

海澜之家(600398)深度研究报告

聚焦主干领航男装，深耕渠道稳步前行

强推(首次)

目标价: 7.15 元

当前价: 5.96 元

- ❖ **海澜之家: 国民男装领航者, 波澜壮美百花开。**公司1997年成立, 2002年推出主品牌海澜之家, 2014年借壳上市后登顶男装龙头, 2017年以来, 公司男装业务向年轻潮流方向转型, 培育新品牌, 积极打造产业链战略联盟, 2019年提出“聚焦主品牌”。公司多年深耕男装行业, 通过供应商、公司以及加盟商利益绑定的经典模式实现渠道快速扩张, 营收规模和ROE水平行业领先, 疫情过后长期发展可期。
- ❖ **模式经典: 独树一帜占鳌头, 产品渠道筑壁垒。**公司打造“平台+品牌”的连锁经营模式, 上游与供应商通过联合研发、赊购、二次采购等方式合作控制成本转嫁风险; 下游通过“类直营”管理实现加盟渠道“千店一面”, 把控品牌运营、终端渠道和供应链管理等高附加值环节。公司模式经典难以复制, 转嫁库存风险并借助外部资源快扩渠道, 产品性价比优势突出。在该经典模式下, 主品牌海澜之家成为行业龙头并不断强化优势, 新品牌迅速发展初具规模。
- ❖ **聚焦主品牌: 深耕渠道参天木, 年轻之风又吹又生。**公司多年深耕男装领域, 随着疫情加速行业整合及本土化优势加持, 有望凭借模式、产品、渠道和营销的优势实现年轻化转型, 保持稳健增长。主品牌海澜之家基于已有的性价比优势, 通过打造爆款、与IP合作等方式赢得年轻消费者心智。营销方面, 公司营销策略成熟多元, 通过明星公益、跨界合作、综艺影视植入、新媒体营销等多元化方式, 促进品牌年轻化。公司将持续聚焦主品牌, 扩展购物中心等核心商圈渠道, 发力线上渠道, 未来有望通过渠道规模扩张保持稳健增长。
- ❖ **多元调整: 轻装上阵稳布局, 巨木长青枝叶繁。**公司前期积极培育新品牌并初具规模, 同时果断调整非核心品牌, 优胜劣汰把控风险, 持续优化品牌矩阵。公司紧随行业发展趋势, 布局前景较好的童装、高端女装等细分赛道, 疫情过后加大投入, 新品牌有望继续发展。具体来看, 男装辅助品牌黑鲸和AEX相对停滞有待调整; 高端女装OVV定位轻奢发展符合预期; 童装品牌男生女生和英氏形成差异化布局, 赛道前景明朗, 后续有待进一步培育; 家居方面, “海澜优选生活馆”凭借既有经营模式和性价比优势, 渠道快速布局初具规模, 发展符合预期。公司新品牌培育不断调整初具规模, 疫情过后继续投入有望形成营收新兴增长点。
- ❖ **聚焦主干领航男装, 深耕渠道稳步前行, 首次覆盖给予“强推”评级。**公司上下游利益绑定的经典模式行业领先, 产品性价比优势明显, 渠道复制能力强。2020年公司聚焦主品牌海澜之家, 继续推进年轻化转型, 有望通过购物中心等渠道拓展以及线上渠道发展保持稳健增长。疫情过后, 公司可能继续对OVV、英氏等发展潜力较大的新品牌加大投入。长期来看, 新品牌有望凭借已有渠道、产品优势和大力营销成为新兴增长点。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为24.67、32.79、36.71亿元, 同比增长-23.2%、32.9%、11.9%, 对应当前股价PE分别为11、8、7倍, 考虑到公司在男装领域的龙头地位以及模式、产品、渠道等优势壁垒, 对比服装公司可比估值, 首次覆盖给予2020年13X即7.15元/股目标价, 并给予“强推”评级。
- ❖ **风险提示:** 疫情大幅冲击线下销售; 存货积压风险; 新品牌培育不及预期。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	21,970	18,904	21,017	22,580
同比增速(%)	15.1%	-14.0%	11.2%	7.4%
归母净利润(百万)	3,211	2,467	3,279	3,671
同比增速(%)	-7.1%	-23.2%	32.9%	11.9%
每股盈利(元)	0.73	0.56	0.74	0.83
市盈率(倍)	8	11	8	7
市净率(倍)	2	2	2	1

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2020年5月22日收盘价

华创证券研究所

证券分析师: 郭庆龙

电话: 010-63214658

邮箱: guoqinglong@hcyjs.com

执业编号: S0360518100001

证券分析师: 陈梦

电话: 010-66500831

邮箱: chenmeng1@hcyjs.com

执业编号: S0360518110002

联系人: 葛文欣

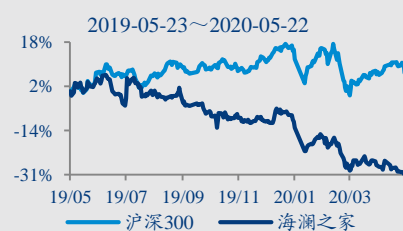
电话: 010-63215669

邮箱: gewenxin@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	442,002
已上市流通股(万股)	442,002
总市值(亿元)	263.43
流通市值(亿元)	263.43
资产负债率(%)	52.5
每股净资产(元)	3.1
12个月内最高/最低价	9.27/5.96

市场表现对比图(近12个月)



投资主题

报告亮点

1) 我们深入分析公司品牌矩阵布局和渠道发展模式，认为公司在行业持续整合背景下聚焦主品牌海澜之家，有望通过购物中心等渠道布局、新零售发展以及线上渠道发力实现营收突破。长期来看，高端女装、童装等潜力赛道新品牌初具规模，疫情过后加大培育可能形成新兴增长点。因此，我们认为未来疫情过后公司有望保持稳健增长。

2) 我们深入分析公司经营模式，认为公司上游已与供应商形成长期稳定合作关系，仍可通过较强的议价能力和盈利激励精选优质供应商，转嫁库存风险，并通过二次采购实现共赢；下游“类直营”的管理模式发展成熟，有望借助加盟商资金持续高质量复制门店。我们认为，公司经营模式具备低成本、低库存风险、快速复制门店并扩张的优势。

3) 我们认为公司产业链上游现有的“赊购+可退货”的合作模式可持续分流企业库存风险，不可退货产品在2年以内大部分可实现销售，存货跌价有限。同时，公司较早布局大数据，发行可转债优化供应链，在仓储模式、物流、信息化的优化加持下，公司运营效率有望提升。此外，随着公司品牌年轻化以及新零售布局的正确定位，有望打开年轻消费者市场，缓解库存问题。

投资逻辑

海澜之家上市以来，男装品牌市占率连续6年维持第一，营收增长稳健。本篇报告深入分析公司经营模式，认为公司已将上下游连成一体，长期建立的信用体系和规模效应形成模式壁垒，竞争对手难以复制；该模式下产品性价比和渠道标准化复制优势突出。在此基础上，主品牌海澜之家迅速发展为行业龙头，近年来通过深耕产品、发力营销推进年轻化转型，扩大客群基础，未来有望通过线下购物中心渠道拓展和线上电商渠道发展实现营收突破。长期来看，童装等高潜力赛道品牌初具规模且具备发展前景，疫情过后适当投入有望成为营收新兴增长点。

关键假设、估值与盈利预测

我们选择自由现金流折现模型对公司进行估值定价，主要关键假设为：1) 主品牌海澜之家持续扩充渠道，深挖一二线城市购物中心，随着品牌战略升级和新零售布局，预计每年店铺增设约300家，单店面积下降，受疫情影响2020年坪效下降，后续恢复增长；2) 考虑到疫情影响下公司减少支出及“聚焦主品牌”战略，预计其他品牌门店数量扩张暂缓，收入增速放缓；3) 公司长期坚持不打折策略，疫情期间虽试水直播，但毛利水平下滑有限，预计未来三年毛利率为39.0%、40.3%、40.9%；4) 公司可能主动控制费用支出应对疫情，预计未来三年销售费率为12.3%、11.3%、11.3%。基于此，我们预计2020-2022年总体营收增速分别为-14.0%、11.2%、7.4%，归母净利润分别为24.67、32.79、36.71亿元，同比增长-23.2%、32.9%、11.9%，对应当前股价PE分别为11、8、7倍，首次覆盖给予2020年13X即7.15元/股目标价。

目录

一、海澜之家：国民男装领航者，波澜壮美百花开	7
二、模式经典：独树一帜占鳌头，产品渠道筑壁垒	9
（一）上游供应商：恩威并济强合作，转嫁风险稳经营	10
（二）下游渠道：类直营“千店一面”，试电商再起征程	12
（三）供应链：联动管理一体化，转债助力再升级	16
（四）模式探讨：产品渠道筑壁垒，风险转移稳经营	18
三、聚焦主品牌：深耕渠道参天木，年轻之风吹又生	18
（一）男装行业：稳中向好持续整合，规模效应利好龙头	18
（二）产品深耕：爆款&IP 赢心智，价格亲民追潮流	19
（三）品牌打造：渠道生成参天木，营销发力春归来	21
1、渠道增量主驱动，拓宽半径树标杆	21
2、多元营销猛发力，转型年轻正当时	22
四、多元调整：轻装上阵稳布局，巨木长青枝叶繁	24
（一）品牌矩阵打造：一树根深百树荫，沉者为金犹可期	24
（二）各赛道品牌布局：瘦身调整轻装行，向阳花木易逢春	26
五、聚焦主干领航男装，深耕渠道稳步前行，首次覆盖给予“强推”评级	31
六、风险提示	32

图表目录

图表 1	海澜之家发展历程图	7
图表 2	公司营收、归母净利润增长水平（亿元，%）	8
图表 3	公司 ROE 同业领先（%）	8
图表 4	海澜之家收入按项目分类占比（%）	8
图表 5	海澜之家 2019 年收入地区占比（%）	8
图表 6	海澜之家股权结构图	9
图表 7	海澜之家连锁品牌经营模式图	10
图表 8	联合研发设计模式	10
图表 9	买断与可退货产品收入占比（%）	10
图表 10	“海一家”品牌的发展历程	11
图表 11	“海一家”线上店铺	11
图表 12	存货库龄结构及占比（亿元，%）	11
图表 13	买断与可退货产品存货金额及占比（亿元，%）	11
图表 14	海澜之家应付账款项目占比（亿元，%）	12
图表 15	应付账款周转天数对比（天）	12
图表 16	海澜之家优秀供应商的颁奖典礼	12
图表 17	直营及加盟渠道收入及占比	13
图表 18	海澜之家“类直营”运营模式	13
图表 19	加盟及联营渠道收入及增速（百万元，%）	13
图表 20	加盟及联营渠道经营数据拆分	13
图表 21	直营渠道收入及增长率（百万元，%）	14
图表 22	新旧门店布局对比	14
图表 23	直营渠道经营数据拆分	14
图表 24	海澜之家在泰国曼谷一线商业中心隆重开业	15
图表 25	海澜之家海外营业收入增速迅猛（%）	15
图表 26	海澜之家与阿里巴巴、美团的战略合作	15
图表 27	海澜之家互联网营销平台示例	15
图表 28	海澜之家新零售布局日益深化	16
图表 29	疫情期间试水电商直播	16
图表 30	线上线下收入及毛利情况	16
图表 31	产品仓储物流流程	17
图表 32	公司物流园区及配送	17

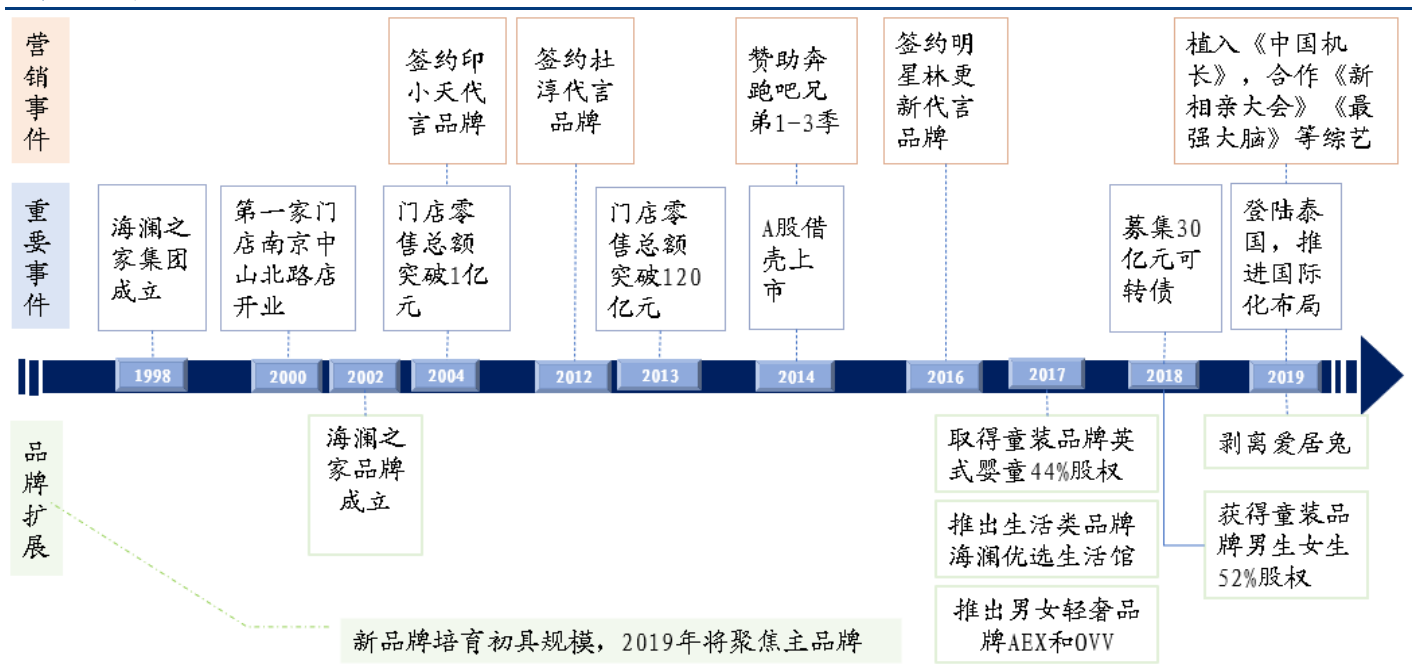
图表 33	海澜之家的 RFID 服装管理系统.....	17
图表 34	海澜之家总仓的海量存储.....	17
图表 35	产业链信息化升级项目与物流园项目关系图.....	17
图表 36	可转换公司债券募集资金用途占比（%）.....	17
图表 37	海澜之家男装性价比高.....	18
图表 38	中国男装市场规模稳步增长（亿元，%）.....	19
图表 39	男装行业 CR5、CR10（%）.....	19
图表 40	2019 年男装品牌市场占有率（%）.....	19
图表 41	各国男装 CR5 比较（%）.....	19
图表 42	海澜之家产品平均价格（元）.....	20
图表 43	海澜之家五大 IP 系列.....	20
图表 44	海澜之家 Xander Zhou 合作限量款.....	20
图表 45	“布景乾坤”的面料升级.....	20
图表 46	2019 年公司经典产品示例.....	21
图表 47	海澜之家逆市扩店（家）.....	21
图表 48	海澜之家男装市场占有率变化（%）.....	21
图表 49	海澜之家品牌经营数据分拆.....	21
图表 50	不同品牌营销费用收入占比对比（%）.....	22
图表 51	海澜之家电子商务有限公司.....	22
图表 52	海澜之家明星代言历程.....	23
图表 53	海澜之家赞助的综艺及影视节目.....	23
图表 54	海澜之家多元化营销模式.....	23
图表 55	2017 年服装细分行业营收规模占比（%）.....	24
图表 56	2017 年服装细分行业毛利率对比.....	24
图表 57	公司布局发展前景较好的细分行业.....	24
图表 58	公司品牌矩阵布局.....	24
图表 59	其他品牌经营数据拆分.....	25
图表 60	海澜之家品牌矩阵形成过程.....	25
图表 61	黑鲸系列产品.....	26
图表 62	黑鲸推广活动.....	26
图表 63	AEX2020 年春季新品.....	27
图表 64	AEX 的登陆伦敦男装周.....	27
图表 65	圣凯诺品牌收入及增速（百万元，%）.....	27
图表 66	圣凯诺品牌毛利率（%）.....	27

