

## 首次覆盖

# 海澜之家

## 性价比时代的男装零售龙头

### 价值链重塑打造平价

公司作为国内名列前茅的男装品牌，致力于提供“高品质，中价位”的高性价比男装。产品低倍率的同时，却可获得近 20% 净利润率。我们认为其核心来自于价值链效率改善：1) 深度合作型供应链下的规模优势以及低存货风险（公司同供应商联合开发产品，给予其较高毛利率，公司可在两个销售季后选择退还剩余货品）；2) 公司采取“类直营”的扁平零售模式，吸纳加盟商作为财务投资者，保留对门店的管理权。我们认为具备强大的终端零售能力是公司区别于众多竞争对手的重要优势。

### 有望可持续稳健成长

公司在 09-14 年实现了年均 55% 的收入增长以及 50% 的利润增长（2014 年有并表因素）。我们认为公司未来三年仍有望可持续稳健成长，驱动来自于 1) 公司加大华东之外以及二线城市的门店扩张，并提升单店面积；2) 店效提升：公司平效从 2009 年的 1.6 万元上升至 2014 年的 3 万元以上，我们认为性价比继续改善、积极的营销投入以及渠道优化将有助于平效继续提升；3) 电商渠道快速增长。公司于 2015 年 8 月推出员工持股计划，404 名（包括 8 名董事、监事和高管）员工出资 1.5 亿元，以 15.2 元/股的均价完成购买。

### 借助上下游资金扩张

公司 2014 年 ROE 为 46%，明显高于本土竞争对手，一方面是由于更高的运营效率带来的高 ROA，另一方面则是来自于高应付账款的杠杆经营效应。公司的赊销（主要货款在实现终端销售后才支付）和类直营模式（及时回款）使得自有投入运营资本有限。但如果供应商要求缩短应付周期，而公司存货周转又无法有效改善，则将给公司现金流带来压力。

### 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价 19.8 元

我们的 2015-17E EPS 为 0.70/0.91/1.15 元。基于瑞银 VCAM 模型进行现金流贴现（WACC 为 9.3%）推导得出目标价 19.8 元，对应 2015-17 年市盈率 28/22/17 倍。我们预计公司将基于良好的零售能力、规模优势、品牌形象升级，实现可持续成长，给予“买入”评级。

## Equities

中国

服装零售业

**12 个月评级** **买入**  
 之前: 未予评级

**12 个月目标价** **Rmb19.80**  
 之前: -

**股价** **Rmb14.37**
**路透代码:** 600398.SS **彭博代码** 600398 CG

### 交易数据和主要指标

**52 周股价波动范围** Rmb19.96-9.67

**市值** Rmb64.6 十亿/US\$10.2 十亿

**已发行股本** 4,493 百万 (ORDA)

**流通股比例** 95%

**日均成交量(千股)** 24,052

**日均成交额(Rmb 百万)** Rmb362.8

**普通股股东权益 (12/15E)** Rmb8.46 十亿

**市净率 (12/15E)** 7.6x

**净债务 / EBITDA** NM

### 每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测
12/15E	-	0.70	- 0.71
12/16E	-	0.91	- 0.91
12/17E	-	1.15	- 1.14

胡均均

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

重要数据 (Rmb 百万)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
营业收入	4,529	7,150	12,338	15,980	19,896	24,123	28,360	32,487
息税前利润(UBS)	1,038	1,699	3,038	4,074	5,276	6,699	7,851	8,938
净利润 (UBS)	854	1,351	2,242	3,128	4,086	5,162	6,042	6,875
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.85	1.35	0.50	0.70	0.91	1.15	1.34	1.53
每股股息 (Rmb)	0.03	0.19	0.38	0.49	0.64	0.81	0.95	1.08
现金 / (净债务)	2,472	3,881	4,286	5,105	5,861	7,470	9,117	10,769
盈利能力和估值	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
息税前利润率(%)	22.9	23.8	24.6	25.5	26.5	27.8	27.7	27.5
ROIC (EBIT) (%)	78.8	91.4	139.6	163.8	157.1	156.9	157.0	152.1
EV/EBITDA(core)x	0.0	-0.6	8.5	13.1	10.1	7.8	6.5	5.6
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	4.4	3.2	19.1	20.6	15.8	12.5	10.7	9.4
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	36.8	51.8	2.9	3.1	3.9	6.4	7.7	8.8
净股息收益率(%)	0.9	4.4	4.0	3.4	4.5	5.6	6.6	7.5

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2015 年 10 月 14 日 20 时 56 分的股价(Rmb14.37)得出；

# 投资主题

## 海澜之家

### 投资理由

海澜之家主要定位于高性价比的大众男装市场，我们看好的理由主要在于：1) 我们认为公司独特的商业模式带来价值链效率的改善从而能打造高性价比的产品：合作型供应链结构打造规模优势、低存货风险以及“类直营”的零售模式下，关注终端动销减少渠道上的效率损耗；2) 公司作为价值链上的强势方，利用供应商和加盟商的资金来实现成长，带来高回报。我们预计公司主品牌海澜之家将继续巩固三四线城市的优势地位，加大华东之外以及二线城市的扩张，改善单店平效，实现可持续高成长。我们预计公司 2015/16/17E EPS 为 0.70/0.91/1.15 元。

### 乐观情景

如果公司开店速度和终端销售高于预期，2015/16 年海澜之家品牌收入增速达到 33%/33%（基准假设 30%/26%），毛利率为 42.0%/44.0%（基准假设 40.0%/42.2%），我们预计 2015/16 年 EPS 为 0.78/1.06 元，每股估值为 24.75 元。

### 悲观情景

如果公司在选择合适的加盟商和获得良好的开店位置上发展不利，开设新店速度不达预期，终端销售增速放缓，2015/16 年海澜之家品牌收入增速 18%/15%，毛利率 37.8%/38.1%，且如果供应商要求缩短应付账期，公司应付账款周转天数由 2014 年的 265 天逐年下降至 2019 年的 120 天，我们预计 2015/16 年 EPS 为 0.55/0.72 元，每股估值为 11.72 元。

### 近期催化剂

我们认为公司未来的催化剂有：1) 公司的大店策略推进迅速且平效超预期；2) 公司秋冬新品旺销；3) 电商收入超预期。

12 个月评级

买入

12 个月目标价

Rmb19.80

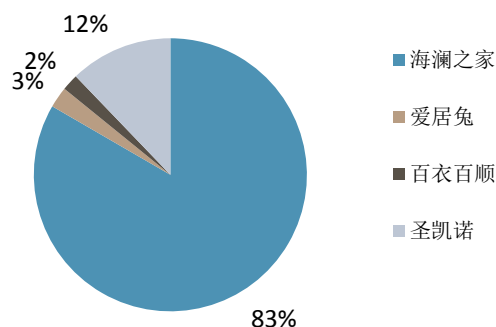
### 公司简介

海澜之家的主要经营品牌“海澜之家”是中国男装市场第一大品牌，此外，旗下还包括女装品牌爱居兔，职业装品牌圣凯诺和平价大众品牌百衣百顺。2014 年 3 月原凯诺科技对海澜之家股东进行定向增发以购买海澜之家 100% 股权，同时海澜集团通过股权交易成为上市公司大股东，实现反向收购，4 月上市公司更名“海澜之家”。

### 行业展望

国内男装行业整体处于调整阶段，受到经济放缓、反腐以及电商的冲击，增速下降，虚高的价格体系处于重建中。由于市场处在大众消费扩张的阶段，我们认为在中低端市场有品牌影响力，供应链效率高，并且具备独特终端零售管理能力的公司将在行业转型中受益。

### 公司主营收入按品牌划分（2014）



来源: 公司数据

### 毛利润按品牌划分

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
海澜之家	2,514	4,017	5,260	6,967	8,719
爱居兔和百衣百顺	113	215	378	554	804
圣凯诺	-	710	872	959	1,055
其他	-50	-82	-58	-75	-93
<b>总毛利润</b>	<b>2577</b>	<b>4,860</b>	<b>6,452</b>	<b>8,405</b>	<b>10,485</b>

来源: 公司数据, 瑞银证券估算

# 目录

<b>投资分析</b> .....	<b>4</b>
风险 .....	5
估值和推导我们目标价的基础.....	5
瑞银预测对比市场预期 .....	5
敏感性分析.....	5
<b>风险分析</b> .....	<b>7</b>
<b>竞争分析</b> .....	<b>8</b>
行业吸引力评估 .....	8
竞争优势 .....	12
管理层策略.....	14
<b>价值链重塑打造平价品牌</b> .....	<b>15</b>
平价定位、不打折策略 .....	15
高壁垒的供应链管理 .....	16
强大的零售能力 .....	19
<b>有望可持续稳健成长</b> .....	<b>22</b>
<b>轻资产运营模式</b> .....	<b>25</b>
<b>财务分析</b> .....	<b>28</b>
损益表.....	28
资产负债表.....	30
现金流量表.....	31
资本回报率.....	31
<b>估值</b> .....	<b>33</b>
目标价推导.....	33
可比公司 .....	34
<b>附录</b> .....	<b>37</b>
公司背景 .....	37

胡昀昀

分析师

S1460513010001

yunyun.hu@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

# 投资分析

我们首次覆盖海澜之家，给予“买入”评级，目标价 19.8 元。海澜之家 2014 年以借壳上市的方式将该品牌业务注入上市公司凯诺科技（SS600398）。我们预计公司 2015/16/17E EPS 为 0.70/0.91/1.15 元，目标价对应于 15/16/17 年市盈率 28/22/17 倍。我们认为公司通过改善供应链到零售端的效率打造高性价比产品，在近几年迅速成长为国内名列前茅的男装品牌，价值链上的强势地位使得公司能借助上下游的资金投入实现稳健成长。

## ▪ 价值链效率改善打造平价品牌

公司致力于提供“高品质，中价位”的高性价比、全品类大众男装，并采取不打折策略，过去几年的快速增长也证明了这一定位获得了消费者的认可。产品低倍率的同时（2.5 倍，明显低于其他男装 5 倍以上），公司却可获得近 20% 的高净利润率。我们认为其核心来自于价值链效率的改善：1）合作型供应链结构下的规模优势以及低存货风险。公司同供应商联合开发产品，给予其较高的毛利率，但公司可在两个销售季后选择退还剩余货品；2）公司采取“类直营”扁平零售模式，吸纳加盟商作为财务投资者，保留门店管理权。我们认为具备强大的终端零售能力是公司区别于众多竞争对手的重要优势。

## ▪ 有望持续稳健成长

海澜之家在 09-14 年实现了年均 50% 的收入增长以及 47% 的利润增长（剔除 2014 年并表因素）。我们认为公司未来三年仍有望保持可持续稳健成长，驱动来自于：1）外延扩张：继续巩固三四线城市的优势地位的同时加大华东之外以及二线城市的扩张，并提升单店面积；2）店效提升：公司平效从 2009 年的 1.6 万元上升至 2014 年的 3 万元以上，性价比继续改善、积极的营销投入以及渠道优化将有助于平效继续提升；3）电商渠道快速增长。公司于 2015 年 8 月推出员工持股计划，404 名（包括 8 名董事、监事和高管）员工出资 1.5 亿元，以 15.2 元/股的均价完成股票购买，并锁定一年。

## ▪ 轻资产运营模式

公司 2014 年 ROE 为 46%，明显高于本土男装品牌 7% 和休闲服品牌 10% 的平均水平，一方面是由于更高的运营效率带来的高 ROA，另一方面则是来自于高应付账款的杠杆经营效应。公司的赊销（主要货款在实现终端销售后才支付）和类直营模式（及时回款）和普通以经销模式为主的服装品牌相比，运营资本要求大幅降低。我们认为公司的主要风险在于如果供应商要求缩短应付周期，而公司存货周转又无法有效改善，则将给公司现金流带来压力。

## ▪ 本土大众男装品牌具备潜力

中国男装市场自 2012 年增速放缓，经历了两年多去库存和渠道收缩，品牌商处于转型期。我们认为中长期来看，本土大众男装品牌仍具潜力。我们发现欧美和亚洲主要市场最大的男装品牌大多来自本土，并定位大众市场。我们认为近几年多数服装品牌出现调整，并不意味着服装需求消失，而是出现转移。2011 年以前行业存在明显价格虚高，经济增长放缓、反腐以及电商的冲击使得消费者变得更谨慎和精明，为高性价比大众品牌的迅速发展提供了土壤。

## 风险

我们认为公司面临的主要风险包括：1) 国内零售市场低迷的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 应付账款周期缩短风险；4) 外包生产的风险；5) 门店扩张不达预期的风险；6) 加盟商退出风险；7) 存货积压的风险；8) 新品牌风险。

## 估值和推导我们目标价的基础

我们采取瑞银 VCAM 工具进行估值。VCAM 是一种基于现金流贴现的估值方法。我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2015-2024 年，我们详细预测了公司在未来 5 年的现金流情况，预计自由现金流稳定增长。我们使用 A 股可比公司过去两年贝塔系数均值 0.96，假设无风险利率为 4.5%，权益风险溢价为 5.0%，在 WACC 为 9.3% 的假设下，我们得出目标价 19.8 元，对应 2015/16/17 年市盈率 28/22/17 倍。

公司目前股价对应于 15/16 年 PE 分别为 21/16 倍，低于男装公司均值 38/31 倍，也低于整体服装公司均值 43/36 倍。我们认为公司的模式创新的价值以及成长性还未得到市场的充分认识，目前的估值仍然具备上行空间。

