装品牌的设计有着鲜明的品牌风格，在性价比、功能、高端服饰等各方面均具有各自的优势，引导消费者针对不同的需求进行消费。

图表 20. 居民人均可支配收入提高，人均衣着消费支出增加

单位: 元	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
居民人均可支配收入	18,311	20,167	21,966	23,821	25,974	28,228	30,733	32,189
Yoy(%)	-	10.14	8.92	8.44	9.04	8.68	8.87	4.74
居民人均消费支出	13,220	14,491	15,712	17,111	18,322	19,853	21,559	21,210
Yoy(%)	-	9.61	8.43	8.90	7.08	8.36	8.59	(1.62)
居民人均衣着消费支出	1,027	1,099	1,164	1,203	1,238	1,289	1,338	1,228
Yoy(%)	-	7.01	5.91	3.35	2.91	4.12	3.80	(8.22)

资料来源: 国家统计局, 中银证券

海外男装增长乏力，竞争不及国牌

2018 年起，海外男装销售增速大幅下滑。海外龙头品牌经过 2000-2010 年快速增长，目前在国际品牌影响力和完善的供应链等方面的比较优势逐渐减小，对国内品牌市场的份额侵蚀减弱。营收方面，除迅销外，H&M、ZARA、GAP 等品牌均曾降至低个位数增长甚至负增长，主要系国外品牌在一二线城市布局接近饱和、国内品牌竞争力逐步加强所致。因此在 2018-2019 年间，海外品牌退出中国市场或对中国区业务进行深度调整。以进驻我国的国际四大快时尚品牌 ZARA、优衣库、H&M 和 GAP 为例，其中 ZARA 母公司 INDITEX019 财年亚太地区营收增速放缓，同时部分二线快时尚品牌如 TOPSHOP、NEW LOOK 等也快步缩小在中国市场的营运规模，包括暂停网上商城，持续关店等，如 TOPSHOP、FOREVER21 分别于 2018、2019 年退出。

图表 21. 国际品牌中国地区营收增速放缓

单位: 亿元		2018	2019	2020
迅销 (中国)	规模	25	29	26
	增速(%)	26.96	14.26	(9.27)
H&M (中国)	规模	81	91	73
	增速(%)	(2.60)	12.25	(19.16)
INDITEX (全球)	规模	2005	2169	1565
	增速(%)	3.19	8.19	(27.87)
GAP (全球)	规模	1071	1058	891
	增速(%)	4.57	(1.19)	(15.77)

资料来源: 公司公告, 中银证券

男装竞争格局较为分散, 行业集中度有提高趋势

我国男装行业竞争格局较为分散, 但主要参与者市占率逐年提高。根据欧瑞咨询数据, 男装行业主要参与者市占率不及运动服饰, CR3、CR5 不断提升, CR3 由 2010 年的 4.30% 增长至 2020 年的 9.50%, CR5 由 2010 年的 6.40% 增长至 2020 年的 13.60%。其中, 海澜之家在 2010 年市占率为 0.90%, 排名第八, 但从 2014 年起市占率稳居行业第一, 2020 年高达 5.00%, 在行业中具有一定的市场势力, 未来头部品牌有望借助规模及品牌优势, 在全渠道持续发力, 男装集中度有望进一步提升。

图表 22. 中国男装行业主要参与者市占率逐年提高

主要品牌(%)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
海澜之家	0.90	1.20	1.40	2.10	3.50	4.30	4.50	4.70	4.40	4.70	5.00
杰克琼斯	2.10	2.20	2.30	2.50	2.50	2.50	2.40	2.30	2.70	2.60	2.00
Adidas	1.00	1.10	1.20	1.20	1.30	1.40	1.50	1.90	2.10	2.50	2.40
优衣库	0.30	0.40	0.60	0.70	1.00	1.20	1.50	1.60	2.00	2.30	2.10
Nike	1.10	1.20	1.20	1.10	1.00	1.10	1.20	1.20	1.90	2.20	2.10
罗蒙	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.10	1.20
雅戈尔	1.10	1.20	1.20	1.20	1.10	1.00	1.00	1.00	0.90	0.90	1.00
GXG	0.60	0.80	0.80	0.90	1.00	0.90	0.90	0.90	1.00	0.90	0.90
Bosideng	1.00	1.10	1.20	0.90	0.70	0.60	0.80	0.90	1.10	1.20	1.40
森马	1.00	1.10	0.90	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.90	1.00	1.10
安踏	0.90	1.00	0.70	0.60	0.60	0.70	0.80	0.80	1.90	2.50	1.50
七匹狼	0.90	1.00	1.20	0.90	0.70	0.70	0.70	0.80	0.90	0.90	1.00
CR3	4.30	4.60	4.90	5.80	7.30	8.20	8.40	8.90	9.20	9.80	9.50
CR5	6.40	6.90	7.30	8.10	9.50	10.50	11.10	11.70	13.10	14.60	13.60

