

男装行业专题

改革升级效能释放，优质品牌展露锋芒

超配

核心观点

行业概览：历经大浪淘沙，行业集中度提升，优质品牌展露锋芒。2022年中国男士鞋服零售额7041亿元，5年复合增速3.3%，历经2008金融危机、库存危机、三年疫情的大浪淘沙，行业格局优化。2013-2022年，在运动男装集中度快速提升的同时，非运动男装TOP5、TOP6-10、TOP10-15公司份额提升4.7%/1.5%/1.5个百分点至13.1%/6.0%/4.7%，且集中度对标海外有提升潜力。

三大机遇：品类舒适度优化，渠道DTC提效，去库存周期来临。2023年初至今依次在乐观预期先行、商务社交和客流恢复、一季报业绩超预期催化下，男装板块迎来上涨行情。目前男装行业存在三大机遇：1) 历史去库存周期或业绩反弹阶段催化股价上行，目前男装品牌基本面第一阶段改善超预期兑现。展望后市，购买力恢复、库存改善折扣回升将加速基本面反弹，业绩有望延续超预期；2) 品类优化：顺应消费者对穿衣舒适度需求提升的大趋势，男装品牌陆续推出运动休闲/功能性面料等产品系列，服饰风格更时尚、穿着体验更休闲舒适。从天猫统计数据可见，报喜鸟、海澜、利郎、九牧王、奥康等的功能性/运动品类占比近年明显提升，成为增长驱动力之一；3) 零售转型：上轮库存危机过后，头部品牌启动DTC转型策略，解决响应周期过长导致供需错配放大的行业痛点，有效弱化服装行业库存周期。一方面，线下DTC门店对于数字化洞察终端零售趋势、提升全渠道库存周转和提升品牌形象有着积极作用。另一方面，男装品牌电商占比较低，直播平台有望促进男士下单购买衣服频次提升，具有较大增长空间。

投资主线：积极转型升级，景气拐点向上的优质男装品牌。比音勒芬景气赛道精准卡位，品牌强势持续成长；报喜鸟公司变革重焕新生，哈吉斯景气成长打开空间；海澜之家是大众男装龙头品牌，年轻化转型、子品牌、新零售构建新成长曲线；中国利郎是中高档商务休闲男装，渠道转型效益释放，经营稳健股息率高；九牧王是男裤龙头品牌，全方位品牌升级有望迎来新机遇。

风险提示：疫情反复；品牌形象受损；品牌升级不及预期；开店不及预期。

投资建议：优质男装品牌竞争力提升，把握景气度向上的机遇。短期看，服装品牌库存和折扣改善，业绩增长有望延续超预期；中长期看，优质男装品牌经过积极改革升级、品类优化、渠道转型，竞争力提升，疫后改革效益加速释放。我们重点推荐赛道景气、品牌力优秀、财务指标健康的比音勒芬、报喜鸟；以及建议重点关注品牌竞争力提升，疫情后有望迎来底部反转的海澜之家、中国利郎、九牧王。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(亿元)	EPS		PE	
					2023E	2024E	2023E	2024E
002832	比音勒芬	买入	33.65	183	1.66	2.03	20.3	16.6
002154	报喜鸟	买入	5.82	81	0.41	0.50	14.2	11.6
600398	海澜之家	增持	6.58	281	0.63	0.70	10.4	9.4
01234	中国利郎	买入	3.77	45	0.42	0.48	9.0	7.8
601566	九牧王	增持	11.51	64	0.51	0.67	22.6	17.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

纺织服饰

超配·维持评级

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

联系人：关竣尹

0755-81982834

cnguanjunyin@guosen.com.cn

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《纺织服装品牌力跟踪月报 202305 期-品牌上新营销积极，看好 618 旺季销售发力》——2023-06-07

《纺织服装 6 月投资策略暨 618 预售梳理-看好运动板块超跌反弹，把握基本面改善机会》——2023-06-05

《纺织服装海外跟踪系列三十一露露乐檬一季度收入增长 24%，库存改善好于指引》——2023-06-04

《纺织服装双周报（2309 期）-看好成长长期品牌公司，关注制造个股复苏拐点》——2023-05-17

《纺织服装 5 月投资策略暨年报&一季报总结-品牌服饰加速增长，纺织制造景气度改善》——2023-05-07

内容目录

行业概览：历经大浪淘沙，行业集中度提升，优质品牌展露锋芒	6
男装行业：五千亿赛道平稳增长，行业集中度高且持续提升	6
男装上市公司梳理：优选品牌定位，财务质量，零售运营优秀的公司	9
三大机遇：品类舒适度优化，渠道 DTC 提效，去库存周期来临	10
（一）男装品类从商务正装向舒适度较高的运动休闲和功能性服饰转型	10
（二）男装企业积极 DTC 转型和数字化改革，渠道提质增效，弱化周期	14
（三）复盘历史服装行情与基本面，本轮景气周期来临，关注业绩超预期机遇	21
投资主线：积极转型升级，景气拐点向上的优质男装品牌	27
比音勒芬：景气赛道精准卡位，品牌强势持续成长	27
报喜鸟：变革重焕新生，哈吉斯景气成长打开空间	32
海澜之家：大众男装龙头品牌，年轻化转型、子品牌、新零售构建新成长曲线	36
中国利郎：中高档商务休闲男装，渠道转型效益释放，经营稳健股息率高	41
九牧王：男裤龙头品牌，全方位品牌升级有望迎来新机遇	44
投资建议：优质男装品牌竞争力提升，把握景气度向上的机遇	53
风险提示	54
免责声明	55

图表目录

图 1: 全球和中国鞋服行业市场规模及增长	6
图 2: 全球和中国男士鞋服市场规模及增长	6
图 3: 男装行业头部公司（非运动）规模及增长	6
图 4: 中国鞋服行业按场景、鞋服、消费群占比	7
图 5: 中国男士鞋服行业集中度统计（按公司）	7
图 6: 中国男士鞋服（非运动）行业集中度统计（按公司）	7
图 7: 中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）	8
图 8: 中国、日本、美国男士鞋服行业前 15 大公司集中度	8
图 9: 中国男士鞋服行业销售额前 25 大公司市占率	8
图 10: A 股和港股品牌服饰（包含男装品类的）上市公司情况一览表	9
图 11: A 股和港股男装品牌服饰天猫销售额、均价、复合增速（仅包括男装、运动户外的品类）	10
图 12: 中国运动鞋服市场规模及增长	11
图 13: 中国运动鞋服行业增长领先	11
图 14: 2022 年中国服饰消费者偏好服饰类型	11
图 15: 2022 年中国服饰男装销售商品 TOP 10 品类	11
图 16: 品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装）	12
图 17: 汇总：男装品牌的功能性和运动类系列在天猫销售合计占比变化	13
图 18: 男装品牌功能性和运动类系列在天猫销售占比变化	14
图 19: 服装行业 DTC 渠道模式	15
图 20: 海澜之家分渠道收入占比	16
图 21: 波司登分渠道收入占比	16
图 22: 九牧王分渠道收入占比	16
图 23: 比音勒芬分渠道收入占比	16
图 24: 奥康国际分渠道收入占比	16
图 25: 安踏主品牌分渠道收入占比	16
图 26: 李宁分渠道收入占比	17
图 27: 太平鸟分渠道收入占比	17
图 28: 中国利郎线下分渠道门店数	17
图 29: 哈吉斯线下分渠道门店数	17
图 30: 海澜之家自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	18
图 31: 波司登自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	18
图 32: 九牧王自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	18
图 33: 比音勒芬自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	18
图 34: 奥康自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	18
图 35: 安踏自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	18
图 36: 李宁自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	19
图 37: 太平鸟自营和加盟店平均年店效（终端流水，含税）	19

图 38: 比音勒芬奥莱店效明显更高 (全年终端零售口径)	19
图 39: 比音勒芬温州龙港 600 平方米超大旗舰店	19
图 40: 波司登上海南京路旗舰店	20
图 41: 国内主要服装品牌线上收入占比及复合增速	20
图 42: 2022 年男女装和运动服抖音和天猫行业 GMV 对比	21
图 43: 抖音男女装和运动服 GMV 同比增速	21
图 44: 2007-2023 年 A 股品牌公司收入 YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系 (季度)	22
图 45: 2007-2023 年港股品牌公司收入 YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系 (半年度)	22
图 46: 波司登收入 YOY、存货 YOY、净利率、收盘价图	23
图 47: 中国利郎收入 YOY、存货 YOY、净利率、收盘价图	24
图 48: 中国利郎订货会增长与收盘价高度相关	24
图 49: 男装品牌公司 2019 年 6 月至今的股价表现	26
图 50: 男装品牌公司 2019 年 6 月至今的市盈率表现	26
图 51: 男装品牌公司收入增速	27
图 52: 男装品牌公司存货周转天数	27
图 53: 比音勒芬业务概况一图 (2022 年)	28
图 54: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	28
图 55: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	28
图 56: 公司利润率变化情况	29
图 57: 公司营运资金周转天数	29
图 58: 2011-2022 年“比音勒芬”百度搜索指数持续走高 (月度平均)	30
图 59: 比音勒芬各级城市基本指标及拓店空间测算总表	30
图 60: 集团分品牌收入情况	33
图 61: 集团分渠道收入情况	33
图 62: 公司营业收入及增速	33
图 63: 公司净利润及增速	33
图 64: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率	34
图 65: 公司营运资金周转天数	34
图 66: 哈吉斯与比音勒芬的零售额估算值对比 (亿元)	34
图 67: 比音勒芬和哈吉斯坪效估算 (含税, 元/月)	34
图 68: 海澜之家主要品牌和渠道布局一览 (2022 年)	37
图 69: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)	37
图 70: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)	37
图 71: 公司毛利率、净利率变化情况	38
图 72: 公司营运资金周转天数	38
图 73: 海澜之家近几年持续净开店	39
图 74: 海澜之家集团各零售渠道收入占比 (不含圣凯诺)	39
图 75: 利郎品牌系列和渠道布局概览	41
图 76: 公司营业收入及增速	42
图 77: 公司净利润及增速	42
图 78: 公司利润率水平	42

图 79: 公司营运资金周转天数	42
图 80: 九牧王业务概览	45
图 81: 九牧王营业收入及增长	46
图 82: 九牧王归母净利润及增长	46
图 83: 九牧王利润率水平	46
图 84: 九牧王营运资金周转天数	46
图 85: 2020 年九牧王与分众传媒签约达成战略合作	47
图 86: 九牧王 2022 年巴黎时装周	47
图 87: 九牧王 2020-2022 年广告推广费用率明显增长	47
图 88: 九牧王 2011-2023 年百度搜索指数 (季度平均)	47
图 89: 直营和加盟店数和单店面积	48
图 90: 九牧王全新十代店	48
图 91: 小黑裤在天猫销售额及在品牌占比	48
图 92: 轻松裤 2 月 24 日推出, 在 2-4 月天猫官旗占 17%	48
图 93: 九牧王爆款小黑裤 (左) 和轻松裤 (右)	49
表 1: 男装品牌在近 3 年年报提及的重要新品类简介	13
表 2: 比音勒芬盈利预测假设条件	31
表 3: 盈利预测和财务指标	32
表 4: 公司品牌介绍	32
表 5: 报喜鸟盈利预测假设条件	35
表 6: 盈利预测和财务指标	36
表 7: 海澜之家盈利预测及假设条件	40
表 8: 盈利预测和财务指标	41
表 9: 公司分类型门店数	43
表 10: 中国利郎盈利预测假设条件拆分	43
表 11: 盈利预测与市场重要数据	44
表 12: 九牧王盈利预测假设条件拆分	50
表 13: 情景分析 (乐观、中性、悲观)	51
表 14: 公司盈利预测假设条件 (%)	51
表 15: 资本成本假设	51
表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)	52
表 17: 可比公司财务指标对比 (货币统一使用人民币)	52
表 18: 可比公司估值表	52
表 19: 九牧王盈利预测及市场重要数据	53

行业概览：历经大浪淘沙，行业集中度提升，优质品牌展露锋芒

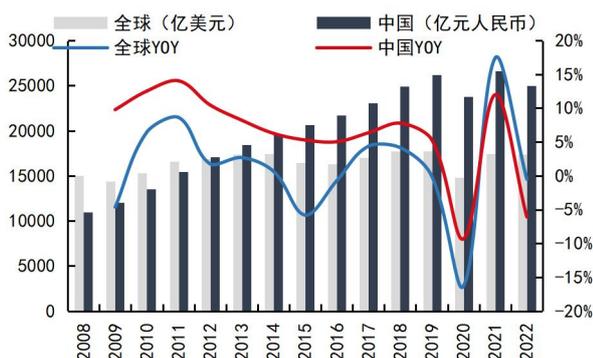
男装行业：五千亿赛道平稳增长，行业集中度高且持续提升

（一）行业规模：中国鞋服零售规模 2.5 万亿元，个位数复合增速

2022 年全球鞋服零售规模 17344 亿美元，2016-2021 年复合增速 1.3%，其中男士鞋服行业零售规模 5556 亿美元，复合增速 1.0%。2022 年中国鞋服零售额 24992 亿人民币，2016-2021 年复合增速 4.2%，2022 年下滑 6.1%。男士鞋服 7041 亿人民币，复合增速 3.3%，2022 年下滑 5.9%，其中非运动男装的增速预计平均比运动男装低 5-10 个百分点。

从鞋服行业结构看，1) 按品类划分，运动：非运动=15:85，运动类复合增长（2018-2022 年）7.7%，明显好于非运动类（-0.9%）；2) 按鞋服划分，鞋子：服装=18:82，鞋子复合增速略高；3) 按人群划分，女士：男士：童装=54:32:14，女士服装消费规模更大，童装复合增速更高。4) 从天猫鞋服分品类占比看，日常休闲/运动/居家&内衣/冬装/商务分别占比 38%/19%/13%/10%/8%。

图1：全球和中国鞋服行业市场规模及增长



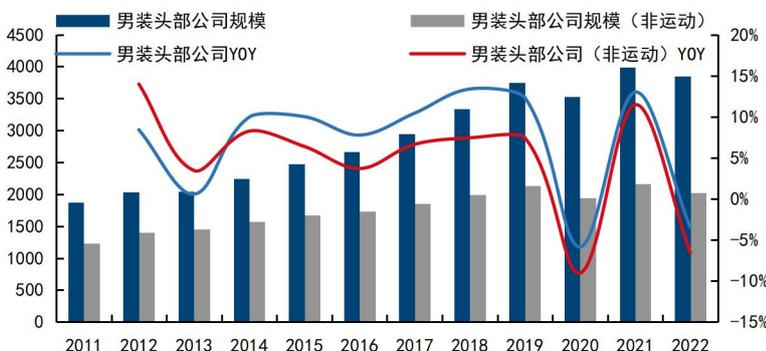
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图2：全球和中国男士鞋服市场规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理

图3：男装行业头部公司（非运动）规模及增长



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所整理；备注：头部公司为男装行业 2022 年销售额前 100 名

图4：中国鞋服行业按场景、鞋服、消费群占比

	2018	2019	2020	2021	2022	销售额复合增速
品类结构						
运动鞋服	10.8%	12.2%	13.1%	13.3%	14.5%	7.7%
非运动鞋服	89.2%	87.8%	86.9%	86.7%	85.5%	-0.9%
鞋服结构						
服装	83.5%	83.4%	82.5%	82.4%	82.0%	-0.3%
鞋子	16.5%	16.6%	17.5%	17.6%	18.0%	2.3%
消费群结构						
女士	55.2%	54.7%	54.4%	54.4%	54.2%	-0.3%
男士	32.6%	32.3%	32.0%	31.9%	31.9%	-0.4%
儿童	12.2%	13.1%	13.5%	13.7%	13.8%	3.3%
穿着场景结构（天猫）						
日常休闲	39.5%	38.9%	39.3%	38.8%	37.5%	-2.7%
运动鞋服	13.3%	15.5%	16.9%	17.1%	19.3%	8.2%
内衣	10.6%	10.3%	10.7%	10.7%	12.6%	3.1%
冬装	14.3%	12.9%	10.9%	10.6%	9.6%	-10.7%
商务正装	4.9%	4.8%	5.1%	5.2%	4.7%	-2.1%
商务休闲	4.4%	4.3%	3.9%	3.6%	3.6%	-6.7%
户外	1.9%	1.7%	1.8%	2.0%	1.6%	-5.9%
其他	10.8%	10.9%	11.0%	11.6%	10.7%	-1.8%

资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：销售额复合增速取的是2018-2022年复合增长

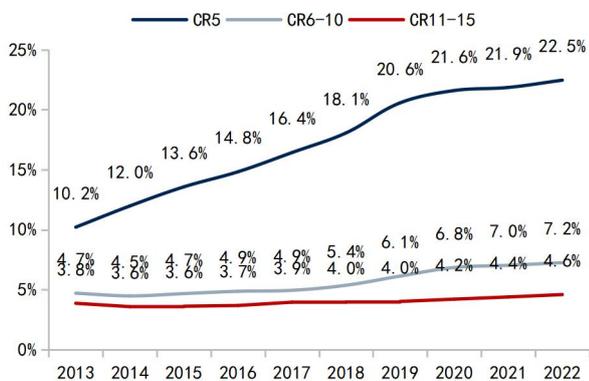
（二）集中度：男装集中度比女装更高且持续提升，相比发达国家仍有提升空间

从行业集中度看，2013-2022年男装行业TOP5、TOP6-10、TOP10-15公司（仅统计男装品类销售，下同）都呈现份额提升趋势，集中度分别提升12.3、2.5、0.8个百分点至22.5%、7.2%、4.6%，且越头部的公司提升趋势更明显。即使是剔除了运动品牌后的男装集中度同样在提升，2013-2022年，非运动男装TOP5、TOP6-10、TOP10-15的公司集中度分别提升4.7、1.5、1.5个百分点至13.1%、6.0%、4.7%。

对比可见，男装行业前15大公司集中度达到34.3%（非运动男装CR15=23.8%），明显高于女装行业前十五大公司集中度（15.2%），且过去10年，女装行业集中度基本持平，没有明显提升趋势。这主要是由于女性对时尚要求多样性、潮流更新迭代速度要求高，再加上女性消费者对特定品牌忠诚度相对较低，因此女装品牌的竞争激烈程度高于男装。

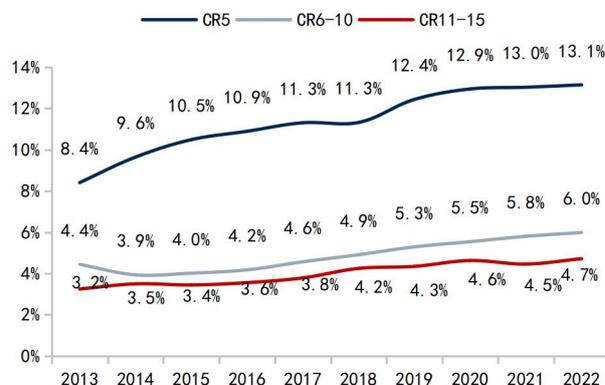
同时中国男装行业前15大公司的集中度相比发达国家美国和日本较低。国内消费升级背景下，加上疫情三年令不少服装品牌陆续出清，品牌力、产品力突出的头部男装品牌市场份额有望继续提升。

图5：中国男士鞋服行业集中度统计（按公司）



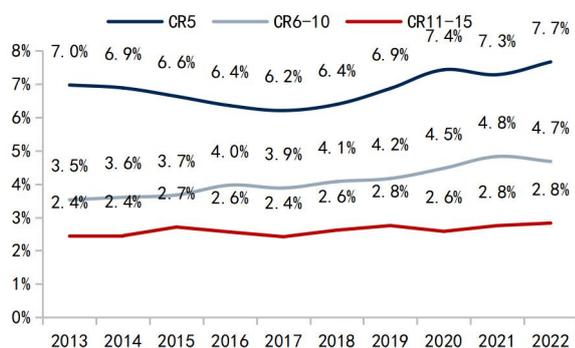
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：对于既有女装又有男装品类的公司，仅计入男装部分的销售额，下同。

图6：中国男士鞋服（非运动）行业集中度统计（按公司）



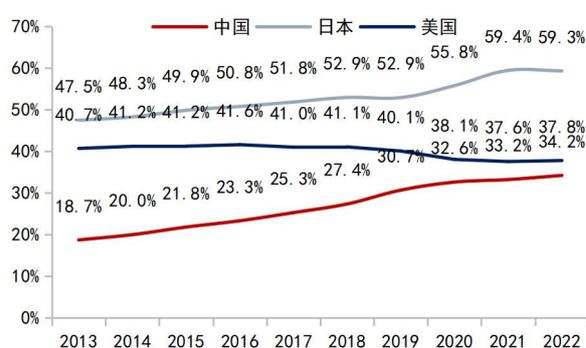
资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：假设非运动男装市场规模=男装市场规模-运动鞋服市场规模*60%

