

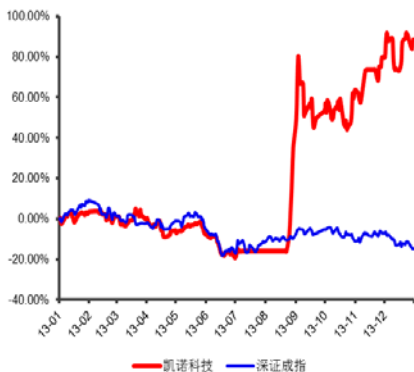
纺织服装

2013年1月9日

——凯诺科技（600398.SH）深度报告

评级：推荐

52周走势



报告作者

分析师：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

联系人

徐艺

电话：0510-82833337

Email: xuyi@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

➤ **海澜之家：传统服装模式的革新者，具备符合行业未来发展趋势的核心竞争力。**海澜之家是一家在服装经营模式上颠覆了传统规则的公司。公司销售模式的核心是所有权与经营权相分离的委托代销模式，采购模式是赊购、滞销商品退货与二次采购相结合，目前该模式国内仅此一家。公司通过创新采购模式和销售模式，将供应商和加盟商结合为利益共同体，实现低成本快速扩张，有效规避存货风险，业绩可靠性更强，并减少了渠道铺设和采购环节的资金占用。同时，公司的加盟商和供应商收益率具备高吸引力，合作意愿强，保障了公司经营模式的持续发展。

➤ **公司的经营模式匹配了当前的经济环境和产业背景，得商业模式者得天下，公司具备成为“中国优衣库”的条件。**当前我国收入结构中中低端收入群体快速扩容，随着城镇化的推进和二线城市的发展，对“平价高质”消费品的需求日益强烈，公司的经营模式正是满足了当前的经济环境。同时，当前服装产业上游供应产能过剩，为公司的经营模式提供了发展沃土，正如十年前苏宁的崛起充分利用了家电制造环节产能过剩的机遇。参照国外公司，优衣库和Zara的成功根本均在于商业模式适应了当时的经济环境，以“平价高质”的服装占领主要消费群体的市场，满足中低端消费者的需求，发展为跨国服装巨头。

➤ **公司市场空间广阔，对比优衣库和Zara可展望十倍空间。**当前我国男装行业的集中度不到10%，未来集中度提升是必然趋势，提升的进程中将诞生服装巨头。海澜之家的经营模式符合行业未来发展趋势，其快速健康的渠道扩张能力，零售终端的控制力，产品差异化能力和产品的高性价比将推动公司市场份额的扩大。对比优衣库和Zara在日本和西班牙的人均消费额和人均店铺数，公司的市场空间可展望10倍。

➤ **给予“推荐”评级。**预计凯诺科技2013-2015年每股收益为0.33元、0.42元和0.51元，市盈率分别为21.0倍、16.5倍和13.6倍，考虑到公司在行业中成长性高，经营模式优势明显，未来成长空间大，给予公司2014年21-25倍PE，对应合理价格在8.8-10元，给予“推荐”评级。

➤ **风险因素：**（1）规模未能如期扩张的风险；（2）消费低迷导致产品严重滞销风险。

目 录

目 录.....	2
1. 海澜之家：传统服装模式的革新者.....	3
1.1 公司业务：主打男装，多品牌多类别拓展.....	3
1.2 公司收入：在行业景气度下行期公司收入增速持续高于行业水平.....	4
1.3 公司股权结构.....	5
2. 经营模式：优势突出，重新定义供应链格局.....	6
2.1 供应链模式——哑铃模式，重点把控高附加值环节.....	7
2.2 销售模式——加盟商只是财务投资者.....	7
2.3 采购模式——赊销、滞销商品退货与二次采购良好结合.....	14
3. 行业分析：得商业模式者得天下.....	19
3.1 新城镇人口和二三线城市人口成为消费中坚力量，提升了对中低端服装的需求.....	19
3.2 上游竞争激烈，为模式的发展提供沃土.....	22
3.3 ZARA和UNIQLO是“对的时间”出现的“对的模式”.....	24
4. 公司市场空间：向服装巨头迈进，展望十倍空间.....	26
4.1 国内市场——居民收入增长和公司市场份额扩张双驱动.....	26
4.2 对比国外公司——人均店铺数和人均消费额仍有很大发展空间.....	29
5. 盈利预测与估值.....	30
6. 风险因素.....	32
7. 附表：海澜之家供应商ROE测算说明.....	32

1. 海澜之家：传统服装模式的革新者

说起“革新型企业”，大家总会联想到 IT 或生物科技这类处于科技前沿的企业，但如果在低科技行业发起革新，其冲击力将更大。

正因为海澜之家身处传统行业，才更具有革新的价值、意义与机遇。海澜之家正是一家在服装经营模式上颠覆了传统规则的公司。公司通过创新的生产模式、采购模式和销售模式，将供应商和加盟商结合为利益共同体，实现低成本快速扩张。

在服装行业，曾经出现过伟大的革新企业，一家是世界排名第一的零售服装巨头 Inditex 集团（Zara 品牌所属集团），另一家是亚洲第一，全球第四的迅销集团（优衣库品牌所属集团）。他们的成功都证明了服装行业需要革新，革新能够造就该行业的“巨无霸”公司。

海澜之家与凯诺科技进行资产重组后，成功借壳凯诺科技。公司主营业务为“海澜之家”、“爱居兔”、“百衣百顺”等系列品牌服饰的经营，包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等业务。

1.1 公司业务：主打男装，多品牌多类别拓展

公司主打品牌为“海澜之家”，近年来发展出“爱居兔”和“百衣百顺”两个品牌，拓展公司的产品结构和目标销售群。多品牌战略一方面有助于公司拓展客户群体，扩大市场份额，另一方面也将清晰定位市场，满足不同细分群体的消费需求。这在国内纺织服装行业已被众多品牌运用，未来该趋势将愈加明显。

图表 1：海澜之家多品牌经营战略

	海澜之家	爱居兔	百衣百顺
成立时间	2002 年 9 月	2010 年 8 月	2012 年 10 月
定位	“高品质、中价位”为品牌定位，以年龄 25-45 岁之间、年收入 2-10 万元之间的男士为目标客户群，以品类齐、自选式的“男人的衣柜”为品牌特征	以年龄 18-30 岁人群为目标客户群，以运动、时尚、休闲为品牌特征	向中低收入人群推出高性价比的男装，提供超市型的自助购物体验
门店数量 (2013 年 6 月)	2522	272	14
2014 预测收入贡献 (万)	812,231	20,608	12,359

数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 2: 国内服装企业多品牌战略

公司	原品牌	现品牌系列
雅戈尔	雅戈尔 (Youngor)	GY、Youngor Mayor、Youngor CEO
七匹狼	七匹狼	红标、绿标、蓝标、圣沃斯
探路者	探路者	探路者、Discovery、阿肯诺
森马服饰	森马	森马、巴拉巴拉
美邦服饰	美特斯邦威 (Metersbonwe)	MB、MC
报喜鸟	报喜鸟 (Saint Angelo)	报喜鸟品牌 (经典、商务、休闲、皮具)、圣捷罗品牌、宝鸟品牌 (团购、Bonotailor、E-Bono)
百丽	百丽	Belle (百丽)、Staccato (思加图)、Tata (他她)、Teenmix (天美意)、Fato (伐拓)、JipiJapa、Millie's、Senda (森达)、Basto (百思图)、Joy & peace (真美诗)、Mirabell (美丽宝)
星期六	星期六 (ST&SAT)	星期六、菲伯丽尔、MOOFFY、RIZZO、Killah、Baldinini
罗莱家纺	罗莱家纺	“罗莱” SHERIDAN (雪瑞丹)、SAINT MARC (尚玛可) 等
富安娜	富安娜	富安娜、馨而乐、圣之花、维莎
梦洁家纺	梦洁家纺	梦洁、寐、梦洁宝贝

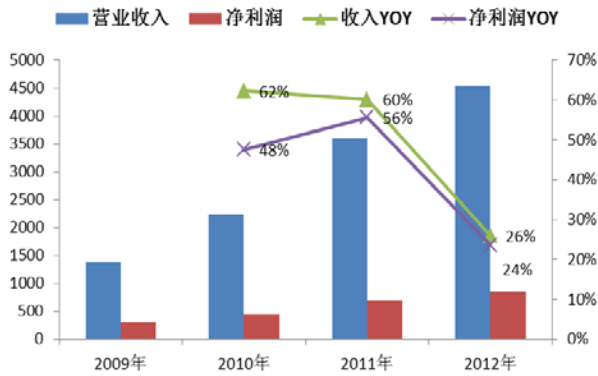
数据来源：国联证券研究所

参考世界服装巨头优衣库的经验，我们认为“百依百顺”具备较大的市场潜力。优衣库衍生出的最成功的兄弟品牌是 GU，优衣库定位于中端市场，GU 定位于廉价低端市场，2011 年起，GU 的增速已经超过优衣库。

1.2 公司收入：在行业景气度下行期公司收入增速持续高于行业水平

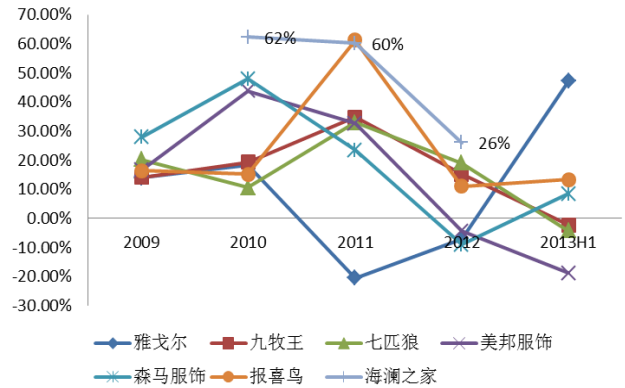
公司近年来的收入增速一直高于行业主要竞争对手，在行业景气度下行期收入增长依然稳健。公司 2009-2012 年收入年复合增速在 48.5%，净利润年复合增速为 41.6%。从 2010 年到 2012 年公司的收入增速高于同行业的雅戈尔、九牧王、七匹狼、美邦服饰、森马服饰、报喜鸟，即使是在 2012 年服装行业整体表现艰难的一年，公司的收入增速依然领先行业水平。

图表 3: 海澜之家收入和利润增速



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 4: 海澜之家收入增速与同行业对比

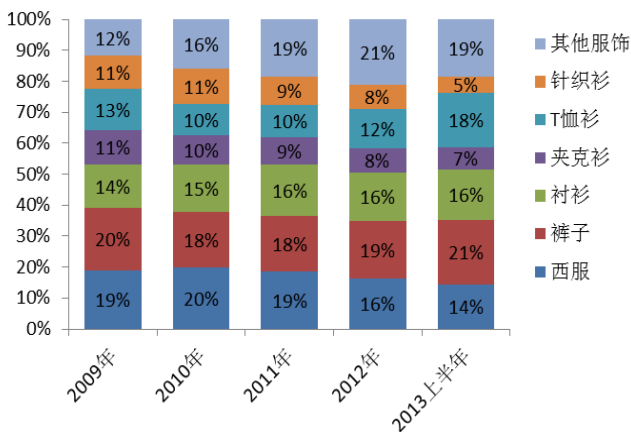


资料来源: Wind 国联证券研究所

从产品类别看, 公司逐步朝全产品类型均衡发展。公司的西服、裤子、衬衫一直是拳头产品, 从近年来的收入分拆来看, 公司其他类别产品也得到较快发展, 尤其是T恤衫占收入的份额从2010年的10%上升至2013年上半年的18%。产品范围的扩展扩大了公司的收入来源, 也符合当前整个男装行业的发展趋势。当前, 七匹狼、九牧王等也均朝着均衡产品的方向发展。

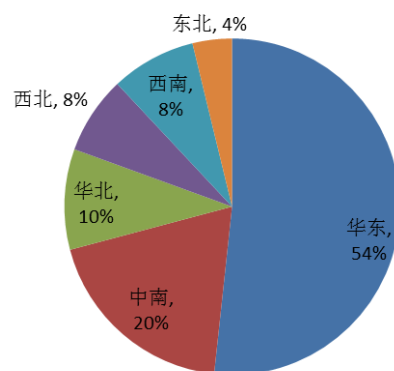
从地域分布看, 公司目前的以华东和中南为核心区域, 西北、华北、西南和东北区域是公司的未来潜力区域。2013年上半年, 公司华东和中南的销售额占总收入的74%, 我们认为, 随着公司向华北、西北、西南和东北区域拓展, 未来来自新区域的收入增速较高, 市场潜力大。

