

海澜之家 (600398)

强烈推荐

行业：男装

流通链条极致扁平高效，成就男装“品类杀手”

公司“供应商-海澜之家-门店-消费者”的流通链条极致扁平高效，以最少的销售环节、最少的逐级加价让利于消费者。公司商业模式、定位、理念契合了当前宏观、行业和消费形势，成为快速成长的男装“品类杀手”。

投资要点：

✦ **“高品质、中价位”的男装领导品牌**：公司于2014年2月反向收购凯诺科技实现借壳上市，成为以服装品牌管理、供应链管理和营销网络管理为主营业务的服装龙头企业，高性价比男装“海澜之家”贡献80%以上的收入。

✦ **商业模式独特，流通链条扁平高效，价值和风险双向流动，壁垒性高**：1、采购端：采取赊购模式，未售出商品退还供应商，此举通过给予供应商高毛利将存货风险转移；2、加盟端：经营权和所有权分离，加盟商只负责支付租金、人工等相关费用，公司负责门店的具体管理；3、价值和风险可以在各节点间双向流动，从而使供应商、海澜之家和加盟商成为坚固的利益共同体；4、其他品牌商模仿海澜之家模式需要重塑流通链条，并将存货风险由传统加盟商转移至供应商，而这会触动加盟商和供应商利益而遭遇巨大阻力。

✦ **公司商业模式、定位、理念契合了当前宏观、行业和消费形势，处于快速增长期**：1、宏观层面：生产端，大量代工厂出口转内销，公司供应商可选范围扩大；消费端，公司时尚、高性价比的产品特征契合了更加理性的消费潮流，大量位于低线城市的门店充分受益于新型城镇化等政策红利。2、行业层面：行业不景气腾出大量核心商圈黄金铺位可供选择；3、公司层面：外延扩张空间广阔，大店占比上升，客流量、连带率、客单价均处上升通道。

✦ **首次覆盖，给予强烈推荐评级**：预计公司2014-16年营业收入同比增长48.5%、31.4%和27.8%，归属净利润分别为22.9、31.1和40.1亿元，同比增长57.4%、35.7%和29.1%，对应EPS分别为0.51、0.69和0.89元。公司商业模式扁平高效、产品性价比高，契合当前市场需求，给予2015年20.5倍PE，目标价14.14元，“强烈推荐”评级。

✦ **风险提示**：新拓展店铺销售不达预期；设计出现偏差，导致大量退货。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1365	12650	16625	21246
收入同比(%)	0%	826%	31%	28%
归属母公司净利润	142	2289	3105	4010
净利润同比(%)	36%	1515%	36%	29%
毛利率(%)	43.6%	40.1%	41.1%	41.8%
ROE(%)	6.6%	28.0%	28.6%	28.0%
每股收益(元)	0.03	0.51	0.69	0.89
P/E	331.25	20.51	15.12	11.71
P/B	21.75	5.75	4.32	3.27
EV/EBITDA	172	15	11	8

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：徐晓芳

S0960511030019

0755-82026826

xuxiaofang@china-invs.cn

署名：王孜

S0960114080038

0755-82026571

wangzi@china-invs.cn

6-12个月目标价：14.14

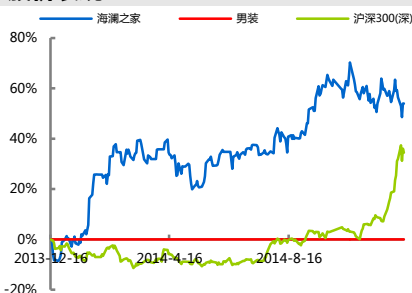
当前股价：10.51

评级调整：首次

基本资料

总股本(百万股)	4,493
流通股本(百万股)	647
总市值(亿元)	472
流通市值(亿元)	68
成交量(百万股)	9.43
成交额(百万元)	99.82

股价表现



相关报告

核心观点

1. 海澜之家流通链条扁平高效，壁垒性高；以最少的流通环节造就高性价比产品

整个流通链条仅保留“供应商-海澜之家-加盟商(门店)”三个要素，省掉一切不必要的环节让利于消费者。

采购端：

- **商业模式**：代销，两个适销季后仍未售出的商品退回供应商；
- **壁垒性**：①存货风险转移至供应商，风险补偿高毛利；②规模；③信任

销售端：

- **商业模式**：类直营，门店所有权、经营权分离；加盟商实为财务投资者
- **优势**：①利用社会资金快速扩张；②对终端经营有绝对控制力
- **壁垒性**：①变多级代理为类直营触及原加盟商利益；②类直营需大量门店管理人才；③传统模式下，加盟商承担存货风险，转为类直营模式存货风险不易转移。

2. 商业模式、定位、理念契合了当前宏观、行业和消费形势，处于快速增长期

宏观层面：

(1) **生产端** — 大量代工厂出口转内销，公司供应商可选范围扩大；规模效益提升供应商粘性。

(2) **加盟端** — 国内投资渠道缺乏，房地产市场不景气使得社会资金对加盟海澜之家更为积极。

(3) **消费端** — 公司时尚、高性价比的产品特征契合了更加理性的消费潮流，大量位于低线城市的门店充分受益于新型城镇化等政策红利。

行业层面：

(1) 服装业低迷，大量核心商圈优质商铺资源腾出；(2) 与国内品牌错位竞争

公司层面：

(1) 外延扩张空间：①县级以上城市街边店 2500 余家；②购物中心店 1000 余家；③大量乡镇门店

(2) 内生增长：①大店、三合一品牌店推动连带率、客单价上升；②客流量上升；③分成方式优化

3. 首次覆盖，给予“强烈推荐”评级

我们对公司业务按品牌进行分拆，从每年净新增门店、平均单店营业收入增速的角度进行预测。预计 2014、2015、2016 年营业收入分别为 126.5、166.3 和 212.5 亿元，同比增长 48.5%、31.4%和 27.8%，归属净利润分别为 22.9、31.1 和 40.1 亿元，同比增长 57.4%、35.7%和 29.1%，对应 EPS 分别为 0.51、0.69 和 0.89 元。

一方面，公司确定性的业绩增长为估值切换提供了基础；另一方面，公司当前估值与 A 股男装行业平均水平相当，未能充分体现公司模式的独特性、与宏观及消费形势的契合度。给予 2015 年 20.5 倍 PE，相对于男装行业 2015 年平均估值溢价 20%，目标价 14.14 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

目 录

一、公司概况：定位“高品质、中价位”的男装领导品牌	5
二、商业模式：流通链条极致扁平高效，打造男装“品类杀手”	7
1. 海澜之家 V.S. 供应商	8
2. 海澜之家 V.S. 加盟商	12
3. 从对比角度看海澜之家模式的先进性和强大生命力	14
三、公司商业模式、定位、理念契合了当前宏观、行业和消费形势	17
四、爱居兔、百衣百顺或成为新增长点	26
1. 爱居兔 (EICHITOO)：升级转型为女装	26
2. 百衣百顺：超大规模卖场形式，处理海澜之家尾货	26
3. 圣凯诺：高质量的团购商务装	27
4. 电子商务	29
五、财务对比分析	29
六、估值、盈利预测与评级	31
七、风险提示	32

图目录

图 1 公司股权结构	5
图 2 2014 年上半年各品牌营业收入(亿元)占比	6
图 3 2009-2014H1 营收及净利润增速 (亿元)	6
图 4 2009-2014H1 海澜之家与行业收入增速	6
图 5 海澜之家商业模式	8
图 6 公司设计流程	9
图 7 海澜之家与九牧王销售链条对比	16
图 8 1994-2013 年中国出口增速 (亿元)	17
图 9 人民币升值对行业利润率的冲击系数	18
图 10 1988-2001 年日本 GDP 增速	19
图 11 2006-2014 年中国 GDP 增速	19
图 12 1984-2013 年优衣库收入和门店数量 (十亿日元)	19
图 13 优衣库北京三里屯店	20
图 14 优衣库纽约旗舰店	20
图 15 优衣库和日本服装类企业营业收入增速	20
图 16 优衣库和日本服装类企业历史股价走势 (日元)	21
图 17 公司未来增长逻辑	22
图 18 2009-2014H1 各区域收入占比	22
图 19 2013 年各省市人均 GDP (元)	23
图 20 2013 年各省市人口 (百万)	23
图 21 海澜之家市场空间	25

图 22 爱居兔销售网络 (蓝色为覆盖地区)	26
图 23 爱居兔风格: 简约时尚	26
图 24 百衣百顺超大卖场	27
图 25 圣凯诺销售网络	28
图 26 服装家纺企业电商占比	29
图 27 2009-2013 年主要男装企业存货周转率	30
图 28 2010-2013 年男装企业应收账款周转率	30
图 29 2009-2013 年主要男装企业毛利率	30
图 30 2009-2013 年主要男装企业净利率	30

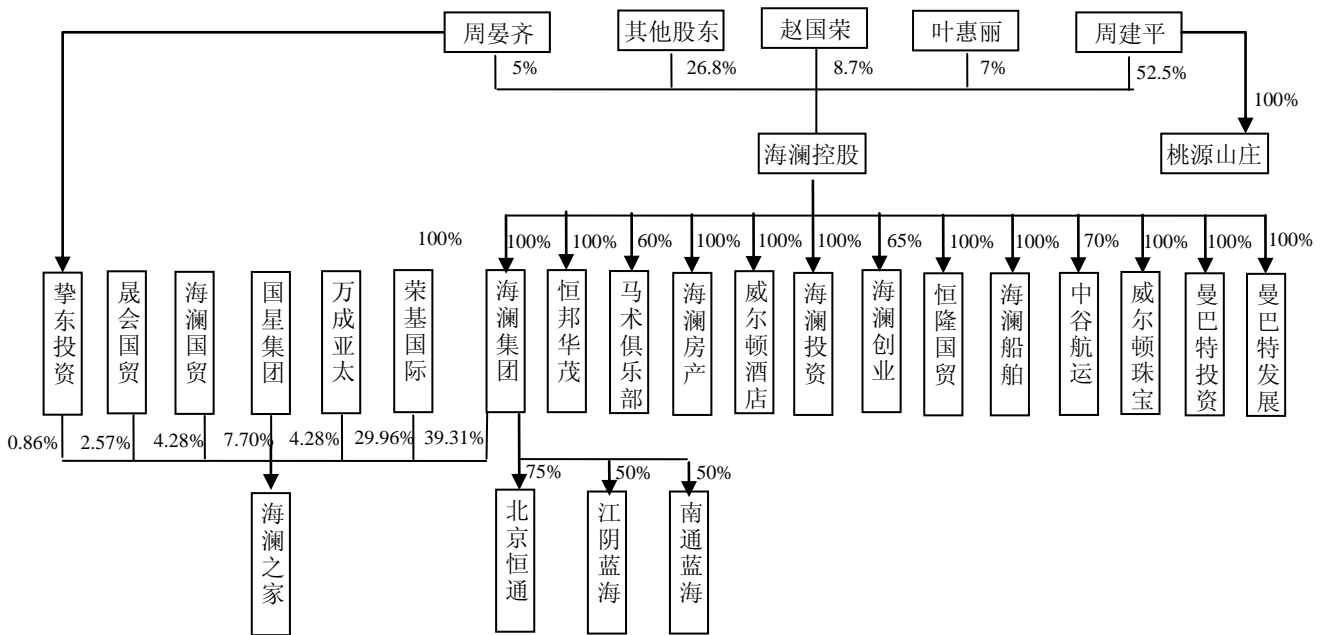
表目录

表 1 公司主要品牌	6
表 2 国内主要品牌男装上市公司门店数量	7
表 3 海澜之家与一般品牌供应商财务模型	10
表 4 海澜之家供应商净利率敏感性分析 1	10
表 5 海澜之家供应商净利率敏感性分析 2	11
表 6 整合供应链, 降低成本, 让利消费者	11
表 7 海澜之家与一般服装企业销售模式对比	12
表 8 加盟商盈利能力测算模型各项假设	13
表 9 原 65:35 分成比例下, 加盟商盈利能力模型	13
表 10 浮动分成比例下, 加盟商盈利能力模型	13
表 11 海澜之家与 ITAT 模式对比	15
表 12 服装企业经营模式对比	15
表 13 男装品牌主力价位对比	21
表 14 各省市县乡镇数量	23
表 15 海澜之家品牌县级以上城市市场空间	24
表 16 2009-2013 年公司各类产品销售均价	错误!未定义书签。
表 17 主要商务装企业对比	28
表 18 海澜之家业务分拆与假设	31
表 19 主要可比公司估值情况	32

