

2024年公司持续扩张海澜之家直营店数量，收入规模有望进一步提升

——海澜之家(600398)深度报告

投资要点

➤ 打造多品牌服饰生活零售集团，公司具备高分红属性

海澜之家集团始创于1997年，前身为“江阴市第三精毛纺厂”，2014年通过凯诺科技股份有限公司重组上市。公司是拥有男装、女装、童装、职业装及生活家居等多个品牌的服饰生活零售集团。主品牌海澜之家诞生于2002年，旗下其他品牌有海澜优选、OVV、黑鲸、英氏、HEAD以及海澜团购定制。2019-2022现金分红分别为12.15/11.06/22.03/18.57亿元，现金分红比率分别为37.83%/61.97%/88.43%/86.18%。

➤ 加盟店所有权与管理权分离，销售层级扁平

海澜之家不设各级代理，所有加盟商均就每个加盟店直接与公司签订《特许经营合同》，直接面向消费者，形成了“供应商—海澜之家—门店—消费者”的扁平化销售层级。加盟商自筹资金、以自身名义办理工商税务登记手续设立加盟店，加盟商拥有加盟店的所有权，为保证海澜之家全国统一的营运管理模式和品牌形象，门店的具体经营管理由海澜之家全权负责。海澜之家的加盟模式大幅降低了加盟门槛，加盟商无需具备服装行业从业经验，只需要承担加盟租金或折旧和相关费用。在此模式下，可以最大程度的加速海澜之家的营销网络布局。

➤ “可退货为主，不可退货为辅”的采购模式，公司及加盟商不承担存货滞销风险

可退货模式下，公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，产品实现销售后，逐月与供应商进行货款结算，适销季结束后仍未实现销售的产品，可剪标后退还给供应商，由其承担滞销风险。公司存货结构中，可退货商品比例逐年提升，由2018年的55.89%提升至2022年的71.68%。门店在销售商品时，不必在商品价格上涨库存风险溢价，可以降低商品零售价，让利消费者。同时，商品的高性价比又能够促进销售，从而形成良性循环。

➤ 投资建议

公司是国内男装龙头企业，计划新增1000家主品牌直营店。我们预计公司2023-2025年归母净利润为29.41/32.53/38.48亿元，同比增长36.46%/10.52%/18.38%，对应EPS为0.61/0.68/0.80元。采用PE估值法，参考可比公司估值，给予公司2024年14.2倍PE估值，目标价9.62元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ 风险提示

消费复苏不及预期风险、海外发展不达预期的风险、新品牌发展不及预期风险、行业竞争加剧风险、原材料价格大幅波动的风险。

| 公司基本情况 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 201.88 | 185.62 | 211.45 | 240.33 | 271.10 |
| 增长率(%) | 12.41% | -8.06% | 13.92% | 13.65% | 12.81% |
| 归属母公司股东净利润(亿元) | 24.91 | 21.55 | 29.41 | 32.53 | 38.48 |
| 增长率(%) | 39.60% | -13.49% | 36.46% | 10.52% | 18.38% |
| 每股收益EPS(元) | 0.58 | 0.50 | 0.61 | 0.68 | 0.80 |
| 市盈率(P/E) | 11.1 | 10.6 | 15.1 | 13.7 | 11.6 |
| 市净率(P/B) | 1.9 | 1.6 | 2.9 | 2.8 | 2.7 |

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所；日期截至2024年4月09日

投资评级： 买入(首次)

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

基本数据 (2024/04/12)

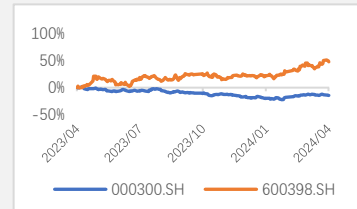
市场价：9.31元

目标价：9.62元

总股本：48.03亿

总市值：447亿

海澜之家与沪深300指数近一年走势对比



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

目录

| | |
|--------------------------|----|
| 一、打造多品牌服饰生活零售集团 | 4 |
| 1.构建海澜之家系列为主，其他系列为辅的品牌矩阵 | 4 |
| 2.公司股权架构稳定，分红率高 | 5 |
| 二、可持续的商业模式是形成稳健业绩的基础 | 7 |
| 1.“平台+品牌”的连锁经营模式 | 7 |
| 2.“可退货为主，不可退货为辅”的采购模式 | 8 |
| 3.不以打折为营销手段的全渠道销售模式 | 9 |
| 三、海澜之家经营情况分析 | 10 |
| 1.门店数量及经营成果分析 | 10 |
| 2.海澜之家主品牌 | 11 |
| 3.海澜团购定制业务 | 12 |
| 4. HEAD&合资公司斯搏兹 | 13 |
| 四、可比公司分析 | 14 |
| 五、盈利预测与投资建议 | 15 |
| 1.盈利预测 | 15 |
| 2.投资建议 | 17 |
| 六、风险提示 | 18 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图 | 5 |
| 图 2：2014-2022 海澜之家年度累计现金分红及分红比例 | 6 |
| 图 3：海澜之家品牌经营模式图 | 7 |
| 图 4：海澜之家存货结构 | 9 |
| 图 5：2019-2023Q3 海澜之家线上、线下业务收入情况（亿元） | 9 |
| 图 6：海澜之家营销网络图 | 10 |
| 图 7：2019-2023Q3 海澜之家营业收入及增速 | 11 |
| 图 8：2019-2023Q3 海澜之家归母净利润及增速 | 11 |
| 图 9：海澜之家门店 | 11 |
| 图 10：2019-2023Q3 海澜之家品牌营业收入及毛利率 | 12 |
| 图 11：海澜团购定制与南京博物院合作 | 12 |
| 图 12：2019-2023Q3 海澜团购定制系列营业收入及毛利率 | 13 |
| 图 13：HEAD 北京门店 | 13 |
| 图 14：2018-2023Q3 海澜之家及可比公司毛利率（%） | 14 |
| 图 15：2018-2023Q3 海澜之家及可比公司净利率（%） | 14 |
| 图 16：2018-2023Q3 海澜之家及可比公司销售费用率（%） | 14 |

| | |
|---------------------------------------|----|
| 图 17: 2018-2022 海澜之家及可比公司存货周转天数 (天) | 15 |
| 图 18: 2018-2022 海澜之家及可比公司应收账款周转天数 (天) | 15 |
| 表 1: 海澜之家旗下品牌简介 | 4 |
| 表 2: 现任董事、高级管理人员 | 5 |
| 表 3: 海澜之家加盟模式 | 7 |
| 表 4: 相关品牌不可退货的商品存货跌价准备的具体计提比例 | 9 |
| 表 5: 2019-2023Q3 海澜之家门店数 (家) | 10 |
| 表 6: 海澜之家 2021-2025 年分业务营收拆分 | 16 |
| 表 7: 可比公司估值(截至 2024 年 4 月 9 日) | 17 |
| 表 8: 预测报表摘要 | 19 |