图表 67	中国高端女装市场规模及占比情况（亿元，%）	28
图表 68	服装各细分行业 CR10 对比（%）	28
图表 69	爱居兔品牌毛利率较低（%）	28
图表 70	OVV 产品及门店示例	28
图表 71	0-14 岁人口数量及占比（万人，%）	29
图表 72	2017 年主要国家童装人均消费支出（美元）	29
图表 73	儿童消费支出花费分布	29
图表 74	中国童装市场销售规模及增速（亿元，%）	29
图表 75	男装女装&英氏产品示例	30
图表 76	2019 年十大婴儿服装品牌企业排名	30
图表 77	英氏婴童品牌并入过程	30
图表 78	海澜之家童装业务布局	30
图表 79	无印良品中国地区收入及增速（亿日元，%）	31
图表 80	时尚品牌家居线开设情况	31
图表 81	海澜优选产品及门店布局	31
图表 82	海澜优选线下门店地区分布	31

一、海澜之家：国民男装领航者，波澜壮美百花开

国民男装第一品牌，领航全品类时尚生活。海澜集团 1997 年成立于江苏省江阴市，是一家主要从事品牌管理、供应链管理、营销网络管理的大型消费品牌运营平台公司。公司长期深耕男装行业，起家的领军品牌海澜之家成立于 2002 年，通过供应商、公司以及经销商的利益绑定的经营模式实现渠道快速扩张，2014 年借壳上市，“男人的衣柜”品牌形象深入人心，在中国男装行业龙头地位稳固。2017 年起，公司不断扩充黑鲸等子品牌，经营业务向全品类，多品牌延伸，已从男装、正装扩展到女装、童装和家居等品类，打造产业链战略联盟，成为首个品牌价值突破百亿的中国服装品牌。2019 年在新品牌初具规模和疫情冲击下，公司提出“聚焦主品牌”战略，线下门店总数达 7254 家，覆盖 80% 以上的县、市，并进一步拓展到东南亚海外市场。2019 年公司实现营收 291.7 亿元，同增 15.09%，营收规模同业领先。

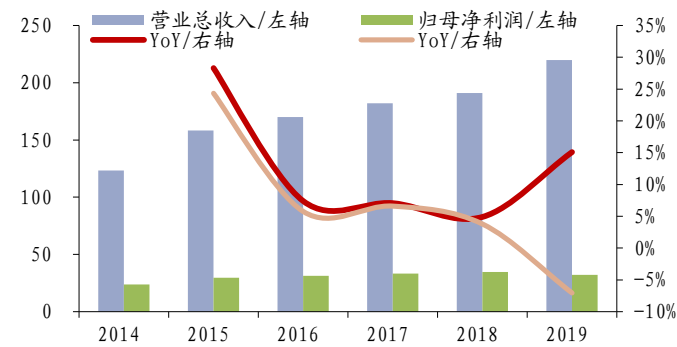
图表 1 海澜之家发展历程图



资料来源：公司官网、公司年报、搜狐网、华创证券

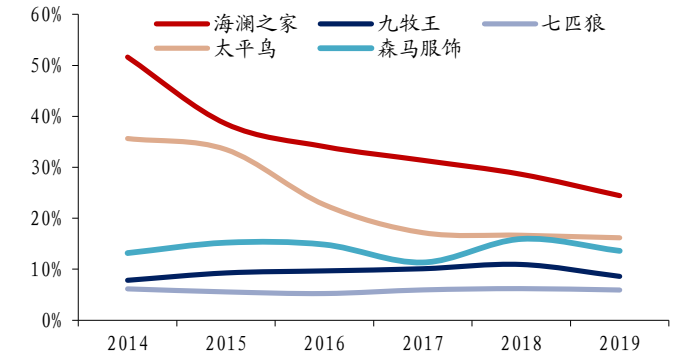
营收规模突出增长稳健，ROE 水平同业领先。受益于产品品类丰富和渠道的规模扩张，2019 年海澜之家营收同增 15.09% 至 219.7 亿元，2014-2019 年公司营收复合增长率 6.22%，营收增长稳定。海澜之家 2014-2019 年 ROE 保持 23% 以上，位于同业前列。公司独特的运营模式以及大众男装全品类业务布局造就了公司健康、可持续、高于同业的 ROE 水平。从品类来看，公司营业收入以裤子、T 恤和衬衫为主，三者合计占比近 50%；从收入地区看，市场主要面向经济较发达的华东、中南地区，两地合计占比超 60%；从收入渠道看，公司收入仍以线下为主，占比 90% 以上，线上潜力有待挖掘。

图表 2 公司营收、归母净利增长水平 (亿元, %)



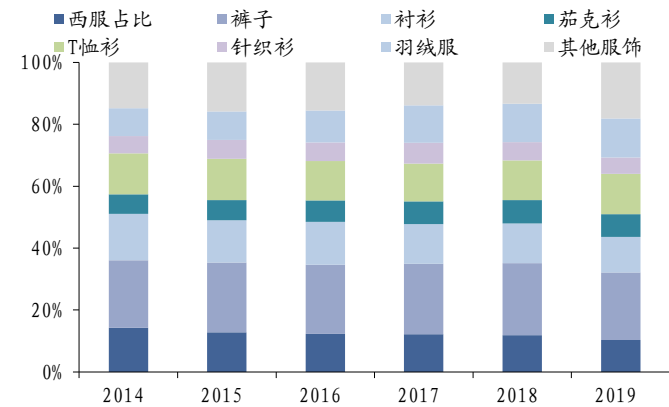
资料来源: wind、华创证券

图表 3 公司 ROE 同业领先 (%)



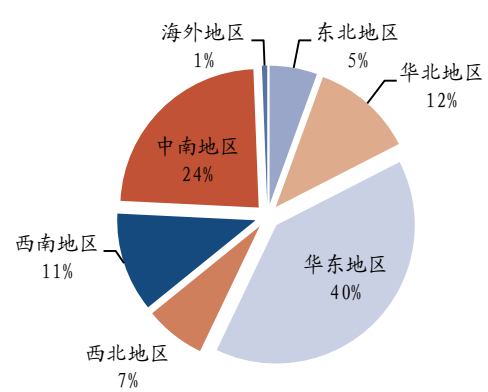
资料来源: wind、华创证券

图表 4 海澜之家收入按项目分类占比 (%)



资料来源: wind、华创证券

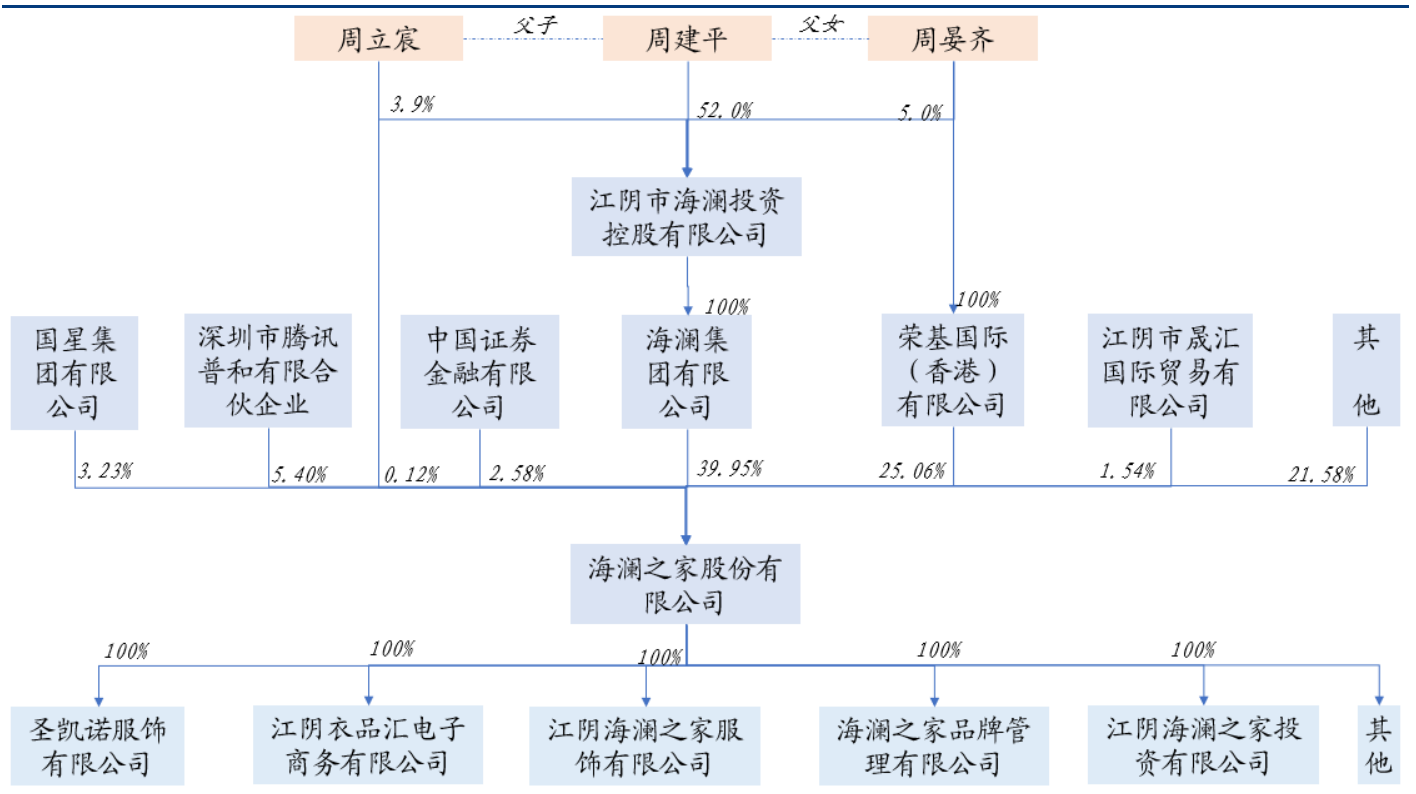
图表 5 海澜之家 2019 年收入地区占比 (%)



资料来源: wind、华创证券

家族控股结构稳定，子辈接任新思维，携手战投新发展。2013 年凯诺科技作价 130 亿元收购海澜之家 100% 股权，2014 年海澜之家借壳凯诺科技上市，凯诺科技证券简称由“凯诺科技”变更为“海澜之家”，海澜之家成为国内最大的品牌服装管理经营企业之一。目前，公司实际控制人周建平及其一致行动人周晏齐（女儿）、周立宸（儿子）通过海澜集团、荣基国际合计直接及间接持有上市公司 65% 股份。2018 年，腾讯普和以 10.48 元/股的价格受让荣基国际 2.39 亿股公司股份，占总股本 5%，成为公司第三大股东。同年，海澜之家公开发行票面金额为 100 元的可转换公司债券 30 亿元。周建平 28 岁步入服装纺织业，行业积累经验丰富。当前海澜集团总裁周立宸本科就读于清华大学金融专业，2017 年接任海澜集团总裁，实现主品牌年轻化转型，并全面打造品牌矩阵，有望用新思维带动海澜之家全新发展。

图表 6 海澜之家股权结构图

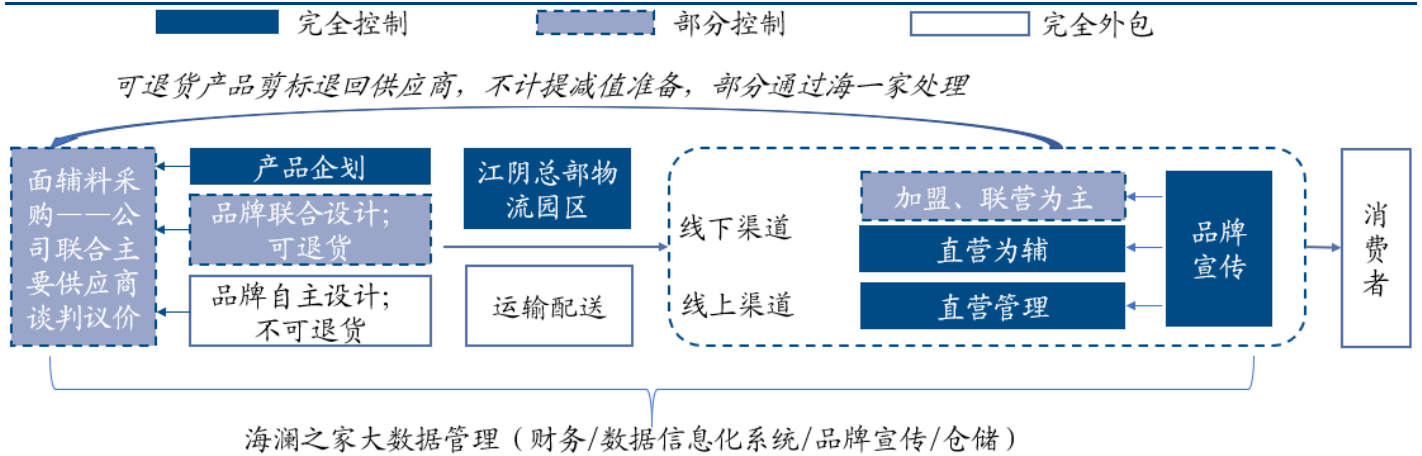


资料来源：公司年报、公司公告、华创证券

二、模式经典：独树一帜占鳌头，产品渠道筑壁垒

“轻资产”经营树品牌，上下游利益一致，协同效应凸显，打造极致性价比。除圣凯诺品牌外，海澜之家秉持“轻资产”的原则，采用“平台+品牌”的连锁经营模式，主要把控品牌运营、终端渠道和供应链管理等高附加值环节，将附加值相对较低的生产环节外包给低成本代工厂，充分借助外部资源发展。上游公司将生产环节全部外包，并与供应商联合开发；下游主要采用加盟模式进行门店扩张，通过“类直营”的管理模式，实现与上下游风险利益共担，自身专注于品牌建设，为消费者提供具有大众价格和贴心服务的优质产品。独特模式是海澜之家业绩快速增长的主要原因之一，对上下游强管理保证了增长的质量，与上下游利益一致实现了公司长久地运营，产品性价比和渠道标准化复制能力形成核心优势和竞争壁垒，助推海澜之家实现“国民品牌”的目标，推动新品牌快速培育。

图表 7 海澜之家连锁品牌经营模式图



资料来源：公司年报、华创证券

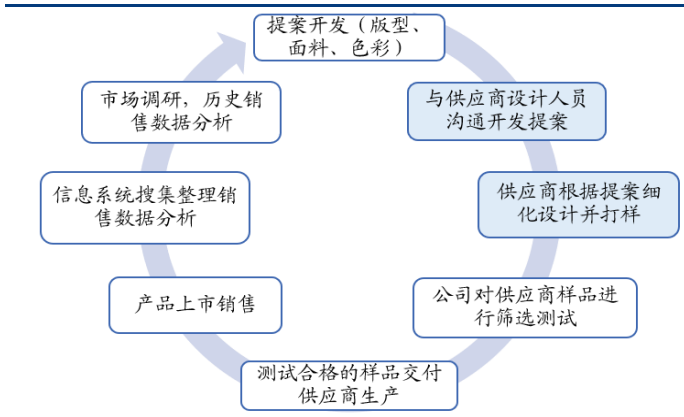
(一) 上游供应商：恩威并济强合作，转嫁风险稳经营

1、设计及采购方面，两种模式并行深化合作，转嫁风险高效合作

公司主要有联合设计和自主设计两种模式，联合设计模式为主，该产品为可退货模式，供应商承担存货风险，公司不计提减值；自主设计产品为买断模式，公司承担存货风险，计提减值。目前海澜之家主品牌采用“可退货为主，不可退货为辅”的模式，其他品牌主要采用不可退货采购模式。