一、公司概况：定位“高品质、中价位”的男装领导品牌

海澜之家（600398）前身为江阴海澜服装有限公司，成立于2002年。2013年8月29日，原凯诺科技（600398）与原海澜之家全体股东签署了《发行股份购买资产协议》，以3.38元/股的价格发行38.46亿股购买原海澜之家100%股权，交易总金额130亿元；同时，海澜集团与原凯诺科技（600398）第一大股东三精纺签署《股份转让协议》以5.09亿元受让后者持有的原凯诺科技23.29%的股权。2014年2月17日，该交易完成，海澜之家实现借壳上市。

图 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

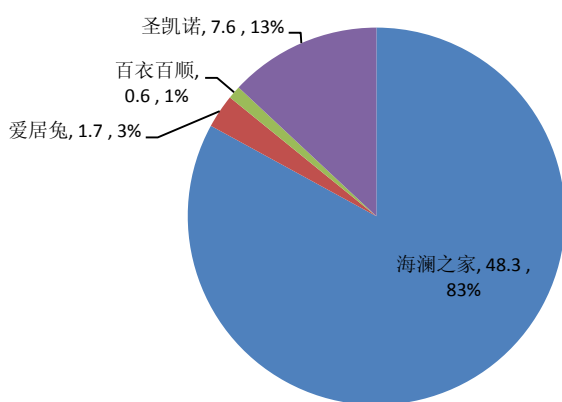
目前，公司主要业务包括“海澜之家”、“爱居兔”、“百衣百顺”和“圣凯诺”的品牌管理、供应链管理和营销网络管理业务等。公司的主打品牌“海澜之家”贡献了超过80%的收入，向广大消费者提供“高品质，中价位”的男士全系列及其他系列服装和配饰，以品类齐、自选式的“男人的衣柜”为品牌特征；“爱居兔”是以时尚、休闲为品牌特征的女装品牌，以年龄18-30岁的年轻人为目标客户群；“百衣百顺”品牌定位于向中低收入人群推出高性价比的男装，提供超市型的自助购物体验，进一步拓展和完善了海澜之家的目标客户群体；“圣凯诺”品牌专注于高端商务装定制。

表 1 公司主要品牌

	目标客户群	品牌特征
海澜之家	年龄 20-45 岁之间、年收入 2-10 万元之间的男士	品类齐、自选式的“男人的衣柜”
爱居兔	年龄 18-30 岁的年轻人	时尚、休闲
百衣百顺	中低收入人群	高性价比男装
圣凯诺	中高端职场白领，金融，保险，电力等企业客户	高端商务装定制，简洁雅致，内涵稳重

资料来源：中国中投证券研究总部

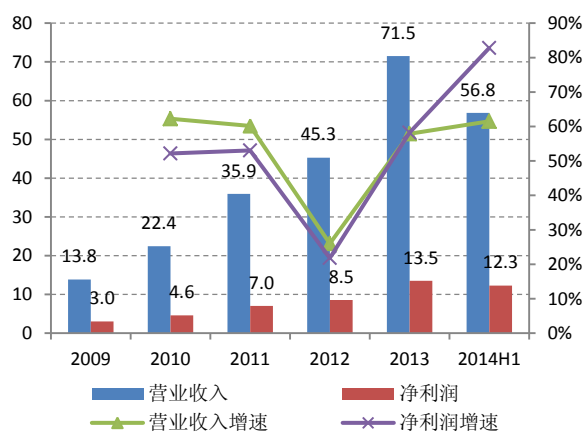
图 2 2014 年上半年各品牌营业收入(亿元)及占比



资料来源：公司公告，中国中投证券研究总部

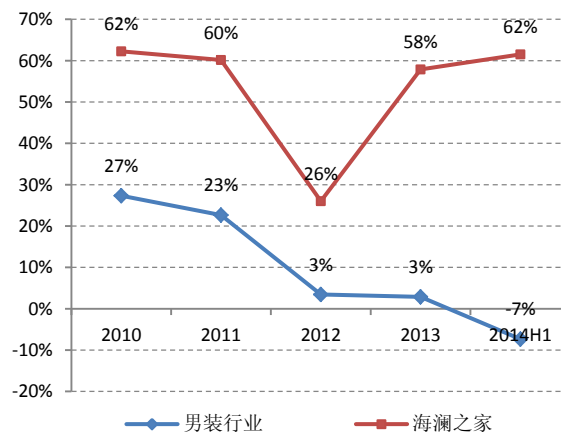
海澜之家经历了快速成长：2009-2013 年，公司门店家数由 903 家拓展至 2887 家，年复合增长率 33.7%，平均每年净新增 496 家门店；同期，营业收入和净利润的年复合增长率分别为 50.8%和 45.6%；2013 年，海澜之家营业收入达 71.5 亿元，净利润 13.5 亿元；2014 年前 3 季度，营业收入和净利润分别为 81.5 和 16.1 亿元，同比增长 70.5%、83.6%，剔除并表因素影响，同比增长 45%、63%。

图 3 公司营业收入、净利润 (亿元) 及增速



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

图 4 海澜之家与男装行业收入增速对比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

公司门店数位居行业前列：截止至 2014 年 6 月 30 日，海澜之家旗下共有“海澜之家”主品牌门店 3164 家，“爱居兔”门店 259 家，“百衣百顺”门店 47 家。

表 2 国内主要品牌男装上市公司门店数量

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014H1
海澜之家	655	903	1314	1919	2390	2887	3164
七匹狼	2769	3249	3525	3976	4007	3502	3155
报喜鸟	637	665	715	821	875	902	
九牧王	2325	2525	2710	3140	3264	3124	2990
希努尔			596	592	653	697	651
雅戈尔	1808	1977	2145	2416	2719	2935	2980
中国利郎	2491	2561	2885	3268	3479	3455	3315

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

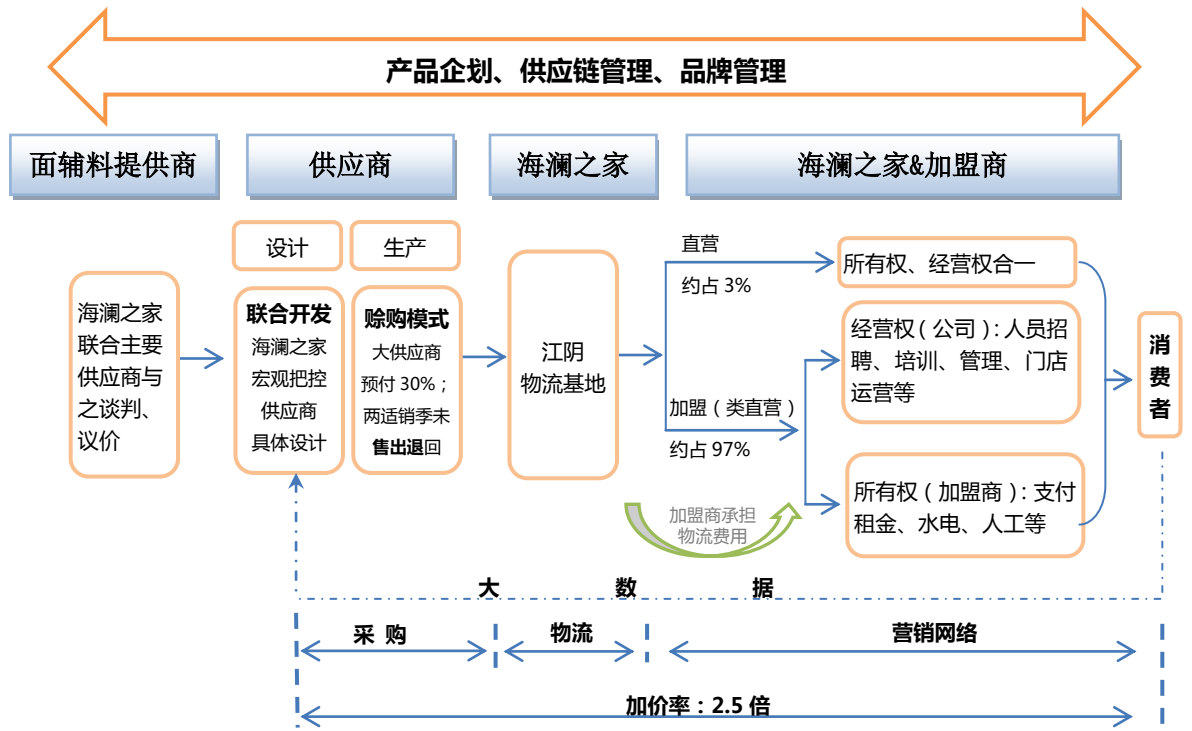
二、商业模式：流通链条极致扁平高效，打造男装“品类杀手”

相比服装企业传统的经营模式，海澜之家商业模式的特点为流通链条极致扁平高效：不设置各级代理，所有加盟商均就每个加盟店直接与公司签订《特许经营合同》，整个流通链条仅保留“供应商—海澜之家—加盟商（门店）”三个必不可少的环节，最少的环节意味着最少的逐级加价和终端更高的性价比。相比传统模式，公司颠覆性的对流通链条上各环节的价值和风险进行了重新分配，并实现价值与风险在各环节间的双向流动：

（1）采购端，海澜之家采取代销模式，仅对大供应商预付 30% 货款，余下货款在销售完成后支付；两个适销季后仍未售出的商品退回供应商。与传统模式相比，该模式相当于将存货风险由下游代理商、加盟商转移至供应商。相应的，该模式下供应商的毛利率在 30-40%，远高于传统模式下供应商的毛利率。

（2）销售端，海澜之家采取类直营模式，门店所有权和经营权相分离。加盟商实为财务投资者，并不参与门店的具体运营，只负责支付租金、人工、水电等费用，收入则为门店营业收入一定比例的分成。海澜之家致力于通过极致扁平高效的流通链条减少中间环节加价，同时以较低的成本转移了存货风险，从而能够最大限度的让利于消费者，迅速做大做强，反过来强化在流通链条上的主导地位，进一步优化整个供应链，形成正向循环。

图 5 海澜之家商业模式



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

1. 海澜之家 V.S. 供应商

➤ 设计：联合开发

服装设计包括提案、打样、选型等环节，设计的难点和重点是开发提案，包括版型、面料和色彩的选择，开发提案好坏直接决定了最终产品的成败。国内的男装企业通常采取的模式是由公司的设计中心负责全部的设计流程。海澜之家的设计中心则选择掌控核心的品类规划和开发提案，而将非核心部分外包。

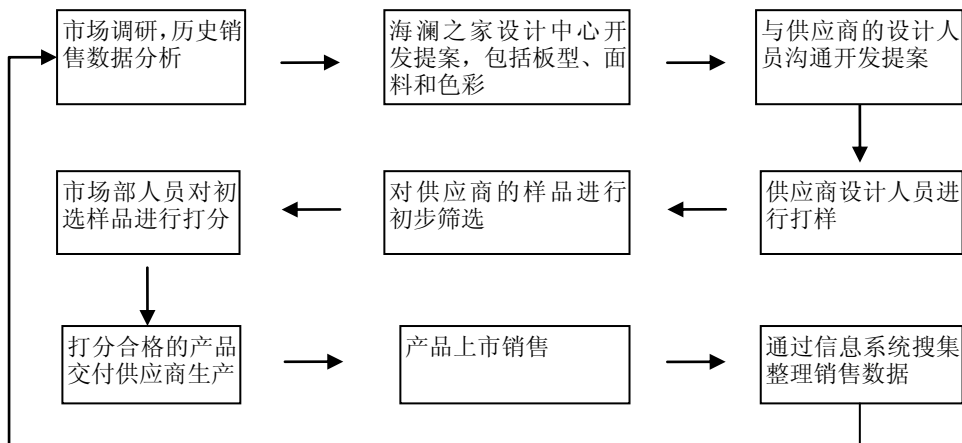
联合开发的操作过程为：海澜之家的设计中心进行品类规划和开发提案，之后将产品理念与供应商的设计部门充分沟通，由供应商的设计师根据开发提案进行打样，公司设计中心对供应商的样品进行初选，市场部对于经过初选的样品进行打分，打分合格的样品最终付诸生产。