图表 5: 海澜之家收入按产品分拆



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 6: 海澜之家 2013 年上半年收入分地域贡献



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

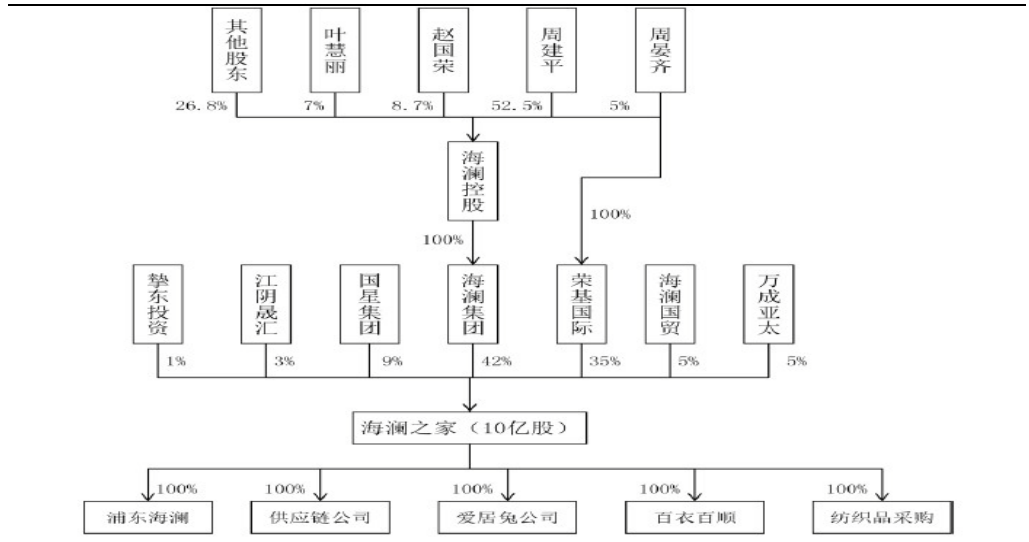
1.3 公司股权结构

周建平是海澜之家的实际控制人, 周建平及其一致行动人合计控制海澜之家 77% 的股份。周建平持有海澜控股 52.50% 的股权, 周建平的一致行动人赵国荣女士 (周建平的妻子) 和周晏齐女士 (周建平的女儿) 分别持有海澜控股 8.7%

持有海澜之家 9% 股份的国兴集团拥有哥伦比亚大学基金会、新加坡淡马锡投资基金等境外知名投资机构。

和 5% 的股权，周建平及其一致行动人合计持有海澜控股 66.20% 股权。其中海澜控股持有海澜集团有限公司 100% 股权，海澜集团有限公司持有海澜之家 42% 股份。周建平先生通过控制海澜控股、海澜集团有限公司而控制海澜之家 42% 的股份。周建平的一致行动人周晏齐（周建平的女儿）为荣基国际的唯一股东，通过控制荣基国际而间接控制海澜之家 35% 的股份。

图表 7: 海澜之家股权结构



数据来源：公司公告 国联证券研究所

2. 经营模式：优势突出，重新定义供应链格局

当今企业之间的竞争，不是产品和服务之间的竞争，而是商业模式之间的竞争——彼得·德鲁克（现代企业管理学之父）

公司的经营模式在行业中独树一帜，经过十多年的摸索、尝试、调整、实施、检验后，公司形成了适合当前产业环境以及公司发展战略的经营模式，即通过模式革新解决行业当前困惑，并重新梳理供应链，界定供应链关系，创建供应链利益共同体格局。

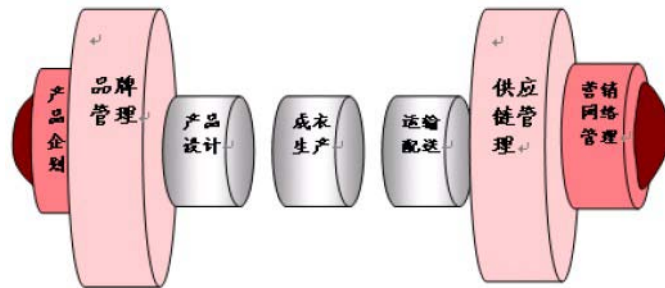
关于公司的经营模式，市场上确实有争议，这不同于当前行业一贯的经营模式，打破了传统供应链体系的利益分配，但我们认为，有争议是好事，证明公司在其他竞争者还未苏醒之前率先走在了变革的道路上。纵观历史上的优秀企业，Inditex 创立初期在当时服装行业的大企业里，是唯一一家纵向管理的企业，并实现了“即时制”的快消模式，优衣库在当时国内普遍以百货商场为渠道的环境下，率先开启了连锁模式，并以定位于全民的基础款标新立异。在当时，优衣库和 Zara 的创新都备受争议，但最终的市场证明了模式的正确性，因为他们的变革适应了当时整个社会经济环境和行业环境。

2.1 供应链模式——哑铃模式，重点把控高附加值环节

海澜之家紧紧把握服装供应链中利润来源的核心环节：品牌管理、产品企划、供应链营销，将中间环节的生产、运输等环节外包，集中精力抓住主要环节。

海澜之家的设计中心主要控制设计流程中最关键的开发提案和最终选型环节，将非核心的打样等工作外包给供应商的设计团队。

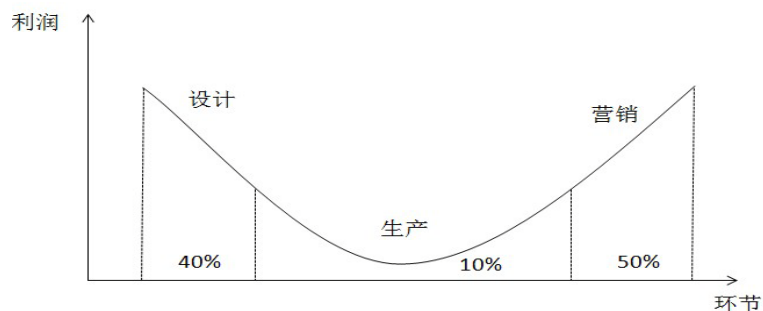
图表 8: 海澜之家业务流程



数据来源：公司公告 国联证券研究所

在服装产业链各环节的利润分割图中，两头利润高，中间环节利润很低。一般设计环节占据 40% 的利润，营销环节占 50% 的利润，而中间的生产环节只有 10% 的利润。

图表 9: 服装产业链各环节利润分割图



数据来源：《现代服装产业运营》 国联证券研究所

2.2 销售模式——加盟商只是财务投资者

海澜之家在销售环节将加盟商作为财务投资者引进，主要采取所有权与经营权分离及委托代销的模式，与加盟商结合为利益共同体，实现低成本快速扩张。

公司的加盟商拥有加盟店的所有权，但经营权归公司。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；

加盟商不必参与加盟店的具体经营，只负责支付相关费用，并获得收入分成，即经营权与所有权分离。

为保证海澜之家全国特许经营体系统一的营运管理模式和品牌形象，所有门店的内部管理由海澜之家全面负责。

海澜之家与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，海澜之家拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险。商品实现最终销售后，加盟店与海澜之家根据协议约定结算公司的营业收入。

“千店一面”，实现统一管理的高品质营销网络：“海澜之家”所有门店均由公司负责日常经营具体事宜，门店由公司统一管理和统一形象。

海澜之家负责加盟店管理人员和营业人员的招聘、培训、录用、解聘和管理，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动均由海澜之家代加盟商具体管理，实际控制了销售渠道。

在收入分配中，营业额 35% 归加盟商，65% 归公司。在实际管理中，当天营业额的 32% 先归加盟商自有，68% 汇到公司账户（其中 3% 由公司作为代扣费用，包括运费、辅料费等，每六个月双方结清一次，多退少补）。加盟商承担店铺租金、水电物业、装修费用、人员薪资（包括相关社保费用）、运费、辅料费、工商税费等由加盟方自负。签装修合同时预付装修费，决算时多退少补。

统一管理和统一形象包括：统一形象策划，统一供货，统一指导价格，统一业务模式，统一服务规范，实现了统一管理的高品质营销网络。

图表 10: 公司与加盟商的关系界定

	公司	加盟商
办理相关的工商税务登记手续、缴纳税费等	不负责	负责
店铺装修及形象规划	整体策划、统一标准	承担装修费用及包装袋等辅料、员工工作服等费用，承担对加盟的定期维护费
经营场所的租赁费，水电气费，物业管理费等	不承担	承担
加盟店管理人员和营业人员	公司以加盟商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	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
存货管理	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	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
产品销售价格确定	制定指导价格	统一指导价的水平上可以视其所在地的物价水平上浮或下浮 5% 以内
收入确认	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	按产品实际零售价格确认销售收入
利润确认	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结余为公司利润	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

收入确认流程

公司将货物发到各加盟店时，做委托代销商品——加盟店按零售价格将货物销售后，电脑系统自动将货物销售信息及时传送到公司总部——加盟店按实际结算价格将货款划转到公司账户——各加盟店出具代销清单——公司根据加盟店开出的代销清单，按实际结算价格开具发票给加盟店——公司按发票金额确认销售收入，同时结转相应成本。

数据来源：公司公告 国联证券研究所

在公司销售模式下，公司具备快速健康的渠道扩张能力、对零售终端的控制力强、业绩的可靠性强的优势，并为加盟商提供了具有吸引力的回报率，保障了该模式的持续发展。

2.2.1 快速健康的渠道扩张能力

公司的快速健康的渠道扩张能力，具体表现在三个方面：初期投资成本控制力、现金流充裕和先发优势。

图表 11：男装行业主要上市公司渠道情况

公司	2011	2012	2013H1	2011 VS 2012	2012 VS 2013H1
海澜之家	1919	2390	2522	+471	+132
七匹狼	3976	4007	3855	+31	-152
九牧王	3140	3264	3205	+124	-59
雅戈尔	2302	2719	2786	+417	+67
报喜鸟	1068	1426	1426	+358	0
利邦	460	486	463	+26	-23
卡奴迪路	318	443	502	+125	+59

数据来源：公司公告 国联证券研究所

公司在国内男装品牌中是少有的几家 2012 年和 2013 年渠道均正增长的公司，其中公司的渠道扩张数超过其他所有男装公司，主要原因在于公司具备快速健康的渠道扩张能力。

首先，这得益于公司初期投资成本的控制力。在大规模渠道扩张期，投资成本的控制至关重要，优衣库成长期选择从郊外路边店开始布局渠道也正是基于这方面的考量，海澜之家的渠道投资成本很低，这是基于公司与加盟商先进的合作模式。虽然从店铺属性的本质来看，公司采取的是直营模式，但开设新店时，由加盟商负责店铺装修费用、租金费用、水电气费、物业费用、店铺人工工资等开支，因此，公司初期投资成本很低。

对于海澜之家来说，该模式可以最大程度的利用社会资金，加速公司的营

销网络布局。由于公司具有较强的门店扩张能力，“海澜之家”的门店数量从2009年初的655家增长到2012年末的2390家，年均复合增长率为38%。

第二，现金流充裕。优衣库在第一成长期成功运用了“时间差资金”开设新店，保障现金流。海澜之家在目前的扩张期，也成功运用“时间差资金”，公司的采购模式采用零售赊购的方式，货物入库货款不超过30%，后续资金在实际销售后支付，而传统的采购模式公司一次性买断货物，公司可充分利用该部分的资金进行运营。

第三，先发优势。在服装零售行业，品牌是一大竞争门槛，具有先发优势的公司往往具备更高的品牌知名度和影响力，而后来者往往难以企及。在服装的各细分领域中，男装消费相对更理性，购买频率相对更稳定，品牌忠诚度更高，海澜之家具备先发优势，因此对潜在进入者形成了进入门槛。