一、打造多品牌服饰生活零售集团

1.构建海澜之家系列为主，其他系列为辅的品牌矩阵

海澜之家历经多年发展，产品矩阵丰富。海澜之家集团始创于 1997 年，前身为“江阴市第三精毛纺厂”，2014 年通过凯诺科技股份有限公司重组上市。公司旗下拥有男装、女装、童装、职业装及生活家居等多个品牌的服饰生活零售集团。主品牌海澜之家诞生于 2002 年，旗下其他品牌有海澜优选、OVV、黑鲸、英氏、HEAD 以及海澜团购定制。

表 1：海澜之家旗下品牌简介

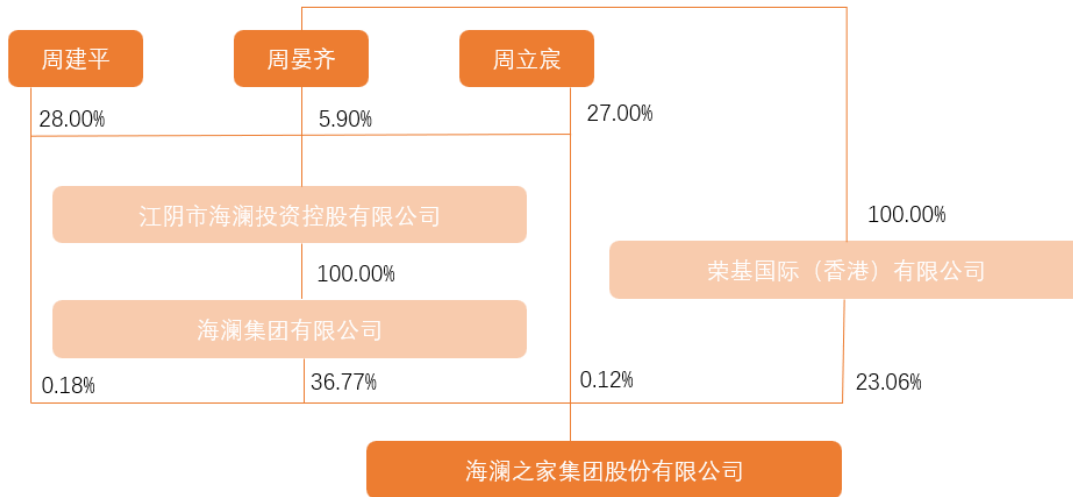
| 品牌 | 商标 | 简介 | 目标客户群 |
|--------|---|--|-------------|
| 海澜之家 |  | 提供高品质、高性价比男装 | 20-45 岁的男性 |
| 海澜优选 |  | 打造家居生活相关的全品类产品一站式购物新空间，商品涵盖服装、床品、餐厨、食品、饰品、玩具、办公文具用品、护理用品、彩妆用品、生活用品等 | 大众消费者 |
| OVV |  | 为职场女性提供经典、高级、实穿的服装 | 28-48 岁职场女性 |
| 黑鲸 |  | 为都市新青年打造的快时尚男女装品牌 | 追逐潮流的年轻人 |
| 英氏 |  | 高端婴童生活方式品牌，产品覆盖婴童内衣、外服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类 | 0-6 岁婴幼儿 |
| HEAD |  | HEAD 源自奥地利，产品覆盖滑雪、健身、网球、游泳、潜水、骑行、运动鞋服、瑜伽及运动配饰等领域。海澜之家自 2021 年成为其在大中华区的官方独家合作伙伴 | 运动爱好者&专业运动员 |
| 海澜团购定制 |  | 为金融、电力、电信、邮政、政府机构、学校及其他企事业单位提供量身定制的商务职业装 | 大型企业 |

资料来源：公司公告，公司官网，源达信息证券研究所

2.公司股权架构稳定，分红率高

周氏家族共持有海澜之家集团股份有限公司 60.13%股份，股权结构稳健。创始人周建平为公司实际控制人，其子周立宸于 2012 年进入海澜之家工作，经过 8 年历练后于 2020 接任公司董事长职务。

图 1：公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

表 2：现任董事、高级管理人员

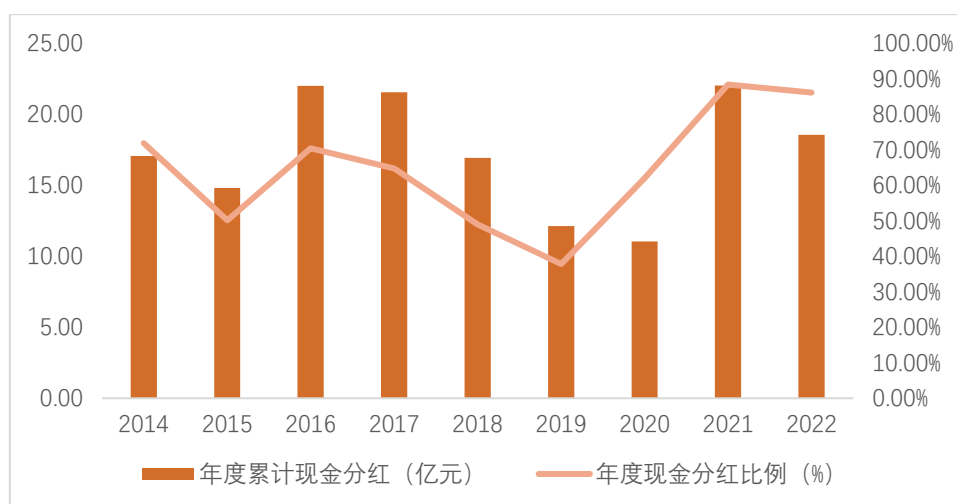
| 姓名 | 职务 | 性别 | 主要工作经历 |
|-----|-----------|----|--|
| 周立宸 | 董事 | 男 | 曾任海澜之家品牌管理有限公司总经理，海澜集团有限公司总经理，江阴市海澜投资控股有限公司总经理，江阴蓝海投资有限公司总经理，江阴海澜新产业投资有限公司总经理，江阴金汇投资有限公司总经理；现任海澜之家集团股份有限公司董事长、总经理（总裁），海澜之家国际商业（香港）有限公司董事，海澜集团有限公司董事长，江阴市海澜投资控股有限公司董事长，江阴蓝海投资有限公司执行董事，江阴海澜新产业投资有限公司执行董事，江阴金汇投资有限公司执行董事。 |
| | 董事长 | | |
| | 总经理（总裁） | | |
| 顾东升 | 董事 | 男 | 曾任海澜集团有限公司投资部经理、海澜之家集团股份有限公司总经理、海澜之家品牌管理有限公司执行董事、总经理；现任海澜之家集团股份有限公司董事、副总经理（副总裁），江阴海澜之家投资有限公司执行董事、总经理，上海海澜之家投资有限公司执行董事，上海海澜生活电子商务有限公司执行董事。 |
| | 副总经理（副总裁） | | |
| 钱亚萍 | 董事 | 女 | |
| | 财务总监 | | |