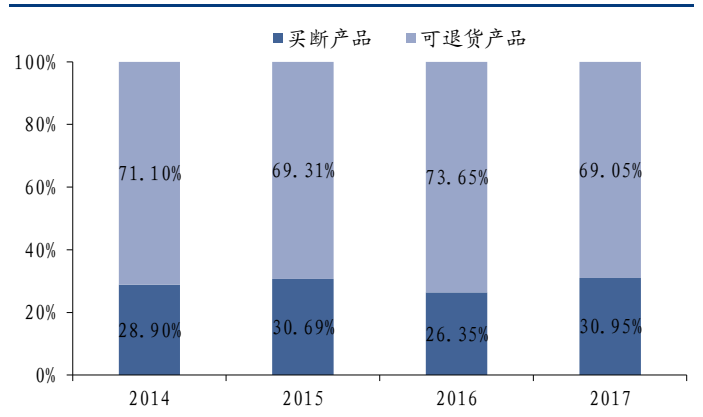
1) 联合研发设计深化合作，可退货模式+二次采购风险共担，控制成本高效合作。联合设计及可退货模式主要应用于海澜之家主品牌，公司主要负责最关键的开发提案和最终选型环节，联合供应商开展大量市场调研并主导设计方向，非核心的打样等工作则由供应商的设计团队负责。公司主要通过赊购+代销的方式运行，对于生产成本较低的衣服直接拿货，待到经销商出售后补足全款，未出售而积压两个季度的部分商品可以原价退回给供应商。针对供应商相应风险，公司给予代销产品 1.6 倍采购（供应商实现约 30-40% 的毛利率），显著高于 OEM 模式下同业的 10%。同时，公司于 2012 年设立百衣百顺品牌（2016 年更名为海一家），以 4 折的价格二次采购海澜之家退货的部分产品，与供应商风险共担。这种模式有效降低公司的研发设计成本，并加大供应商参与度，充分调动其积极性，将滞销的风险转嫁到供应商，公司存货风险可控；同时辅以二次采购的方式与供应商共担风险，加强与供应商的合作。

图表 8 联合研发设计模式



资料来源：公司年报、华创证券

图表 9 买断与可退货产品收入占比 (%)

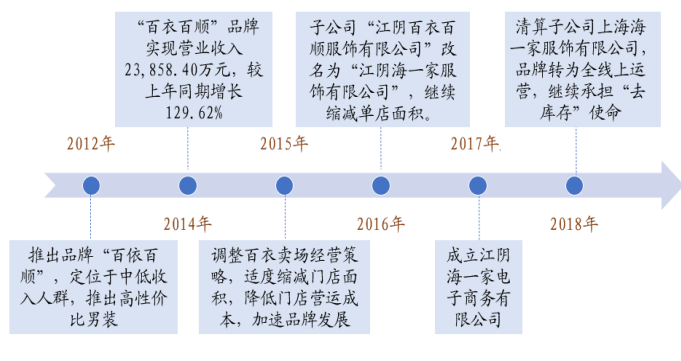


资料来源：公司年报、华创证券。注：2018 年起不再披露该数据。

男装品牌海一家主要负责二次采购产品消化处理，与供应商共担风险。公司 2012 年推出男装品牌“百衣百顺”，定位于中低收入人群，推出高性价比男装，该品牌与供应商的合作关系紧密，通过二次采购退货商品，减轻供应商的

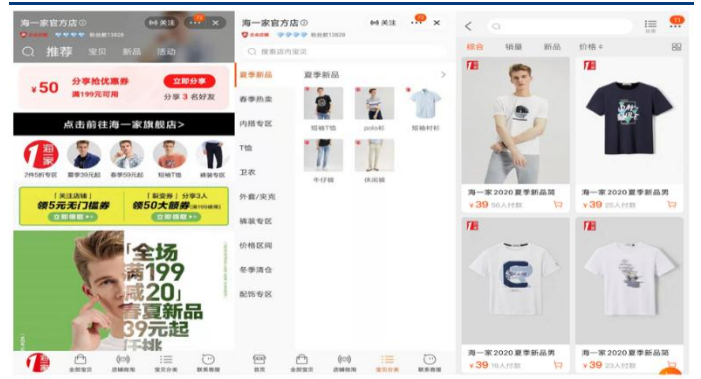
资金压力和经营压力，有效补充海澜之家的业务模式。品牌“百衣百顺”在“海澜之家”品牌影响力的带动下，推进品牌联动店模式，改进和提升门店面积、人力资源、能耗、门店形象及商品陈列等诸多方面，加速品牌的发展，2014年末，“百衣百顺”品牌实现营业收入2.39亿元，同增129.62%。2015年根据发展战略，公司调整百衣百顺卖场的经营策略，适度缩减门店面积，降低门店营运成本，加快品牌发展速度。2016年子公司“江阴百衣百顺服饰有限公司”改名为“江阴海一家服饰有限公司”，继续缩减单店面积。2017年成立江阴海一家电子商务有限公司，2018年随着品牌矩阵的发展，清算子公司上海海一家服饰有限公司，品牌转为全线上运营，继续承担“去库存”使命。通过不断的调整优化，确认海一家承接海澜之家尾货重任，承担去库存功能，男装发展模式不断完善。

图表 10 “海一家”品牌的发展历程



资料来源：公司年报、华创证券

图表 11 “海一家”线上店铺



资料来源：淘宝店铺、华创证券

2) 不可退货模式主要用于 T 恤和羽绒服两大品类，公司自主设计把控方向。对于少部分如羽绒服等成本较高的衣服以及规模较小的其他品牌，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由公司承担产品的滞销风险。公司坚持不打折维护品牌形象，库龄 2 年以内的不可退货产品不计提存货跌价准备，库龄 2 年以上的产品（2019 年占比 1.8%）大比例计提存货跌价准备。存货风险可控。因其对供应商的风险较低，公司采取 1.15 倍加价率采购，供应商实现毛利约 13%。这种情况下供应商收入稳定，盈利水平仍高于同业的 10%。

图表 12 存货库龄结构及占比 (亿元, %)

项目	2016	2017	2018	2019
1 年以内	59.52	66.55	65.4	59.33
占比	67.57%	75.56%	74.25%	67.36%
1-2 年	23.84	15.53	21.55	23.18
占比	28.34%	18.75%	24.47%	27.57%
2 年以上	0.76	0.73	1.13	1.58
占比	0.90%	0.88%	1.28%	1.88%
存货总额	84.12	82.81	88.08	84.09

资料来源：公司年报、华创证券

图表 13 买断与可退货产品存货金额及占比 (亿元, %)

采购模式	2018	2019	是否计提跌价准备
可退货商品	49.23	46.77	否
占比	56%	56%	-
不可退货商品	38.85	37.33	是
占比	44%	44%	-
合计	88.08	84.1	-

资料来源：公司年报、华创证券

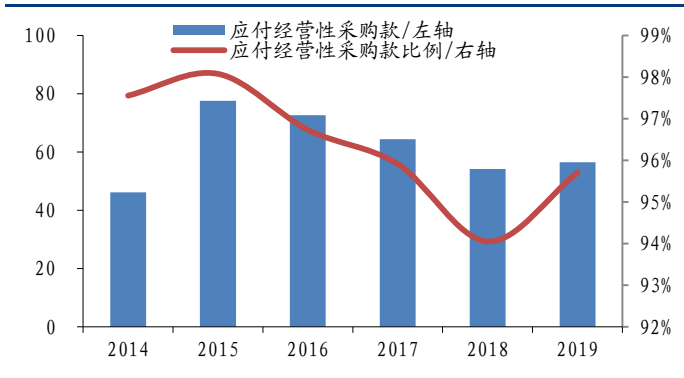
基于两种采购模式均可以实现高于同业水平的毛利率，二次采购分担供应商风险，供应商与公司合作意愿较强，公司可以在供应商中优中择优，维持用料、设计等方面水准，提供更优质的产品。同时，由于海澜之家具有较强的品牌力，采购规模巨大且稳定，因此海澜之家对其供应商有较强的议价能力，成本得以有效控制，为打造产品极致性价比奠定基础。

2、付款模式方面，零售导向赊购模式减少资金占用，施压供应商保品质

海澜之家主要采用零售导向的赊购模式，除在货物入库时先付小部分(一般不超过 30%)的货款外，货款的支付以零

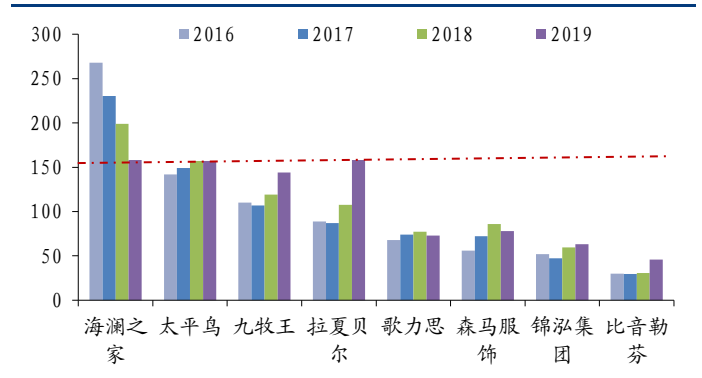
售为导向，结合货物实际销售情况，逐月与供应商结算。通过将销售压力转移给供应商，能够促使其不断提升产品品质来增强产品竞争力，从而保证了产品的“高品质”，进而有效带动产品销售，降低产品滞销风险。与此同时，公司通过赊购减少资金占用，提升公司应付账款周款天数和公司营运能力，可充分将优惠条件向下游倾斜，给渠道商足够利益，从而实现下游渠道的迅速扩张。公司应付经营性采购款占应付账款比例保持 95% 以上，应付账款周转天数维持 150 天以上的高位，高于同业水平。

图表 14 海澜之家应付账款项目占比 (亿元, %)



资料来源：公司年报、华创证券

图表 15 应付账款周转天数对比 (天)



资料来源：wind、华创证券

3、品控方面，优中选优强强联合，严格管理保障品质

公司对供应商的把控管理较为严格，有严格的甄选程序，通过产品质量、供货速度、管理水平等方面对供应商进行全方位评比，对优秀的供应商分类“最佳生产奖”、“最佳设计奖”、“生产设计双奖”及“金裁缝奖”进行颁奖，增强供应商对整个供应链业务的共同责任感，并对供应商的信用状况实时追踪，提升供应商合作的积极性和稳定性，形成稳定的供应商队伍。通过品控提高供应商质量，进而提高产品售罄率，以规模效益走量实现业务增长。

图表 16 海澜之家优秀供应商的颁奖典礼



资料来源：公司官网、公司博客、华创证券

(二) 下游渠道：类直营“千店一面”，试电商再起征程

海澜之家线下渠道分为直营、加盟和联营三种模式，加盟为主（2019 年占比 93%），直营为辅（2019 年占比 7%）；线上渠道采用直营模式。直营店主要在一二线城市的购物中心负责树立品牌形象，加盟店采取无各级代理的“类直营”管理模式。近年来为拓展相对空白的购物中心渠道及培育新品牌，公司直营渠道数量迅速扩张，收入占比快速提升，由 2016 年的 1.8% 提升至 2019 年的 6.9%。

图表 17 直营及加盟渠道收入及占比

渠道收入及占比	2016	2017	2018	2019
加盟及其他收入 (亿元)	146.21	156.45	159.47	178.91
占比 (%)	98.2%	98.1%	96.0%	93.1%
直营收入 (亿元)	2.74	3.07	6.71	13.32
占比 (%)	1.8%	1.9%	4.0%	6.9%

资料来源: 公司年报、华创证券

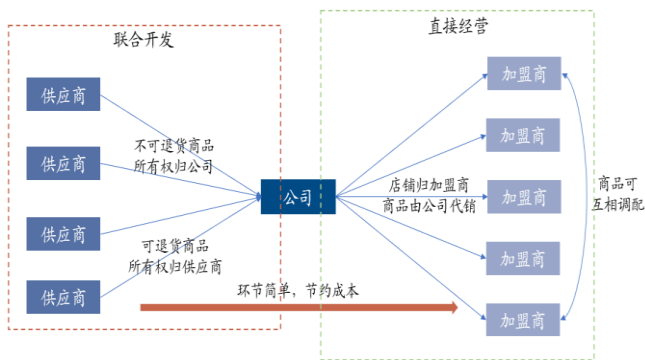
加盟渠道方面: 经营权与所有权分离, “类直营”使高速扩张和质量控制并存。

1) 公司拥有门店管理权, 实现“千店一面”。加盟店为加盟商所有, 加盟商自筹资金并以自身名义办理工商税务登记设立, 但加盟店的经营权为公司掌握, 具体包括店员和店长的招聘、培训、录用、薪酬、解聘和管理。公司与加盟商签订协议, 协议期内的铺货、补货和换货由公司代加盟商管理, 加盟商无需承担滞销风险, 店铺获利加盟商又可与公司按协议共同分成。公司实际上控制了销售渠道, 加盟店由公司统一形象策划, 有利于统一品牌形象;

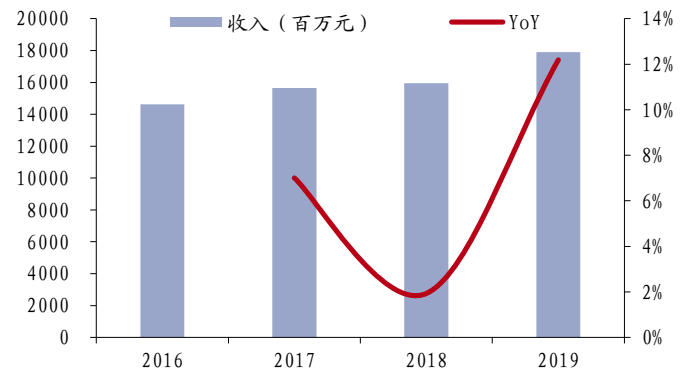
2) 加盟商拥有门店所有权, 降低加盟门槛利于渠道扩张。加盟商拥有门店的所有权, 提供资金, 但不参与门店的经营, 同时具有销售渠道和融资工具两个属性, 通过这种方式降低对加盟商营运能力的要求, 变相降低加盟商准入门槛, 有利于店面快速扩张;

3) 公司拥有商品所有权, 提高收入额。店铺内的商品由公司代销, 实际所有权归属于公司, 因此公司可根据不同商品的供销比例及时调整各个店铺存货, 降低店铺存货滞销风险, 消除加盟商库存风险, 实现店铺收入最大化;

4) 海澜之家、供应商、加盟商三位一体, 门店数量快速扩张。特有的“类直营”商业模式联动公司、供应商和加盟商, 使其各司其职共同发展。公司门店在 2014 年开始快速复制, 目前平稳增长, 公司门店早在 2014 年实现覆盖 80% 的县、市, 2019 年加盟渠道收入 178.91 亿元, 同增 12.19%。

图表 18 海澜之家“类直营”运营模式


资料来源: 公司公告、华创证券

图表 19 加盟及联营渠道收入及增速 (百万元, %)


资料来源: 公司年报、华创证券

从加盟渠道经营数据来看, 在类直营管理模式下, 公司加盟商及联营合作方充当财务投资者的角色, 经营风险较低, 因此与公司合作意向较强。公司对渠道管控力度较强, 渠道毛利水平稳定在 37%-40% 之间, 店效水平 2018 年下滑, 2019 年再度稳定在 270 万元左右。门店标准化程度较高, 通过流程化管理实现门店数量快速扩张, 通过标准化规模扩张驱动加盟渠道营收稳步增长, 2019 年加盟渠道收入 178.91 亿元, 三年复合增长率 6.89%。

图表 20 加盟及联营渠道经营数据拆分

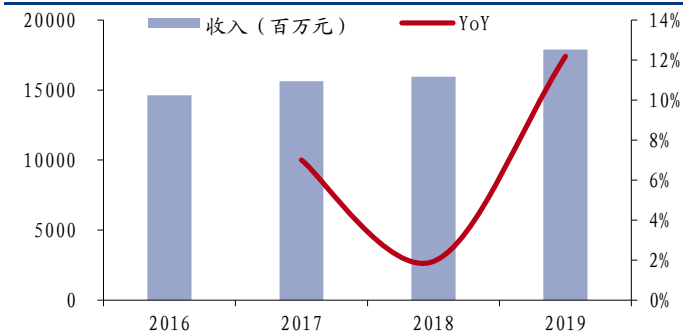
拆分项目	2016	2017	2018	2019
收入 (百万元)	14620.53	15644.62	15946.83	17891.04
毛利率 (%)	38.39%	37.96%	39.72%	37.81%
门店数 (家)	5224	5745	6382	6595