图7：中国女士鞋服行业集中度统计（按公司）



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

图8：中国、日本、美国男士鞋服行业前15大公司集中度

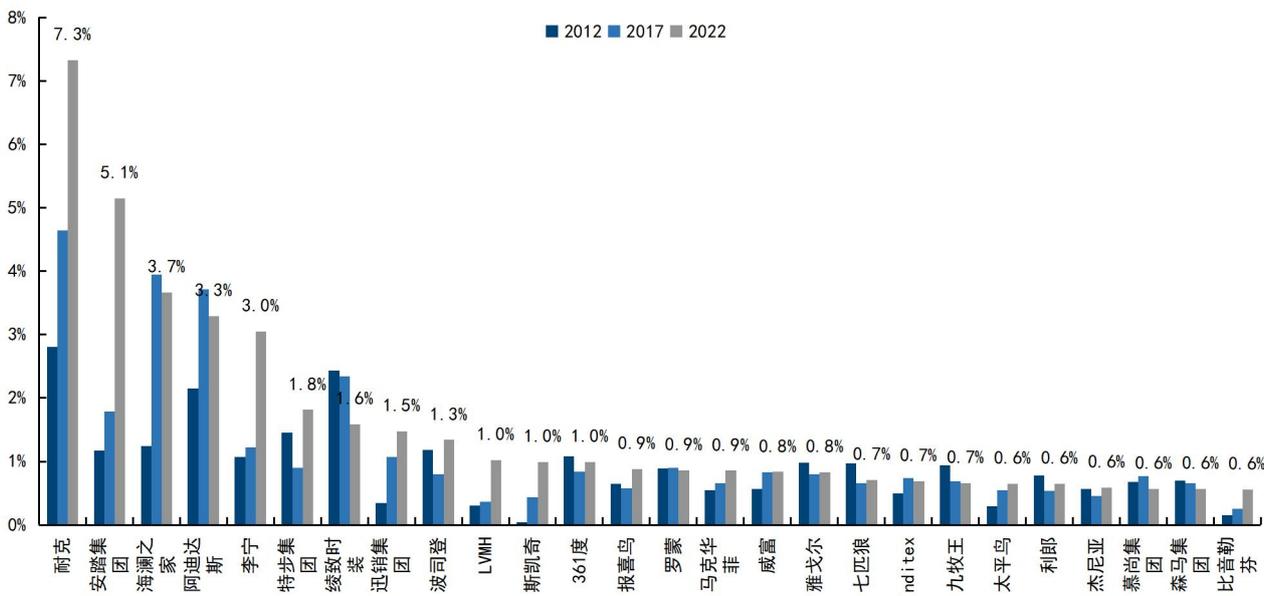


资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所

（三）男装 TOP25 公司：过去 5 年运动和功能性鞋服品类市占率提升显著

在中国男士鞋服行业前 25 大公司中，耐克规模最大，市占率 7.3%，其次是安踏集团、海澜之家、阿迪达斯、李宁、特步集团、绫致时装、优衣库、波司登、LVMH 等。在前 25 大公司中，过去 5 年市占率提升较明显的公司依次有耐克、安踏、李宁、特步、优衣库、波司登、LVMH、斯凯奇、361 度、报喜鸟、马克华菲、太平鸟、利郎、杰尼亚、比音勒芬，其中过去 5 年男装市占率提升 1 倍以上的品牌公司有安踏集团、李宁、特步集团、LVMH、斯凯奇、比音勒芬，市占率提升了 0.5-1 倍之间的有耐克、波司登、报喜鸟，由此可见运动品类、功能性服饰具有更好的成长性。

图9：中国男士鞋服行业销售额前 25 大公司市占率



资料来源：产业信息网，wind，国信证券经济研究所；备注：1、按 2022 年销售额前 25 名从左往右排列；2、只统计这些公司男士鞋服的销售额，不包括女装和童装的销售

男装上市公司梳理：优选品牌定位，财务质量，零售运营优秀的公司

A 股 包含有男装品类销售的上市公司主要有（按总市值大小排序）：雅戈尔、海澜之家、比音勒芬、森马服饰、太平鸟、红豆股份、报喜鸟、九牧王、贵人鸟、七匹狼、红蜻蜓、奥康国际。**港股** 包含有男装品类销售的上市公司主要有（按总市值大小排序）：安踏体育、李宁、波司登、特步国际、361 度、中国利郎、慕尚集团（品牌 GXG）。

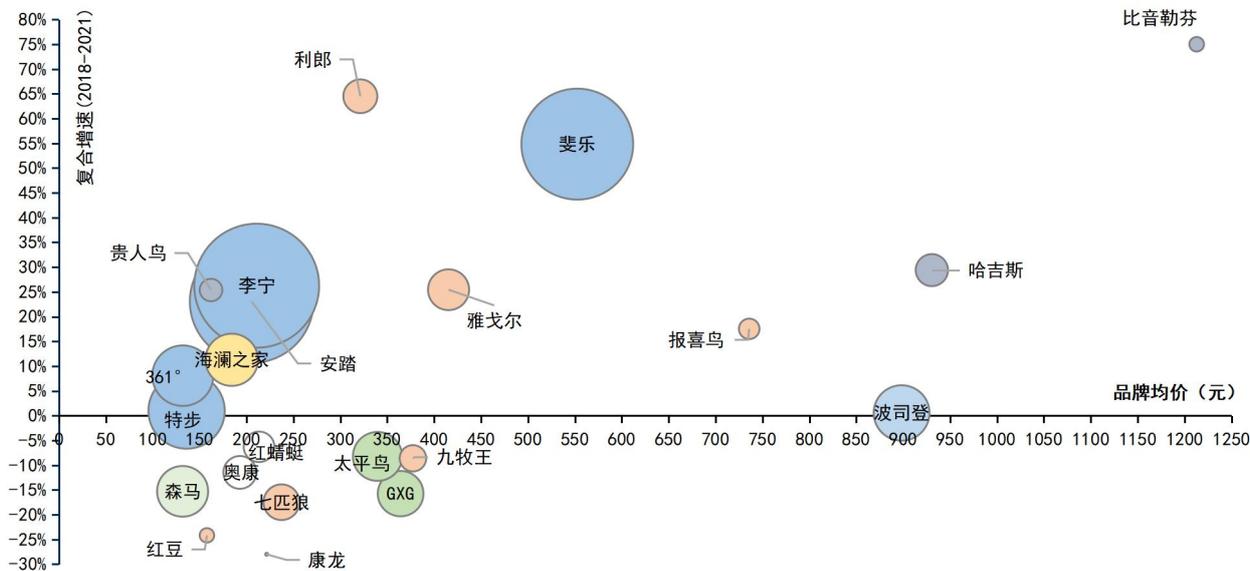
1) 从各项盈利指标和增长质量看，A 股中处于优异水平的公司有比音勒芬、报喜鸟，港股有安踏体育、李宁、波司登。2) 从品牌价格定位看，比音勒芬/报喜鸟/哈吉斯的天猫销售均价分别在 1425 元/860 元（960 元），在所有 A 股和港股男装上市公司中处于领先水平，鉴于较高的品牌定位和较高比重的直营渠道，毛利率也处于领先水平；羽绒服专家品牌波司登，由于羽绒服产品特性及中高定位，天猫均价在 856 元；其次是安踏集团旗下的中高端时尚运动品牌 FILA、中高端裤王品牌九牧王和中高档男士西服品牌雅戈尔，天猫均价在 500-550 元。其余品牌天猫均价大多在 150-350 元（天猫均价通常比全渠道价格偏低）。3) 从渠道结构看，男装品牌（尤其是商务男装为主的）的线上收入占比通常低于女装品牌，与男性消费者习惯和商务装通常需要现场试穿和量体有关，但在新零售浪潮下，大部分品牌线上收入都达到 20% 以上或 30% 以上，比音勒芬/九牧王/雅戈尔/利郎相对较低，在 5-12%。另外，太平鸟、比音勒芬、报喜鸟、雅戈尔、七匹狼、奥康、安踏体育、波司登、GXG 的 DTC（电商+线下直营）收入占比都超过 70%。4) 从天猫 GMV 增速看，我们统计这些品牌男士鞋服品类的销售规模、增长和均价，运动品牌近年增长普遍更佳，快时尚增长相对较弱，部分商务装品牌如报喜鸟、利郎、雅戈尔本身线上销售占比较低，近年增速明显更快。

图 10：A 股和港股品牌服饰（包含男装品类的）上市公司情况一览表

股票代码	公司简称	品牌定位	市值	收入 (2021)	5 年复合增长	毛利率	净利率	天猫均价	线上/直营/加盟 收入占比
			(亿元人民币)				(元)		
600398.SH	海澜之家	大众男装商务休闲	260	201	3.5%	40.3%	12.0%	154	16%/12%/72%
603877.SH	太平鸟	中高档快时尚	102	109	11.6%	52.7%	6.2%	334	31%/42%/26%
002832.SZ	比音勒芬	高档运动时尚服饰	175	27	26.5%	76.5%	23.2%	1,425	5%/70%/25%
002154.SZ	报喜鸟	高档西服+运动休闲	76	44	17.3%	63.6%	10.9%	860/960	21%/54%/25%
601566.SH	九牧王	中高档男裤龙头	68	30	6.1%	59.7%	6.1%	519	12%/34%/49%
600400.SH	红豆股份	大众男士商务	90	23	-4.5%	30.4%	3.4%	200	21%/12%/67%
600177.SH	雅戈尔	中高档男士商务	303	59	4.3%	74.0%	36.2%	500	12%/63%/25%
002029.SZ	七匹狼	中档男士商务	44	35	5.9%	45.7%	7.8%	234	43%/37%/20%
002563.SZ	森马服饰	大众休闲服饰+童装	160	153	7.7%	42.1%	9.7%	117/120	42%/9%/49%
603555.SH	贵人鸟	大众运动鞋服	55	14	-9.0%	25.2%	25.8%	139	31%/0%/69%
603001.SH	奥康国际	鞋自有品牌+代理	29	29	-1.8%	41.2%	1.2%	245	19%/54%/27%
603116.SH	红蜻蜓	男女皮鞋	32	25	-2.6%	33.0%	1.9%	244	31%/10%/59%
2020.HK	安踏体育	运动鞋服集团	2,538	494	29.9%	61.6%	16.6%	221/525	29%/54%/17%
2331.HK	李宁	运动鞋服品牌	1,541	227	23.1%	53.0%	17.7%	222	28%/23%/49%
1368.HK	特步国际	运动鞋服集团	208	101	13.3%	41.7%	8.8%	144	31%/0%/69%
1361.HK	361 度	运动鞋服品牌	71	60	3.6%	41.7%	12.3%	138	21%/0%/79%
3998.HK	波司登	全球最大羽绒服品牌	436	162	18.9%	60.1%	12.7%	856	30%/48%/20%
1234.HK	中国利郎	中高档男士商务	43	34	7.0%	41.9%	13.8%	324	10%/18%/72%
1817.HK	慕尚集团	中高档快时尚	24	27	-2.2%	49.3%	-3.4%	296	43%/31%/25%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：1) 天猫均价取 2022 年天猫旗舰店均价；考虑到 2022 年疫情影响较大，收入和利润率取的是 2021 年数据；2) 雅戈尔的收入、增长、利润率取得是服装品牌业务，不包括地产业务。

图 11: A 股和港股男装品牌服饰天猫销售额、均价、复合增速 (仅包括男装、运动户外的品类)



资料来源: 阿里第三方数据, 国信证券经济研究所整理; 备注: 1) 图表说明: 气泡大小表示 2021 年销售额, 横轴表示品牌 2021 年均价, 纵轴表示品牌 2018-2021 年 GMV 复合增速。2) 蓝色表示运动/功能类品牌, 浅橙色表示商务类品牌, 绿色表示快时尚品牌。3) 品牌在计算销售额的时候仅包括男装、运动、户外鞋服品类。

三大机遇: 品类舒适度优化, 渠道 DTC 提效, 去库存周期来临

2022 年 11 月-2023 年 2 月、3 月-4 月中、4 月中-5 月中 A 股品牌服饰股市指数分别上涨 25.2%/-7.2%/+5.5%, 2022 年 11 月-2023 年 2 月主要为疫情管控措施优化后的乐观预期先行, 2023 年 3 月-4 月中在春节过后的报复性消费热情短暂回归正常后, 股市有小幅调整, 4 月中下旬品牌公司密集发布一季报, 大多数优质品牌一季报净利润超预期带动行情回升。其中男装品牌比音勒芬、报喜鸟、海澜之家、九牧王等表现总体好于大盘。

目前男装行业存在三大机遇: 1) 从短期看, 历史上库存去化和景气度回升的周期、以及基本面反弹阶段都会带来服装品牌的上涨行情。目前一季报业绩在较高基数上实现良好增长, 在第一阶段印证了基本面向好的趋势, 后续低基数下 EPS 的反弹有望带动行情延续, 近期回调后更具性价比; 另外值得关注的是, 受益于压抑许久的商务社交需求和婚礼需求恢复, 商务装短期内或有较好的反弹。2) 从中长期看, 部分男装品牌在品类舒适度转型和优化以及渠道 DTC 转型和数字化升级上做了许多储备工作, 在经营环境回归正常后, 过去几年在产品和渠道积累的效益有望得到释放。因此我们看好男装行业积极转型升级的优质品牌的中长期持续成长潜力。

(一) 男装品类从商务正装向舒适度较高的运动休闲和功能性服饰转型

1、行业趋势: 舒适度较高的品类受到追捧, 服装中运动鞋服景气度明显更高

近年来运动休闲风格、运动功能性面料等舒适度较高的鞋服更受消费者追捧, 中

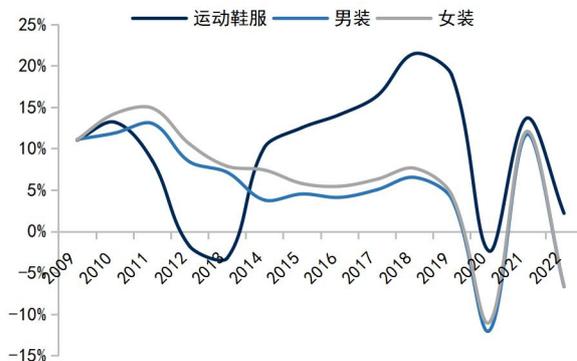
国运动鞋服行业增长领先整体服装大盘，除了 2020 年和 2022 年受疫情影响放缓外，运动鞋服保持 15-20% 增长，是服装中的景气赛道。

图 12: 中国运动鞋服市场规模及增长



资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所

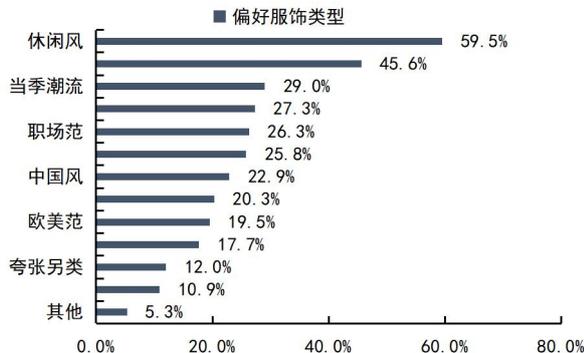
图 13: 中国运动鞋服行业增长领先



资料来源: 产业信息网, wind, 国信证券经济研究所

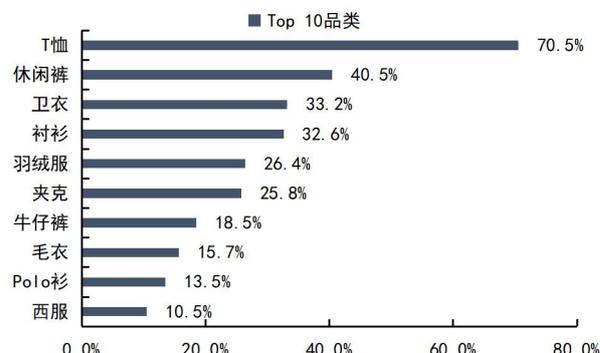
据艾媒咨询统计，休闲风和运动范是大部分服饰消费者偏好的服饰类型（59%/47%）。男装销售商品品类方面，T 恤（70.5%）是绝大多数消费者的第一选择，接着是休闲裤（40.5%）和卫衣（33.2%），传统的商务装排名相对靠后。

图 14: 2022 年中国服饰消费者偏好服饰类型



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

图 15: 2022 年中国服饰男装销售商品 TOP 10 品类



资料来源: 艾媒咨询, 国信证券经济研究所整理

2、品牌趋势：鞋服面料和款式设计创新，产品线从纯商务融合运动休闲转型

1) 定性角度看，男装品牌近年推出功能性面料、舒适度较高和设计时尚的新产品线，消费者反馈良好

年轻白领穿衣越来越偏好休闲舒适和个性化彰显，从男装品牌近年推出的新产品线可见，陆续从传统的纯商务正装融合运动休闲/功能性面料等元素，服饰风格更时尚，穿着体验更休闲舒适。

裤装方面，海澜之家的“六维弹力裤”和九牧王的“小黑裤”。相较于以往传统西裤的紧身、无弹性，现在的裤装具有高弹、透气、百搭的特点。例如，海澜之家与供应商合作研发了六维弹力面料，手感柔软、顺滑垂坠的同时拥有舒适回弹的功能，推出“六维弹力”裤；九牧王研创了拉伸率高达普通面料 4 倍的高弹面

料，推出“小黑裤”系列爆款，具备高弹、透气、冰爽、百搭、易打理等优越性能，其推出的高弹牛仔裤、可机洗毛料西裤、色纺休闲裤、多彩休闲裤等明星产品，令品牌享誉“男裤专家”称号。

上衣方面，报喜鸟的运动西服、利郎轻商务、太平鸟男装潮酷系列，以及品牌的功能性面料。传统男士西装的色调款式单一、厚重沉闷、使用场景局限，且穿着束缚感较强。针对当下年轻人的偏好，报喜鸟、利郎等推出运动西服、轻商务系列，既能满足舒适需求又符合商务社交场合的穿着要求。以报喜鸟为例，在面料方面，运动西服采用轻柔弹力羊毛面料，减轻上身束缚感；从工艺看，在原有工艺上的基础上升级轻结构与无结构工艺，打造男士轻量感着装体验。2021年报喜鸟进一步推出商旅便西，从箱中拿出“抖一抖”就能平整。短短2年左右时间，轻正装和运动西服产品线迅速增长，目前已占报喜鸟主品牌销售8~10%（占西服类15~20%），逐步成为第二增长曲线。

太平鸟男装经历了2017-2019年的业绩下滑，在2020年下半年开始往运动潮酷方向转型，品类风格的优化带来业绩的改善。另外，近年男装品牌积极推出功能性面料，例如九牧王的含冰藻泥POLO衫、海澜之家的冰爽棉等，提升穿着舒适度。

鞋类方面，国货皮鞋龙头奥康研发了运动皮鞋系列。奥康的运动皮鞋在大底中采用EVA橡胶一次发泡植入上下互动减震系统技术，在中底后跟处镶入减震气垫，加倍稳定，保护双足，除此之外还研发了舒适透呼吸专利，设计“微气孔加微气囊”内循环实现皮鞋透气不闷脚，明显提升了穿着舒适度。同时奥康还推出了运动板鞋新品，采用质感牛皮拼接和猪皮内里，在多场景中时尚百搭。

图16：品牌男装商务转型对比（海澜、九牧王、奥康、报喜鸟、太平鸟男装）



资料来源：各品牌天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

表 1: 男装品牌在近 3 年年报提及的重要新品类简介

品牌	面料/产品名称	介绍
海澜之家	六维弹力面料	63%锦纶+26%再生纤维素+11%氨纶，应用在上衣和裤子，不断迭代升级推新品
	冰爽棉	面料中添加了沁凉的“台湾花莲丰田玉石粉”及高速散热材料，搭配吸湿排汗的纤维，快速将汗液导向布料外侧，以达到快速散热的凉感体验。面料蓬松柔软，达到透气效果，同时还有保护肌肤、抗菌效果
	三防黑白小 T	长绒棉，但采用新型疏水防水技术，防水防油防污
	充电发热全能茄克	石墨烯科技面料，能够发电发热
报喜鸟	运动西服	化纤微泡肌理型面料，面料延展性好，既可以应用在商务场合，又规避了传统西服的束缚感；备受年轻人追捧，自 2019 年推出，2021 年在品牌整体销售占比已达到 8-10%
	抑菌衬衫	添加天然抗菌银离子，AAA 级抑菌效果
	冰爽 T 恤	玉蝉丝双面面料，柔滑亲肤，抗皱性佳，不易变形
	轻正装	轻柔弹力羊毛面料
九牧王	小黑裤	加入双包芯弹力技术，拉伸率高达普通面料 4 倍的高弹面料持久免烫易打理
	轻松裤	高分子轻量舒弹面料纱线，重量相较普通面料轻 15%；透湿性能良好，抗皱性达 4-5 级
	高弹牛仔裤	科技弹性纤维莱卡里，有着高于普通面料 7 倍的拉伸率
	恒温牛仔裤	火山岩蓄热因子永久嵌入面料纱线中，体感稳定，冬暖夏凉
	冰爽休闲裤	薄荷纤维面料
	免烫休闲裤	DP 免烫
奥康	运动皮鞋	牛皮内里、减震气垫、舒适透科技（微气孔+微气囊，空气内循环）
太平鸟	科技牛仔裤	威化冰肌棉，集吸湿排汗、四面弹、天然抗菌、环保等功能特性为一体的凉感科技面料
	火山岩面料	锁温保暖、手感柔软、轻盈舒适
	德绒面料	发热锁温、富有弹性、不易起球、不易褪色
	GORE-TEX 系列	具备防风防水等功能
	CORDURA 科技面料	主打抗撕耐磨