海澜之家设计模式的优势在于：

(1) 将设计流程中非核心的部分外包，充分利用供应商的设计资源，节约成本，保证产品在同品质服装中的价格优势。

(2) 以零售端为导向，在供应商完成打样后，由供应商设计团队、海澜之家设计中心、店长共同选样，保证产品的设计贴近市场。

图 6 公司设计流程



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

➤ **采购：30%买断+70%代销，滞销商品可退回供应商或进入低价二次采购**

目前服装企业向供应商主流的采购模式是买断式，即使商品滞销也不能退给供应商，采购的过程也是存货风险由供应商向品牌商转移的过程。海澜之家采取以零售为导向的赊购与滞销商品可退货相结合的模式，采购时约 30%的产品（基本款，如 T 恤、羽绒服等）为买断，其余均为代销。

产品采购时，除在货物入库时先付部分货款外（一般大的供应商支付 30%，小的供应商不支付），货款的支付以销售为导向，公司结合货物实际销售情况，逐月与供应商结算。

公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，一定期限后（一般为两个适销季节）依然滞销的商品将退回给供应商；部分滞销商品将以二次采购方式按 2.5 折左右的价格买断，进入百衣百顺销售。

海澜之家采购模式的优势在于：

（1）零售导向的赊购模式减少了公司采购环节的资金占用，有利于公司的低成本扩张。

（2）减少库存风险，同时将自身的利益与供应商的利益有机结合在一起，若产品畅销则双方均能获利，产品滞销则双方均有损失，公司与供应商共同成长。

海澜之家采购模式具有较高的壁垒，主要体现在：（1）高毛利，高收益；（2）规模；（3）信任。

（1）高毛利，高收益

海澜之家给到供应商的毛利率在 30-40%，远高于传统模式下供应商的毛利率。根据我们的估算，海澜之家供应商的净利率水平也高于行业。根据公司经验，动销率在 60%左右时，供应商便可实现盈亏平衡。

高毛利的赊购模式是海澜之家商业模式的一部分，竞争对手若不能有效缩短流通链条，仅给予供应商较高毛利来转移存货风险，显然行不通。

表 3 海澜之家与一般品牌供应商财务模型

海澜之家供应商财务模型				一般品牌商供应商财务模型			
毛利率	a	a	35%	毛利率	a	a	15%
期间费用率	b	b	7.1%	期间费用率	b	b	7.1%
动销率	c	c	70%				
百衣百顺采购折扣	d	d	25%				
海澜之家采购价格	e	$e=f/(1-a)$	153.8	品牌商采购价格	c	$c=d/(1-a)$	113.6
成本	f	f	100	成本	d	d	100
售出产品收入	j	$j=e*c$	107.7	毛利	e	$e=c-d$	13.6
售出产品成本	k	$k=f*c$	70.0	期间费用	f	$f=c*b$	8.1
售出产品毛利	l	$g=j-k$	37.7	净利润	g	$g=(1-25%)*(e-f)$	4.2
退回产品收入	m	$m=e*(1-c)*d$	11.5	净利率	h	$h=g/c$	5.9%
退回产品成本	n	$n=f*(1-c)$	30.0				
退回产品毛利	o	$o=m-n$	-18.5				
营业收入	p	$p=j+m$	119.2				
毛利	q	$q=l+o$	19.2				
期间费用	r	$r=p*b$	8.5				
净利润	s	$s=(1-25%)*(q-r)$	8.1				
净利率	t	$t=s/p$	6.77%				

资料来源：中国中投证券研究总部

毛利率、动销率、二次采购的价格对供应商的净利率有着至关重要的影响，我们对此进行敏感性分析：

在我们的模型中，当毛利率为 35%、动销率为 60%、滞销商品全部以 2.5 折进入二次采购的情况下，供应商盈亏平衡。当动销率上升至 70%时，净利率为 6.77%；在其他条件不变的情况下，假设常规买断模式下毛利率为 15% 则供应商净利率为 5.9%。当前，海澜之家的动销率在 70-80%，供应商盈利能力高于行业平均水平。

表 4 海澜之家供应商净利率敏感性分析 1

		动销率						
		30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
毛利率	6.8%							
	27.5%	-44.8%	-29.2%	-17.3%	-8.0%	-0.5%	5.7%	10.9%
	30.0%	-40.9%	-25.8%	-14.3%	-5.3%	1.9%	7.9%	12.9%
	32.5%	-36.9%	-22.4%	-11.3%	-2.6%	4.4%	10.1%	14.9%
	35.0%	-33.0%	-19.0%	-8.3%	0.0%	6.8%	12.3%	17.0%
	37.5%	-29.0%	-15.6%	-5.3%	2.7%	9.2%	14.5%	19.0%
	40.0%	-25.1%	-12.1%	-2.3%	5.4%	11.6%	16.7%	21.0%
42.5%	-21.1%	-8.7%	0.7%	8.1%	14.0%	18.9%	23.1%	

资料来源：中国中投证券研究总部

表 5 海澜之家供应商净利率敏感性分析 2

		动销率						
6.8%		30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%
二次采购折扣	16%	-48.7%	-28.6%	-14.4%	-3.7%	4.5%	11.1%	16.5%
	19%	-42.9%	-25.2%	-12.3%	-2.4%	5.3%	11.5%	16.6%
	22%	-37.7%	-22.0%	-10.2%	-1.2%	6.0%	11.9%	16.8%
	25%	-33.0%	-19.0%	-8.3%	0.0%	6.8%	12.3%	17.0%
	28%	-28.6%	-16.2%	-6.5%	1.2%	7.5%	12.7%	17.1%
	31%	-24.6%	-13.5%	-4.8%	2.3%	8.2%	13.1%	17.3%
	34%	-20.9%	-11.0%	-3.1%	3.4%	8.9%	13.5%	17.5%

资料来源：中国中投证券研究总部

(2) 规模

服装生产企业是典型的高周转、低毛利领域，必须依托大订单才可实现规模效益，降低费用率，实现盈利。

(3) 信任

赊购的模式必须建立在绝对的信任之上。海澜之家与供应商经历了共同成长的过程，双方建立的信任保障了赊购模式的顺畅运行。

➤ 整合供应商资源，规模化采购原辅料进一步降低成本并让渡给消费者

2012 年末开始，公司进一步发挥在供应链中的主导地位，在采购环节进行了重大改革，即联合主要供应商，与上游服装原辅料提供商进行统一的谈判、议价，获得价格折扣后由各大供应商再分别与上游原辅料提供商分别签订采购合同。这一方面，大幅降低了供应商的生产成本；另一方面，提高了信息对称性，进一步强化了海澜之家在供应链中的主导地位。

在采购成本、生产成本显著降低后，海澜之家并没有将之转化为毛利率的提升，而是选择降低终端商品价格，让利消费者。这进一步刺激了终端销售，反过来提高了供应商的规模效益，形成正向循环。

表 6 整合供应链，降低成本，让利消费者

产品类别	单价 (元/件)			销量 (万件)			销售收入 (万元)		
	2013 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	变动率	2013 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	变动率	2013 年 1-6 月	2012 年 1-6 月	变动率
西服	332	371	-10.4%	152	99	53.9%	50,418	36,567	37.9%
裤子	146	167	-12.3%	498	253	96.4%	72,869	42,297	72.3%
衬衫	121	135	-10.0%	466	273	70.7%	56,497	36,775	53.6%
茄克衫	300	351	-14.6%	85	45	88.7%	25,556	15,860	61.1%
T 恤衫	91	148	-38.1%	670	216	210.8%	61,258	31,822	92.5%
针织衫	166	205	-19.1%	107	68	57.1%	17,758	13,974	27.1%
其它	192	176	8.8%	340	250	35.8%	65,194	44,155	47.7%
合计	151	184	-18.0%	2,318	1,204	92.5%	349,549	221,450	57.9%

资料来源：中国中投证券研究总部

未来，公司将贯彻相同的理念：整合供应链资源，降低成本、压缩费用，让利于消费者，做男装行业的“品类杀手”。

2. 海澜之家 V.S. 加盟商

➤ 经营权与所有权分离，加盟商实为财务投资者

不同于其他服装企业，公司的加盟店采取所有权与经营权分离的模式，加盟商只负责支付相关费用，公司负责门店的具体管理，加盟店由公司统一形象策划，统一供货，统一指导价格，统一业务模式，统一服务规范；公司与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，公司拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险，商品实现最终销售后，加盟店与公司根据协议约定结算收入。

表 7 海澜之家与一般服装企业销售模式对比

	海澜之家	一般服装企业
店铺选址	需要得到公司认可，公司要求门店必须是所在城市最主要商圈的门面店铺，“黄金地段、钻石店铺”。	加盟商有自主权。
店铺装修	店铺装修由公司整体策划，统一标准。装修费用由加盟商承担。	店铺装修由加盟商策划。
店铺人员	加盟店人员的招聘、培训、录用、解聘由公司管理，薪酬标准（包括奖金）由公司制定，薪资（奖金）等费用由加盟商单独承担。	人员的录用、解聘等由加盟商管理，薪酬标准由加盟商制定。
店铺费用	水、电、汽、物业管理费、卫生费、电话、仓储等所有经营费用均由加盟商自行承担。	店铺费用由加盟商承担。
形象策划	统一的商标、统一的店面厅房形象、统一的员工服饰、统一的广告宣传。	各加盟商之间形象有一定差异。
商品调配	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；铺货、补货、调货和应季换货商品的所有权属于海澜之家。	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。
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。	公司制定指导价，加盟商对于非本季新品有较大的处置权，商品打折情形普遍存在，终端定价难以统一。

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

海澜之家销售模式的优势在于：

（1）利用社会资金，快速扩张

加盟门槛低，无需服装行业经验，无加盟费，从 2014 年起加盟商不需要缴纳 100 万的保证金，只承担租金和相关费用，公司可以最大程度的利用社会资金，有利于公司的快速扩张。

（2）对终端运营具有绝对控制力

公司对终端产品价格、管理体制和产品调配的控制力强,有利于公司灵活调配商品,促进商品销售,同时也有利于品牌形象的维护,从而提高了公司品牌的知名度和影响力。

从加盟商的角度来看,海澜之家门店是一项低成本、高收益的投资,具有极强的吸引力:

海澜之家和加盟商之间合同期为5年。此前,双方门店收入的分成比例为65:35;2014年起,分成由固定比例改为浮动比例,以保障加盟商在开业首年基本实现盈亏平衡,在成熟期则每年保持20%左右的收益率。

表 8 加盟商盈利能力测算模型各项假设

指标	内容									
租金水平(元/月/平米)	第1年180元/月/平米,此后每年增长5%									
装修	5年装修一次;第1期装修标准2000元/平米;第2期装修标准2300元/平米									
摊销年限	5年									
物流费用率	每年营业收入的4%									
人员配备	6人									
人均薪酬	第一年4000元/月,此后每年增长5%									
其他费用支出	每年营业收入的5%									
Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
平效(万元/年/平米)	1.5	1.96	2.48	3.08	3.73	4.28	4.71	5.09	5.34	5.5
平效增长率		30%	27%	24%	21%	15%	10%	8%	5%	3%

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

表 9 原65:35分成比例下,加盟商盈利能力模型

Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
单店营业收入(万元)	260	364	491	614	737	811	876	928	965	994
加盟商收入(万元)	91	127	172	215	258	284	306	325	338	348
门店年租金(万元)	43	45	48	50	53	55	58	61	64	67
装修费用摊销(万元)	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9
人工成本(万元)	29	30	32	33	35	37	39	41	43	45
物流成本(万元)	10.4	15	20	25	29	32	35	37	39	40
其他支出(万元)	13	18	25	31	37	41	44	46	48	50
加盟商净利润(万元)	-12	11	40	68	96	110	122	131	135	138
净利润率	-14%	9%	23%	32%	37%	39%	40%	40%	40%	40%