拆分项目	2016	2017	2018	2019
YoY (%)	-	10.0%	11.1%	3.3%
海澜之家门店数 (家)	4229	4472	4922	5241
其他品牌门店数 (家)	995	1273	1460	1355
店效 (万元)	279.87	272.32	249.87	271.28
YoY (%)	-	-2.7%	-8.2%	8.6%

资料来源: 公司年报、华创证券

直营渠道方面, 入驻购物中心引流, 渠道精细化运营助推品牌升级。公司早年店铺布局重心在三四线城市, 以商圈街边铺为主, 为实现主品牌海澜之家“男人的衣柜”向“中国男装, 全球价值”的品牌升级, 以及推进年轻化战略, 公司以直营渠道加大在大型购物中心、商场的拓展力度, 开发具有标杆性的购物中心门店。在进驻购物中心及新品牌开发两个因素驱动下, 公司直营门店数量快速增长, 2019年直营店数量已有659家, 相较2016年的19家, 净增640家。**店铺陈列上,**公司制定陈列出样规范, 完善产品出样标准, 升级产品陈列和橱窗搭配: 招牌从传统的“海澜之家”字样换成了“HLA”, 整个门店以冷淡白色系为主色调, 风格简约现代;**员工管理上,**公司健全门店员工的妆容仪容标准、员工休假、培训及班会等制度, 全面推广新款工作服, 细化管理标准, 提升团队职业技能和海外门店运营能力。

图表 21 直营渠道收入及增长率 (百万元, %)



资料来源: 公司年报、华创证券

图表 22 新旧门店布局对比



资料来源: 公司官网、公司年报、秀居网、华创证券

从公司直营渠道经营数据来看, 为拓展购物中心门店以及发展新品牌, 公司近年来开始大力发展直营渠道, 直营渠道毛利率水平稳定在60%左右, 门店数量迅速增加, 增速保持100%以上。相对之前的街边店等渠道, 购物中心门店店面面积较小, 店效下滑稳定在200万元左右。在直营门店数量迅速增长的驱动下, 公司直营渠道收入迅速提升, 2019年公司直营收入达13.32亿元, 三年复合增长率68.71%。

图表 23 直营渠道经营数据拆分

直营店	2016	2017	2018	2019
收入 (百万元)	273.68	307.40	671.27	1332.46
毛利率 (%)	60.53%	60.07%	60.71%	58.95%
门店数 (家)	19	47	291	659
YoY (%)	-	147%	519%	126%
海澜之家门店数 (家)	8	31	175	357
其他品牌门店数 (家)	11	16	116	302
店效 (万元)	1440.42	654.04	230.68	202.19
YoY (%)	-	-54.6%	-64.7%	-12.3%

资料来源: 公司年报、华创证券

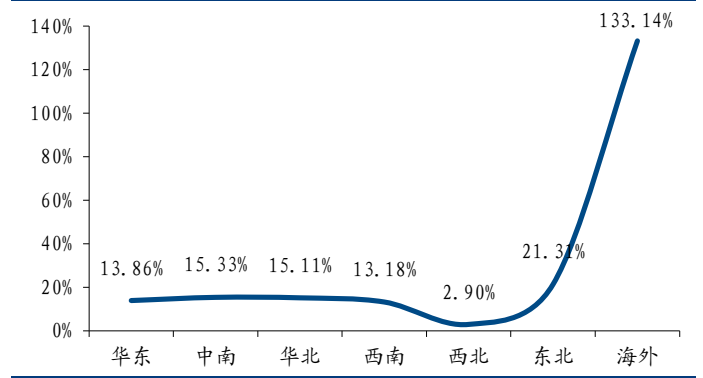
海外布局方面，加码布局拓宽品牌辐射范围。海澜之家自 2017 年起加码发力海外市场，先后进驻马来西亚、新加坡、泰国、越南等东南亚国家。截止 2019 年，海澜之家已拥有 50 多家海外门店，海外营收高速增长，稳健迈出全球化发展的第一步。同时，公司品牌尝试开拓日本、韩国等市场，品牌影响力从东南亚辐射亚洲多国。

图表 24 海澜之家在泰国曼谷一线商业中心隆重开业



资料来源：公司官网

图表 25 海澜之家海外营业收入增速迅猛 (%)



资料来源：公司年报、华创证券

入驻电商新平台，布局新零售深耕会员管理，加速线上渠道发展。1) 社交电商及短视频平台布局方面，紧随潮流多平台布局迅速发展。公司旗下各品牌先后进军电商布局线上渠道，在入驻天猫、京东、苏宁易购、唯品会等传统电商平台后，公司深入拓展社交电商渠道，增设拼多多、云集、贝店、小红书、蜜芽等细分社交化电商渠道，增加品牌的认知及传播。同时，公司紧随潮流积极拥抱短视频平台，布局抖音、快手、火山小视频、西瓜视频、微视等平台，在疫情期间周立宸与明星柳岩杨迪一起试水电商直播推广新品。2) 新零售布局方面：合作巨头创新模式，深耕会员增强客户粘性。2017 年 9 月公司与阿里巴巴签署《战略合作协议》，旗下 5000 家线下店铺将接入天猫提供的大数据解决方法，在新品开发、线上线下渠道融合等方面提升门店的运营能力，全面推出新零售“智慧门店”。2018 年，海澜之家先后与京东、美团达成合作，正式入驻美团外卖，借助美团在送货体验上形成先发优势，助力海澜之家“新零售”的发展。与此同时，公司积极推进线上下单、就近门店发货的模式，探索线上线下联动的 O2O 模式。截至 2018 年，海澜之家已有近 3500 家门店支持“线上下单、就近发货”的全渠道零售系统，线上会员总数达到 1384 万人，较去年同比增长 28%；2019 年全年线上实现营业收入 13.25 亿元，同增 15.12%，增速高于线下的 14.09%，收入占比稳步提升，由 2014 年的 2.24% 提升至 2019 年的 6.19%。海澜之家通过主流电商、垂直电商、社交电商、直播电商等多渠道方式推动公司电商业务，布局新零售，深耕会员管理，O2O 模式下的线上营收有望在未来成为公司的新增长点。

图表 26 海澜之家与阿里巴巴、美团的战略合作



海澜之家与阿里巴巴战略合作

海澜之家入驻美团

资料来源：搜狐网“无锡头条”、ROLOGO 网站、华创证券

图表 27 海澜之家互联网营销平台示例



资料来源：淘宝、小红书、微博、抖音、华创证券

图表 28 海澜之家新零售布局日益深化



资料来源：公司年报

图表 29 疫情期间试水电商直播



资料来源：“创意研习社”公众号

图表 30 线上线下收入及毛利情况

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019
线下收入(百万元)	11874.45	14819.54	15667.49	16778.05	17587.65	20066.56
占比	97.76%	96.20%	94.83%	94.09%	93.86%	93.81%
YoY		24.80%	5.72%	7.09%	4.83%	14.09%
毛利率	40.24%	40.47%	38.79%	38.50%	40.67%	39.66%
线上收入(百万元)	272.00	585.42	854.23	1053.66	1151.1	1325.12
占比	2.24%	3.80%	5.17%	5.91%	6.14%	6.19%
YoY		115.23%	45.92%	23.35%	9.25%	15.12%
毛利率	58.83%	57.82%	60.00%	57.60%	54.88%	50.79%

资料来源：公司年报、华创证券

(三) 供应链：联动管理一体化，转债助力再升级

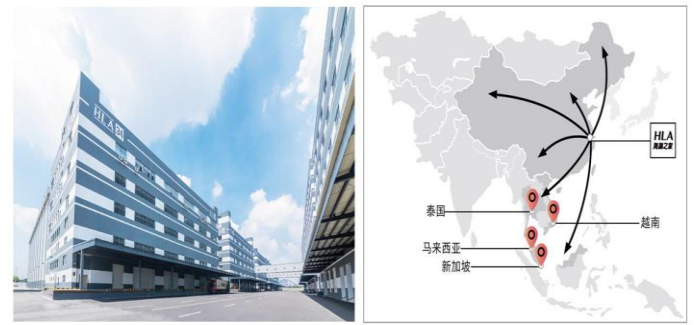
仓储管理模式高效，联动提升门店运营能力。仓储模式上，公司采用一个总仓服务于全国所有门店的管理模式，不设立分仓，在江苏省江阴市建立了总部物流园区，配备了先进的物流仓储设备及 SAP 信息系统，负责对所有门店货品的统一收发和存储。单一仓储避免了多及仓储带来的高库存问题，同时减少建立分仓需要的土地、人员等成本。货品从物流园直接送至门店，减少中间环节从而提高物流效率。同时，该模式适应公司扁平化管理的需求，减少经营环节，使高价位、低价位的品牌优势更加明显。**运输物流上**，公司实现高度信息化和自动化，提高物流效率的同时减少作业员工，优化了物流流程。海澜之家将货品的配送外包给物流公司，长三角地区门店基本可实现当天配货到门店，最远的乌鲁木齐等门店可实现 5-6 天配货，准点率超过 98%。**管理联动上**，公司的 SAP 信息系统将门店销售、物流园区存储、供应商的生产等信息进行有效连接，实现智能化入库、存储、配货、拣选、发货，可提高公司对库存的管控和产品的周转，并且对缺货进行预测，为上游供应商提供足够的的数据支撑，从而带动整个产业链的高效运营。2015 年起公司开始研制 RFID (无线射频扫描技术) 在产品管理、仓储、物流配送中的应用，采用 UHF RFID 电子标签对服装进行标识管理，开发部署了 RFID 服装管理系统，对海澜之家总仓江阴物流中心数亿件服装进行收货、发货、退货、盘点及仓移调拨的管理，提升信息系统整体运行效率。

图表 31 产品仓储物流流程



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 32 公司物流园区及配送



资料来源: 公司年报, 华创证券

图表 33 海澜之家的 RFID 服装管理系统



资料来源: 搜狐网“物联传媒”, 华创证券

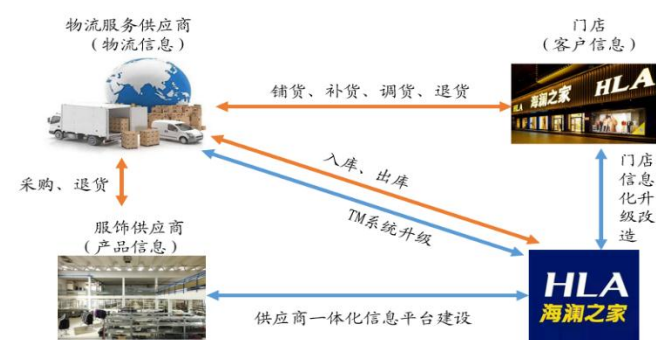
图表 34 海澜之家总仓的海量存储



资料来源: 海外网

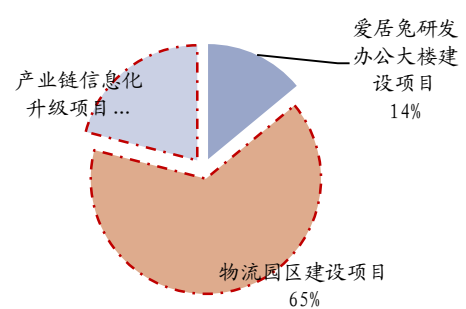
可转债助力供应链升级, 高效管理连接上下游。公司于 2017 年 9 月启动可转换公司债券项目, 拟通过公开发行可转换债券募集不超过 30.00 亿元的项目资金, 投资产业链信息化升级项目、物流园建设项目及爱居兔研发办公大楼建设项目。2018 年 7 月正式发行可转换公司债券, 拟投入 7.09 亿元用于产业链信息化升级项目, 21 亿元用于物流园建设项目。其中产业链信息化升级项目包括门店信息化升级改造、供应商一体化信息平台建设、TM (Transportation Management) 系统升级三大板块, 涵盖公司与门店、公司与供应商之间、公司与物流服务提供商之间的信息系统升级改造。产业链信息化升级将大大提高上中下游的信息和物流传递效率。可转债项目的建设能够提升海澜之家全产业链的信息化水平, 打造智慧门店, 推动精准营销, 快速响应客户需求, 充分发挥海澜之家产业链协同效应, 连接上下游, 缩短产品生产周期和新品上市时间, 进一步优化产品结构和库存, 提升海澜之家的整体运营效率。

图表 35 产业链信息化升级项目与物流园项目关系图



资料来源: 公开发行可转换公司债券募集说明书, 华创证券

图表 36 可转换公司债券募集资金用途占比 (%)



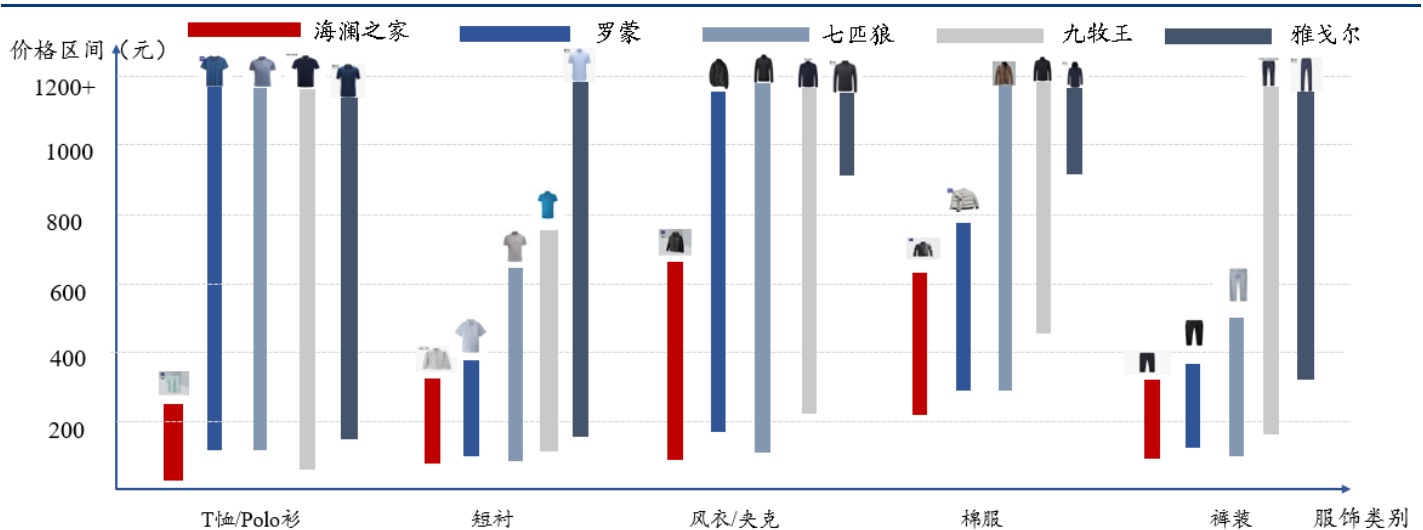
资料来源: 公开发行可转换公司债券募集说明书, 华创证券

（四）模式探讨：产品渠道筑壁垒，风险转移稳经营

通过对公司模式的全面深入分析，我们认为：

- 1) **模式经典难以复制。**借助早期门店租金较低的行业机遇，公司通过垫资生产和高盈利水平激励等方式与供应商达成初步合作，模式发展至今公司已与供应商建立信用体系，且形成大规模合作，达成长期合作关系。目前门店租金大幅提升，且信用体系和规模效应形成壁垒，竞争对手和新进品牌难以复制。
- 2) **产品性价比优势明显。**上游公司与供应商的联合研发和可退货模式有效控制研发成本，且公司联合供应商谈判议价采购面辅料，成本得以控制；下游类直营管理加盟商盈利水平有限，销售层级扁平避免逐层加价，进一步降低产品售价。公司定位大众男装，多环节的降成本举措，使海澜之家的产品价格相较于市面上男装及快时尚品牌具有明显优势，产品性价比形成竞争优势和壁垒。
- 3) **渠道标准化复制能力强。**公司下游采取类直营管理，加盟商仅提供资金，加盟门槛和经营风险较低。同时，公司在门店选址、装修陈列、店员培训等方面均已形成标准化模式，叠加供应链水平的提升和大数据的运用，门店可凭借产品性价比优势迅速打开市场，快速复制。
- 4) **库存风险有效转移。**公司产业链上游现有的“赊购+可退货+二次采购”的合作模式可持续分流企业库存风险，不可退货产品在2年以内大部分可实现销售，存货跌价有限。