公司率先明确了二三线城市的定位，并通过引入财务投资者，在二三线城市迅速拓展渠道，品牌知名度和认可度较高，这为公司渠道的持续扩张奠定了良好的消费基础。

2.2.2 零售终端的控制力强

我国服装行业普遍面临的一个问题是中间环节过多，导致品牌商对门店的控制力弱，信息反馈不及时，存货在中间层层累计，对整个供应链体系形成很大的压力。

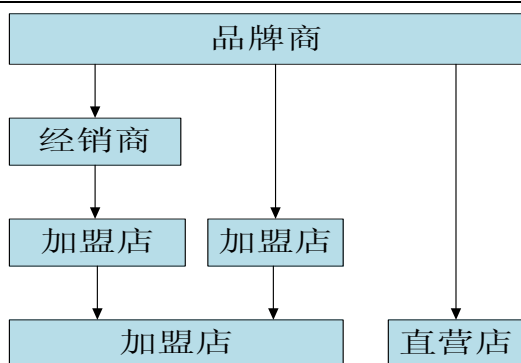
目前我国服装行业很多公司由于之前盲目的快速扩张以及终端控制力较弱，出现了库存积压严重，存货周转率降低的情况。

我国服装行业有三种销售模式，第一种是很多公司采取的二级代理制，即在品牌商和终端消费者之间设置了一级代理商（经销商）和二级代理商（加盟商），第二种是在品牌商和消费者之间增加一层加盟商，第三种是直接直营模式。目前国内品牌全部采用直营模式的很少，以前面两种模式居多，这两种模式在外部需求旺盛时有助于品牌快速增加渠道，但是若外部环境发生变化，反应速度和反馈机制都较滞后，影响了供应链效率。

时间差资金：即利用“新店的销售额（流动资金）”与“原料供应商和生产厂家的支付（结算）”之间的时间差，拿这笔资金开新店。

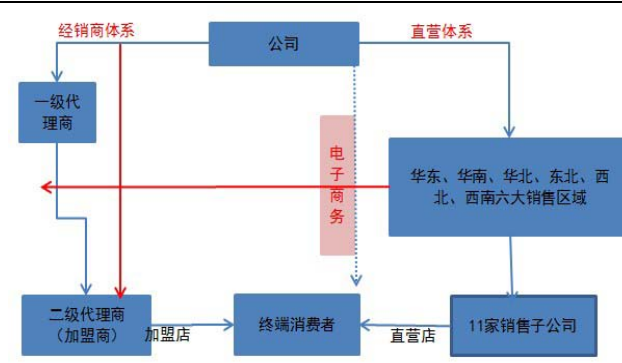
在对零售终端的控制力上，优衣库和Zara展现出非常一致的战略。Inditex创始人阿曼修·奥尔特加也一直坚持“门店是所坚持的经营理念里最基本的”。

图表 12：我国服装行业销售模式



资料来源：国联证券研究所

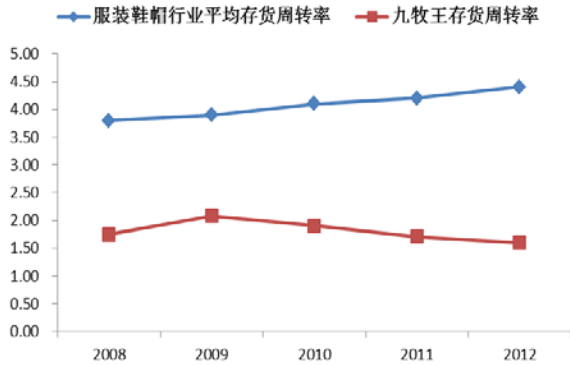
图表 13：九牧王销售模式



资料来源：公司公告 国联证券研究所

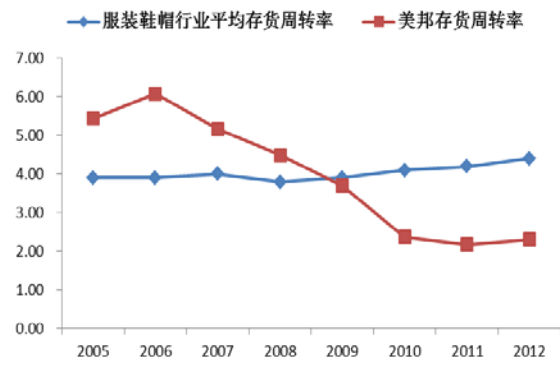
从目前行业里的存货周转率来看，部分公司由于 08-09 年扩张过快，在 2010 年出现了存货周转率持续下滑的情况。

图表 14: 九牧王存货周转率



资料来源: Wind 国联证券研究所

图表 15: 美邦服饰存货周转率



资料来源: Wind 国联证券研究所

目前，进入中国较早的品牌，包括 Armani, Zegna, Hugo Boss 等高端品牌，以及一些时尚休闲品牌，如丹麦绫致集团旗下的 Only、Vero Moda 等品牌，均开始逐渐回收代理权，更多地采用直营模式，以缩短渠道环节，对终端有更好的掌控，同时能够获得产业链上更多的价值。

图表 16: 国外品牌在华经营模式

公司	品牌	在华门店数	在华经营方式
Hugo Boss	Hugo Boss	127	近年来以直营战略为主，大量收购代理点
Calvin Klein	Calvin Klein	200	目前代理，但正在转向直营
GAP	GAP	13	直营
Mango	Mango	200	2008 年以前全部代理，后加大直营比例，目前一半一半
Fast Retailing	Uniqlo	138	直营

数据来源:《品牌至上: 亚洲奢侈品狂热解密》 国联证券研究所

海澜之家的销售模式是类直营模式的加盟模式，可规避服装行业的普遍问题。虽然公司纳入加盟商体系，但是加盟商不负责店铺的具体运营，只承担开店成本和费用，公司直接管理店铺。该模式与优衣库的发展模式较为接近，优衣库一直坚持直营渠道，非常注重零售店铺的直接控制。

图表 17: 海澜之家创新的特许经营模式与传统加盟销售模式的差异

	公司创新的特许经营模式	一般服装企业连锁经营模式
加盟店管理	加盟店由公司统一负责代管理，加盟商不必介入门店管理	公司管理加盟商，加盟商管理门店经营，各门店管理水平差异较大，品牌形象难以统一
加盟店扩张能力	加盟商不必有服装从业经验，加盟门槛低，门店	加盟商必须熟悉服装行业，懂得服装经营，加

	扩张能力强	盟门槛高，门店扩张能力弱
加盟店铺货方式	公司根据历史销售数据和市场调研,统筹与策划	一般会有订货会，根据加盟商的订单铺货
滞销产品	可以在不同加盟店之间调配,剩余产品退回公司	门店一般会打折处理，不同门店属于不同的加盟商，调货的可能性较小
风险承担	门店库存属于公司,加盟商仅承担房租等固定成本，不承担库存风险	门店库存属于加盟商，加盟商除承担房租等固定成本外，还承担库存风险
终端定价权	公司制定全国统一指导价,加盟商价格浮动区间较小，公司具有较强终端定价权	公司指定指导价，对于非本季新品加盟商有较大的处置权，商品打折情形普遍存在，终端定价难以统一

数据来源：公司公告 国联证券研究所

第一，公司及时掌握所有产品在全国各门店的销售情况，并及时调货。通过公司的信息系统，公司及时掌握所有产品在全国各门店的销售情况，如果出现某些商品在某处滞销而在其他门店畅销的情形，公司可以灵活将该等商品调配到畅销的门店，从而减少商品在门店的滞销情形，增加整个营销网络的销售规模；公司可以组织人员尽快研究应对措施并完善相应门店管理制度，降低其他门店将来遇到类似问题时的处理成本。

第二，可节省物流成本。在物流运输环节，海澜之家以海澜服装工业城为统一货物调配中心，实现了海澜之家与各个加盟店的直线管理。海澜之家根据已有信息精确地设计货物运输路线，做到了单线货物运输的合理利用，即节省了货物运输成本，又做到了对门店货品调换、补货的迅速反应。

2.2.3 公司业绩可靠性更强

公司与加盟商采取委托代销方式销售商品,以实际终端销售情况确认收入,相比当前业内普遍采取的由加盟商先买断商品再进行终端销售的传统模式来说,通过加盟商虚增收入的难度大,业绩的可靠性更强。

同时,公司的存货数据对终端销售情况的反映更确切。因为公司发给加盟商的货都计入自身存货,而当前业内普遍将该部分存货计入经销商的存货,虽然海澜之家的存货水平较高,但由于不存在渠道这个“蓄水池”,公司的存货可靠性更强。

图表 18: 海澜之家与男装行业其他上市公司存货周转率比较

存货周转率	2010	2011	2012
海澜之家	0.88	0.77	0.67
报喜鸟	1.74	1.91	1.32
九牧王	1.90	1.71	1.60
七匹狼	3.68	3.31	3.14
希努尔	2.57	2.31	1.93
步森股份	4.81	4.10	2.26
卡奴迪路	1.40	1.38	1.02

乔治白	2.74	2.83	2.73
雅戈尔	0.52	0.33	0.23

数据来源: Wind 国联证券研究所

2.2.4 加盟商回报可观, 加盟意愿强, 保障了公司销售模式的持续性

通过对加盟商投资回报率的测算, 在加盟的第 5 年即可全部收回投资, 第 1-5 年每年的 ROE 分别为 11.6%、14.2%、18.2%、25.3% 和 41.5%, 投资回报率对加盟商具有较大吸引力, 加盟商的加盟意愿强, 保障了公司该销售模式的持续发展。

公司与加盟商的合作模式是引入财务投资者, 加盟商承担开店成本和店铺运营资金, 并交付 100 万的保证金。对于加盟商来说, 其承担的经营风险低, 主要关注投资回报率。公司与加盟商之间以委托代销方式销售商品, 加盟商不承担存货滞销风险, 仅承担加盟店租金、折旧等固定成本, 加盟商承担有限风险。(在该部分以及后面供应商利润率的测算部分, 我们参考了部分兴业证券研究报告中的测算方法, 在此对兴业证券的研究员表示感谢。)

图表 19: 计算单个加盟店的平均收入

单个加盟店的平均收入 (2012) (单位百万元)	
海澜之家营业收入	4495
海澜之家获得分成比例	65%
终端销售收入	6915
渠道分成比例	35%
渠道营业收入	2420
2012 期初门店数	1919
2012 期末门店数	2390
2012 期间平均门店	2154.5
单个门店平均收入	1.12

数据来源: 国联证券研究所

图表 20: 单个加盟店的利润表

加盟店利润表 (单位百万元)	
营业收入	1.12
门店装修费用摊销	0.1
门店总装修费用	0.5
摊销期限 (年)	5
门店年租金	0.561
每年每平方米 (元)	6600
店铺面积 (平方米)	85
年人工成本	0.12

工资	0.04
人数(人)	3
其他支出(水电等)	0.1
营业利润	0.24
营业外净收入	0
利润总额	0.24
所得税	0.06
所得税率	25%
净利润	0.18

数据来源：国联证券研究所

核心假设：

假设一：假设加盟店每年营业收入和净利润维持不变，测算每年 ROE。

假设二：第一年一次性投入店铺装修费用 50 万，后面分 5 年逐年摊销。

假设三：加盟商没有负债，加盟商的开店资金和运营资金全部为自有资金。

假设四：每年的净利润全部分红。

假设五：门店租金、人工成本和水电等其他费用按月支付，销售款每月收回，投入的运营资金维持在一个月水平即可。

经过测算，加盟商第 1 年 ROE 为 11.6%，第 2-5 年分别为 14.2%、18.2%、25.3%和 41.5%，第 5 年加盟店即可全部收回投资。

图表 21：单个加盟店的 ROE

单个加盟店投资回收期及 ROE 测算		
年份	ROE	计算方法(单位百万元)
1Y	11.6%	$=0.18 / (1+0.5 + (0.561+0.12+0.1) / 12)$
2Y	14.2%	$=0.18 / (1+0.5 - (0.1+0.18) + (0.561+0.12+0.1) / 12)$
3Y	18.2%	$=0.18 / (1+0.5 - (0.1+0.18) * 2 + (0.561+0.12+0.1) / 12)$
4Y	25.3%	$=0.18 / (1+0.5 - (0.1+0.18) * 3 + (0.561+0.12+0.1) / 12)$
5Y	41.5%	$=0.18 / (1+0.5 - (0.1+0.18) * 4 + (0.561+0.12+0.1) / 12)$
求和	110.7%	