## 瑞银预测对比市场预期

瑞银对公司 16/17 年净利润的预测与市场一致预期相比分别高出 1.08/2.66ppt。我们认为公司基于目前的规模优势，持续改善产品品质、提升品牌形象，业绩成长性能见度较高。

图表 1: 瑞银预测与市场预期

(百万元)	净利润预测	一致预期	差距
2015E	3,127.91	3,161.33	-1.06%
2016E	4,086.01	4,042.48	1.08%
2017E	5,161.83	5,028.12	2.66%

来源: Wind, 瑞银证券估算。注: 一致预期截至 2015 年 10 月 14 日

## 敏感性分析

海澜之家品牌是公司最主要的品牌，H115 年该品牌门店数量占比总店铺数 89%，品牌收入占总收入 85%。我们针对海澜之家品牌单店收入增速及毛利率对 2016 年 EPS 做敏感性分析。在基准情景中，我们假设 2016 年海澜之家品牌单店收入增速为 13.0%，毛利率为 42.2%。

图表 2: 海澜之家品牌单店收入增速和毛利率的敏感性分析 (元)

2016E EPS	海澜之家品牌单店收入增速					
	3.0%	8.0%	13.0%	18.0%	23.0%	
	38.2%	0.74	0.76	0.79	0.81	0.84
海澜之家品牌毛利率	40.2%	0.80	0.82	0.85	0.88	0.90
	42.2%	0.85	0.88	0.91	0.94	0.97
	44.2%	0.91	0.94	0.97	1.00	1.03
	46.2%	0.96	1.00	1.03	1.06	1.10

来源: 瑞银证券估算

目标价 19.8 元，对应于 2016/17 年 PE 为 22/17 倍

预计 2015-17 年净利润增速分别为 39.5%/30.6%/26.3%

同店增速、门店数目和毛利率是关键假设

应付周期缩短是另一主要风险

截至 2014 年海澜之家品牌门店数为 3,348 家，比较国内休闲服装品牌还有较大成长空间，未来店铺扩展仍将是收入增加的主要推动力之一。我们针对海澜之家品牌门店数量及毛利率做敏感性分析。在基准情景中，我们假设 2016 年海澜之家品牌门店数量为 3,788 家，毛利率为 42.2%。

图表 3: 海澜之家品牌门店数和毛利率的敏感性分析（元）

2016E EPS	海澜之家品牌门店数量					
		3,288	3,538	3,788	4,038	4,288
海澜之家品牌毛利率	38.2%	0.75	0.77	0.79	0.81	0.83
	40.2%	0.81	0.83	0.85	0.87	0.89
	<b>42.2%</b>	0.86	0.89	<b>0.91</b>	0.93	0.95
	44.2%	0.92	0.95	0.97	0.99	1.02
	46.2%	0.98	1.00	1.03	1.06	1.08

来源: 瑞银证券估算

我们认为影响公司业绩的主要因素之一是应付周期。公司高周转的关键原因之一在于延迟支付货款（即采取赊销模式），相当于借助供应商的资金实现扩张。这种模式依赖于特定的发展历程，即 2008 年外贸订单下滑使得部分中小供应商愿意尝试这种合作方式；而经过多年成长，供应商也借助公司力量逐渐壮大，退出成本也较高。但如果供应商迫于自身压力难以继续以这种方式支撑公司的高成长，要求缩短账期，则可能给公司的现金流以及估值带来负面影响。虽然我们认为如果供应商要求缩短账期，相应地公司可能会推迟下单以及商品入库时间以减少库存时间，但我们暂不考虑存货周转的变化，

公司 2014 年应付账款周转天数 265 天，如果从 2016 年开始逐年下降至 2019 年 120 天，则 2016-19 年均新增运营资本投入约 18 亿元，公司每股估值将由 19.80 元下降至 16.52 元；如果逐年下降至 2019 年 60 天，则 2016-19 年均新增运营资本投入约 27 亿元，公司每股估值将下降至 14.2 元。如果假设应付账款周转天数在 2016 年迅速下降至 120/60 天，则新增资本投入集中在 2016 年体现，全年将新增运营资本投入 48/65 亿元，将给资产负债表带来压力，每股估值将下降至 16.2/11.8 元。



# 风险分析

- 国内零售市场低迷的风险。公司产品主销国内市场，零售市场的景气程度直接影响公司产品销售；如果终端的消费意愿下降，消费者在服饰产品上的消费额减少，公司的业务将受到负面影响。
- 行业竞争加剧的风险。服装零售行业有门槛低、参与者众多的特点，一方面新晋的进入者可能以新颖的品牌形象快速占领市场，另一方面近年来海外快时尚品牌的进入给国内服装品牌造成冲击，如果公司不能在消费者中建立高认可度，可能市场份额将受到挤压。
- 应付账款周期缩短风险：公司目前采取赊销的模式，在商品入库时仅支付不到 30% 的货款，大部分货款在实现终端销售以后才向供应商支付，应付账款周期远高于同类公司；尽管公司给予更高的毛利率，但供应商资金压力较大，并且需要持续投入支撑公司的成长。如果供应商要求缩短应付账期或者加大货到付款比例，这将给公司现金流带来负面影响，从而影响估值。
- 外包生产的风险。公司与供应商已建立较为稳定的关系，由于公司采用整体订货的模式，为所有加盟商统一订货，通常单款服饰需要的量较大，如果公司与供应商关系恶化，需要重新寻找新的供应商，或者供应商在交货时间上出现延迟，公司可能出现新品不能及时上柜销售影响从而影响当期收入增长。
- 门店扩张不达预期的风险。公司选择在地段好、人流量大的商区开设新的店铺，同时公司通过职业店长的方式复制门店的标准化运营，如果在公司发展中无法找到合适的门店或在人员储备上有所断层，门店扩张的速度可能不达预期，公司收入可能受到负面影响。
- 加盟商退出风险。公司主要依靠加盟商扩张门店，且现有诸多加盟商等待进入公司加盟体系，公司会根据加盟商的资质和运营能力选择合适的加盟商，如果一旦有较大的加盟商终止与公司的合约，公司可能面临收入减少及市场份额缩减的风险。
- 存货积压的风险。尽管代销方式下，销售不掉的存货可退还给供应商，但如果动销太差形成大量存货，实际会给供应商带来压力，供应商的盈利情况不佳也会对公司未来的供货形成负面影响；同时公司增加买断货品的比例，一旦买断商品市场反应冷淡，可能给公司造成直接的存货积压，降低经营效率。
- 新品牌风险。公司主要的新品牌分别为中低定位的“百衣百顺”和 14 年转型为女装品牌的“爱居兔”；在品牌培育阶段公司会有大量的资本开支投入以及市场宣传投入。尤其是爱居兔品牌定位的女装市场竞争激烈，目前仍未盈利。如果新品牌培育不能在预定期间内得到收益，公司现金流将受到拖累。

风险主要包括：1) 国内零售市场低迷的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 应付账款周期缩短风险 4) 外包生产的风险；5) 门店扩张不达预期的风险；6) 加盟商退出风险；7) 存货积压的风险；8) 新品牌风险

# 竞争分析

## 行业吸引力评估

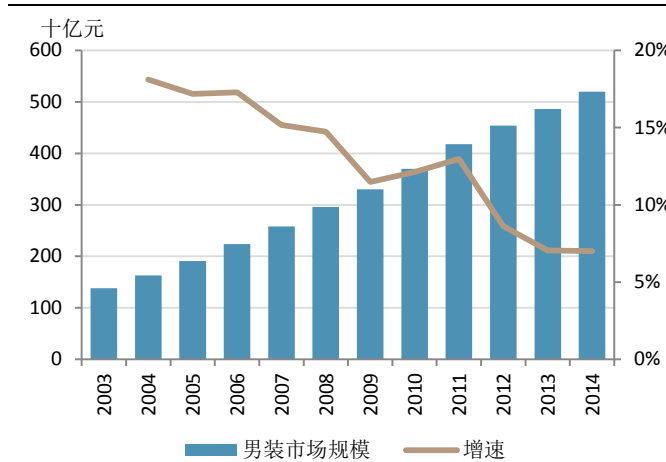
### 男装企业处于转型期

根据欧睿国际的数据，2014 年中国男装市场规模达到 5,207 亿元，但增速自 12 年起持续放缓。其中百货渠道受到重要的冲击，从百家重点大型零售企业服装销售的量价增速可以看出，原本的重要驱动因素之一——提价在 11 年后难以为继。

批发模式面临压力，行业去库存，品牌商谋求转型

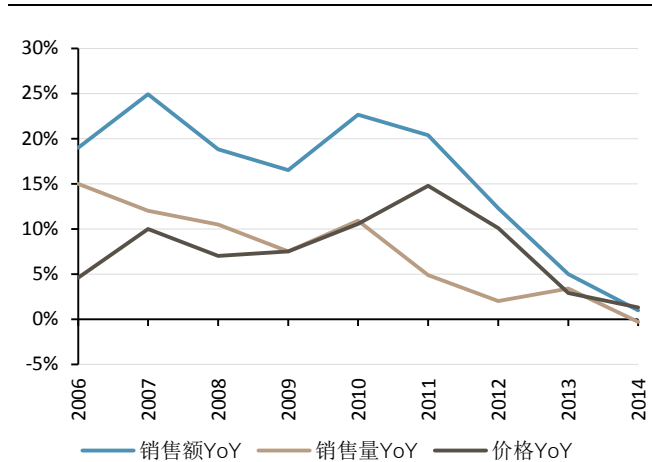
此前行业多年的高速增长以及 08 年后高端消费的集中爆发成就了一批国内的男装品牌，尤其是商务为主的高端品牌。传统的批发模式下，通过粗放的渠道扩张可以较为容易地实现快速增长。但随着行业进入调整期，传统模式的问题开始凸显：一方面过于依赖订货会，缺乏对终端需求的关注，产品同质化；另一方面供应链效率较低，在前导时长、生产交货、质量把关等一些列流程反应上速度较慢，因而无法及时大批量、快速提供符合当季消费需求的产品。主要的品牌公司面临收入放缓、库存积压的压力。在这一过程中，行业可能出现洗牌，一些小企业被淘汰出市场，但一些品牌公司也开始谋求转型，关闭不盈利的渠道、去库存，同时开始强化零售管理能力，减少期货占比，提高供应链的反应速度。

图表 4: 中国男装市场规模



来源: 欧睿国际

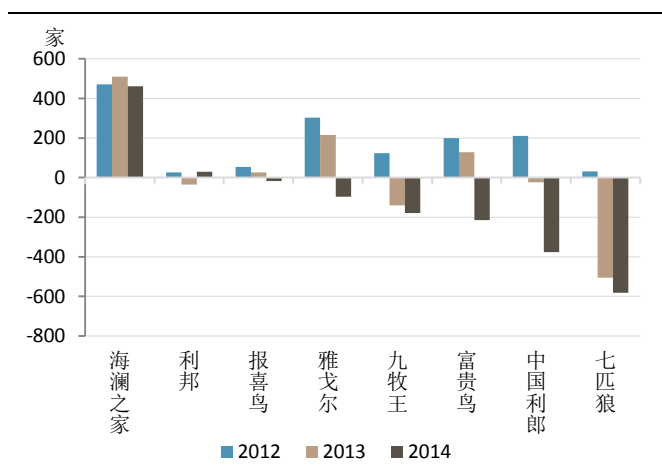
图表 5: 全国百家重点大型零售企业服装销售状况



来源: 中华商业信息中心

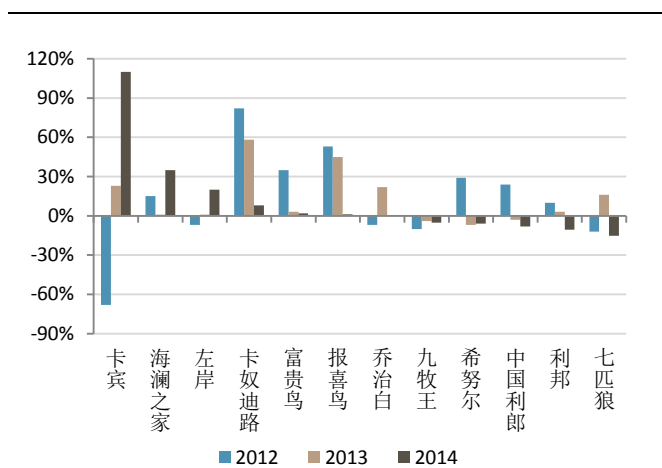


图表 6: 男装渠道数量净变化



来源: 公司数据

图表 7: 存货增速



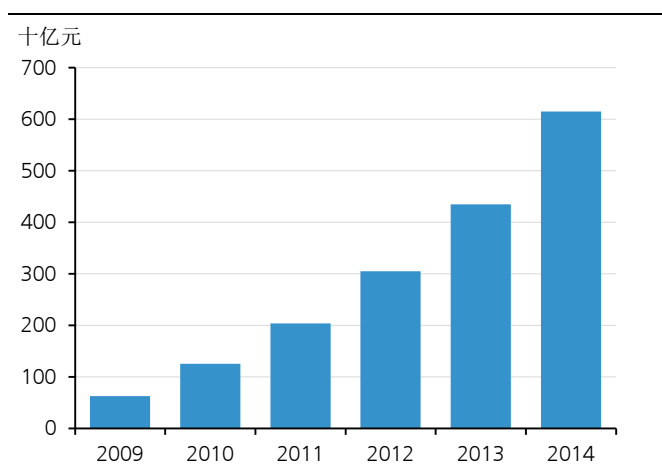
来源: 公司数据

### 线下品牌抢占线上份额

根据中国电子商务研究中心, 中国服装网购市场的交易规模从 2009 年 626 亿元增长至 2014 年 6,153 亿元, 09-14 年 CAGR 高达 58%。低价格和“无限货架”使得服装网购迅速抢夺市场份额, 目前线上约占整体服装市场比重达 20% 以上。但随着线下品牌向全渠道转型, 线上对于品牌商而言不再是威胁而是成为机会。尤其对于男装而言, 消费者品牌忠诚度相对较高, 而且需求的多样性低于女装, 淘品牌的优势并不明显。2014 年天猫双十一销售前十的男装全部是线下传统品牌。