| | | | |
|-----|---------------|---|--|
| | 副总经理 (副总裁) | | 曾任江阴海澜之家服饰有限公司财务总监；现任海澜之家集团股份有限公司董事、财务总监、副总经理(副总裁)，海澜之家国际商业(香港)有限公司董事，湖州男生女生品牌管理有限公司董事。 |
| 陈磊 | 董事 | 男 | 现任海澜之家集团股份有限公司董事，上海海澜之家生活家电子商务有限公司执行董事，江阴衣品汇电子商务有限公司执行董事、总经理。 |
| 汤勇 | 董事会秘书 | 男 | 曾任喀什星盟同慧信息科技有限公司董事，东吴基金管理有限公司董事，上海瀚银信息技术有限公司董事，上海翰鑫信息科技有限公司董事，上海威嘉生物科技有限公司董事，张家港幸福蓝海影城有限公司董事，江阴蓝海投资有限公司监事，上海海澜投资管理有限公司执行董事兼总经理，上海兰卫医学检验所股份有限公司董事；现任海澜之家集团股份有限公司董事、董事会秘书。 |
| | 董事 | | |
| 许庆华 | 董事 | 男 | 曾任海澜之家集团股份有限公司董事会秘书、副总经理，英氏婴童用品有限公司董事；现任海澜之家集团股份有限公司董事，湖州男生女生品牌管理有限公司董事，上海海澜之家实业有限公司执行董事、总经理，苏银凯基消费金融有限公司监事。 |
| 徐兴福 | 副总经理 (副总裁) | 男 | 曾任海澜之家品牌管理有限公司副总经理；现任海澜之家集团股份有限公司渠道营运中心负责人、海澜之家集团股份有限公司副总经理(副总裁)。 |
| 强红兵 | 副总经理 (副总裁) | 男 | 曾任海澜之家品牌管理有限公司副总经理；现任海澜之家集团股份有限公司渠道拓展中心负责人、海澜之家集团股份有限公司副总经理(副总裁)。 |

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

海澜之家长期维持高分红，体现公司盈利能力和管理层对股东利益的重视。2019-2022 现金分红分别为 12.15/11.06/22.03/18.57 亿元，现金分红比率分别为 37.83%/61.97%/88.43%/86.18%。

图 2：2014-2022 海澜之家年度累计现金分红及分红比例



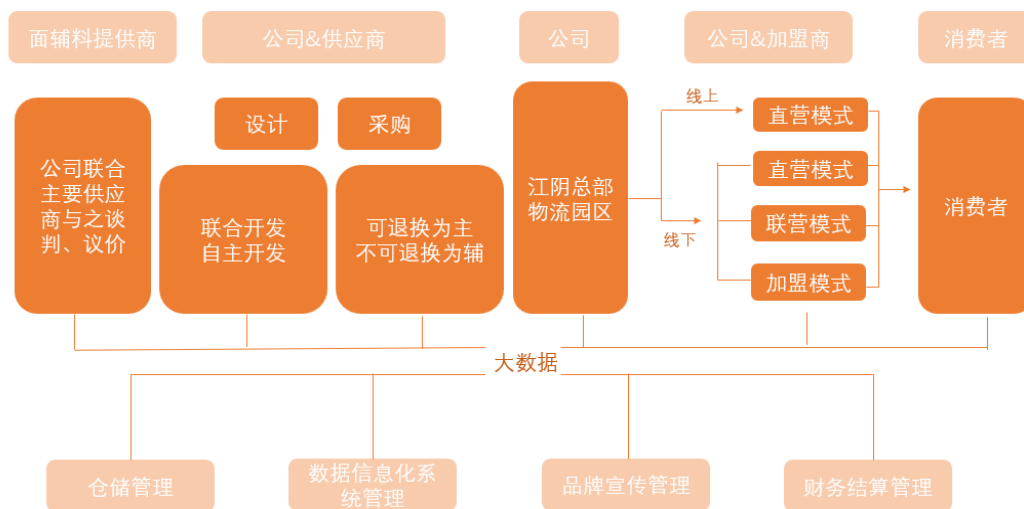
资料来源：Wind，源达信息证券研究所

二、可持续的商业模式是形成稳健业绩的基础

1. “平台+品牌”的连锁经营模式

公司采用“平台+品牌”的连锁经营模式。除海澜团购定制业务外，公司旗下其他品牌均采用连锁经营模式，公司为各品牌提供仓储管理、数据信息化系统管理、品牌宣传管理、财务结算管理等服务，各零售品牌相对独立运作，根据各自发展定位与策略分别实施商品规划设计、采购销售、门店拓展及品牌营销等品牌经营。海澜之家不设各级代理，所有加盟商均就每个加盟店直接与公司签订《特许经营合同》，直接面向消费者，形成了“供应商—海澜之家—门店—消费者”的扁平化销售层级。

图 3：海澜之家品牌经营模式图



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

加盟店所有权与管理权分开。加盟商自筹资金、以自身名义办理工商税务登记手续设立加盟店，加盟商拥有加盟店的所有权，为保证海澜之家全国统一的营运管理模式和品牌形象，门店的具体经营由海澜之家全权负责，如加盟店管理人员和营业人员的招聘、培训、录用、解聘，管理人员和销售人员的报酬标准，在协议期内的铺货、补货和应季换货等具体经营活。海澜之家的加盟模式大幅降低了加盟门槛，加盟商无需具备服装行业从业经验，只需要承担加盟租金或折旧和相关费用。在此模式下，可以最大程度的加速海澜之家的营销网络布局。

表 3：海澜之家加盟模式

| | 加盟商 | 海澜之家 |
|------------------------------|-----|------|
| 加盟店的民事责任 | 承担 | 不承担 |
| 工商局、税务局办理相关的工商税务登记手续、缴纳税费等事宜 | 负责 | 不负责 |

| | | |
|--|--|---|
| 店铺装修及形象规划 (含道具布置、相关用品、收银防盗系统、设备设施配备、员工工作服等) | 承担装修费用及包装袋等辅料、撬边机、员工工作服等费用, 承担对加盟的定期维护费用 | 整体策划, 统一标准; 统一提供包装袋等辅料、“海澜之家”全国联网的 DRP 系统、防盗系统、统一型号撬边机, 员工工作服 |
| 经营场所的租赁费用, 水、电、汽、物业管理费、卫生费、电话、仓储等所有经营费用及一切税费 | 承担 | 不承担 |
| 加盟店的管理人员、营业人员 | 与加盟店员工签订劳动合同, 承担员工的招聘费用及薪资费用 | 公司以加盟店的名义统一代为招聘、培训、录用、解聘和管理, 制定加盟店员工的薪资标准 |
| 存货管理 | 拥有加盟店存货的代销权和保管权, 承担所有铺货、补货和应季换货的运费 | 统一调配所有加盟店的铺货、补货和应季换货, 拥有加盟店存货所有权 |
| 产品销售价格确定 | 统一指导价的基础上可以视其所在地的物价水平上浮或下浮 5% 以内 | 制定指导价格 |
| 收入确认 | 按产品实际零售价格确认销售收入 | 按产品销售指导价的一定比例确定的结算价格确认为销售收入 |
| 利润确认 | 按零售价格确认的销售收入减去支付给公司的商品成本及相关费用后的结余为加盟店利润 | 按结算价格确认的销售收入减去应结转的产品成本及相关费用后的结余为公司利润 |