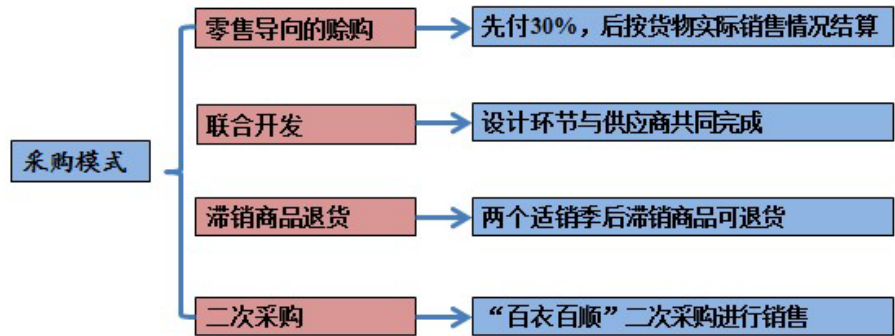
数据来源：国联证券研究所

2.3 采购模式——赊销、滞销商品退货与二次采购良好结合

海澜之家在采购环节主要采取零售导向的赊购、联合开发、滞销商品退货及二次采购相结合的模式，与供应商结合为利益共同体，充分利用了服装生产资源。

海澜之家通过对产品质量、供货速度、管理水平等方面对供应商进行评估，对于连续两年不合格的供应商，公司予以淘汰。目前，海澜之家品牌的供应商队伍稳步成长。从2010年末供应商202家增加到2013年6月30日末的236家。

图表 22: 公司采购模式



数据来源：国联证券研究所

海澜之家与供应商也形成了紧密的利益共同体。如果产品销售情况良好，海澜之家和供应商均能获得良好的效益；如果产品出现滞销，其也无法获利，供应商也需要承担存货滞销风险。从公司角度看，充分利用了上游供应商资源，实现赊销与存货压力的转移；从供应商角度看，供应商能够获得具有吸引力的投资回报率，合作意愿强。

2.3.1 采购模式优势明显：公司减少采购环节资金占用、充分利用供应商设计资源、对供应商形成有效约束并从退货商品中获取剩余价值

首先，减少采购环节的资金占用。零售导向的赊购模式即公司对供应商的货款在零售实现后支付，除了少数供应商在货物入库时先付小部分（一般不超过30%）的货款外，大多供应商均在商品实现终端销售后再支付全部货款，减少了采购环节的资金占用，该模式是基于海澜之家强大的终端销售实力。零售导向的赊购模式基于顺畅的终端销售和较大的销售规模，由于海澜之家掌握了优质的销售渠道资源，拥有良好的品牌形象，产品销售情况良好，供应商愿意给予海澜之家较好的信用支持。

第二，充分利用供应商的设计资源。海澜之家与供应商联合开发产品，海澜之家完全掌控产品企划，把握整体设计理念和产品设计方向，把打样等技术含量较低的环节交给供应商。联合开发模式下，海澜之家既始终掌握产品设计的主导权，又充分发挥供应商的主观能动性。

第三，海澜之家与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，除不合格品和质量有问题的商品可退货外，还约定了一定期限后（一般为两个适销季节）依然滞销的商品可以退货，既减少了自身的库存压力，促使供应商对产品更负责，又对供应商形成有效约束，若产品生产质量不佳导致不适销，则供应商承受退货概率大。为了更充分的利用海澜之家的渠道资源，在门店摆放更多的适销品，减少滞销商品对渠道资源的占用，同时为了让供应商更负责任，更好保障产品品质，海澜之家与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同。

第四，海澜之家设立新品牌“百衣百顺”，对原有业务模式补充完善，通过

由于海澜之家控制优质的销售渠道资源和品牌，在零售环节实现高性价比销售，产品销售情况良好，在两个适销季后仍滞销的商品数量较小。

二次采购退货商品，既拓展了目标客户群体，又进一步加强了与供应商的紧密关系。海澜之家按照原签订的协议将滞销商品退回给供应商后，供应商需要自行寻找退回商品的销售渠道；随着公司销售规模逐年快速增加，尽管退货比例不高，但退货总额有所提高，供应商需要投入较多精力处理退货，从而对向海澜之家的正常供货产生了一定的影响。

为了让供应商能够全力满足海澜之家正常供货需求，同时减轻供应商的资金压力和经营压力，自 2012 年 10 月起，海澜之家先后全资设立了江阴百衣百顺服饰有限公司及上海百衣百顺服饰有限公司，推出了“百衣百顺”服装品牌，海澜之家按照协议将滞销商品退回供应商后，百衣百顺公司根据需要挑选出适合目标群体客户的服装、鞋帽等商品，以更低的价格买断后推向终端市场。通过依托百衣百顺品牌对退回商品的二次采购，海澜之家拓展了目标客户群体，完善了公司的产品结构和价值链。一方面，海澜之家从已退货商品中再次获取剩余价值；另一方面，为供应商建立了退货商品的处理渠道，减轻了供应商退货的压力，解决了他们的后顾之忧，进一步加强了双方紧密合作的关系，使供应商能将更多的精力放在开发和设计产品之上。

2.3.2 供应商回报率可观，合作意愿强

海澜之家供应商的 ROE 能够达到 17.1%，销售净利率能够达到 11.8%，远高于申万分类纺织服装上市公司平均 ROE 8%，投资回报率是供应商最关注的指标，供应商与海澜之家合作具有较高的动力。

在对供应商进行财务数据测算时，根据 Wind 和 CEIC 中服装制造行业的平均数据以及服装制造行业的龙头上市公司申洲国际（2313.HK）、互太纺织（1382.HK）和鲁泰 A（000726.SZ）的数据进行测算。

图表 23：鲁泰 A、申洲国际和互太纺织基本情况

	鲁泰 A	申洲国际	互太纺织
股票代码	000726.SZ	2313.HK	1382.HK
主营业务	全球产量最大的高档色织面料生产商和全球顶级品牌衬衫制造商。主要产品为精梳纱线、色织面料、匹染面料、衬衣四大系列。	集团为中国最具规模的纵向一体化针织制造商，集织布、染整、印花、裁剪与缝制四个完整的工序于一身。	公司主营业务集针织布生产、营销与成衣制作。
客户	产品 85% 销往日本、美国、英国、意大利、新西兰等 30 多个国家和地区。	产品涵盖了所有的针织服装，包括运动服、休闲服、内衣、睡衣等，包括运动品牌的 NIKE、ADIDAS、PUMA、ANTA 以及休闲品牌的 UNIQLO 等客户。	公司出品之布料广泛应用于各类纺织品，而成衣包括男装、女装、童装、运动服、泳衣及内衣。

数据来源：公司公告 国联证券研究所

供应商营业收入:

海澜之家目前有 230 家以上的供应商, 为了简化计算, 以最大供应商 2012 年的收入额 3.65 亿元进行利润表和资产负债表的分析。

供应商毛利率:

海澜之家给予供应商 50% 的成本加成进行采购。由于海澜之家与供应商的合作模式是委托代销、滞销商品退货和二次采购。根据历史退货率, 退货率不超过 15%, 保守测算, 我们以 18% 为退货率值。对于首次未能出售的商品, 公司按照 30% 的存货折扣率从供应商处二次采购。

图表 24: 公司历年退换货比例

	2009	2010	2011
退换货金额	78	150	241
当期期初存货余额 (百万元)	789	1308	1701
占比	9.95%	11.48%	14.17%

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 25: 供应商毛利率测算过程

供应商毛利率			
最初收入	a	a	418
最初成本	b	b=a/1.5	278
退货率	c	c	18%
结转收入	d	d=a*(1-c)	342
结转成本	e	e=b*(1-c)	228
存货折扣率	f	f	30%
处理存货收入	g	g=(b-e)*f	23
处理存货成本	h	h=b-e	50
实际收入	i	i=a+g	365
实际成本	j	j=b+h	278
毛利率	k	k=(1-j/i)	24%

数据来源: 国联证券研究所

图表 26: 供应商毛利率敏感性分析

		毛利率敏感性分析								
		退货率								
存 货 折 扣 率	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%	30%	
	20%	25%	24%	24%	21%	19%	17%	16%	14%	
	25%	26%	24%	24%	22%	20%	19%	17%	16%	
	30%	26%	24%	24%	22%	20%	19%	17%	16%	
	35%	27%	26%	26%	23%	22%	21%	20%	19%	
	40%	27%	26%	26%	24%	23%	22%	21%	20%	

数据来源：国联证券研究所

供应商销售净利率：

海澜之家供应商的销售净利率为 11.9%，与龙头上市公司相比略低，但远高于行业平均水平 6.2%（以申万纺织服装行业上市公司销售净利率均值作为行业平均值，数据来源 Wind 资讯）。（具体测算过程详见报告后附表 1）

图表 27：销售净利率对比

	海澜之家供应商	鲁泰 A	申洲国际	互太纺织	行业平均
销售净利率	11.8%	12.13%	18.11%	13.76%	6.2%

数据来源：Wind 国联证券研究所

供应商资产负债率：

对资产负债率的测算主要考虑供应商的经营情况和同行业上市公司以及行业平均水平。由于资产负债率对 ROE 的影响较大，同行业内龙头公司和行业平均水平的资产负债率相差较大，我们按照行业平均水平 50% 和龙头公司水平 30% 分别进行了 ROE 测算。

图表 29：行业资产负债率情况

	鲁泰 A	申洲国际	互太纺织	行业平均
资产负债率	31%	16%	29%	52%

数据来源：Wind 国联证券研究所

供应商 ROE：

从供应商的投资回报率来看，海澜之家对供应商具备较高的吸引力。

当海澜之家供应商的资产负债率为行业平均水平 50% 时，ROE 为 17.1%，远高于申万分类纺织服装上市公司平均 ROE 8%。当资产负债率为龙头上市公司水平 30% 时，ROE 为 12.3%，仍高于行业平均水平。（具体测算过程请见报告后附表 2-附表 4）

图表 30：海澜之家供应商 ROE 情况

资产负债率	50%	30%
ROE	17%	12%

数据来源：Wind 国联证券研究所

3. 行业分析：得商业模式者得天下

海澜之家的经营模式最大优势在于匹配了当前的经济环境和行业环境，这是公司发展的根本保障，“物竞天择，适者生存”。

3.1 新城镇人口和二三线城市人口成为消费中坚力量，提升了对中低端服装的需求

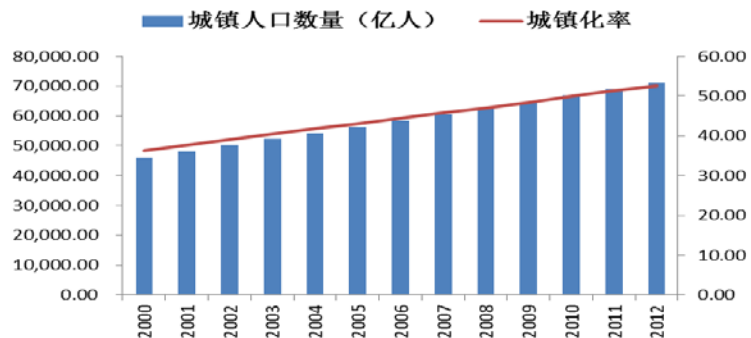
今年以来，我国消费市场的一大特征是中低收入群体消费驱动效应明显，以二三线城市消费群体和城镇化引入的新城镇人口为两支主要消费力量。预计该驱动力在未来十年将会长期存在，并担当消费领域的主要支柱。

我国城镇化率逐年提升不断带来新消费力量。城镇化进程不断创造着新城镇人，一方面新城镇人的收入水平不断提升，另一方面消费理念不断升级，两方面共同形成较强的消费能力。

我国的城镇化率每年以 1 个百分点的速度增加，2011 年首次突破 50%，标志着我国城镇居民数超过农村居民，从发达国家经验看，城镇化率在 80% 的水平，预计未来仍以每年 1% 的速度提升，即每年新增城镇人口 1400 万。

若以 2012 年我国城镇人均服装支出 1300 元计算，每年新增的城镇人口对服装的需求在 182 亿元。

图表 32: 我国城镇化率情况



资料来源: Wind 国联证券研究所

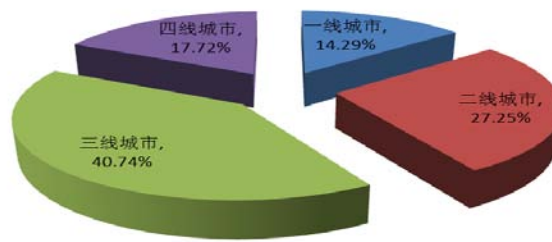
该部分人口的消费特征是：第一，新城镇人仍处于收入结构中的中低阶层，对价格的需求是中低价位，因此对中低端服装的需求较高；第二，该部分人口在消费理念上受到城市的影响大，对品质、潮流、品牌的关注较以往有所提高，因此对服装的需求是“中低端的价位，中高端的消费享受”。

