

海澜之家 (600398.SH)

高性价比顺应市场趋势，品牌出海迎接发展机遇

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	18,562	21,528	21,255	23,094	25,045
增长率 yoy (%)	-8.1	16.0	-1.3	8.7	8.4
归母净利润(百万元)	2,155	2,952	2,356	2,766	3,137
增长率 yoy (%)	-13.5	37.0	-20.2	17.4	13.4
ROE (%)	14.2	18.2	13.1	13.6	13.7
EPS 最新摊薄(元)	0.45	0.61	0.49	0.58	0.65
P/E (倍)	12.9	9.4	11.8	10.1	8.9
P/B (倍)	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

深耕男装市场数十载，可退货模式降低存货风险。海澜集团成立于1988年，专注于男装市场，推出了多个子品牌，涵盖正装、男装、女装、童装、家居等多个细分领域，旗下品牌包括海澜之家、圣凯诺、爱居兔等，多品牌战略持续推进，品牌矩阵搭建趋于成熟。近年来，公司通过数字化转型，建立了云服实验室和智慧工厂，提升了研发和物流效率。存货方面，公司采用“可退货模式为主，不可退货模式为辅”的策略，使得存货滞销风险得以转移。根据公司2023年报和2024年三季报，公司2023年实现营业收入215.28亿元、同比增长15.98%，2024年第三季度实现营收152.59亿元、同比-1.99%，在逆市中实现营收整体稳定。

男装市场展现强劲韧性，高性价比产品和国潮趋势推动增长。根据统计局数据，2023年零售额回升至8664.90亿元，显示出市场的韧性和潜力，居民消费能力持续提升，社零总额平均增速为6.48%。居民消费信心增速放缓，2023年居民消费信心指数达93.7，受居民收入增速放缓和消费信心下滑的影响，高性价比和多样化的男装产品成为市场主流。男装的消费群体更为理性，消费群体集中于25-45岁之间，对品牌的需求呈现品质化与多样化。随着数字化技术的发展和年轻一代消费能力的上升，线上线下渠道的整合成为男装行业的未来趋势。同时，国潮服饰的兴起为国内品牌提供了新的市场机会。

高质价比强化品牌竞争力，类直营模式实现快速扩张。公司贯彻高质价比策略，通过低加价率和数字化转型，强化了品牌竞争力。公司不断拓展产业布局，打造多品牌矩阵，满足多样化的市场需求，同时，通过聚焦品牌价值和产品力，增强了市场影响力。公司采用类直营销模式，加盟商拥有门店所有权，公司负责管理、统一运营，助力公司实现销售规模较快扩张。类直营模式下保障了品牌形象和运营的统一性，同时减轻了公司的资本投入和经营风险，加速了门店的扩张速度。

多品牌矩阵已成形，海外拓展市场将成下一步发力点。公司旗下主要品牌海澜之家、圣凯诺、黑鲸、OVV已覆盖男装、西装、女装、青年等多种产品市场，产品领域。相比于单一品牌，多品牌矩阵有利于增强公司品牌的市场影响力，还显著提升了企业的运营效率和整体价值链的效能。品牌矩

增持 (维持评级)

股票信息

行业	纺织服装
2024年11月28日收盘价(元)	5.80
总市值(百万元)	27,856.07
流通市值(百万元)	27,856.07
总股本(百万股)	4,802.77
流通股本(百万股)	4,802.77
近3月日均成交额(百万元)	431.11

股价走势



作者

分析师 黄淑妍

执业证书编号: S1070514080003

邮箱: huangsy@cgws.com

相关研究

阵的构建，使得海澜之家能够覆盖更广泛的消费者群体，满足不同年龄、性别和生活方式的需求。公司加速推动海外市场发展，以东南亚国家为起点，线上线下渠道融合的销售模式，聚焦个性化需求，贯彻高性价比的销售策略，打造成熟的营销网络。随着近年来东南亚地区电商的飞速发展，海外市场的持续发展有望带动公司业绩实现新一轮突破。据公司2020-2023 年报，公司海外销售毛利率由 57.56%增长至 68.89%，海外销售占比由 0.62%增长至 1.26%。

投资建议：公司主要从事服装类的研发、生产和销售，致力于打造高性价比国产服饰。目前线上渠道持续高增长、低价策略持续推进，优质产品力逐渐占领消费者心智，类直营销模式降低经营风险，助力公司快速把握市场机会。随着公司海外市场加速拓展、品牌形象深入人心，费用率有望稳步回落，推动盈利能力持续上升。预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.49 元、0.58 元、0.65 元，对应 PE 分别为 11.8X、10.1X、8.9X，维持“增持”的投资评级。

风险提示：市场增速放缓且行业竞争加剧风险、存货管理及跌价风险、品牌培育风险、商誉减值风险。

内容目录

1. 公司概况：品牌布局成熟，类直营模式驱动规模快速扩张	5
1.1 公司简介：布局多品牌矩阵，深耕男士服装市场	5
1.2 财务状况：财务基础稳健，类直营销售为主要收入模式	8
1.3 股权结构：周氏家族控股，股权结构稳定	9
2. 行业概况：男装增速领先行业，性价比消费成新趋势	9
2.1 市场概况：经济增速有所放缓，物美价廉为消费潮流	9
2.2 竞争格局：男装市场竞争较为激烈，高性价比及线上化为未来发展趋势	12
2.3 以优衣库为例：郊区包围城市，经济下行时期的逆行者	13
3. 竞争优势：高性价比策略契合市场趋势，品牌出海迎来新机遇	16
3.1 产品极致性价比，低加价率保障物美价廉	16
3.2 打造多品牌矩阵，增强整体竞争力	17
3.3 线上投入持续增加，电商发展协同低价策略	20
3.4 海内外拓展市场，成为未来发力点	21
3.5 推动数字化转型，打造牢固的护城河	23
4. 盈利预测与估值	23
4.1 可比公司	23
4.2 盈利预测	24
4.3 投资建议	25
5. 风险提示	26

图表目录

图表 1: 海澜之家发展历史	5
图表 2: 公司品牌介绍	5
图表 3: 公司海澜之家品牌与其他品牌门店数 (2018-2023 年)	6
图表 4: 海澜之家经营模式	7
图表 5: 公司营收及增速 (2018-2024 年 Q3) (单位: 亿元)	8
图表 6: 公司归母净利润及其增速 (2018-2024 年 Q3) (单位: 亿元)	8
图表 7: 公司线上营收占比 (左轴) 与线上销售毛利率 (右轴) (2018-2023 年)	8
图表 8: 公司毛利率 (左轴) 与净利率 (右轴) (2018-2023 年)	8
图表 9: 海澜之家股权结构 (截止 2024 年 9 月 30 日)	9
图表 10: 世界及部分国家 GDP 增速 (2000-2023, 单位: %)	10
图表 11: 我国社零增速 (2018-2023)	10
图表 12: GDP 及进出口增速 (2018-2023)	11
图表 13: 部分商品进出口增速 (2018-2023)	11
图表 14: 消费者信心指数 (2018-2023)	12
图表 15: 人均可支配收入 (2017-2023) (单位: 万元)	12
图表 16: 2012-2024 年服装存货与产成品同比	12
图表 17: 马面裙会展	13
图表 18: 海澜之家国潮服饰	13
图表 19: 日本经济情况 (1980-2002)	14
图表 20: 优衣库服装样式	14
图表 21: 优衣库防晒衣	15
图表 22: 海澜之家极光鹅绒系列	15

图表 23:	海澜之家英氏婴童品牌	15
图表 24:	拼多多近五年营业收入及净利润 (单位: 亿元)	16
图表 25:	消费倾向调查	17
图表 26:	消费品类与消费变化调查	17
图表 27:	基于当前经济环境对于非必需品支出的情况调查	17
图表 28:	公司品牌矩阵	18
图表 29:	2018-2023 年代言人情况 (部分)	18
图表 30:	海澜之家极光超能鹅绒系列	20
图表 31:	海澜之家全新凉感系列	20
图表 32:	公司 2017-2024 年三季度线上及线下收占比	20
图表 33:	2023 双十一男装销售排名	20
图表 34:	中国服装市场规模 (单位: 亿元)	21
图表 35:	越南服装和鞋类 CPI	21
图表 36:	东南亚五国出海销售情况	22
图表 37:	东盟地区服装零售总额 (单位: 亿美元)	22
图表 38:	海外销售情况 (单位: 亿元)	22
图表 39:	海澜之家销售模式	22
图表 40:	相关上市公司估值比较	24
图表 41:	公司分产品盈利预测	24

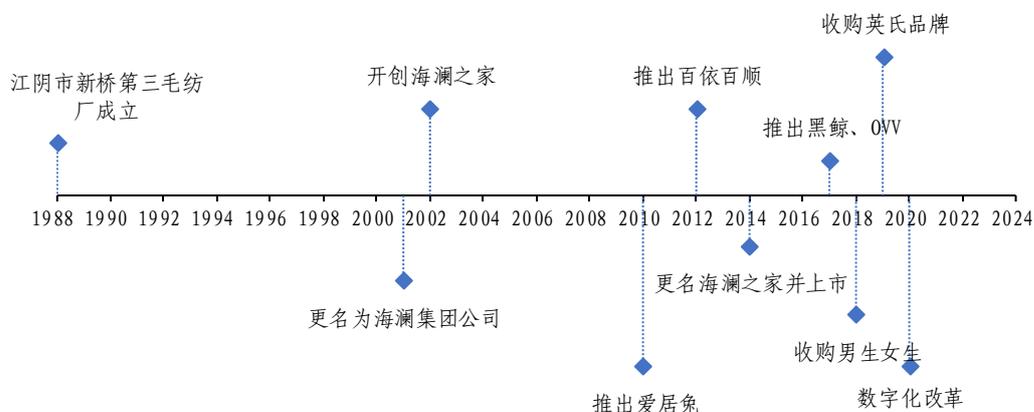
1. 公司概况：品牌布局成熟，类直营模式驱动规模快速扩张

1.1 公司简介：布局多品牌矩阵，深耕男士服装市场

深耕男装市场二十余载，励志打造国民服饰。海澜集团成立于 1988 年，前身为江阴市新桥第三毛纺厂，在 1997 年推出商务定制品牌圣凯诺，并于 2002 年打造并运营自有品牌，推出品牌“海澜之家”，正式踏入男装领域。2007 年，公司正式更名为海澜之家服饰股份有限公司，并于 2010 年、2012 年依次推出都市女性服装“爱居兔”（现已不再控股）、“百依百顺”（后更名为海一家）等子品牌。据前瞻经济学人的《2022 年中国服装行业龙头企业分析》中，2014 年，公司在男装细分领域市占率达第一，借助凯诺科技股份有限公司在 A 股上市，股票简称正式更名为“海澜之家”。

打造多品牌矩阵，持续拓宽产品领域。公司自上市以来持续深化产业布局，拓宽产业覆盖面，通过不同子品牌切入多细分市场，构建多品牌矩阵。公司不断拓展产品领域，于 2014 年推出轻奢服装品牌 AEX、年轻人运动品牌黑鲸(HLA JEANS)、职场品牌 OVV 等，多品牌矩阵初现。公司在 2018 年披露的年报中公布，以 52% 的股权收购婴童品牌“男生女生”；2019 年，公司以 66.24% 的股权完成收购英氏品牌，并成立一站式的家居品牌“海澜优选”。2019 年，海澜之家品牌入选“2019 最具价值中国品牌”。2020 年以来公司进行数字化转型：在研发方面，公司先后推出云服实验室、云服智慧工厂等；在物流方面，公司在江苏省江阴市建立了总部物流园区，同时配备了 SAP 信息系统以及先进的物流仓储设备，对于公司库存和产品的周转能够更好的把控。