图表 37 海澜之家男装性价比高



资料来源：天猫旗舰店、华创证券

三、聚焦主品牌：深耕渠道参天木，年轻之风吹又生

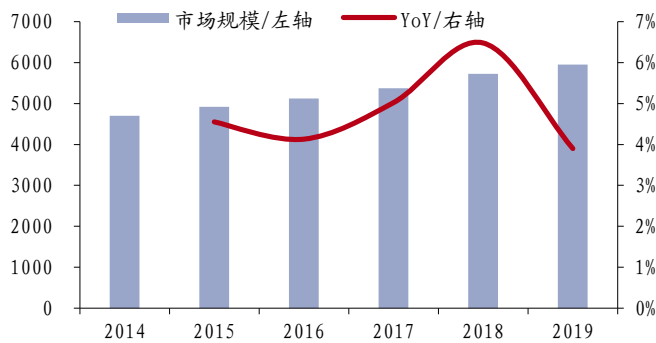
公司多年深耕男装领域，随着疫情加速行业整合及本土化优势加持，有望凭借模式、产品、渠道和营销的优势实现年轻化转型，保持稳健增长。主品牌海澜之家基于已有的性价比优势，通过打造爆款、与IP合作等方式赢得年轻消费者心智。营销方面，公司营销策略成熟多元，通过明星公益、跨界合作、综艺影视植入、新媒体营销等多元化方式，促进品牌年轻化。公司将持续聚焦主品牌，扩展购物中心等核心商圈渠道，发力线上渠道，未来有望通过渠道规模扩张保持稳健增长。

（一）男装行业：稳中向好持续整合，规模效应利好龙头

男装赛道稳中向好，集中度提升向好龙头。男性对服饰的款式的多样化需求和流行的敏感度不及女性，男装的款式

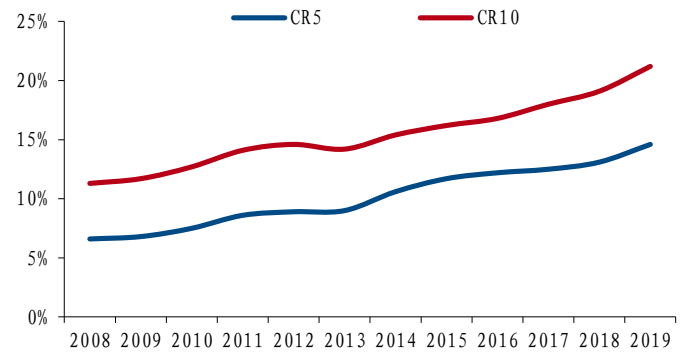
和变化相对较小，因此男装品牌更容易实现标准化生产，规模效应明显。经过多年发展，男装行业已步入成熟期，在生产、管理、营销、品牌等各个环节日趋合理和完善。在服装行业整体放缓时，男装市场保持稳健增长，2019年男装市场的零售规模达到5949亿元，同比增长4%，略高于服装行业整体增速。集中度方面，我国男装行业集中度稳步提升，2017-2019年CR5为12.5%/13.1%/14.6%，CR10为18.0%/19.1%/21.2%，行业集中度稳步提升。伴随消费观念转变和消费升级趋势，消费者对品牌的关注度不断提升以及疫情之下行业的加速洗牌，未来集中度有望进一步提升。

图表 38 中国男装市场规模稳步增长 (亿元, %)



资料来源: Euromonitor、华创证券

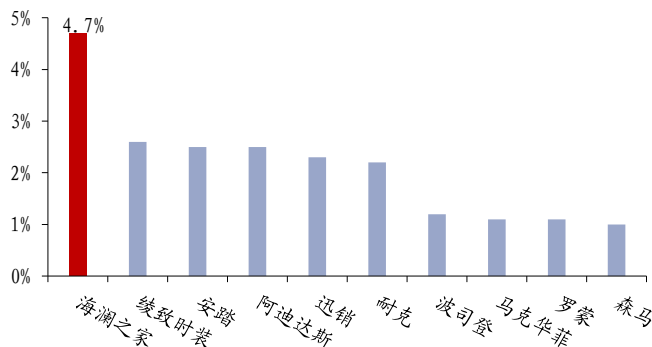
图表 39 男装行业 CR5、CR10 (%)



资料来源: 柯素芳《2018年中国男装行业市场竞争格局与发展趋势分析》、Euromonitor、华创证券

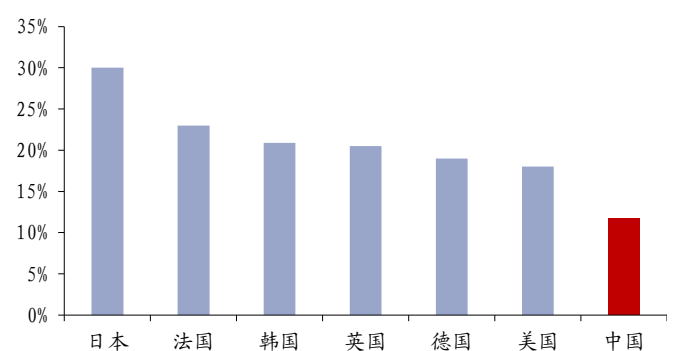
海澜之家国民第一男装品牌，规模效应巩固龙头地位，对标海外提升空间大。公司作为行业龙头，在供应链、产品、渠道等方面优势突出。根据欧睿国际发布的2019年中国男装市场报告，公司主品牌海澜之家凭借“大众性价比男装”的定位和“平台+品牌”连锁经营模式实现了品牌知名度的提升和销售渠道的扩张，海澜之家以4.7%的市占率位列中国男装行业第一，连续6年市场占有率第一，在男装行业龙头地位稳固。对比法、日、韩等海外市场，中国男装行业集中度仍然比较低，未来提升空间较大。随着疫情对行业整合的加速，龙头海澜之家有望保持稳健增长态势，进一步提升市场占有率，提升空间较大。

图表 40 2019年男装品牌市场占有率 (%)



资料来源: Euromonitor、华创证券

图表 41 各国男装 CR5 比较 (%)



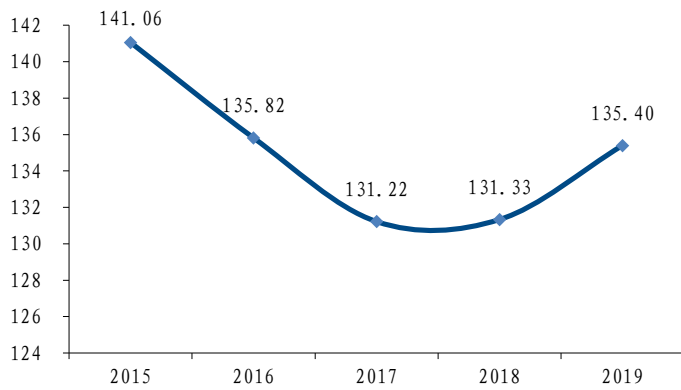
资料来源: 柯素芳《2018年中国男装行业市场竞争格局与发展趋势分析》、Euromonitor、华创证券

(二) 产品深耕: 爆款&IP 赢心智, 价格亲民追潮流

爆款 IP 变革中国智造, “潮” 升级推进年轻化。海澜之家通过打造爆款和与 IP 合作, 不断提升产品力, 推动年轻化战略实施。一方面, 高性价比打造爆款: 推出品质优良、设计简洁、高性价比的基础单品, 以此不断吸引新客群。2020年初, 推出了价格区间为68-98元的短袖T恤, 打造爆款提升产品力, 扩大消费客群。产品均价长期维持在130-140

元之间，性价比优势形成竞争优势和壁垒。另一方面，公司与 IP 合作推出系列产品：2019 年初，HLA 与上海美术电影制片厂达成的战略合作，中国经典动画《大闹天宫》将通过海澜之家服饰的重新演绎。大闹天宫系列发售以后，掀起全国疯抢热潮，部分款式缺货断码。2019 年 8 月，品牌与暴雪娱乐合作，以魔兽世界经典游戏 IP 为内容，推出海澜之家暴雪联名款卫衣系列。2020 年初，又与李小龙、黑猫警长、忍者神龟三大经典 IP 合作，重磅推出五大 IP 系列。通过经典 IP 的重新演绎，塑造品牌“国潮”形象，对准高情怀的年轻客群，提升品牌市场竞争力。随着海澜之家战略的调整稳定，品牌将继续推动年轻化改革，通过“潮”牌时尚升级维稳“国内第一男装品牌”。

图表 42 海澜之家产品平均价格 (元)



资料来源：公司年报、华创证券

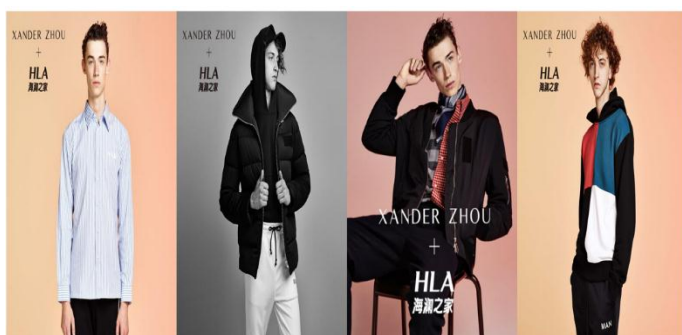
图表 43 海澜之家五大 IP 系列



资料来源：天猫旗舰店、华创证券

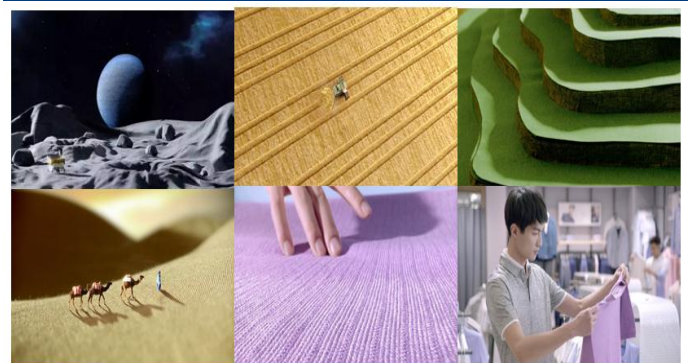
基于大数据设计紧随流行趋势，侧重年轻化和多元化。随着年轻化战略的推进，公司在产品设计和面料升级方面都进行了一定的创新。产品的设计生产方面，公司充分利用供应商的设计资源与供应商联合开发产品并掌握主导权。2016 年公司与首位登上伦敦时装周华人设计师周翔宇 (Xander Zhou) 合作推出限量款服装；面料升级上，2018 年起公司开展实施了“面料提升、品质升级”的重点工作，与《舌尖上的中国 2》的金牌导演陈硕和台湾文案传奇许舜英合作，以布为景，精心设计，以微距摄影打造的“布景乾坤”创意视频，让消费者对面料升级的感知更为直接。品牌风格定位上，不赋予品牌特有的身份归属和风格编码，通过差异化和多元化设计，打造出丰富的产品线迎合各种类型的客群，增加潜在消费者数量。2019 年，基于对大数据的分析，公司推出双面茄克、弹力牛仔裤、大闹天宫系列、甄选鹅绒、运动速干系列、夜光系列 T 恤、弹力“小黑裤”等系列高性价比产品，满足市场年轻化、多元化需求。

图表 44 海澜之家 Xander Zhou 合作限量款



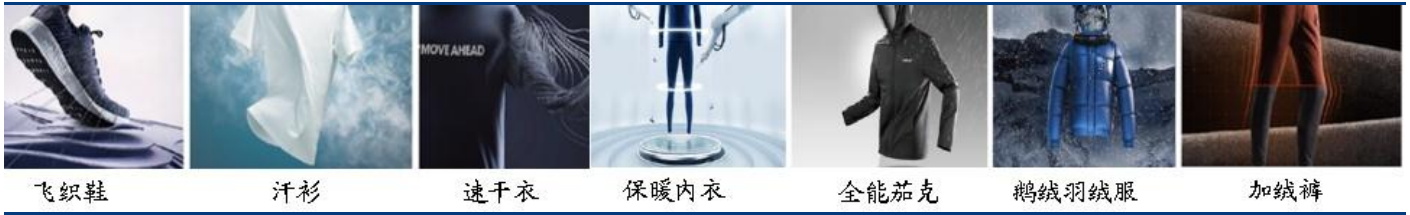
资料来源：搜狐网、华创证券

图表 45 “布景乾坤”的面料升级



资料来源：新片场、华创证券

图表 46 2019 年公司经典产品示例



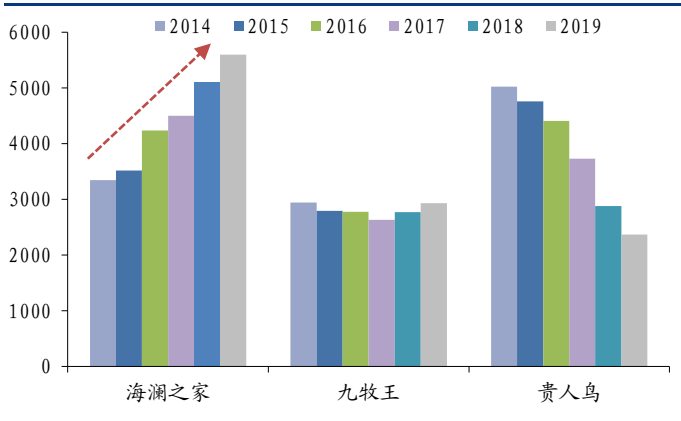
资料来源：公司年报、华创证券

(三) 品牌打造：渠道生成参天木，营销发力春归来

1、渠道增量主驱动，拓宽半径树标杆

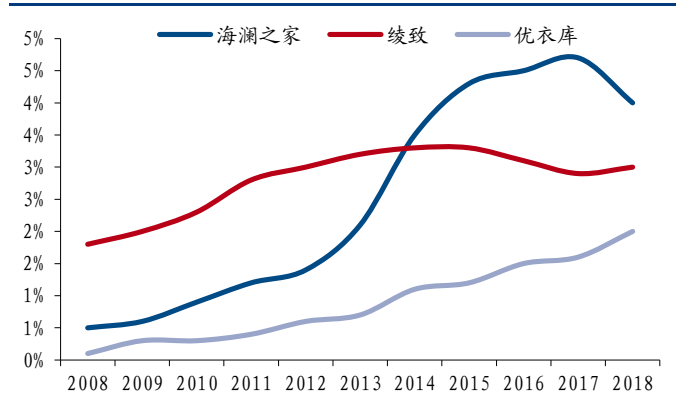
趁势行业快速发展，渠道扩张龙头崛起。海澜之家通过渠道迅速扩张孵化市场，占领行业高地。2002 年 9 月“海澜之家”第一家门店南京中山北路店正式开业，海澜之家正式进入男装零售领域。品牌 HLA 产品性价比高、受众广，接受度高，通过渠道扩张不断占领市场，成为男装行业龙头。**渠道扩张模式上**，公司以加盟渠道快速拓展市场，通过降低新加盟商的资金门槛，使得线下渠道的迅速扩张成为可能，近几年加盟店及商场店占比始终维持在 90% 以上。**渠道扩张成本上**，相对于其他服装品牌纷纷试水 O2O 新商业模式，低价转卖线下店铺，海澜之家坚挺线下渠道，以较低价格承租同行店铺，渠道扩张成本低。通过渠道扩张，一方面形成更多的流量接入口，进一步通过性价比向上级高端男装上寻求市场；另一方面，三线以下城市通过渠道下沉的方式来获得更多的放量，依托品牌之力在地缘优势上和电商男装抢占市场。2019 年，海澜之家品牌收入 174 亿元，同增 15%，门店数量 5598 家，新开门店 655 家，增幅 12%，以 4.7% 的市场占有率位列榜首，连续 6 年市场占有率第一。