海澜之家正是迎合了该部分群体的消费需求。首先，公司定位于年收入在 2-10 万的消费群体，价格较市场上的男装处于低位，符合中低收入群体的承受能力；第二，公司具备较高的品牌知名度，质量在同价位服装中更有保障，因此，较高端品牌和其他廉价品牌性价比更高，满足了消费者“中低端的价位，

中高端的消费享受”。

二三线城市的实际消费能力最高,占据了68%的份额。根据Frost & Sullivan的调研报告,尽管从人均消费能力上,二、三、四线城市较一线城市略低,但考虑到人口基数,二、三线城市的实际消费能力超过了一线城市。2008年一二三四线城市的市场容量分别为378亿元,721亿元,1078亿元和469亿元,二三线城市占据了68%的份额。

图表 33: 2008 年一二三四线城市男装市场容量及占比

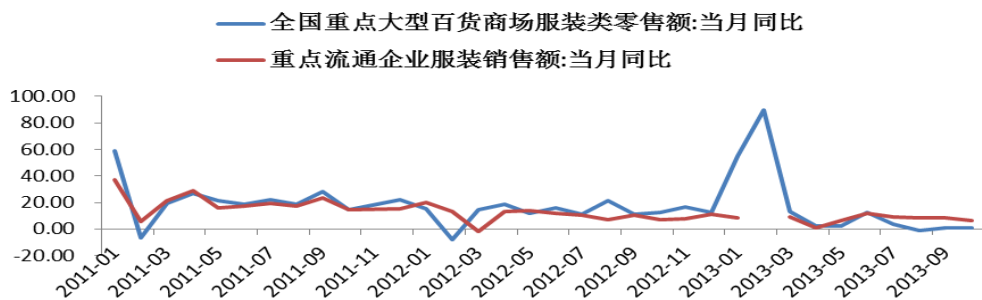


数据来源: Frost & Sullivan 国联证券研究所

二三线城市消费者的消费特征是追求“平质高价”。相比于一线城市,二三线城市对高端品牌的关注度略低,消费能力也较低;相比于四线城市,二三线城市消费者对品牌和品质又具备一定的追求,因此,海澜之家的服饰符合该部分群体的需求。海澜之家率先明确了二三线城市的定位,在二三线城市具备先发优势,品牌知名度和认可度较高,渠道选址优先,这为公司渠道的持续扩张奠定了良好的消费基础。

百货商场面向的是中高端群体,从2013年来百货商场服装类销售额同比增速低于服装整体销售增速,也可验证中低端服装消费增长速度高于高端服装消费。由下图可以看出,在2013年全国重点大型百货商场服装类零售额月同比增速低于重点流通企业服装零售额月同比增速,而在2011-2012年全国重点大型百货商场服装类零售额月同比增速高于重点流通企业服装零售额月同比增速,主要原因是2013年整体的消费特征与需求变化导致,中低阶层消费开始占据主导地位。

图表 34: 百货商场服装销售增速与服装行业整体销售增速对比



数据来源: Wind 国联证券研究所

在日本，优衣库崛起的时期正好也是中低收入阶层崛起期，优衣库从1991年开始第一个成长期，而1991年是日本百货公司营业额的最高峰，1991年以后年年下滑。1991年日本全国百货公司的营业额为9.7万亿日元，到了2004年，营业额只有7.8万亿日元，减少了2成。在日本百货公司原本的主要顾客群是年收入超过千万日元的上层阶层，以及年收入在600万-1000万日元的中上阶层，造成日本百货公司营业额低迷的最主要原因是中低阶层的顾客增加了，中上阶层的顾客少了。

图表 35: 日本全国百货公司营业额变化



数据来源: 日本百货公司协会 国联证券研究所

从日本近几年的消费业态来看，百货公司消费频率下滑幅度最大，但是网络商店、百元商店、以食品为中心的超市等消费频率明显增加。

图表 36: 日本零售业不同业态的消费频率的增减 (%)

	消费频率增加的人数 (%)	消费频率减少的人数 (%)	消费频率增加及减少的差距 (%)
网络商店	36.8	4.3	32.5
百元商店	39.1	12.3	26.8
以食品为中心的超市	29.7	10.2	19.5
便利商店	28.3	16.8	11.5
药店	21.8	10.7	11.1
家电量贩店	13.8	13.7	0.1
家庭购物中心	11.8	13.7	-1.9
折扣零售超市	9.6	12.3	-2.7
量贩店	19.3	24.6	-5.3
休闲服饰专卖店	8.7	18.6	-9.9
百货公司	9.1	42	-32.9

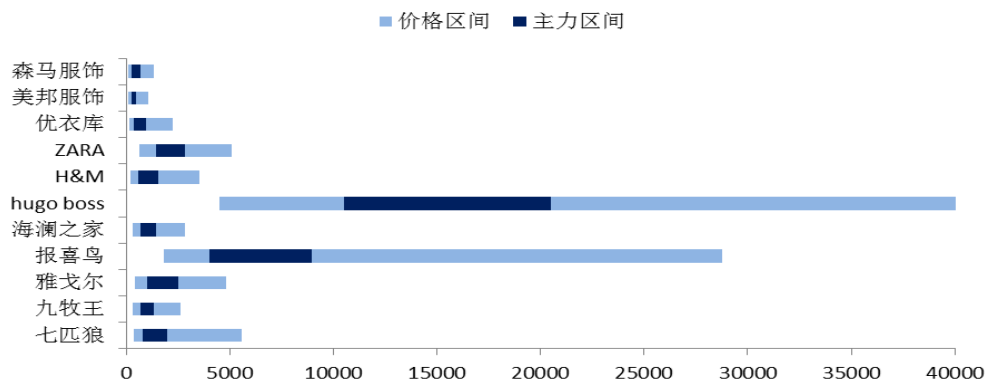
数据来源: 《消费者社会白皮书》(JMR 生活综合研究所) 国联证券研究所

因此，基于对我国当前经济环境的分析以及与日本社会情况的对比，我国中低收入阶层的崛起已经是必然趋势，并已占据主要消费地位，未来几年将逐步强化其主要消费地位。

海澜之家以其高性价比正好满足了中低收入阶层的需求，具备广阔的发展前景。男装品牌基本上可以分为高端品牌和主流品牌两大类。高端品牌的主要销售渠道是高档百货商店和品牌专卖店，网点集中于一线城市和省会城市，主要包括国际著名高端品牌和国内领先高端品牌，如 ZEGNA, DUNHILL 和 CERRUTI1881 等。主流品牌的主要销售渠道是品牌专卖店，网点集中于二线及二线以下城市，如海澜之家、利郎、劲霸和七匹狼等。

在国内出售的定位于商务休闲的男装品牌中，海澜之家的性价比相较于其他品牌更高，从以下的价格图表中也可看出。

图表 37: 男装国内市场价格对比



数据来源: 国联证券研究所

对于海澜之家未来发展前景，对比目前全球前四大跨国服装企业，均为高性价比的品牌，包括 Zara、H&M、GAP 和优衣库。海澜所定位的市场孕育巨大的消费潜力。

图表 38: 2011 年跨国服装企业的集团业绩 (亿元人民币)

	销售额	净利润	店铺数	海外销售额比例 (%)
Inditex(西班牙)	886.4	123.2	5402	29
H&M (瑞典)	799.7	115	2472	16
GAP (美国)	693.2	39.6	3263	21
迅销 (日本)	485.3	32.1	2167	18

数据来源: 公司公告 国联证券研究所

3.2 上游竞争激烈，为模式的发展提供沃土

成功企业的发展离不开对产业环境机遇的挖掘，目前我国服装行业处于产能过剩期，提供了丰富的供应商资源，保障了供应商的合作动力。

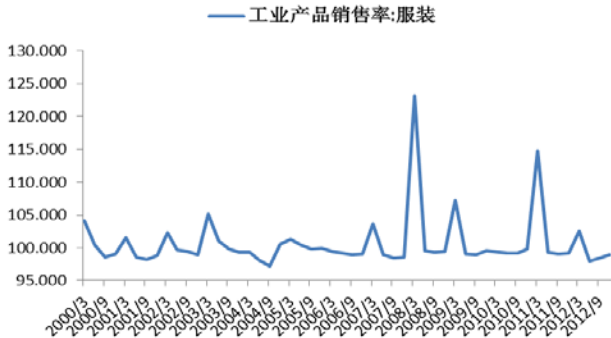
当前整个服饰制造行业服装销售率下降，服饰制造企业数量逐年攀升，竞

争程度加剧。2012 年服装的销售率整体水平达到 2007 年以来最低水平，2012 年上半年累计服装销售率仅为 97.9%，是 2004 年三季度后第一次低于 98% 的销售率。

服装制造企业的数量却逐年上升，行业竞争度不断提升，2012 年初 804 家，2013 年 10 月已经增长至 899 家，不到两年的时间增加了 12%。

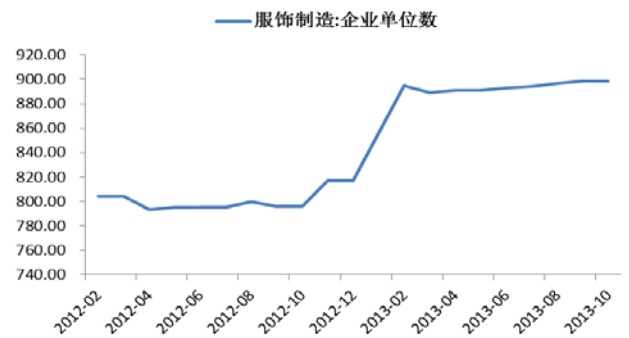
基于该产业环境，服装品牌商具备充裕的上游供应商资源。

图表 39: 服装销售率



资料来源: CEIC 国联证券研究所

图表 40: 中国服装制造企业数量

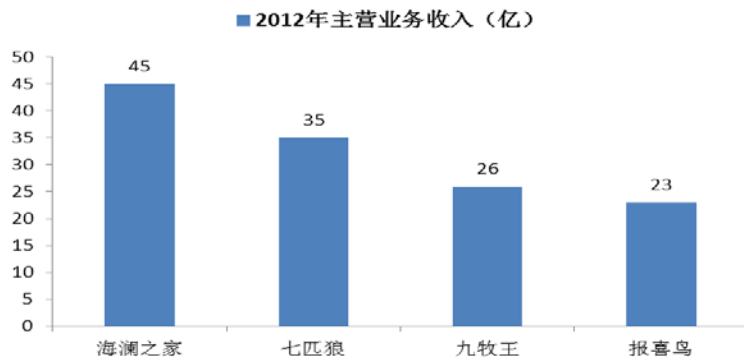


资料来源: CEIC 国联证券研究所

当前的产业环境为海澜之家提供了充足的供应商资源，同时，供应商为提高产品的售罄率，减少业务波动性风险，有动力与海澜之家这样规模大的企业合作。

2012 年海澜之家的收入规模为 45 亿元，相比男装行业七匹狼收入 35 亿元、九牧王收入 26 亿元、报喜鸟收入 23 亿元规模更大，对供应商来说更具吸引力。

图表 41: 海澜之家与男装其他公司收入规模对比

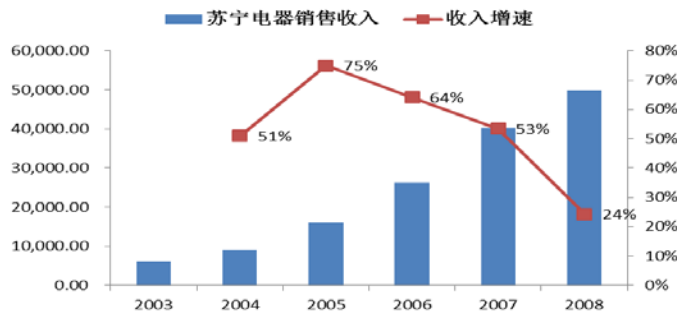


数据来源: 公司公告 国联证券研究所

对产业环境的敏锐发掘与顺势应用早有先例，10 年前的苏宁就是一个成功案例，今天的海澜之家像 10 年前的苏宁一样，再次把握住了产业机遇。10 年前，苏宁电器的迅猛成长一方面得益于房地产确立了支柱性产业地位，房地产的快速发展带动了家电行业的崛起；另外，非常重要的一点是，当时整个家电制造环节产能过剩，苏宁成功整合了家电产品供应商，快速扩张，迅速跻身家电连锁第一集团军，从 04 年到 07 年收入增速维持在 50% 以上。当前，海澜之