图表 1: 海澜之家发展历史



资料来源：海澜之家官网，长城证券产业金融研究院

图表 2: 公司品牌介绍

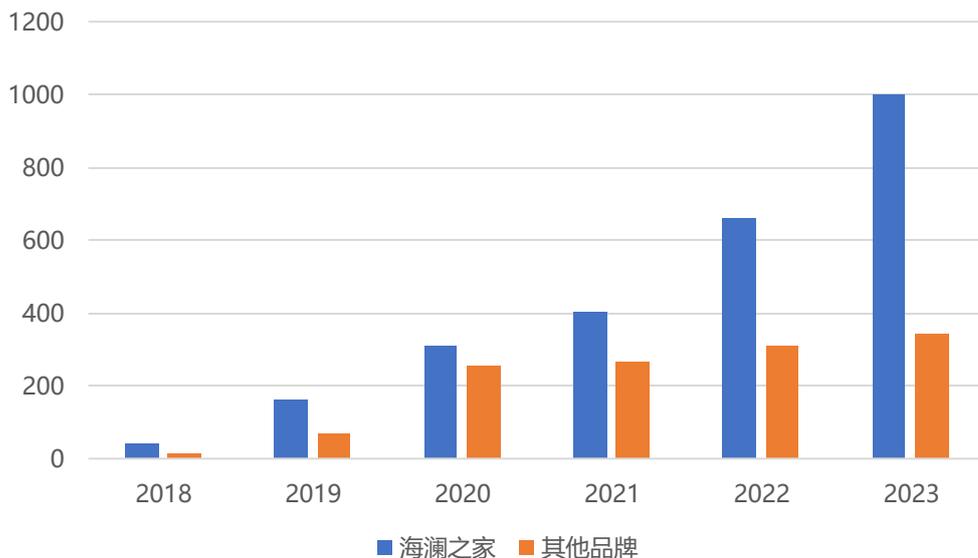
时间	商标	品牌	目标群体	品牌定位
1997		圣凯诺	商务人群	团体定制职场服装，涵盖男女式西服、西裤、马甲、裙子、衬衫、夹克、大衣、风衣等全品类服饰
2002		海澜之家	大众	为 20-45 岁男性打造的时尚产品，为海澜之家的主品牌，包括极光、太空创想等系列。

时间	商标	品牌	目标群体	品牌定位
		AEX	商务男性	偏商务的轻奢男装，打造新都市风格。
2017		黑鲸	青年	潮流运动鞋服品牌，涵盖 DORAEMON、OPENING SEASON 等多个系列
		OW	职场女性	以职场女性的生活情景为设计出发点，涵盖三大主要系列：新经典系列 NEW CLASSIC、精致休闲系列 SMART CASUAL、度假派对系列 VACATION & EVENT 三大主题系列产品
2018		男生女生	儿童	为 0-16 岁儿童提供高品质高性价比全品类儿童服装
2019		英氏	儿童	高端婴童生活方式品牌，为婴幼儿服务的品牌，产品涵盖婴儿服装、婴儿床、婴儿车等
		海澜优选	家居	生活方式类家居品牌，产品覆盖服装、生活杂货、时尚家居三大领域。

资料来源：公司 2023 年报、长城证券产业金融研究院

类直营的经营模式，助力门店规模快速扩张。据公司 2023 年报，海澜之家的销售模式为类直营模式，与服装行业大部分企业有所不同。传统连锁经营的服装行业企业的销售模式分为直营模式与加盟模式。在直营模式下，企业直接投资并管理各门店，各营业点管理权与所有权直属于公司。由于公司对各门店直接管理，使得各门店在管理、经营上具有统一性，且产品的采购、物流、营销等均统一规划，运营效率相对较高、经营更加规范。但随着公司规模的不扩张，门店数量的日益庞大，一方面持续扩张门店需要投入大量的资金，而资金回报周期相对长；另一方面门店数量过多时，管理压力较大，门店风险需要由企业承担。在加盟模式下，企业授权允许其他经营者使用自己的品牌及产品，并对其进行指导。加盟模式的企业门店扩张速度更快，且管理压力较小。但由于各门店并不直属于企业，可能存在代理问题。部分门店为促进销售有可能进行折扣较大的促销活动，有一定可能会对品牌造成不良影响。公司的销售模式为所有权与经营权分离的类直营形式。加盟商拥有加盟店的所有权，但门店的内部管理委托公司负责，公司不收取加盟费，拥有商品的所有权，与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式。商品实现最终销售后，公司与加盟店根据协议约定结算确认公司的营业收入。采用类直营的方式能够加强对于终端的控制力，同时也可以减少“连而不锁”等现象的发生，避免加盟商主观采取“打折”等方式对品牌造成的不良影响。通过对加盟店的类直营管理，公司实现门店统一管理和快速扩张。

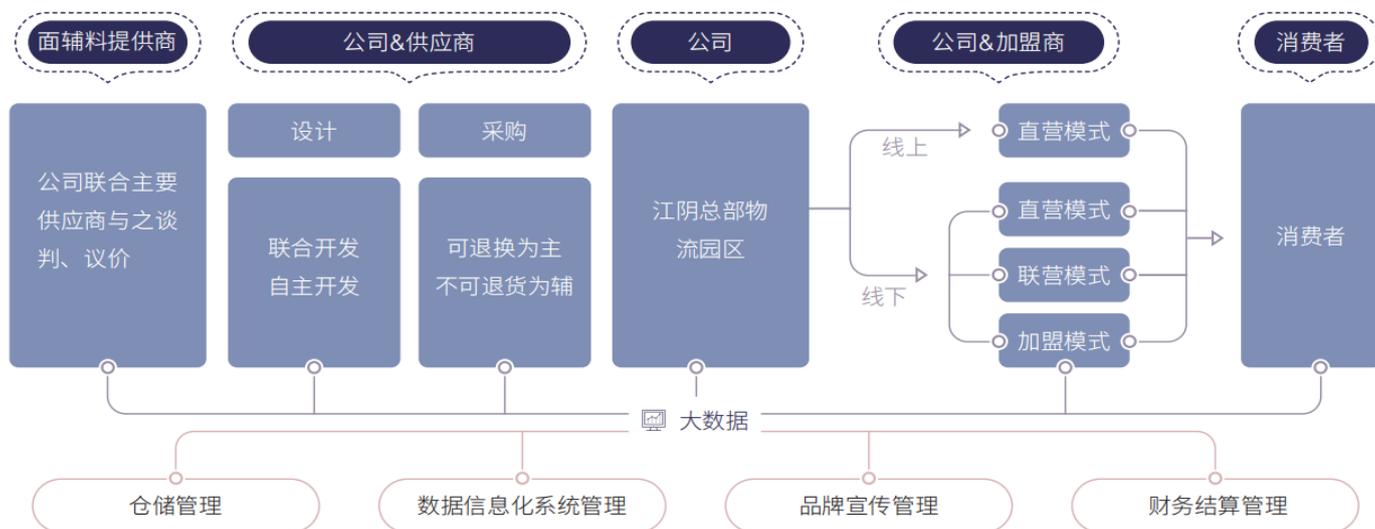
图表 3: 公司海澜之家品牌与其他品牌门店数 (2018-2023 年)



资料来源: 海澜之家 2018-2023 年报, 长城证券产业金融研究院

“可退货为主，不可退货为辅”的采购方式，滞销风险大幅降低。在采购方面，公司的采购模式包括“可退货模式”与“不可退货模式”。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。服装行业企业较多采取不可退货模式为主的采购方式，而公司采取“可退货为主，不可退货为辅”的采购方式，可帮助降低存货滞销的风险。公司能够坚持“可退货为主，不可退货为辅”的采购方式，原因在于：一方面，公司规模足够大，公司作为国内男装市场领先企业，总资产超百亿，因而信誉更高，其所承诺的收益也更可靠；另一方面，公司对上游的供应商采购十分分散，2023 年公司前五名供应商采购额仅占公司总采购额的 13.65%。公司将诸多中小供应商联合起来进行议价，使得中小供应商相比独立寻找下游客户成本更低，因而更愿意接受公司采购模式。因此，海澜之家的采购模式具有一定的壁垒性。

图表4: 海澜之家经营模式



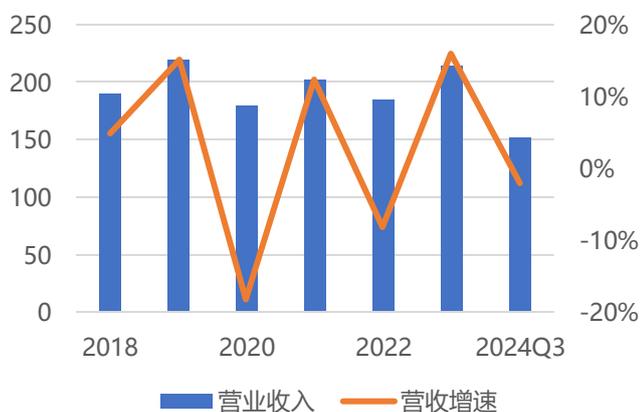
资料来源: 公司 2023 年年报, 长城证券产业金融研究院

1.2 财务状况：财务基础稳健，类直管销售为主要收入模式

稳健的财务基础提供发展的动力。据公司 2018-2023 年报及 2024 三季度报，自 2018-2024 年三季度报，海澜之家营业收入分别为 190.89 亿元、219.70 亿元、179.59 亿元、201.88 亿元、185.62 亿元、215.28 亿元、152.59 亿元，同比变化+4.89%、+15.09%、-18.26%、+2.41%、-8.05%、+15.98%、-1.99%；实现归母净利润 34.55 亿元、32.11 亿元、17.85 亿元、24.91 亿元、21.55 亿元、29.52 亿元、19.08 亿元，同比变化+3.78%、-7.07%、-44.41%、+39.55%、-13.49%、+36.98%、-22.19%。据公司 2018-2023 年报，公司线上营收占比分别为 6.14%、6.19%、11.75%、14.02%、15.95%、15.70%，同比+0.23pct、+0.05pct、+5.57pct、+2.27pct、+1.63pct、-0.25pct；实现毛利率分别为 54.88%、50.79%、38.47%、36.19%、39.88%、48.15%，同比增长+27.28pct、-4.09pct、-12.32pct、-2.28pct、+3.69pct、+8.27pct。公司线下销售分为采用类直管销售模式的加盟店及其它与采用直销模式的直营门店。2023 年，加盟店及其它的营业收入占比较高、占总收入的 75.47%；而直营店的毛利率较高，毛利率为 62.61%，加盟店及其它毛利率为 40.26%。

图表5: 公司营收及增速 (2018-2024 年 Q3) (单位: 亿元)

图表6: 公司归母净利润及其增速 (2018-2024 年 Q3) (单位: 亿元)

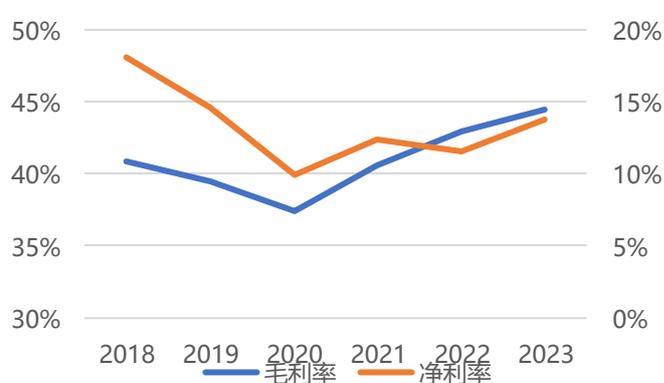
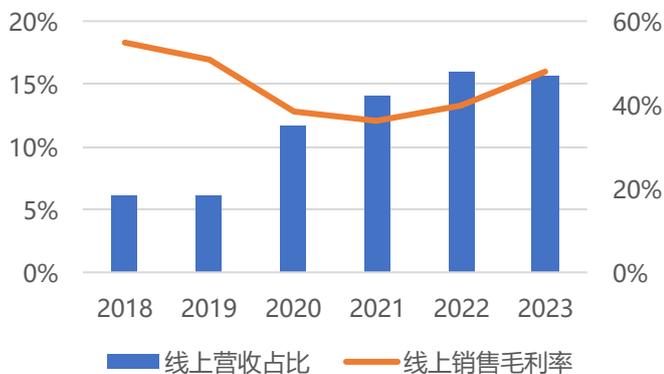