资料来源: Euromonitor, 中银证券

主品牌线下筑底回升，线上持续发力创造新增长

海澜之家系列作为公司的主品牌，长期以来对公司的整体经营情况带来重要影响，2018-2020年，主品牌营业收入占海澜之家总收入分别为80.82%/82.76%/76.66%。自2011年海澜之家系列销售收入达到增长高峰后，受海外品牌竞争、行业整体进入复苏周期与渠道布局三四线城市等因素影响，海澜之家系列扩张与增速有所放缓。**2014-2015年起海澜之家系列进入到品牌的转型期，向着“年轻化”的方向发展，经历2016-2018的调整筑底，于2019年回升，收入重回双位数增长，2020年受疫情影响收入增速略有放缓。**

主品牌线下业务拐点已至，新零售打造业务新生态

线下零售作为海澜之家系列的主要收入来源，在2018筑底后，2019得到回升。在2019年，海澜之家主品牌经历2016-2018筑底后，2019年整体线下流水得到回升，线下业务拐点已至，但2020年受疫情影响，主品牌收入增速略有下降，预计未来经过疫情后将逐步恢复正增长。同时，品牌新零售方向转型将带来新业态发展机会，更深入切入消费者需求，**促进消费者体验提升。**

图表 23. 主品牌门店数略有下降

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
主品牌门店数量	3,517	4,237	4,503	5,297	5,598	5,543
同比增长(%)	5.05	20.47	6.28	13.19	9.83	(0.98)

资料来源：公司年报，中银证券

线下渠道网络转向精细化运营，注重新零售转型。自2015-2020，公司海澜之家系列门店数量由3517家增长至5543家，2015-2019复合年均增长率为两位数，与同业相比保持着相对较高的门店扩张速度。2020年受疫情影响，海澜之家系列门店数量有所减少，相对年初净关店55家。**公司加大个性化、功能性产品重视程度，持续优化线下门店的管理与运营效率，线下门店升级为新零售“智慧门店”。**引入RFID技术（无线射频识别）给2亿件衣服进行编码，基本实现线上下单、线下发货，门店数据共享互通，海澜之家系列已有超过2000家门店实现O2O销售服务，满足顾客线上下单，线下门店就近配送的体验。基于疫情带来的社区服务等新消费途径，结合互联网在服装行业的应用，促进产业向柔性、智能、精细化方向转变。利用更为精细化的运营管理切入消费者的需求体验，提供更为个性化、功能性的产品。

门店质量提升，积极进行购物中心门店布局。2019-2020年公司对门店布局质量要求提升，优化线下门店的布局。近年来，公司陆续关闭部分经营效益不佳的门店，重点关注位置、营业能力较优门店及渠道拓展机会，加大对于一二线城市的布局。公司更进一步关注商业街、购物中心等新兴消费市场的渠道拓展机会，与百货、购物中心签订协议开立新店，**并计划未来进一步提升购物中心门店比例，持续优化存量街边店，提升门店整体质量。**