资料来源:公司公告、中国中投证券研究总部

表 10 浮动分成比例下,加盟商盈利能力模型

Year	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
单店营业收入(万元)	260	364	491	614	737	811	876	928	965	994
加盟商收入(万元)	113	128	146	164	182	197	209	219	229	237
门店年租金(万元)	30	32	33	35	36	38	40	42	44	47
装修费用摊销(万元)	8	8	8	8	8	9	9	9	9	9
人工成本(万元)	29	30	32	33	35	37	39	41	43	45

物流成本 (万元)	10.4	15	20	25	29	32	35	37	39	40
其他支出 (万元)	13	18	25	31	37	41	44	46	48	50
加盟商净利润 (万元)	23	26	29	33	36	39	42	44	46	47
净利润率	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
加盟商分成比例	43%	35%	30%	27%	25%	24%	24%	24%	24%	24%
海澜之家分成比例	57%	65%	70%	73%	75%	76%	76%	76%	76%	76%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

在我们的模型中，原 65：35 的分成比例下：加盟商首年亏损，净利率-14%；第二年实现盈利，净利率 9%，此后随着平效的提升净利率不断攀升，在第 2 个合同期净利率高达 40%。

丰厚的回报极大的调动了加盟商的积极性，使公司门店网络得以快速扩张。类直营模式也吸引了大量服装品牌商模仿，但尚未出现模仿成功的品牌。**海澜之家的类直营模式存在较高的壁垒：**

首先：国内服装品牌商经过多年发展，均已建立起成熟的流通体系，且大多数是以多层次代理的加盟模式为主。传统加盟商转变为类直营加盟商或由品牌商重新发展类直营加盟商均会遭遇来自传统加盟商的阻力。

其次：大规模发展类直营模式要求品牌商拥有大量门店管理人才，而人才储备并非一蹴而就。

第三：类直营模式是海澜之家商业模式的有机组成部分。其他品牌商若无法实现对供应商的赊购和尾货退回，贸然实行类直营模式意味着将存货风险由传统加盟商转移至自身，不符合品牌商利益。

3. 从对比角度看海澜之家模式的先进性和强大生命力

➤ 海澜之家 V.S. ITAT

海澜之家的经营模式与红极一时的 ITAT 服装连锁有相似之处，却又存在诸多不同。

ITAT 是指 International Trademark Agent Trader，即“国际品牌服装会员店”。ITAT 实行“服装生产商+商业地产商+ITAT 集团”的铁三角模式，ITAT 将服装生产商、商业地产的闲置资源进行整合，通过减少中间环节令货品成本降低，实现品牌服装平价化。

在 ITAT 模式中，供应商承担存货风险，委托 ITAT 对产品进行代销，ITAT 对供应商不预付货款，对商业地产商不提前支付租金，而是根据销售状况，供应商、商场业主、ITAT 按照销售额的 60:15:25 的比例分成。

我们认为，ITAT 失败的原因在于：（1）商品缺乏吸引力：服装企业的核心能力是准确把握时尚和快速小批量供货。与 ITAT 合作的多为销售渠道不畅或库存积压严重的服装品牌，供应商以 OEM 厂商居多，产品缺乏时尚度，研发和快速反应能力较差。（2）门店位置偏僻：渠道选址上，ITAT 寻找有闲置的、相对偏僻店铺的商业地产商进行合

作，抢占的多为二三流商圈，客流量无法保证。

表 11 海澜之家与 ITAT 模式对比

	ITAT	海澜之家
品牌	拥有在法国、美国以及中国等注册的 100 多个“国际品牌”，可以随时为供应商提供“贴牌”服务	“海澜之家” + “爱居兔” + “百衣百顺” + “圣凯诺”
采购模式	采购时不支付货款，结合货物实际销售情况与供应商结算	30%买断+70%代销；代销模式下，向大的供应商预支 30%货款，其余货款的支付以零售为导向，根据销售情况逐月与供应商结算
销售模式	渠道商不承担存货风险，门店由渠道商经营	渠道商不承担存货风险，门店由海澜之家经营
分成比例	供应商：品牌商：渠道商=65:25:15	供应商：品牌商：渠道商=40:25:35
门店选址	二三流商圈，门店位置相对偏僻	门店必须位于所在城市最主要商圈，要求“黄金地段、钻石店铺”

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

与 ITAT 相比，海澜之家非常重视产品研发，建立总部和供应商联合开发模式，总部研发中心上百名设计人员重在宏观设计，每年参加米兰、巴黎等国际服装发布会和国内外各种展销会，借助海量数据分析，提出产品设计理念。供应商上千人的设计队伍重在微观设计，按照总部研发中心要求展示创意。在供应商完成打样后，由供应商设计团队、海澜之家设计中心、店长共同选样，保证产品的设计贴近市场。

在门店选址上，海澜之家对门店的地理位置有非常高的要求，客流量是门店选择的最重要指标，门店必须位于所在城市最主要商圈，要求“黄金地段、钻石店铺”。海澜之家设有拓展部专门负责门店拓展，采取“主动出击、自上而下”的门店筛选模式。拓展部每年根据公司的业务发展计划制定年度开店目标，通过“城市——商圈——店铺”的层层筛选，找到合格的店铺，同时积极发展当地有实力的私营业主成为加盟商。

➤ 海澜之家 V.S. 其他男装企业

表 12 服装企业经营模式对比

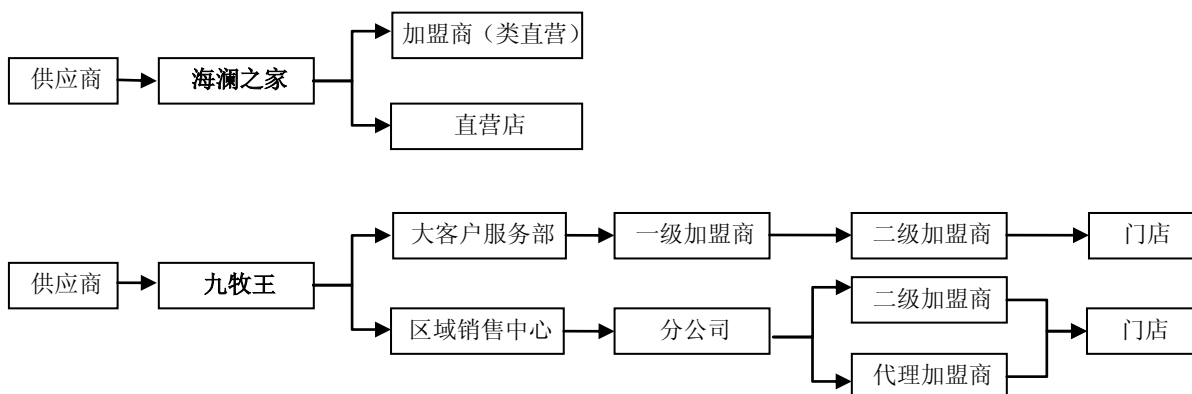
	设计研发	采购生产	渠道销售
海澜之家	海澜之家 设计中心控制 设计流程中最关键的 开发提案 （包括产品的板型、面料和色彩）和 最终选型 环节，将非核心的 打样等工作外包 给供应商的设计团队	生产环节外包 ，30%买断，70%采取赊购与滞销商品退货相结合的模式，货款的支付以零售为导向，逐月与供应商结算，同时与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同， 两个适销季后依然滞销的商品可以退货	加盟店 96.7%+商场店 2.5%+直营店 0.8%， 加盟店所有权与经营权分离 ，加盟商只需承担加盟租金和流动资金， 海澜之家拥有门店的管理权 ，统一形象策划、供货、指导价格、业务模式、服务规范
七匹狼	产品的整体规划与研发、产品的设计样板及工艺制作单均由公司提供	原材料外采，自制生产与外部采购相结合	“加盟为主、直营为辅”，多层级管理模式，公司直接管理省级代理，由省级代理发展加盟商，公司不与加盟商发生直接业务往来

报喜鸟	由公司的研究开发中心负责	原材料外采,主导产品西服以自制生产为主,衬衫、T 恤、夹克、羊毛衫等非主导产品全部贴牌生产	采用“直营-加盟并存”营销模式,加盟为主
中国利郎	由公司的产品开发中心负责产品设计、市场调研及分析	原材料外采,核心产品资产,将配饰产品及部分服装产品(需要较少技术及较少专利设计的服装,如毛衣、裤装、T 恤及部分套装等)外包	二级代理体系,以批发的形式向分销商出售产品,由分销商通过自身或其二级分销商经营的零售店将产品出售予终端顾客
美邦服饰	自主研发	面料、辅料及成衣的生产全部外包	特许加盟模式与直营相结合,直营店的经营区域主要在核心城市,其余地区主要由加盟商经营
ZARA	总部有由设计专家、市场分析专家和采购人员组成“三位一体”的商业团队,同时有大量买手在世界各地著名的时装展上抄版	约 50%的产品通过自己的工厂完成,繁琐的缝制工作等外包给 400 余家小加工厂,这 400 家企业主要是在西班牙和葡萄牙,以确保对订单的快速反应	2013 年末,在全球拥有 6340 家门店,其中 5508 家为直营,占比 87%,特许经营 832 家,占比 13%
H&M	一般款式提前设计,一般款式根据流行及时追单	生产外包,在全球有 900 多个供应商,60%在亚洲(生产时尚性较低的基本款),40%在欧洲(时尚性高的款式)	2013 年末,在全球拥有 3132 家门店,其中 3022 家为直营,占比 96.5%,特许经营 110 家,占比 3.5%
优衣库	自行设计大部分产品,同时与第三方设计师合作设计有限数量产品	与原材料合作共同开发新型功能材料,在全球拥有约 70 个供应商,同时设有生产中心办事处,监察供应商所制造产品质量、工作条件及环境标准	日本门店中直营店约占 98%,加盟约占 2%

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

与其他男装企业相比,海澜之家缩短了商品的流通链条,使得消费者能够在同样的质量下获得更优惠的价格。以九牧王为例,商品需要经过供应商、九牧王、一级加盟商、二级加盟商等环节才能到达消费者手中,而海澜之家的加盟商所有权与经营权分离,海澜之家直接经营加盟店,相当于商品到消费者手中只经过了供应商和海澜之家两个环节。

图 7 海澜之家与九牧王销售链条对比



资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部

海澜之家的加价倍率仅为 2.5 倍,即采购成本 40 元的产品售价为 100 元,100 元

中供应商得到 40 元，海澜之家分得 25 元，加盟商获得 35 元，而传统男装企业的加价倍率约为 5-8 倍，即采购成本 40 元的产品售价一般为 200-320 元。

三、公司商业模式、定位、理念契合了当前宏观、行业和消费形势

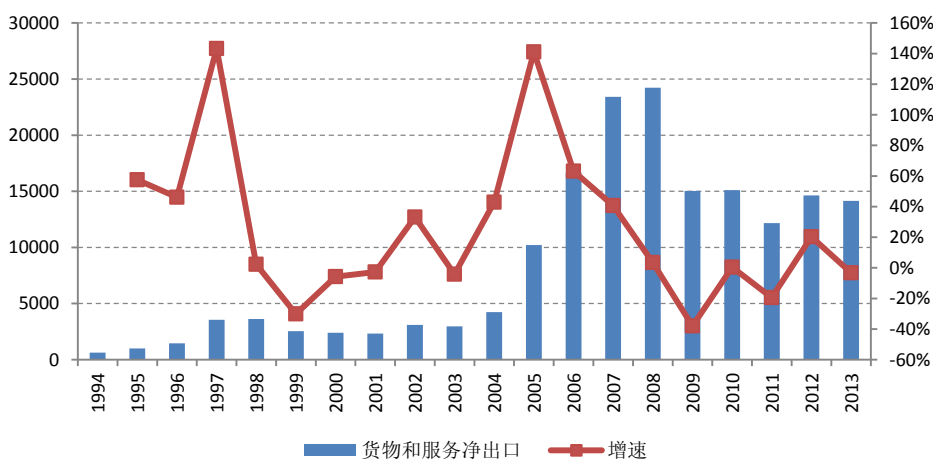
我们认为，任何一家优秀企业的快速成长均依托于所处的宏观、行业形势。海澜之家的快速成长在于其极致扁平高效的供应链体系、高性价比的商品定位、降低成本让利于消费者的理念契合了当前宏观经济增速放缓、服装行业流通链条冗长亟需变革、消费者更加理性的大背景。