图表 47 海澜之家逆市扩店（家）



资料来源：各公司年报、华创证券

图表 48 海澜之家男装市场占有率变化（%）



资料来源：柯素芳《2018 年中国男装行业市场竞争格局与发展趋势分析》、Euromonitor、华创证券

从主品牌海澜之家的经营数据来看，海澜之家单品牌营收规模已达 174 亿元，毛利率水平稳定在 40% 左右。近年来，公司于购物中心等核心商圈大力拓展直营渠道，门店数量由 2016 年的 8 家迅速提升至 357 家，同时单店面积持续减小，坪效在 2019 年提升明显。随着未来加大对购物中心的渠道布局，有望通过门店数量的规模扩张拓宽品牌辐射范围，实现营收规模稳步提升。

图表 49 海澜之家品牌经营数据分析

拆分项目	2016	2017	2018	2019
收入（亿元）	140.31	147.58	151.44	174.22

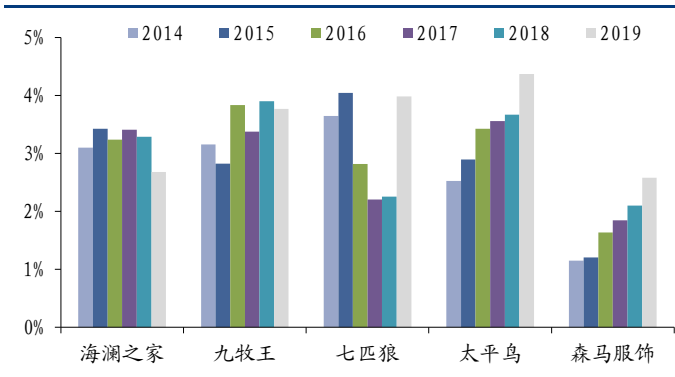
拆分项目	2016	2017	2018	2019
YoY(%)	-	5.2%	2.6%	15.0%
毛利率 (%)	39.92%	40.34%	43.40%	40.34%
海澜之家门店合计 (家)	4237	4503	5097	5598
YoY(%)	-	6.3%	13.2%	9.8%
直营 (家)	8	31	175	357
加盟及联营 (家)	4229	4472	4922	5241
面积 (平方米)	780256.74	800607.16	862717.81	862717.81
单店面积 (平方米)	184	178	169	154
YoY(%)	-	-3.5%	-4.8%	-8.9%
单店收入/万元	331.16	327.73	297.11	311.21
坪效 (万元)	1.80	1.84	1.76	2.02
YoY(%)	-	2.5%	-4.8%	15.0%

资料来源: 公司年报、华创证券。注: 2019 年年报未披露面积数据, 结合调研假设面积等于 2018 年面积。

2、多元营销猛发力, 转型年轻正当时

营销多点发力, 构建“线上+线下”优质营销网络, 广泛辐射年轻群体。作为“品牌+平台+营销”运营模式的践行者, 海澜之家在营销上倾斜力度较大, 通过多力合作, 不断完善营销网络。**营销管理上,**公司成立专门的品牌营销管理部门, 整合行业传播资源, 与优质媒介长期合作, 结合各品牌的发展愿景以及市场推广需求进行品牌传播策略的拟定、执行和监督, 促进各品牌营销价值最大化。**营销能力上,**海澜之家深入探索大数据, 利用互联网采集市场相关信息并对消费者的需求进行分析, 通过多维度数据的分析, 向消费者推送更为精准的产品选择, 打通产业链各环节, 以科技提高营销能力。**营销投入上,**公司战略和资金上都大力支持营销活动, 2014-2018 年, 海澜之家每年投入 5 亿-6.5 亿元的广告费用, 是七匹狼、九牧王、森马服饰的 5-10 倍。通过多力协作, 不断完善海澜之家的营销网络, 进而推动“品牌+平台+营销”模式的发展。**营销网络上,**海澜之家采用电商品效合一的营销策略, 于 2014 年成立子公司海澜之家电子商务有限公司, 构建线上线下一体化营销网络。

图表 50 不同品牌营销费用收入占比对比 (%)



资料来源: wind、华创证券

图表 51 海澜之家电子商务有限公司



资料来源: 搜狐网、华创证券

多元化营销方式, 促品牌年轻化转型。海澜之家启动品牌升级战略以来, 营销方式由简单的“明星代言人+大量广告宣传”不断多元化发展, 通过结合热门 IP 推广、明星公益、跨界合作等营销方式, 提升品牌知名度和影响力, 助推“年轻化”、“时尚化”的转变。**1) 明星合作上,**通过代言人风格的多轮调整, 整体形象向年轻时尚转变完成。代言人先后为印小天、杜淳、林更新, 品牌形象向低调、品味、年轻潮流方向转变;**2) 综艺及影视植入上,**赞助《奇葩说第五季》《奔跑吧兄弟》《最强大脑》《火星情报局》《新相亲大会》《华夏地理》等多个热门综艺, 联合高

口碑电影《中国机长》营销，彰显品牌调性，吸引年轻消费群体的关注；3) 节日营销上，抓住春节、父亲节、母亲节、毕业季等营销节点，聚焦节日文化内涵，通过多种广告媒介传播品牌内容，增加品牌曝光与认知，强化消费者对品牌的信任度和好感；4) 公益营销上，联合中国社会福利基金会“暖流计划”公益基金于2014年发起大型公益项目“多一克温暖”，为偏远山区的老师和孩子们切实地送去冬衣，传递温暖。通过公益活动，提高了公司形象，达成广告和品牌双重目标；5) IP推广上，通过与多个IP深入合作，针对性的推出“胖西游系列”、“环太平洋系列”、“刺激战场系列”、“变形金刚系列”等主题性产品，拓宽品牌在年轻人群中的影响力；6) 内容营销上，入驻内容平台，利用新媒体增加产品宣传，形成以粉丝经济、自媒体、短视频等以内容为核心的多元化营销，营销投放更精准化。海澜之家通过节日营销、公益营销等多元化的营销方式，扩大品牌辐射人群，推动年轻化战略转型。

图表 52 海澜之家明星代言历程



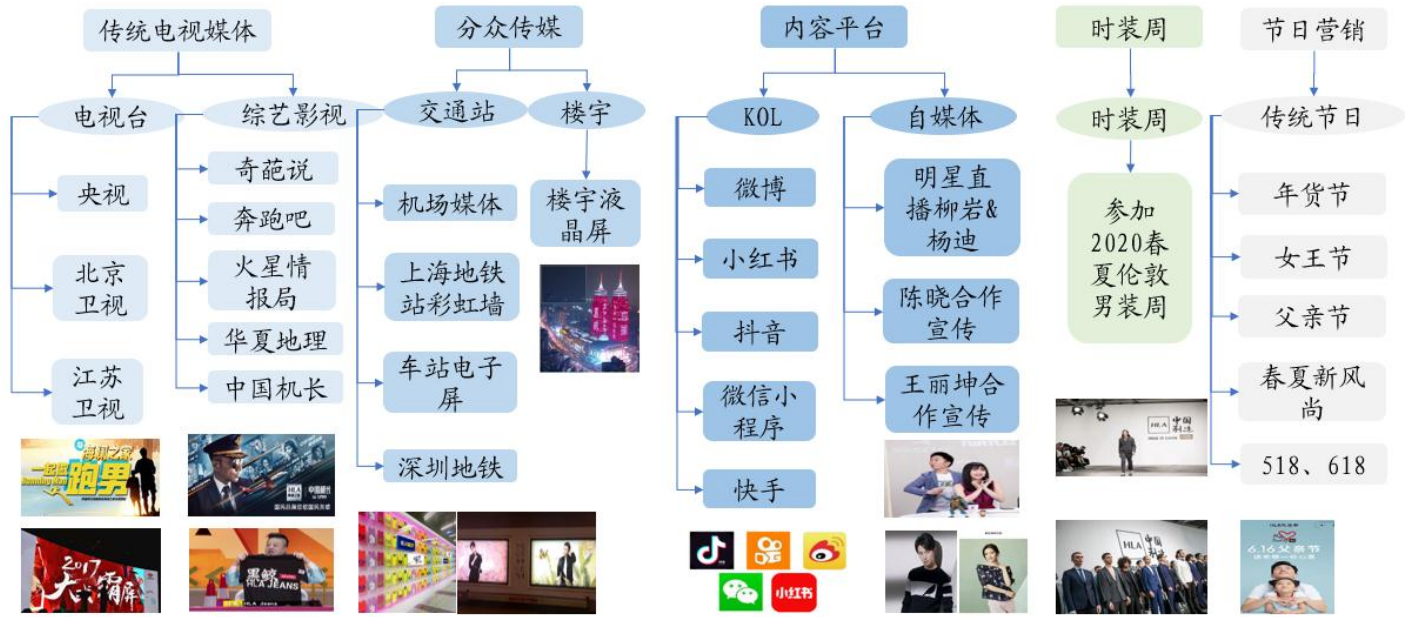
资料来源：公司官网、华创证券

图表 53 海澜之家赞助的综艺及影视节目



资料来源：公司年报、服装新闻、华创证券

图表 54 海澜之家多元化营销模式



资料来源：公司年报、海澜之家官网、搜狐网、华创证券

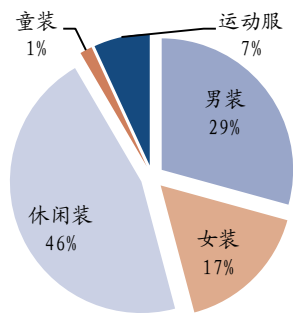
四、多元调整：轻装上阵稳布局，巨木长青枝叶繁

公司前期积极培育新品牌并初具规模，2019年聚焦主品牌，果断调整非核心品牌，优胜劣汰把控风险，持续优化品牌矩阵。公司紧随行业发展趋势，布局前景较好的童装、高端女装等细分赛道，疫情过后加大投入有望继续发展。具体来看，男装辅助品牌黑鲸和AEX相对停滞有待调整；高端女装OVV定位轻奢发展符合预期；童装品牌男生女生和英氏形成差异化布局，赛道前景明朗，后续有待进一步培育；家居方面，“海澜优选生活馆”凭借经营模式优势和高性价比发展符合预期，渠道快速布局初具规模。公司新品牌培育不断调整初具规模，疫情过后继续投入有望形成营收新兴增长点。

(一) 品牌矩阵打造：一树根深百树荫，沉者为金犹可期

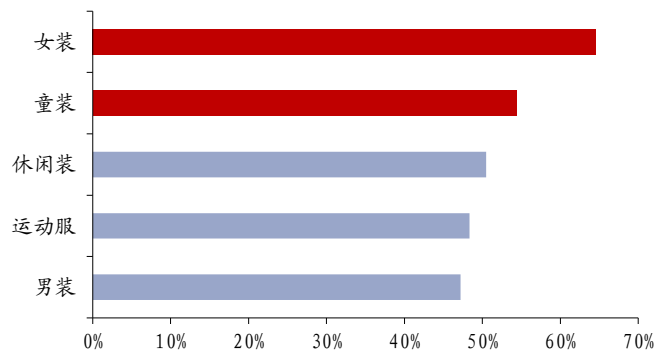
行业细分众多有待挖掘，高端女装&童装发展势头较好。根据消费群体性别、年龄、消费场景的不同，服装行业细分赛道较多，其中男装占比约30%，除男装外仍有较大市场，女装、童装等市场份额有待挖掘。同时，在各细分赛道中，男装毛利水平相对较低，女装、童装盈利水平具备吸引力。目前，大众休闲男装已处于成熟期，增长稳定但幅度相对较小，相比之下，高端女装、高端男装、童装等皆处于成长期，发展潜力较大。因此，2017年起公司积极布局女装、童装等业务，并紧随潮流扩充赛道至家居等领域，形成差异化品牌布局，有助于公司突破男装单一赛道的增长瓶颈，通过多赛道差异化布局挖掘新兴增长点，驱动营收继续上涨。

图表 55 2017年服装细分行业营收规模占比 (%)



资料来源：前瞻产业研究院：《2018-2023年中国服装零售行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 56 2017年服装细分行业毛利率对比



资料来源：前瞻产业研究院：《2018-2023年中国服装零售行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》、华创证券

图表 57 公司布局发展前景较好的细分行业



资料来源：搜狐网、大耀纺织、华创证券

图表 58 公司品牌矩阵布局



资料来源：公司年报、华创证券

多品牌扩张探寻新兴增长点，性价比为基渠道发力拓展，品牌培育初具规模。服装行业中单品牌往往定位某一年龄

段、价格带、性别或消费场景等细分领域，极易触及天花板，因此多品牌战略为很多服装企业扩大规模的首选。作为国内少有的营收过百亿的大型服装企业，公司在主品牌海澜之家深耕男装领域、稳步做大做强的同时，积极布局女装、童装、家居等业务，多元布局探寻新兴增长发力点，不断打磨品牌矩阵。在独特的经营模式和突出的产品性价比优势下，公司主品牌海澜之家已形成较大规模。2017年公司开始进行多品牌布局，利用已形成的上下游供应商、加盟商资源迅速拓展渠道，产品性价比依然是核心优势，叠加成熟的营销手段，各新品牌培育渐成规模。2019年其他品牌实现营收 11.04 亿元，毛利率水平恢复至正值，门店扩张至 1656 家，坪效小幅提升，渠道的规模性扩张为品牌收入的主要驱动力，并推动品牌辐射范围迅速拓宽，新品牌培育初具规模。

图表 59 其他品牌经营数据拆分

拆分项目	2016	2017	2018	2019
收入(百万元)	352.76	299.35	376.51	1103.54
YoY	-	-15.1%	25.8%	193.1%
毛利率	22.72%	-26.15%	-24.82%	37%
其他门店合计(家)	376	239	295	1656
YoY	-	-36.4%	23.4%	461.4%
直营(家)	6	10	84	302
加盟及联营(家)	370	229	211	1354
面积(平方米)	120493	106122	115652	-
单店面积(平方米)	320.46	444.03	392.04	-
单店收入(万元)	93.82	125.25	127.63	66.64
坪效(万元/平方米)	0.29	0.28	0.33	-

资料来源：公司年报、华创证券。注：不包括圣凯诺；2019 年年报未披露面积数据。

沉者为金品牌矩阵持续优化，疫情当下聚焦主品牌。经过两年的培育，目前公司形成多赛道全品类差异化品牌布局，各品牌在价格、年龄、性别、消费场景等方面互相补充，扩大消费群体辐射半径。但疫情短期内对公司发展形成较大冲击，公司在积极应对布局线上渠道的同时，调整品牌发展战略，提出“聚焦主品牌”，着力拓展主品牌核心商圈渠道。对发展不及预期、不符合行业发展趋势的品牌果断剥离，有望凭借龙头优势平稳渡过疫情负面冲击。同时，对于童装赛道的男生女生、英氏、符合预期的海澜优选和 OVV 女装等品牌，在疫情结束后依然会加大资源投入。公司积极调整品牌布局，如此前海一家改名，用于辅助主品牌海澜之家去库存，转让盈利能力较弱的爱居兔，品牌矩阵布局日臻完善。

图表 60 海澜之家品牌矩阵形成过程

业务	品牌	发展情况
男装	海澜之家	2002 年创立，大众品牌，定位 20-45 岁男性，为公司主品牌， 发展稳健
	海一家	2012 年创立，中低端品牌，原名“百衣百顺”，定位于中低收入人群， 用于处理存货，2016 年更名海一家
	黑鲸	2017 年创立，年轻潮牌，定位 18-35 岁年轻人（泛 90 后新青年）， 目前发展停滞，公司果断关闭部分门店
	AEX	2017 年创立，中高端品牌，定位高科技男装， 目前发展停滞，公司果断关闭部分门店
职业装	圣凯诺	1995 年创立，2014 年纳入海澜之家，定位高端职业服团体定制， 发展稳健
女装	爱居兔	2010 年创立，大众品牌，定位 18-30 岁大众都市时尚女性，长期培育渐成规模，但盈利有限， 2019 年转让
	OVV	2017 年创立，轻奢品牌，定位 28-48 岁都市时尚工作女性， 发展符合预期，长期将继续布局
童装	男生女生	2018 年增资控股，2018Q3 并表，定位 6 个月-12 岁儿童，尚处于培育调整期， 潜力较大，长期将继续布局
	英氏童装	2017 年参股，2019 年控股，2019Q3 并表，定位 0-6 岁婴幼儿童，在婴幼儿童行业位居前列， 潜力较大
快时尚	UR	2017 年参股，定位都市年轻人