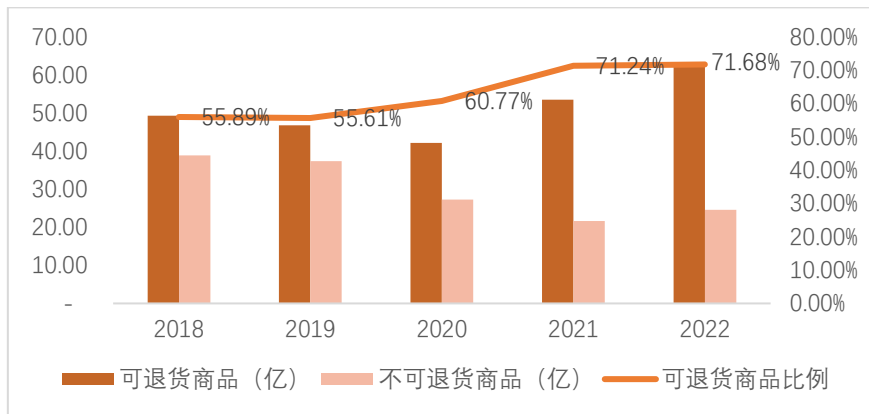
资料来源: 公司公告, 源达信息证券研究所

2. “可退货为主, 不可退货为辅”的采购模式

海澜之家采用“可退货为主, 不可退货为辅”的采购模式, 不承担存货滞销风险。可退货模式下, 公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同, 产品实现销售后, 逐月与供应商进行货款结算, 适销季结束后仍未实现销售的产品, 可剪标后退还给供应商, 由其承担滞销风险。不可退货模式下, 公司与供应商签订不可退货的采购合同, 并按照采购合同进行货款结算, 适销季结束后仍未实现销售的产品不可退还给供应商, 由公司承担产品的滞销风险。

公司存货结构中, 可退货商品比例逐年提升。2018 年可退货商品比例仅为 55.89%, 2022 年提升至 71.68%。门店在销售商品时, 不必在商品价格上增加库存风险溢价, 可以降低商品零售价, 让利消费者。同时, 商品的高性价比又能够促进销售, 从而形成良性循环。

图 4：海澜之家存货结构



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

表 4：相关品牌不可退货的商品存货跌价准备的具体计提比例

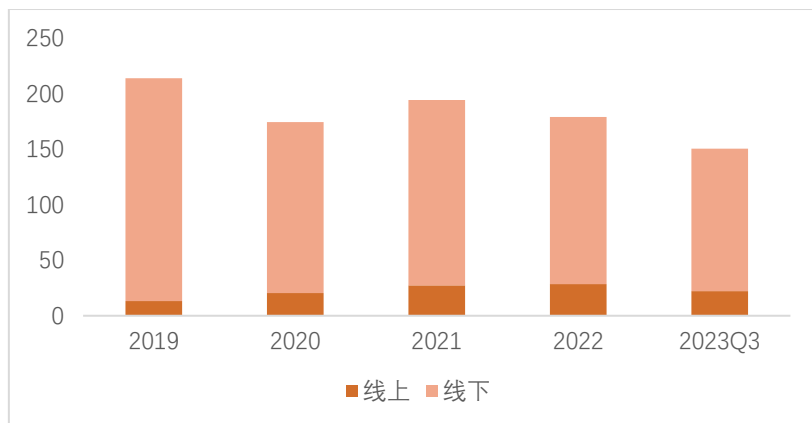
| 品牌 | 库龄 1 年以内 | 库龄 1-2 年 | 库龄 2-3 年 | 库龄 3 年以上 |
|--------|---------------|----------|----------|----------|
| 海澜之家品牌 | 0% | 0% | 70% | 100% |
| 其他连锁品牌 | 根据存货可变现净值单独测试 | | | |

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

3. 不以打折为营销手段的全渠道销售模式

公司的销售渠道分线下销售和线上销售。线下销售采用直营、加盟和联营模式，渠道主要分布于全国县级以上城市核心商圈的步行街、百货商场、购物中心等，并在马来西亚、新加坡、泰国、越南等国家开设了门店。公司线上采用直营模式，主要在天猫、京东、唯品会、微信小程序以及抖音、快手等电商渠道实现销售。公司针对不同渠道进行针对性产品布局及营销策略。随着直播带货和短视频逐渐在国外市场兴起，海澜之家积极布局海外直播带货，已入驻 Tiktok 平台，直播业务覆盖东南亚地区五个国家。2019 年线上销售收入为 13.25 亿元；2023 年前三季度，线上销售收入为 22.11 亿元，公司线上营收规模逐步提升。

图 5：2019-2023Q3 海澜之家线上、线下业务收入情况 (亿元)



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

图 6：海澜之家营销网络图



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司奉行全国统一价的销售价格政策，不以打折为营销手段。公司销售层级扁平化，没有经销商与代理商，产品终端售价与其他品牌相比具备成本优势。公司对门店具有管理经营权，对销售终端有较强的控制力。加盟商与公司之间是代销关系，加盟商不承担存货积压风险，不必通过打折处理滞销商品。

三、海澜之家经营情况分析

1. 门店数量及经营成果分析

海澜之家重构旗下产品矩阵，大力发展主品牌直营店。公司门店由 2019 年的 7254 家逐年增加至 2022 年的 8219 家。2023 年公司出售旗下中大龄童装品牌——男生女生，导致 2023 年第 3 季度门店总数量下降明显，但海澜之家主品牌门店数量仍保持上涨趋势，公司大力发展主品牌直营店。

表 5：2019-2023Q3 海澜之家门店数（家）

| | | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023Q3 |
|------|--------|------|------|------|------|--------|
| 海澜之家 | 直营店 | 357 | 486 | 727 | 1054 | 1224 |
| | 加盟店及其他 | 5241 | 5057 | 4945 | 4888 | 4822 |
| 其他 | 直营店 | 302 | 319 | 388 | 524 | 425 |
| | 加盟店及其他 | 1354 | 1519 | 1592 | 1753 | 413 |
| 合计 | | 7254 | 7381 | 7652 | 8219 | 6884 |

资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

公司经营情况受疫情影响较小。2020-2022 年，公司实现营业收入 179.59/201.88/185.62 亿元，同比-18.26%/+12.41%/-8.06%；实现归母净利润 17.85/24.91/21.55 亿元，同比-

44.42%/39.60%/-13.49%。2023 年前三季度，公司实现营业收入 155.69 亿元，同比 +13.85%；实现归母净利润 24.52 亿元，同比+40.14%。