家也面临上游供给过剩的机遇，而我们认为海澜之家优于苏宁模式的地方是虽然公司与 200 多家供应商合作，但全部采用“海澜之家”品牌对外销售，拥有自主品牌，其优势在于：第一，建立了良好的品牌知名度与影响力，这是服装行业的核心竞争力，第二，拥有自主定价权，而当时的苏宁只是渠道商，并未实现统一品牌。

图表 42: 苏宁电器收入增速



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

3.3 Zara 和 Uniqlo 是“对的时间”出现的“对的模式”

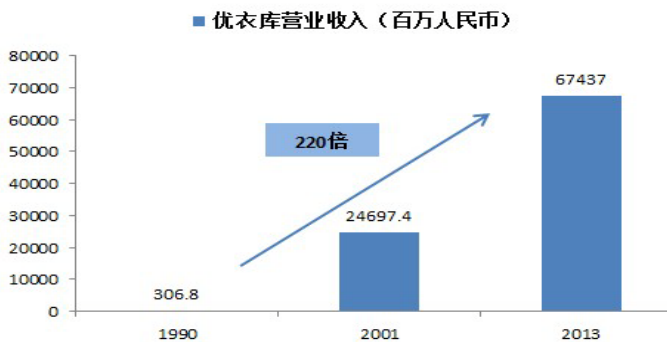
企业是有生命周期的，如果不能随着环境而改变自己，就不能很好的生存下去——柳井正（优衣库创始人）

全球跨国服装第一大企业 Inditex 集团（主要品牌 Zara）和亚洲服装第一的日本迅销集团（主要品牌优衣库）的崛起充分印证了“只有适应经济环境和产业条件的商业模式才是好模式”的道理。

成功不可完全复制，但成功可以借鉴。我们认为，服装巨头的成长经历对我国当前的服装产业发展有诸多启示。

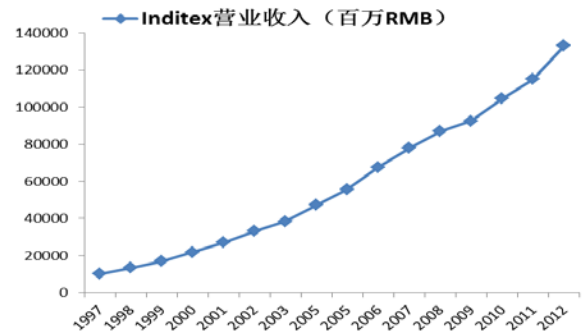
优衣库从 1990 年到 2013 年销售收入增长 220 倍，Zara 从 98 年到 13 年增长 13 倍，Zara 的市值目前已经突破 6000 亿人民币，市盈率达到 31 倍，优衣库 2300 亿元的市值，市盈率达到 44 倍。国内服装公司尚未诞生绝对领导者，谁将脱颖而出决定于商业模式的选择。

图表 43: 优衣库营业收入（百万人民币）



资料来源: 公司公告 国联证券研究所

图表 44: Inditex 历年营业收入（百万人民币）



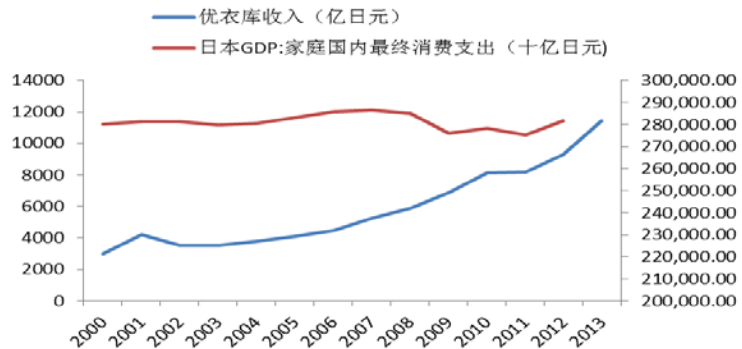
资料来源: 公司公告 国联证券研究所

优衣库的腾飞阶段始于 90 年代初，当时正是日本的经济萧条期，在其他企

业为“失去的20年”“痛苦挣扎时，优衣库的销售额从1990年的52亿日元，增长到2001年的4186亿日元，再到2013年的11430亿日元，足足增长了220倍。

是什么给予其逆生长的力量，我们将在下文中简单论述，并在第二篇深度报告中详细分析。

图表 45: 优衣库的销售额与日本家庭消费支出情况对比



数据来源: 公司年报 Wind 国联证券研究所

商业模式的选择要与当前的商业环境和产业背景相适宜。在日本经济低迷期，其他服装厂商饱受行业景气度下行的影响，业绩收缩，但优衣库却逆市增长，最根本的原因在于它选择了“平价优质”的基本款，在高端服装市场萎缩时，优衣库的产品需求却有所增长。而且渠道布局选择郊外路边，以低成本快速扩张，率先抢占市场，并配合了当时日本私家车不断增加的趋势。

“平价高质”的消费品顺应了“M型社会的需求”。在优衣库的成长期，日本的经济衰退导致收入阶层出现两极分化，社会由原来的中产阶级社会转变为“M型社会”。在人口分布上，中低收入层和高收入层变成了两个人数众多的社会阶层。当时，年收入在600万日元以下的中低阶层，已经占了日本总人口的8成。在这样的社会结构中，“平价高质”消费品成为了主流消费品。我国当前收入分化严重，这也导致了奢侈品的畅销以及“平价高质”消费品的主流地位。优衣库的两次成长期，1991-1995年和2008-2009年均伴随着经济危机和通货紧缩。

正因为价格虽低，但又融入了最新潮流，Zara比高端品牌和廉价低质品牌更容易迎合中低收入阶层的需求，这也是最广阔的消费群体。

Zara与优衣库虽然一个定位于“时尚”，一个定位于“基本款”，但本质均是占领中低阶层市场。Zara以中低阶层能承受的价格，提供拥有中上层质感商品，这也是Zara在全球畅销的原因。在Zara的四条经营秘诀中，均围绕“平价高质”中心展开，首先是价格，整个运营过程全部自行掌控，没有中间人和代理商，减少价格的层层加成；其次是低价采购原材料；再就是雇佣廉价劳动力；最后，薄利多销，利润空间虽然小，但是卖出去的量。（《Zara: 阿曼修·奥尔特加与他的时尚王国》）

良好的商业模式具有先发优势。优衣库可以说是日本“平价高质”服装的第一家，在渠道扩张和品牌推广上先发优势明显，其后优衣库的模仿者众多，

但都难以企及优衣库的高度，我们认为，在服装零售行业，先发优势意味着优先确立市场地位和品牌影响。

4. 公司市场空间：向服装巨头迈进，展望十倍空间

海澜之家未来具备广阔的市场空间。从国内来看，一方面得益于居民收入增长，衣着消费能力提升，服装市场规模扩张，另一方面海澜之家以其高于行业水平的速度快速扩张，提升市场份额。从与国外公司的对比看，海澜之家与优衣库、Zara 当前差距将是未来的成长空间。

4.1 国内市场——居民收入增长和公司市场份额扩张双驱动

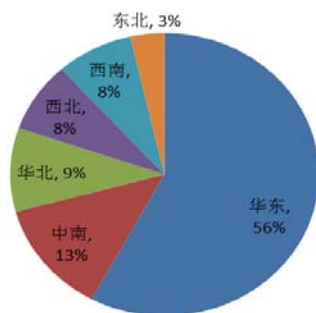
当前华东地区对公司的收入贡献可谓“一枝独秀”，未来公司市场空间的扩展主要具备三项驱动力：1. 其他地区（除华东地区外）收入水平逐步向华东地区靠拢，公司在其他地区的渗透率提升；2. 居民人均衣着消费增加；3. 海澜之家市场份额提升。

首先，全国范围内横向比较，华东地区对公司的收入贡献度较高，其他地区目前开发和拓展程度较低，随着其他地区的收入逐步提升以及公司对其他地区的开发力度加大，其他地区销售收入增长空间 2 倍以上。2012 年华东地区的收入 25 亿元，占总收入的 56%。中南、华北、西北、西南和东北地区共贡献 44% 的收入。

其他地区的人口数量是华东地区的 2.14 倍，城镇人均收入华东地区是 2.8 万元，其他地区是 2.3 万元，2012 年华东地区城镇人均收入增速是 12%，其他地区达到 13%，随着其他地区人均收入以较高的速度不断增长，以及公司在其他地区的渗透率提升，预计其他地区的销售收入能达到华东地区的 2 倍。

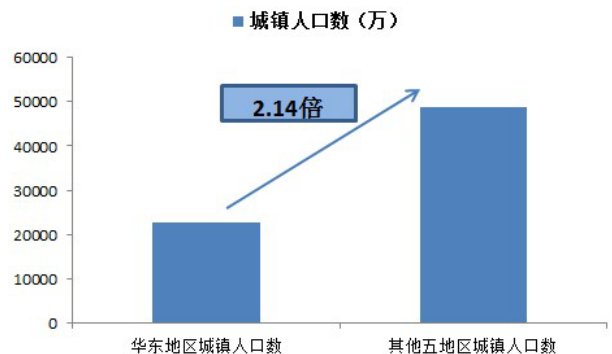
在华东地区收入保持不变的情况下，若其他地区的收入达到当前华东地区的 2 倍，则公司的营业收入为 2012 年的 1.75 倍。

图表 46: 2012 年公司营业收入按地区划分



资料来源：公司公告 国联证券研究所

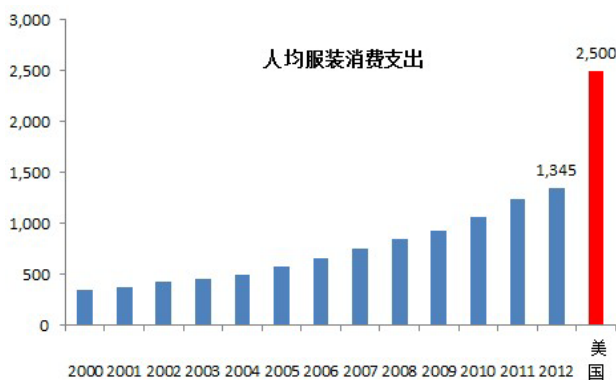
图表 47: 其他地区和华东地区的人口数比较



资料来源：CEIC 国联证券研究所

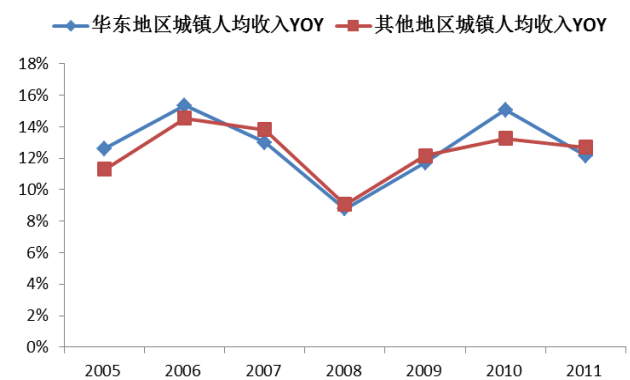
第二，随着收入水平的提升，城镇人均服装消费支出不断增加，服装市场规模逐步扩大，与美国对比至少还有 1.9 倍空间。由于城镇人口收入较高，消费能力强，因此以城镇人口消费支出与美国支出进行对比更有可比性。2012 年我国城镇人均服装支出 1345 元，美国男士人均服装支出 2500 元，相差 1.9 倍。05-12 年城镇人均衣着支出 CAGR 为 13%，若保持该增速，5 年可以达到美国男士人均服装支出水平，若以 10% 的增速计算，7 年可以达到。

图表 48: 城镇人均服装支出



资料来源: CEIC 国联证券研究所

图表 49: 华东地区和其他地区城镇人均收入增速



资料来源: CEIC 国联证券研究所

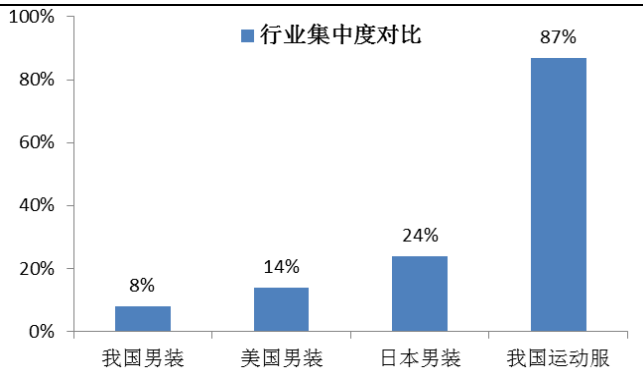
第三，海澜之家的增速一直高于行业平均水平，预计随着公司高速扩张，未来海澜之家的市场份额将逐步提升。目前男性人口 6.9 亿，城镇化率 49.7%，城镇男性人口 3.43 亿，以城镇男性人口计算，2012 年人均消费海澜之家 13 元，占人均年度衣着支出 $13/1345=1\%$ ，预计海澜之家能达到 3% 的市场占有率，则海澜之家在市场占有率提升中有 3 倍空间。