业务	品牌	发展情况
家居生活	海澜优选	2017年自创，定位一站式家居生活平台， 发展符合预期，长期将继续布局

资料来源：公司官网、公司年报、公司公告、华创证券

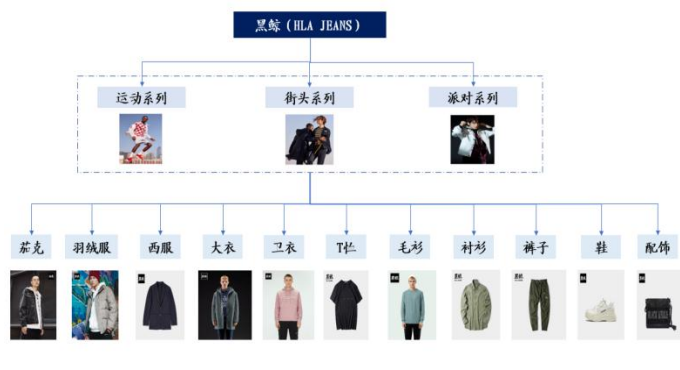
(二) 各赛道品牌布局：瘦身调整轻装行，向阳花木易逢春

1、男装品牌矩阵构建：基本盘行稳致远，新品牌补充升级有待调整

主品牌基本盘稳定，新品牌孵化开拓新兴增长点。**主品牌：**主品牌海澜之家于2002年创立，致力于为20-45岁的男性提供时尚的设计和优质的产品，打造国际化一站式男装零售品牌，力求满足男性着装方面的全部需求。随着渠道的不断扩张，该品牌于2014年超越杰克琼斯，成为男装市场占有率最高的公司，“海澜之家——男人的衣柜”已被大众消费群认可。**新品牌：**2017年起公司陆续孵化新的男装品牌，实现从大众到轻奢定位，扩展年龄段，突出年轻化发展趋势，建设男装品牌矩阵。公司男装陆续推出轻奢品牌AEX和潮牌黑鲸（HLA JEANS）切入细分市场，与原有业务形成互补，因行业趋势及疫情影响，AEX和黑鲸发展相对停滞，后续有待调整。

黑鲸（HLA JEANS）：专注时尚“潮”路线，链接年轻新客群。黑鲸于2017年正式面世，定位为泛90后的城市新青年，为居住于新一线与二三线城市、消费心理年龄在18-35岁的年轻人提供城市日常轻时尚、潮流中性服装。黑鲸注重社群文化与生活乐趣，以时尚的设计、优良的品质、约为同类男装品牌的40%-50%的亲民价格拓展市场。在品牌推广上，公司2018年赞助综艺《奇葩说》，2019年宣布与KPL联盟合作，从新赛季开始将为KPL所有的队伍提供队服。公司通过副品牌黑鲸布局年轻市场，通过合作电竞等方式将品牌精神打入到年轻、时尚敏感度高的用户当中，扩大受众客群。

图表 61 黑鲸系列产品



资料来源：公司年报、天猫旗舰店、华创证券

图表 62 黑鲸推广活动



资料来源：公司官网、公司年报、华创证券

AEX：匠心打造“中国制造”，科技国潮升级品牌。AEX品牌创立于2017年，是海澜之家旗下男装品牌，用亲民的价格打造“科技新男装”，将“可穿戴的科技时尚”深入日常生活。该品牌相较“黑鲸”价格更高，走简约轻奢路线，产品有Technology Thinking 机能科技和Contemporary Chic 摩登城市两大系列。该品牌运用世界各地的严选材料与制装工艺，融入科技的革新运用，亮相四大国际主流男装周之首的2020春夏伦敦男装周，以“中国制造”为主题。公司通过AEX科技感与潮流的结合，迅速打入年轻时尚群体，为海澜之家的年轻化进程注入活力。

图表 63 AEX2020 年春季新品



资料来源: AEX 网上商城、华创证券

图表 64 AEX 的登陆伦敦男装周

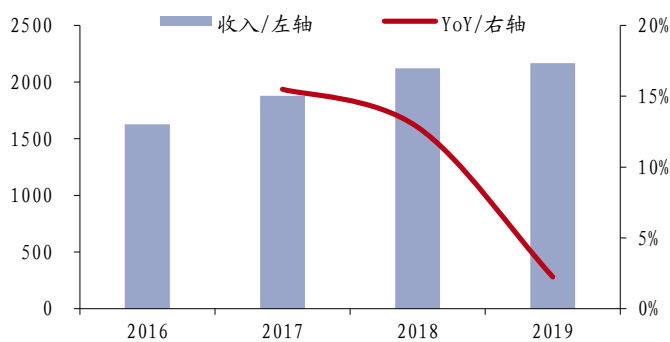


资料来源: 无 LIBO 时装设计、华创证券

2、职业装: 多年积淀换新池, 稳步自产犹可期

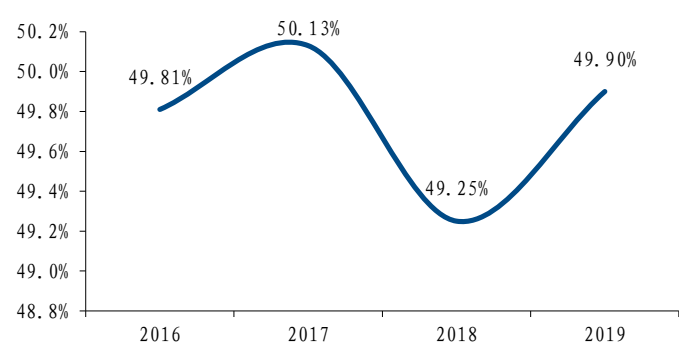
长期布局积淀深厚, 稳步发展未来可期。海澜之家的职业装品牌圣凯诺创立于 1995 年, 从事商务职业装定制长达 20 余年布局成熟, 2014 年随着海澜之家资产重组借壳上市, 并入海澜之家报表。圣凯诺品牌定位中高端职业服, 盈利水平长期维持高位并稳步提升。与公司其他品牌不同, 圣凯诺品牌采用自主生产经营模式, 生产工艺精湛, 生产系统先进, 注重研发设计, 2018 年该品牌申请专利 41 项, 获得授权 27 项, 布局风衣、西服等全品类产品, 为邮政、电信、政府机构等多个行业进行商务职业装团体定制, 精品西服、精品免烫衬衫、成衣免烫衬衫等产品深受消费者认可。产能方面, 公司在河南省开封市杞县建立生产基地, 职业装的生产压力得以缓解。2019 年圣凯诺品牌实现营收 21.68 亿元, 同增 2.2%, 毛利率长期稳定在 49%-50% 左右, 公司职业装业务有望借助长期积淀的优势维持稳定发展态势。

图表 65 圣凯诺品牌收入及增速 (百万元, %)



资料来源: 公司年报、华创证券

图表 66 圣凯诺品牌毛利率 (%)

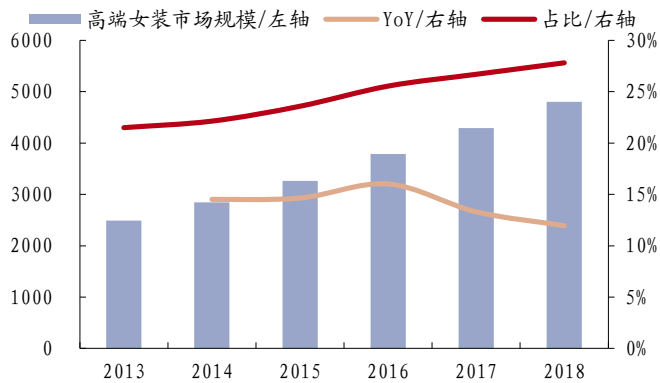


资料来源: wind、华创证券

3、女装: 转让爱居兔培育 OVV, OVV 前景向好

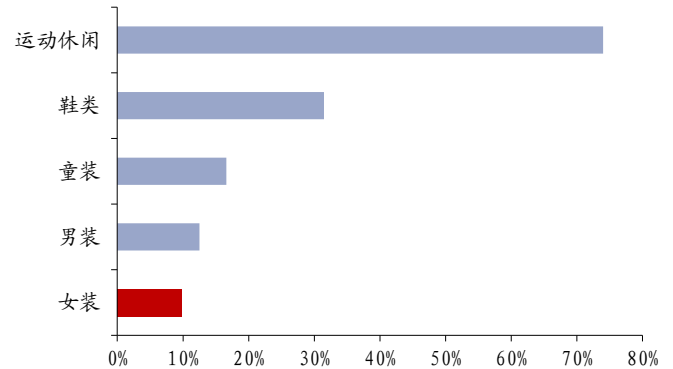
高端女装潜力较大, 分散化格局利好新品牌。因女性消费者更加注重时尚外表, 女装行业整体保持平稳增长, 女装销售数量和销售额均位于服装行业首位。为满足女性消费者多元消费需求, 行业精细化趋势明显, 大众女装盈利有限, 而中高端女装发展态势较好, 2018 年高端女装市场规模达 4805 亿元, 连续 5 年同比增长率高于 12%, 高于女装及服装行业整体增速, 在女装中占比稳步提升, 2018 年达 27.8%, 发展潜力较大。同时, 庞大的市场需求和多变的潮流时尚催生出多元女装款式、品牌, 行业产品更新较快, 竞争激烈, 集中度较低。目前, 女装市场竞争格局分散, 尚未形成具备绝对优势的龙头品牌, 利好新品牌的进入和发展。

图表 67 中国高端女装市场规模及占比情况(亿元, %)



资料来源: 中国产业信息网、华创证券

图表 68 服装各细分行业 CR10 对比 (%)

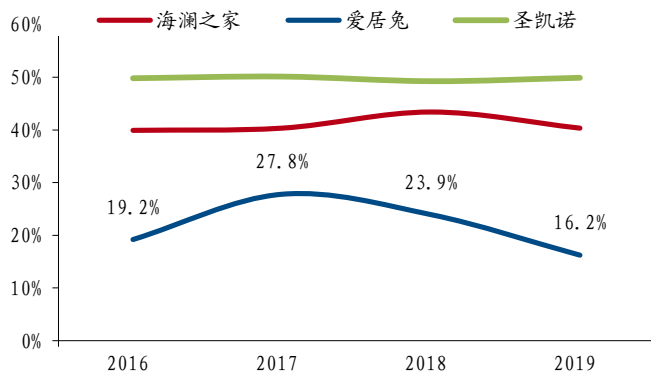


资料来源: 前瞻产业研究院:《2018-2023 年中国服装零售行业市场前瞻与投资战略规划分析报告》、华创证券

转让爱居兔精简业务, 积极培育 OVV 定位轻奢, OVV 发展符合预期。公司旗下推出爱居兔和 OVV 布局女装市场。

1) 爱居兔: 规模渐成盈利有限, 转让份额精简业务。爱居兔品牌于 2010 年推出, 定位 20-39 岁的大众时尚都市女性顾客, 2016 年“素颜女神”王丽坤代言, 产品分为 ESSENTIAL 和 ELITE 两大系列, 性价比优势明显。爱居兔品牌培育多年, 规模稳步提升, 2019H1 实现收入 5.47 亿元, 门店 1241 家, 收入占比达 5%。但由于定位大众女性, 爱居兔品牌盈利能力较差, 因此 2019 年 9 月公司公告转让爱居兔 66%/15% 的权益给赵方伟 (爱居兔核心管理人) / 得合管理, 精简业务降低品牌运营成本, 加大对爱居兔核心管理团队的激励, 加大对潜力品牌的培育; 2) OVV: 定位轻奢积极培育。顺应高端女装市场良好发展态势, 公司积极培育定位轻奢的 OVV 品牌。该品牌于 2017 年推出, 定位 28-48 岁都市时尚女性, 主流价格带 700-3000 元, 产品分为新经典, 智能和休闲, 以及假期和活动三大系列, 满足都市白领工作和生活场景消费需求。OVV 定位轻商务轻奢, 在多元化行业趋势及高端女装良好发展态势下, 有望借助公司经营模式优势实现快速发展。

图表 69 爱居兔品牌毛利率较低 (%)



资料来源: 年报、华创证券

图表 70 OVV 产品及门店示例



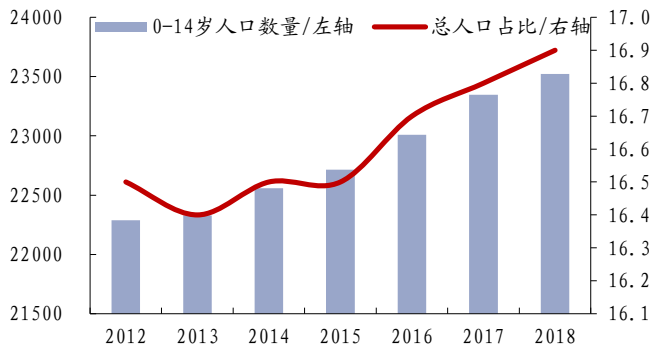
资料来源: 海澜之家官网、华创证券

4、童装: 正是童装好光景, 双轮配合巧布局, 长期培育潜力较大

政策+消费升级双重利好, 童装市场成长性较强, 扩容趋势明朗。我国从 2005 年开始步入第四轮的人口增长高峰, 其后又有 10 至 15 年的延续期。2015 年全面实施“二孩政策”后, 2016 年和 2017 年我国出生人口和出生率大幅提高。“全面两孩”政策促进生育水平提升, 促使我国 0-14 岁儿童数量及占比不断提高。儿童数量的不断增加为童装市场扩容发展奠定基础。同时, 我国城镇居民人均收入水平持续提高, 整体消费不断升级。近十年来, 80 后、90 后独生子女进入生育高峰期成为年轻父母一代。这部分年轻父母普遍受教育程度较高, 收入水平高, 叠加国内“4+2+1”

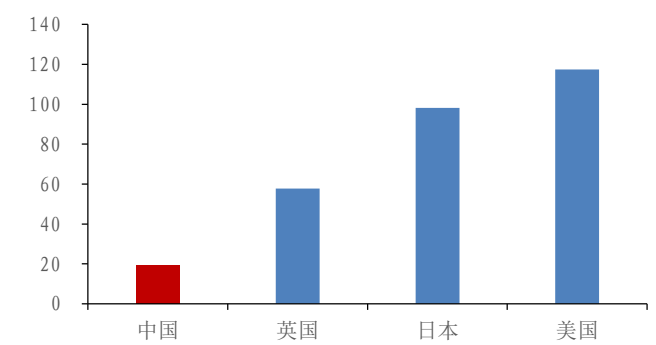
的家庭结构，儿童消费支出在整个家庭的消费支出中占比持续提升，为童装行业规模的扩大提供动力。与男女装相比，我国童装行业起步较晚，目前尚处于成长期。在二孩政策、消费升级以及童装消费占比提升的趋势下，童装行业市场需求迅速增长，近年我国童装行业销售规模持续扩大，行业成长空间较大。

图表 71 0-14 岁人口数量及占比 (万人, %)



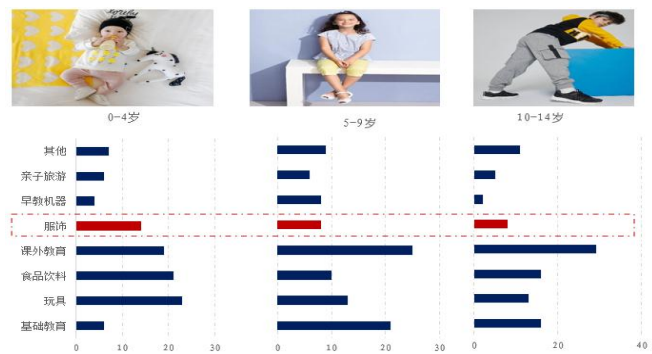
资料来源: 国家统计局、华创证券

图表 72 2017 年主要国家童装人均消费支出 (美元)