品牌年轻化方向转型，IP跨界创造新增长点

输出品牌形象，年轻化转型带来新机遇。因“男人的衣柜”而闻名的海澜之家系列在消费者心智中已形成刻板的品牌印象，因此，海澜之家系列进入品牌转型期。自2017年起，海澜之家邀请林更新担任产品代言人，并于2020年邀请运动员武磊、张伟丽等担任形象代言人，发挥运动员与明星的品牌传播与号召优势。**“高颜值”、“年轻化”的宣传下，是海澜之家不断更新的营销思路，并借此将海澜之家塑造为年轻活力的新品牌。**邀请广告女王许舜英策划2017年广告，将时尚与广告交融，打造出“彩牛”等高颜值产品，更适应年轻人的喜好，为公司发展带来了新的机遇。2020年10月20日，海澜之家官宣新代言人周杰伦，天王级偶像、拥有强粉丝引流能力的周杰伦代言将为品牌进一步发展注入全新动能。

图表 24. “彩色牛仔裤”转型产品



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 25. 官宣新代言人“周杰伦”



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

另一方面，海澜之家系列加大了在综艺、影视节目赞助的力度，加大品牌营销。赞助冠名《奔跑吧兄弟》、《最强大脑》、《非诚勿扰》、《蒙面唱将》、《火星情报局 2》等综艺节目；加大互联网领域的投放力度，冠名知名网络节目《奇葩说》；携手《华夏地理》探索极地故事，助推鹅绒系列产品；联合电影《中国机长》宣传推广，广告投放打入电影领域。在广告投入上更加注重精准定位年轻一代消费者，切入流量吸引力较强的互联网和综艺领域。综艺、影视节目上的频频出现增大了海澜之家系列的深度和广度的快速传播，促进消费转化。

图表 26. 冠名综艺节目，提升品牌影响力



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

产品注重跨界合作，注重产品设计创新与爆款打造。近年来海澜之家系列注重跨界 IP 合作，利用新媒体增加宣传，提升品牌知名度和流量覆盖能力。2018 年推出“胖西游系列”、“环太平洋系列”、“刺激战场系列”、“变形金刚系列”等主题性联名款，产品风格与形象定位于消费者需求，推出高性价比产品。2019 年海澜之家携手中国动画经典 IP《大闹天宫》，以“悟空的情节”引发共鸣；集合李小龙系列、MR.BLACK、忍者龟、大闹天宫、暴雪娱乐五大 IP 联名系列；在 2020Q3 推出大绣中国系列，以传统文化推动服饰新增长。

图表 27. 时尚多元化 IP 爆款



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 28. IP 爆款带来流量新增长点



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

线上发力提振业绩，多元化营销分享增长红利

2020 年线上渠道发力，线上收入进入高速增长时代。受疫情影响，线下门店经营受阻，公司加大线上渠道发展力度。2020 年海澜之家系列线上销售额高速增长，线上收入达到 20 亿元，同比增长 54.68%，占总收入比例达到 11.75%，大大缓解 2020 年疫情带来的销售压力。

图表 29. 线上收入实现高增长

单位：亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
线上收入	3	6	9	11	12	13	20
线上收入增速(%)	-	115.23	45.92	23.35	9.25	15.12	54.68
线下收入	119	148	157	168	176	201	154
线下收入增速(%)	-	24.80	5.72	7.09	4.83	14.09	(23.28)

资料来源：公司公告，中银证券

我们认为海澜之家系列线上业务于 2020 年增长势头较强的原因，主要有：

同款同价政策松动带动新增长点。长期以来，海澜之家系列采取同款同价的销售模式，保证了线下业务的有效开展与线下零售的充分性。但同时，线上销售与同业竞争对手相比并不具备明显的竞争优势，线上业务相对发展较为缓慢。

多元化线上渠道经营，实现有效销售转化。2017 年起海澜之家积极开展线上渠道转型，布局微信小程序、短视频平台等线上渠道。创新微商业，以消费者为根本出发点，提升顾客体验，深耕会员管理，提升客户粘性。投入涵盖抖音、快手、火山小视频、西瓜视频、微视等的短视频，**多渠道覆盖消费人群，吸引全网用户，从不同领域收获粉丝。**通过直播带货模式带来新的增长点，邀请杨迪、柳岩、冯提莫等明星和主播直播带货，同时总裁周立宸亲自参与直播，助推销售增长。2019 年公司策划年货节、女王节、春夏新风尚、518 男孩粉丝节、618 等营销活动，2020 年进一步深化五一节、618 等营销活动。2020 年 8 月 20 日上线线上奥莱店，通过微信社群、小程序等电商社交平台，上线后两小时销售额即破亿元。