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

2) 定量角度看，男装的功能性和运动类产品线在天猫销售占比提升明显

我们收集了各个品牌在天猫上 2017-2022 年每年 GMV 前 500 名的商品，并从中按照商品名称中的关键词来甄别出与传统或常规品类有别的，具有“功能性面料”或“运动休闲”等舒适度改善属性的产品，并归类统计它们在 2017-2022 年天猫上销售占比变动，统计结果如图 16 所示。

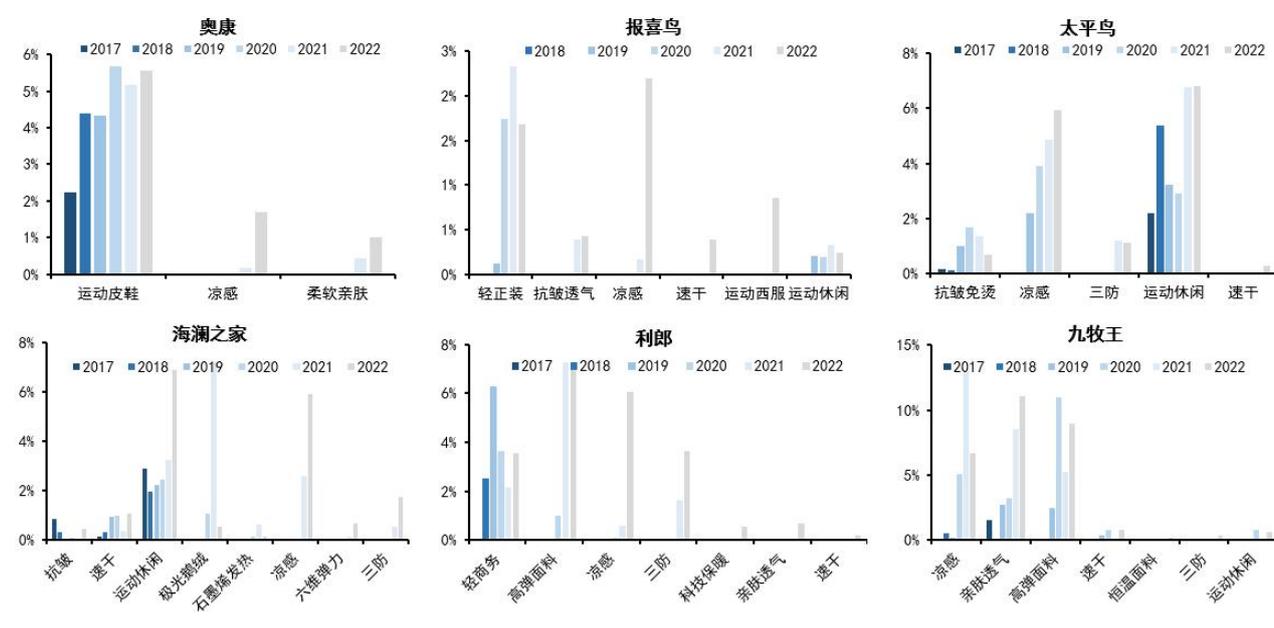
若合计所有品类统计（如图 15），考虑到不同品牌之间品类甄别口径、销售渠道和策略的差异，不同品牌之间不可直接对比，但品牌可与自身历史年份对比。从数据可看到各个品牌的功能性/运动类品类占比总体在提升，报喜鸟、海澜之家、九牧王、利郎等均提升明显，2019 年之后呈现加速趋势。

图 17: 汇总：男装品牌的功能性和运动类系列在天猫销售合计占比变化



资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

图 18: 男装品牌功能性和运动类系列在天猫销售占比变化



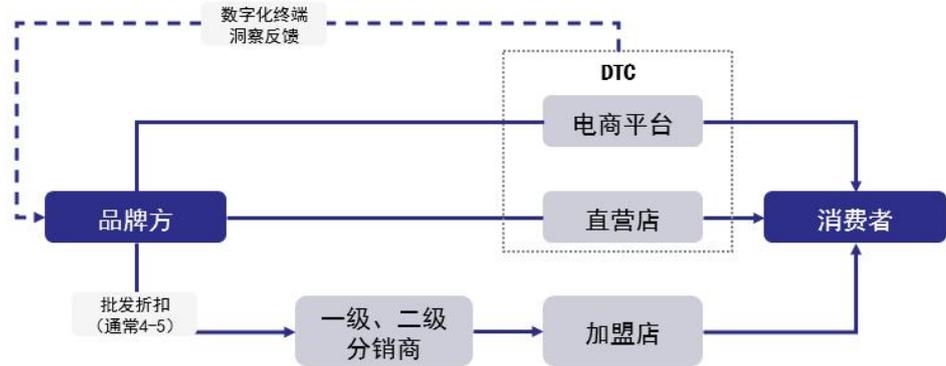
资料来源：阿里第三方数据，国信证券经济研究所整理

（二）男装企业积极 DTC 转型和数字化改革，渠道提质增效，弱化周期

服装行业传统的批发模式有难以直接触及零售端消费者的弊端，也是加剧了当时 2010-2015 年行业库存危机的因素之一。库存危机过后，头部品牌陆续开始启动零售转型策略，引领全产业链 DTC 变革，从供应端和渠道端入手，解决响应周期过长导致供需错配放大的行业痛点，有效降低库存危机再次爆发的风险。

从下文分析可看出，线下直营渠道对于进驻高档商圈、推送新品、提升品牌形象、数字化洞察终端变化、库存互通和赋能周边等方面有众多积极作用。从结果来看，随着近年服装企业零售转型和数字化升级，虽然 3 年疫情经历多次超预期负面冲击，但没有再出现大规模的库存危机问题，弱化传统的库存周期。

图19: 服装行业 DTC 渠道模式



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

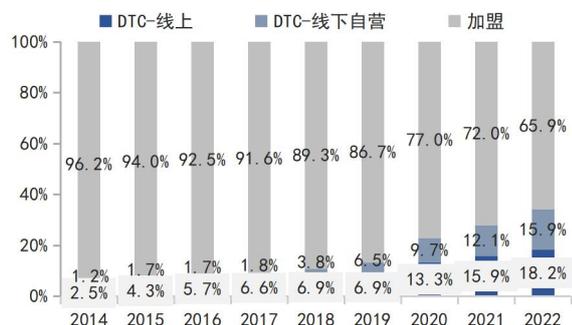
1、从渠道收入结构看，近年品牌加速 DTC 转型

我们统计了海澜之家、波司登、九牧王、比音勒芬、奥康国际、安踏、李宁、利郎、哈吉斯分 DTC（线上、自营门店）和加盟渠道的收入占比或门店数，从中可以看到，大部分品牌在近几年都有加速 DTC 转型的动作——体现在两个方面：1）前期的电商流量红利带动线上收入占比快速提升；2）线下自营门店的转型。

1) **线上：品牌线上占比迅速提升，呈现形式多样化，洞察消费者。**男装品牌线上占比普遍较女装和运动品牌偏低，可能与定位的客群消费习惯有关系。经过这几年发展叠加疫情的催化，比音勒芬/海澜之家/利郎/九牧王/奥康线上占比分别达到 6%/18%/10%/13%/20%，哈吉斯约 20%，线上一方面可以通过图片、视频、直播等形式让消费者直观感受和对比商品，又方便品牌方搜集会员画像和消费数据，更直接洞察终端零售。

2) **线下自营：海澜之家、波司登，安踏、利郎自营店力度较大，其余品牌基本不变。**近几年自营门店开设力度较大的品牌有海澜之家、波司登、安踏、利郎等，其余品牌线下自营比重保持相对稳定的水平。海澜之家从 2018 年开始大力开设自营店进驻购物中心实现对年轻消费群体的触达（购物中心要求公司开设自营店），2022 年自营门店 1578 家，占比 19%，未来 3-5 年还将开设 1000 家购物中心门店；波司登从 2017 年开始实施品牌升级战略，涉及到商品系列和门店装修的优化，因此需要通过自营门店来更好地实现这一过程；利郎轻商务系列在 2020 年下半年从批发完全转型自营，并且主系列有 40% 的门店转型代销（经销商库存计入上市公司体内，方便库存互联互通）；安踏从 2021 年开始提出品牌升级战略，从原有的批发模式转型自营，目前线下 DTC：线下批发比重为 49:16。

图20: 海澜之家分渠道收入占比



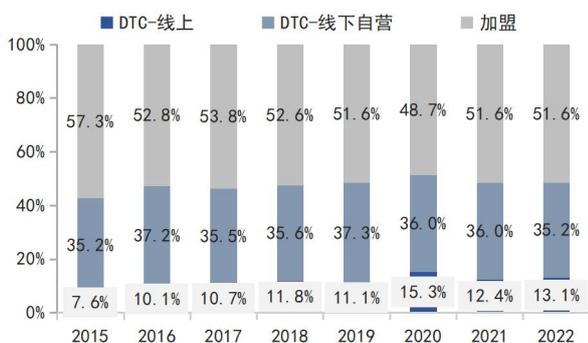
资料来源: 海澜之家公司公告, 国信证券经济研究所整理

图21: 波司登分渠道收入占比



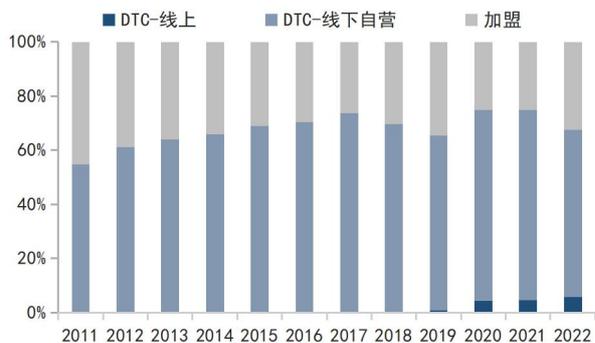
资料来源: 波司登公司公告, 国信证券经济研究所整理

图22: 九牧王分渠道收入占比



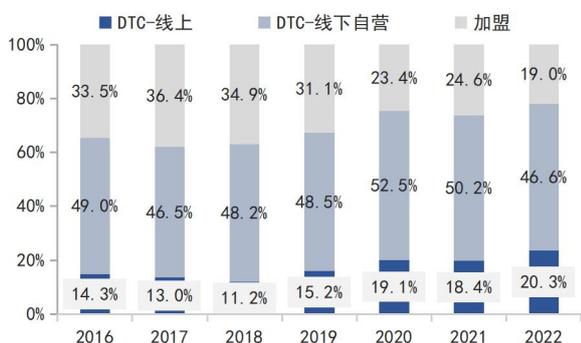
资料来源: 九牧王公司公告, 国信证券经济研究所整理

图23: 比音勒芬分渠道收入占比



资料来源: 比音勒芬公司公告, 国信证券经济研究所整理

图24: 奥康国际分渠道收入占比



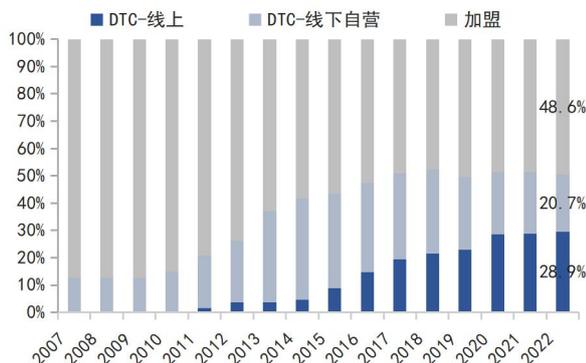
资料来源: 奥康国际公司公告, 国信证券经济研究所整理

图25: 安踏主品牌分渠道收入占比



资料来源: 安踏体育公司公告, 国信证券经济研究所整理

图26: 李宁分渠道收入占比



资料来源: 李宁公司公告, 国信证券经济研究所整理

图27: 太平鸟分渠道收入占比



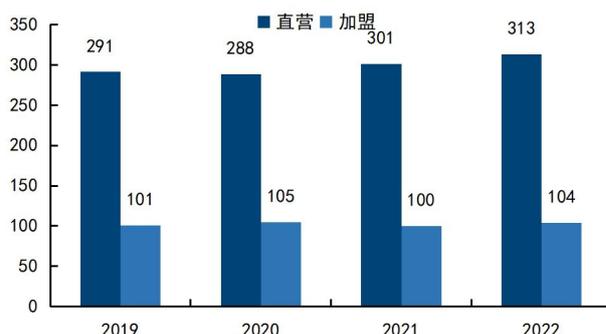
资料来源: 安踏体育公司公告, 国信证券经济研究所整理

图28: 中国利郎线下分渠道门店数



资料来源: 中国利郎公司公告, 国信证券经济研究所整理

图29: 哈吉斯线下分渠道门店数



资料来源: 报喜鸟公司公告, 国信证券经济研究所整理

2、DTC 价值: 数字化赋能, 提升全渠道库存周转效率和品牌形象

DTC 门店通常店效更高。按照终端零售额口径来分别估算各品牌加盟店、直营店的单店流水, 大多数品牌的自营店效都会比加盟店高, 太平鸟、波司登自营店效比加盟店高 70%以上, 安踏、比音、奥康、李宁高 15-30%, 利郎主系列转型代销后, 40%的代销门店贡献约 54%的销售。

DTC 门店店效较高, 有城市层级、营运效率、面积、门店定位等因素: 1) 开设位置和城市层级的差异: 品牌通常会在一二线城市或核心商圈等消费力更强的地段更多开设自营店, 三四线城市则更多依赖经销商资源开店; 2) 由集团自营的门店在数字化系统和库存互联互通等方面可做的更灵活, 因此店铺运营管理效率往往较高; 3) 战略性旗舰大店或奥莱店店效较高。

存在少数例外: 海澜之家和九牧王自营店效较低。海澜之家是由于自营和加盟管理模式基本一致, 近年开设的自营店是为了更好进驻购物中心, 实际上大多仍处于培育期; 九牧王是由于自营店面积相对较小, 实际坪效略高。

图30: 海澜之家自营和加盟店平均年店效(终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图31: 波司登自营和加盟店平均年店效(终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图32: 九牧王自营和加盟店平均年店效(终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图33: 比音勒芬自营和加盟店平均年店效(终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图34: 奥康自营和加盟店平均年店效(终端流水, 含税)



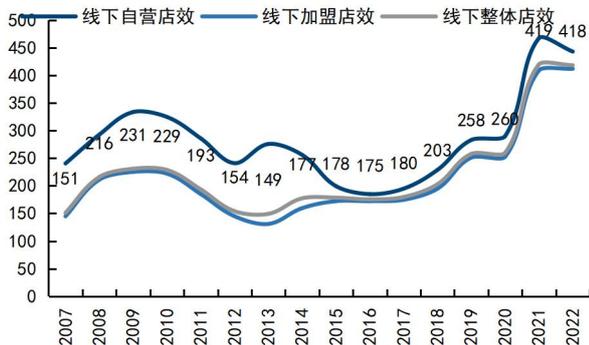
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图35: 安踏自营和加盟店平均年店效(终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图36: 李宁自营和加盟店平均年店效 (终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图37: 太平鸟自营和加盟店平均年店效 (终端流水, 含税)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

DTC 门店价值: 数字化洞察终端零售、库存互通、推送新品、提升品牌形象等

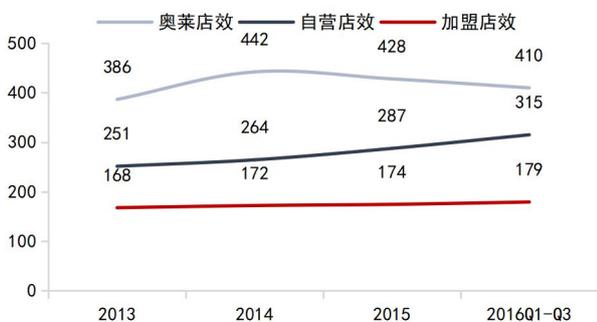
1) **数字化赋能、终端洞察反馈、库存互通, 提升运营效率。**集团自营的门店在铺设 ERP 信息化系统后, 更好地实时洞察货品动销和终端零售趋势变化, 及时反馈到设计和生产端, 避免纯批发模式导致的终端库存“长鞭效应”。同时自营门店之间更好地实现库存互联互通, 及时调离门店滞销款或调入畅销款, 提升全渠道库存周转效率。

2) **推送新产品线, 执行集团产品升级策略。**品牌在不同阶段可能会有产品升级策略, 推出价格更高、品质或设计更好的新产品线, 但经销商可能对新品订货态度较保守谨慎, 自营门店在选择货品上有更大的自由度, 避免经销商订货选择偏短视。新产品线在自营店收获良好的销量和口碑后, 可再向全渠道推送。

3) **战略性大店提升品牌形象。**少数战略性旗舰大店在门店的装修、货品陈列、场景设定等方面做的更好, 提升消费者体验, 起到品牌营销和提升品牌形象的作用。例如, 比音勒芬在温州龙港的 600 平米超大旗舰店, 店内除了不同产品系列的陈列区, 还设有高尔夫体验区、娱乐区和休息区等。

4) **奥莱店处理过季库存, 保持库存健康度。**品牌一般会按比例配置少数奥莱店, 由集团自营, 按较低的折扣在不影响品牌力的情况下处理过季库存, 保持渠道库存健康。由于店铺面积大、货品性价比高, 销售流水往往更高。

图38: 比音勒芬奥莱店效明显更高 (全年终端零售口径)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所测算

图39: 比音勒芬温州龙港 600 平方米超大旗舰店



资料来源: 凤凰新闻, 国信证券经济研究所整理

图40：波司登上海南京路旗舰店



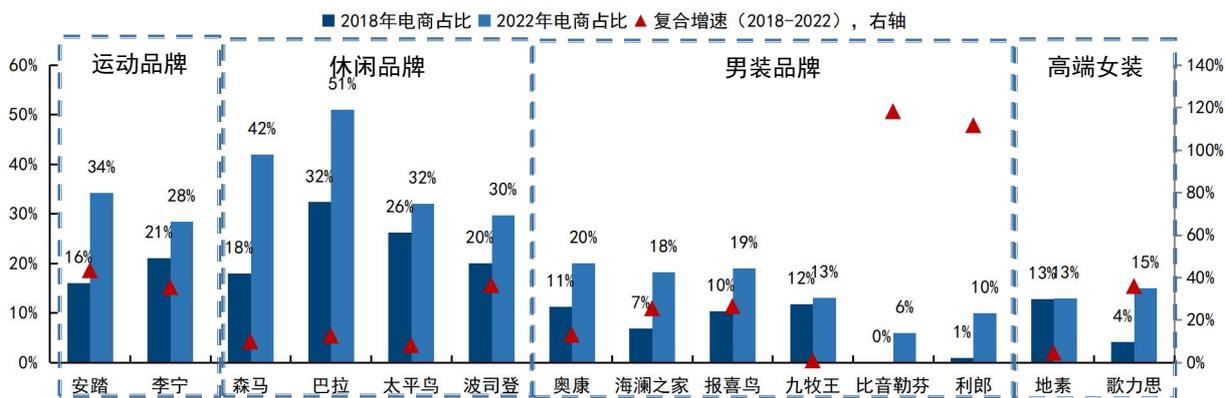
资料来源：凤凰新闻，国信证券经济研究所整理

3、 电商：男装线上增速快、渗透率较低，新零售平台提升空间大

男装品牌线上增速快，渗透率较低。从主要的上市服装品牌公司看，森马和巴拉线上占比 40%以上，安踏、太平鸟、波司登、李宁线上占比 30%左右。相比之下，其他男装品牌报喜鸟、海澜之家、奥康线上占比 18-20%，九牧王 13%，利郎 10%，比音勒芬 6%。2018-2022 年男装品牌电商增速普遍快于休闲装和女装，线上销售占比明显提升，但仍处于较低水平，可提升空间较大。

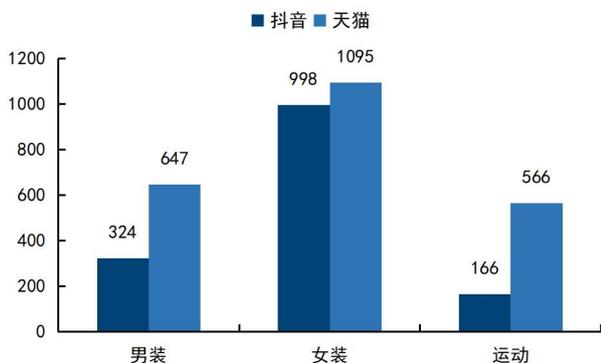
直播平台有望提升男士购买衣服频次，目前男装抖音占比低但增速高，成长潜力大。在消费习惯的差异上，男士消费者（尤其是 35 岁以上）主动逛商场购买衣服的频次，以及主动在传统电商平台上搜索下单买衣服的次数都明显低于女士消费者，因此男装行业无论是线下还是线上的零售规模都大幅低于女装（只有女装 60% 左右）。但是近年来抖音、短视频等直播方式普及，中年或中老年男士在闲暇时间浏览抖音，在直播间看到心动的衣服推送可直接下单购买。2022 年男装抖音 GMV/天猫 GMV=50%，明显低于女装的 91%，从增长看，2022/11-2023/4，男装行业抖音 GMV 的相对增速也明显高于女装，说明男装行业直播平台成长空间较大。