图 7：2019-2023Q3 海澜之家营业收入及增速

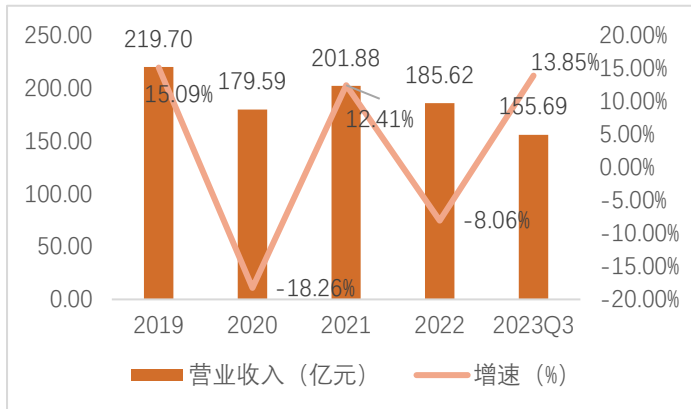
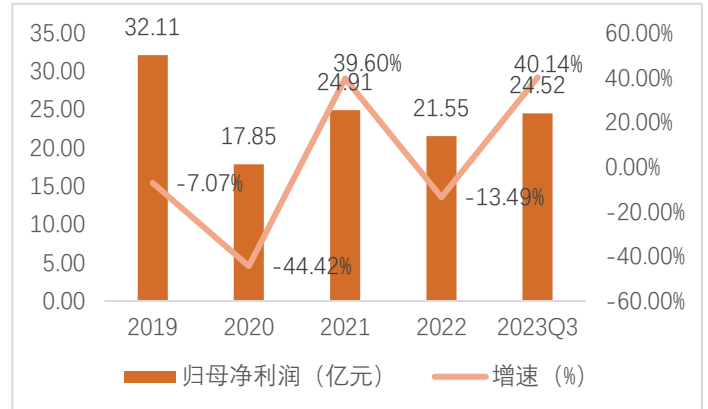


图 8：2019-2023Q3 海澜之家归母净利润及增速



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

2.海澜之家主品牌

海澜之家主品牌，首创于 2002 年，为 20-45 岁的男性提供时尚设计、优质产品、人性化衣着体验。公司致力于打造高品质服装的同时保证价格亲民，以亲切、深入人心的“国民品牌”形象屹立市场。

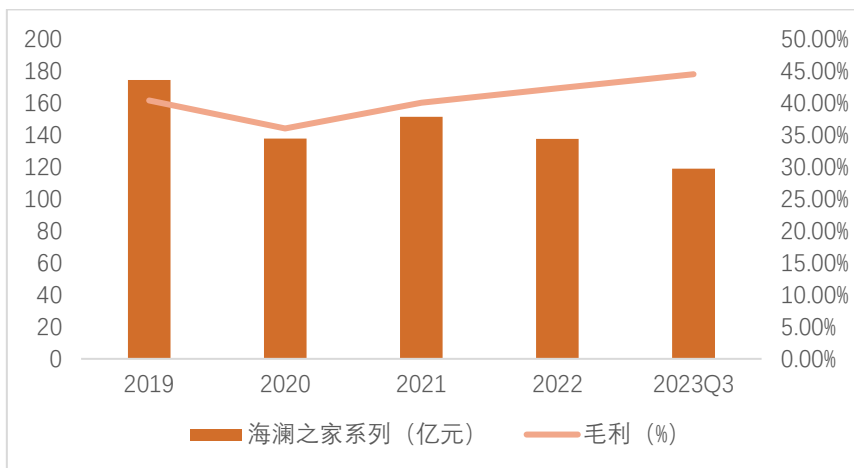
图 9：海澜之家门店



资料来源：公司官网，源达信息证券研究所

海澜之家系列是公司主要收入来源。2023 年前三季度，海澜之家主品牌占海澜之家总营业收入的 76.36%，该系列毛利率从 2020 年的 35.99% 增长至 2023Q3 的 44.46%，品牌盈利水平稳步提升。

图 10：2019-2023Q3 海澜之家品牌营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

3. 海澜团购定制业务

公司通过持续关注职场需求与个性化体验，致力于为职界精英定制服装。海澜团购定制采用自主生产经营模式，为金融、电力、电信、邮政、政府机构、学校及其他企事业单位提供量身定制的商务职业装，现有产品涵盖男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、茄克、大衣、风衣等全品类服饰。

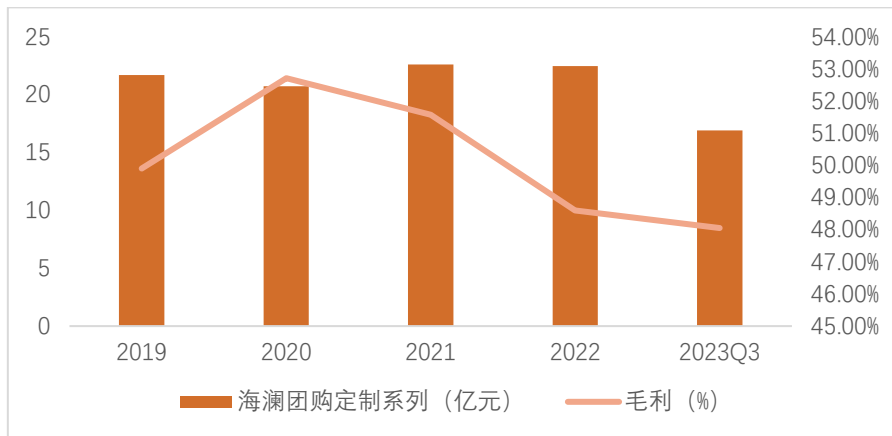
图 11：海澜团购定制与南京博物院合作



资料来源：海澜团购定制 HLA F2C 公众号，源达信息证券研究所

海澜团购定制业务营业收入稳中有升。海澜团购定制业务体量维持在每年 20 亿左右，毛利率自 2020 年开始有所下降，但仍维持在高位，2023 年前三季度，海澜团购定制业务毛利率为 48.05%。

图 12：2019-2023Q3 海澜团购定制系列营业收入及毛利率



资料来源：公司公告，源达信息证券研究所

4. HEAD&合资公司斯搏兹

公司积极布局运动服饰业务。奥地利专业运动品牌 HEAD 创立于 1950 年，自成立以来，HEAD 在滑雪、网球等多个运动类别中成为众多世界冠军指定的运动装备供应商。2021 年 4 月，子公司海澜之家国际商业（香港）有限公司成为 HEAD SPORT GMBH 服饰品类在中国大陆、港澳台的独家授权商，经营带有“HEAD、海德、Ski Tip Design”等商标的服饰品类产品。

图 13：HEAD 北京门店



资料来源：搜狐新闻，源达信息证券研究所

公司成立合资公司，主营运动品牌管理业务。公司全资子公司上海海澜之家投资有限公司与上海海新体育发展集团有限公司共同设立斯搏兹品牌管理（上海）有限公司，用于拓展运动赛道，海澜之家持有斯搏兹 40%的股权。