图表 30. 多元化线上渠道布局



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 31. 2020 年 8 月奥莱店两小时销售破亿



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

线上业务相对同业增长空间较大。近五年海澜之家线上收入占比虽有增长，但占比仍较低，2020 年海澜之家系列线上收入占比为 11.75%，低于行业平均水平，同业太平鸟达到 29.88%，森马服饰在 2020 达到 38.2%。随着未来线上业态收入的发展，加强联结电商平台，利用微信、直播等多种营销方式促进产品的销售和品牌力量的传播，海澜之家系列线上渠道拓展有望追赶行业平均水平，在未来更进一步分享线上销售的红利。

图表 32. 线上业务相对同业增长空间较大

单位：亿元		2015	2016	2017	2018	2019	2020
海澜之家	线上收入	6	9	11	12	13	20
	Yoy(%)	115.23	45.92	23.35	9.25	15.12	54.68
	线上收入占比(%)	3.8	5.17	5.91	6.14	6.19	11.75
森马服饰	线上收入	-	22	31	41	53	58
	Yoy(%)	-	-	24.57	31.64	29.84	8.89
	线上收入占比(%)	-	21.01	26.11	26.31	27.77	38.2
太平鸟	线上收入	9	13	18	20	23	28
	Yoy(%)	-	46.08	37.49	11.55	15.78	21.28
	线上收入占比(%)	15.42	20.99	25.45	26.29	29.52	29.88

资料来源：公司公告，中银证券

各赛道多元布局，新品牌进入快速增长周期

多元品牌矩阵形成差异化布局，收入有望继续增长。为了满足不同消费群体的需求，公司采取多品牌运营策略，在男装、女装、童装、家居等细分市场进行布局，实现了目标客户群体、品牌定位及产品设计等方面的互补。目前，公司前期培育的新品牌已初具规模，男装品牌黑鲸与 AEX 相对发展较慢，轻奢女装品牌 OVV 发展符合预期，童装品牌男生女生与英氏婴童在客群年龄段与定价方面形成差异化布局，增长潜力较大，家居品牌海澜优选借助经营模式优势和性价比优势稳步扩张。

图表 33. 公司旗下其他品牌简介

品牌	黑鲸	OVV	男生女生	英氏婴童	海澜优选
定位	潮流时尚 男女装品牌	职场女性 高级成衣品牌	一站式全品类 儿童服饰品牌	高品质婴童 服饰品牌	一站式家居 产品集合店
创立时间	2017 年	2017 年	2018 年实现控股	2019 年实现控股	2017 年
目标人群	18-35 岁泛 90 后 城市新青年	25-45 岁 都市时尚女性	6 个月-16 岁儿童	0-6 岁婴童	向往优质生活的 消费者
产品风格					

资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

图表 34. 新品牌收入保持高速增长，渠道快速扩张

		2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
营业收入 (亿元)		4	3	4	11	16	7
Yoy(%)		-	(15.10)	25.80	503.42	45.54	-
营业收入占比(%)		2.08	1.64	1.97	5.03	9.20	13.78
门店数量	直营	6	10	84	302	319	315
	加盟及联营	370	229	211	1,354	1519	1,525
	合计	376	239	295	1,656	1837	1,840
	Yoy()	-	(36.44)	23.43	461.36	10.92	-

资料来源：公司公告，中银证券

新品牌收入高增长，终端渠道快速扩张。2019 年，公司合并英氏婴童 2019H2 报表，其他品牌实现营业收入 11 亿元，同比增长 503.42%，收入占比由 2018 年的 1.97% 增至 5.03%。2020 虽受疫情影响其他品牌仍实现营业收入 16 亿元，与 2019 年同期相比增长 45.54%，收入占比为 9.2%。

门店扩张方面，新品牌终端门店数量自 2016 年起持续增加，2021Q1 新品牌门店总数增至 1838 家。针对新品牌，公司将继续推进童装品牌产品结构优化，加强门店与供应商管理；在轻奢品牌方面专注于设计感，增强宣传与推广，提高品牌传播力度；在生活家居品牌方面推进线上线下双向引流，坚持开发高品质产品。总体来看，新品牌培育初具规模，有望持续增长态势，带来新的收入增长点。