宏观层面：从生产端来看，出口不景气使得大量服装加工厂由出口转向内销，这为公司提供了大量优质的可选供应商。从加盟端来看，国内投资渠道缺乏，海澜之家为加盟商提供了一个有吸引力的投资渠道。从消费端来看，转型期经济增速放缓，居民消费更加理性，高性价比、平民化的快消类服装顺应了这一潮流。而新型城镇化、土地流转、户籍制度改革等政策红利将进一步释放低线城市、县域、乡镇的消费能力。

1、生产端 — 外贸市场不景气，服装生产商出口转内销使得公司可选的供应商范围更加广泛；原有供应商关系在规模不断扩大的背景下更加巩固。

自 2008 年以来，全球先后经历了次贷危机和欧债危机的冲击，外需萎缩，我国出口增速出现下滑。

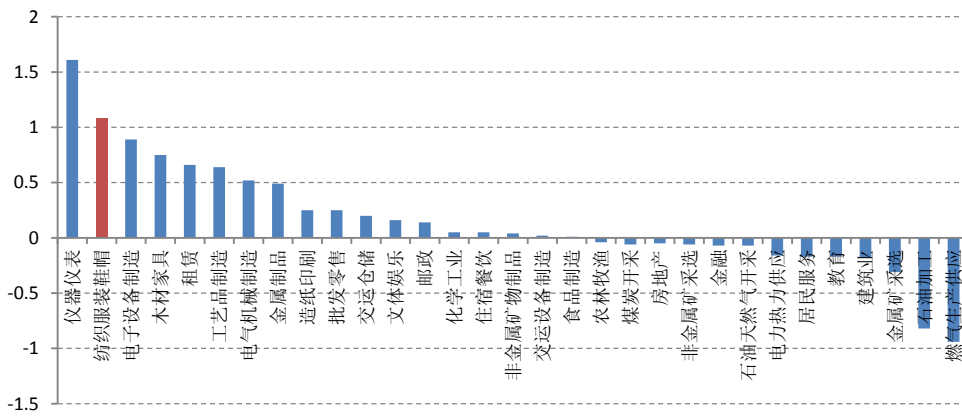
图 8 1994-2013 年中国出口增速（亿元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

人民币升值也对服装行业的出口造成了一定影响。升值对纺织服装鞋帽皮革羽绒及其制品业的冲击系数为 1.08，意味着汇率上升 5%时，行业利润率下降 1.08%。

图 9 人民币升值对行业利润率的冲击系数



资料来源：《人民币升值对我国各行业利润率变动的的影响》（金融研究，袁志刚和邵挺）

在海外市场不景气，出口受阻的情况下，服装加工厂开始转向内销，这为公司提供了更广泛的选择面，公司得以在众多服装生产商中选择优质的供应商。

随着海澜之家规模的不断扩大，采购量也大幅增长。供应商的开工率愈加饱和，海澜之家的订单在供应商全部订单中的占比逐渐提升，双方的合作关系更加稳定。

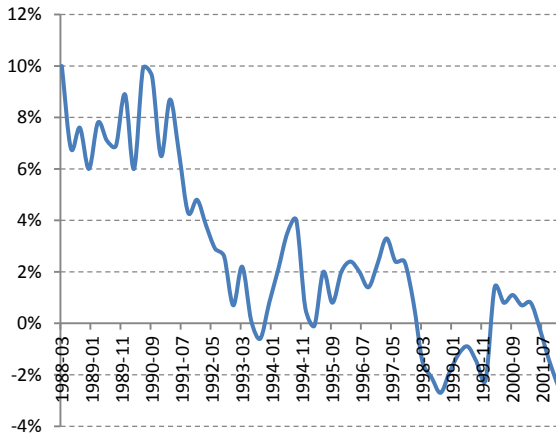
2、加盟端 — 国内投资渠道本就缺乏，房地产市场不景气使得社会资金对加盟海澜之家更为积极。

截至 2013 年底，我国城乡居民储蓄存款已达 44.76 亿元，同比增长 12%，居民投资渠道缺乏。受国家房地产宏观调控政策影响，部分地区房价增速开始放缓，成交量大幅下降，投资者开始持币观望。在中国当前的社会环境下，找到合适的投资渠道并不容易。海澜之家为加盟商提供了较为稳定的高回报率，加盟商积极性高。

3、消费端 — 转型期经济增速放缓，居民消费更加理性，高性价比、平民化而又设计时尚的快消类服装顺应了这一潮流。现有门店网络大部分位于三四线城市，新型城镇化、土地流转、户籍制度改革等政策红利将进一步释放低线城市、县域、乡镇的消费能力。

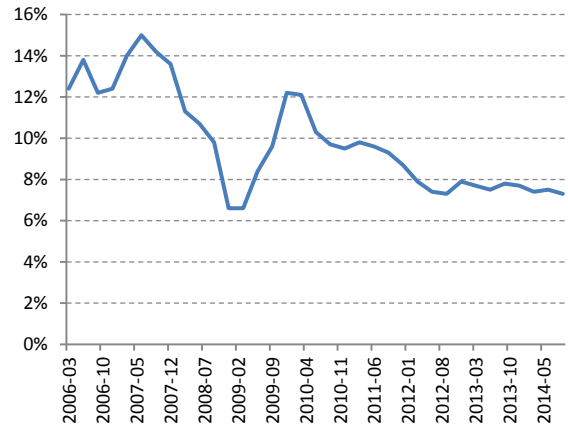
近两年，中国经济的增长中枢开始下移，发展进入了趋势性放缓阶段，居民消费逐渐趋于理性，优质、低价的品牌有望脱颖而出。世界第四大服装企业，优衣库也是在类似的宏观经济情况下发展起来的。

图 10 1988-2001 年日本 GDP 增速



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 11 2006-2014 年中国 GDP 增速



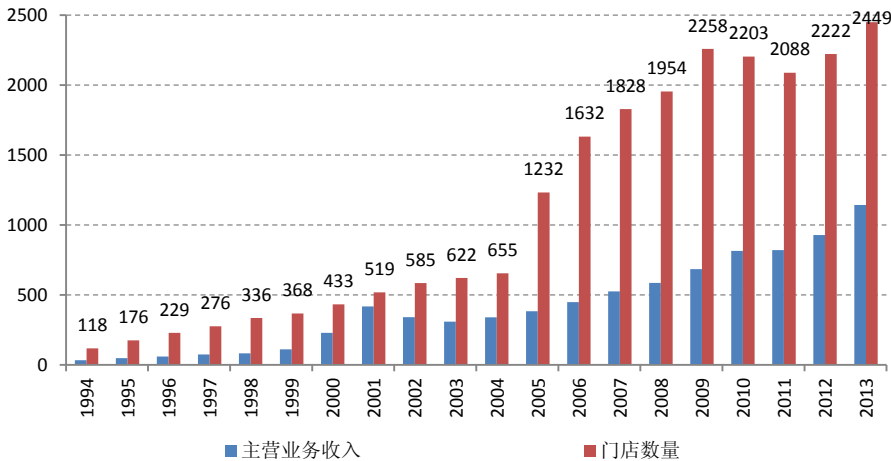
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

1984 年，优衣库在日本山口县开了第一家休闲服专卖店，以提供优质而廉价的基
本款休闲服为主要产品，同时将大卖场的仓储式自助购物方式引入服装销售。

九十年代初，日本进入经济萧条期，消费者的消费逐渐回归理性，更加关注服装的
性价比，而优质、低价、休闲的优衣库正顺应了这一潮流。

优衣库打出了“1900 日元一件休闲服”的宣传口号（人民币约 120 元），在普遍
上万日元一件的日本服装市场，优衣库受到了热捧。

图 12 1984-2013 年优衣库收入和门店数量（十亿日元）



资料来源：Bloomberg、中国中投证券研究总部

在开店方面，优衣库采取了开直营店、从郊区到城市、从小店到大店的策略。

优衣库早期的门店均位于日本郊区，面积约 500 平米，尽量租用已有的建筑，控
制装修成本，尽一切可能降低商品的售价。为提升品牌形象，公司 1998 年在东京
的中心原宿开店，随后逐渐在大阪、名古屋等城市的中心区开店，优衣库品牌逐渐得
到了消费者的认同。2004 年，公司逐渐以 1200-3300 平米的大店取代小店，提升品
牌形象。2006 年，公司开始开设 2000-3300 平米的全球旗舰店。

图 13 优衣库北京三里屯店



资料来源：中国中投证券研究总部

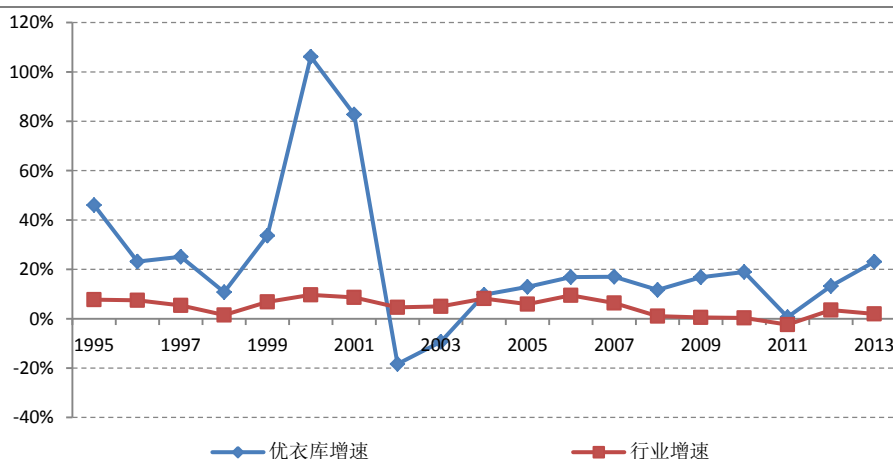
图 14 优衣库纽约旗舰店



资料来源：中国中投证券研究总部

2000 年后，全球服饰消费市场开始慢慢向快时尚转变，公司之前的主导产品-基本款休闲服的时尚度和更新速度都不够，销售和利润出现了短暂下滑。为此，公司缩短了产品的规划周期，同时增加产品的款式与时尚度，2004 年公司的收入和利润重新恢复增长。除此之外，公司的增速均显著高于行业平均水平。

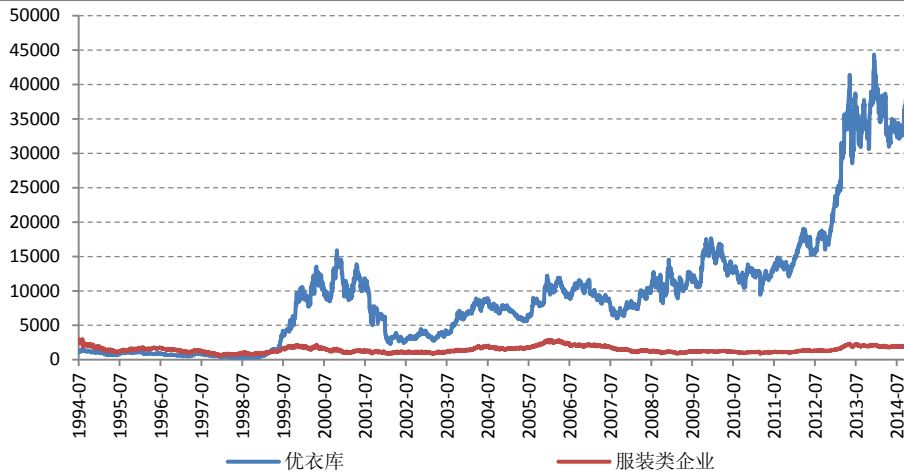
图 15 优衣库和日本服装类企业营业收入增速



资料来源：Bloomberg、中国中投证券研究总部

自上市以来，优衣库股价从 1108 日元到 42845 日元，上涨了近 40 倍。历史平均 PE 在 25 倍左右，目前总市值 2032 亿日元。

图 16 优衣库和日本服装类企业历史股价走势（日元）



资料来源：Bloomberg、中国中投证券研究总部

当前，中国经济的发展进入了趋势性放缓阶段，居民消费逐渐趋于理性，高性价比的产品有望脱颖而出。同时，公司现有门店网络大部分位于三四线城市，农村居民的收入水平有较大提升，广大农村、三四线城市正处于消费升级的过程中，新型城镇化、土地流转、户籍制度改革等政策红利将进一步释放低线城市、县域、乡镇居民的消费能力，部分之前没有购买品牌服饰的消费者将转而购买品牌服饰。与其他品牌相比，海澜之家具有明显的价格优势，公司有望成为中国的“优衣库”。