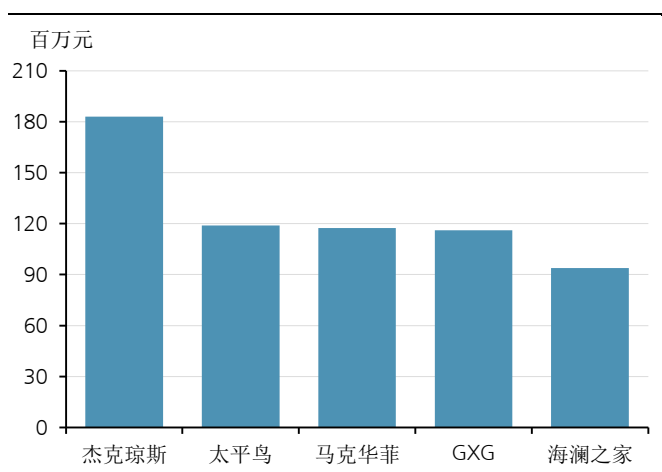
### 线下传统品牌在线上优势明显

图表 8: 中国服装网购市场交易规模



来源: 中国电子商务研究中心

图表 9: 2014 天猫双十一男装销量前 5 名



来源: 亿邦动力

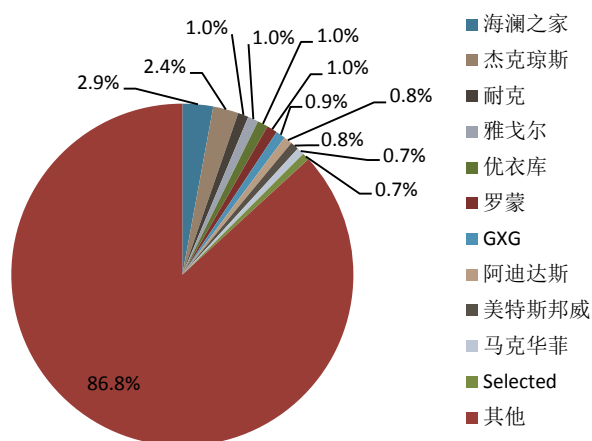
### 中高端男装先行, 大众男装后来居上

我们认为规模较大的男装品牌服饰可以分为中高端商务休闲、中高端休闲、全品类大众休闲和大众男装四大类。中高端商务休闲品牌主要品类为正装或商务休闲服饰, 渠道布局以百货、购物中心这些中高端业态为主, 在 08 年后高端消费爆发式增长过程中迅速成长, 但在这一轮行业调整中受到的冲击也相对较严重。根据欧睿国际, 2013 年男士正装在所有男装品类中增速最低。

### 行业进入性价比时代

但与此同时，男士尤其是年轻一代对于时尚以及自身形象关注度的持续提升使得休闲类服饰的占比提高。杰克琼斯、SELECTED、GXG 等时尚、休闲品牌价位略高于快时尚品牌，针对偏好潮流款型、个性服饰的男性消费者。优衣库、森马、美邦等品牌是定位休闲的全品类品牌，同时提供男女装的多个款式以及大量 SKU。而大众类的专业男装品牌的成长则较晚，目前知名度较高的仅有海澜之家，但公司的销售规模已跃居第一。

图表 10:主要男装品牌市占率（2014）



来源: Euromonitor, 瑞银证券估算

图表 11: 中国市场男装服饰品牌

品牌定位	代表品牌	品牌特点
中高端商务休闲品牌	九牧王、七匹狼、利郎、报喜鸟、雅戈尔等	定位中高端男装，主打正装类或商务休闲西装，产品价位高；是行业收缩中受到冲击较大的品类，由于前期开店速度快，而在快时尚品牌冲击下终端销售不佳，导致库存高企，现处在渠道库存清理阶段
中高端时装品牌	杰克琼斯、SELECTED、GXG 等	定位休闲男装，价位高于大众品牌，主要在百货商场或购物中心开店，店铺布局主要在一至三线城市，受电商和快时尚品牌冲击，逐渐开拓低线城市和电商市场
全品类大众休闲品牌	优衣库、GAP、美邦、森马、太平鸟等	休闲服饰品牌，产品包含男、女、童装全系列，特点为款式多样、价格平价，快速上架大量 SKU，增加消费者的选择数量
大众男装品牌	海澜之家、阿恩蓝拓、A21 等	产品价格定位大众，专为男式提供休闲服饰；其中，海澜之家店铺主要在三、四线城市

来源: 公司资料, 瑞银证券整理

## 本土大众品牌具备潜力

通过分析海外发达市场中最大的男装品牌（加拿大为第二大），我们认为主要呈现以下两个特点：

海外市场的最大男装品牌往往是本土平价品牌

- 1) 本土的品牌在当地男装市场中更有可能获得高市占率，比如日本的优衣库，英国的Marks & Spencer以及香港的I. T.；
- 2) 绝大部分市场中最大的男装品牌为大众平价定位。

中国的大众男装品牌相对发展得较晚，08年后高端消费的集中爆发使得男装市场的重心集中在单价高、客户对价格不敏感的中高端男装品牌，但2011年以后经济增长放缓以及政府反腐对于高端消费的负面冲击较为明显。在这一背景下，随着男性消费者对于自身形象的日益关注以及收入的上升，大众自

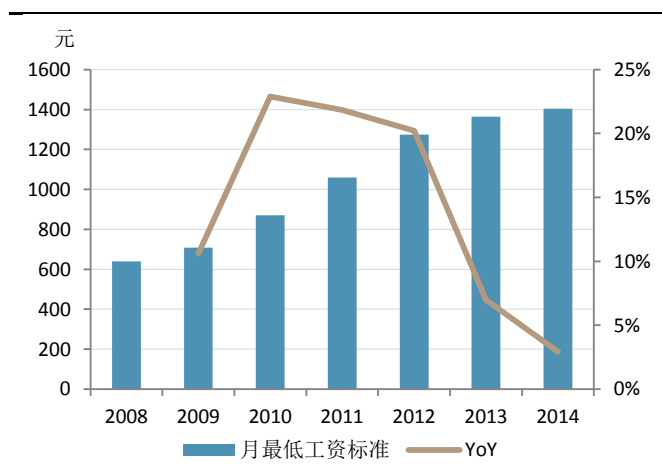
有需求的稳健增长越发凸显。从图表13和图表14可以看到，不管是基本工资还是农民工收入在过去5年均保持快速增长。同时，政府对于民生的关注以及城镇化的推进都旨在不断提升大众消费阶层的购买力，我们认为这将持续驱动大众市场的消费升级。

图表 12: 海外市场主要男装品牌

名称	国家/地区	市占率 (2014年)	定位	品牌特点
Marks & Spencer	英国 法国	英国 (8.5%) 法国 (4.8%)	大众 休闲	欧洲知名的百货品牌，起源于英国，在自建百货商场中销售自有品牌平价服饰。一方面自营百货的经营模式使品牌单店可陈列产品数量大，平效高。另一方面，公司区别与不同供应商的合作关系，对于销量大的产品，公司会分别与单个供应商讨论研究设计和生产细节，而对于销量小的产品公司在内部完成款式和面料选择，由供应商按设计计划生产，提高设计生产效率。
优衣库	日本	12.5%	大众 休闲	日本最大的休闲服饰品牌，在日本有超过 850 家门店，贡献集团在全球收入的 60%。快时尚品牌的代表，服装平价且款式多样，公司依靠终端销售数据，分析后在款式设计上做出相应的变化，同时注重新面料的开发研究。公司高效的运转模式使其平效高于其他服饰品牌，约 5 万元人民币。
H&M	德国	7.3%	大众 休闲	德国是 H&M 最大的市场，收入占比达到 20%，H&M 在德国超过 400 家门店，在德国的门店高集中度使其在德国市场占据主导地位。公司一方面让各地买手不断在全球寻找最时尚的款式，并将最新资讯传达给设计师，公司一年 SKU 数可达到 30 万件。
Ermenegildo Zegna	意大利	5.0%	高端 时尚	Ermenegildo Zegna 本土高端的男装品牌，以高档的面料，精致的工艺著称。为保证产品的质量，50% 的制造仍然在意大利本土。品牌推崇使用高级考究的面料，公司推出的时尚系列定位中高端客户，意大利消费者在服饰消费中更看重高质量的特点，使公司的高端定位在当地占有优势。
I.T.	香港	4.7%	潮流 休闲	香港本土的时尚服饰零售商，开创在单一店铺中售卖众多品牌的模式，公司将自营和代理的品牌集中在 I.T. 门店展示，所售款式新潮、个性，获得时尚人士和明星的青睐，多品牌拓宽了消费者的选择面，聚集客流的能力高于一般单品牌店铺。
Bean Pole	韩国	3.8%	流行 休闲	建立于 1989 年的韩国品牌，品牌受启发于英国式继承者的形象，并融入了韩国本土时尚元素，确立流行、质量上乘的品牌形象。公司在产品设计上采用试错的方式，先小批量在定点的门店销售，观察销售状况和消费者对产品的反应，设计部门相应修改设计，再全面投放市场。
Walmart	美国	2.8%	大众 平价	沃尔玛自有品牌服饰借助其超级市场的网络在全美销售，产品以廉价的价格销售 T 恤、牛仔裤等基本款服饰。由于拥有巨大的销售量，公司在供应商方面有强大的议价权，为消费者提供低价的产品。
Joe Fresh	加拿大	3.0%	大众 休闲	Joe Fresh 在加拿大男装市场市占率接近 Nike 的水平，品牌特点为价格大众且款式时尚，2006 年以进入食品连锁超市的方式拓展市场。该品牌以超低的价格和独特的销售地点迅速获取市场份额。

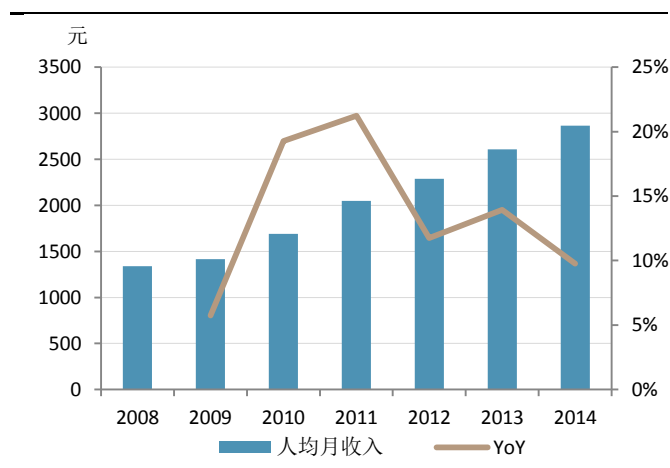
来源: 公司资料, 瑞银证券整理

图表 13: 月度最低工资标准



来源: 人力资源和社会保障部

图表 14: 外出农民工人均月收入



来源: 国家统计局

## 竞争优势

海澜之家成立于 2002 年，旗下主品牌经营平价男装，2014 年以借壳上市的方式将该业务注入上市公司凯诺科技（SS600398）。

海澜之家 2014 年借壳上市

2014 年 3 月原凯诺科技向海澜之家股东以每股 3.38 元的价格定向发行 3,846,153,846 股，购买海澜之家 100% 股权，同时凯诺科技原股东三精纺将其持有的 23.29% 股权以 5.1 亿元的价格转让给海澜集团。股权交易完成后上市公司合计持有海澜之家 100% 股权，海澜集团成为上市公司控股股东，总计持有 39.31% 股权，上市公司四月更名“海澜之家”，完成借壳上市。由于重大资产重组交易行为构成反向收购，财务核算主体发生改变，原凯诺科技财务数据不再具有可比性。

重组后公司旗下主要有四大品牌，其中圣凯诺属于原凯诺科技。公司的主品牌“海澜之家”为平价男装品牌，主张“男人的衣柜”定位“高品质，中价位”的多品类产品，以自助选购的方式创造无干扰购物体验，至 2014 年全国共有门店数 3,348 家。借鉴海澜之家的独特的供应链模式，公司于 2010 年创立了新品牌“爱居兔”，沿用海澜之家的模式，同时借助韩国设计师资源。原本定位于年轻客户群的运动、时尚、休闲系列；2014 年公司将品牌转型成为时尚女装品牌，截至 2014 门店数为 269 家，收入占比总收入 2.5% 左右。“百衣百顺”则是通过大规模卖场的形式，定价低于海澜之家，面向中低收入客户。凯诺科技的主打品牌则为“圣凯诺”，制造高质量的职业西装、衬衫等产品，产品销售对象为金融机构、政府、事业单位等团购对象。

竞争优势在于：1) 高性价比产品；2) 低存货风险；3) 强大的终端控制力；4) 规模优势

我们认为公司的主要竞争优势在于：

- 高性价比的产品

和男装行业普遍以高价来提升品牌形象不同，海澜之家的产品定位于“平价、快销”，强调性价比，成本加成率约 2.5 倍，明显低于多数男装品牌 5 倍以上的倍率。之所以能够做到低价，我们认为主要来自于价值链上的效率改善：1) 合作型供应链结构下，规模优势以及低存货风险带来的低成本；2) “类直营”的零售模式，关注终端动销减少渠道上的效率损耗。这使得公司产品在终端市场上具备价格优势，并吻合电商渠道快速发展的背景下消费者越发青睐高性价比品牌的趋势。