资料来源: 公司 18-23 年年报、公司 2024 三季度报、长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司 18-23 年年报、公司 2024 三季度报、长城证券产业金融研究院

图表7: 公司线上营收占比 (左轴) 与线上销售毛利率 (右轴) (2018-2023 年)

图表8: 公司毛利率 (左轴) 与净利率 (右轴) (2018-2023 年)



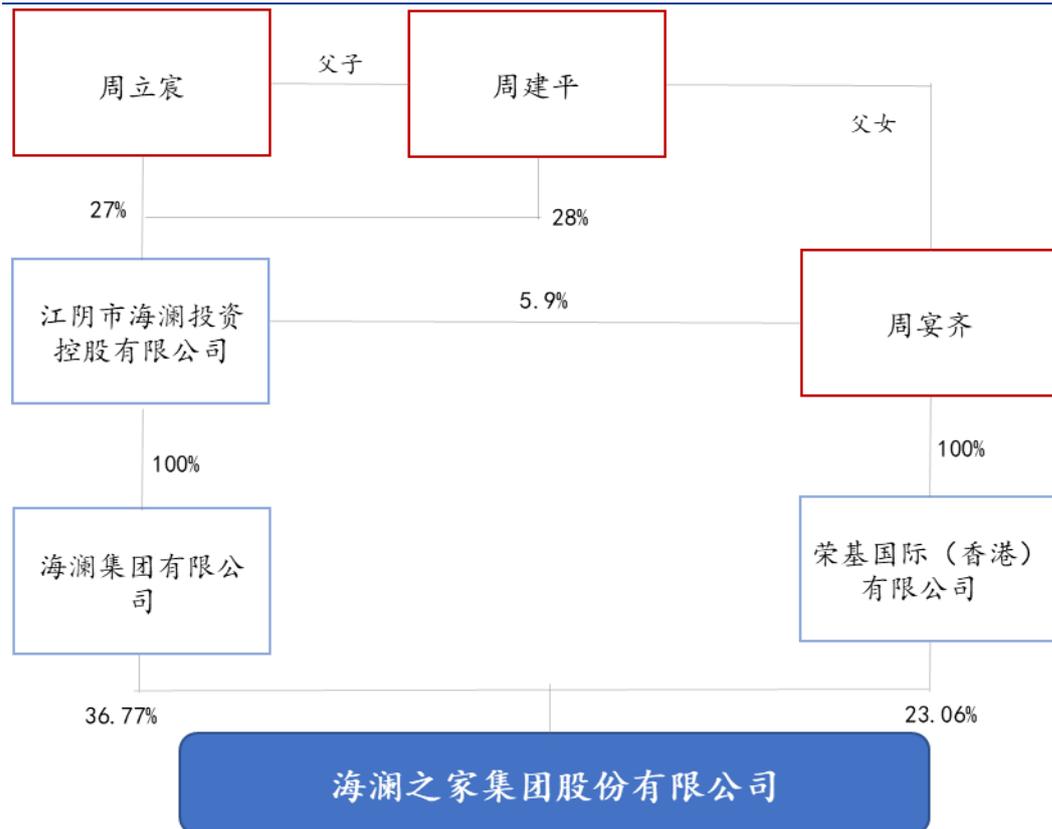
资料来源: 公司 18-23 年年报、ifind、长城证券产业金融研究院

资料来源: 公司 18-23 年年报、ifind、长城证券产业金融研究院

1.3 股权结构：周氏家族控股，股权结构稳定

据海澜之家三季报数据，截止 2024 年 9 月 30 日，公司控股股东为海澜集团有限公司，持股比例为 36.77%。其中，江阴市海澜投资控股有限公司以 100% 的股份实际控股海澜集团有限公司，在江阴市海澜投资控股有限公司中，周建平与子女周立宸分别以 28%、27% 持股比例成为前二大股東，周建平女儿周宴齐以 5.9% 的持股比例成为第四大股東。公司第二大股東为荣基国际有限公司，持股比例 23.06%，其股東为公司董事长周建平的女儿周宴齐，以 100% 的比例控股。公司实际控制人为周建平，公司股权相对集中，股权结构稳定。

图表 9: 海澜之家股权结构 (截止 2024 年 9 月 30 日)



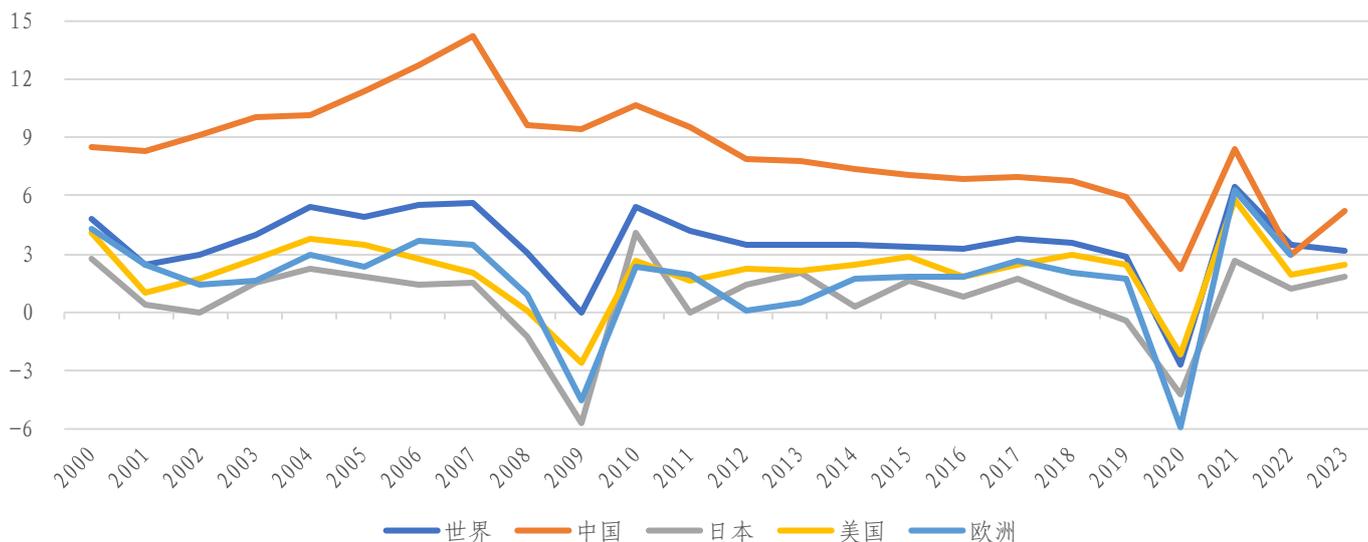
资料来源：公司 2024 三季报、长城证券产业金融研究院

2. 行业概况：男装增速领先行业，性价比消费成新趋势

2.1 市场概况：经济增速有所放缓，物美价廉为消费潮流

市场整体增速放缓，但仍处在相对高位。在二十一世纪初期，中国经历了改革开放之后，经济取得了巨大的飞跃，处于超高速增长阶段。随着工业化的逐步完成与人口结构的不断调整，超高速增长也将慢慢放缓脚步。尽管如此，目前中国的 GDP 增速仍超越世界平均水平，位于全球较高的位置。此外，经过数十年的发展，中国已成为世界第二大经济体，在此背景下，男装市场规模仍然处在相对较高水平。据国家统计局统计，在 2017 年，中国服装零售额为 8851.10 亿元，在 2018 与 2019 年有所降低，而后在 2023 年则重回 8664.40 亿元。

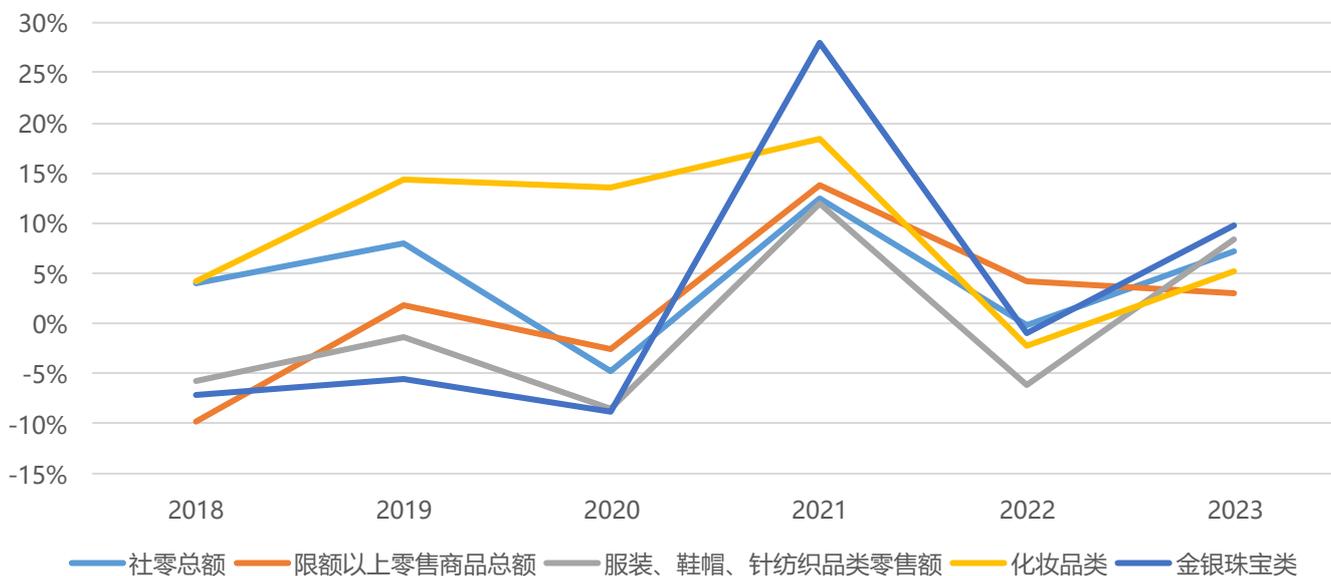
图表10: 世界及部分国家 GDP 增速 (2000-2023, 单位: %)



资料来源: 国家统计局、日本内阁府、国际货币基金组织、美国经济分析局、联合国统计司、长城证券产业金融研究院

居民消费能力持续上升，社零总额持续修复。根据国家统计局发布的数据，自 2018 年以来，我国居民消费能力持续提升。在 2021-2023 年内，消费水平更是得到了进一步提升，社零总额平均增速达 6.48%。2018-2023 年，社会消费品零售总额分别为 38.10 万亿元、41.16 万亿元、39.20 万亿元、44.08 万亿元、43.97 万亿元、47.15 万亿元，同比+4.02%、+8.05%、-4.78%、+12.46%、-0.25%、+7.22%；其中，限额以上零售商品零售类值为 13.61 万亿元、13.86 万亿元、13.51 万亿元、15.37 万亿元、16.03 万亿元、16.52 万亿元，同比-9.80%、+1.83%、-2.51%、+13.79%、+4.25%、+3.09%；分商品品类来看，服装、鞋帽、针纺织品类零售类值为 1.37 万亿元、1.35 万亿元、1.24 万亿元、1.38 万亿元、1.30 万亿元、1.41 万亿元，同比-5.84%、-1.39%、-8.52%、+11.95%、-6.06%、+8.39%；化妆品类零售类值为 0.26 万亿元、0.30 万亿元、0.34 万亿元、0.40 万亿元、0.39 万亿元、0.41 万亿元，同比+4.19%、+14.25%、+13.64%、+18.40%、-2.25%、+5.24%；金银珠宝类零售类值为 0.28 万亿元、0.26 万亿元、0.24 万亿元、0.30 万亿元、0.30 万亿元、0.33 万亿元，同比-7.11%、-5.53%、-8.82%、+27.99%、-0.90%、+9.83%。

图表11: 我国社零增速 (2018-2023)