行业层面：

（1）服装行业进入调整期，大量“黄金地段、钻石店铺”腾出，公司得以进驻核心商圈。

2012年，服装行业受到内需增长放缓、生产成本上升等因素的影响，增速放缓，部分企业库存高企，开始进入了调整转型期。2014年上半年，服装行业营业收入同比下滑 11.0%，净利润同比下滑 49.6%，经营态势依然低迷。

由于销售状况不佳，租金成本较高，大量核心商圈的优质商铺资源空出，公司能够以更低的成本进入。此前，公司以较为优惠的价格签下北京王府井店（原为美邦门店），王府井三合一品牌旗舰店有望年底之前开业。

（2）公司在国内尚无正面竞争对手。

公司定位于商务休闲，相对于国内其他男装品牌，公司的价格优势明显，而相对美邦、森马等品牌，公司的产品更加具有商务气质。

表 13 男装品牌主力价位对比

	衬衫	裤子	西服	羽绒服
海澜之家	100-200	200-300	300-1000	300-1000
七匹狼	500-700	600-700	1000-2000	1000-2000
九牧王	500-1000	600-800	1000-2000	
雅戈尔	800-1000	700-1000	2000-4000	1000-2000

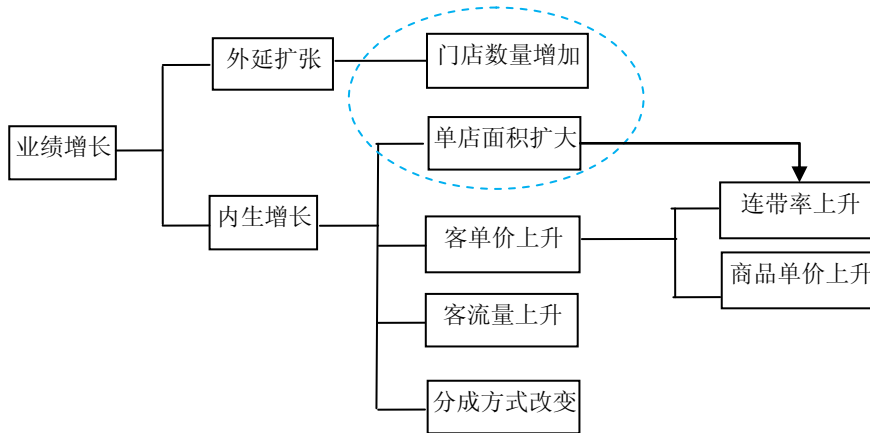
资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司层面：

对于公司未来的增长空间，我们将从外延扩张和内生增长两方面进行分析。

图 17 公司未来增长逻辑



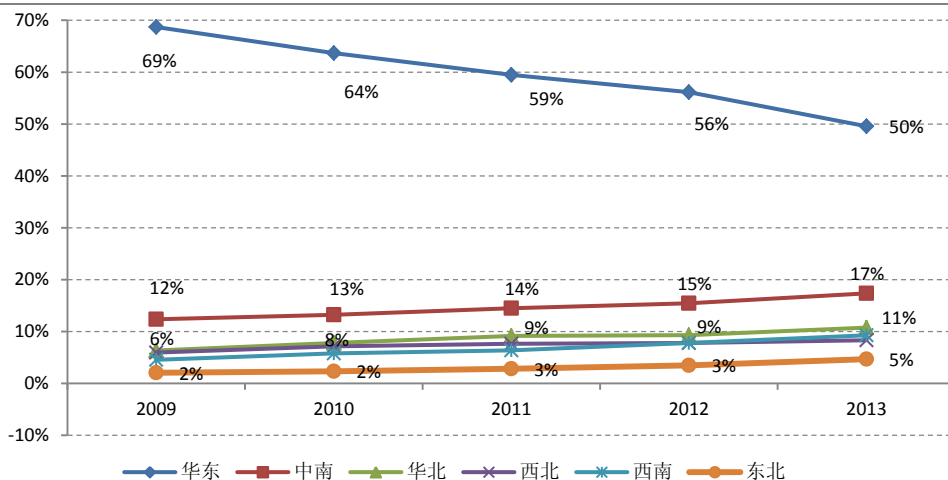
资料来源：中国中投证券研究总部

(1) 外延扩张

截止至 2014 年 6 月 30 日，海澜之家旗下共有“海澜之家”主品牌门店 3164 家，华东区域占比较大，其中江苏 400 余家，山东、河南各 200 余家，河北、浙江各近 200 家。在层级上，公司的门店多集中在二三线城市，主要是在县级以上城市的街边店。经过测算：

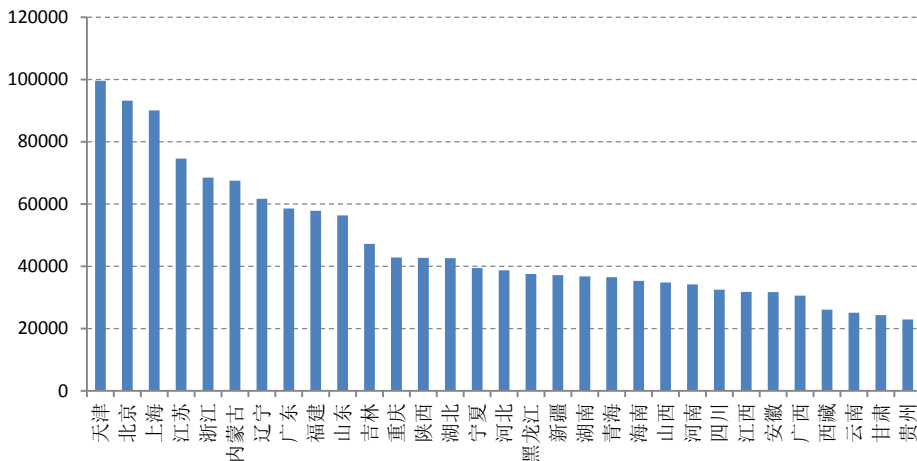
- “海澜之家”主品牌门店在县级以上城市的门店容量在 5500 家以上，未来还有 2500 余家的开店空间；
- 全国现有 2000 余家购物中心，假设未来渗透率达 50%，则购物中心店有 1000 余家的开店空间；
- 除江苏、浙江等发达省份外，公司乡镇级的门店较少。预计 2016 年前后，公司将加大乡镇级门店的开店力度。

图 18 2009-2014H1 各区域收入占比



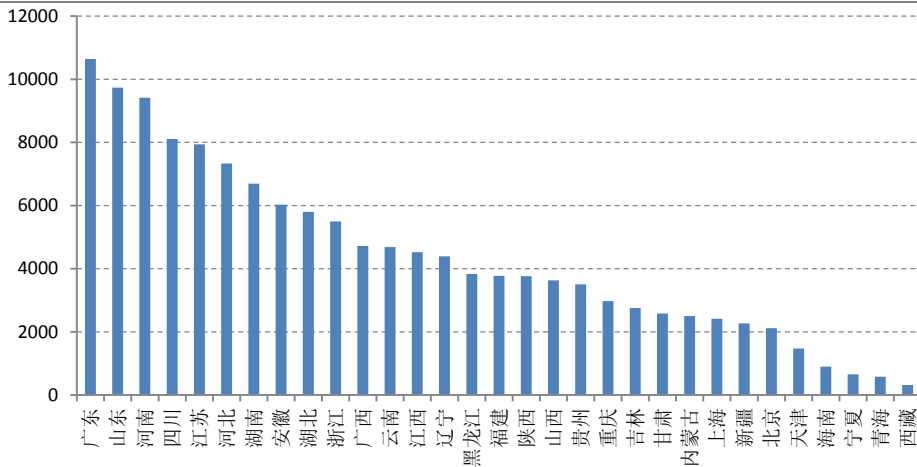
资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

图 19 2013 年各省市人均 GDP (元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 20 2013 年各省市人口 (百万)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

表 14 各省市县乡镇数量

	地级市数	县级市数	镇数	乡数	乡镇数合计
四川	18	14	1,853	2,502	4,355
湖南	13	16	1,138	925	2,063
河北	11	22	1,045	914	1,959
河南	17	21	1,085	755	1,840
江西	11	10	807	594	1,401
贵州	6	7	782	606	1,388
安徽	16	6	927	330	1,257
甘肃	12	4	478	750	1,228
云南	8	12	652	574	1,226
陕西	10	3	1,142	74	1,216
山东	17	29	1,107	91	1,198

山西	11	11	564	632	1,196
广东	21	23	1,128	11	1,139
广西	14	7	722	405	1,127
湖北	12	24	757	175	932
福建	9	14	616	313	929
黑龙江	12	18	495	398	893
江苏	13	23	797	79	876
新疆	2	22	276	589	865
辽宁	14	17	636	228	864
重庆		15	611	213	824
内蒙古	9	11	493	275	768
西藏	1	1	140	544	684
吉林	8	21	434	184	618
青海	2	3	137	228	365
海南	3	6	182	21	203
宁夏	5	2	101	92	193
北京		2	144	38	182
天津		3	121	6	127
上海		1	108	2	110
合计	275	368	19,478	12,548	32,026

资料来源：中国中投证券研究总部

江苏省人均 GDP 为 74607 元，人口数 7939 万。作为公司的大本营，江苏的市场目前有 400 余家门店。我们以江苏省作为样本来估算其他省市的开店空间。

表 15 海澜之家品牌县级以上城市市场空间

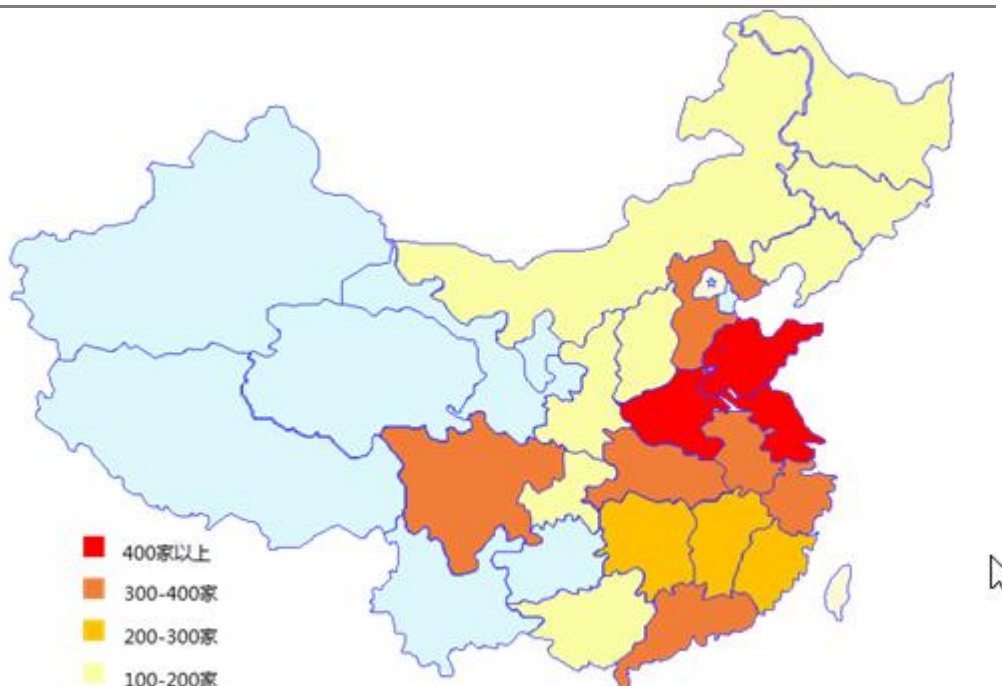
区域	现有门店数量	市场空间下限	市场空间上限	说明
江苏	400 家左右	400	500	人均 GDP7.4 万元，人口 7939 万
山东	200 家左右	400	500	人均 GDP5.6 万元；人口数 9733 万，比江苏省多接近 2000 万
河南	200 家左右	400	500	河南省是人口大省，同时也是公司的优势省份
广东		300	400	人口数量位居全国第一，人均 GDP 位于全国前列
安徽、湖北、浙江、河北	600 家左右	1500	1600	公司的品牌认可度较高
四川	100 家左右	300	400	人口 8107 万，仅次于广东、山东、河南
福建		200	300	人均 GDP5.7 万元，人口数量 3774 万，是众多男装品牌的发源地，包括七匹狼、九牧王、利郎等
东北地区	100 家左右	500	600	辽宁人均 GDP 和人口数量均位于全国前列，黑龙江、吉林等省份的渗透率还比较低
江西	100 余家	200	300	江西人均 GDP3.1 万元，人口 4522 万，约是江苏省的一半
山西、陕西	近 200 家	300	400	陕西人均 GDP 位于全国平均水平，人口 3764 万；