- 低存货风险

和传统的供应链模式相比，公司采用了更为紧密的供应链合作模式，主要特点是合作开发以及赊销模式，即供应商参与产品具体设计，可获得更高的毛利率；但公司可转嫁存货风险，在两季过后仍未销售出去的货品，公司可以退还给供应商，并且大部分货款的支付时间在实现终端销售后。在这种模式中，供应商主要承担了存货风险与运营资本压力。我们认为这种模式具有较高的壁垒，模仿较难；同时目前的供应商粘性较大，退出成本较高。

- 强大的终端控制力

传统的男装企业有多层级的代理机制，每个环节的代理商均要分享一定的收益，并且传统的批发模式并不关注终端零售，因此可能造成产品动销和售罄率较低，从而需要提高产品价格来进行补偿。而公司采取类直营的运作模式，

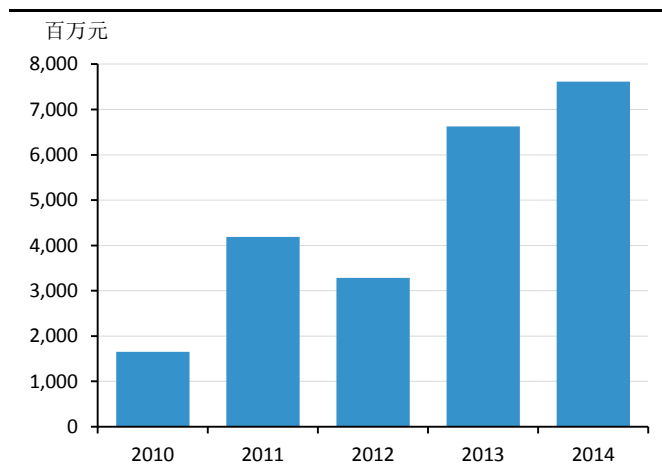
即加盟商仅承担财务投资者的角色，负责初始投资和运营费用，但由公司全权负责店铺的内部管理，包括货品调配、价格管控、门店陈列、人员任免等。“千店一面”的门店形象强化了公司的品牌认知度，并且终端动销和公司营收直接挂钩，激励其不断强化零售管理能力以建立商品销售的良性循环，从而进一步降低产品的风险溢价。

▪ 规模优势

公司 2014 年零售额超过 120 亿元，我们估计采购额达 76 亿元，规模显著高于其他上市男装公司。从图表 17 的男装公司前五大供应商的采购额来看，公司是七匹狼的 7 倍。大批量订单一方面使得供应商对于公司的依赖程度更高从而给予更高的优先级，另一方面也有助于公司降低成本：主要供应商开工率饱和，员工的熟练程度、原辅料的利用率以及服装的成品率均会上升。以西服为例，如果公司的采购量在 1000 套，采购价可能需要 350 元/套，但如果上升至 3 万套，则成本可以下降一半左右。

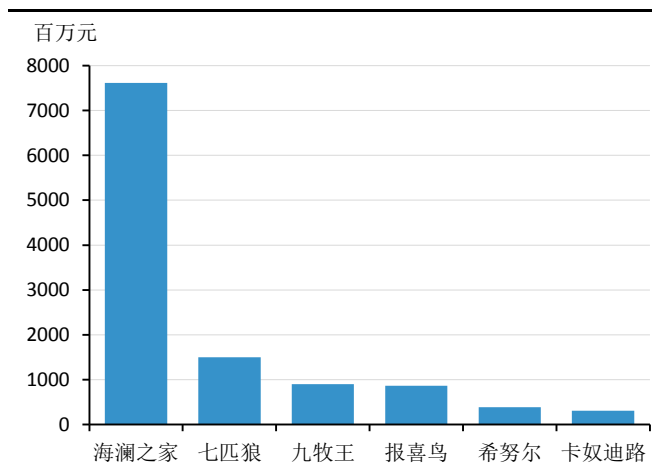
为进一步利用规模优势，公司自 2012 年末开始在采购环节采取重大的改革措施，即海澜之家联合主要的供应商，与上游原辅材料供应商进行统一的谈判和议价，比如拉链订单可以从分散的几百万上升到几千万的量，获得最佳价格折扣后再由海澜之家的供应商同上游原辅料提供商分别签订采购合同。这一方面有助于降低成本，另一方面也方便管控供应商成衣的报价。

图表 15: 海澜之家采购规模



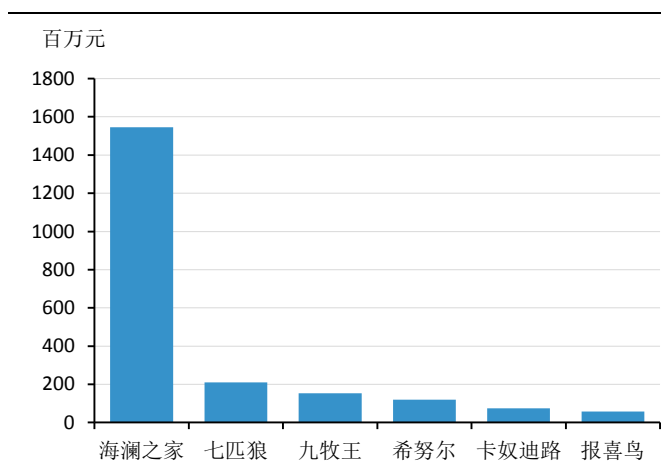
来源: 公司数据; 注: 海澜之家 13 年采购金额由 2010-12 年采购金额占比营业成本的均值推算

图表 16: 男装品牌公司采购规模 (2014)



来源: 公司数据

图表 17: 前五大供应商的采购额对比 (2014)



来源: 公司数据

## 管理层策略

### ■ 强化“平价、快销”的产品定位

公司致力于提供“高品质、中价位”的产品，通过改善供应链以及渠道效率持续提升产品性价比。和传统加盟模式不同，海澜之家采用扁平的渠道结构，减少了逐级加价；将库存风险以有偿的方式转移给供应商也减少了库存风险溢价。在服装价格连年上涨的情况下，公司的产品价格增幅有限，甚至从13年开始持续下调产品价格，性价比上升大幅提升了终端动销，形成高动销-低成本良性循环。

### ■ 巩固三四线，加强二线城市拓展以及渠道升级

公司目前渠道布局以三四线城市为主，在区域上华东占比较高。我们认为公司将巩固三四线城市优势地位的同时，将加大对二线城市的布局。同时，随着知名度以及产品丰富度上升，公司将逐步推进“大店铺”战略，一方面要求新开店面积在 200 平米以上（过去是 150 平米左右），另一方面也会开展品牌集合店的尝试。

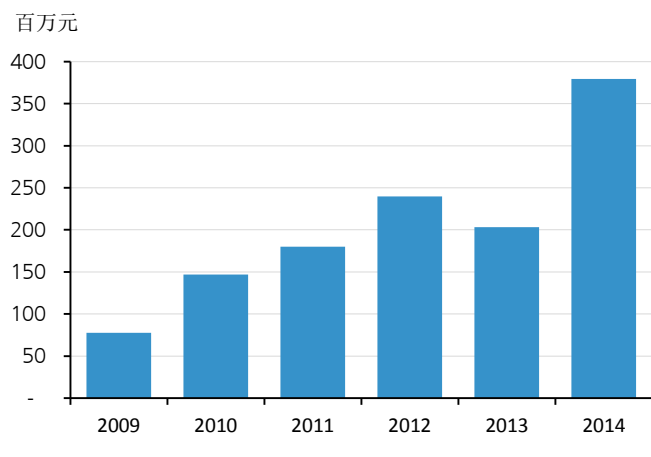
### ■ 品牌升级

随着产品性价比改善、品类丰富以及二线城市渠道拓展力度加大，公司坚持投入资源以实现品牌的同步升级，主要措施包括：1) 坚持终端是最好的品牌广告，在巩固标准化门店体系的同时，公司也开始做一些升级的尝试，推进“大店铺”战略，：选择性地进驻一些重要百货和购物中心，比如以较低的成本入驻北京王府井开设旗舰店；2) 持续投入广告营销（公司 2014 年广告费用投入大幅上升至 3.5 亿元），注重新媒体的应用以及线上线下的互动。公司近年来最成功的营销策略是赞助国内最著名的真人秀节目“奔跑吧，兄弟”。随着节目的收视率持续攀升并稳居冠军，公司品牌迅速被广大消费者熟知。在第二季节目中，海澜之家配备了专门的设计团队为明星定制节目服装，并同步在海澜之家网络商城限量发售明星同款；3) 和阿里、微信等开展合作，利用网络大数据指导研发和精准营销；4) 注重社会责任：比如公司 2014 年联合网易平台发起“多一克温暖”线上公益活动，合作中国社会福利



基金会“暖流计划”，为贫困山区的教师和学生捐赠冬衣，同时在全国 70 多个线下门店设立专区供消费者参与互动活动。

图表 18: 年度广告费用



来源: 公司数据

#### ■ 建立深度合作的供应链模式

为了进一步提升供应链的反应速度，公司继续深化同供应商的合作模式。公司主动培养核心供应商，份额向优秀的供应商集中，同时会给予其相对更高的毛利率以支持供应商对自身产能、研发和综合实力的投资。同时，我们预计公司可能会参照线下门店的模式，向供应商输出管理，从而有助于公司按照自身的产品企划和销售情况来管理供应计划。

## 价值链重塑打造平价品牌

### 平价定位、不打折策略

和多数上市男装公司定位高倍率的中高端市场不同，公司致力于提供“高品质，中价位”的高性价比男装。过去几年的快速增长也证明了这一定位成功获得了消费者的认可。如图表 20，男装品牌的加价倍率在 4-8 倍之间，海澜之家的加价倍率在 2.5 倍左右。由于公司产品性价比高，并且能够将存货风险转嫁给供应商，店铺执行不打折策略。

这使得海澜之家的产品在终端售价上具备较强优势，我们对比了天猫上各主要上市公司男装品牌的长袖衬衫的价格，海澜之家 169 元左右的售价略低于优衣库的 199 元，较雅戈尔、九牧王、报喜鸟等则差距更大。公司从 2013 年开始每年都有不同程度的零售价下调，持续改善性价比使得销量大幅增长，主品牌 2013、14 年收入同比增速分别达 55%、50%。通过下调零售价而非促销来拉动收入对公司品牌形成了良好的保护。

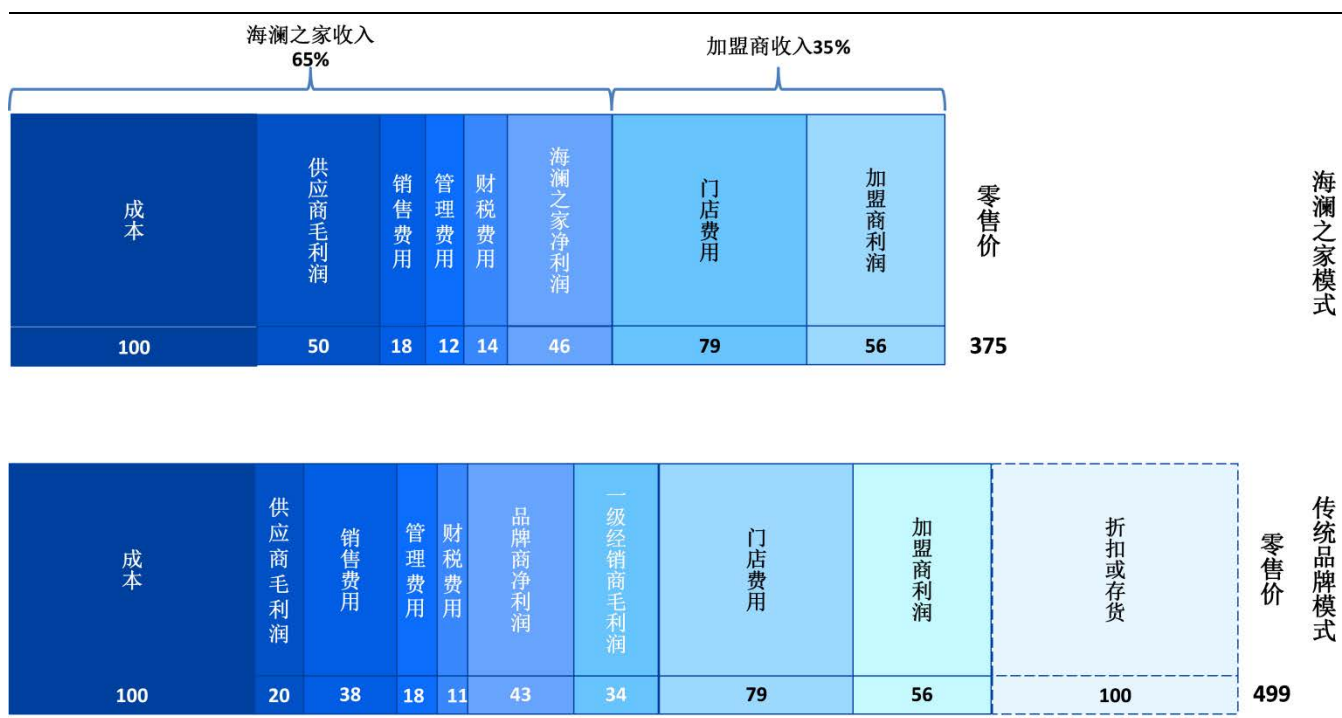
图表 19 列出了海澜之家以及传统男装品牌的终端售价加成方式，在相同的 100 元的生产成本假设下，海澜之家的零售价为 375 元，是传统男装品牌 499 元的 75% 左右，之所以能够做到低价，我们认为主要来自于两方面：