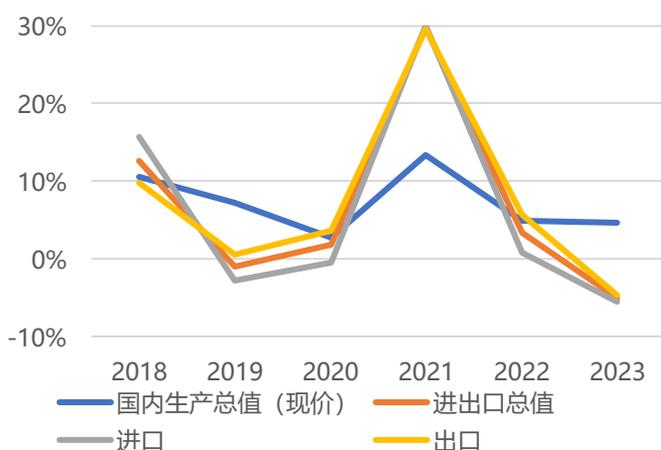


资料来源：国家统计局、长城证券产业金融研究院

经济态势持续向好，纱线制品进口持续增加。自 2018 至 2023 年，我国进出口总值持续增长，年化增速达 7.23%，在 2022 年实现爆发式的增长。由于 2022 年增长幅度较大、基数相对较高，2023 年增速相对平缓，但纺织纱线类进口额持续增加，继续推动服装行业保持较快发展。据海关总署数据统计，2018-2023 年期间，我国进出口总值分别为 4.62 万亿美元/4.58 万亿美元/4.66 万亿美元/6.04 万亿美元/6.25 万亿美元/5.94 万亿美元，增速分别为 12.55%/-0.96%/+1.70%/+29.81%/+3.43%/-5.04%；进口金额分别为 2.14 万亿美元/2.08 万亿美元/2.07 万亿美元/2.69 万亿美元/2.71 万亿美元/2.56 万亿美元，增速分别为 15.83%/-2.68%/-0.6%/30.05%/0.74%/-5.53%；出口金额分别为 2.49 万亿美元/2.50 万亿美元/2.59 万亿美元/3.36 万亿美元/3.54 万亿美元/3.38 万亿美元，增速分别为 9.87%/0.51%/3.62%/29.62%/5.58%/-4.67%。

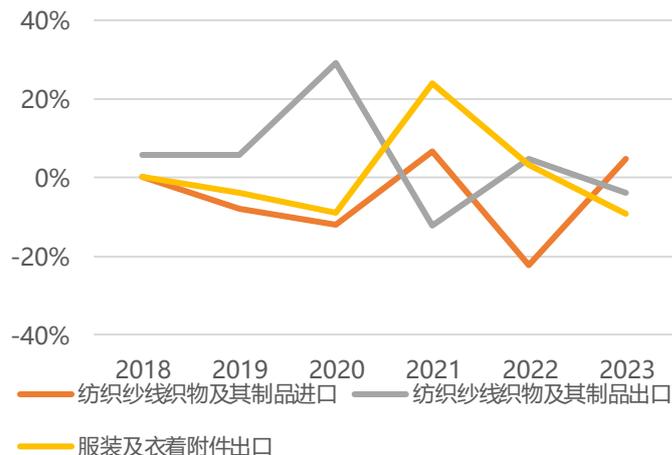
纺织纱线织物及其制品进口金额分别为 1177.77 亿元/1081.46 亿元/952.63 亿元/1015.61 亿元 /788.79 亿元 /826.79 亿元，增速分别为 0.18%/-8.18%/-11.91%/6.61%/-22.33%/4.82%；纺织纱线织物及其制品出口金额分别为 7850.77 亿元/8283.18 亿元/10695.45 亿元/9384.25 亿元/9835.85 亿元/9454.09 亿元，增速分别为 5.5%/5.51%/29.12%/-12.26%/4.81%/-3.88%；服装及衣着附件出口金额分别为 1576.33 亿元/1513.68 亿元/1373.82 亿元/1702.63 亿元/1753.97 亿元 /1591.45 亿元，增速分别为 0.27%/-3.97%/-9.24%/23.93%/3.01%/-9.27%。

图表 12: GDP 及进出口增速 (2018-2023)



资料来源：国家统计局、海关总署、长城证券产业金融研究院

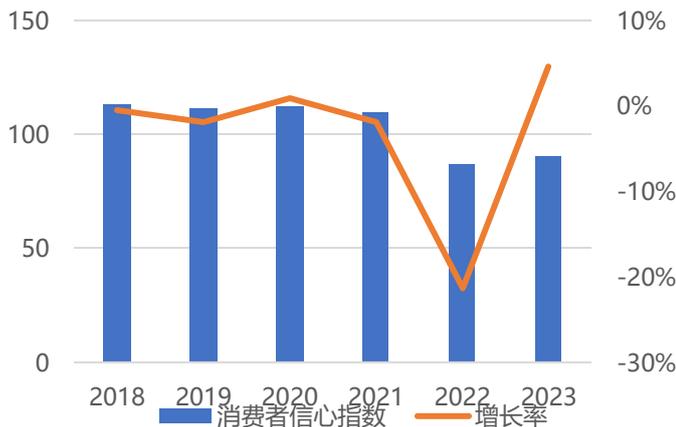
图表 13: 部分商品进出口增速 (2018-2023)



资料来源：海关总署、长城证券产业金融研究院

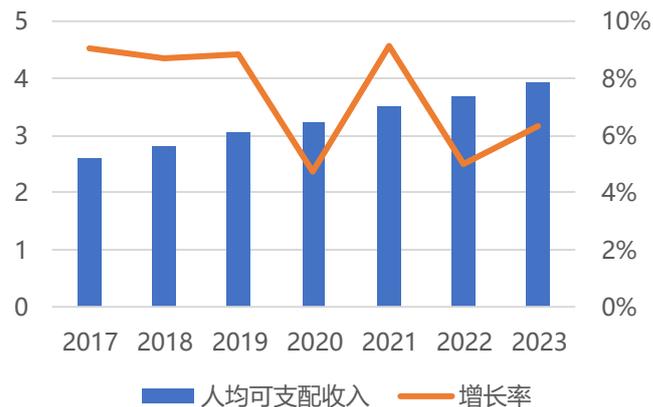
居民消费信心偏弱，物美价廉成消费主力潮流。自 2018 年来，我国消费者信心指数有所下滑，而至 2023 年消费者信心指数显著提升。2017-2019 年期间，居民人均可支配收入年化增长率达 8.86%。而自 2020 年以来增长率放缓至 6.30%。居民收入增速放缓与消费信心有所下滑，使得传统的高端品牌受益不再明显，高性价比的平价大众商品逐渐成为当今的消费潮流。据 2023 年头豹研究院的男装行业研究测算，目前男装的消费群体趋于理性，消费群体集中于 25-45 岁之间，对品牌的需求呈现品质化与多样化。

图表14: 消费者信心指数 (2018-2023)



资料来源: 国家统计局、长城证券产业金融研究院

图表15: 人均可支配收入 (2017-2023) (单位: 万元)



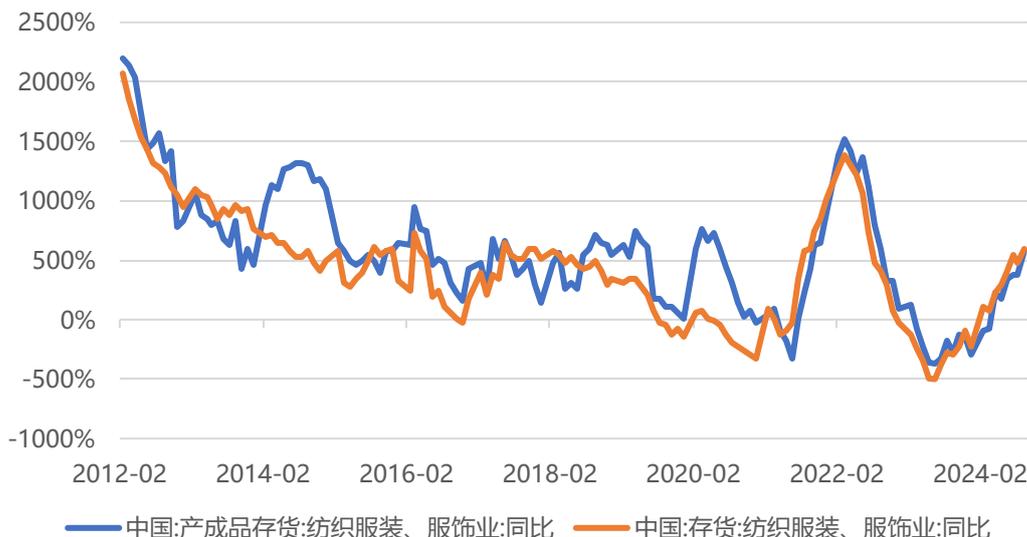
资料来源: 国家统计局、长城证券产业金融研究院

2.2 竞争格局: 男装市场竞争较为激烈, 高性价比及线上化为未来发展趋势

国内外男装品牌众多, 整体市场集中度低。根据力鼎产业研究网的趋势洞察报告, 2020-2023 年, 纺织服饰的我国男装市场占有率较为分散的原因主要在于, 中国居民人口基数大, 海内外众多品牌涌入市场, 其中国内男装品牌数量众多, 包括海澜之家、报喜鸟、七匹狼等众多企业, 海外企业亦有优衣库、耐克、阿迪达斯等知名企业。随着市场规模的不断扩张, 竞争更加激烈, 消费者对于品牌和质量的需求会更大, 作为国内男装领先企业的海澜之家有望实现市场份额及盈利能力的双重提升。

男装市场产品同质化严重, 公司持续打造差异化高性价比产品。随着消费升级, 消费者对服饰产品的个性化、差异化和多元化需求日益增长。年轻一代消费者更加注重服饰的品质和设计, 对品牌影响力和个性化定制的要求也越来越高, 推动了服饰市场的细分化, 促使商家不断创新以满足消费者多样化的需求。品牌知名度、体现个人品味的设计、制作精良是决定购买的重要因素。公司以大众为目标群体, 通过打造高性价比、差异化、具有特色的产品在大众男装市场中脱颖而出。公司 2019-2023 年服装连锁品牌存货金额为 84.10 亿元/69.37 亿元/75.09 亿元/86.62 亿元/84.95 亿元, 但其中可退货产品金额为 46.77 亿元/42.16 亿元/53.50 亿元/62.09 亿元/72.05 亿元, 占比分别达 55.61%/60.77%/71.24%/71.68%/84.81%, 存货滞销风险较低。

图表16: 2012-2024 年服装存货与产成品同比



资料来源: 国家统计局, 长城证券产业金融研究院

电商发展是未来趋势，线上线下渠道融合需进一步增强。2008年，淘宝创立以来，我国电商行业取得了巨大发展。但相较于女装市场，男装市场的电商发展则相对缓慢。根据报喜鸟2023年年报，2023年报喜鸟线上营收占比仅达15%。男装线上占比相对较低原因主要在于男装市场的主要消费群体为30-40岁的中年男性，这部分男性消费能力强，对质量要求偏高，因而更倾向于在线下实体店进行购买。但随着网络的逐渐发展，数字化技术的逐渐成熟，青年一代的消费能力不断上升，线上线下渠道的融合未来将必不可缺。

国牌影响力持续提升，国潮服饰将成为未来趋势。中国的服装市场规模目前在不断扩张，服装产业的发展方向当下有凝聚本土元素、打造国潮与国风的趋势，如今年6月爆火的马面裙。今年3月发布的《2024抖音电商女性消费趋势数据报告》显示，过去一年，该平台女性消费者购买新中式服饰的订单量同比增长195%，其中马面裙订单量同比增长841%，汉服订单量同比增长336%。公司作为国内男装市场领先企业，积极打造多品牌矩阵，同时持续推进国潮、国风等元素服饰的设计，为公司未来增长提供新的动力。