山西人均 GDP3.4 万元，人口 3629 万

其他地区		900	1100
合计	3164	5400	6600

资料来源：中国中投证券研究总部

图 21 海澜之家市场空间



资料来源：中国中投证券研究总部

2、内生增长

➢ 客单价上升

2014 年上半年的客单价在 420 左右，预计 2014 年全年可达 440-450 元；未来在品牌联动店、大店策略的推动下，公司客单价有望不断攀升。

● 推动品牌联动店

2013 年，公司开始推动“海澜之家+爱居兔+百衣百顺”三合一品牌联动店、以及“海澜之家+百衣百顺”二合一品牌联动店的发展，提升门店的连单率和客单价。截至 2014 年 6 月，公司品牌联动店增至 44 家。

● 实施大店策略

2014 年开始，公司通过渠道升级，有效扩大新开门店及续约门店的营业面积，开店的标准由之前的 150 平米提升至 200 平米，新开门店的面积必须在 200 平米以上，续约老店也将进行扩容改造。

➤ 与加盟商分成比例变化

2014 年，公司调整了与加盟商之间的分成方式，将海澜之家与加盟商之间 65:35 的固定分成比例调整为浮动比例，使加盟商在开店首年基本不亏损并在达到稳态后每年获得 20%左右的净利率。与旧模式相比，随着单店销售收入的增长，公司将获得更多分成收入，增厚利润。

四、爱居兔、百衣百顺或成为新增长点

1. 爱居兔 (EICHITOO): 升级转型为女装

爱居兔 (EICHITOO) 品牌成立于 2010 年，目前分为两大系列，Urban (都市系列) 和 Casual (休闲系列)。目标消费群体为 18-30 岁的年轻人，定位较海澜之家更加年轻。品牌的定位风格是，集时尚、休闲于一体，时尚而不张扬，简约而注重细节，形象代言人为台湾“偶像剧女王”林依晨和韩国“微笑王子”金范。

爱居兔的产品全部外包给委托供应商进行贴牌生产，由于品牌成立时间不长，采购主要采用买断的模式。销售环节则借鉴了“海澜之家”成功的模式，采取加盟店所有权与经营权分离的方式。

2014 年 9 月，爱居兔的门店数量达到 270 家，已经覆盖全国 19 个省市，在西南和西北地区仍有较大的拓展空间。

未来“爱居兔”品牌将升级转型为女装，公司的研发团队中聘用了部分韩国设计师，力求及时把握流行趋势，将产品和市场紧密结合，以高品质、高性价比、大众消费人群为特色，不断打造品牌的核心竞争力。

图 22 爱居兔销售网络 (蓝色为覆盖地区)



资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

图 23 爱居兔风格：简约时尚



资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

2. 百衣百顺：超大规模卖场形式，处理海澜之家尾货

“百衣百顺”诞生于 2012 年，采取超大规模的卖场形式和一站式的自选模式，以

全国省会城市和经济较发达地级市的一类商圈为门店选址标准。目前百衣百顺有门店 47 家，营业面积平均在 800 平方米左右，上海松江店达 2400 平方米。超大规模的卖场克服了传统品牌门店面积小、产品少的缺陷，门店服饰品类齐全，消费者的选择余地更多，有利于提高门店的连单率和客单价。

高性价比：（1）在采购方面，“百衣百顺”本身不从事生产业务，目前产品主要来源是“海澜之家”品牌退回给供应商的货品，“百衣百顺”以 2.5 折的价格从供应商处二次采购，在采购价格方面有很大的优势。（2）在销售方面，百衣百顺借鉴了“海澜之家”成功的销售模式，采取加盟商所有权与经营权分离的模式，实现公司低成本快速扩张，同时减少了货品流通的中间环节，提供给消费者更实惠的价格。（3）“百衣百顺”的西服套装价位在 199-259 元之间，冬季外套如棉夹克、羽绒服、大衣等，价位在 189-249 元之间，毛衫、裤子类产品，均在 100 元左右，产品在同质量的产品中有很强的竞争力。

2014 年上半年，“百衣百顺”品牌实现营业收入 6,493.45 万元，比上年同期增长 59.07 %。

图 24 百衣百顺超大卖场



资料来源：中国中投证券研究总部

3. 圣凯诺：高质量的团购商务装

“圣凯诺”是原凯诺科技的服装品牌，定位是高端商务装定制，以团体消费为特色，客户群涉及不同行业 20 万余家政府、企事业单位，包括为中银香港、国内四大国有银行、交通银行、浦发银行、招商银行、中信银行、广发银行等企业客户设计行业制服，为世博会、奥运会等大型盛会制作正装等。

职业装的采购一般以招标的方式进行，一般大型企业的采购周期为两年，因此职业装市场的客户具有一定的延续性和稳定性。

表 16 主要商务装企业对比

品牌	企业所在地	主要产品	主要销售区域	2013 年职业装产品销售收入(亿元)	2013 年服装产品销售收入(亿元)
圣凯诺	江苏江阴	西服、职业装	南方地区	12.09	12.09
雅戈尔	浙江宁波	西装、衬衫、夹克、T 恤、领带、毛衫、皮革制品等	华东地区	24.56	45.16
利郎	福建晋江	上衣、裤类、西服套装、配件等男士系列服饰产品	华东、中南地区	22.99	22.99
报喜鸟	浙江温州	西装、衬衫等男士系列服饰	华东、东北地区	11.01	17.79
希努尔	山东诸城	西装、衬衫等男士系列服饰	北方地区	10.27	12.58
大杨创世	辽宁大连	西服、女时装、运动装、职业装、学生装	海外	5.38	7.99
红豆	江苏无锡	西装、衬衫、休闲服, 兼营 T 恤、羊毛衫等	华东地区	5.33	10.99
乔治白	浙江温州	西服、西裤、衬衫等职业装	华东、西南、中南	4.56	5.79
杉杉	浙江宁波	西装为主, 兼有衬衫、休闲服	南方地区	4.46	17.26
美尔雅	湖北黄石	西服系列产品以及少量女装	日本、国内部分地区	2.6	3.37
凯撒	广东汕头	男装、女装、配类产品	华南、华东、香港	1.44	5.02

资料来源：公司公告、中国中投证券研究总部，职业装产品包含西服、衬衫、西裤、领带等产品

2014 年上半年，“圣凯诺”职业装实现营业收入 75,829.15 万元，占比 13%，同比增长 36.40%。

图 25 圣凯诺销售网络



资料来源：公司网站、中国中投证券研究总部

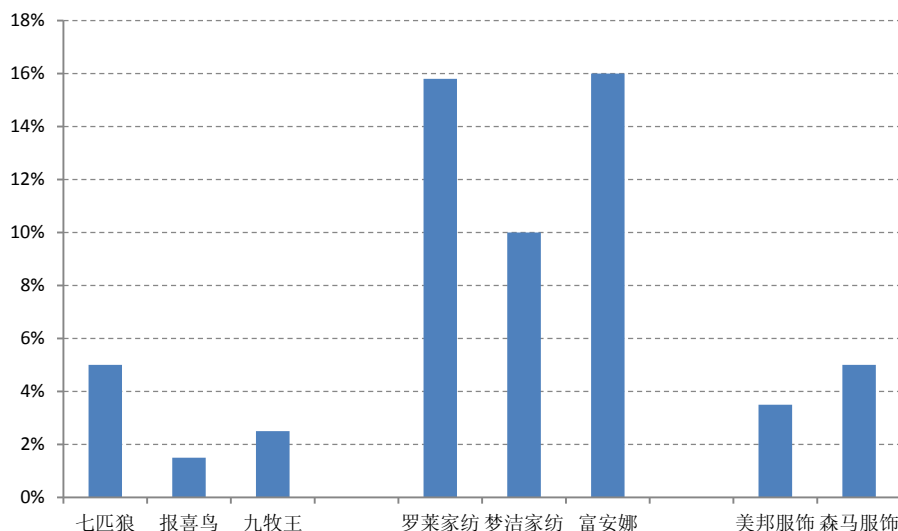
4. 电子商务

海澜之家实施线上线下同款同价的 O2O 战略，天猫旗舰店日均成交额约百万。公司实行类直营的销售模式，因此，公司的货品可以自由地在线上线下调配，电商的推进更加顺畅。

根据亿邦动力网的数据，海澜之家在天猫双十一男装热销品牌排行榜中排名第七，实现销售超过 9000 万，同比增长约 300%。前三季度公司电商销售 1.8 亿，同比增长约 3.5 倍。

为了缩减商品的流通环节，相对于模仿海澜之家的模式，传统男装厂商各更可能采取的方式是发展电商，拓展线上市场。

图 26 服装家纺企业电商占比



资料来源：中国中投证券研究总部

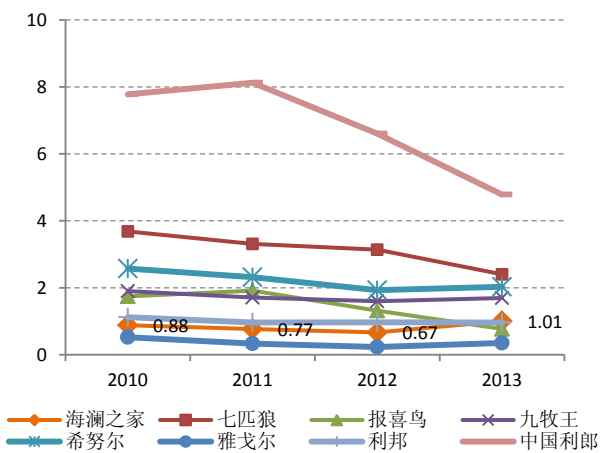
各传统男装品牌的电商占比均不高，希努尔、雅戈尔等品牌的电商则刚刚起步，同时在拓展电商的过程中，利郎等完全依靠代理商渠道模式的品牌也面临着更多的来自传统渠道的阻力。