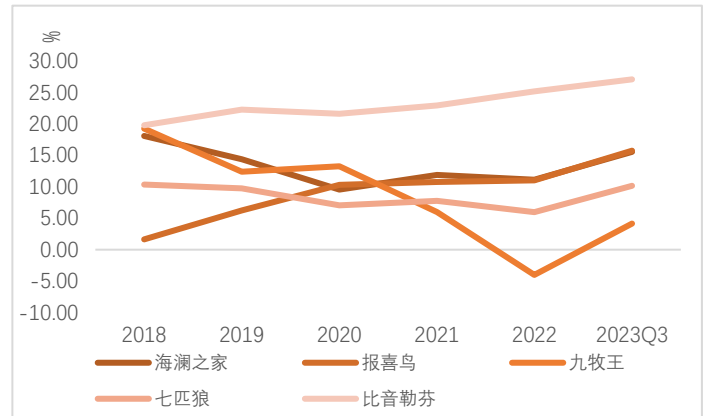
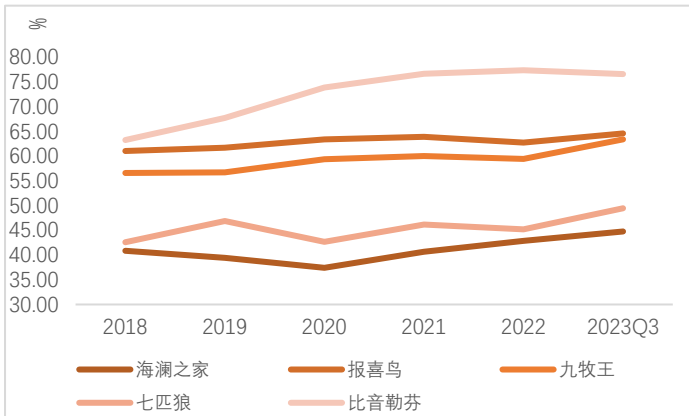
四、可比公司分析

海澜之家营业收入主要来自男装,我们选取 A 股其他四家具有代表性的男装公司进行对比,他们分别是:报喜鸟、九牧王、七匹狼和比音勒芬。

相较行业内可比公司,海澜之家毛利率较低,但净利率较高。公司商品具有高性价比特点,终端销售价格富有竞争力,所以毛利率低于其他四家公司。但得益于其“可退货为主,不可退货为辅”的存货采购机制,以及对费用的控制,其净利率仅次于比音勒芬,与报喜鸟持平。

图 14: 2018-2023Q3 海澜之家及可比公司毛利率 (%)

图 15: 2018-2023Q3 海澜之家及可比公司净利率 (%)

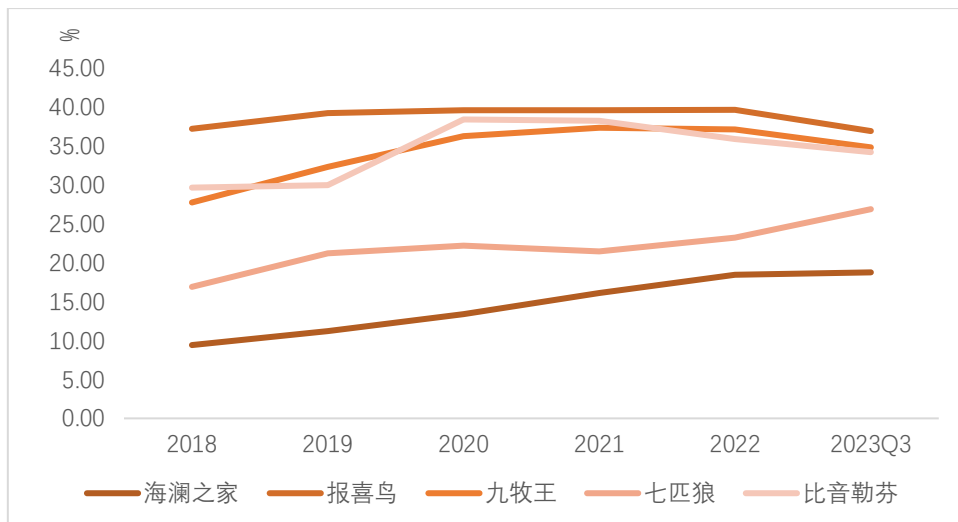


资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

海澜之家控费表现突出,销售费用率低于行业内可比公司。海澜之家 2018-2023Q3 销售费用率逐年上涨,但仍远低于行业内其他公司。2023 年前三季度海澜之家、报喜鸟、九牧王、七匹狼、比音勒芬销售费用率分别为 18.77%/36.95%/34.86%/26.90%/34.24%。

图 16: 2018-2023Q3 海澜之家及可比公司销售费用率 (%)

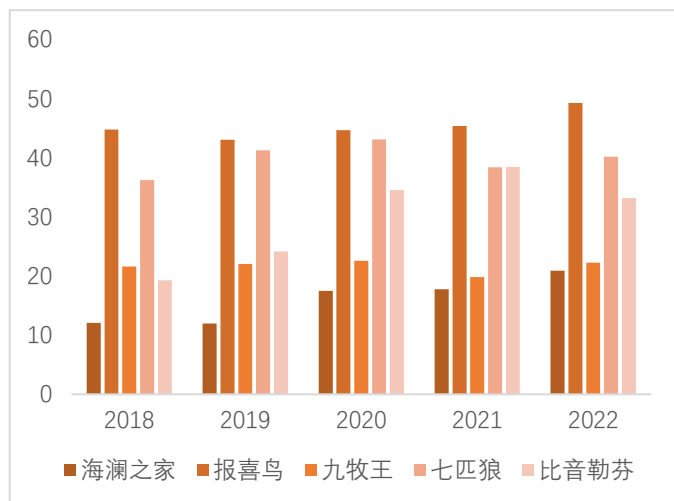
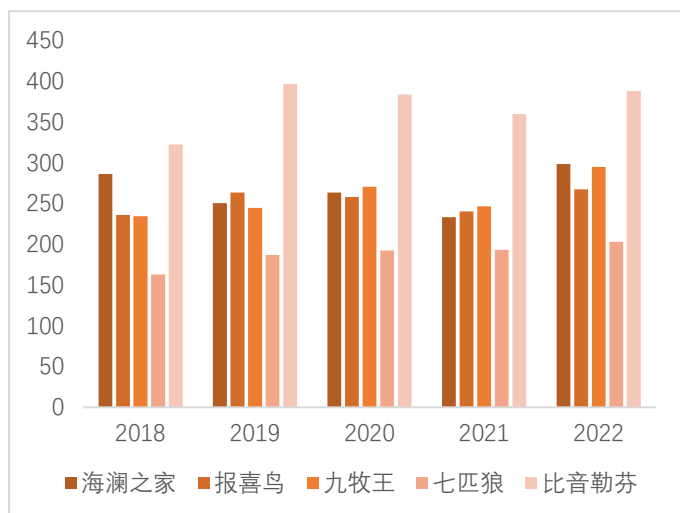