图表17: 马面裙会展



资料来源: 中国日报, 长城证券产业金融研究院

图表18: 海澜之家国潮服饰



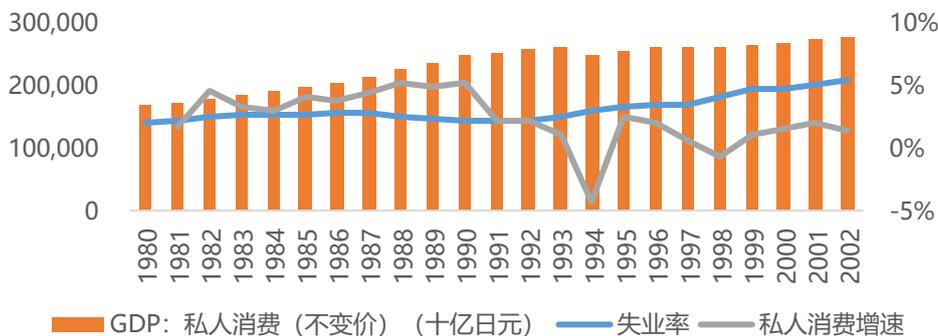
资料来源: 海澜之家官方微博, 长城证券产业金融研究院

2.3 以优衣库为例：郊区包围城市，经济下行时期的逆行者

日本经济经历倒退的三十年，居民消费大幅缩水。二十世纪的八九十年代，日本的房地产与股市的泡沫崩溃，使得日本经济陷入了停滞阶段。不仅失业率逐年上升，居民消费

也一度呈现负增长。据日本总务省统计局统计，GDP 中的私人消费增速在 1981-1989 年年化增速达 3.86%，而在 90 年代初期呈现断崖时下跌。股市与房地产泡沫的破裂使得私人消费增速由 1990 年的 5.19% 降至 1994 年的 -4.31%，四年时间内跌幅达 9.50%。

图表 19: 日本经济情况 (1980-2002)



资料来源: ifind, 日本总务省统计局、长城证券产业金融研究院

郊区包围城市，以平价吸引百姓。 优衣库创建于 1984 年，创建不久便遭遇了“倒退的三十年”。优衣库在创建初期主要采用两种经营模式：一方面，采用郊区包围城市进行扩张，在发展初期，优衣库的店面多聚焦于城市郊区，在历经十五年的发展，后于 1998 年才在东京开设首家门店，“郊区包围城市”的策略使得优衣库在发展初期能够快速实现门店扩张；另一方面，受限于经济形势的下行，优衣库的品牌多采取平价休闲款，主打物美价廉的休闲服饰，顾客可以自助购物、不受店员打扰。80 年代中期，日本经济泡沫加速破裂，广场协议后日元大幅贬值。优衣库的低价策略，得到了大量消费者的青睐。

图表 20: 优衣库服装样式



资料来源: 优衣库官网、长城证券产业金融研究院

新型面料满足多生活场景中的实际需求，科技创新为品牌背书。 在独特的经营模式外，优衣库吸引消费者的更是他独特的面料。2020 年 4 月，优衣库与第一财经、复旦大学管理学院共同发布《2020 健康生活力报告》。报告指出，消费者需要的是“健康活力不受时间和场景限制”的舒适服饰。优衣库因此在 2020 年春夏产品中，整合了 DRY-EX 高功能速干面料、AIRism 舒爽面料、防晒面料、高弹力面料等，使得消费者可以灵活自如的在居家办公、户外运动、出门通勤等多种需求。以优衣库防晒衣为例，其能够从其他品牌防晒衣中脱颖而出的原因便在于其独特的面料设计。与传统大多数防晒衣简单涂抹防晒涂层的做法不同，优衣库将具有防晒功能的原料二氧化钛加入纱线加工中，可以反射紫外线，同时，面料中还渗透了抗 UV 成分，再吸收掉一部分紫外线，实现了优衣库防晒衣的高效、安全、健康防晒。

图表21: 优衣库防晒衣



资料来源: 新浪时尚、长城证券产业金融研究院

海澜之家积极自主研发面料，聚焦产品核心功能，科技赋能适应不同群体需求。在原材料方面，海澜之家同样积极投入研发，坚持科技创新，打造不同的面料以适应不同的人群需求。在夏季品牌中，公司推出“全新冰爽棉”产品，添加凉感的科技因子，同时具有速干、3A级抗菌、2A级防螨的功能；在冬季品牌中，“极光鹅绒”系列，拥有绒朵、蓄热、保温等重点功能科技，引进绒芯贴合技术，打造多维度、多场景的功能性羽绒服。除此以外，在英氏婴童品牌中开拓高端产品线 P&P 系列、PURE 至纯系列，采用先进制造技术，高标准打造出二十四节气面料系统。

图表22: 海澜之家极光鹅绒系列



资料来源: 海澜之家官方旗舰店、长城证券产业金融研究院

图表23: 海澜之家英氏婴童品牌



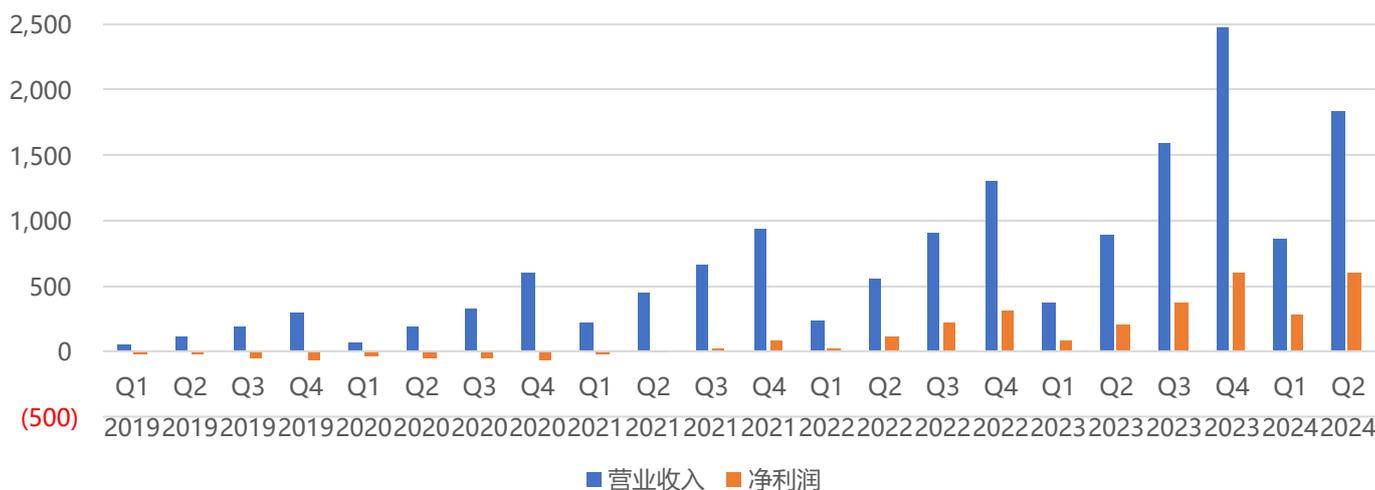
资料来源: 公司2023年报、长城证券产业金融研究院

3. 竞争优势：高性价比策略契合市场趋势，品牌出海迎来新机遇

3.1 产品极致性价比，低加价率保障物美价廉

拼多多近五年业绩大幅增长，高性价比已成消费主流。根据拼多多发布的 2024 中期报告，其中，营业收入达 1838.72 亿元，同比增长 104.49%，净利润达 600.07 亿元，同比增长 182.93%。据拼多多 2019-2023 年年报数据显示，自 2019 年至 2023 年，拼多多营业收入年化增长率达 82.74%，净利润年化增长率达 126.65%。营运能力方面，据拼多多 2024 中报数据，拼多多销售净利率为 32.64%，同比增长 9.50pct；销售毛利率为 63.89%，同比降低 2.95pct。拼多多通过引入白牌商家与实时性价比机制，实现高性价比与低价消费。一方面，拼多多采用“广泛触达+降低门槛”的方式，吸引了数量庞大的白牌商家。另一方面，拼多多对商家的流量分配主要基于价格力，商家想要获得更多流量，吸引更多消费者，就需要提供足够低的价格。此外，拼多多对于质量不可保证、售卖假货等行为的商家进行严格惩罚；在平台流量机制中增加对商家履约能力、服务评价等因素的权重，进一步实现高性价比的销售策略。

图表 24: 拼多多近五年营业收入及净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 拼多多 2019-2024 季报、长城证券产业金融研究院

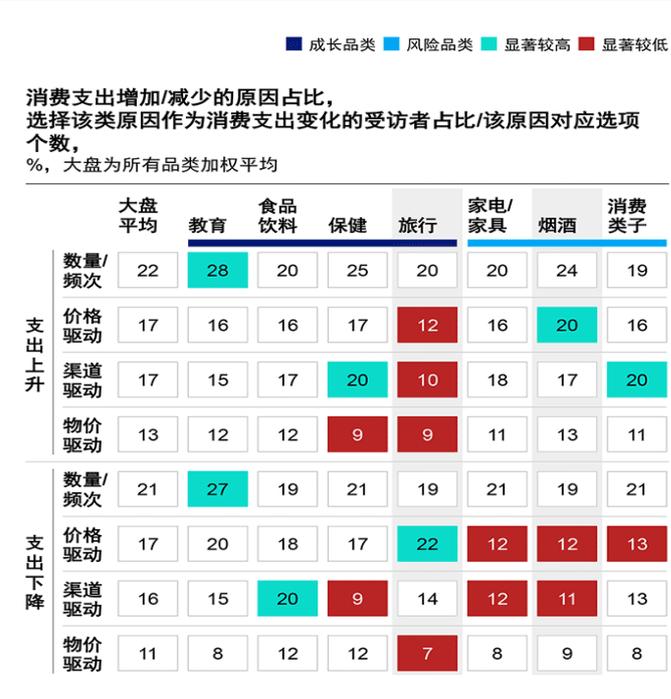
聚焦消费新趋势，高质量供给促需求。2023 年 7 月，国家发展改革委发布《关于恢复和扩大消费的措施》，提出把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强供给结构对需求变化的适应性和灵活性。2023 年以来，注重性价比逐渐成为重要消费趋势。精明消费时代，通过正确消费决策、提高生活质量成为消费者的核心诉求，消费者在主动选择更高质量生活的过程，“更简单、更真实、更长久、更安全”的底层消费逻辑备受推崇。据知萌《2024 中国消费趋势报告》调查统计，在北京、上海、广州等二十余个城市中 18-65 岁的消费者调查数据显示，多数消费者在购物前会通过多个平台搜索比较、会仔细阅读评论和评分、还会充分进行调查比较。此外，据麦肯锡的报告《2024 中国消费趋势调研》中显示，在旅行品类上，预期消费增长的消费者更多由数量或频次驱动，而非价格；而支出减少的消费者中，消费降级明显。而在烟酒品类，消费者预期减少的支出相对较少受价格驱动，主要由于消费数量及频次变少；消费者预期增加的支出受价格驱动明显，表明消费者的选择呈现出“少而精”的趋势。

图表25: 消费倾向调查



资料来源: 《2024 中国消费趋势报告》, 长城证券产业金融研究院

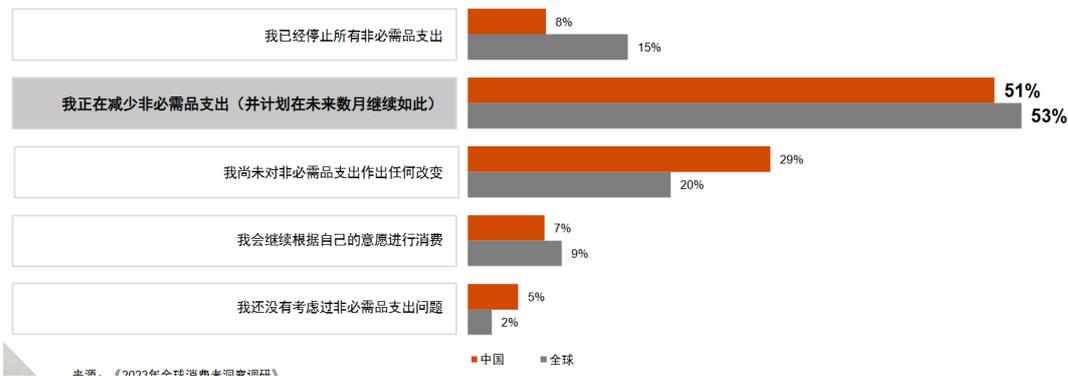
图表26: 消费品类与消费变化调查



资料来源: 《2024 中国消费趋势调研报告》, 长城证券产业金融研究院

坚持贯彻低价策略, 低加价率实现薄利多销。海澜之家始终贯彻薄利多销的策略, 采用低加价率来保障实惠的价格。据普华永道发布的《2023 年全球消费者洞察调研》显示, 51%的中国消费者正在减少非必需品支出, 而对于必需品, 人们开始选择更质优价低的购买途径。当前消费者更加理性, 对于服装的消费需求也愈加倾向于性价比。在男装品牌中, 海澜之家加价率较低, 性价比属性凸显。