1) 合作型供应链结构下，规模优势以及低存货风险带来的效率改善。

低倍率的定价方式，来自于 1) 赊销模式下转移存货风险；2) 扁平的渠道模式下，效率改善

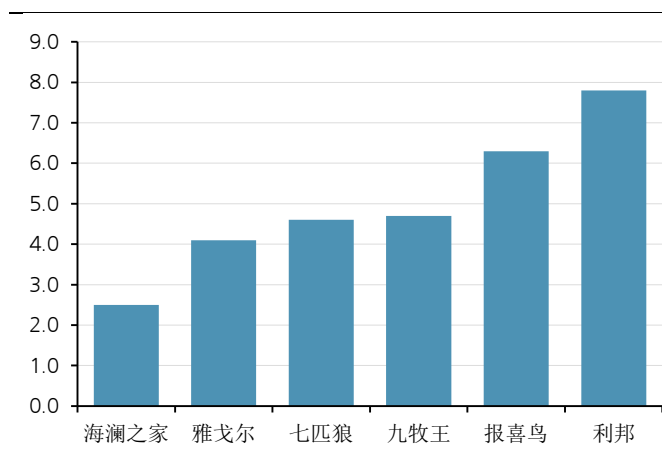
2) “类直营”的零售模式，关注终端动销减少渠道上的效率损耗。

图表 19: 海澜之家 VS 传统品牌价值链构成 (元)



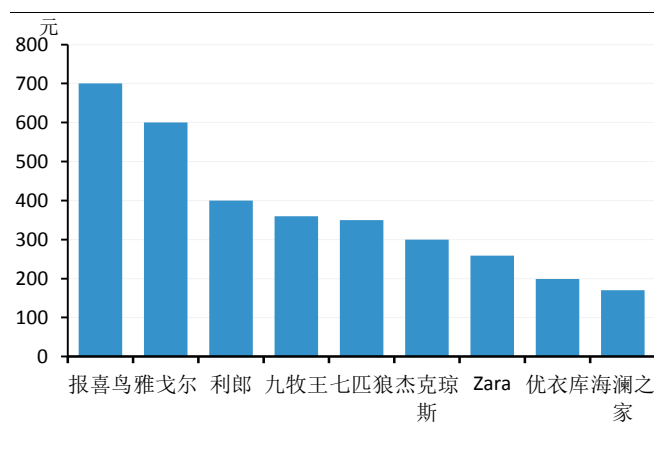
来源: 公司资料, 瑞银证券估算

图表 20: 加价倍率对比



来源: 公司数据

图表 21: 单价对比



来源: 天猫; 注: 参考男士长袖衬衫价位

## 高壁垒的供应链管理

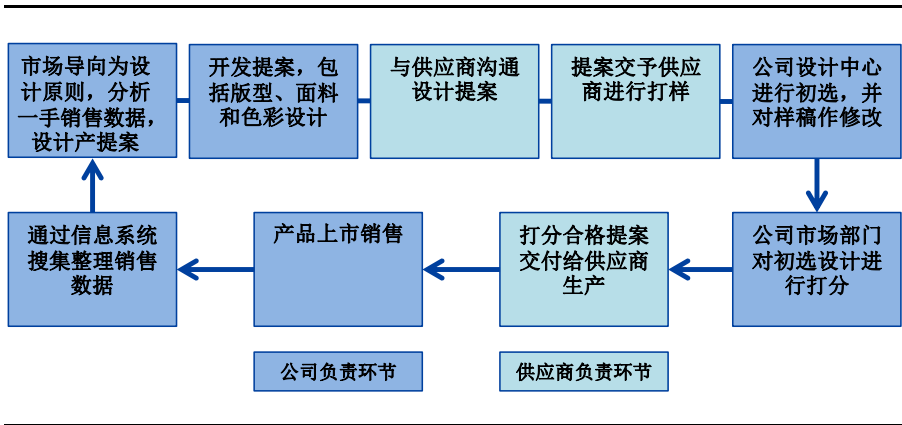
### 合作型供应链结构

和传统的供应链模式相比，公司采用了更为紧密的供应链合作模式，主要特点是合作开发以及赊销模式，即供应商参与产品具体设计，可获得更高的毛利率，但同时需要承担存货风险。在这样的共赢合作模式中，公司是较为强势的一方，供应商主要承担了存货风险与运营资本压力。

公司和供应商合作开发产品，给予其更高的毛利率，但在实现终端销售时才会支付主要货款

(1) 合作开发产品

图表 22: 产品设计流程



来源: 公司资料

公司采取和供应商联合开发的产品设计模式。公司设计中心拥有 200 人的团队，基于对市场销售数据的分析和流行时尚的参考，做出整体产品规划，然后将产品理念与供应商的设计部门充分沟通。供应商的设计师会进行具体设计，包括面料、生产工艺和成本考虑，经双方讨论以及公司设计部门的筛选和修改，将最终确定下一季的产品款式。公司可实现每年推出 20 个批次、200 种西服（正装）系列新产品和 30 个批次、300 种休闲服系列新产品的研发能力。

事实上，借助有实力的 ODM 供应商合作开发这一实践在国际上也很常见，但中国服装业尤其是中小企业的问题则是品牌商自身基本没有研发，而是严重依赖于供应商提供的流行款或是其他大品牌的款式，做出有限的改动，从而导致产品同质化。我们认为公司的合作研发模式仍然保持了对产品设计的主导和控制，从而确保和品牌定位一致；同时会给予供应商匹配的激励机制，供应商的回款以及订单数量同设计能力直接挂钩，促使供应商不断提升自身设计的有效性。

## (2) 赊销模式

与传统的买断模式不同，公司主要采用赊销模式，主要的特点为：1) 在商品入库时公司仅支付不超过 30% 的货款，只有产品最终实现终端销售以后，公司才会以月结的方式将相应商品的货款支付给供应商。2) 同时，供应商通过可退货协议承担产品的滞销风险，如果商品在两个适销季度（通常是 17-18 个月）销售不完，则可原价退还给供应商。3) 作为风险补偿，公司会给予供应商更高的毛利率，约 30% 以上，而一半的代工厂商毛利率可能仅 15%。在退货渠道上，海澜之家可以选择进行二次采购，以海澜之家采购价的 4 折左右价格回购，并通过海澜之家旗下的子品牌“百衣百顺”进行销售。

在这样的模式下，供应商更加深入地参与到了价值链分配中，盈利能力和产品售罄率直接相关。在我们的估算中，如果假设尾货处理可实现原采购价 3.5 折的净收入（低于百衣百顺 4 折的采购价），则 60% 的售罄率为大约的盈亏平衡点；如果售罄率达到 80%，则净利率可达 15%，高于一般的代工企业。

图表 23: 供应商盈利能力分析

售罄率	60%	70%	80%
成本	100	100	100
采购价格	150	150	150
收入=售罄率*采购价	90	105	120
正常毛利润	(10)	5	20
存货处理净收入 (=原采购价的 35%)	21	16	11
费用+税收	7	9	11
净利润	4	12	20

来源: 瑞银证券估算

我们认为这种模式具有较高的壁垒，模仿较难；同时目前的供应商粘性较大，退出成本高。

- 难以复制

这种模式依赖于特定的发展历程，公司最早尝试性地寻求供应商进行赊销合作时，由于多数外贸 OEM 为主的供应商面对出口订单下滑，出现闲置资源，因此有合作的意愿。同时在公司品牌力尚不成熟的情况下，比较可行的选择是合格的中小企业。经过多年的合作沉淀以及优胜劣汰，供应商借助公司的力量也逐渐壮大，具备了良好的设计能力以及资金实力，更重要的是对于公司的品牌和团队建立了充分的信任度。但对于其他品牌而言，要寻求此类资质优良且愿意承担存货风险和资金压力并不容易。例如，江阴一家衬衫制造商从 2005 年与公司合作，当时年采购量仅有 20 万件左右，此后逐年增长，目前年供 300 多万件，供货价值约 2.5 亿元，订单基本来自海澜之家。由于单量大，供应商人工成本和材料成本均有效降低。为了配合海澜的成长，供应商拥有一支几十人的设计师队伍，并持续进行技术改造以及产能扩张以支持订单的快速增长。

- 粘性高

由于多数供应商均是跟随公司一同成长，因此公司的订单对其相当关键。公司作为国内最大的男装企业，采购量显著高于同行。如 2014 年前五大供应商的采购额约 15 亿元，远高于同类上市公司。

除了大订单量，公司同供应商紧密的合作关系也增强了供应商的粘性。公司不少管理人员以前都是从事服装生产管理工作的。公司制定了业内领先的服装生产标准，对供应商的各生产工序从面料、裁剪到熨烫都进行严格的监督和控制。但与此同时，和普通的外包不同，公司对供应商提供了尽可能多的支持，提高供应商的粘度以及公司自身供应链的效率。为了实现科学的成本控制，公司会从原材料阶段开始介入，比如研究棉价，建议供应商是否需要储备原料；并利用自身的规模优势对于成衣的面辅料、纱线等进行集中采购。此外，公司还会利用自身的资源为供应商争取贷款、土地等相关优惠政策。

## 高效的物流配套

公司在江阴建设了大型储运中心作为全国物流中心，庞大的货品量从供应商处运往该中心，再配送至零售门店。世界第一的物流设备集成商德玛泰克协

助公司规划该中心并打造 WMS 物流管理系统，贯穿包括入库、库存、分拣、配送直至退货整个物流过程，减少人工存储和拣选的成本并降低出错率。

公司 2013 年启用了智能高架立体仓库项目，由 2 个立体仓库、3 个发货大厅、1 个配送中心组成。采用的 WMS 物流管理系统由世界第一的物流设备集成商德玛泰克公司集成，是目前国内面积最大、设备技术最先进的自动化服装物流园，日均出入库能力可达上百万件。公司采用的高位货架高 27 米，可存放约 70 万箱、4000 万件产品，存储量是同样占地面积平库的 7 倍。在新模式下，原来五六百人的工作量现在只需一百人，全国近 3200 家门店配货，以前需 24 小时现在仅需 8 小时。立体仓库，发货大厅和配送中心，由廊道和自动化传输系统连接相通，每件衣服都有唯一的条形码可供装有传感设备的物流系统识别。

在配送过程中，公司实现了储运中心与各门店的直线联系，对现有门店可实现铺货、补货、退货的快速反应。公司通过覆盖所有门店的销售管理系统，及时掌握门店销售，并根据门店需求和门店的地理位置，精确计算运输路线，达到单线运输的最大效用。公司能够保证旺季时每周对每一家门店进行两次补货。商品断货，1 小时之内能实现同城快速调剂；任何意外情况会迅速反馈到总部。海澜之家的货品配送外包给了社会化物流公司，长三角地区能够实现当天配货，最远的乌鲁木齐等地门店能够实现 5—6 天配货，准点率超过 98%。

## 强大的零售能力

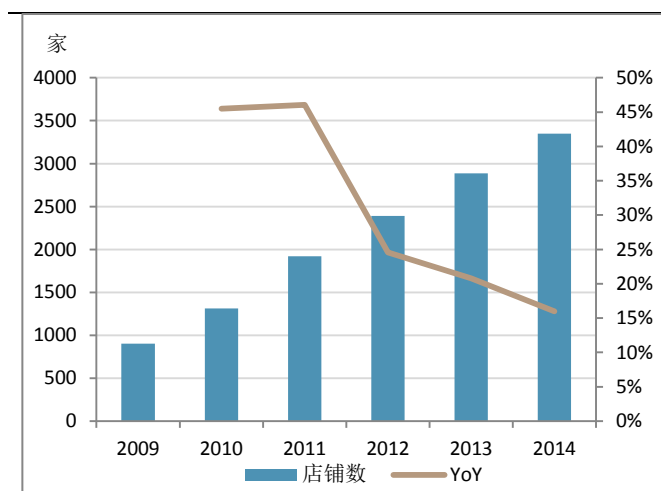
### 渠道效率高

公司和传统男装的批发模式关键区别在于对终端强大的掌控力以及零售管理能力。传统的男装企业有多层级的代理机制，每个环节的代理商均要分享一定的收益，并且传统的批发模式并不关注终端零售，因此可能造成产品动销和售罄率较低，从而需要提高产品价格来进行补偿。而公司类直营的运作模式使得终端动销和公司营收直接挂钩，激励其不断强化零售管理能力以建立商品销售的良性循环，从而进一步降低产品的风险溢价。渠道效率的改善体现在：1) 公司在扩张的同时保持良好的同店增长：除了 2012 年，过去几年均保持正增长，尤其在行业集中调整的 2013、14 年，同店增长 20% 以上，我们预计 2015 年仍将延续这一良好趋势；2) 公司的平效较高，明显高于内资品牌。虽然相对于国际快时尚品牌仍有差距，但我们认为这主要是渠道布局的差异所致（国际品牌多在一二线开设大店）。