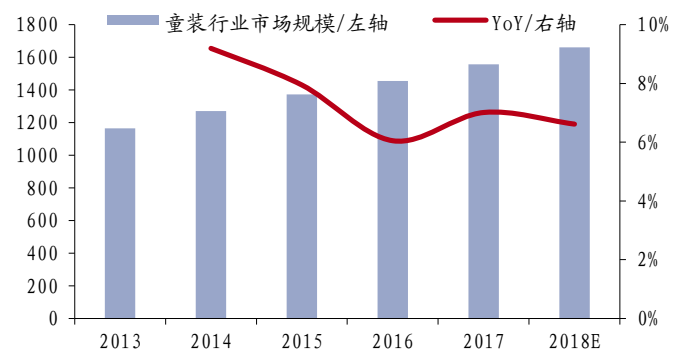
资料来源: 华经情报网、华创证券

图表 73 儿童消费支出花费分布



资料来源: 腾讯数据实验室: 《2018 中国少儿家庭洞察白皮书》、华创证券

图表 74 中国童装市场销售规模及增速 (亿元, %)



资料来源: 中商情报网: 《2018-2023 年中国童装行业市场前景及投资机会研究报告》、华创证券

双品牌相互配合，童装布局渐次完善。公司旗下推出男生女生和英氏品牌布局童装市场。**1) 男生女生：积极培育磨合调整。**2018年，公司对男生女生品牌增资实现控股，并于2018年Q3开始并表，增厚收入。男生女生定位6个月-16岁的儿童，产品风格涉及棉麻、时尚、休闲、校园等十二大系列，涵盖服饰、鞋帽、内衣、配饰等全品类产品，性价比优势明显，满足消费者一站式全品类购物需求。**2) 英氏：优质品牌并表增收。**英氏品牌定位中高端，目标群体为0-6岁婴幼儿，在国内婴童市场位居前列。2017年公司出资6.6亿元获得英氏44%股权成为第二大股东，正式步入婴幼儿服装市场，2019Q3英氏开始并表，增厚收入2.3亿元。英氏婴童创立于1995年，拥有“YEEHOO 英氏”和“PEEKABOO 皮卡泡泡”两个自创品牌，并代理国内外多家母婴用品品牌。通过对男生女生和英氏的控股，公司实现对服装市场婴幼儿到青少年的年龄层布局以及大众亲民和高端产品的布局，在年龄段和价格带方面持续扩展，布局成熟完善。疫情过后可对两个童装品牌重点培育，有望借助童装行业快速发展态势以及海澜之家已有的经营模式优势成为全新增长点。

图表 75 男装女装&英氏产品示例



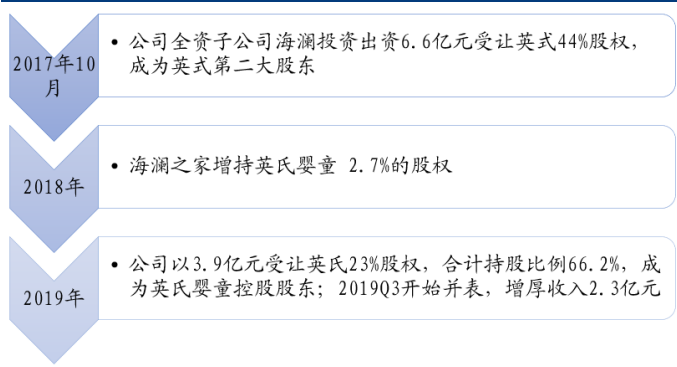
资料来源：公司年报、华创证券

图表 76 2019 年十大婴儿服装品牌企业排名

排名	品牌	排名	品牌
1	巴拉巴拉 Balabala	6	英氏 YEEHOO
2	童泰 TongTai	7	安奈儿 Annil
3	丽婴房 Lesenphants	8	戴维贝拉 dava&bella
4	全棉时代 PurCotton	9	Carter's 孩特
5	拉比 LABIBABY	10	Senshukai 千趣会

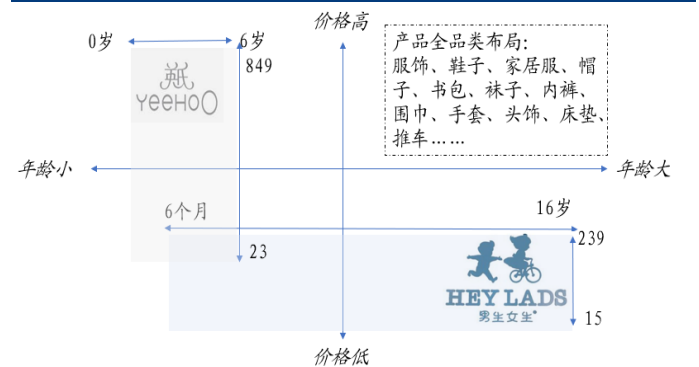
资料来源：智研咨询：《2019-2025 年中国婴儿服装行业市场发展趋势及发展趋势研究报告》、华创证券

图表 77 英氏婴童品牌并入过程



资料来源：公司公告、年报、华创证券

图表 78 海澜之家童装业务布局

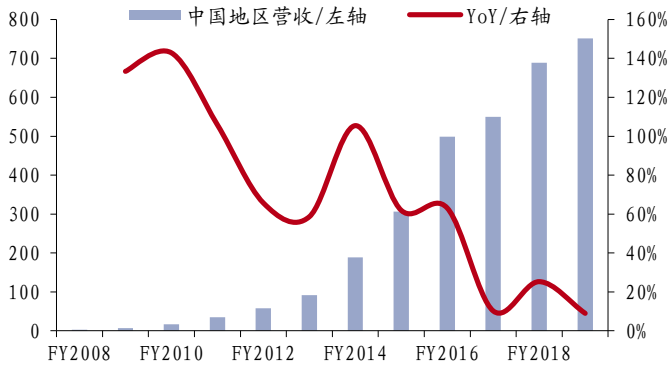


资料来源：海澜之家官网、天猫、淘宝、华创证券

5、家居生活：追潮流营销生活，亲民价稳步扩张

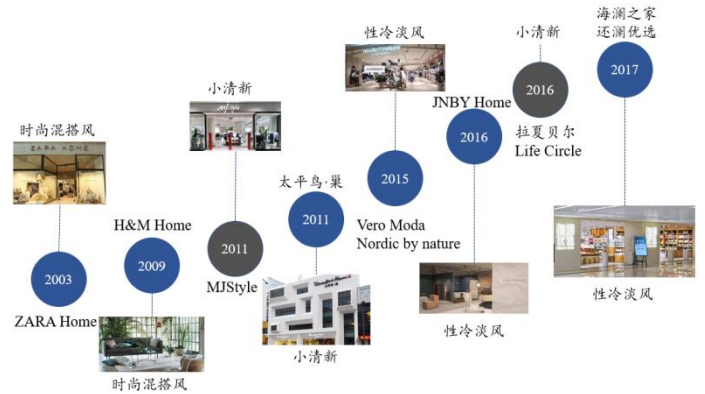
对标无印良品新布局，追潮流贩卖生活。上世纪 90 年代日本房产泡沫破碎前期，无印良品诞生，以低价吸引消费者并迅速打开局面。2005 年无印良品步入中国，弥补文艺青年审美和消费需求，中等定价以及简约冷淡的风格获得以文青为代表的中产阶级的喜爱，在国内迅速发展，2015 年后随着消费理性、定位设计等因素增速逐渐放缓。自从无印良品在国内带起日系性冷淡的家居潮流起，国内服装行业跨界家装渐成趋势。最早跨界布局家装的是快时尚品牌 ZARA，2003 年 ZARA 母集团 Inditex 推出 ZARA Home，2011 年在北京开出内地第一家门店。后续 H&M、太平鸟、Vero Moda、拉夏贝尔等知名时尚品牌纷纷布局家装行业，风格多以时尚混搭、小清醒、性冷淡等风格为主，贩卖生活紧随潮流。

图表 79 无印良品中国地区收入及增速 (亿日元, %)



资料来源: 公司公告、华创证券

图表 80 时尚品牌家居线开设情况



资料来源: 虎嗅网、时尚商业网、搜狐网、华创证券。注: 黑色为无独立门店的品牌。

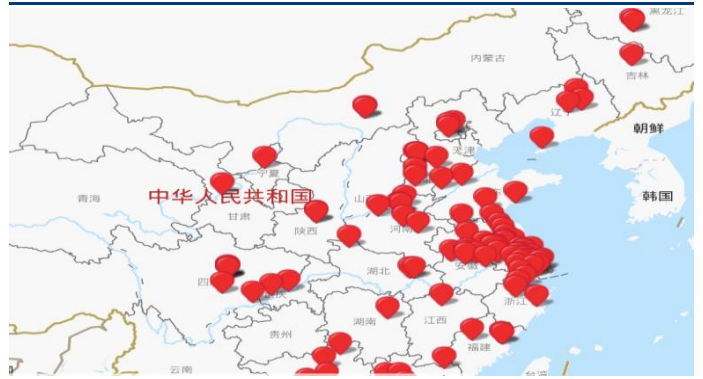
趁势布局积极培育, 性价比优势明显, 渠道快速扩张, 还淘优选发展符合预期。顺应行业潮流, 公司于 2017 年创立“海澜优选生活馆”, 旗下十一大商品系列涵盖近 4000 种品类, 涵盖服装、杂货、时尚家居三个领域, 将生活美学融入产品, 打造一站式家居集合购物体验。海澜优选产品定价仅无印良品的 1/3, 性价比优势突出, 与知名演员蒋欣合作快速打响知名度。此外, 借助公司供应商联合开发、生产外包, 加盟店类直营管理的模式优势, 海澜优选渠道快速复制扩张。2017 年 9 月海澜优选生活馆在张家港曼巴特购物广场开业, 代言人孟非亲临现场。2018 年上半年海澜优选生活馆门店在大本营江苏开至 9 家, 在北京、上海、四川、河南、广西、安徽等城市均有布局, 目前官网可查到线下门店 104 家, 主要位于二三线城市购物中心。当前该品牌尚处于培育期, 随着后续对产品定位、设计、价格结构梳理的逐步成熟, 以及疫情过后重点培育, 有望形成一定规模。

图表 81 海澜优选产品及门店布局



资料来源: 海澜优选官网、年报、海澜优选官方商城、华创证券

图表 82 海澜优选线下门店地区分布



资料来源: 海澜优选官网、百度地图、华创证券

五、聚焦主干领航男装, 深耕渠道稳步前行, 首次覆盖给予“强推”评级

公司上下游利益绑定的经典模式行业领先, 产品性价比优势明显, 渠道复制能力强, 2020 年公司聚焦主品牌海澜之家, 继续推进年轻化转型, 有望通过购物中心等渠道拓展以及线上渠道发展保持稳健增长。疫情过后, 公司可能继续对 OVV、英氏等发展潜力较大的新品牌加大投入。长期来看, 新品牌有望凭借已有渠道、产品优势和大力营销成为新兴增长点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 24.67、32.79、36.71 亿元, 同比增长-23.2%、32.9%、11.9%, 对应当前股价 PE 分别为 11、8、7 倍, 考虑到公司在男装领域的龙头地位以及模式、产品性价比、渠道复制扩张等优势壁垒, 对比服装公司可比估值, 首次覆盖给予 2020 年 13X 即 7.15 元/股目标价, 并给予“强推”评级。

六、风险提示

疫情大幅冲击线下销售；存货积压风险；新品牌培育不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,022	10,650	10,922	11,679
应收票据	0	19	21	23
应收账款	773	718	799	858
预付账款	450	461	502	600
存货	9,044	9,362	10,308	10,833
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	631	716	792	851
流动资产合计	20,920	21,926	23,344	24,844
其他长期投资	793	793	773	753
长期股权投资	1	150	140	130
固定资产	4,000	3,910	3,947	3,990
在建工程	19	206	372	519
无形资产	948	913	882	853
其他非流动资产	2,235	2,269	2,288	2,300
非流动资产合计	7,996	8,241	8,402	8,545
资产合计	28,916	30,167	31,746	33,389
短期借款	0	0	0	0
应付票据	1,820	2,074	1,505	1,600
应付账款	5,899	5,531	5,518	5,334
预收款项	816	756	1,051	1,242
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	2,015	1,800	1,600	1,400
一年内到期的非流动负债	261	216	216	216
其他流动负债	1,218	1,142	1,194	1,235
流动负债合计	12,029	11,519	11,084	11,027
长期借款	0	20	40	60
应付债券	2,373	2,329	2,229	2,129
其他非流动负债	652	1,181	1,181	1,181
非流动负债合计	3,025	3,530	3,450	3,370
负债合计	15,054	15,049	14,534	14,397
归属母公司所有者权益	13,602	14,809	16,850	18,573
少数股东权益	260	309	362	419
所有者权益合计	13,862	15,118	17,212	18,992
负债和股东权益	28,916	30,167	31,746	33,389

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	3,462	2,477	2,279	3,470
现金收益	3,767	2,950	3,769	4,166
存货影响	430	-318	-946	-525
经营性应收影响	376	425	77	-9
经营性应付影响	-357	-389	-488	-98
其他影响	-754	-191	-133	-64
投资活动现金流	-271	-807	-589	-575
资本支出	-812	-536	-653	-648
股权投资	769	-149	10	10
其他长期资产变化	-228	-122	54	63
融资活动现金流	-3,203	-1,042	-1,418	-2,138
借款增加	-515	-69	-80	-80
股利及利息支付	-1,722	-1,888	-1,927	-2,447
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-966	915	589	389

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,970	18,904	21,017	22,580
营业成本	13,300	11,524	12,541	13,335
税金及附加	120	103	115	123
销售费用	2,467	2,325	2,375	2,551
管理费用	1,499	1,304	1,440	1,547
研发费用	68	62	69	75
财务费用	18	9	9	10
信用减值损失	-3	-3	-3	-3
资产减值损失	-422	-400	-200	-150
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	71	57	57	57
其他收益	35	30	30	30
营业利润	4,179	3,260	4,352	4,873
营业外收入	55	40	30	30
营业外支出	10	10	9	8
利润总额	4,224	3,290	4,373	4,895
所得税	1,056	823	1,094	1,224
净利润	3,168	2,467	3,279	3,671
少数股东损益	-43	0	0	0
归属母公司净利润	3,211	2,467	3,279	3,671
NOPLAT	3,181	2,473	3,286	3,678
EPS(摊薄) (元)	0.73	0.56	0.74	0.83

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	15.1%	-14.0%	11.2%	7.4%
EBIT 增长率	-7.3%	-22.2%	32.9%	11.9%
归母净利润增长率	-7.1%	-23.2%	32.9%	11.9%
获利能力				
毛利率	39.5%	39.0%	40.3%	40.9%
净利率	14.4%	13.0%	15.6%	16.3%
ROE	23.2%	16.3%	19.1%	19.3%
ROIC	23.8%	17.4%	21.1%	21.9%
偿债能力				
资产负债率	52.1%	49.9%	45.8%	43.1%
债务权益比	23.7%	24.8%	21.3%	18.9%
流动比率	173.9%	190.3%	210.6%	225.3%
速动比率	98.7%	109.1%	117.6%	127.1%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转天数	12	14	13	13
应付账款周转天数	158	179	159	146
存货周转天数	251	288	282	285
每股指标(元)				
每股收益	0.73	0.56	0.74	0.83
每股经营现金流	0.78	0.56	0.52	0.79
每股净资产	3.08	3.35	3.81	4.20
估值比率				
P/E	8	11	8	7
P/B	2	2	2	1
EV/EBITDA	10	13	10	9

轻工纺服组团介绍

组长、首席分析师：郭庆龙

英国伦敦大学管理学硕士。曾任职于兴业基金、招商证券。2018年加入华创证券研究所。

分析师：陈梦

北京大学工学硕士。曾任职于民生证券。2018年加入华创证券研究所。

研究员：葛文欣

南开大学经济学硕士。2018年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500