图表27: 基于当前经济环境对于非必需品支出的情况调查



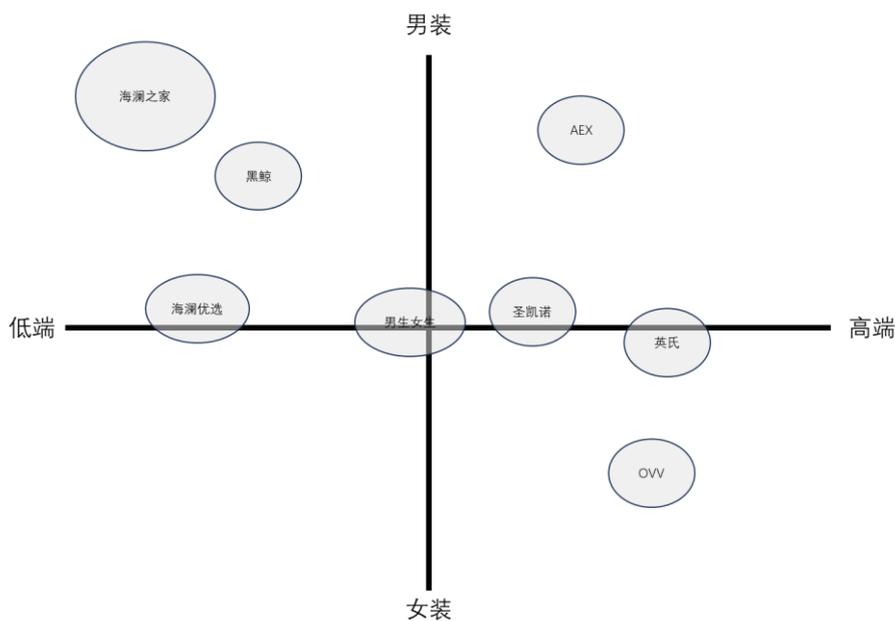
资料来源: 普华永道《2023 年全球消费者洞察调研》, 长城证券产业金融研究院

3.2 打造多品牌矩阵, 增强整体竞争力

不断拓展产业布局, 打造多品牌矩阵。自 2014 年海澜之家上市后, 便不断着手打造多品牌矩阵, 旗下品牌包括男装品牌海澜之家、高端定制品牌圣凯诺, 职场女性品牌 OW、青年运动类品牌 HEAD、黑鲸, 同时收购童婴品牌男生女生、英氏等, 通过对各品牌的精心培育和差异化定位, 满足了消费者多样化、个性化的需求, 涵盖了不同年龄、性别和生活方式的群体, 从而有效扩大了市场覆盖范围。不同品牌形成矩阵、共享供应链及客户资源。在企业运营层面, 显著提升了运营效率和整体价值链效能, 实现了资源的优化配置和协同发展。多品牌战略的深入推进, 不仅让公司在传统男装和职业装定制领域

保持领先优势，更成功拓展至女装、童装等领域，进一步完善了品牌矩阵。

图表 28: 公司品牌矩阵



资料来源: 公司 2018-2023 年年报、ifind、长城证券产业金融研究院

产品布局趋于完善，经济规模持续扩大。公司通过实施多品牌战略，成功构建了一个强大的品牌矩阵，在多个细分市场领域实现了深度布局和业绩增长，从而巩固了其在服装行业的领导地位。自 2017 年启动多元化品牌战略以来，海澜之家不仅在男装领域和职业装定制板块持续领先，还成功拓展至女装、童装等多个市场，形成了一个覆盖广泛的品牌矩阵。这一战略不仅增强了品牌的市场影响力，还显著提升了企业的运营效率和整体价值链的效能。品牌矩阵的构建，使得海澜之家能够覆盖更广泛的消费者群体，满足不同年龄、性别和生活方式的需求，从而实现经济规模的持续扩大。

深化品牌内涵，塑造品牌情感共鸣。公司主打品牌海澜之家通过款式新颖、品类齐全的门店陈列，不断强化消费者对于海澜之家的品牌认知，致力于成为大众认同追随的超级国民品牌；通过广告宣传、明星代言等方式整合营销模式，在消费者当中树立了鲜明的品牌形象，现已成为男装行业的领先企业。公司系统化、规模化、多样化的宣传推广模式为旗下各品牌带来了广泛的关注，也让海澜之家不断与消费者产生情感共鸣，打造品牌更深刻的情感内涵与影响力。

图表 29: 2018-2023 年代言人情况 (部分)

年份	代言人	相关图片
2018	林更新	

年份	代言人	相关图片
2019	林更新	
2020	周杰伦	
2021	许魏洲、侯明昊、魏哲鸣	
2022	丁真	
2023	张颂文	

资料来源：2018-2023 公司年报，长城证券产业金融研究院

聚焦品牌价值，夯实产品力底座。公司深入市场趋势，洞察消费者需求，拓宽品类矩阵，以年轻化、差异化、品质化的产品策略，实现线上线下彼此互补，共同发力。公司陆续推出如“能量幸运衫”系列、“全新凉感”系列，“清新植系夹克”系列、“极光超能鹅绒”系列、“中华龙 IP 联名”系列产品，用商品做流量抓手，打造独具风格特点的系列爆品。同时，坚持以科技和创新赋能品类，聚焦商品核心功能点，如凉感、防晒、吸湿排汗、四面弹、石墨烯发热等，满足新一代年轻消费者的不同需求，以高品质产品驱动销售增长。据公司 2023 年年报，2023 年 5 月公司入围中国纺织工业联合会发布的“2023 中

国纺织服装品牌竞争力优势企业”，入选 GYBrand 全球品牌研究院“2023 年中国最具价值品牌 500 强”；2023 年 12 月，公司荣获人民网主办的第二十届人民匠心奖-匠心产品奖及“人民企业社会责任奖-乡村振兴奖”，入选工信部 2023 年新一代信息技术与制造业融合发展示范名单。

图表 30: 海澜之家极光超能鹅绒系列



资料来源：淘宝海澜之家天猫官方旗舰店、长城证券产业金融研究院

图表 31: 海澜之家全新凉感系列



资料来源：海澜之家官方微博、长城证券产业金融研究院

3.3 线上投入持续增加，电商发展协同低价策略

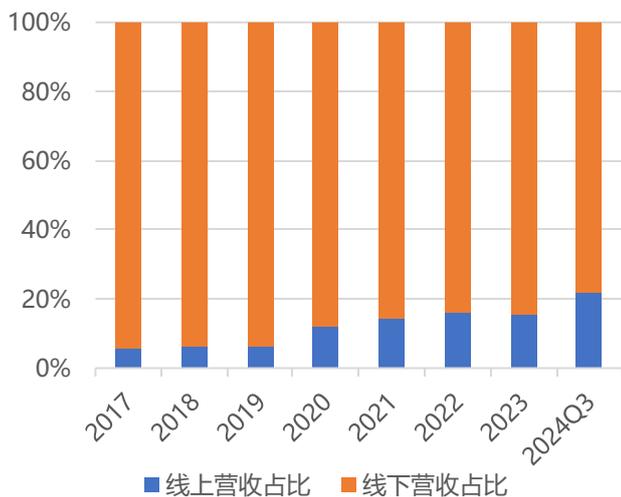
疫情催化电商飞跃，线上化消费引领新潮流。在消费更加理性的环境下，线上购物货比三家的方式愈发受消费者青睐，推动了服装电商市场的快速增长以及规模的持续扩大。更多的服装品牌通过电商平台拓展市场份额，将线上作为重要的销售渠道；一些线下品牌也加速线上化进程，通过开设官方网店、入驻电商平台等方式，实现线上线下融合发展。同时，随着消费需求多元化，线上渠道的营销方式不断创新，社交媒体、直播带货、与网红明星等合作联名推广等方式，成为线上渠道增长的重要拉动力量。

持续加大线上营销投入，品牌影响力加速扩张。公司夯实传统电商渠道业务的同时，持续加码社交平台、直播电商和内容电商的全域运营。一是通过短视频、内容种草等多种营销方式，挖掘平台新的流量。在自媒体平台发布如“谁能拒绝女朋友送的海澜之家”、“海澜之家父亲节”等优质视频，多维度触达潜力人群，实现品牌及商品更稳定的曝光，并形成规模化宣传，深挖平台流量的同时，提高品牌销售力及影响力。二是店铺自播、明星和达人直播共同发力，撬动品牌新的增长。首创抖音电商史上第一个能量音乐节主题直播，打造专属抖音平台的营销节点，实现销售与口碑双丰收。此外，线上渠道将以科技和创新赋能品类，聚焦时下年轻消费的购物诉求，进行提炼优势品类，拓宽品类矩阵，聚焦年轻客群，围绕商品，链接更多潜在消费群体。

赋能电商发展，线上业务持续扩张。公司自 2018 年以来持续推进电商业务发展，线上营业收入占比持续增加。据公司 2018-2023 年报数据显示，2018 年，公司线上营收占比仅为 6.14%，而 2023 年已达 15.70%，线上营业收入占比快速增长。据知衣科技《2023 天猫双 11 预售总榜》及《2022 天猫双 11 预售总榜》报告统计，2022 年与 2023 年海澜之家在男装销售分别排名第八与第十，位于排名前列。

图表 32: 公司 2017-2024 年三季度线上及线下收占比

图表 33: 2023 双十一男装销售排名



资料来源：公司17-23年年报、24年三季报、长城证券产业金融研究院

资料来源：知衣科技、长城证券产业金融研究院

3.4 海内外拓展市场，成为未来发力点

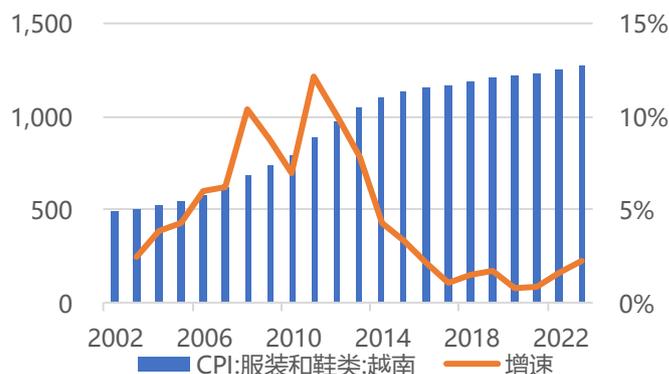
国内男装市场规模不断扩大，东南亚地区服装市场持续扩张。国内服装市场规模持续扩张，据国家统计局数据统计，在2010年，国内服装零售额仅达4157亿元，而截止2023年，国内服装零售额已达8664亿元，居民消费能力不断增长，服装市场规模持续扩张。国外方面，随着东南亚地区国家的兴起，越来越多的企业进军越南、柬埔寨等市场，如ST 奥康、爱慕股份等同行企业加速占领东南亚市场。据国际货币基金组织统计，越南的服装和鞋类CPI在2002年仅为494.05，而在2023年已达1276.02。在2007-2014年期间，越南服装市场实现了快速的增长，服装及鞋类CPI年平均增长率达8.32%。