图41：国内主要服装品牌线上收入占比及复合增速



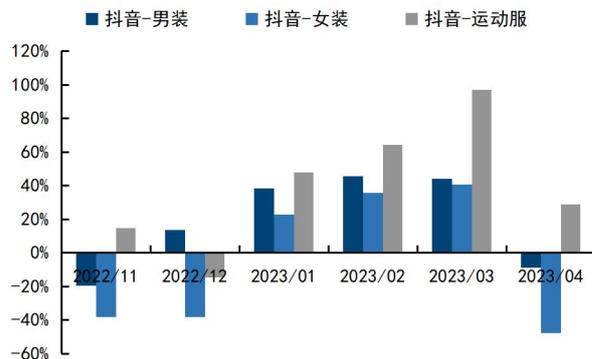
资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

图42：2022年男女装和运动服抖音和天猫行业GMV对比



资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

图43：抖音男女装和运动服GMV同比增速



资料来源：电商第三方数据，国信证券经济研究所整理

（三）复盘历史服装行情与基本面，本轮景气周期来临，关注业绩超预期机遇

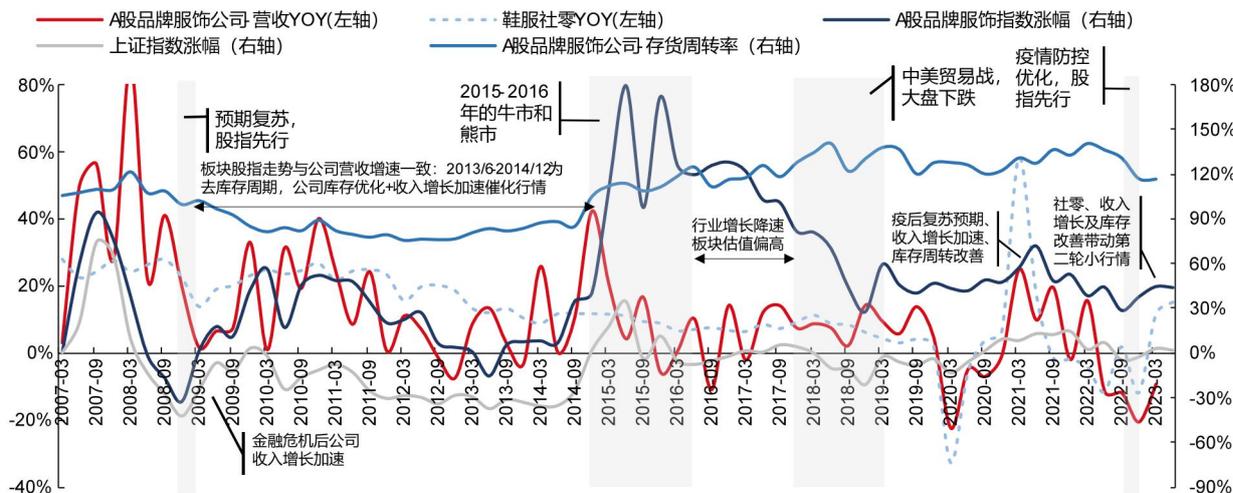
1、宏观：历史上板块股指与上市公司营收YOY、存货周转关联度较高，关注今年基本面改善的机遇

1) 复盘A股品牌服饰上市公司季度营收增速、存货周转、品牌服饰指数收盘价之间关系。除了2015年牛市、2016年熊市、2018年中美贸易战等外部因素影响股市波动外，营收增速与品牌服饰指数收盘价之间有较强的正关联度，而公司营收增速中枢同时与国内鞋服社零增速接近。结合存货周转率来看，2008-2013年、2020年上半年、2021年下半年-2022年，收入减速、存货周转率变慢，股指走势疲软；2020年下半年-2021年上半年、2023年Q1，随着公司营收YOY和鞋服社零加速、存货周转小幅加快，股指呈现上涨趋势。其中，2020Q3、2022Q4股指在疫后复苏的预期下先于基本面好转。

2) 复盘港股品牌服饰上市公司半年度营收增速、存货周转率、股指收盘价之间关系。港股品牌服饰板块在2007-2019年，除了受2008年金融危机、2011年行业库存大幅高企、2015年下半年-2016年上半年板块收入增长放缓，2018年下半年中美贸易战等短暂影响外，板块股指在营收增长的带动下呈现持续上涨趋势，2007-2019年累计上涨100%以上。同时收入增长与存货周转率也在大部分时候呈现正相关，体现了销售不佳造成的存货积压。3年疫情期间，股指走势与基本面（营收YOY、存货周转）同样呈现较高关联度，目前受到市场对经济预期转弱、美国加息等影响，且上市公司处于业绩空窗期，港股品牌服饰股指走势仍然疲软。

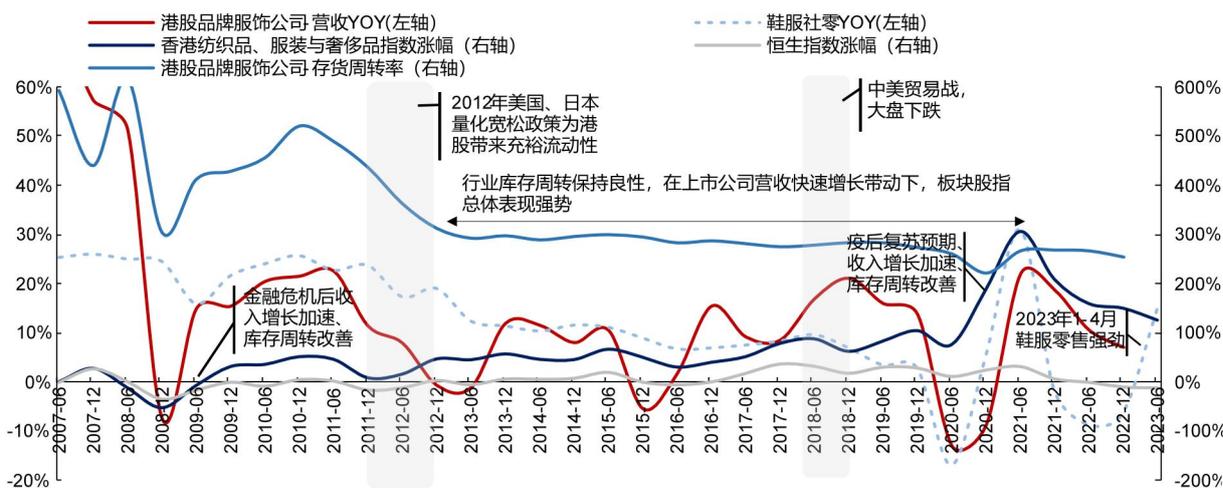
复盘2007年至今，A股和港股品牌服饰板块行情一般情况下与上市公司营收增速、存货周转、服装社零增速关联度高。目前看，随着疫情管控放松，社交、健身和户外场景放开，2023年至今服装社零增速表现突出，在消费大类中展现强α属性。A股业绩增长加速、库存改善和估值性价比高的品牌服饰，港股兼具流水增长稳健、折扣库存良性、中报业绩有望好于预期的低估值优质运动服饰有望在2023年迎来上涨行情。

图44：2007-2023年A股品牌公司收入YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系（季度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：收入、存货周转率用整体法回溯计算

图45：2007-2023年港股品牌公司收入YOY、存货周转、指数涨跌幅之间的关系（半年度）



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：收入、存货周转率用整体法回溯计算

2、个股：历史股价与公司的渠道库存和业绩增长有关联，乐观预期与基本面超预期依次催化本轮行情

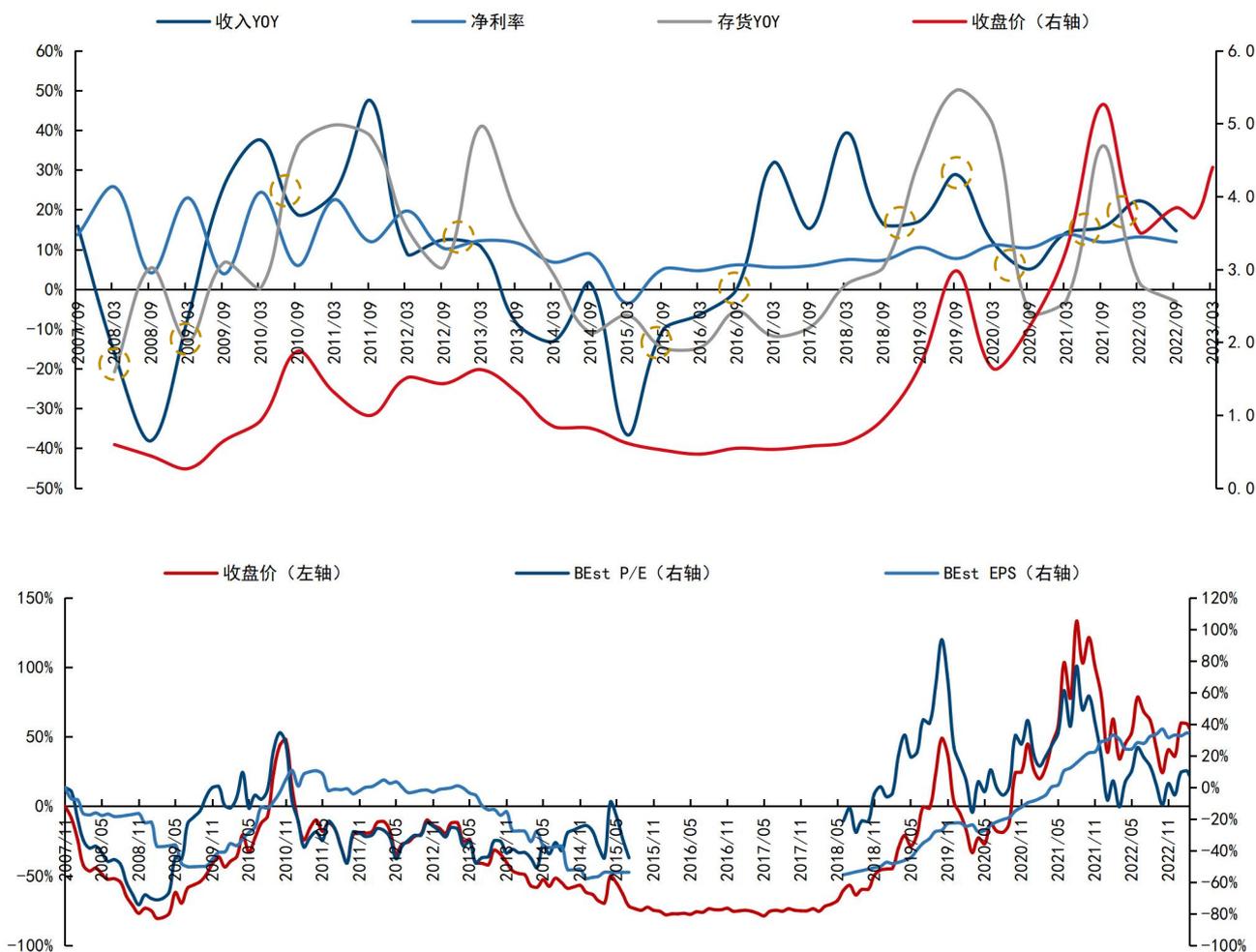
复盘服装品牌个股的历史股价表现，一定程度上都与渠道库存的健康度、行业景气度有较大关联，当渠道库存健康或行业景气向好的时候，财务业绩的增长会直接反映在直营模式为主的品牌的报表，但对于加盟模式为主的品牌则一般在报表端有半年左右的滞后性（会先反映在当期的订货会增长上），但在明确复苏的拐点都会出现股价先行上涨的现象（先估值修复），如2020Q2、2023Q1的服装品牌上涨行情，之后待基本面实际出现反弹的时候，EPS的上修将接力前期估值修复进一步上涨（如2021Q1-Q2）。

1) 波司登：历史上去库存周期或收入增长加速阶段都会引起股价上行。一般而

言, 当在一个时间段内出现公司收入增长快于库存增长, 则表明该阶段在去库存, 股价会有比较积极的反应, 反之则股价会有比较消极反应, 2008-2016 年表现完全符合这一规律。2016 年 9 月后公司开始规划品牌、产品、渠道的转型升级战略, 收入恢复正增长并加速, 同时大力去化库存, 在 2016 年 9 月-2018 年 9 月股价迎来大幅上涨行情。

2018 年 9 月-2019 年 9 月, 公司因直营转型、冬季备货, 库存大幅上升, 但收入的强势增长以及净利率的提升带动股价延续上涨持续 1 年左右。2020 年 9 月-2021 年 3 月的去库存、疫情期间业绩超预期表现又带动了股价上涨, 2022 年 3 月至今, 在库存去化、收入稳健增长带动下, 股价震荡上行。

图 46: 波司登收入 YOY、存货 YOY、净利率、收盘价图

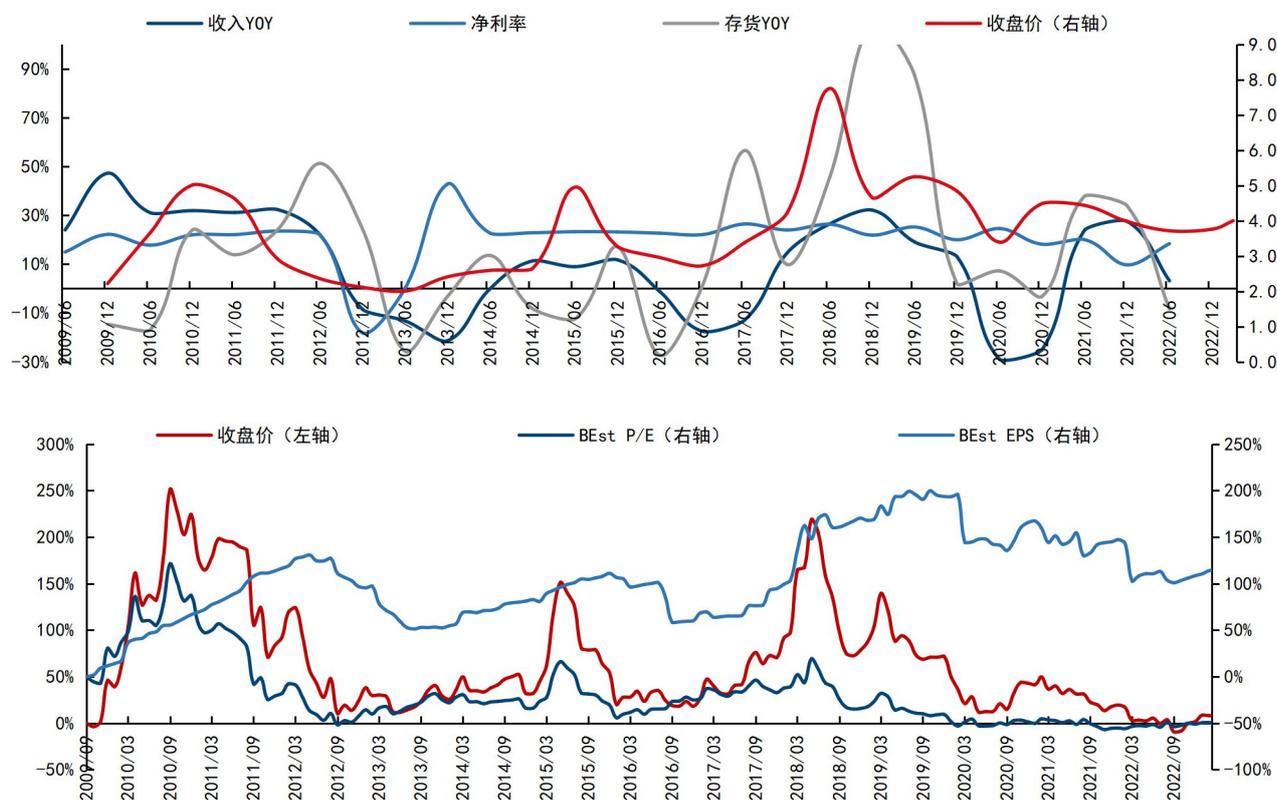


资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

2) 中国利郎: 历史股价与去库存和景气周期相关联 (反映在订货会增速)。 中国利郎 2013-2019 年之间的股价走势与披露的订货会增长情况高度相关, 作为以批发模式为主的, 上市公司报表的库存表现不完全能反映品牌渠道库存状况, 而订货会增长同时隐含了两个信息——1) 加盟商对于未来市场需求好坏的预期; 2) 加盟商目前的渠道库存水平。如果订货增长亮眼, 则说明加盟商库存状况健康, 且认为未来半年到 1 年的市场需求向好, 因此也可以作为流水的先行指标。

2017年6月-2018年6月的股价行情便是由订货会增长加速所驱动，背后的原因是2017年下半年利郎去库存（一方面体现在品牌报表存货YOY慢于收入YOY，另一方面加盟商积极订货反映了渠道库存良性），2017年9月举行的2018春夏订货会增长加速至21%引起一轮大涨，最终此轮行情由订货会增长降速和报表库存再次高企而结束。

图47：中国利郎收入YOY、存货YOY、净利率、收盘价图



资料来源：wind，彭博，国信证券经济研究所整理

图48：中国利郎订货会增长与收盘价高度相关



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：图中订货会增速对应的横坐标时间是下季订货会增长数据发布公告的时间

3) A 股男装品牌：上次疫情预期好转和基本面反弹的时候股价都有良好表现，后者上涨的弹性较大

从比音勒芬、九牧王、报喜鸟、奥康国际这四家 A 股男装和男鞋公司看，疫情以来股价走势有较大的共同点。

2020 年 4 月-9 月迎来小行情，前期主要是乐观预期先行。这轮行情分为两个阶段：第一阶段，4-6 月中国迅速控制疫情蔓延、社会生产回归正常提振市场信心，虽然基本面暂未有明显改善但乐观预期先行（类似 2022 年 12 月-2023 年 2 月情境）；第二阶段，6-9 月收入增速和库存周转出现边际向好，支持了部分公司股价进一步上涨。但是四季度冬季疫情反复，预期转弱，股价回落。

2021 年 2 月-7 月迎来一波较大行情，主要是基本面反弹驱动。2021 年 2 月-7 月，比音/报喜鸟/九牧王/奥康在此期间股价最大涨幅分别达到 85%/115%/75%/55%，主要是由于公司业绩在低基数下出现大幅反弹、存货周转延续优化，本轮行情由基本面反弹驱动，上涨幅度大且持续时间较长。2021 年 7 月后股价见顶回落主要是由于 Delta 新变异株的出现，各地陆续出现疫情零星散发和加强封控，打破原来的疫情可能即将结束、生产经营恢复正常的预期，并导致公司基本面承压（与本轮疫情复苏的情况不同）。

2022 年 11 月-2023 年 2 月，在防疫优化的乐观预期下，股价先行上涨。估值较低、疫情期间表现稳健的比音勒芬和报喜鸟表现较好，累计最大涨幅 54%/51%，九牧王和奥康累计最大涨幅 83%/30%，上涨行情主要是乐观预期驱动。

2023 年 4 月中旬至今：业绩超预期和库存改善催化新行情。2023 年 3 月-4 月中旬，股价有小幅回调。4 月中旬-5 月，品牌公司密集发布一季报，收入符合预期的稳健增长，由于延续疫情期间费用管控力度以及商场租金降低，净利润普遍好于预期。同时男装品牌库存周转加快增强基本面加速复苏的确定性，因此带动了一轮新的上涨行情。