采取“类直营”模式，加盟商作为财务投资者，公司保留门店管理权

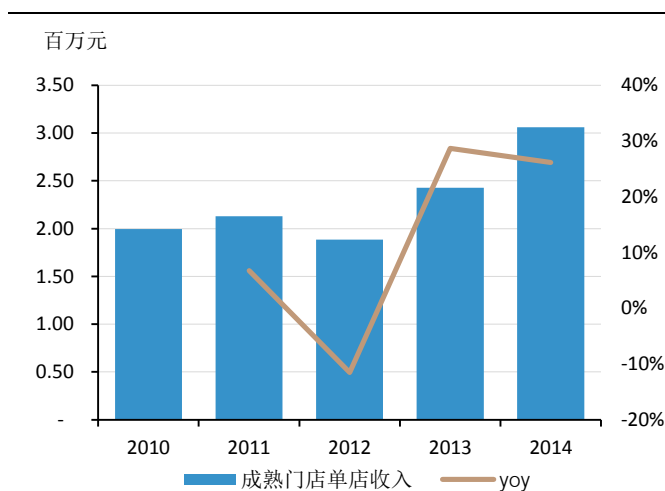
具备真正的零售能力，门店同店增长优秀，平效突出

图表 24: 海澜之家历史门店数目 VS 增速



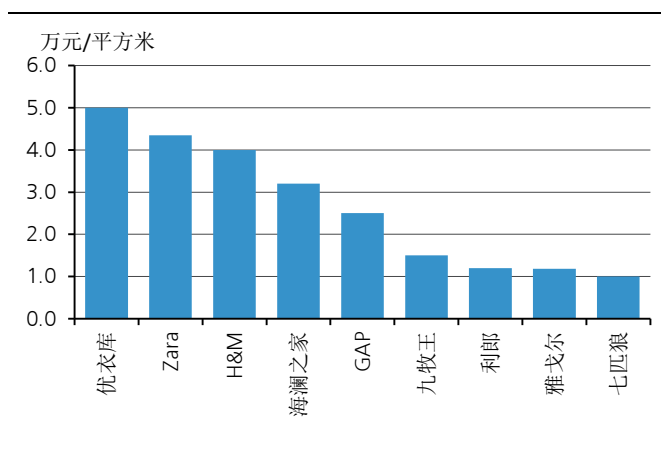
来源: 公司数据

图表 25: 海澜之家成熟门店单店收入



来源: 公司数据; 注: 成熟门店定义为店龄大于于一年的门店; 10-12 年单店收入=成熟店铺收入/平均成熟店铺数量; 2013、14 年单店收入=实体店收入/平均店铺数量 (新店折扣率为 70%)

图表 26: 主要男装/快时尚品牌平效对比



来源: 公司数据

### 类直营的加盟模式

公司采取加盟的方式来实现网络扩张, 但同其他服装公司的重要区别在于加盟店的经营权归公司所有, 即加盟商仅充当财务投资人的角色, 双方以一定比例进行销售收入的分成。原来的分成比例是公司占 65%, 加盟商占 35%; 2014 年开始采用更为灵活的分成机制, 对于新的加盟商, 在年回报率达到 15% 之前, 公司将分成比例上浮至 45%, 但加盟商回报率达到 15% 以后, 其增量销售的分成降至 15%。

在目前加盟体系下, 公司选择加盟商的主要标准为: 1) 认同公司运作模式; 2) 能够在公司认可的位置拥有或者租下店面; 3) 有 200 万元左右的闲散资金。

公司通常同加盟商签订期限为 5 年的《特许经营合同》来确定双方的长期合作关系。在店铺运营中, 由加盟商承担初始投资以及运营费用, 公司则全权负责店铺的内部管理, 包括店长和营业人员的招聘、管理和报酬标准, 货品的



配比和铺设、补货和应季换货。所有权和经营权分离的模式使得公司一方面可以利用加盟商的资源和资金进行快速的扩张，另一方面则不断强化了公司的直营零售基因。

**图表 27: 公司和加盟商协议安排**

	加盟商	海澜之家
加盟店的民事责任	承担	不承担
工商局、税务局办理相关的工商事宜	负责	不负责
店铺装修及形象规划	承担装修费用及包装袋等辅料、撬边机、员工工作服等费用，承担对加盟的定期维护费。	整体策划，统一标准；统一提供包装袋等辅料、“海澜之家”全国联网的 DRP 系统、防盗系统、统一型号撬边机，员工工作服。
租金，水、电、汽、物业管理费等所有经营费用及一切税费	承担	不承担
加盟店的管理人员、营业人员	与加盟店员工签订劳动合同，承担员工的招聘费用及薪资费用	公司以加盟店的名义统一代为招聘、培训、录用、解聘和管理，制定加盟店员工的薪资标准
存货管理	拥有加盟店存货的代销权和保管权，承担所有铺货、补货和应季换货的运费	统一调配所有加盟店的铺货、补货和应季换货，拥有加盟店存货所有权
产品销售价格确定	统一指导价的基础上可以视其所在地的物价水平上浮或下浮 5% 以内	制定指导价格

来源: 公司资料

### “千店一面，统一管理”

对外，公司将门店作为重要的品牌营销终端，从设立之初到日常运营均力求高质量的标准化，达到“千店一面”，包括统一的商标、店面厅房形象、员工服饰、广告宣传等，并设定统一的指导价格和服务规范，从而避免了因为加盟商能力参差不齐而导致品牌形象不一的问题。

对内，公司将加盟门店视作直营体系纳入统一管理，强调对于配货和销售环节的掌控，在信息系统运用、店员培训和物流运输等方面进行统筹和全面支持。海澜之家所有加盟店均统一安装全国联网的 ERP 系统，2012 年下半年起，公司对信息系统进行了全面的升级改造，实现了对库存和销售的实时监控，动态掌握市场的变化。从 2013 年以来的销售看来，信息系统升级提升了公司的铺货、补货效率，并反向引导了设计的有效性。

### 可复制的职业店长计划

类直营管理对于人力资源提出了更高的要求，公司目前已经建立起一套独特的店长机制以复制标准化的门店管理。除了设置区域各级主管来监督和推动主管辖区内的标准化管理实施以及门店销售业绩达标，公司还引入了“职业店长”作为管理输出的前哨站。

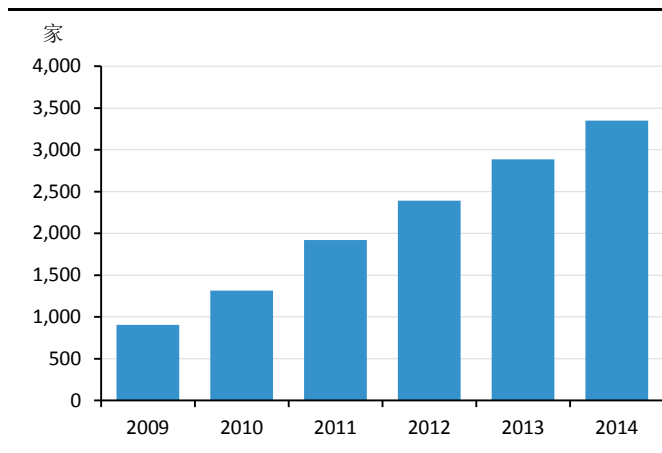
一般职业店长将进驻新开门店 1-3 个月，期间协助加盟商招聘店员，对店员进行公司规章制度、业务流程的培训，并推荐店长人选。公司目前有 160 人左右的职业店长队伍，可支撑每年 600 余家新增门店的增长速度。

此外，巡店员将定期或不定期对已有门店进行抽查，发现管理水平达不到公司要求的，将由职业店长进驻该门店进行管理提升。因此，借助这一批职业店长，公司将实现门店的标准化复制，并保证成长过程中的门店质量统一。

# 公司业务有望可持续稳健成长

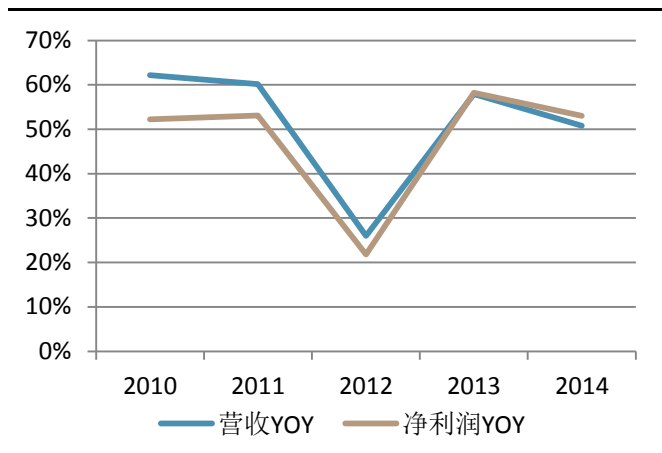
## 外延、内生驱动营收增长

图表 28: 历史门店数目



来源: 公司数据

图表 29: 海澜之家营收、净利润同比增速



来源: 公司数据  
注: 剔除 2014 年并表影响

### 1) 线下拓展

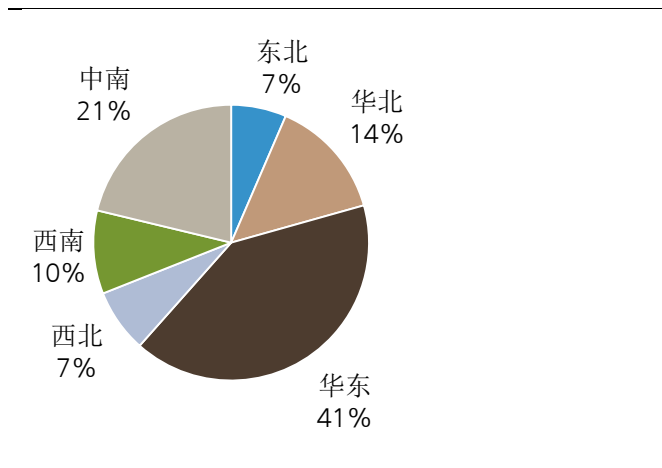
#### ■ 立足华东，向其他区域加大渗透

公司 2014 年底终端门店 3,716 家，主要布局在三四线城市。公司最早在华东起家，采取“立足华东、辐射全国”的策略，因此华东区域渗透率较高。尽管华东地区的收入贡献已经从 2009 年的 70% 逐年下降，但仍占到 2014 年近 50% 左右的收入。相应的，公司的门店布局也以华东区域为重，主品牌在华东拥有门店 1370 家（江苏就占到 400 家左右），占总门店数目的 41%。

但从全国服装市场比重来看，华东仅占比 34%，江苏省也仅占到 7%。从长期来看，我们认为公司将建立成为全国性的平价男装品牌，因此在其他地区的渗透率有望显著提升。例如，我们认为公司近两年将在东北、华南加大开拓，这些区域是重要的消费市场，但公司布局较晚门店数量仍偏少，福建、东北三省等分别仅有 100 家不到店铺。

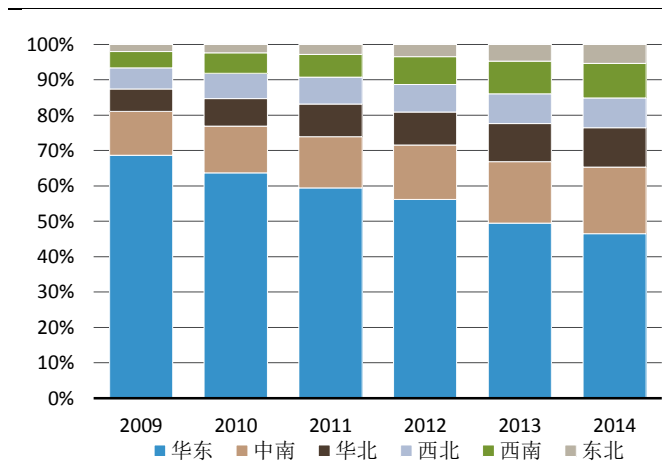
门店扩张：1) 向华东以外区域扩张；2) 向二线城市渗透；3) 门店面积升级

图表 30: 海澜之家门店区域占比 (2014)



来源: 公司数据

图表 31: 收入区域分布比重



来源: 公司数据

## ▪ 巩固三四线，加强二线城市布局

公司目前的多数门店仍集中在三四线城市，这是由早期的渠道策略决定的，一方面符合公司高性价比的产品定位，另一方面在低线城市形成差异化竞争避免了同强势品牌直面竞争以及高租金压力。随着公司产品品质越来越得到用户认可以及品牌力逐步强化，我们认为发达城市消费者对于公司品牌的接受度已明显提升，为公司进军省会等二线城市提供了条件和机会。公司对于省会城市的布局主要从 13 年开始，从目前进展看来取得了良好的成效，不仅流水上升迅速，且平效高出原有门店。例如，公司 2014 年 7 月在合肥开设的 380 平米新店，截至 2015 年 7 月终端零售额约 6550 万元。

## ▪ 扩充店铺面积

在外延扩张的同时，公司同步推进渠道升级，实施大店策略。公司此前店铺的单店面积约 150 平方米，但从 2014 年开始对于新开门店以及老店续约，要求单店面积须在 200 平方米以上。我们认为服装行业近两年的渠道收缩可能空出了一些优质的门店资源，这可能客观上为公司的“大店策略”提供了机会。

同时，公司还开始了集合店的尝试。截止 2014 年，公司“三合一”或“二合一”的品牌联动店增至 95 家。通常的方式是一楼是主品牌海澜之家，二楼或者负一楼是爱居兔或是百依百顺。

### 2) 店效提升

我们认为公司区别于多数批发性品牌的关键在于具备真正的零售管理能力，关注消费者以及终端销售，这也能够为产品设计以及配货提供更有效的指导。公司在 2012 年对信息系统进行了全面的设计改进，升级后的系统可以对库存和销售做实时监控，实现了对每家门店、每类产品、每天库存和销售情况的即时掌握，从而可以在此基础上做出及时的铺货、补货和门店间的调配，从而使得门店销售效率大幅提高。在正循环之下，公司平效稳步提升，目前已达 3 万元/平左右。除了进一步改进零售管理，我们认为产品、品牌力和渠道的优化均将有助于进一步提升平效。