图表34：中国服装市场规模（单位：亿元）



资料来源：国家统计局、长城证券产业金融研究院

图表35：越南服装和鞋类CPI



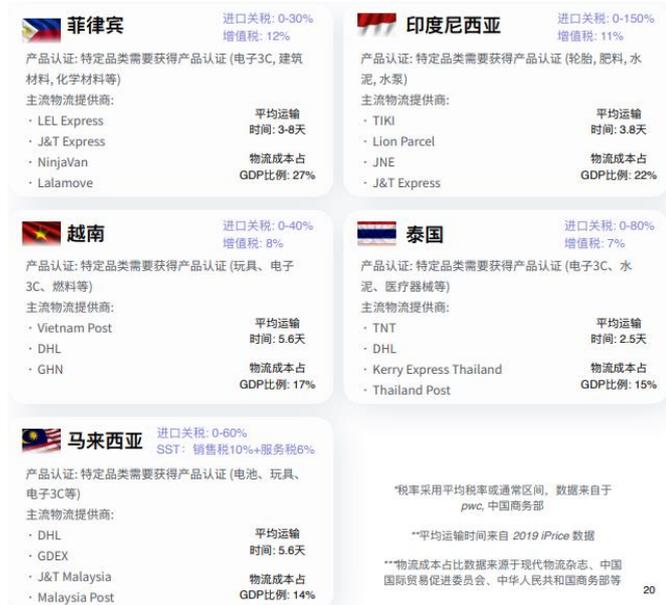
资料来源：国际货币基金组织、长城证券产业金融研究院

东南亚地区电商发展迅猛，服装市场发展潜力较大。据TMO洞察报告《2024 东南亚电子商务市场洞察》，东南亚五国的移动电商渗透率都在65%左右。据赶海万里数据显示，东南亚电商规模已经超过1146亿美元。在2023年全球零售电商市场增速排名中，东南亚地区以18.6%的增速排名第一；印度尼西亚、泰国、菲律宾、越南和马来西亚在全球零售电商市场国家增速排名中位列前十。此外，据赶海万里数据统计，东盟地区的服装零售呈现出良好的增长趋势，各类服装的近5年年化复合增长率均超过5%，市场仍具备不错的发展潜力。

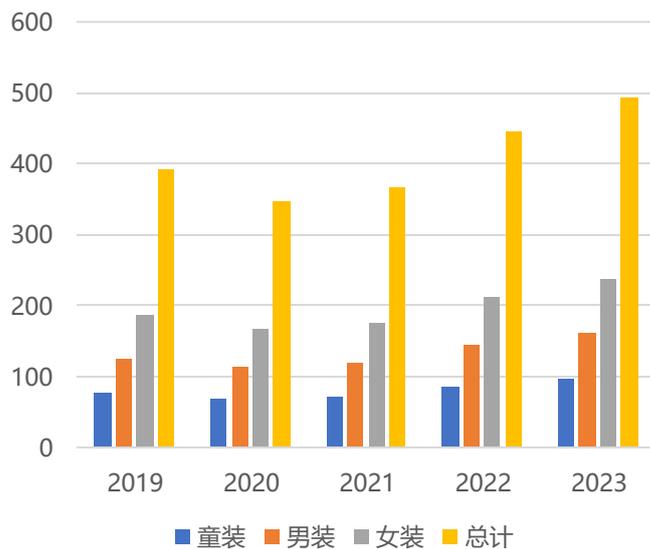
地理位置优越叠加消费习惯相似，东南亚市场增长点已现。据TMO洞察报告《2024 东南亚电子商务市场洞察》数据统计，东南亚五国的平均运输时间大约为5.5天，平均物

流成本占 GDP 比例为 19%。以美国为例，据国际航运公司数据统计，平均运输时间大约在 7-10 天，且需要发货 10 天前进行预订，使得海外零售面临较大挑战。另一方面，由于地理因素影响，东南亚大部分地区处于热带，炎热潮湿，基本只分为旱季和雨季，因此该地区的服装也基本以轻薄凉爽的款式为主，棉服、羽绒服等类型的衣物销售量极低。导致东南亚的服装单价偏低。且除新加坡外，东南亚大部分地区都还是发展中国家，人均可支配收入并不高，因此他们更青睐于更有性价比的产品。

图表 36: 东南亚五国出海销售情况



图表 37: 东盟地区服装零售总额 (单位: 亿美元)



资料来源: TMO 洞察、长城证券产业金融研究院

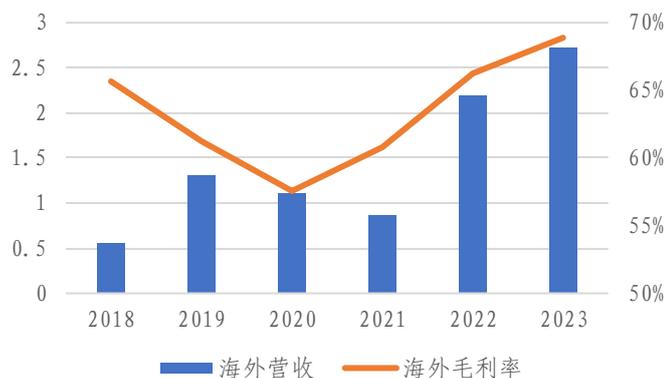
资料来源: 赶海万里、长城证券产业金融研究院

品牌服装企业持续拓展东南亚市场，海外业务迎来发展新机遇。 凭借其与中国地缘相近的优势、庞大的人口基数以及不断增长的经济实力，东南亚地区已经成为服装企业出海的重要目的地之一，如优衣库、森马服饰等大牌企业纷纷入驻。以森马服饰为例，据 equalocean 数据统计，森马服饰旗下品牌巴拉巴拉自 2020 年起不断拓展东南亚市场，于 2021 年进入尼泊尔，2022 年进入老挝首都万象唯一的国际购物中心和柬埔寨金边 SENSOK MALL，持续开拓东南亚市场。海澜之家于 2017 年入驻东南亚市场，是较早出海的 品牌。2023 年，公司海外营业收入达 2.72 亿元，高于其他服装企业，森马服饰海外营业收入 0.44 亿元，报喜鸟 0.14 亿元。

推动海外布局，以东南亚国家为起点。 公司以东南亚国家如越南、泰国等国家起家，打造低价优质的产品，抓住线上线下融合的新机遇，聚焦个性化需求，将品牌的优势与互联网思维相结合，打造成成熟的营销网络。同时结合自主媒体账号、公众号、KOL 等推广平台的合作曝光，更新升级各平台的商品和页面视觉，调整和 改进营销策略，提升海外线上平台销售业绩。据公司 2020-2023 年报，公司海外销售毛利率自 2020 年的 57.56% 增长至 2023 年的 68.89%，国内产品毛利率则从 2020 年的 38.08% 增长至 2023 年的 45.56%，海外与国内毛利率具有一定差距。公司当前海外销售占比持续增加，自 2020 年的 0.62% 增长至 2023 年的 1.26%，随着东南亚国家的发展兴起，公司在海外市场有望进一步受益。

图表 38: 海外销售情况 (单位: 亿元)

图表 39: 海澜之家销售模式



资料来源：公司 2018-2023 年年报，长城证券产业金融研究院

资料来源：公司 2023 年年报，长城证券产业金融研究院

3.5 推动数字化转型，打造牢固的护城河

数字化转型，赋能发展格局。近年来，数字化转型已是大势所趋，数字化转型与实体经济融合是传统行业的发展之道。海澜之家从传统服饰行业向数字化转型，经历“传统经营-强管控零售管理-数字化赋能”三个阶段，自 2012 年海澜之家开始搭建 RFID 系统，实现设计生产、仓储物流和门店销售的无缝衔接跟全链路管控，打造海澜之家智慧服装体系。

数字化研发，精准洞悉消费需求。海澜之家基于二十多年营销积累的客户资源以及销售情况，挖掘商品偏好。通过大数据分析消费者的需求和市场趋势，打造云服实验室，对海量用户进行用户画像，提升产品创新能力和供应链效率；通过数字芯片和终端技术，构建物联网平台，实现门店智慧化管理，进一步规范线下销售质量；通过人工智能和云计算技术优化管理决策和风险控制。

数字化生产，保障产品质量。在生产方面，海澜之家一方面加入机械臂、5GAI 等技术，加快流水线效率；另一方面，自 2012 年海澜之家开始搭建 RFID 系统，实现设计生产、仓储物流和门店销售的无缝衔接跟全链路管控，通过服装数字云、服装制造云、体型数据库三个线上系统进行数字化改革，在生产端采用了环形蝶状生产链系统，降低次品率，实现个性化和量产批次化的结合能够有效保障产品质量，同时也能及时联系前端销售情况与后端生产情况，有利于对市场反应及时作出调整。

数字化销售，增强品牌粘性。在销售方面，海澜之家一方面打造“民族服饰”的招牌，以“男人的衣柜”作为口号，并在 2023 年入选央视“品牌强国工程”，获得央视背书，增强了其在消费者心中的可信度，夯实企业的品牌信任与价值认同。另一方面，海澜之家积极进行数字化转型推广，在抖音、小红书等社交平台开启直播带货等途径，并进行网络推广，扩大私域流量的影响力，增强消费用户粘性。

4. 盈利预测与估值

4.1 可比公司

海澜之家主要业务为服装类产品的研发、生产和销售，根据《国民经济行业分类》(GB/T 4754-2017)，海澜之家公司所属行业为制造业，细分行业为纺织服装，具体代码为 C0318，公司所处行业为服装制造行业。

根据申万一级行业的分类标准，在市值、收入规模以及主营业务相仿的企业主要包括比音勒芬、报喜鸟、九牧王、太平鸟、森马服饰等，可比公司 2024-2026 年对应 PE 平均值分别为 16.33X、13.07X、11.38X，海澜之家 2024-2026 年对应 PE 分别为 11.82X、10.07X、8.88X。

图表 40: 相关上市公司估值比较

简称	最新股价	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
比音勒芬	18.78	107.18	73.13	1.68	1.95	2.24	11.17	9.65	8.41
报喜鸟	4.20	61.29	49.55	0.40	0.46	0.52	10.47	9.11	8.03
九牧王	8.70	49.99	49.99	0.34	0.48	0.55	25.59	18.32	15.96
太平鸟	13.81	65.44	64.81	0.72	0.91	1.08	19.91	15.56	13.11
森马服饰	6.35	171.07	140.24	0.44	0.50	0.56	14.53	12.70	11.37
							16.33	13.07	11.38
海澜之家	5.80	278.56	278.56	0.58	0.64	0.70	11.82	10.07	8.88

资料来源: 同花顺, 长城证券产业金融研究院 (注: 股价为 2024 年 11 月 28 日收盘价, 除海澜之家外, 其他公司 EPS 均取机构一致预期)

4.2 盈利预测

盈利预测重要假设:

收入增速及毛利率假设: (1) 随着国民收入增长, 消费风格逐渐转变, 叠加海外市场加速发展, 预计公司业务将保持稳步增长, 2024 年到 2026 年收入增速分别为 -1.27%、8.65%、8.45%; (2) 公司高性价比比战略延续, 多品牌矩阵持续发展, 随着公司渠道建设和品牌优势逐步成熟, 公司整体毛利率呈平稳上升趋势, 预计公司 2024 年到 2026 年毛利率分别为 44.49%、44.53%、44.58%。

费用率假设: 预计公司费用率总体平稳, 2024 年到 2026 年公司费用率分别为 27.48%、26.45%、25.80%。

税率假设: 预计公司税率保持平稳, 2024 年到 2026 年公司税率分别为 24.97%、24.89%、24.53%。

图表 41: 公司分产品盈利预测

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计	营业收入 (百万元)	20188.04	18561.74	21527.55	21254.74	23093.89	25044.96
	yoy	12.41%	-8.06%	15.98%	-1.27%	8.65%	8.45%
	毛利率	40.64%	42.89%	44.47%	44.49%	44.53%	44.58%
裤子	营业收入 (百万元)	4073.42	4180.74	4285.83	4200.12	4620.13	5082.14
	yoy	4.86%	2.63%	2.51%	-2.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	38.59%	46.00%	43.01%	43.01%	43.01%	43.01%
T 恤衫	营业收入 (百万元)	2570.90	3357.08	3178.72	3178.72	3560.17	3987.39
	yoy	11.60%	30.58%	-5.31%	0.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	43.10%	49.11%	46.79%	46.79%	46.79%	46.79%
羽绒服	营业收入 (百万元)	1849.62	1867.41	2504.18	2504.18	2804.69	3141.25