资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

海澜之家存货周转天数长，但是回款速度快。由于海澜之家主品牌产品销售两季，导致存货体量较大，存货周转天数相对较高。2022年，海澜之家存货周转天数为298天，仅次于比音勒芬。但是，海澜之家回款速度快，2022年其应收账款周转天数为21天，表现优于行业内其他可比公司。

图 17：2018-2022 海澜之家及可比公司存货周转天数（天）

图 18：2018-2022 海澜之家及可比公司应收账款周转天数（天）



资料来源：Wind，源达信息证券研究所

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

五、盈利预测与投资建议

1. 盈利预测

由于线上销售渠道占营业收入比例较低，且男生消费习惯偏向线下，未来公司将持续大力扩张直营店数量。基于以上几点原因，我们拆分旗下品牌业务及门店来预测未来营收，我们预计：

1) 海澜之家系列：公司计划在未来的几年内新增 1000 家直营店，假设 2023-2025 每年净新增直营店 200 家。加盟店方面，公司关闭低效店，新开高质量门店，假设 2023 年加盟店数量与 2023 年第三季度持平，2024-2025 年每年净增加 30 家，2023-2025 年海澜之家系列总门店数为 6076/6306/6536 家，随着消费复苏，预计 2023-2025 年单店营业收入分别为 260/290/320 万元。假设 2023-2025 年毛利率为 43.35%/43.50%/44.00%；

2) 海澜团购定制业务：假设 2023-2025 年营业收入增速 20%/18%/15%，毛利率与 2023 年三季报持平，为 48.05%；

3) 其他品牌：2023 年男生女生出表，导致门店数量大幅减少，且其他品牌开店规模还较小，预计营业收入将有所下降，2025 年公司运动品牌业务有望带动其他品牌营业收入增长。

假设 2023-2025 年营业收入同比-5%/-10%/10%，毛利率与 2023 年三季报持平，为 54.52%；

4) 其他收入：假设 2023-2025 年每年增长 4.42%，毛利率为 10%。

表 6：海澜之家 2021-2025 年分业务营收拆分

| | | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 合计 | 营业收入（亿元） | 201.88 | 185.62 | 211.45 | 240.33 | 271.10 |
| | YOY | 12.41% | -8.06% | 13.92% | 13.65% | 12.81% |
| | 营业成本（亿元） | 119.83 | 106.00 | 118.79 | 134.95 | 151.00 |
| | YOY | 6.63% | -11.54% | 12.06% | 13.60% | 11.90% |
| | 毛利 | 82.05 | 79.61 | 92.66 | 105.38 | 120.11 |
| | 毛利率（%） | 40.64% | 42.89% | 43.82% | 43.85% | 44.30% |
| 海澜之家系列 | 营业收入（亿元） | 151.33 | 137.53 | 159.53 | 185.06 | 209.12 |
| | 营业成本（亿元） | 90.77 | 79.44 | 90.38 | 104.56 | 117.11 |
| | 毛利 | 60.56 | 58.09 | 69.16 | 80.50 | 92.01 |
| | 毛利率（%） | 40.02% | 42.24% | 43.35% | 43.50% | 44.00% |
| | | | | | | |
| | 直营店（家） | 727 | 1054 | 1254 | 1454 | 1654 |
| | 加盟店（家） | 4945 | 4888 | 4822 | 4852 | 4882 |
| | 合计 | 5672 | 5942 | 6076 | 6306 | 6536 |
| | 门店平均营业收入 | 0.027 | 0.023 | 0.026 | 0.029 | 0.032 |
| | 门店平均营业成本 | 0.016 | 0.013 | 0.015 | 0.017 | 0.018 |
| 海澜团购定制 | 营业收入（亿元） | 22.6 | 22.47 | 26.96 | 31.82 | 36.59 |
| | 营业成本（亿元） | 10.95 | 11.55 | 14.01 | 16.53 | 19.01 |
| | 毛利 | 11.65 | 10.92 | 12.96 | 15.29 | 17.58 |
| | 毛利率（%） | 51.55% | 48.60% | 48.05% | 48.05% | 48.05% |
| 其他品牌 | 营业收入（亿元） | 20.42 | 19.04 | 18.09 | 16.28 | 17.91 |
| | 营业成本（亿元） | 11.41 | 9.1 | 8.23 | 7.40 | 8.14 |
| | 毛利 | 9.01 | 9.94 | 9.86 | 8.88 | 9.76 |
| | 毛利率（%） | 44.12% | 52.21% | 54.52% | 54.52% | 54.52% |
| | | | | | | |
| | 直营店（家） | 388 | 524 | 435 | 535 | 635 |
| | 加盟店（家） | 1592 | 1753 | 423 | 453 | 483 |
| | 合计 | 1980 | 2277 | 858 | 988 | 1118 |
| | 门店平均营业收入 | 0.053 | 0.036 | 0.021 | 0.016 | 0.016 |
| | 门店平均营业成本 | 0.007 | 0.005 | 0.010 | 0.007 | 0.007 |
| 其他 | 营业收入（亿元） | 7.53 | 6.58 | 6.87 | 7.17 | 7.49 |
| | 营业成本（亿元） | 6.70 | 5.91 | 6.18 | 6.45 | 6.74 |
| | 毛利（亿元） | 0.83 | 0.66 | 0.69 | 0.72 | 0.75 |
| | 毛利率（%） | 11.00% | 10.10% | 10% | 10% | 10% |

资料来源：Wind，公司公告，源达信息证券研究所

2.投资建议

我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 29.41/32.53/38.48 亿元，同比增长 36.46%/10.52%/18.38%，对应 EPS 为 0.61/0.68/0.80 元。采用 PE 估值法，选取报喜鸟、九牧王、比音勒芬 3 家男装龙头企业作为可比公司。

海澜之家是国内男装龙头企业，参考可比公司估值，给予海澜之家 2024 年 14.2 倍 PE 估值，目标价 9.62 元/股，首次覆盖给予“买入”评级。

表 7：可比公司估值(截至 2024 年 4 月 9 日)

| 代码 | 简称 | 收盘价(元) | 总市值(亿元) | 净利润(亿) | | | PE | | |
|-----------|------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E |
| 002154.SZ | 报喜鸟 | 6.20 | 90 | 7.0 | 8.2 | 9.6 | 13.1 | 11.1 | 9.4 |
| 601566.SH | 九牧王 | 10.24 | 59 | 2.0 | 3.5 | 4.3 | 29.5 | 17.2 | 13.8 |
| 002832.SZ | 比音勒芬 | 29.71 | 170 | 9.6 | 11.9 | 14.4 | 17.8 | 14.4 | 11.9 |
| 可比公司平均 | | - | - | - | - | - | 20.1 | 14.2 | 11.7 |
| 600398.SH | 海澜之家 | 9.23 | 443 | 33.4 | 36.5 | 42.4 | 13.3 | 12.2 | 10.5 |