我们认为公司市场份额的提升具有较强的确定性，一方面由于行业集中度的提升是必然趋势，龙头公司将最大受益，另一方面由于公司具备符合行业未来发展趋势的核心竞争力。

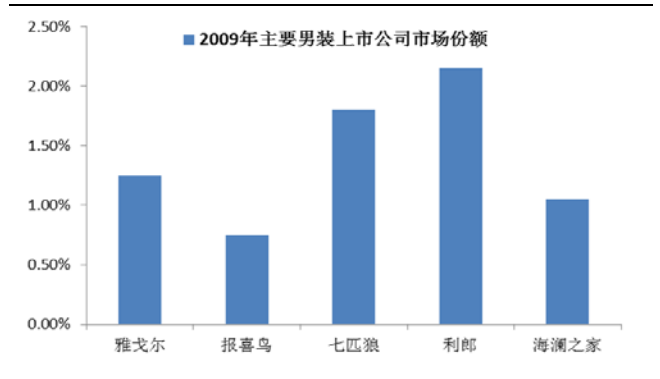
当前我国男装行业的市场集中度低，与国外男装行业和国内运动服相比相差甚远，主要品牌的市占率提升空间大。2010 年，中国男装前十位品牌的市场占有率为 8%，同期美、日两国则分别达到 14% 和 24%。相比于体育用品市场，我国前十位体育用品品牌的市场集中度高达 87%。由此可见，与体育用品市场相比，男装行业尚未饱和，未来行业集中度提升是主要趋势，主要品牌的市占率提升空间大，有利于优质上市公司的业绩快速成长。

图表 50: 服装行业市场规模

图表 51: 男装行业市场规模



资料来源：CNCIC 信息时报 国联证券研究所

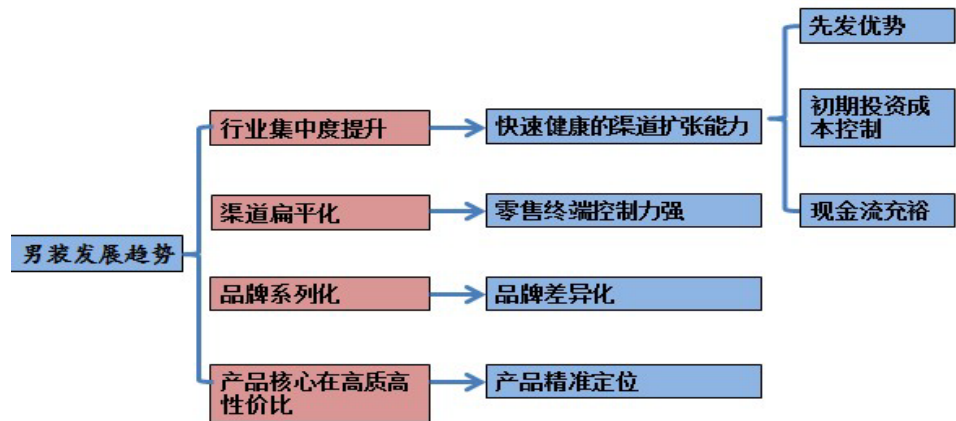


资料来源：公司招股说明书 国联证券研究所

在这样一个行业集中度低，未来提升空间大，整体增速平稳的行业中，我们最关注的是能够符合行业未来发展趋势，核心竞争力突出，以高于行业平均水平快速增长的龙头公司。

我们认为，我国男装行业在未来几年的发展趋势表现为四个方面：行业集中度提升、渠道扁平化、品牌系列化及产品的核心向高质高性价比发展。与未来发展趋势相对应的公司应具备的核心竞争力为：快速健康的渠道扩张能力、零售终端控制力、品牌差异化能力以及产品的精准定位能力，这正是海澜之家所具备的能力，最根本的在于其经营模式的选择对行业发展趋势具有前瞻性并先于其他企业提前调整了商业模式，适应了产业环境的要求，目前该商业模式全国仅此一家。

图表 52: 男装行业的发展趋势和核心竞争力



数据来源：国联证券研究所

随着居民收入水平的提升，人均服装支出的增长和海澜之家市场份额的提升，海澜之家未来的市场份额还有 10 倍空间。

图表 53: 海澜之家市场空间测算

项目	测算
Step1:若华东地区维持不变,其他地区参照华东地区标准测算	1. 除华东地区外其他地区的人口数是华东地区的 2.14 倍。 2. 假设其他地区的收入水平能逐步增长到华东地区现有水平,则其他地区收入将是当前的 2 倍。 3. 华东地区 2012 年收入占比 56%,其他地区 44% 测算: 公司收入将是 2012 年的 1.75 倍。
Step2:全国城镇居民的人均服装消费水平提升	1. 2012 年我国城镇人均服装支出 1345 元 2. 美国男士人均服装支出 2500 元,相差 1.9 倍 3. 05-12 年城镇人均衣着支出 CAGR 为 13%,若保持该增速,5 年可以达到美国的水平。 测算: 全国城镇居民的人均服装消费提升至少还有 1.9 倍空间,服装市场规模还有 1.9 倍空间。
Step3:海澜之家市场份额提升	1. 以当前城镇男性人口 3.43 亿计算,2012 年人均消费海澜之家 13 元 2. 我国城镇人均年度服装支出 1345 元,海澜之家占据 1% 测算: 预计未来公司市场份额提升至 3%,还有 3 倍空间。
公司未来市场空间	1.75*1.9*3=10 倍

数据来源: 国联证券研究所

4.2 对比国外公司——人均店铺数和人均消费额仍有很大发展空间

海澜之家和优衣库、Zara 公司相比,在人均店铺数和人均消费额上仍有很大成长空间。

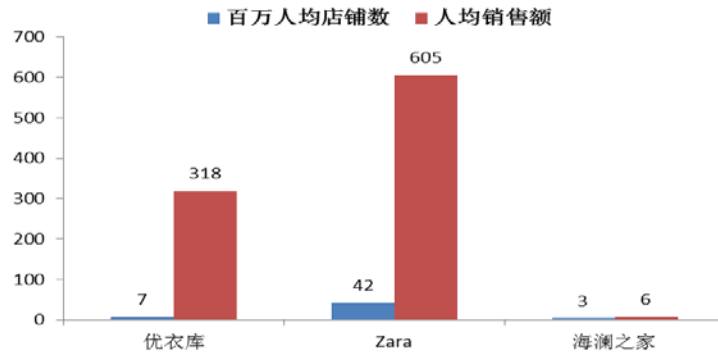
以“优衣库”品牌在日本的销售额、店铺数和日本的人口数测算,“优衣库”品牌在日本的百万人均店铺数为 7 家,每位日本居民消费优衣库金额为 318 元人民币。

以 Inditex 集团在西班牙的销售额、店铺数和西班牙的人口数测算,Inditex 集团在西班牙百万人均店铺数为 42 家,每位西班牙居民消费金额为 605 元人民币。

海澜之家以国内男性人口数测算,2012 年百万人均店铺数为 3 家,人均销售额为 6 元,与优衣库和 Zara 差距甚远。

从百万人拥有店铺数看,海澜之家与优衣库相比还有 2 倍空间,与 Zara 相比还有 14 倍空间。从人均销售额来看,海澜之家与优衣库相差 50 多倍,与 Zara 相比相差 100 倍。

图表 54: 海澜之家与优衣库和 Zara 人均销售额和店铺数对比



数据来源: 公司公告 国联证券研究所

5. 盈利预测与估值

预计海澜之家 2013-2015 年每股收益为 0.30、0.39 和 0.48 元,净利润为 13.4 亿元、17.5 亿元和 21.7 亿元,净利润年复合增速为 37%。预计 凯诺科技 2013-2015 年每股收益为 0.33 元、0.42 元和 0.51 元,市盈率分别为 21.0 倍、16.5 倍和 13.6 倍,考虑到公司在行业中成长性高,经营模式优势明显,未来成长空间大,给予公司 2014 年 21-25 倍 PE,对应合理价格在 8.8-10 元,给予“推荐”评级。

第一,公司相比同行业竞争者成长性更高,给予其成长性溢价。公司近年来的收入增速一直高于行业主要竞争对手,在行业景气度下行期收入增长依然稳健。公司 2009-2012 年收入年复合增速在 48.5%,净利润年复合增速为 41.6%,高于男装行业其他 A 股上市公司。行业的收入年复合增速基本在 20%-30%的水平(卡奴迪路基数低,可比性弱)。

同时公司兼具男装和休闲装的特征,可与 A 股男装和休闲服饰上市公司进行对比。男装行业中,七匹狼、九牧王和报喜鸟的估值均在 10-15x,卡奴迪路由于其成长性较高,估值在 16x,希努尔 2013 年出现成长性拐点,市场给予其一定的估值溢价,PE 在 22x。在休闲服饰中,美邦服饰 PE 在 26x,森马在 22x,海澜之家的成长性一直高于同行业竞争者,我们认为应该给予公司高于行业平均水平的估值溢价。因此,2014 年 21-25 倍的 PE 比较合理。

图表 55: 海澜之家与男装行业其他 A 股上市公司成长性比较

营业收入	2009	2012	CAGR	净利润	2009	2012	CAGR
海澜之家	1383	4529	49%	海澜之家	301	854	42%
七匹狼	1987	3477	21%	七匹狼	217	566	38%
九牧王	1404	2600	23%	九牧王	258	668	37%
报喜鸟	1092	2254	27%	报喜鸟	243	469	25%
希努尔	850	1179	12%	希努尔	111	140	8%
卡奴迪路	249	636	37%	卡奴迪路	40	177	64%

步森股份	464	653	12%	步森股份	33	40	7%
------	-----	-----	-----	------	----	----	----

数据来源：公司公告 国联证券研究所

图表 56: 男装及休闲服饰 A 股上市公司市盈率比较

	七匹狼	九牧王	报喜鸟	希努尔	卡奴迪路	步森股份	美邦服饰	森马服饰
市盈率	11	12	12	22	16	64	26	22

数据来源：Wind 国联证券研究所

第二, 公司的经营模式保障了其未来成长空间, 有望成为中国的“优衣库”。

公司在行业内独树一帜的经营模式强化了供应链体系, 实现供应商、品牌商和加盟商的共赢, 并符合男装行业未来四大发展趋势: 行业集中度提升、渠道扁平化、品牌系列化及产品的核心向高质高性价比发展。保障了公司快速健康的渠道扩张能力、零售终端的控制力、充分利用供应商资源、产品差异化能力和产品高性价比。因此, 公司的经营模式在传统服装行业中具有巨大的革新意义, 从公司的模式创新中, 我们看到了跨国服装巨头优衣库和 Zara 模式创新的崛起路径, 公司有望凭借领先的商业模式发展为国内服装行业的优衣库。由于公司发展空间大, 给予公司相对比国内上市公司一定的估值溢价。

参照 Inditex 集团 31 倍的市盈率和日本迅销集团 44 倍的市盈率, 给予公司 2014 年 25 倍的市盈率是合理的。

第三, 从市值角度看, 服装行业具备产生大市值公司的沃土。Inditex 集团 6000 亿人民币市值, 迅销集团 2500 亿人民币市值, GAP1000 亿人民币市值。

图表 57: 海澜之家盈利预测

利润表	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,529	7,016	9,056	10,986
营业成本	2,772	4,298	5,529	6,687
营业税金及附加	38	56	72	88
销售费用	405	533	688	835
管理费用	267	379	480	549
EBIT	1,047	1,742	2,279	2,820
财务费用	0	-16	-28	-42
资产减值损失	-9	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1,075	1,758	2,307	2,861
营业外净收入	52	4	4	4
利润总额	1,126	1,762	2,311	2,865
所得税	273	427	560	695
净利润	853	1,335	1,751	2,171
少数股东损益	10	0	-10	-10
归属母公司净利润	854	1,335	1,741	2,161