五、财务对比分析

1、存货周转率略低于同行

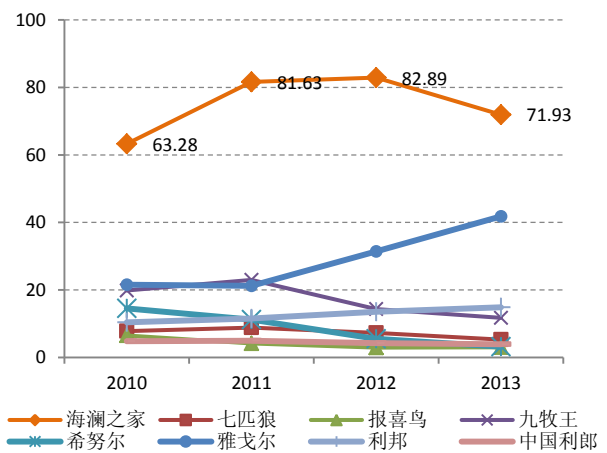
在男装的八家可比公司中，海澜之家的存货周转率略低于同行，这主要是公司的经营模式造成的：公司将产品以委托代销的方式交由加盟商进行销售，因此这部分产品计入公司的存货。而同行业上市公司与加盟商之间基本采取买断式的销售方式，产品滞留在渠道商或加盟商处时，并不计入上市公司自身的资产负债表。

图 27 2009-2013 年主要男装企业存货周转率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 28 2010-2013 年男装企业应收账款周转率



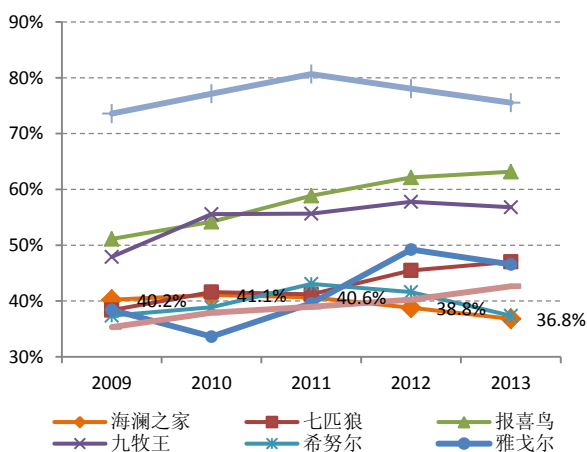
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

2、毛利率略低于行业平均水平，净利率高于行业平均水平

在八家可比公司中，海澜之家的毛利率略低于行业平均水平，原因在于：公司实行赊购和滞销商品可退回供应商的模式，供应商承担了更大的风险，相应的，也获得了更高的毛利率，因此公司的毛利率水平略低于同行。

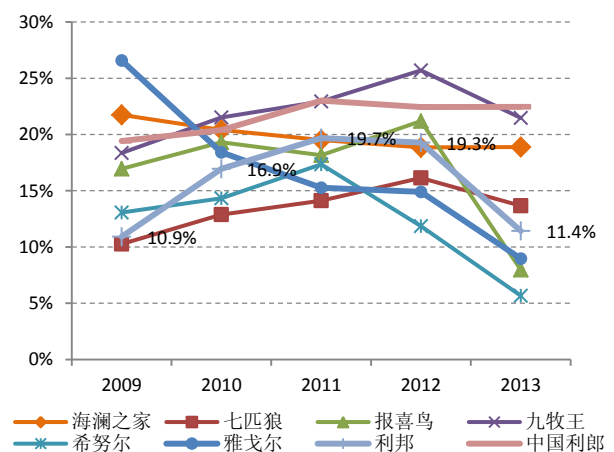
海澜之家的净利率高于行业平均水平，原因在于：渠道端的费用（房租、装修、人工成本、运输费用、水电、税收等）均由加盟商承担，产品设计由供应商承担，公司的费用端开支不大，实现了较高的净利率。

图 29 2009-2013 年主要男装企业毛利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 30 2009-2013 年主要男装企业净利率



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3、长期应付款较多

2014 年三季度末，公司的长期应付款为 28.2 亿，主要是由于加盟商在开店时缴纳了 100 万保证金。

六、估值、盈利预测与评级

表 17 海澜之家业务分拆与假设

分品牌	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	
海澜之家	门店家数	2,887	3,347	3,787	4,187	4,487
	净新增	497	460	440	400	300
	增速	21%	16%	13%	11%	7%
	平均单店营业收入（门店口径）（万元）	381	472	539	615	677
	平均单店营业收入（公司口径）（万元）	248	307	350	400	440
	增速		24.0%	14%	14%	10%
	营业收入（公司口径）（万元）	715,000	1,027,866	1,325,809	1,673,998	1,973,334
	增速		44%			
	毛利率	35.4%	37.40%	38.00%	38.00%	38.00%
	毛利润（万元）	253,207	384,422	522,116	661,967	788,319
爱居兔	门店家数		280	300	325	355
	净新增			20	25	30
	平均单店营业收入（门店口径）			166	280	323
	营业收入（门店口径）		46,465	83,966	104,957	125,948
	营业收入（公司口径）	16,970	30,667	55,417	69,272	83,126
	增速		81%	25%	20%	20%
	毛利率		39%	39%	39%	39%
	毛利润（万元）		12,033	21,744	27,180	32,617
百衣百顺	门店家数		75	125	175	225
	新增			50	50	50
	平均单店营业收入（门店口径）			269	242	242
	营业收入（门店口径）（万元）		20,202	30,303	42,424	55,152
	营业收入（公司口径）（万元）	8,773	13,333	20,000	28,000	36,400
	增速		52%	50%	40%	30%
	毛利率		50.1%	50.5%	51.0%	51.5%
	毛利润（万元）		6,685	10,100	14,280	18,746
圣凯诺	营业收入（万元）	120,885	160,000	200,000	240,000	288,000
	增速		32%	25%	20%	20%
	毛利率		47.9%	48%	48%	48%
	毛利润（万元）		76,576	96,000	115,200	138,240
O2O	营业收入（万元）	9,300	33,100	61,235	113,285	209,577
	毛利率		85%	85%	85%	85%
	毛利润（万元）		28,135	52,050	96,292	178,140
上市公司合计	营业收入（万元）		1,264,966	1,662,462	2,124,554	2,590,437
	毛利润（万元）		507,851	683,702	889,072	1,117,610
	毛利率		40.15%	41.13%	41.85%	43.14%

资料来源：中国中投证券研究总部

表 18 主要可比公司估值情况

公司	市值 (亿人民币)	P/E			P/S			
		2013	2014E	2015E	2013	2014E	2015E	
A 股男装	海澜之家	487.9	32.2	20.1	15.1	3.4	3.9	2.9
	七匹狼	77.8	15.5	27.7	24.0	2.1	3.4	3.3
	报喜鸟	52.1	22.0	25.6	22.1	1.8	2.4	2.2
	九牧王	77.4	13.7	18.4	16.5	3.0	3.5	3.3
	雅戈尔	226.7	12.3	10.4	8.9	1.2	1.4	1.2
	平均	184	19.1	20.4	17.3	2.3	2.9	2.6
H 股男装	利邦	22.7	14.6	14.7	11.4	1.7	1.1	1.1
	中国利郎	52.1	8.7	9.3	8.6	1.9	2.1	1.9
	平均		11.7	12.0	10.0	1.8	1.6	1.5
国际快时尚 品牌	海恩斯莫里斯 (H&M 母公司)	4383.1	26.8	26.6	23.7	3.6	3.5	3.1
	INDITEX (ZARA 母公司)	5562.9	27.2	30.7	29.4	4.0	4.1	4.1
	迅销 (优衣库母公司)	2357.9	31.1	54.8	41.4	2.8	2.9	2.9
	GAP	1049.5	14.1	13.9	14.9	1.0	1.1	1.1
	平均		24.8	31.5	27.4	2.9	2.9	2.8

资料来源：Bloomberg，中国中投证券研究总部 注：国际快时尚品牌市值单位为原始货币

我们对公司业务按品牌进行分拆，从每年净新增门店、平均单店营业收入增速的角度进行预测。预计 2014、2015、2016 年营业收入分别为 126.5、166.3 和 212.5 亿元，同比增长 48.5%、31.4%和 27.8%，归属净利润分别为 22.9、31.1 和 40.1 亿元，同比增长 57.4%、35.7%和 29.1%，对应 EPS 分别为 0.51、0.69 和 0.89 元。

公司模式扁平高效，商品定位、理念契合了当前宏观、行业和消费形势，业绩处于快速增长期。给予 2015 年 20.5 倍 PE，相对于男装行业 2015 年平均估值溢价 20%，目标价 14.14 元，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

七、风险提示

1、新拓展店铺销售不达预期，加盟商积极性受挫，同时公司新店分成比例偏低，盈利能力差。

2、商品设计出现偏差，造成库存积压，向供应商退货比例上升，供应商经营困难。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	2282	13980	18675	24384
现金	1589	5916	8535	11587
应收账款	78	632	884	1147
其它应收款	46	278	399	478
预付账款	12	276	362	479
存货	549	6644	8203	10355
其他	7	233	291	338
非流动资产	1032	1931	2013	2116
长期投资	10	10	10	10
固定资产	645	932	1073	1219
无形资产	38	38	38	38
其他	339	950	892	849
资产总计	3314	15911	20688	26501
流动负债	1096	7675	9739	12066
短期借款	0	0	0	0
应付账款	99	4770	6068	7598
其他	997	2906	3670	4468
非流动负债	1	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	1	0	0	0
负债合计	1098	7675	9739	12066
少数股东权益	58	65	77	92
股本	647	4493	4493	4493
资本公积	432	432	432	432
留存收益	1080	3246	5947	9418
归属母公司股东权益	2159	8171	10872	14343
负债和股东权益	3314	15911	20688	26501

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	458	1208	3274	3848
净利润	147	2296	3118	4025
折旧摊销	95	133	178	220
财务费用	-17	-84	-87	-89
投资损失	-5	-1	-2	-3
营运资金变动	213	-856	-22	-348
其它	24	-279	89	44
投资活动现金流	-40	-689	-338	-345
资本支出	66	608	310	312
长期投资	20	62	12	20
其他	46	-19	-16	-13
筹资活动现金流	-60	3808	-318	-451
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	3846	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-60	-38	-318	-451
现金净增加额	357	4327	2619	3052

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1365	12650	16625	21246
营业成本	770	7571	9788	12355
营业税金及附加	20	190	249	319
营业费用	205	970	1280	1678
管理费用	202	941	1240	1615
财务费用	-17	-84	-87	-89
资产减值损失	7	7	8	15
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	5	1	2	3
营业利润	183	3056	4148	5356
营业外收入	2	5	6	6
营业外支出	10	12	14	17
利润总额	175	3049	4141	5345
所得税	28	753	1023	1320
净利润	147	2296	3118	4025
少数股东损益	5	7	12	15
归属母公司净利润	142	2289	3105	4010
EBITDA	262	3104	4239	5487
EPS (元)	0.22	0.51	0.69	0.89

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	-0.2%	826.4%	31.4%	27.8%
营业利润	30.6%	1571.2	35.7%	29.1%
归属于母公司净利润	35.6%	1514.9	35.7%	29.1%
获利能力				
毛利率	43.6%	40.1%	41.1%	41.8%
净利率	10.4%	18.1%	18.7%	18.9%
ROE	6.6%	28.0%	28.6%	28.0%
ROIC	49.7%	145.7%	182.9%	190.1%
偿债能力				
资产负债率	33.1%	48.2%	47.1%	45.5%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.08	1.82	1.92	2.02
速动比率	1.58	0.94	1.06	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.44	1.32	0.91	0.90
应收账款周转率	15	35	22	21
应付账款周转率	6.57	3.11	1.81	1.81
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.03	0.51	0.69	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.10	0.27	0.73	0.86
每股净资产(最新摊薄)	0.48	1.82	2.42	3.19
估值比率				
P/E	331.25	20.51	15.12	11.71
P/B	21.75	5.75	4.32	3.27
EV/EBITDA	172	15	11	8

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

徐晓芳,中投证券品牌与渠道(商贸零售&纺织服装)分析师,中山大学岭南学院经济学硕士。重点覆盖公司:王府井、天虹商场、大商股份、欧亚集团、步步高、苏宁云商、友好集团、银座股份、重庆百货、广州友谊、新华百货、农产品、新华都、友阿股份以及潮宏基、东方金钰、飞亚达 A、千足珍珠、海澜之家、罗莱家纺、富安娜、森马服饰、朗姿股份、七匹狼等。

王孜,中投证券品牌与渠道(商贸零售&纺织服装)分析师,中央财经大学金融学本科,北京大学经济学硕士。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434