资料来源：Wind，源达信息证券研究所

六、风险提示

消费复苏不及预期风险

海外发展不达预期的风险

新品牌发展不及预期风险

行业竞争加剧风险

原材料价格大幅波动的风险。

表 8：预测报表摘要

| 资产负债表 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 货币资金 | 10516.49 | 12767.83 | 12505.46 | 13311.62 | 13079.21 | 14323.84 | 营业收入 | 17958.54 | 20188.04 | 18561.74 | 21145.49 | 24032.88 | 27110.42 |
| 交易性金融资产 | 197.78 | 176.86 | 162.05 | 162.05 | 162.05 | 162.05 | 减: 营业成本 | 11238.42 | 11983.20 | 10600.31 | 11879.20 | 13494.66 | 15099.88 |
| 应收和预付款项 | 1305.34 | 1375.53 | 1694.76 | 1312.01 | 2104.88 | 1741.06 | 营业税金及附加 | 117.83 | 131.04 | 130.77 | 148.97 | 169.31 | 190.99 |
| 其他应收款 (合计) | 616.66 | 566.79 | 484.85 | 0.69 | 4.30 | 3.70 | 营业费用 | 2403.40 | 3252.30 | 3424.65 | 3969.01 | 4510.97 | 5088.63 |
| 存货 | 7416.38 | 8120.32 | 9455.11 | 7868.50 | 11810.96 | 10209.40 | 管理费用 | 1250.61 | 994.37 | 921.54 | 967.62 | 1016.00 | 1066.80 |
| 其他流动资产 | 138.86 | 178.42 | 243.00 | 243.00 | 243.00 | 243.00 | 研发费用 | 83.36 | 124.38 | 194.03 | 221.04 | 251.23 | 283.40 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 169.00 | 169.00 | 169.00 | 财务费用 | 27.65 | 6.35 | -23.46 | 3.51 | 3.51 | 3.51 |
| 投资性房地产 | 823.07 | 856.03 | 842.50 | 714.61 | 586.72 | 458.83 | 减值损失 | 604.39 | 567.74 | 521.05 | 300.00 | 300.00 | 300.00 |
| 固定资产和在建工程 | 3663.50 | 3368.92 | 3139.68 | 2710.45 | 2189.43 | 1667.91 | 加: 投资收益 | 9.35 | 46.57 | -0.01 | 169.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产和开发支出 | 1771.24 | 1800.28 | 1639.89 | 1499.48 | 1359.07 | 1218.66 | 公允价值变动损益 | 8.29 | 10.41 | -19.44 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 14.64 | 8.81 | 19.19 | 19.19 | 19.19 | 19.19 | 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 27668.16 | 31505.92 | 32748.67 | 28848.61 | 32372.07 | 31101.56 | 营业利润 | 2250.51 | 3185.63 | 2773.39 | 3825.13 | 4887.19 | 5677.21 |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 加: 其他非经营损益 | 48.48 | 71.43 | 123.45 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 交易性金融负债 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 利润总额 | 2299.00 | 3257.07 | 2896.84 | 3825.13 | 4887.19 | 5677.21 |
| 应付和预收款项 | 10383.82 | 11944.46 | 13401.77 | 10777.91 | 15917.26 | 13295.73 | 减: 所得税 | 581.45 | 856.39 | 834.82 | 914.03 | 1071.80 | 1269.30 |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 净利润 | 1717.55 | 2400.68 | 2062.03 | 2911.10 | 3815.39 | 4407.91 |
| 其他负债 | 3390.64 | 4472.67 | 4824.80 | 3160.67 | 383.52 | 383.52 | 减: 少数股东损益 | -66.99 | -90.57 | -93.25 | -30.00 | -35.00 | -40.00 |
| 负债合计 | 13774.45 | 16417.13 | 18226.57 | 13938.58 | 16300.78 | 13679.25 | 归属母公司股东净利润 | 1784.54 | 2491.25 | 2155.28 | 2941.10 | 3250.39 | 3847.91 |
| 股本 | 994.95 | 994.96 | 994.97 | 994.97 | 994.97 | 994.97 | 财务和估值数据摘要 | | | | | | |
| 资本公积 | 887.10 | 913.48 | 563.23 | 563.23 | 563.23 | 563.23 | 单位:百万元 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 留存收益 | 11819.04 | 13078.30 | 13043.09 | 13664.87 | 14352.04 | 15165.54 | 营业收入 | 17958.54 | 20188.04 | 18561.74 | 21145.49 | 24032.88 | 27110.42 |
| 归属母公司股东权益 | 13701.09 | 14986.75 | 14601.28 | 15223.07 | 15910.24 | 16723.73 | 增长率(%) | -18.26% | 12.41% | -8.06% | 13.92% | 13.65% | 12.81% |
| 少数股东权益 | 192.62 | 102.05 | -79.18 | -109.18 | -144.18 | -184.18 | 归属母公司股东净利润 | 1784.54 | 2491.25 | 2155.28 | 2941.10 | 3250.39 | 3847.91 |
| 股东权益合计 | 13893.71 | 15088.79 | 14522.10 | 15113.89 | 15766.06 | 16539.55 | 增长率(%) | -44.42% | 39.60% | -13.49% | 36.46% | 10.52% | 18.38% |
| 负债和股东权益合计 | 27668.16 | 31505.92 | 32748.67 | 29052.47 | 32066.84 | 30218.80 | 每股收益(EPS) | 0.410 | 0.580 | 0.500 | 0.612 | 0.677 | 0.801 |
| 现金流量表 | 2020A | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 销售毛利率 | 37.42% | 40.64% | 42.89% | 43.82% | 43.85% | 44.30% |
| 经营性现金净流量 | 2830.25 | 4361.25 | 3137.45 | 3071.95 | 4907.36 | 4010.02 | 销售净利率 | 9.56% | 11.89% | 11.11% | 13.77% | 13.38% | 14.05% |
| 投资性现金净流量 | -440.46 | -676.12 | -543.33 | -88.00 | -5.00 | -5.00 | 净资产收益率(ROE) | 13.02% | 16.62% | 14.76% | 19.32% | 20.43% | 23.01% |
| 筹资性现金净流量 | -1676.32 | -1677.01 | -2979.40 | -2177.79 | -5134.78 | -2760.38 | 市盈率(P/E) | 10.80 | 11.10 | 10.60 | 15.14 | 13.70 | 11.57 |
| 现金流量净额 | 704.36 | 2003.80 | -379.48 | 806.17 | -232.42 | 1244.64 | 市净率(P/B) | 1.50 | 1.90 | 1.60 | 2.92 | 2.80 | 2.66 |

资料来源: Wind, 源达信息证券研究所

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 行业评级 | 以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为： |
| 看好： | 行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上 |
| 中性： | 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上 |
| 看淡： | 行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下 |
| 公司评级 | 以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为： |
| 买入： | 相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上 |
| 增持： | 相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20% |
| 中性： | 相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动 |
| 减持： | 相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下 |

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。