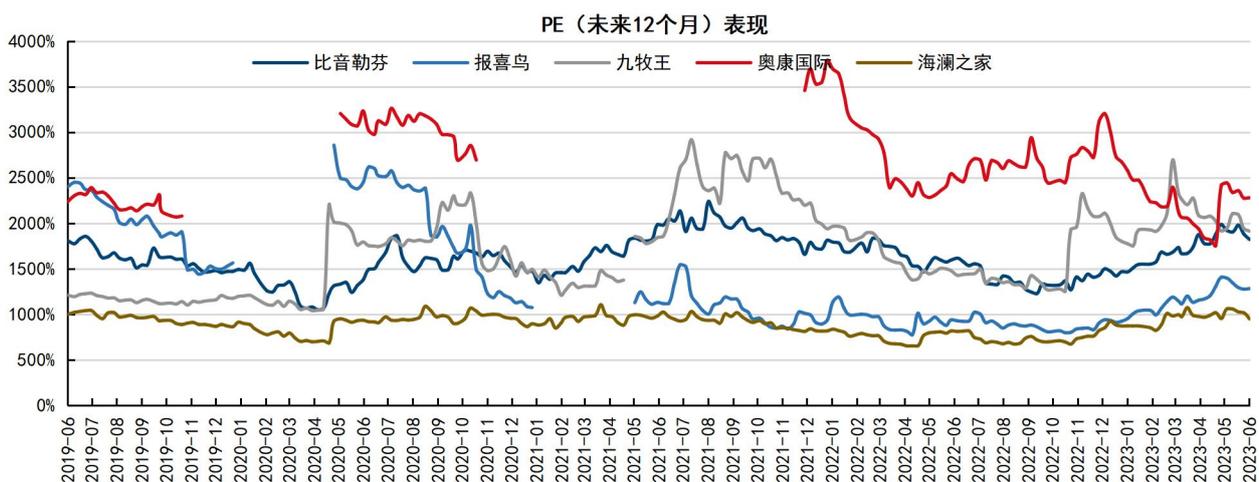
目前男装品牌行情已经初步完成了从预期先行到基本面第一阶段改善兑现的演绎，展望后市，我们认为库存改善、折扣回升、客流回暖和消费者购买力修复有望加速二~四季度基本面的反弹，业绩或有继续超预期的可能性，参考上轮疫情复苏期间的股价表现和估值水平，结合品牌中长期成长性，我们认为优质男装品牌估值仍有进一步提升空间。

图49: 男装品牌公司 2019 年 6 月至今的股价表现



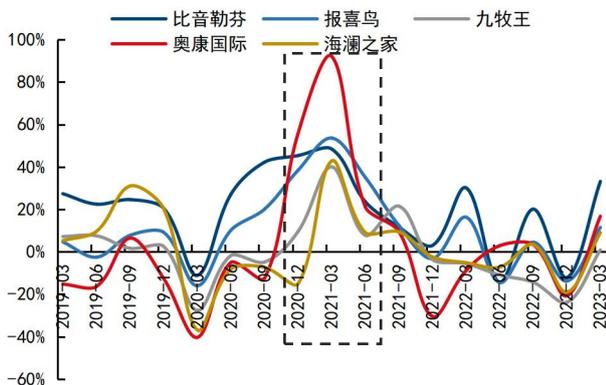
资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

图50: 男装品牌公司 2019 年 6 月至今的市盈率表现



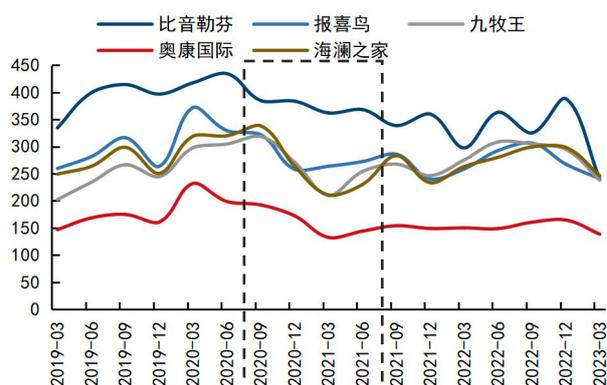
资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所整理

图51: 男装品牌公司收入增速



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图52: 男装品牌公司存货周转天数



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资主线：积极转型升级，景气拐点向上的优质男装品牌

如前文所复盘和分析，我们认为今年板块在基数走低、业绩和库存周转大幅改善驱动下，仍然有较大的配置机遇。其中我们重点推荐赛道景气、品牌力优秀、财务指标健康的**比音勒芬**、**报喜鸟**；以及建议重点关注疫情前后积极在产品和渠道转型升级，中长期竞争力提升，短期看有底部反转、景气拐点向上的**海澜之家**、**中国利郎**、**九牧王**。

比音勒芬：景气赛道精准卡位，品牌强势持续成长

（一）业务概况：高端高尔夫运动服饰龙头品牌

比音勒芬于 2003 年在广州成立，定位高端运动生活服饰的品牌公司，旗下主力品牌比音勒芬定位生活高尔夫，目标人群包括高尔夫运动爱好者和热衷高尔夫文化消费者，消费群年龄段在 25~45 岁左右，产品系列涵盖专业高尔夫、生活系列、时尚系列。2022 年公司收入 28.8 亿元，门店数 1191 家。

销售渠道以线下直营为主（17.8 亿元，占比 62%），其次和加盟（9.4 亿元，占比 32%）和线上（1.7 亿元，占比 6%），直营/加盟门店数分别 579/612 个，平均面积分别 149/164 平米。

图53：比音勒芬业务概况一图（2022年）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

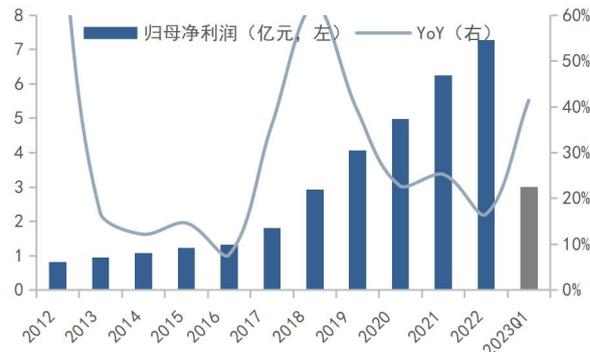
（二）财务：净利润高增长，毛利率提升，库存周转风险可控且呈现改善趋势
收入和净利润 2016-2021 年复合增长 26%/36%。2021 年公司实现收入 27.2 亿元，同比增长 18.1%，实现归母净利润 6.2 亿元，同比增长 25.2%，2016-2021 年收入和净利润的 CAGR5 分别为 26.4%/36.3%，业绩连续多年稳健高成长。2022 年受到疫情影响净利润增长小幅放缓到 17%，2023Q1 增长反弹至 41%。

图54：公司营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理；备注：2020 年和 2021 年财务数据采取新口径，2020 年比 2019 年财务数据变动百分比采用原口径计算（本报告下同）。

图55：公司归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

利润率领先同行且呈现稳步提升趋势。公司毛利率在 A 股和港股男装上市公司中领先且呈现逐年提升的趋势，2022 年毛利率达到 77.4%（可比口径下 2022 年毛利

率同比 2019 年增长 4.5pct），净利率 25.2%，相比 2019 年提升 2.9pct。

存货周转相对较慢，但存货风险可控且近年改善。2021 年公司存货周转天数 360 天，由于 DTC 占收入比重 75%且销售快速增长需要有一定的提前备货，但周转天数已连续 3 年改善（2022 年末增加至 388 天主要受疫情影响），2023Q1 在强劲销售增长带动下，存货周转天数优化至 240 天。

且在此前发布的公司深度报告《新视角看比音勒芬，品牌力突出的高端运动生活服饰》中我们也对此分析：第一，高端男装对潮流款式更新迭代要求较低，第二，公司强势的品牌力保障了高加价倍率，旧货减值计提对净利润影响小；第三，目前清理库存奥莱店数占比约 10%，虽然毛利率较低，但由于流水更高、租金率更低，我们估算盈利水平不一定低于正价店，因此可以较高的利润率销售过季商品。

图 56：公司利润率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

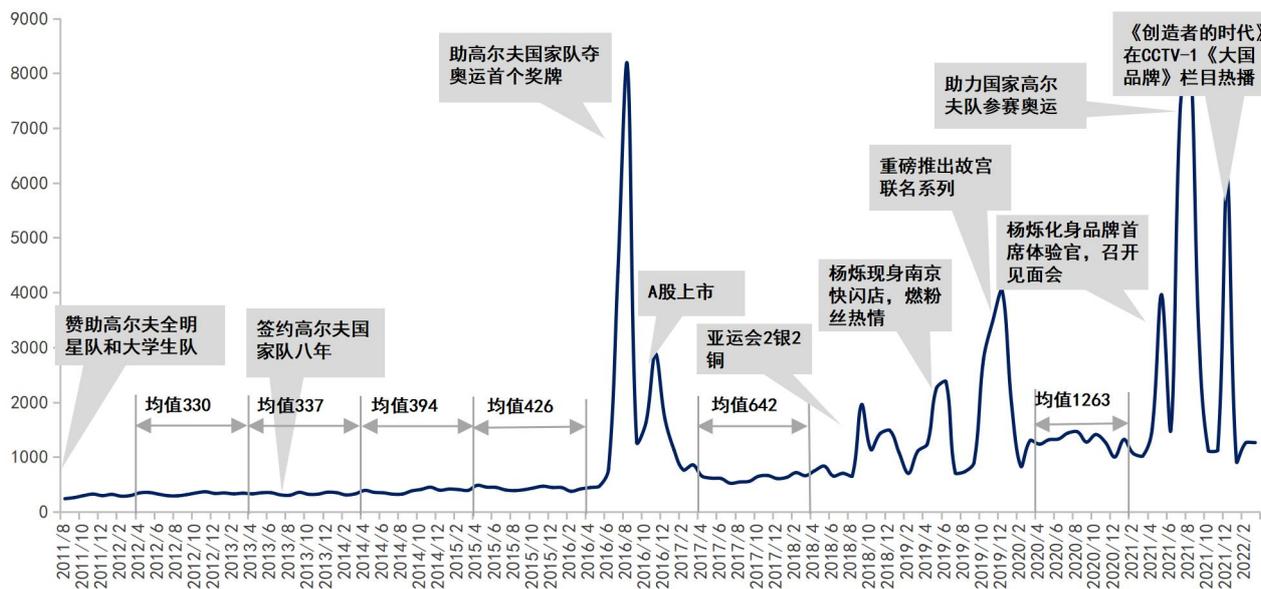
图 57：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

（三）竞争力和成长分析：卡位景气赛道，品牌力突出，远期成长空间广阔
品牌力：成功培育高尔夫高端运动基因，高质量营销驱动品牌影响力持续提升。比音勒芬早年切入高尔夫运动赛道，并成功培育出高端时尚运动基因，2016 年上市以来，公司持续积极展开奥运营销、娱乐营销和事件营销，从百度搜索指数看，公司品牌影响力每年都有明显的提升。从报表端可见，毛利率的逐步增加反映品牌溢价能力的提升。

图58：2011-2022年“比音勒芬”百度搜索指数持续走高（月度平均）



资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

成长空间：公司会员数有广阔增长空间，中长期门店数中枢有望达到 1791 家。1) 从消费群体看，2021 年末公司会员数仅 70 万，但中国个人可投资资产超过 1000 万元的人数有 300 万人且年复合双位数增长，因此从消费人群角度而言，比音勒芬品牌仍有广阔增长空间。2) 从渠道渗透率的角度，我们把中国城市按照人均社零高低划分为 12 个等级，若门店低渗透率的城市对标门店高渗透率的城市计算，中性假设下，比音勒芬门店数理论上能达到 1791 家（2021 年末是 1100 家）。

图59：比音勒芬各级城市基本指标及拓店空间测算总表

城市分级指标	1级	2级	3级	4级	5级	6级	7级	8级	9级	10级	11级	12级	合计
各级城市基本资料													
划分标准 (人均社零总额)	>6.0	5.0~6.0	4.5~5.0	4.0~4.5	3.5~4.0	3.0~3.5	2.5~3.0	2.0~2.5	1.5~2.0	1.0~1.5	0.5~1.0	0.0~0.5	-
城市数量	8	13	10	10	18	21	44	58	74	54	42	11	363
人口数量 (万人)	10985	9849	6472	5997	11465	9235	15431	20180	23114	17898	8407	1522	140557
人口比例	7.8%	7.0%	4.6%	4.3%	8.2%	6.6%	11.0%	14.4%	16.4%	12.7%	6.0%	1.1%	100.0%
社零总额 (亿元)	73112	53325	30663	25382	42508	30057	42007	45267	40765	22898	6558	576	413117
社零总额比例	17.7%	12.9%	7.4%	6.1%	10.3%	7.3%	10.2%	11.0%	9.9%	5.5%	1.6%	0.1%	100.0%
平均单个城市社零 (亿元)	9139	4102	3066	2538	2362	1431	955	780	551	424	156	52	1138
人均社零总额 (万元)	6.66	5.41	4.74	4.23	3.71	3.25	2.72	2.24	1.76	1.28	0.78	0.38	2.94
公司门店数量	154	140	103	51	122	42	107	97	112	62	22	2	1014
拓店空间测算过程													
店数/百万人-最小值	0.58	0.31	0.62	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
店数/百万人-最大值	2.96	2.74	11.67	2.47	3.46	2.96	2.52	2.93	2.01	3.42	1.56	0.71	11.67
店数/百万人-中位数	2.55	1.28	1.38	0.99	1.32	0.32	0.59	0.42	0.41	0.28	0.00	0.00	0.45
店数/百万人-平均数	1.40	1.42	1.59	0.85	1.06	0.45	0.69	0.48	0.48	0.35	0.26	0.13	0.72
店数/百万人-30%分位	2.60	2.11	2.41	1.06	1.69	0.49	1.02	0.66	0.65	0.75	0.29	0.00	0.81
测算对标的人均门店数	2.60	2.11	2.41	1.49	1.69	1.38	1.02	0.66	0.65	0.75	0.29	0.00	-
预期门店数	282	251	158	98	196	133	172	159	180	131	29	2	1791
预期门店增量	128	111	55	47	74	91	65	62	68	69	7	0	777
店数/百万人-预期平均数	2.57	2.55	2.44	1.63	1.71	1.44	1.11	0.79	0.78	0.73	0.34	0.13	1.27

资料来源：wind，各城市统计公报，公司官网，国信证券经济研究所

（三）盈利预测和投资建议

预计 2023-2025 年公司收入分别为 35.2/41.8/48.8 亿元，分别增长

22.1%/18.6%/16.7%，其中预计直营收入增长 31%/18%/16%，加盟收入增长 4%/19%/17%，且预计由店数和店效带来的增长相近；毛利率分别为 77.6%/77.8%/77.9%；净利润随着收入快速增长带来固定费用率的下降，有望实现更快增长，分别 9.4/11.6/14.0 亿元，同增 30%/23%/20%。

表2: 比音勒芬盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	1825.5	2303.3	2720.0	2884.8	3522.7	4176.3	4875.8
YoY	23.7%	26.2%	18.1%	6.1%	22.1%	18.6%	16.7%
直营	1177.9	1628.8	1914.1	1779.9	2332.0	2749.3	3190.5
YoY	14.4%	38.3%	17.5%	-7.0%	31.0%	17.9%	16.0%
店数	441	486	532	579	634	684	729
店数 YOY	20.8%	10.2%	9.5%	8.8%	9.5%	7.9%	6.6%
单店平均收入	2.92	3.51	3.76	3.20	3.85	4.17	4.52
单店收入 YOY	13.5%	8.8%	7.0%	-14.8%	20.0%	8.5%	8.2%
加盟	631.5	576.3	683.3	936.9	972.3	1151.9	1342.3
YoY	41.5%	-8.7%	18.6%	37.1%	3.8%	18.5%	16.5%
店数	453	493	568	612	677	737	792
店数 YOY	20.8%	10.2%	9.5%	8.8%	9.5%	7.9%	6.6%
单店平均收入	1.48	1.22	1.29	1.59	1.51	1.63	1.76
单店收入 YOY	25.7%	-17.8%	5.7%	23.3%	-5.0%	8.0%	7.8%
线上	16.2	98.2	122.6	168.0	218.3	275.1	343.1
YoY		508.0%	24.8%	37.0%	30.0%	26.0%	24.7%
毛利率	67.8%	73.9%	76.7%	77.4%	77.6%	77.8%	77.9%
直营	71.9%	78.3%	81.1%	82.1%	81.9%	82.1%	82.3%
加盟	60.2%	67.7%	68.9%	71.0%	70.8%	70.8%	70.9%
线上	60.4%	37.6%	50.9%	63.4%	63.2%	63.5%	63.7%
费用率							
销售费用	30.0%	38.4%	38.3%	35.9%	35.7%	35.4%	35.0%
管理费用	7.4%	5.8%	5.7%	6.8%	6.2%	6.0%	5.8%
研发费用	3.2%	2.8%	3.1%	3.5%	3.2%	3.2%	3.1%
资产减值	-1.6%	-2.1%	-2.9%	-3.4%	-2.5%	-2.3%	-2.1%
其他经营收益率	-0.6%	-0.6%	-0.8%	-1.0%	-0.6%	-0.4%	-0.2%
所得税率	13.8%	14.8%	14.8%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	406.6	498.8	624.5	727.6	944.6	1159.8	1396.7
YoY	39.1%	22.7%	25.2%	16.5%	29.8%	22.8%	20.4%
净利率	22.3%	21.7%	23.0%	25.2%	26.8%	27.8%	28.6%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

投资建议: 卡位景气赛道, 品牌势能强, 中长期成长可期。公司 2022 年业绩在逆境中实现增长、库存优化, 印证了强大经营韧性。进入 2023 年, 随着疫情管控放开, 公司一季度增长亮眼, 全年展望乐观。中长期看, 比音勒芬作为运动细分景气赛道的高端品牌, 已通过早期精准定位、高质量营销、差异化渠道运营和优秀产品力培育出卓越品牌力, 随着品牌影响力持续提升, 未来成长空间广阔。预计 2023-2025 年净利润分别 9.4/11.6/14.0 亿元, 同比增长 30%/23%/20%。考虑到公司一贯以来优秀的成长性及健康的经营指标, 维持目标价 40.6-42.7 元, 对应 2024 年 20~21x PE, 维持“买入”评级。

表3：盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	2,720	2,885	3,523	4,176	4,876
(+/-%)	18.1%	6.1%	22.1%	18.6%	16.7%
净利润(百万元)	625	728	945	1160	1397
(+/-%)	25.2%	16.5%	29.8%	22.8%	20.4%
每股收益(元)	1.13	1.27	1.66	2.03	2.45
EBIT Margin	32.4%	34.0%	31.7%	32.3%	33.0%
净资产收益率 (ROE)	19.2%	17.6%	19.5%	20.3%	20.7%
市盈率 (PE)	29.1	25.9	20.0	16.3	13.5
EV/EBITDA	21.7	19.9	17.3	14.5	12.3
市净率 (PB)	5.6	4.6	3.9	3.3	2.8

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

报喜鸟：变革重焕新生，哈吉斯景气成长打开空间

（一）业务概况：以报喜鸟和哈吉斯为主，渠道模式以 DTC 为主

报喜鸟集团成立于 1996 年，经过 27 年发展目前旗下自有品牌包括报喜鸟、宝鸟、所罗、亨利格兰、云翼智能、东博里尼，合作品牌有伊丽特，代理品牌有哈吉斯、恺米切、乐飞叶，品牌定位中高端领域。渠道上，线下不断提升购物中心渠道占比、突破中部弱势市场，核心品牌依靠店效驱动增长，同时加大电商渠道布局、拓展抖音直播等新零售平台。2022 年集团总收入 43.1 亿元，总门店数 1684 个。

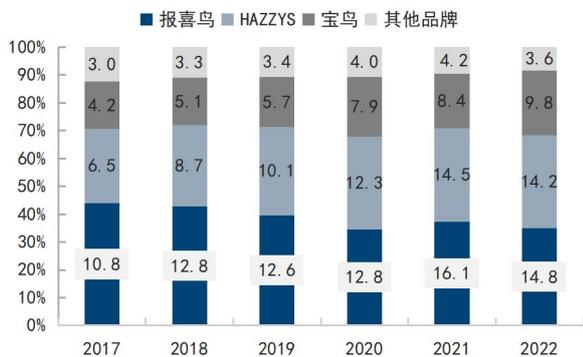
其中集团主力品牌是主打中高档男士西服的报喜鸟和代理品牌中高档英伦风服饰哈吉斯，2022 年收入分别为 14.8/14.2 亿元，门店数分别为 804/417 个，团购品牌宝鸟 9.8 亿元。集团采用 DTC 为主的渠道模式，线下直营和电商合计占比 53%，团购占比 23%。

表4：公司品牌介绍

品牌名称	品牌定位	目标客户群	产品价格带	主要销售城市
自有品牌				
报喜鸟	中高档商务男装	30-50 岁自信、儒雅、尊贵的白领、商务人士	西服：3000-5000 元/套	1-5 线城市
宝鸟	职业装团购品牌	具有统一着装需求的高端商务组织	西服：1000-2000 元/套 衬衫：150-400 元/件	1-5 线城市
所罗	专业高级定制品牌	追求品质的商务高端人士	西服：4000-6000 元/套	1-5 线城市
亨利·格兰	中高档英伦高尔夫风男装	30-40 岁追求轻松、品味生活理念和健康活力生活方式的男士	外套：1500-4000 元/件 内搭：500-3000 元/件 单西：2980-5980 元/件	3-4 线城市
东博利尼	意大利轻奢男装品牌	30-45 岁追求精致生活的中产阶层人士	裤子：1680-2480 元/条 衬衫：1180-1680 元/件	1-2 线城市
合作品牌				
衣丽特	高端校服团购品牌	具有统一着装需求的校园组织	秋冬款：500-800 元/套 春夏款：300-350 元/套	1-3 线城市
代理品牌				
哈吉斯	中高档英伦风格男装、女装品牌	25-40 岁时尚、品味的都市精英	800-7000 元/件	1-3 线城市
恺米切	极具性价比的意大利专业衬衫品牌	30-45 岁的中产阶层、商务人士	1199-1599 元/件	1-3 线城市
乐飞叶	高档户外休闲品牌	30-50 岁户外休闲爱好者	外套：999-5299 元/件 内搭：499-1199 元/件	1-3 线城市