		2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
	yoy	-9.10%	0.96%	34.10%	0.00%	12.00%	12.00%
	毛利率	34.28%	38.24%	42.39%	42.39%	42.39%	42.39%
衬衫	营业收入（百万元）	2188.76	2060.46	2232.87	2188.21	2297.63	2412.51
	yoy	8.27%	-5.86%	8.37%	-2.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	36.76%	45.29%	43.77%	43.77%	43.77%	43.77%
西装	营业收入（百万元）	0.00	1644.48	1886.97	1736.01	1822.81	1913.95
	yoy	-100.00%	0.00%	14.75%	-8.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-	50.56%	42.89%	42.89%	42.89%	42.89%
茄克衫	营业收入（百万元）	1491.38	1301.89	1581.65	1581.65	1676.55	1777.14
	yoy	20.07%	-12.71%	21.49%	0.00%	6.00%	6.00%
	毛利率	35.96%	41.31%	42.71%	42.71%	42.71%	42.71%
针织衫	营业收入（百万元）	939.29	799.74	852.58	861.10	929.99	1004.39
	yoy	1.37%	-14.86%	6.61%	1.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	34.82%	39.28%	42.88%	42.88%	42.88%	42.88%
其他	营业收入（百万元）	5039.66	2693.36	4231.55	4231.55	4570.07	4889.98
	yoy	51.82%	-46.56%	57.11%	0.00%	8.00%	7.00%
	毛利率	51.34%	36.89%	54.33%	54.33%	54.33%	54.33%
其他业务	营业收入（百万元）	753.01	656.57	773.19	773.19	811.85	836.20
	yoy	46.59%	-12.81%	17.76%	0.00%	5.00%	3.00%
	毛利率	10.97%	9.97%	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
西瑕	营业收入（百万元）	1281.99	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	yoy	0.00%	-100.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	43.11%	-	-	-	-	-

资料来源：公司 2021-2023 年报、长城证券产业金融研究院

4.3 投资建议

深耕男装市场数十载，可退货模式降低存货风险。海澜集团成立于 1988 年，专注于男装市场，推出了多个子品牌，涵盖正装、男装、女装、童装、家居等多个细分领域，旗下品牌包括海澜之家、圣凯诺、爱居兔等，多品牌战略持续推进，品牌矩阵搭建趋于成熟。近年来，公司通过数字化转型，建立了云服实验室和智慧工厂，提升了研发和物流效率。存货方面，公司采用“可退货模式为主，不可退货模式为辅”的策略，使得存货滞销风险得以转移。根据公司 2023 年报和 2024 年三季报，公司 2023 年实现营业收入 215.28 亿元、同比增长 15.98%，2024 年三季度实现营收 152.59 亿元、同比-1.99%，在逆市背景下，公司实现营收整体相对平稳。

男装市场展现强劲韧性，高性价比产品和国潮趋势推动增长。根据统计局数据，2023 年零售额回升至 8664.90 亿元，显示出市场的韧性和潜力，居民消费能力持续提升，社零总额平均增速为 6.48%。居民消费信心增速放缓，2023 年居民消费信心指数达 93.7，受

居民收入增速放缓和消费信心下滑的影响，高性价比和多样化的男装产品成为市场主流。男装的消费群体更为理性，消费群体集中于 25-45 岁之间，对品牌的需求呈现品质化与多样化。随着数字化技术的发展和年轻一代消费能力的上升，线上线下渠道的整合成为男装行业的未来趋势。同时，国潮服饰的兴起为国内品牌提供了新的市场机会。

高质价比强化品牌竞争力，类直营模式实现快速扩张。公司贯彻高质价比策略，通过低加价率和数字化转型，强化了品牌竞争力。公司不断拓展产业布局，打造多品牌矩阵，满足多样化的市场需求，同时，通过聚焦品牌价值和产品力，增强了市场影响力。公司采用类直销售模式，加盟商拥有门店所有权，公司负责管理、统一运营，助力公司实现销售规模较快扩张。类直营模式下保障了品牌形象和运营的统一性，同时减轻了公司的资本投入和经营风险，加速了门店的扩张速度。

多品牌矩阵已成形，海外拓展市场将成下一步发力点。公司旗下主要品牌海澜之家、圣凯诺、黑鲸、OVV 已覆盖男装、西装、女装、青年等多种产品市场，产品领域。相比于单一品牌，多品牌矩阵有利于增强公司品牌的市场影响力，还显著提升了企业的运营效率和整体价值链的效能。品牌矩阵的构建，使得海澜之家能够覆盖更广泛的消费者群体，满足不同年龄、性别和生活方式的需求。公司加速推动海外市场发展，以东南亚国家为起点，线上线下渠道融合的销售模式，聚焦个性化需求，贯彻高性价比的销售策略，打造成成熟的营销网络。随着近年来东南亚地区电商的飞速发展，海外市场的持续发展有望带动公司业绩实现新一轮突破。据公司 2020-2023 年报，公司海外销售毛利率由 57.56% 增长至 68.89%，海外销售占比由 0.62% 增长至 1.26%。

投资建议：公司主要从事服装类的研发、生产和销售，致力于打造高性价比国产服饰。目前线上渠道持续高增长、低价策略持续推进，优质产品力逐渐占领消费者心智，类直销售模式降低经营风险，助力公司快速把握市场机会。随着公司海外市场加速拓展、品牌形象深入人心，费用率有望稳步回落，推动盈利能力持续上升。预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 0.49 元、0.58 元、0.65 元，对应 PE 分别为 11.8X、10.1X、8.9X，维持“增持”的投资评级。

5. 风险提示

市场增速放缓且行业竞争加剧风险：未来如国内经济增长承压，消费意愿与消费能力复苏受阻，服装消费作为可选消费将受到更为明显的影响。如果经济增长放缓，消费者预期收入下降，将有可能降低服饰消费的频次，制约服装市场的需求，进而影响公司的业绩；另外，消费群体个性化需求不断升级，消费方式呈现多元化，行业竞争持续加剧，如公司的产品、营销方式等不能满足消费者的需求，将对公司的经营业绩产生不利影响。

存货管理及跌价风险：由于公司运营模式的特点，存货包含公司总部仓库的备货以及门店尚未实现销售的货品，同时主品牌海澜之家的产品销售两季，导致公司的存货规模较大，相应存货管理成本较高。公司存货中附可退货条款的货品，根据采购合同相关条款的约定，出现滞销情形可以退给供应商，这部分存货公司不承担跌价风险。公司存货中附不可退货条款的货品，如市场环境发生变化或竞争加剧，可能引发变出现困难或跌价的风险。

品牌培育风险：公司针对童装、女装等其他服装细分领域及生活家居领域推出多个子品牌，并成为 HEAD SPORT GMBH 服饰品类在中国大陆及港澳台地区的独家授权商，实现对细分市场的覆盖，品牌培育及运营时间较长，且前期推广费用较大，品牌后续发展仍然需要持续的资金投入，能否培育及运营成功具有不确定性。

商誉减值风险：根据《企业会计准则》，非同一控制下的企业合并，合并成本超过被购买方可辨认净资产公允价值份额的部分应确认为商誉。商誉不作摊销处理，但需在未来每年年度终了进行减值测试。公司并购投资的项目，存在未来计提商誉减值的风险。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	24563	25005	26515	29378	32153
现金	12505	11901	13035	14360	16646
应收票据及应收账款	1131	1005	1104	1188	1297
其他应收款	485	393	474	468	553
预付账款	564	230	554	298	626
存货	9455	9337	9211	10926	10893
其他流动资产	423	2138	2138	2138	2138
非流动资产	8185	8708	8147	7841	7605
长期股权投资	0	194	211	237	258
固定资产	3131	2943	2506	2402	2258
无形资产	908	688	656	546	445
其他非流动资产	4146	4883	4775	4656	4644
资产总计	32749	33713	34663	37219	39758
流动负债	14186	16768	15534	15335	14758
短期借款	0	0	2764	0	0
应付票据及应付账款	9536	10085	9281	11744	11038
其他流动负债	4649	6683	3488	3591	3720
非流动负债	4041	907	907	907	907
长期借款	2777	0	0	0	0
其他非流动负债	1264	907	907	907	907
负债合计	18227	17675	16441	16242	15665
少数股东权益	-79	-12	-39	-70	-106
股本	995	1056	1056	1056	1056
资本公积	563	941	941	941	941
留存收益	12655	13709	15604	17799	20293
归属母公司股东权益	14601	16050	18261	21048	24199
负债和股东权益	32749	33713	34663	37219	39758

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	3137	5230	2126	4646	2830
净利润	2062	2918	2329	2734	3101
折旧摊销	1361	1476	583	609	550
财务费用	-23	47	-111	-127	-201
投资损失	0	-186	-69	-88	-88
营运资金变动	-1044	405	-1068	1023	-1071
其他经营现金流	782	570	461	496	539
投资活动现金流	-543	-777	37	-220	-233
资本支出	391	630	5	277	292
长期投资	-153	-432	-17	-26	-21
其他投资现金流	1	285	59	83	80
筹资活动现金流	-2979	-3198	-3793	-337	-311
短期借款	0	0	2764	-2764	0
长期借款	151	-2777	0	0	0
普通股增加	0	61	0	0	0
资本公积增加	-350	378	0	0	0
其他筹资现金流	-2781	-860	-6557	2428	-311
现金净增加额	-379	1250	-1630	4090	2285

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	18562	21528	21255	23094	25045
营业成本	10600	11954	11799	12810	13880
营业税金及附加	131	150	148	160	174
销售费用	3425	4353	4676	4850	5159
管理费用	922	963	1020	1109	1202
研发费用	194	200	255	277	301
财务费用	-23	47	-111	-127	-201
资产和信用减值损失	-521	-457	-451	-490	-531
其他收益	32	22	22	22	22
公允价值变动收益	-19	-3	-11	-7	-9
投资净收益	0	186	69	88	88
资产处置收益	1	1	1	1	1
营业利润	2806	3611	3098	3630	4101
营业外收入	122	30	30	30	30
营业外支出	31	17	24	21	22
利润总额	2897	3624	3104	3640	4109
所得税	835	705	775	906	1008
净利润	2062	2918	2329	2734	3101
少数股东损益	-93	-34	-27	-31	-36
归属母公司净利润	2155	2952	2356	2766	3137
EBITDA	4212	5126	3556	4099	4434
EPS (元/股)	0.45	0.61	0.49	0.58	0.65

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入 (%)	-8.1	16.0	-1.3	8.7	8.4
营业利润 (%)	-13.7	28.7	-14.2	17.2	13.0
归属母公司净利润 (%)	-13.5	37.0	-20.2	17.4	13.4
获利能力					
毛利率 (%)	42.9	44.5	44.5	44.5	44.6
净利率 (%)	11.1	13.6	11.0	11.8	12.4
ROE (%)	14.2	18.2	13.1	13.6	13.7
ROIC (%)	11.1	15.1	10.8	12.9	12.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	55.7	52.4	47.4	43.6	39.4
净负债比率 (%)	-60.7	-52.5	-56.8	-70.8	-72.8
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.9	2.2
速动比率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.3
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	17.2	20.2	20.2	20.2	20.2
应付账款周转率	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.45	0.61	0.49	0.58	0.65
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.65	1.09	0.44	0.97	0.59
每股净资产 (最新摊薄)	2.93	3.24	3.61	4.09	4.64
估值比率					
P/E	12.9	9.4	11.8	10.1	8.9
P/B	2.0	1.8	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	-0.7	-0.5	-1.2	-2.1	-2.4

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上	强于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间	中性	预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间	弱于大市	预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深 300 指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编：100044

传真：86-10-88366686