拓展轻奢品牌，女装前景向好

OVV 定位轻奢女装，瞄准一二线城市，发展潜力较大。 OVV 品牌是公司旗下的轻奢女装品牌，创立于 2017 年，为 25-45 岁的都市白领女性提供高性价比的高级成衣。2018 年，OVV 首家精品店进驻江苏张家港曼巴特广场，同年首家旗舰店进驻南京德基广场。2019 年，OVV 进驻泰国，首家店铺位于暹罗天地。品牌推广方面，杜鹃于 2018 年成为 OVV 品牌代言人，秦舒培于 2020 年 1 月成为品牌形象大使。同时，OVV 于 2020 年 7 月成为《三十而已》官方独家女装合作伙伴。**OVV 瞄准当下挑剔且理性的女性新消费主力，目前已在全国范围内开店 119 家，近 90% 的店铺位于一二线城市，未来发展前景可期。**

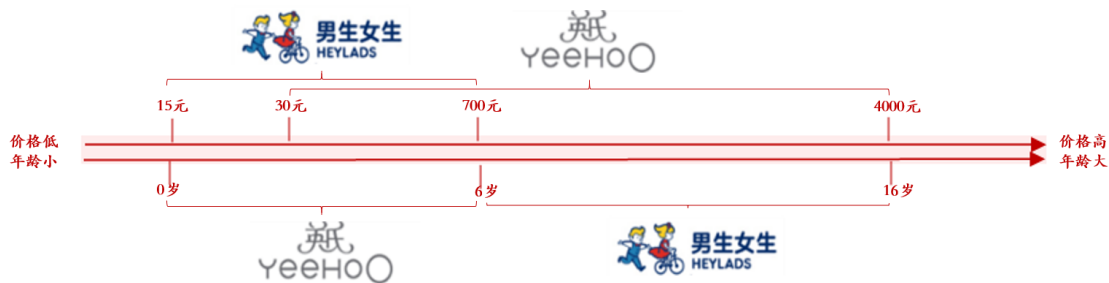
双品牌完善童装布局，抓住市场成长机遇

双童装品牌差异化布局，捕捉童装市场快速发展机遇。 我国童装行业目前正处于成长期，2015 年至今，我国童装行业市场规模稳步提升，增速保持在 10% 以上。公司抓住童装行业的成长机遇，于 2018 年和 2019 年分别控股男生女生、英氏婴童品牌。其中，男生女生品牌定位为高性价比的平价快时尚童装品牌，英氏婴童品牌定位为高端高品质的婴幼儿童装品牌。通过对两大童装品牌的增资控股，公司在童装市场上实现从婴幼儿到青少年、从大众产品到高端产品的差异化布局，产品涵盖各年龄段，价格区间大。**在童装行业快速发展的背景下，公司有望借助两个童装品牌的差异化布局，结合公司自身经营模式的经验，迎来新的收入增长。**

男生女生：性价比优势显著。 男生女生品牌创立于 2013 年，是公司于 2018 年通过对其增资实现控股的童装品牌，于 2018H2 并入公司报表。男生女生品牌消费群体为 6 个月至 16 岁的孩子，定位高品质高性价比，打造一站式童装“平价快时尚”连锁品牌，产品风格主要有棉麻、时尚休闲、经典校园风等十二大系列，涵盖了服饰、鞋子、家居服、帽子、书包等全品类产品。**男生女生品牌 2020 年实现营业收入 5 亿元。**

英氏婴童：保持中高端定位，渠道下沉扩大规模。 英氏婴童品牌创立于 1995 年，是公司于 2017 年入股，2019 年通过增资实现控股的高端童装品牌，于 2019H2 并入公司报表；英氏婴童专注 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，产品涵盖婴幼儿内衣、外出服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类产品，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。品牌推广方面，2020 年 9 月，短视频女王 papi 酱作为英氏“天猫新亲子官”为品牌发声；**2020 年该品牌贡献收入 6 亿元，预计未来品牌影响力进一步提升。**