产品性价比改善、品牌升级、渠道优化提升店效

- 公司致力于持续提升产品性价比，在毛利率维持稳定的前提下，将供应链的效率提升收益返还给消费者，从 2013 年开始吊牌价持续下调。
- 公司通过积极的营销策略尤其是赞助收视率冠军综艺节目实现了品牌的有效推广，知名度大幅提升。
- 渠道优化：服装行业近年来的调整使得部分品牌持续关店，空出了一些良好位置的店铺，为公司提供了进驻机会。公司在今年 4 月和万达签署了战略合作框架协议，这使得公司有权在万达的新建商业广场中优先选择位置；并且万达可能将海澜之家作为自营品种进行经营，这将有助于优质资源向公司倾斜。

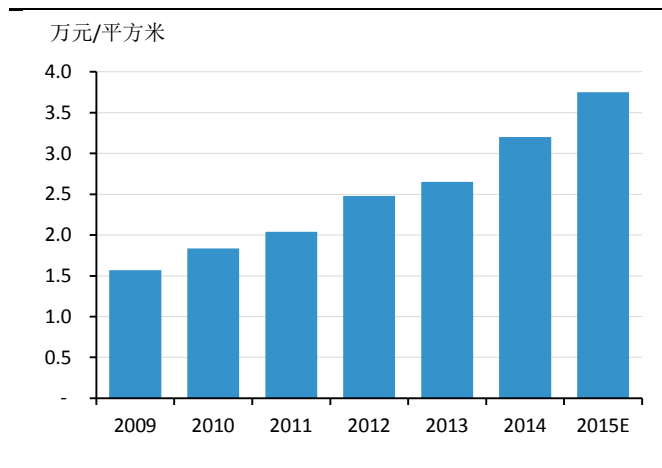
### 3) 积极推进电商渠道

公司 2011 年正式启动了线上渠道，进驻天猫。尽管相比多数服装品牌启动较晚，但增长势头良好。电商渠道收入从 2011 年的 400 万迅速增长至 2014 年的 2.7 亿元。和多数服装品牌不同，公司坚持线上和线下同价，并且执行同

电商渠道快速增长

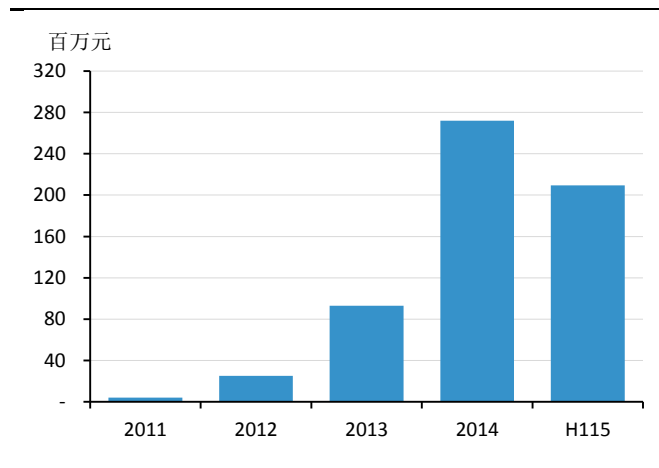
线下同样的不打折策略。我们认为公司类直营管理使得 O2O 方式成为可能，线上、线下有望协同良性发展。公司将推动线上会员体系的构建，提升客户的复购率，并可能为线下门店带来客流。

图表 32: 平效稳步增长



来源: 公司数据, 瑞银证券估算。注: 平效=收入/期末面积

图表 33: 电商渠道收入



来源: 公司数据

## 毛利率存在提升空间

尽管公司目前的盈利水平比一般的服装企业高，但由于其创新的模式改进了整条价值链的效率，实际上是创造了公司、供应商和加盟商三赢的局面。我们认为公司作为整合的平台具备强势地位，可能通过对分成模式的调整来进一步提升毛利率。

在招商早期，公司试图通过固定的分成比例以及较高的回报来吸引加盟商，并收取 100 万元经营保证金。但目前公司在渠道开拓上已处于强势一方，较高的盈利能力以及投资回报率使得加盟商扩张意愿较强，开店往往需要排队等待公司审批。公司从 2014 年开始调整了分成模式，即免除了保证金要求，且实行浮动分成制，根据加盟商的回报率变化制定不同的分成比例。对于新的加盟商，在年回报率达到 15% 之前，公司将分成比例上浮至 45%，但加盟商回报率达到 15% 以后，其增量销售的分成降至 15%。我们认为这一方面使得公司在长期内实际上是赚取了更多的超额收益，并且对于门店销售人员形成更好的激励，因为增量部分的分成比重更高；另一方面对于加盟商而言则在赚取较高回报率的同时节约了投资成本。

## 推出员工持股计划

公司于 2015 年 8 月推出第一期员工持股计划，参与员工共计 404 人，包括董事、监事和高管 8 人。公司委托华泰资管公司成立资产管理计划，总金额为 4.5 亿元，按照 2:1 设计优先份额和次级份额，其中员工出资 1.5 亿元认购次级份额。该计划已于 8 月完成公司股票购买，共 29,271,298 股，占公司总股本 0.65%，成交均价约为人民币 15.20 元/股，锁定期为 12 个月。我们认为这是对激励机制的有效完善，在该价位出资持股也体现了公司员工对于公司发展的信心。

# 轻资产运营模式

## 运营周期短

- 下游实时回款，货款延迟支付

公司特殊的赊销和类直营模式和普通以经销模式为主的男装销售相比，运营资本要求大幅降低。普通的男装销售在存货入库时就需支付货款，自身或渠道商共同承担存货的资金压力，但在回款上一般需要给到经销商一定的账期，因此上下游均需承担一定的运营资本压力。而公司在商品入库时仅对部分供应商支付不超过 30% 的货款，大多数货款是在实现终端销售时再支付给供应商，因此实际上是借助了供应商的资金来进行扩张；而公司终端的类直营模式基本是实时回款，直接从消费者处获得销售的现金流，基本不存在应收款项。

因此，公司的运营资本周转非常快，2014 年公司运营周期为 5 天，远低于其他男装品的 188 天以及休闲服品牌的 97 天。

- 类直营模式使得存货天数较高

需要注意的是，公司的存货周转天数明显高于同行。我们认为存在一定的不可比性，并且同采购模式相关。

- 1) 公司的存货存续期从入库一直到最终实现销售，因此同可比公司相比，增加了渠道的库存时间。尽管这样在报表上反应的时间较长，但实际上更容易监控整体的库存健康程度。而可比公司多数是批发模式，因此报表上的库存并未反映实际的渠道库存。从图表 39 也可以看到，直营占比高的公司周转通常会更慢。
- 2) 由于公司的采购量大，而部分新增供应商短期内难以大规模供货，因此需要更长的生产前置时间。公司提前下单，以确保按时收货，并且会利用在淡季采购原料、安排生产，相应的成本也会较低。

- 存货周转持续改善

公司的存货周转天数从 2010 年 414 天降低至 2014 年 261 天，出现明显改善。我们认为公司在 2011 年的动销低于预期给供应商造成不小的压力，这也反映在公司的报表存货上。为提升效率，公司在 2012 年联合 SAP 和 IBM 完成了信息系统的重大升级，包括采购、零售、品类、仓储和商务智能五大模块，存货周转也相应改善。我们认为公司将深化同供应链的合作，进一步提升供应链的反应速度，缩短库存时间。尽管公司供应商数量变化不大，但公司注重培养核心供应商，份额向优秀的供应商集中。公司经过严格的验厂以及合作过程中的打分制，将供应商分为三等，一等供应商的订单份额较大且持续增长，公司也会给予其相对更高的毛利率以支持供应商对自身产能、研发和综合实力的投资。

## ROE、ROA 高于同业

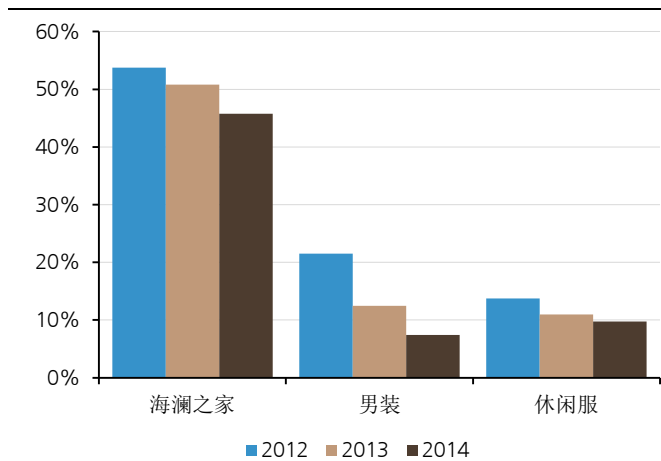
2014 年公司 ROE 为 46%，明显高于男装（7%）和休闲服（10%）的平均水平，一方面是由于更高的运营效率带来的高 ROA，另一方面则是来自于高应付账款的杠杆经营效应。

借助供应商、加盟商资金实现扩张，  
ROE、ROA 高于同业

公司的 ROA 从 2012 年 11% 上升至 2014 年 17%，高于男装和休闲服品牌的平均水平，而同期内男装和休闲服品牌由于盈利萎缩均出现 ROA 下滑。

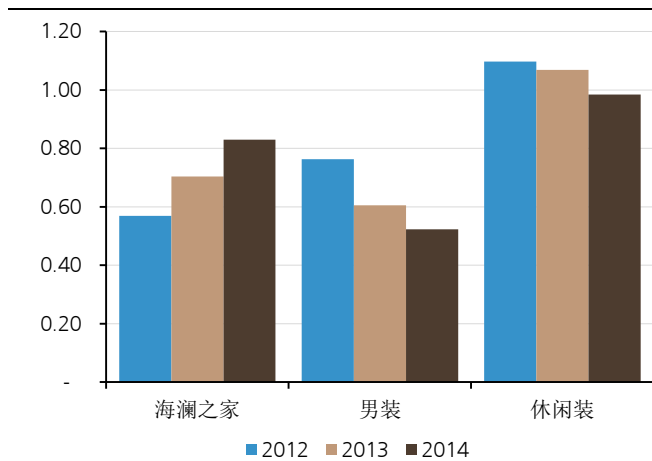
公司尽管账上存货较高，但多数是供应商垫款支持，因此相应的应付数额高，且货款的支付和终端销售同步进行，因此应付的周转天数也明显长于可比公司。

图表 34: 公司和本土品牌企业 ROE 对比



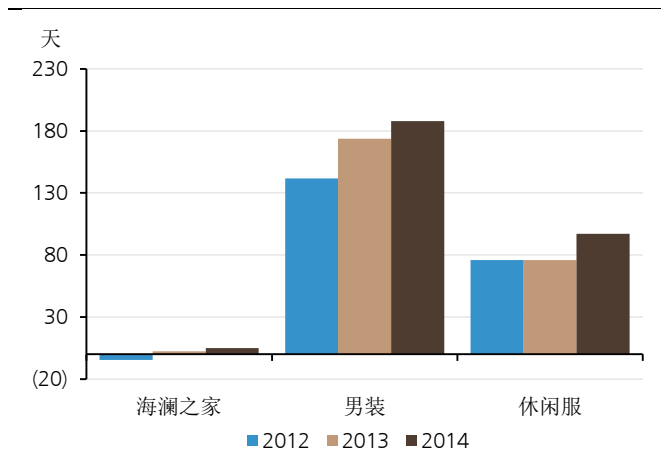
来源: 公司数据; 注: 男装品牌包括左岸、利邦、利郎、富贵鸟、九牧王、七匹狼、报喜鸟、卡奴迪路、希努尔、乔治白; 休闲服包括佐丹奴、真维斯、堡狮龙、森马、美邦、搜于特; 数值分别为各品牌算术平均值; 2014 年为海澜之家和凯诺科技合并数据

图表 35: 公司和本土品牌企业总资产周转率对比



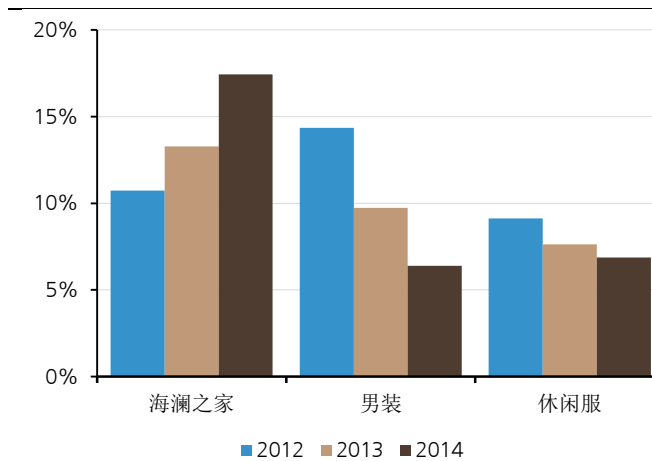
来源: 公司数据; 注: 男装品牌包括左岸、利邦、利郎、卡宾、富贵鸟、九牧王、七匹狼、报喜鸟、卡奴迪路、希努尔、乔治白; 休闲服包括佐丹奴、真维斯、Esprit、森马、美邦、搜于特; 数值分别为各品牌算术平均值; 2014 年为海澜之家和凯诺科技合并数据

图表 36: 公司和本土品牌企业营业周期天数对比



来源: 公司数据; 注: 1) 男装品牌包括左岸、利邦、利郎、卡宾、富贵鸟、九牧王、七匹狼、报喜鸟、卡奴迪路、希努尔、乔治白; 休闲服包括佐丹奴、真维斯、Esprit、堡狮龙、森马、美邦、搜于特; 数值分别为各品牌算术平均值; 2) 营业周期天数定义为应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数