数据来源：国联证券研究所

6. 风险因素

- (1) 规模未能如期扩张的风险;
- (2) 消费低迷导致产品严重滞销风险。

7. 附表：海澜之家供应商 ROE 测算说明

7.1 海澜之家供应商利润表

附表 1: 供应商利润表

利润表		说明
营业收入	365	以 2012 年最大供应商的收入额填列
营业成本	277	
占营业收入%	76%	参照上图, 申洲国际 72%, 互太纺织 82%, 鲁泰 A 73%
营业税金及附加	3.65	
占营业收入%	1%	根据 Wind 服装制造企业平均值统计为 1%, 鲁泰 A 为 0.5%, 申洲国际、互太纺织未披露
销售费用	3.65	
占营业收入%	1%	申洲国际和互太纺织均为 1%
管理费用	13.87	
占营业收入%	3.8%	根据 Wind 服装制造企业平均值为 3.8%, 申洲国际 7%, 互太纺织 1%
财务费用	8.92	根据长短期借款测算, 短期借款利率 6%。长期借款利率 7%
资产减值损失	0	
投资净收益	0	
营业利润	57.51	
营业外净收入	0	
利润总额	57.51	
所得税	14.38	以 25% 的所得税税率计算, 对比鲁泰 A 11%, 申洲国际 19%, 互太纺织 17%
净利润	43.13	
少数股东损益	0.00	
归属母公司净利润	43.13	
销售净利率	11.8%	对比鲁泰 A 12%, 互太纺织 14%, 申洲国际 18%, 申万纺织服装行业上市公司平均 6.2%

数据来源: 国联证券研究所

7.2 海澜之家供应商资产负债表

附表 2: 海澜之家供应商资产负债表及 ROE

资产负债率=50%时, ROE=17.1%		资产负债率=50%时, ROE=12.3%	
现金	73	现金	73
应收款项净额	58	应收款项净额	58
存货	183	存货	183
其他流动资产	137	其他流动资产	137
流动资产总额	313	流动资产总额	313
固定资产	183	固定资产	183
无形资产	6	无形资产	6
长期股权投资	0	长期股权投资	0
其他长期资产	0	其他长期资产	0
资产总额	502	资产总额	502
短期借款	90	短期借款	70
应付款项	80	应付款项	80
其他流动负债	0	其他流动负债	0
流动负债	170	流动负债	150
长期借款	50	长期借款	0
应付债券	0	应付债券	0
其他长期负债	0	其他长期负债	0
负债总额	250	负债总额	150
少数股东权益	0	少数股东权益	0
股东权益	252	股东权益	352
负债和股东权益	502	负债和股东权益	502
ROE	17.1%	ROE	12.3%

数据来源: 国联证券研究所

7.2.1 当资产负债率=50%时, 资产负债表和 ROE 测算:

附表 3: 供应商资产负债表 (资产负债率为 50%)

当资产负债率为 50%时, 供应商资产负债表及 ROE 测算 (单位: 百万)		说明
资产负债表		
流动资产:		
货币资金	73.00	货币资金/营业收入: 以 20% 计算, 鲁泰 A 为 15%, 申洲国际 24%, 互太纺织 27%
应收票据		
应收账款	52.14	应收账款及应收票据的周转率: 取周转率为 7 计算, 鲁泰 A 21, 申洲国际 1.4, 互太纺织 7, 取龙头公司中的中间值 7。

		预付款项/营业成本: 以 2% 计算, 鲁泰 A 为 2%, 申洲国际和互太纺织未披
预付款项	5.55	露
存货	182.50	海澜之家供应商存货周转率为 2, 因为海澜之家服装销售期 18 个月
流动资产合计	313.19	
非流动资产:		
		固定资产周转率(以固定资产原值): 以 2 计算, 申洲国际 2, 互太纺织 1.9,
固定资产	182.50	鲁泰 A 为 1。
在建工程	0.00	
		无形资产周转率(以原值计算): 以 60 计算, 申洲国际 79, 鲁泰 A 为 16.4,
无形资产	6.00	互太纺织无形资产 0。
递延所得税资产	0.00	
其他非流动资产	0.00	
非流动资产合计	188.50	
资产总计	501.69	
流动负债:		
		短期借款/总资产: 以 18% 计算, 因为海澜之家供应商采取赊销方式, 先回
短期借款	90.30	收 30% 的货款, 其余在实际销售时支付, 因此比买断式服装制造企业负债高
应付票据		些, 鲁泰 A 为 18%, 申洲国际 10%, 互太纺织无
		应付账款/营业成本: 以平均值 10% 计算, 申洲国际 13%, 互太纺织 14%,
应付账款	27.74	鲁泰 A 为 7.6%
		预收款项/营业收入: 以 2% 计算, 鲁泰 A 为 2%, 申洲国际和互太纺织未披
预收款项	7.30	露
应付职工薪酬	21.90	应付职工薪酬/营业成本: 以 6% 计算, 鲁泰 A 为 6%
应交税费	3.29	应交税费/营业收入: 以 1% 计算, 申洲国际 1.6%, 互太纺织 1%, 鲁泰 A 0.9%
		其他应付款/营业成本: 以 7% 计算, 互太纺织 6.6%, 申洲国际 6.7%, 鲁泰
其他应付款	19.42	A 7.6%
一年内到期的非流动负债	0.00	
流动负债合计	169.95	
非流动负债:		
长期借款	50.00	
其他非流动负债	30.00	
非流动负债合计	80.00	
负债合计	249.95	资产负债率为 50%: 申洲 16%, 互太 29%, 鲁泰 A 31%, 行业平均 52%
所有者权益(或股东权益):		

实收资本(或股本)	80.00
资本公积金	70.00
减: 库存股	
盈余公积金	0.00
一般风险准备	
未分配利润	101.74
归属于母公司所有者权益合计	251.74
所有者权益合计	251.74
负债和所有者权益总计	501.69

ROE 17.1% 申洲国际和互太纺织均在 20%以上, 鲁泰 A 为 13.44%, 申万分类纺织服装上市公司平均 ROE 在 8%

数据来源: Wind 国联证券研究所

7.2.2 当资产负债率=30%时, 资产负债表和 ROE 测算:

附表 4: 供应商资产负债表 (资产负债率为 30%)

当资产负债率为 30%时, 供应商资产负债表及 ROE 测算 (单位: 百万)

资产负债表	说明
流动资产:	
	货币资金/营业收入: 以 20%计算, 鲁泰 A 为 15%, 申洲国际 24%, 互太纺织
货币资金	73.00 27%
应收票据	
	应收账款及应收票据的周转率: 取周转率为 7 计算, 鲁泰 A 21, 申洲国际 1.4,
应收账款	52.14 互太纺织 7, 取龙头公司中的中间值 7。
预付款项	5.55 预付款项/营业成本: 以 2%计算, 鲁泰 A 为 2%, 申洲国际和互太纺织未披露
存货	182.50 海澜之家供应商存货周转率为 2, 因为海澜之家服装销售期 18 个月
流动资产合计	313.19
非流动资产:	
	固定资产周转率 (以固定资产原值): 以 2 计算, 申洲国际 2, 互太纺织 1.9,
固定资产	182.50 鲁泰 A 为 1。
在建工程	0.00
	无形资产周转率 (以原值计算): 以 60 计算, 申洲国际 79, 鲁泰 A 为 16.4,
无形资产	6.00 互太纺织无形资产 0。
递延所得税资产	0.00

其他非流动资产	0.00	
非流动资产合计	188.50	
资产总计	501.69	
流动负债:		
		短期借款/总资产: 以 14% 计算, 因为海澜之家供应商采取赊销方式, 先回收 30% 的货款, 其余在实际销售时支付, 因此比买断式服装制造企业负债高些,
短期借款	70	鲁泰 A 为 18%, 申洲国际 10%, 互太纺织无
应付票据		
		应付账款/营业成本: 以平均值 10% 计算, 申洲国际 13%, 互太纺织 14%, 鲁
应付账款	27.74	泰 A 为 7.6%
预收款项	7.30	预收款项/营业收入: 以 2% 计算, 鲁泰 A 为 2%, 申洲国际和互太纺织未披露
应付职工薪酬	21.90	应付职工薪酬/营业成本: 以 6% 计算, 鲁泰 A 为 6%
应交税费	3.29	应交税费/营业收入: 以 1% 计算, 申洲国际 1.6%, 互太纺织 1%, 鲁泰 A 0.9%
其他应付款	19.42	其他应付款/营业成本: 以 7% 计算, 互太纺织 6.6%, 申洲国际 6.7%, 鲁泰 A 7.6%
一年内到期的非流动负债	0.00	
流动负债合计	149.64	
非流动负债:		
长期借款	0	
其他非流动负债	0	
非流动负债合计	0	
负债合计	149.64	资产负债率为 30%: 申洲 16%, 互太 29%, 鲁泰 A 31%, 行业平均 52%
所有者权益(或股东权益):		
实收资本(或股本)	80.00	
资本公积金	70.00	
减: 库存股		
盈余公积金	0.00	
一般风险准备		
未分配利润	202.05	
归属于母公司所有者权益合计	352.05	
所有者权益合计	352.05	
负债和所有者权益总计	501.69	
ROE	12.3%	申洲国际和互太纺织均在 20% 以上, 鲁泰 A 为 13.44%, 申万分类纺织服装上市公司平均 ROE 在 8%

数据来源: 国联证券研究所

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 13-12-25

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,529	7,016	9,056	10,986
营业成本	2,772	4,298	5,529	6,687
营业税金及附加	38	56	72	88
销售费用	405	533	688	835
管理费用	267	379	480	549
EBIT	1,047	1,742	2,279	2,820
财务费用	0	-16	-28	-42
资产减值损失	-9	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	1,075	1,758	2,307	2,861
营业外净收入	52	4	4	4
利润总额	1,126	1,762	2,311	2,865
所得税	273	427	560	695
净利润	853	1,335	1,751	2,171
少数股东损益	10	0	-10	-10
归属母公司净利润	854	1,335	1,741	2,161

主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	26.0%	54.9%	29.1%	21.3%
营业利润	13.8%	63.6%	31.2%	24.0%
净利润	0.0%	56.3%	30.4%	24.1%
获利能力				
毛利率(%)	38.8%	38.7%	38.9%	39.1%
净利率(%)	18.8%	19.0%	19.3%	19.8%
ROE(%)	43.0%	43.7%	39.2%	35.0%
ROA(%)	9.4%	10.1%	10.1%	10.0%
偿债能力				
流动比率	1.44	1.46	1.54	1.62
速动比率	0.57	0.59	0.78	0.86
资产负债率%	78.2%	76.9%	74.3%	71.4%
营运能力				
总资产周转率	49.7%	53.1%	52.3%	50.8%
应收账款周转天数	6.37	6.37	6.37	6.37
存货周转天数	578.93	578.93	500.00	500.00
每股收益	0.19	0.30	0.39	0.48
每股净资产	0.44	0.68	0.99	1.37
P/E	33.7	21.5	16.5	13.3
P/B	14.5	9.4	6.5	4.7

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
现金	2,472	3,994	7,067	9,554
应收款项净额	79	122	158	192
存货	4,457	6,697	7,455	9,041
其他流动资产	326	351	453	549
流动资产总额	7,334	11,164	15,133	19,336
固定资产	1,125	1,671	1,828	1,956
无形资产	185	178	170	163
长期股权投资	0	0	0	0
其他长期资产	71	71	71	71
资产总额	9,106	13,209	17,304	21,618
短期借款	0	0	0	0
应付款项	4,683	7,037	9,070	10,999
其他流动负债	405	597	769	929
流动负债	5,088	7,634	9,839	11,928
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2,034	2,523	3,012	3,501
负债总额	7,122	10,157	12,851	15,429
少数股东权益	0	0	8	16
股东权益	1,984	3,052	4,445	6,173
负债和股东权益	9,106	13,209	17,304	21,618

现金流量表	2012A	2013E	2014E	2015E
税后利润	854	1,335	1,741	2,161
加: 少数股东损益	-9	0	8	8
公允价值变动	9	0	0	0
折旧和摊销	0	139	166	182
营运资金的变动	644	815	1,806	869
经营活动现金流	1,498	2,289	3,721	3,220
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	-555	-500	-300	-300
投资活动现金流	-555	-500	-300	-300
股权融资	362	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	-62	-267	-348	-432
其它融资现金流	-359	0	0	0
融资活动现金流	-121	-267	-348	-432
现金净变动额	822	1,522	3,073	2,487

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。