图表 35. 男生女生&英氏婴童差异化布局



资料来源：公司官网，公司公告，中银证券

盈利预测与估值

预计公司 2021-2023 年营收分别为 220/252/283 亿元, 归母净利润为 30/35/39 亿元, 对应 EPS 0.69/0.80/0.89 元/股, 当前股价对应 2021E-2023E 市盈率 10.1/8.7/7.8 倍。服装行业目前已基本摆脱疫情影响迎发展良机, 公司作为龙头企业, 线上线下齐发力带动未来收入增长, 维持**买入**评级。

图表 36. 公司收入拆分表

单位: 亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
线下收入	176	201	154	186	212	235
Yoy(%)	4.83	14.09	(23.28)	21.08	13.48	11.08
占比(%)	93.86	93.81	88.25	86.66	85.50	84.52
线上(电商)收入	12	13	20	29	36	43
yoy(%)	9.25	15.12	54.68	40.00	25.00	20.00
占比(%)	6.14	6.19	11.75	13.34	14.50	15.48
总收入	191	220	180	220	252	283
yoy(%)	4.89	15.09	(18.26)	22.52	14.68	12.21

资料来源: 公司公告, 中银证券

预计 2021 年公司净利润为 30 亿元, 当前市值对应 2021 年 PE 为 10.1 倍, 与可比公司相比较, 考虑到公司在新零售领域持续加大投入, 产品力不断增强, 未来成长性高, 维持**买入**评级。

图表 37. 公司 PE 估值表 (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	净利润					当前市值	PE				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
比音勒芬	002832.SZ	4	5	6	7	9	141.42	34.78	29.5	23.5	19.4	16.2
森马	002563.SZ	16	8	17	20	23	327.76	21.1	40.5	19.5	16.6	14.3
太平鸟	603877.SH	6	7	9	11	14	242.56	43.9	34.0	26.3	21.9	17.7
海澜之家	600398.SH	32	17	30	35	39	301.08	9.5	17.5	10.1	8.7	7.8

资料来源: 万得, 公司公告, 中银证券

风险提示

- 1. 疫情后消费复苏不及预期：**受疫情影响消费下滑，若疫情后消费恢复情况不及预期，将导致社会消费品零售及服装销售承压，影响公司销售增长。
- 2. 电商领域竞争加剧：**各大服装品牌纷纷发力线上电商渠道，增大营销推广，抢夺用户流量，行业市场竞争激烈。
- 3. 门店拓展不及预期：**受新冠疫情影响，公司的开店计划暂缓实施，且疫情导致一部分线下店铺被关闭淘汰，进而可能会导致公司门店拓展不及预期。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	21,970	17,959	22,004	25,234	28,315
销售成本	(13,420)	(11,356)	(13,571)	(15,649)	(17,548)
经营费用	(3,027)	(2,485)	(3,063)	(3,456)	(3,892)
息税折旧前利润	5,523	4,117	5,369	6,129	6,875
折旧及摊销	(581)	(648)	(511)	(543)	(559)
经营利润(息税前利润)	4,942	3,469	4,858	5,587	6,316
净利息收入/(费用)	133	86	55	63	70
其他收益/(损失)	151	66	25	46	47
税前利润	4,224	2,299	3,973	4,658	5,198
所得税	(1,057)	(581)	(1,005)	(1,178)	(1,315)
少数股东权益	(43)	(67)	(67)	(67)	(67)
净利润	3,168	1,718	2,968	3,480	3,883
核心净利润	3,224	1,792	3,043	3,556	3,961
每股收益(人民币)	0.726	0.404	0.686	0.802	0.894
核心每股收益(人民币)	0.729	0.405	0.688	0.804	0.896
每股股息(人民币)	0.068	0.079	0.135	0.157	0.175
收入增长(%)	15	(18)	23	15	12
息税前利润增长(%)	14	(30)	40	15	13
息税折旧前利润增长(%)	18	(25)	30	14	12
每股收益增长(%)	(6)	(44)	70	17	11
核心每股收益增长(%)	(5)	(44)	70	17	11