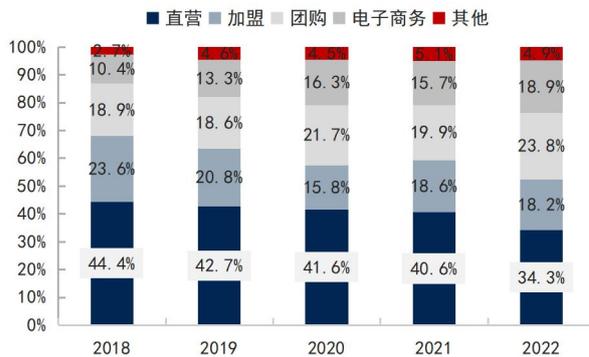
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图60: 集团分品牌收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图61: 集团分渠道收入情况



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(二) 财务分析: 收入业绩重回高增长, 盈利水平较好, 库存改善

收入和业绩经历快速增长遇行业调整而下滑, 一系列变革后重回正轨。2007年报喜鸟A股上市, 在中国服装市场高度景气驱动下, 进入快速增长期, 2011年获得哈吉斯在中国的代理权, 2007~2011年收入CAGR 29.3%至20.3亿元。2012年国内服装行业陷入库存危机, 叠加电商平台对线下冲击, 2012~2016年收入下滑, 投资失利、折扣促销和存货减值令业绩大幅下滑, 2016年亏损3.9亿元。2017~2021年, 公司多轮定增明确实际控制人地位、聚焦主业、股权激励、主品牌年轻化改革和哈吉斯成功培育, 积极变革下收入CAGR 14.4%, 业绩大幅反弹。

毛利率、净利率近5年持续恢复改善, 盈利水平较好。公司主品牌报喜鸟和代理品牌哈吉斯均定位中高端服装, 有较高的加价倍率, 因此近5年集团整体毛利率均维持在60%以上(即使占比20%的团购毛利率仅45%), 高于大部分同行。

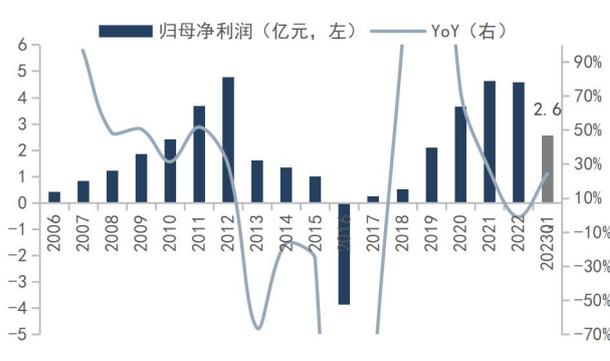
2013年后存货周转天数持续优化, 目前处于较健康水平。2013年公司存货周转达到最高值465天, 2016年公司大力度清理库存并计提减值导致亏损3.9亿元, 2017年存货周转天数下降至281天。随着定制智能化推进、库存管控能力提升, 2019~2021年公司存货周转263/257/237天, 稳步优化。由于, 公司主品牌所处的中高端西服领域和哈吉斯所处的中高端休闲男装领域对潮流款式更新迭代要求较低, 因此当前存货周转处于相对健康和可控水平。

图62: 公司营业收入及增速



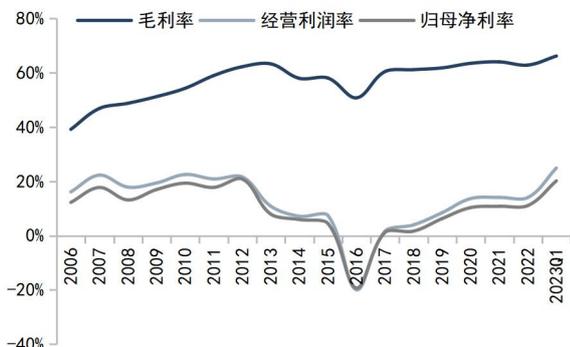
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图63: 公司净利润及增速



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图64: 公司历年毛利率、经营利润率、归母净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图65: 公司营运资金周转天数



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(三) 竞争力和成长分析: 报喜鸟焕发新生, 哈吉斯打开成长空间

报喜鸟主品牌: 智能化定制、新品类、新零售驱动下, 增长领先竞品。聚焦核心品类西服、发挥大规模智能化定制优势并开拓年轻时尚、运动西服和轻正装产品系列, 并邀请张若昀任品牌代言人, 积极开拓新零售渠道, 年轻和时尚感令这一传统西服品牌焕发新生。近年品牌在运动西服、轻正装、联名款等新品类驱动下保持 10%左右的收入复合增长, 领先同类商务装品牌。

哈吉斯: 卡位运动休闲景气赛道, 精心培育强势成长, 对标同类品牌, 拓店空间广阔。在英伦风盛行背景下, 哈吉斯通过稀缺英伦风基因、领先研发设计能力、高质量主题营销和跨界合作、拓展女子和年轻系列、进驻高端渠道等举措成功培育影响力, 进入快速高质量成长期, 2017-2021 年, 哈吉斯坪效从 2430 元增长至 3220 元。

从未来成长空间看, 对标风格和定位相近的比音勒芬。第一, 中国个人可投资产超 1000 万元人数近 300 万, 而比音勒芬 (零售额 39 亿元) VIP 客群仅 70 万, 因此轻奢品牌仍有广阔空间。第二, 2022 年哈吉斯对标风格相近、定位更高的比音勒芬有 700 多家门店差距, 而哈吉斯下沉市场渗透率非常低, 未来品牌将通过线上订单分布指导下沉市场拓店计划, 开店空间广阔。

图66: 哈吉斯与比音勒芬的零售额估算值对比 (亿元)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图67: 比音勒芬和哈吉斯坪效估算 (含税, 元/月)



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 备注: 2017~2019 年换算成包括租金扣点的口径, 换算后与 2020~2021 年口径一致。

（四）盈利预测和投资建议

预计 2023-2025 年公司收入分别为 51.2/59.4/68.1 亿元,分别增长 19%/16%/15%,其中预计报喜鸟增长 16%/12%/10%,哈吉斯增长 24%/23%/20%。毛利率分别为 63.5%/63.7%/63.9%,净利润分别为 6.0/7.3/8.6 亿元,同比增长 31%/21%/18%。

表5: 报喜鸟盈利预测假设条件

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
收入 (百万元)	3273	3788	4451	4313	5117	5942	6814
报喜鸟	1259	1276	1612	1476	1707	1907	2099
-门店数	797	779	796	804	852	877	901
-单店收入 (万元)	164	162	205	184	206	221	236
哈吉斯	1007	1233	1452	1416	1764	2167	2605
-门店数	392	393	401	417	460	490	519
-单店收入 (万元)	266	314	366	346	402	456	517
宝鸟	513	566	785	837	980	1127	1284
其他品牌	326	344	397	426	361	428	487
收入 yoy	5.2%	15.7%	17.5%	-3.1%	18.6%	16.1%	14.7%
报喜鸟	-1.7%	1.4%	26.3%	-8.4%	15.6%	11.8%	10.1%
-门店数	7.7%	-2.3%	2.2%	1.0%	5.9%	3.0%	2.7%
-单店收入	-6.8%	-1.2%	26.3%	-9.8%	11.7%	7.0%	7.0%
哈吉斯	15.4%	22.4%	17.8%	-2.5%	24.5%	22.9%	20.2%
-门店数	7.4%	0.3%	2.0%	4.0%	10.4%	6.4%	6.0%
-单店收入	1.9%	18.0%	16.5%	-5.3%	16.1%	13.5%	13.2%
宝鸟	10.3%	38.6%	6.6%	17.0%	15.0%	14.0%	13.0%
其他品牌	5.5%	15.2%	7.3%	-15.2%	18.5%	13.9%	12.6%
毛利率	61.7%	63.4%	63.9%	62.7%	63.5%	63.7%	63.9%
费用率							
销售费用率	39.2%	39.6%	39.6%	39.7%	38.8%	38.5%	38.2%
管理费用率	9.4%	7.0%	7.4%	6.5%	6.8%	6.7%	6.7%
研发费用率	1.9%	1.6%	1.7%	1.9%	1.7%	1.7%	1.7%
其他经营收益率	-1.4%	-0.6%	-0.2%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
所得税率	27.6%	23.9%	22.2%	21.5%	22.5%	22.5%	22.5%
归母净利润	210.1	366.5	464.4	458.8	601.6	726.4	859.7
yoy	305.3%	74.4%	26.7%	-1.2%	31.1%	20.8%	18.3%
归母净利率	6.2%	10.3%	10.8%	11.0%	12.1%	12.5%	12.9%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

投资建议: 年初至今零售加速, 看好集团改革效能释放和新品牌成功培育下的中长期成长性。公司经历行业调整和投资失利阵痛后实施一系列变革, 重回高速增长。主品牌在智能化、年轻化、新零售驱动下, 获得超越传统西服的阿尔法增长; 哈吉斯凭借英伦基因, 在集团精心培育下强势成长, 从中国高净值人群和下沉市场渗透率看, 预计仍有广阔成长空间。预计 2023-2025 年净利润为 6.0/7.3/8.6 亿元, 同比增长 31%/21%/18%, 维持目标价 6.6-7.4 元, 对应 2023 年 PE 16-18x, 当前估值相比同类公司仍然具有较高性价比, 维持“买入”评级。

表6: 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4,451	4,313	5,117	5,942	6,814
(+/-%)	17.5%	-3.1%	18.6%	16.1%	14.7%
净利润(百万元)	464	459	602	726	860
(+/-%)	26.7%	-1.2%	31.1%	20.8%	18.3%
每股收益(元)	0.32	0.31	0.41	0.50	0.59
EBIT Margin	14.2%	13.8%	15.3%	15.9%	16.5%
净资产收益率 (ROE)	11.2%	11.7%	13.8%	14.9%	15.7%
市盈率(PE)	17.1	17.3	13.2	10.9	9.3
EV/EBITDA	13.5	14.5	11.9	9.8	8.6
市净率(PB)	1.91	2.02	1.83	1.63	1.45

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

海澜之家: 大众男装龙头品牌, 年轻化转型、子品牌、新零售构建新成长曲线

(一) 业务概况: 大众男装龙头品牌, 同时形成涵盖多领域的新品牌矩阵

公司成立于1997年, 是国内非运动男装第一大品牌集团(市占率5.3%), 2022年收入186亿元, 店铺数8219个。公司董事长、总经理周立宸为集团创始人和前任董事长周建平之子, 同时担任工商联纺织服装商会常务会长、中国服装协会副会长等, 周氏家族(实控人周建平、董事长周立宸、周建平女儿周晏齐)合计持股51%; 副总经理强红兵、徐兴福分别担任拓展条线和市场条线负责人。

分品牌看, 主品牌海澜之家定位大众男装, 有“男人的衣柜”之美誉, 2022年品牌收入138亿元。同时公司还拥有职业装团购品牌圣凯诺(收入22.6亿元), 以及新品牌矩阵(OVV、英氏、男生女生等, 收入19亿元)。

从渠道模式看, 公司线下直营/加盟/电商/团购分别占比14%/58%/16%/13%, 直营/加盟门店分别为1578/6641个。海澜之家加盟店采用类直营模式管理, 加盟商类似“财务投资人”角色, 门店的人员培训、数字化系统监控、库存调配等工作基本由集团参与, 同时加盟店可退换货, 加盟商按照零售额的1/3左右作为收入。

图 68: 海澜之家主要品牌和渠道布局一览 (2022 年)

主要产品	品牌布局	渠道分布
<ul style="list-style-type: none"> 裤子: 收入41.8亿元, 占23%, 毛利率46.0% 衬衫: 收入20.6亿元, 占11%, 毛利率36.8% T恤: 收入33.6亿元, 占18%, 毛利率49.1% 羽绒服: 收入18.7亿元, 占10%, 毛利率38.2% 茄克衫: 收入13.0亿元, 占7.0%, 毛利率41.3% 西服: 收入16.4亿元, 占8.9%, 毛利率50.6% 针织衫: 收入8.0亿元, 占4.3%, 毛利率39.3% 其他: 收入26.9亿元, 占14.5%, 毛利率36.9% 	<ul style="list-style-type: none"> 海澜之家~大众男装龙头品牌~77% 收入138亿元, 占77%; 毛利率42.2%  <ul style="list-style-type: none"> 圣凯诺~职业装团购品牌~13% 收入22.5亿元, 占13%; 毛利率48.6%  <ul style="list-style-type: none"> 其他品牌~女装、童装、家居、运动、潮流 中高端女装 (OVV), 中高端童装 (英氏)、大众童装 (男生女生), 家居及日用品 (海澜优选), 奥地利专业运动品牌 (海德), 简潮时尚男装 (黑鲸)。合计收入19.0亿元, 占10%; 毛利率52.2% 	<ul style="list-style-type: none"> 线下 (~71%) <ol style="list-style-type: none"> 直营~14% 25亿元, 门店1578个, mall 为主; 毛利率68% 加盟~58% 103亿元, 门店6641个, 街店为主; 毛利率38% 类直营管理模式 线上 (~16%) 29亿元, 毛利率40% 团购 (~13%) 22.5亿元, 毛利率48.6%

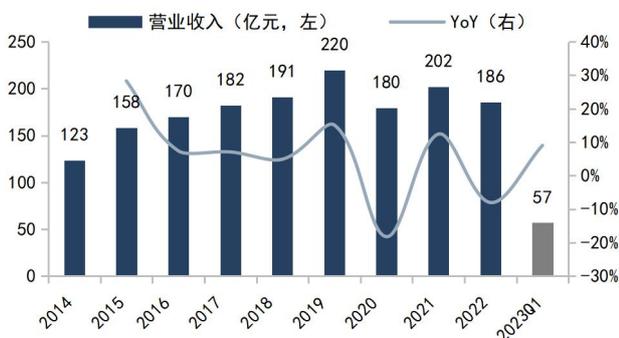
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(二) 财务分析: 疫情前稳健增长, 近年受疫情和开直营店影响净利率下滑, 存货周转逆势改善

2014年2月18日海澜之家完成借壳凯诺科技, 4月11日成功重组上市。2015-2019年公司收入复合增速8.5%, 2019年收入增长15%有因男生女生、英氏并表的额外贡献; 但全年净利润下滑7%, 主要是因为爱居免亏损 (已于当年剥离)、投资收益减少、海一家加大去库存力度, 以及子品牌并表后增加费用、影响盈利等因素。2020-2022年受疫情影响, 且公司加速扩张直营门店进驻购物中心, 因此费用率提升、净利率下降。

从存货看, 虽然近年DTC比重快速增加 (近5年增加20.5pct至28%) 且受到疫情影响, 但公司存货周转保持优化的态势。

图 69: 公司营业收入及增速 (单位: 亿元、%)



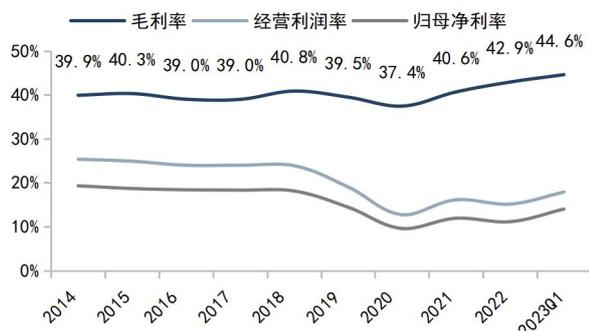
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 70: 公司归母净利润及增速 (单位: 亿元、%)



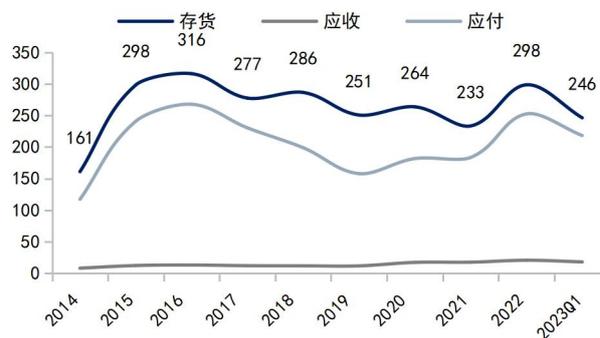
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 71：公司毛利率、净利率变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 72：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

（三）成长分析：疫情期间逆势开店释放效益，中长期看好主品牌年轻化策略和子品牌成熟放量

1、主品牌：大众男装龙头，年轻化、科技升级、渠道升级、新零售驱动成长

海澜之家是国内男装行业龙头品牌，若剔除运动品牌，公司市占率 3.7% 位列行业第一，明显超越第二名的绫致时装（1.7%），形成相对的规模优势和品牌大众影响力。

近年来公司积极推进品牌、产品、渠道年轻化策略，深受年轻消费者青睐，例如 1) 在营销方面，海澜之家通过成为央视春晚独家服装合作伙伴、携手中国航天发布联名 T 恤、与代言人周杰伦深入互动等有效输出国民品牌价值；2) 在产品方面，打造“时尚+科技”产品，推出如六维弹力裤、三防黑白小 T、全能夹克等功能性面料和运动休闲爆款；3) 在渠道方面，积极开拓新零售，并通过开设直营店进驻购物中心渠道，2018-2021 年虽然公司总收入仅增长 6%，但线下自营/电商收入分别增长 233%/137%。未来 3-5 年集团还将计划开拓 1000 家购物中心门店，提升品牌形象、吸引优质客群；同时计划实现电商百亿零售额目标。

2、子品牌：2023 年部分子品牌有望贡献盈利，未来 3-5 年目标形成百亿规模

公司子品牌涵盖职业装团购（圣凯诺），中高端女装（OVV），中高端童装（英氏）、大众童装（男生女生），家居及日用品（海澜优选），奥地利专业运动品牌（海德），简潮时尚男装（黑鲸）。其中：1) 英氏童装是 0-6 岁中高档婴童品牌，已经在 2021 年实现经营层面盈利，2023 年有望实现一定规模利润，2) OVV 定位 30 岁左右的中高档独立女性通勤装，维持高性价比策略（与大牌同样品质产品，价格更低），可成长空间较大，预计很快将贡献盈利。

随着新品牌陆续孵化成熟，未来 3-5 年公司同样目标子品牌分别达到 100 亿零售额的规模（2022 年子品牌收入 41.5 亿元，圣凯诺/其他分别 22.5/19 亿元），随着规模扩张、利润率提升，有望成为集团第二增长曲线。

3、短期看，疫情期间逆势扩张购物中心店，疫情后店铺效益有望得到释放

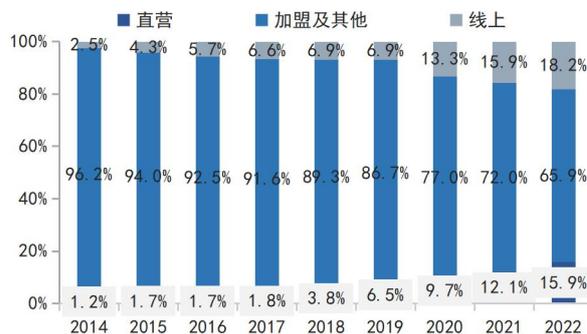
受到 3 年疫情反复影响，一部分服装品牌出现业绩大幅下滑或亏损情况陆续出清，另外有相当一部分的服装品牌公司呈现 3 年连续关店的情形。海澜之家则把握行业低谷期进行渠道升级，逆势在购物中心拿优质位置开店。2019-2022 年公司自营/加盟店分别净变动+919/+46 家，合计净增 965 家，其中大部分为购物中心店。疫情后店铺客流回升、效益释放，有望贡献增长。

图73：海澜之家近几年持续净开店



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图74：海澜之家集团各零售渠道收入占比（不含圣凯诺）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

（四）盈利预测及投资建议

我们预计 2023-2025 年公司总收入分别同比变动+15.8%/+10.6%/+10.0%至 215/238/262 亿元，其中预计零售品牌直营收入在快速开店、以及前期店铺效益释放的驱动下分别增长 39%/19%/16%，加盟收入分别增长 12%/8%/8%，线上分别增长 18%/16%/14%。

预计 2023-2025 年毛利率分别为 43.6%/44.2%/44.9%，主要由于疫情后自营和电商毛利率改善、毛利率更高的直营收入占比提升。预计费用率将有所提升，主要是由于自营门店的快速扩张。