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	4,224	2,299	3,973	4,658	5,198
折旧与摊销	581	648	511	543	559
净利息费用	18	28	18	20	23
运营资本变动	(1,038)	(1,443)	3,707	(454)	3,042
税金	(1,100)	(648)	(1,005)	(1,178)	(1,315)
其他经营现金流	776	1,947	(4,664)	225	(4,333)
经营活动产生的现金流	3,462	2,830	2,539	3,813	3,174
购买固定资产净值	293	231	(305)	(29)	56
投资减少/增加	38	10	9	30	30
其他投资现金流	(602)	(682)	(39)	(244)	(268)
投资活动产生的现金流	(271)	(440)	(334)	(244)	(182)
净增权益	(302)	(353)	(599)	(701)	(781)
净增债务	(94)	(100)	(358)	0	0
支付股息	300	350	595	696	775
其他融资现金流	(3,110)	(1,576)	(734)	(5,150)	(3,203)
融资活动产生的现金流	(3,203)	(1,676)	(1,093)	(5,150)	(3,203)
现金变动	(12)	713	1,113	(1,581)	(212)
期初现金	10,526	10,022	10,516	11,629	10,048
公司自由现金流	3,193	2,393	2,209	3,575	2,998
权益自由现金流	3,118	2,320	1,868	3,595	3,020

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	10,022	10,516	11,629	10,048	9,837
应收帐款	773	972	861	1,158	1,108
库存	9,044	7,416	8,553	8,338	10,047
其他流动资产	450	333	562	544	508
流动资产总计	20,920	20,206	22,583	21,200	22,579
固定资产	4,019	3,663	3,338	3,288	3,327
无形资产	948	857	878	898	916
其他长期资产	1,839	1,745	1,456	1,618	1,780
长期资产总计	6,805	6,266	5,672	5,805	6,023
总资产	28,916	27,668	29,523	28,337	29,996
应付帐款	7,720	7,032	9,751	9,604	12,099
短期债务	0	0	0	0	0
其他流动负债	4,309	3,803	4,548	4,812	5,431
流动负债总计	12,029	10,835	14,298	14,416	17,530
长期借款	2,373	2,490	2,490	2,490	2,490
其他长期负债	654	452	476	503	532
股本	4,420	4,421	4,421	4,421	4,421
储备	12,199	12,204	11,075	9,745	8,262
股东权益	13,602	13,701	12,070	10,740	9,257
少数股东权益	260	193	193	193	193
总负债及权益	28,916	27,668	29,523	28,337	29,996
每股帐面价值(人民币)	3.08	3.10	2.73	2.43	2.09
每股有形资产(人民币)	2.86	2.90	2.53	2.22	1.88
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.27)	(2.38)	(2.63)	(2.27)	(2.22)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	25.1	22.9	24.4	24.3	24.3
息税前利润率(%)	22.5	19.3	22.1	22.1	22.3
税前利润率(%)	19.2	12.8	18.1	18.5	18.4
净利率(%)	14.6	10.0	13.8	14.1	14.0
流动性					
流动比率(倍)	1.7	1.9	1.6	1.5	1.3
利息覆盖率(倍)	31.6	25.4	55.9	56.1	56.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.2	1.0	0.9	0.7
估值					
市盈率(倍)	9.5	17.5	10.1	8.7	7.8
核心业务市盈率(倍)	9.5	17.5	10.1	8.7	7.8
市净率(倍)	2.4	2.3	2.7	3.0	3.5
价格/现金流(倍)	9.2	11.3	12.6	8.4	10.1
企业价值/息税折旧前利润(倍)	3.8	5.0	3.7	3.5	3.1
周转率					
存货周转天数	232.2	243.2	209.6	211.0	204.4
应收帐款周转天数	46.8	53.7	38.7	41.3	38.2
应付帐款周转天数	64.1	71.5	80.9	69.5	78.0
回报率					
股息支付率(%)	9.4	19.6	19.6	19.6	19.6
净资产收益率(%)	47.2	26.1	50.4	66.1	85.5
资产收益率(%)	23.4	17.3	22.7	27.1	29.0
已运用资本收益率(%)	9.9	5.4	10.3	13.2	16.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371