预计 2023-2025 年净利润 27.1/30.4/33.9 亿元，分别变动+25.6%/12.2%/11.6%。

表7：海澜之家盈利预测及假设条件

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023E	2024E	2025E
收入金额	21,970	17,959	20,188	18,562	21,498	23,782	26,153
海澜之家&其他品牌	19,223	15,374	17,175	15,658	18,369	20,493	22,693
直营	1,241	1,484	2,081	2,483	3,455	4,116	4,775
-店数	659	805	1,115	1,578	1,798	1,978	2,148
-店效	2.61	2.03	2.17	1.84	2.05	2.18	2.31
加盟及其他	16,658	11,840	12,368	10,318	11,544	12,467	13,445
-店数	6,595	6,576	6,537	6,641	6,641	6,641	6,671
-店效	2.57	1.80	1.89	1.57	1.74	1.88	2.02
线上	1,325	2,050	2,726	2,856	3,371	3,910	4,473
圣凯诺品牌	2,168	2,071	2,260	2,247	2,472	2,633	2,804
收入 YoY	15.1%	-18.3%	12.4%	-8.1%	15.8%	10.6%	10.0%
海澜之家&其他品牌	15.7%	-20.0%	11.7%	-8.8%	17.3%	11.6%	10.7%
直营	98.6%	19.7%	40.2%	19.3%	39.2%	19.1%	16.0%
-店数	126.5%	22.2%	38.5%	41.5%	13.9%	10.0%	8.6%
-店效	-29.4%	-22.4%	6.9%	-14.9%	11.0%	6.5%	6.2%
加盟及其他	12.2%	-28.9%	4.5%	-16.6%	11.9%	8.0%	7.8%
-店数	3.3%	-0.3%	-0.6%	1.6%	0.0%	0.0%	0.5%
-店效	4.9%	-30.0%	4.9%	-17.0%	11.0%	8.0%	7.6%
线上	15.1%	54.7%	33.0%	4.8%	18.0%	16.0%	14.4%
圣凯诺品牌	2.2%	-4.5%	9.1%	-0.6%	10.0%	6.5%	6.5%
毛利率	39.5%	37.4%	40.6%	42.9%	43.6%	44.2%	44.9%
海澜之家&其他品牌	39.3%	36.3%	40.5%	43.5%	45.1%	45.7%	46.2%
-直营	59.6%	58.9%	69.8%	68.4%	69.5%	69.6%	69.9%
-加盟及其他	36.8%	33.0%	36.7%	38.4%	38.0%	38.1%	38.2%
-线上	50.8%	38.5%	36.2%	39.9%	44.5%	44.6%	44.8%
圣凯诺品牌	49.9%	52.7%	51.6%	48.6%	48.0%	48.0%	48.1%
费用率							
销售费用	11.2%	13.4%	16.1%	18.5%	18.3%	18.7%	19.1%
管理费用	6.8%	7.0%	4.9%	5.0%	5.3%	5.3%	5.3%
研发费用	0.3%	0.5%	0.6%	1.0%	0.7%	0.6%	0.6%
财务费用	0.1%	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
其他							
其他经营收益占比	-1.5%	-3.1%	-2.2%	-2.7%	-2.3%	-2.3%	-2.2%
所得税率	25.0%	25.3%	26.3%	28.8%	25.0%	25.0%	25.0%
归母净利润合计	3,211	1,785	2,491	2,155	2,707	3,037	3,390
净利润率	14.6%	9.9%	12.3%	11.6%	12.6%	12.8%	13.0%
YOY	-7.1%	-44.4%	39.6%	-13.5%	25.6%	12.2%	11.6%

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理；备注：假设圣凯诺品牌全部收入来自线下

投资建议：看好疫情后经营效益释放以及集团中长期成长潜力。海澜之家作为国内大众男装的龙头品牌具有较大规模和影响力，中长期主品牌年轻化转型升级、子品牌孵化成熟和新零售开拓将给公司中长期带来第二增长曲线；短期值得关注的是疫情期间开设店铺的经营效益释放贡献增长，以及部分子品牌经营改善贡献盈利。预计2023-2025年净利润分别27.0/30.4/33.9亿元，同比变动+26%/+12%/+12%，维持目标价至7.5-8.1元，对应2023年12-13x PE，维持“增持”评级。

表8: 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	20,188	18,562	21,498	23,782	26,153
(+/-%)	12.4%	-8.1%	15.8%	10.6%	10.0%
净利润(百万元)	2491	2155	2704	3036	3390
(+/-%)	39.6%	-13.5%	25.5%	12.3%	11.6%
每股收益(元)	0.58	0.50	0.63	0.70	0.78
EBIT Margin	19.5%	19.0%	18.6%	19.0%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	16.6%	14.8%	17.0%	17.4%	17.7%
市盈率(PE)	11.3	13.1	10.4	9.3	8.3
EV/EBITDA	9.1	10.0	10.1	9.2	8.5
市净率(PB)	1.9	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

中国利郎: 中高档商务休闲男装, 渠道转型效益释放, 经营稳健股息率高

(一) 业务概况: 中高档商务休闲和都市休闲男装

利郎于1987年由王氏三兄弟王冬星、王良星、王聪星联合创立, 是国内中高档男装品牌, 2022年收入30.9亿元, 店铺数2644个。目前公司实控人、董事会主席为王冬星先生, 负责集团的业务发展、策略企划管理、经营计划制定及重大投资决策建议; 王良星担任副主席兼行政总裁, 负责集团业务发展企划及发展策略建议; 王聪星担任副主席, 负责财务及资讯科技、内部管理及监管月度计划实施等。王氏三兄弟分别间接持股16.2%, 合计48.5%。另外, 品牌管理及公共关系事务负责人胡诚初间接持股3.2%; LILANZ品牌总经理潘荣彬间接持股1.9%; 团体定制部总监陈维进间接持股1.3%。

从业务层面看, 主系列定位中高档商务休闲, 定位25-45岁消费者, 收入25.6亿元, 占比83%, 2393个门店; 轻商务是2016年开拓的子系列, 主打年轻时尚和性价比, 定位1,2线城市20-30岁消费者, 收入5.2亿元, 占比17%, 251个门店。

图75: 利郎品牌系列和渠道布局概览



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

（二） 财务分析：稳健增长高分红，近年存货和毛利率变动主要由于渠道转型

2012-2017 年受到国内服装行业需求疲软、库存危机影响，公司增长乏力，2018-2019 年公司收入实现 30%/16% 的增长，收入增长主要由于前期在原创产品力提升、性价比策略、渠道运营能力提升等效果逐步显现，同时前一年渠道库存健康、经销商加大订货力度并积极开拓门店贡献增长。2020 年疫情下商务社交频次的减少影响品牌的销售，业绩有所波动，2021 年公司收入增长 26%（零售增长 15-20%），但由于鞋类产生存货拨备 1.22 亿元导致净利润下滑。

公司毛利率正常保持在 41-42% 的水平，2017 年后毛利率较低的轻商务系列（低于主系列 5% 左右）的规模增长、以及“提质不提价”策略小幅拖累毛利率，2019 年由于暖冬、折扣加深毛利率下滑 2.6pct，2020 年-2022 年由于轻商务转型自营贡献毛利率上升，但费用率也有所增加，净利率从正常的 22%-23% 下降至 14% 左右。

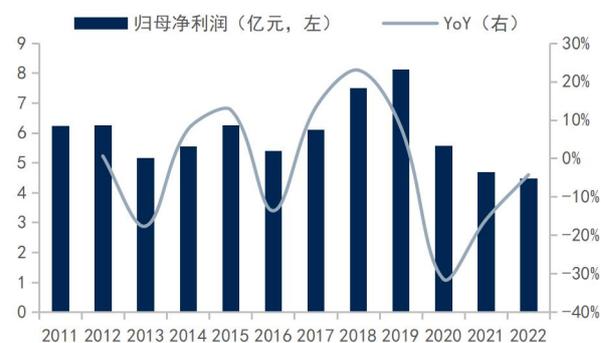
由于 2020 下半年轻商务转型直营和 2021 年主系列转型代销，部分门店库存计入公司报表，再加上受到疫情影响，存货周转天数增加至 195 天，同样应收账款下降至 54 天。公司现金流充裕，维持高分红，近 5 年派息率均在 70% 以上。

图 76：公司营业收入及增速



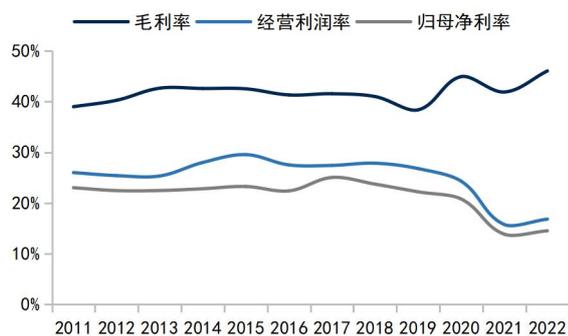
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 77：公司净利润及增速



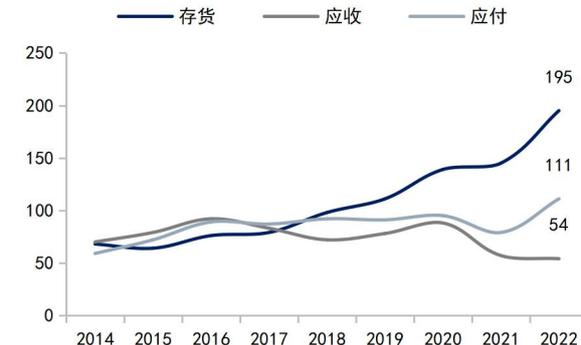
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 78：公司利润率水平



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 79：公司营运资金周转天数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

（三） 竞争力分析：渠道转型代销和自营成效良好，产品竞争力提升

1) 渠道：疫情期间转型自营和代销，积极发力新零售，成效良好。2020 年下半年轻商务 250-300 家门店基本全部转型自营，2021 年主系列 40% 门店转为代销（仍为批发模式，但库存由集团负责管控和调拨），直营和代销店铺有效实现库存互

联互通和随时调配，提升店效和售罄率。目前成效显著，例如 2022 年公司代销门店数仅占约 40%但贡献 54%的收入、轻商务库存下降且零售单价同比提升 15-20%。

同时电商清理库存的职能弱化，积极开发电商专供款（目前电商专供款约占比一半），电商毛利率提升，并为品牌引流和形象宣传起到重要作用。电商收入占比只有 10%左右，对比同类服装品牌，电商渗透率可提升空间较大。

2) **坚持原创产品，产品竞争力提升，有望推动加价倍率提升。**2022 年产品中原创比例从 70%提升到 75%，其中应用独有面料开发的产品比例约 50%，产品竞争力增强，有望推动加价倍率提升

3) **近期恢复趋势向好，2023 年零售增长目标 10%以上。**1-2 月公司实现约 5%的流水增长，3 月前半月增长双位数。2023 全年零售增长目标 10%或以上，全年公司计划净开 100 家门店，其中 50 家轻商务，并为 400 家主系列门店、100 家轻商务门店整改优化。

表9：公司分类型门店数

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
主系列-代销	-	-	-	-	-	-	966	957
主系列-分销	2985	2,575	2,321	2,458	2,525	2,466	1,477	1,436
轻商务-自营	-	-	-	-	-	287	290	251
轻商务-分销	-	-	89	212	290	8	0	0
总店数	2985	2575	2410	2670	2815	2761	2733	2644

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

（四） 盈利预测与投资建议

考虑到疫情管控放开后，客流逐步恢复，公司疫情期间所在的产品力提升、渠道转型升级等策略的效益有望陆续释放，我们预计公司 2023-2025 年收入分别为 34.0/37.9/42.1 亿元，增长 10.1%/11.6%/11.1%，其中轻商务和线上增速更快。净利率有望随着费用率的改善而小幅提升，净利润分别为 5.0/5.7/6.5 亿元，增长 12%/14%/13%。

表10：中国利郎盈利预测假设条件拆分

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023E	2024E	2025E
收入金额	3,658	2,681	3,379	3,086	3,396	3,792	4,214
收入 YOY 合计	15.5%	-26.7%	26.1%	-8.7%	10.1%	11.6%	11.1%
毛利率	38.4%	44.9%	41.9%	46.0%	46.1%	46.6%	47.0%
费用率							
销售费用率	-11.2%	-18.3%	-23.5%	-25.7%	-25.7%	-25.8%	-25.8%
管理费用率	-2.8%	-4.0%	-5.1%	-5.8%	-5.7%	-5.7%	-5.7%
财务费用率	1.2%	1.6%	0.8%	0.9%	1.0%	1.0%	0.9%
其他							
其他收入	3.2%	3.9%	2.6%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%
有效税率	20.7%	19.8%	16.6%	18.1%	18.1%	18.1%	18.1%
净利润合计	812.2	557.2	468.1	448.1	502.6	571.5	646.7
净利率	22.2%	20.8%	13.9%	14.5%	14.8%	15.1%	15.3%
YoY	8.1%	-31.4%	-16.0%	-4.3%	12.2%	13.7%	13.2%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：经营稳健，股息率高，看好今年业绩低基数加速复苏。2022 年在艰难的经营环境中，公司仍然实现稳健的经营业绩。三年疫情期间，公司不断提升产品竞争力并积极推行渠道转型，目前来看渠道转型对优化库存管控、提升售罄率

和店效起到积极作用，为疫后复苏打下坚实基础。维持盈利预测，预计 2023~2025 年净利润分别为 5.0/5.7/6.5 亿元，同比增长 12%/14%/13%。维持合理估值至 4.8-5.0 港元，对应 2023 年 10-10.5x PE，维持“买入”评级。

表 11: 盈利预测与市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,379	3,086	3,396	3,792	4,214
(+/-%)	26.1%	-8.7%	10.1%	11.6%	11.1%
净利润(百万元)	468	448	503	572	648
(+/-%)	-16.0%	-4.3%	12.2%	13.9%	13.3%
每股收益(元)	0.39	0.37	0.42	0.48	0.54
经营利润率	15.9%	16.9%	17.1%	17.4%	17.8%
净资产收益率(ROE)	12.7%	11.8%	12.8%	14.0%	15.1%
市盈率(PE)	9.3	9.8	8.7	7.6	6.7
EV/EBITDA	12.7	13.5	9.4	8.5	7.7
市净率(PB)	1.19	1.16	1.11	1.07	1.02

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

九牧王：男裤龙头品牌，全方位品牌升级有望迎来新机遇

（一）业务概况：中国男裤行业的龙头品牌公司

九牧王成立于 1989 年，从男裤细分赛道切入并成长为中国男裤的龙头品牌，定位 25-50 岁的精英白领男士，成立至今累计销售超过 1 亿条男裤，连续 22 年位列中国男裤市占率第一，2022 年公司总收入 26 亿元，门店数 2444 个。

公司董事长林聪颖同时担任中国服装协会副会长等，直接和间接持有公司 54% 的股份，林聪颖家族（林聪颖、林聪颖之妻的亲属陈金盾、陈加芽、陈加贫、陈美箬等）合计持股超过 70%；公司总经理陈加芽间接持有公司 2.3% 的股份；副总经理徐芳现任品牌事业部供应链总经理、林泽桓现任研发事业部总经理、尤铭忠现任 JOEONE 事业部副总经理、张景淳任集团董秘等。

从业务层面看，1) 分品类：男裤和茄克收入分别 12.0/6.6 亿元，占比 43%/26%，合计近 7 成。2) 分品牌：九牧王收入 22.9 亿元，占比 89%，毛利率 59.1%，国际时尚潮牌 FUN 收入 1.8 亿元，韩国高级男士成衣品牌 ZIOZIA 收入 1.0 亿元。3) 分渠道：直营/加盟/线上收入分别为 8.7/12.7/3.2 亿元，占比 34%/49%/12%，直营/加盟店数分别为 745/1699 家。

图80：九牧王业务概览

主要产品	主要品牌	渠道分布
<ul style="list-style-type: none"> 男裤：收入11.95亿元，占45.6%，毛利率64.3% 茄克：收入6.61亿元，占25.2%，毛利率53.7% 衬衫：收入2.69亿元，占10.3%，毛利率64.8% T恤：收入2.68亿元，占10.2%，毛利率63.8% 西服：收入1.54亿元，占5.9%，毛利率53.3% 	<ul style="list-style-type: none"> 九牧王~中高端男裤龙头品牌~88.7%  男裤专家，连续22年中国男裤市占率第一，愿景成为全球裤王 收入22.94亿元，占88.7%；毛利率59.1% FUN~时尚潮牌~6.9%  重点发展 FUN 潮流牛仔产品线，打造圆仔、史努比、七喜等联名产品线 收入1.78亿元，占6.9%；毛利率64.8% ZIOZIA~高级男士成衣品牌~3.9%  追求简单、时髦和别具一格，打造花样男人 收入0.99亿元，占3.9%；毛利率78.8% 其他品牌~0.6% 	<ul style="list-style-type: none"> 直营 (~33.5%) 745家门店，平均面积134平 收入8.66亿元，毛利率71.3% 加盟 (~49.0%) 1699家门店，平均面积155平 收入12.68亿元，毛利率55.2% 线上 (~11.6%) 收入3.23亿元，毛利率65.7%

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

（二） 财务分析：毛利率较高，近年品牌和渠道升级投入费用加码

近5年收入稳健增长。类似大多数的服装品牌，2008-2012年快速扩张渠道带来强劲的收入和净利润增长，2012-2015年受到国内服装行业库存危机的影响出现波动，2016-2019年收入复合增速7.9%至29亿元。

疫情期间收入总体保持增长，净利润下滑主要由于门店费用增加、营销推广费用率增加，以及存货减值和投资收益波动影响。具体来看：2018-2019年公司拓展子品牌自营门店，净增220家至1017家，导致2019年销售费用率中的职工薪酬、租赁费和装修费大幅增加，影响当年净利润。**2020-2022上半年公司执行品牌升级策略**，巴黎时装周、分众传媒广告营销、合作国家击剑队、联名等一系列营销活动提升品牌“男裤专家”定位，广告费用率从正常的3.8%左右大幅提升至7%-9%，以及门店形象的升级也带来了1-2pct的费用率提升。另外2019-2022年公允价值变动和投资收益分别为2.1/2.9/0.1/-1.7亿元，也是造成净利润的波动原因。

毛利率较高，存货周转稳定。公司毛利率稳定在57%左右的较高水平，自营/加盟/线上毛利率分别为71%/55%/61%，近2年毛利率更高的新品牌带动整体毛利率提升至60%。近5年，除2020和2022年外，存货周转天数稳定在245天左右。

图81: 九牧王营业收入及增长



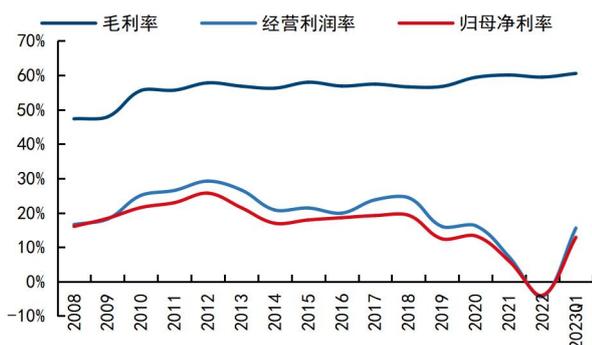
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图82: 九牧王归母净利润及增长



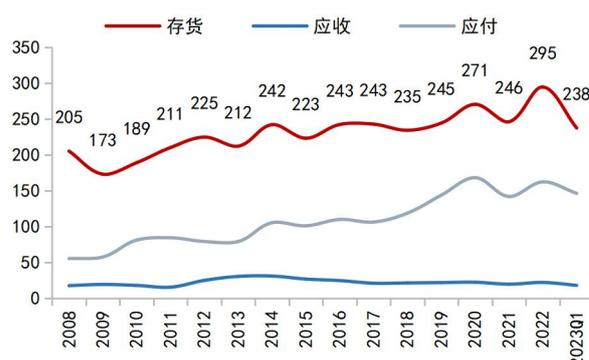
资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图83: 九牧王利润率水平



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图84: 九牧王营运资金周转天数



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

（三） 成长分析：品牌和渠道升级成效初显，品类舒适度优化，轻松裤接力小黑裤成为新爆款

1) 品牌升级：男裤龙头，多维度全方位高质量营销巩固“专家男裤”定位

按 2021 年男裤销售量计，覆盖全球 210 个国家或地区，男裤销售额占比超过 15% 且以休闲或商务为核心产品的男装品牌，九牧王位列男裤销售量前三（全球），也是中国男裤市占率第一。

2020 年后加大费用投入，合作分众传媒、登陆国际时装周，品牌知名度提升。2020 年 9 月 10 日，九牧王召开主题为“领跑中国男裤，全球销量领先”的战略发布会，宣布将与分众传媒、国际先锋设计师及国际知名面料供应商签约的三大重磅进行战略合作。由覆盖 3 亿城市主流消费群、几十万栋社区公寓、写字楼的电梯间的分众传媒助力九牧王品牌形象的传播，形成了高频强制的收视。2022 年九牧王分别在巴黎和米兰时装周亮相，提升国际视野。从报表推广费用率看，2020 2H 开始公司从之前年度平均 4% 左右提升到平均 7-9%；从百度指数看，2020 下半年-2022 年初公司百度指数季度平均值显著增长，反映了品牌知名度和影响力的提升。

图85：2020年九牧王与分众传媒签约达成战略合作



资料来源：分众传媒官网，国信证券经济研究所整理

图86：九牧王2022年巴黎时装周



资料来源：央视网，澎湃新闻，国信证券经济研究所整理

图87：九牧王2020-2022年广告推广费用率明显增长



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图88：九牧王2011-2023年百度搜索指数（季度平均）



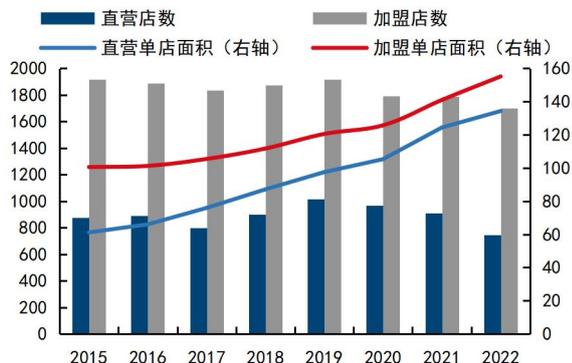
资料来源：百度指数，国信证券经济研究所整理

2) 渠道升级：升级十代店提升品牌专业男裤形象，近年店铺面积快速增长

与品牌升级相匹配，门店渠道也在快速升级，2020年公司计划建设九牧王的“十代店”，十代店以“裤装”为核心，由意大利知名空间设计师LUCA倾力打造，将九牧王专业形象融入门店设计和货品陈列中。截止2022年底，全国已有800多家九牧王门店焕新升级十代店形象。

随着门店的扩改和升级，公司直营和加盟单店面积都在快速增长，近年有加速趋势，2020/2022年公司直营单店面积105/134平米，加盟单店面积126/155平米。

图89: 直营和加盟店数和单店面积



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图90: 九牧王全新十代店



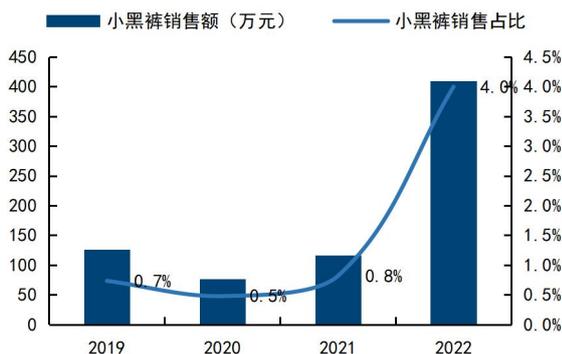
资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

3) 产品升级: 符合穿衣趋势, 品类舒适度优化, 轻松裤接力成为新爆款

近年穿衣有着向运动休闲的舒适性品类变化的趋势, 运动类服饰增长明显好于传统商务装。顺应大趋势, 公司推出舒适度较高的商务产品系列, 例如 1) 2019 年推出的“小黑裤”, 借助创新研发的高弹面料, 拉伸率高达普通面料的 4 倍, 满足年轻人对穿着舒适性要求, 又得体地应用在商务场合, 深受年轻消费者喜爱, 吊牌价 899 元/条的小黑裤在九牧王天猫的 GMV 占比快速提升, 2022 年占 4%。

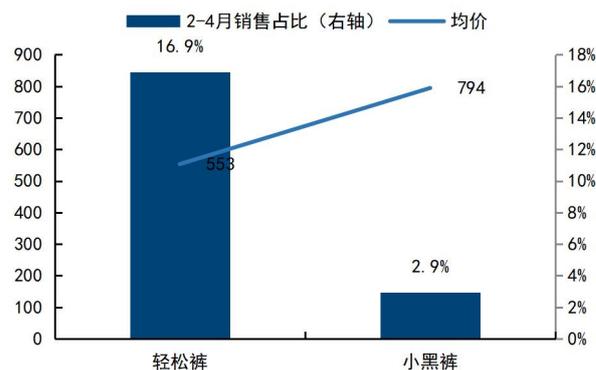
凭借“小黑裤”提升产品影响力后, 九牧王于今年 2 月 24 日推出另一爆款“轻松裤”, 应用高分子舒弹科技面料, 同样具备舒适和商务结合的属性, 生活和工作场景全覆盖, “轻松裤”吊牌价仅 599 元, 性价比更高, 一经推出立即受到广泛的追捧。2023 年 2-4 月九牧王天猫旗舰店销售额同比大幅增长 63%, 其中“轻松裤”推出仅 2 个月, 实现单款 GMV 占比 17%, 成为增长的重要驱动力。

图91: 小黑裤在天猫销售额及在品牌占比



资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图92: 轻松裤 2 月 24 日推出, 在 2-4 月天猫官旗占 17%



资料来源: 阿里第三方平台, 国信证券经济研究所整理

图93: 九牧王爆款小黑裤（左）和轻松裤（右）



资料来源：九牧王天猫旗舰店，国信证券经济研究所整理

（四）盈利预测、估值和投资建议

1、盈利预测假设拆分

1) **收入**：预计 2023-2025 年增长 16%/14%/13%至 30.4/34.7/39.1 亿元。2023 年一季度公司收入表现良好，预计 2023 年公司一方面恢复净开店，另一方面店铺扩改升级带来面积的增长，同时客流的回暖将带动坪效的增长。2023-2025 年预计收入分别增长 16%/14%/13%，其中店效增长为主要贡献。

2) **毛利率**：预计 2023-2025 年公司毛利率分别为 60.1%/60.5%/60.8%。2022 年线下在疫情影响下，预计老货占比提升，令毛利率小幅下滑，电商渠道控制折扣因此毛利率提升。2023-2025 年预计随着折扣的改善、品牌升级带来价格提升，毛利率将有小幅提升。

3) **费用率**：预计 2022~2024 年总费用率分别为 45.7%/45.0%/44.6%。预计未来 3 年营业税金及附加、管理费用率保持相对稳定，销售费用率方面，广告推广投入将明显减少（提升投入产出比），另外门店租金和销售费用占比预计也将随着收入规模的扩大而小幅下降。

4) **其他经营收益率和所得税率**：预计未来 3 年其他经营收益率分别为 -2.5%/-1.9%/-1.8%，2022 年资产减值和公允价值变动亏损较大，预计 2023-2025 年保持平稳。所得税率取过往正常年份的水平，预计 2023-2025 年为 18%。

5) **归母净利润**：预计 2023~2025 年分别为 2.9/3.9/4.6 亿元，同比增长 415%/32%/19%。

表 12: 九牧王盈利预测假设条件拆分

	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023E	2024E	2025E
总收入 (百万元)	2857	2672	3050	2620	3037	3472	3911
直营	1010	911	1034	866	1029	1204	1378
店数	1017	966	908	745	800	845	880
单店收入 (万元)	105	92	110	105	129	143	157
加盟	1399	1234	1482	1268	1476	1671	1868
店数	1915	1790	1787	1699	1754	1799	1839
单店收入 (万元)	74	67	83	73	84	93	102
线上	301	388	355	323	361	409	460
总收入 YOY	4.5%	-6.5%	14.2%	-14.1%	15.9%	14.3%	12.6%
直营	8.3%	-9.8%	13.5%	-16.2%	18.8%	17.1%	14.4%
店数	12.9%	-5.0%	-6.0%	-18.0%	7.4%	5.6%	4.1%
单店收入	-4.1%	-12.8%	20.1%	-5.1%	22.8%	10.8%	9.8%
加盟	1.6%	-11.8%	20.2%	-14.5%	16.5%	13.2%	11.8%
店数	2.2%	-6.5%	-0.2%	-4.9%	3.2%	2.6%	2.2%
单店收入	-0.5%	-9.8%	24.5%	-12.3%	15.7%	10.3%	9.4%
线上	-3.0%	28.7%	-8.5%	-9.1%	12.0%	13.2%	12.5%
毛利率	56.7%	59.4%	60.1%	59.5%	60.1%	60.5%	60.8%
直营	66.2%	71.0%	71.4%	71.3%	70.7%	71.1%	71.3%
加盟	52.7%	53.6%	55.2%	52.8%	53.5%	53.8%	53.9%
线上	54.0%	59.9%	61.3%	65.7%	63.0%	63.3%	63.6%
费用率	42.8%	47.3%	48.7%	48.9%	45.7%	45.0%	44.6%
营业税金及附加	1.2%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
销售费用	32.3%	36.3%	37.4%	37.2%	34.0%	33.6%	33.5%
其中: 广告宣传费用	3.8%	8.2%	8.4%	6.3%	5.0%	5.0%	5.0%
管理费用	7.2%	7.9%	8.1%	8.1%	8.8%	8.7%	8.6%
研发费用	1.5%	1.6%	1.6%	1.8%	1.6%	1.6%	1.6%
其他							
其他经营收益率	2.1%	4.2%	-4.1%	-14.9%	-2.5%	-1.9%	-1.8%
所得税率	22.9%	17.5%	8.9%	6.3%	18.0%	18.0%	18.0%
归母净利润	370	369	195	-93	294	387	462
归母净利润率	13.0%	13.8%	6.4%	-3.6%	9.7%	11.2%	11.8%
YOY	-30.6%	-0.3%	-47.3%	-148.0%	415.1%	31.6%	19.4%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

2、盈利预测情景分析

我们根据乐观、中性、悲观三种情景假设, 得到以下盈利预测结果: 1) 乐观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 3.1 亿、4 亿、4.8 亿元; 2) 中性假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 2.9 亿、3.9 亿、4.6 亿元; 3) 悲观假设下, 公司 2023-2025 年净利润分别为 2.8 亿、3.7 亿、4.5 亿元。

表 13: 情景分析（乐观、中性、悲观）

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
乐观预测					
营业收入(百万元)	3,050	2,620	3,039	3,477	3,918
(+/-%)	14.2%	-14.1%	16.0%	14.4%	12.7%
净利润(百万元)	195	-93	306	400	478
(+/-%)	-47.3%	--	427.1%	31.0%	19.3%
摊薄 EPS	0.34	-0.16	0.53	0.70	0.83
中性预测					
营业收入(百万元)	3,050	2,620	3,037	3,472	3,911
(+/-%)	14.2%	-14.1%	15.9%	14.3%	12.6%
净利润(百万元)	195	-93	294	387	462
(+/-%)	-47.3%	--	415.1%	31.6%	19.4%
摊薄 EPS(元)	0.34	-0.16	0.51	0.67	0.80
悲观的预测					
营业收入(百万元)	3,050	2,620	3,035	3,467	3,904
(+/-%)	14.2%	-14.1%	15.8%	14.2%	12.6%
净利润(百万元)	195	-93	283	374	447
(+/-%)	-47.3%	--	403.1%	32.2%	19.6%
摊薄 EPS	0.34	-0.16	0.49	0.65	0.78
总股本(百万股)	575	575	575	575	575

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

（七）估值与投资建议：合理估值 12.1-13.5 元，首次覆盖给予“增持”评级

我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

1、绝对估值：12.6-13.9 元

在门店小幅增加、店效稳步提升的假设下，我们对公司未来几年收入和成本预期情况如下：

表 14: 公司盈利预测假设条件（%）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E
营业收入增长率	-6.5%	14.2%	-14.1%	15.9%	14.3%	12.6%	10.1%	10.0%	9.8%
营业成本/营业收入	40.6%	39.9%	40.5%	39.9%	39.5%	39.2%	39.1%	39.0%	38.9%
管理费用/营业收入	7.7%	7.9%	8.0%	10.4%	10.3%	10.2%	10.2%	10.2%	10.1%
销售费用/销售收入	36.3%	37.4%	37.2%	34.0%	33.6%	33.5%	32.6%	31.8%	31.2%
营业税及附加/营业收入	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
所得税税率	17.5%	8.9%	6.3%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
股利分配比率	104.4%	158.6%	-330.6%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所预测

表 15: 资本成本假设

无杠杆 Beta	1.20	T	18.00%
无风险利率	2.20%	Ka	12.40%
股票风险溢价	8.50%	有杠杆 Beta	1.26
公司股价(元)	11.4	Ke	12.91%
发行在外股数(百万)	575	E/(D+E)	94.25%
股票市值(E, 百万元)	6551	D/(D+E)	5.75%
债务总额(D, 百万元)	400	WACC	12.45%
Kd	6.00%	永续增长率(10年后)	1.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得出公司价值区间 12.6-13.9 元。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表 16: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)

13.21		WACC 变化				
		11.9%	12.2%	12.45%	12.8%	13.1%
永续 增长 率变 化	2.5%	15.20	14.68	14.18	13.72	13.29
	2.0%	14.78	14.29	13.83	13.39	12.98
	1.5%	14.40	13.94	13.50	13.09	12.71
	1.0%	14.05	13.62	13.21	12.82	12.45
	0.5%	13.74	13.33	12.94	12.57	12.22
	0.0%	13.45	13.06	12.69	12.34	12.01
	-0.5%	13.18	12.81	12.46	12.12	11.81

资料来源: wind, 国信证券经济研究所分析

2、相对估值: 12.1-13.5 元

公司是高档男裤龙头品牌，我们选择同为男士鞋服品牌的上市公司作对比：九牧王与比音勒芬、报喜鸟、奥康、中国利郎收入规模相近，从各项财务指标看，九牧王毛利率较高，但是净利率和 ROE 较低，收入增速处于中等或偏上水平，好于其他传统男装，存货周转天数处于中等水平。

根据我们盈利预测，九牧王 2024 年 PE 为 17.2x，PEG 为 0.68，综合分析九牧王与可比公司的财务指标、预期增速，以及考虑到公司在前期积累的品牌、产品和渠道升级动能有望释放，短期困境反转、中长期品牌优化升级后成长潜力较大，因此我们认为九牧王合理目标价在 12.1-13.5 元（对应 2024 年 PE 18-20x）。

表 17: 可比公司财务指标对比 (货币统一使用人民币)

代码	公司	业务介绍	2021 年收入 (亿元)	收入 GAGR3	2021 年毛利率	2021 年净利率	ROE	存货周转天数
601566.SH	九牧王	中高档男裤龙头品牌	30.2	3.9%	59.7%	6.4%	4.7%	246
002832.SZ	比音勒芬	高端运动生活品牌	27.0	22.7%	76.5%	23.2%	22.1%	360
002154.SZ	报喜鸟	中高档西服+英伦风品牌	44.1	12.8%	63.6%	10.5%	12.6%	237
603001.SH	奥康国际	皮鞋龙头品牌	29.4	-0.8%	41.2%	1.2%	1.0%	148
600398.SH	海澜之家	大众男装龙头品牌	200.6	1.9%	40.3%	12.4%	17.4%	233
1234.HK	中国利郎	中高档商务男装品牌	33.8	2.2%	41.9%	13.9%	12.8%	143

资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理; 备注: 2022 年受到疫情影响较大, 这里用 2021 年财务指标做比较。

表 18: 可比公司估值表

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 人民币	EPS				PE			GAGR 2023~2025	PEG 2024	总市值 人民币亿元	
				2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E				
601566.SH	九牧王	增持	11.5	-0.16	0.51	0.67	0.80	-71.9	22.6	17.2	14.4	25.2%	0.68	64
可比公司														
002832.SZ	比音勒芬	买入	33.7	1.27	1.66	2.03	2.45	26.5	20.3	16.6	13.7	21.5%	0.77	183
002154.SZ	报喜鸟	买入	5.8	0.31	0.41	0.50	0.59	18.8	14.2	11.6	9.9	20.0%	0.58	81
603001.SH	ST 奥康	无评级	5.7	-0.96	0.11	0.18	0.25	-6.0	52.2	31.9	23.0	50.8%	0.63	23
600398.SH	海澜之家	增持	6.6	0.50	0.63	0.70	0.78	13.2	10.4	9.4	8.4	11.3%	0.83	281
1234.HK	中国利郎	买入	3.8	0.37	0.42	0.48	0.54	10.2	9.0	7.8	7.0	13.4%	0.59	45
平均值								12.5	21.2	15.5	12.4		0.68	

资料来源: wind, 彭博, 国信证券经济研究所预测和整理。备注: 无评级的 A 股股票 EPS 预测值来自 wind 一致预期, 无评级的港股和台股股票 EPS 预测值来自彭博一致预期

3、投资建议: 品牌升级迎来新成长机遇, 首予“增持”评级

公司是男裤细分赛道的全球龙头品牌，定位中高档。近年来开始聚焦主品牌、主品类，积极利用分众传媒、国际时装周拉升品牌调性和加大品牌曝光力度，投入改造升级十代店，品牌的专业形象和影响力得到较好提升。产品方面从传统男士西裤往更受年轻人青睐的舒适性品类转型，先后推出的小黑裤、轻松裤打造成爆品。我们认为，今年开始随着线下客流的回暖，品牌在前几年投入的品牌、产品和渠道升级动能将陆续释放，有望迎来困境反转。我们预计公司 2023-2025 年净利润分别为 2.9/3.9/4.6 亿元，同比增长 415%/32%/19%，目标价 12.1-13.5 元（对应 2024 年 PE 18-20x），首次覆盖给予“增持”评级。

表 19：九牧王盈利预测及市场重要数据

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,050	2,620	3,037	3,472	3,911
(+/-%)	14.2%	-14.1%	15.9%	14.3%	12.6%
净利润(百万元)	195	-93	294	387	462
(+/-%)	-47.3%	--	415.1%	31.6%	19.4%
每股收益(元)	0.34	-0.16	0.51	0.67	0.80
EBIT Margin	13.9%	13.3%	14.6%	15.6%	16.1%
净资产收益率 (ROE)	4.8%	-2.5%	7.5%	9.4%	10.7%
市盈率 (PE)	33.7	-70.1	22.3	16.9	14.2
EV/EBITDA	17.6	20.0	16.4	13.8	12.1
市净率 (PB)	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5

资料来源：wind，国信证券经济研究所预测

投资建议：优质男装品牌竞争力提升，把握景气度向上的机遇

短期看，品牌库存陆续改善，业绩在低基数下将迎来明显反弹；中长期看，优质男装品牌经过积极地改革升级、品类优化、渠道转型，竞争力提升，疫后改革效益有望释放。我们重点推荐赛道景气、品牌力优秀、财务指标健康的**比音勒芬**、**报喜鸟**；以及建议重点关注品牌竞争力提升，疫情后有望迎来底部反转的**海澜之家**、**中国利郎**、**九牧王**。

附表：相关公司盈利预测及估值

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(人民币)	EPS			PE			PB
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2022
002832	比音勒芬	买入	33.65	1.66	2.03	2.45	20.3	16.6	13.7	4.6
002154	报喜鸟	买入	5.82	0.41	0.50	0.59	14.2	11.6	9.9	2.2
600398	海澜之家	增持	6.58	0.63	0.70	0.78	10.4	9.4	8.4	2.0
01234	中国利郎	买入	3.77	0.42	0.48	0.54	9.0	7.8	7.0	1.2
601566	九牧王	增持	11.51	0.51	0.67	0.80	22.6	17.2	14.4	1.8

数据来源：Wind, Bloomberg, 国信证券经济研究所预测

风险提示

估值的风险

我们采取相对估值方法计算得出公司的合理估值区间。但该估值是建立在较多假设前提的基础上得出，假设具有一定主观性，因而估值结论具有一定主观性。若后续公司发展或一些宏观因素变化方向与幅度与我们预期不符，可能导致估值区间和实际结果不符。

盈利预测的风险

我们对公司的业绩预测基于对产能、单价、客户拓展、财务比率的假设。其中涉及的公司产能扩张、单价变动、客户拓展进度等假设均带有一定主观性，可能和实际结果有所偏差，导致对公司的盈利预测高于实际情况。

1、新冠肺炎疫情蔓延导致消费场景减少和消费需求疲软风险

受 2022 年 12 月以来新型冠状病毒肺炎疫情管控放松的影响，全国各地疫情感染率大幅上升，线下客流短时间内承压，若疫情感染率大面积上升后，线下流量恢复仍然显著慢于预期或人们恢复消费的意愿显著低于预期，则可能导致品牌公司销售额不及预期。

2、海外高通胀持续时间过长，导致海外服装消费不及预期风险

我们预计随着多种不利因素的消减，2023 年海外的通胀有望延续降温，但若海外通胀持续时间明显比预期长，则会令海外服装品牌消费需求持续疲软，可能导致品牌的供应商的订单不及预期。

3、原材料价格大幅波动风险

对于鞋服制造商而言，若原材料（化纤、棉花等）价格大幅上涨，则会令公司成本压力陡然上升，由于价格向下游传导相对滞后，则可能导致公司当期业绩承压。反之，若原材料价格大幅下降，则可能导致公司当期业绩超出预期。

4、出口贸易环境恶化风险

1) 对外贸易关系恶化风险

我国是全球地位领先的纺织出口大国，但纺织业的出口依赖良好的国际贸易环境，近年贸易摩擦频发，加征关税等措施导致我国出口型纺织企业受到不同程度的冲击。未来如果对外贸易关系出现恶化，将影响我国纺织企业的出口，从而令公司业绩不达预期。

2) 人民币汇率大幅波动

人民币的大幅升值将导致公司出口贸易业务的业绩不达预期。

5、制造企业产能扩张不达预期

对于制造企业而言，产能的持续扩张是实现规模提升的重要方式，目前企业均对未来产能扩张做出规划，但若因公司资金不足、疫情影响、排污许可受限、人才招聘受阻、爬坡效率低于预期、客户对该产品需求大幅下降等因素导致公司产能扩张不达预期，则将导致公司业绩不达预期。

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032