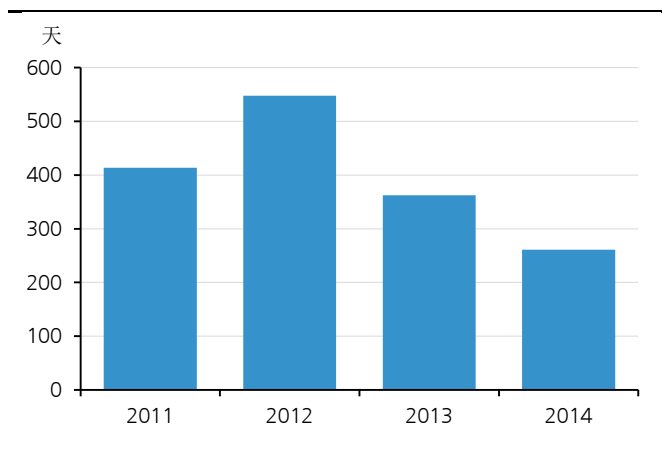
图表 37: 公司和本土品牌企业 ROA 对比



来源: 公司数据; 注: 男装品牌包括左岸、利邦、利郎、卡宾、富贵鸟、九牧王、七匹狼、报喜鸟、卡奴迪路、希努尔、乔治白; 休闲服包括佐丹奴、真维斯、堡狮龙、森马、美邦、搜于特; 数值分别为各品牌算术平均值

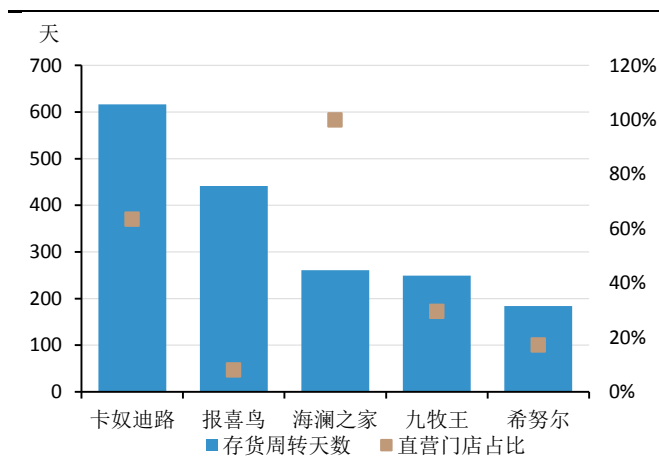


图表 38: 海澜之家存货周转天数持续改善



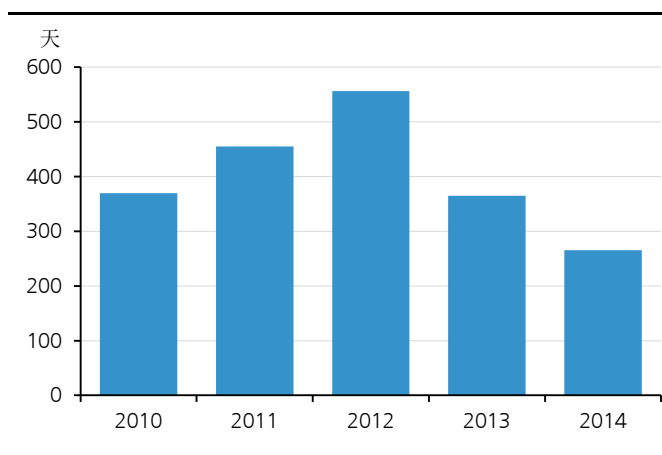
来源: 公司数据

图表 39: 公司和本土品牌企业存货周转天数 vs 直营门店占比 (2014)



来源: 公司数据

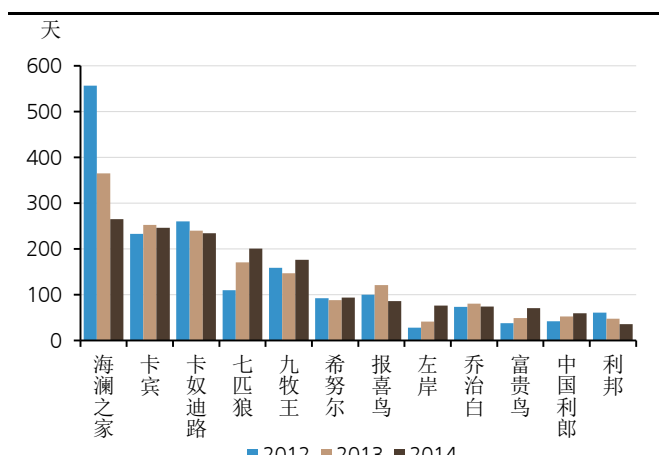
图表 40: 公司应付账款 (含票据) 周转天数



来源: 公司数据

注: 2014 年为海澜之家和凯诺科技合并数据

图表 41: 公司和本土品牌企业应付账款 (含票据) 周转天数对比



来源: 公司数据

注: 2014 年为海澜之家和凯诺科技合并数据

# 财务分析

## 损益表

公司的主要收入来自自主品牌海澜之家，在整体服装市场较为低迷的背景下仍保持了快速增长。2009年至2014年年间，海澜之家品牌实现了年均49%的收入增长，门店数目从903增长至3348家。公司2012年受到2011年的库存压力以及行业销售环境恶化的影响，同店出现负增长；但公司在同年修炼内功，升级信息系统，提升产品设计的有效性以及终端管理，使得同店增长在2013年恢复到20%以上，大幅优于同行水平。我们预计在2015年至2017年，海澜之家将新增门店220/220/180家，并积极推进电商渠道的建设，在21%/13%/13%的同店增速假设下，海澜之家主品牌营业收入有望实现30%/26%/21%的增速。

公司在2010年和2012年分别成立了新品牌爱居兔和百衣百顺。我们预计百依百顺在品牌联动店的推进下发展较快，2015年将实现收入约5.96亿元，占比3.7%；爱居兔2014年从男女装品牌转型为纯女装品牌，调整期增速放缓，我们预计2015年增速约15%，收入占比约2%。公司2014年3月以海澜集团控制上市公司凯诺科技的方式实现反向收购后，圣凯诺品牌纳入公司的品牌组合中，我们预计2015年圣凯诺品牌在整体业务中占比约10%。

我们预计2015-17年公司毛利率将保持稳步提升，主要由于：1) 2015年凯诺科技全年并表，西服毛利率较高且受益于订单优化出现改善；2) 海澜之家品牌由于分成政策调整将有助于毛利率从2016年开始逐步改善。

图表 42: 收入关键假设

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	7,072	12,146	15,740	19,632	23,833
-海澜之家	6,769	10,125	13,150	16,509	19,999
-爱居兔和百衣百顺	303	542	945	1,313	1,844
-圣凯诺		1,480	1,645	1,809	1,990
主营业务收入 YoY	57%	72%	30%	25%	21%
-海澜之家	55%	50%	30%	26%	21%
-爱居兔和百衣百顺	144%	79%	74%	39%	40%
-圣凯诺			11%	10%	10%
海澜之家门店数量	2887	3348	3568	3788	3968
海澜之家成熟单店收入增速	29%	26%	21%	13%	13%
毛利率	36.8%	39.9%	40.9%	42.7%	44.0%
-海澜之家	37.1%	39.7%	40.0%	42.2%	43.6%
-爱居兔和百衣百顺	37.1%	39.7%	40.0%	42.2%	43.6%
-圣凯诺	47.9%	48.0%	53.0%	53.0%	53.0%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: 为确保可比性, 2013 年为海澜之家服饰股份有限公司数据

图表 43: 损益表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	7,150	12,338	15,980	19,896	24,123
营业成本	4,518	7,417	9,448	11,392	13,518
营业税金及附加	56	61	80	99	120
销售费用	486	991	1,485	2,023	2,450
管理费用	376	781	873	1,086	1,315
财务费用	-50	-87	-127	-132	-146
资产减值损失	17	50	20	20	21
营业利润	1,749	3,126	4,201	5,408	6,845
营业外收入	76	57	50	50	50
营业外支出	10	89	1	1	1
利润总额	1,815	3,094	4,250	5,458	6,895
所得税	464	848	1,117	1,364	1,724
净利润	1,351	2,246	3,133	4,093	5,171
归属于母公司所有者净利润	1,351	2,242	3,128	4,086	5,162

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: 为确保可比性, 2013 年为海澜之家服饰股份有限公司数据

图表 44: 费用率分析

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
销售费用率	6.8%	8.0%	9.3%	10.2%	10.2%
管理费用率	5.3%	6.3%	5.5%	5.5%	5.5%
财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.6%
EBIT 率	24.0%	25.0%	25.6%	26.6%	27.9%
净利率	18.9%	18.2%	19.6%	20.5%	21.4%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: 为确保可比性, 2013 年为海澜之家服饰股份有限公司数据

## 资产负债表

公司账上现金充裕，我们预测 2015-18 年将维持净现金状态。由于公司的轻资产运作模式，主要的资产为存货；相应的，主要的负债是需要支付给供应商的应付账款。公司特殊的商业模式使其具备运营资本高周转的特点，2013 年营业周期仅 2 天，2014 年由于合并了凯诺科技的业务，营业周期放缓至 5 天。

图表 45: 资产负债表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	3,881	7,086	7,352	7,666	8,921
应收票据	0	11	15	18	22
应收账款	135	493	639	795	964
预付款项	345	582	741	1,139	1,352
其他应收款	15	55	72	89	108
存货	4,516	6,086	7,311	8,475	9,655
其他流动资产	68	57	74	92	112
流动资产合计	8,960	14,371	16,203	18,275	21,135
长期股权投资	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	545	545	545	545
固定资产	1,641	2,454	2,693	2,987	3,413
在建工程	316	324	212	150	60
无形资产	202	349	458	564	667
长期待摊费用	26	51	51	51	51
递延所得税资产	80	164	212	264	320
非流动资产合计	2,266	4,159	4,443	4,833	5,329
资产总计	11,226	18,530	20,646	23,109	26,463
应付票据	44	1,684	1,699	2,048	2,431
应付账款	4,312	4,737	5,822	6,408	7,300
预收款项	379	1,082	1,082	1,082	1,082
应付职工薪酬	133	392	499	543	644
应交税费	292	603	603	603	603
其他应付款	14	129	164	197	234
流动负债合计	5,175	8,626	9,868	10,881	12,294
长期应付款	2,717	2,763	2,210	1,768	1,415
其他非流动负债	0	1	1	1	1
非流动负债合计	2,717	2,800	2,247	1,805	1,451
负债合计	7,892	11,426	12,115	12,686	13,745
实收资本(或股本)	10	1,168	1,168	1,168	1,168
资本公积金	0	2,017	2,017	2,017	2,017
盈余公积金	321	567	879	1,288	1,804
未分配利润	213	3,289	4,397	5,873	7,643
少数股东权益	0	64	69	76	85
归属于母公司所有者权益合计	3,334	7,041	8,462	10,346	12,633
所有者权益合计	3,334	7,104	8,531	10,423	12,718

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: 为确保可比性, 2013 年为海澜之家服饰股份有限公司数据

图表 46: 资本周转效率

天	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业周期	2	5	3	10	13
应收账款周转天数	5	9	13	13	14
存货周转天数	362	261	259	253	245
应付账款周转天数	365	265	269	256	246
固定资产周转天数	71	41	59	52	48
总资产周转率	70%	83%	82%	91%	97%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: 为确保可比性, 2013 年为海澜之家服饰股份有限公司数据; 14 指标计算涉及 13 年资产负债表数据使用 13 年海澜之家服饰有限公司数据; 应收/应付均包含票据

## 现金流量表

公司历史上现金流均保持良好的增长态势, 和净利润的趋势基本一致; 但 2014 年同比基本持平, 尽管净利润同比增长。我们认为主要原因在于公司采购模式的变化, 对于货款的支付提前可能会阶段性地影响现金流。在买断模式下, 供应商的职能仅仅是加工厂, 因此不承担存货风险。公司通常下单时预付 30% 的货款, 然后在入库时支付 60% 的货款, 剩下的 10% 在实现商品销售后才完成支付。但我们预计随着买断模式比重达到稳定, 公司现金流将恢复快速增长。事实上, 公司 2015 年上半年经营现金流同比大幅增长 388%, 也验证了我们的观点。

图表 47: 现金流量表

(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	1,351	2,379	3,133	4,093	5,171
加: 资产减值损失	17	50	20	20	21
固定资产折旧	79	184	228	282	306
无形资产摊销	8	13	13	16	19
长期待摊费用摊销	10	22	25	29	33
递延所得税资产减少	-16	-80	-48	-52	-56
存货的减少	-63	-1,026	-1,234	-1,174	-1,190
经营性应收项目的减少	-237	-664	-352	-605	-436
经营性应付项目的增加	829	1,124	689	570	1,059
营运资金净变动	514	-725	-945	-1,260	-623
经营活动产生现金流净额	1,979	1,923	2,475	3,180	4,928
其他	0	1,401	0	0	0
减: 固定资产投入的增加	526	887	150	350	642
在建工程投入增加	0	0	205	164	0
无形资产投入的增加	0	0	147	151	155
投资活动产生现金流净额	-526	513	-502	-664	-797
减: 支付的股利	0	854	1,707	2,201	2,875
加: 短期借款的增加	0	0	0	0	0
筹资活动产生现金流净额	0	-854	-1,707	-2,201	-2,875

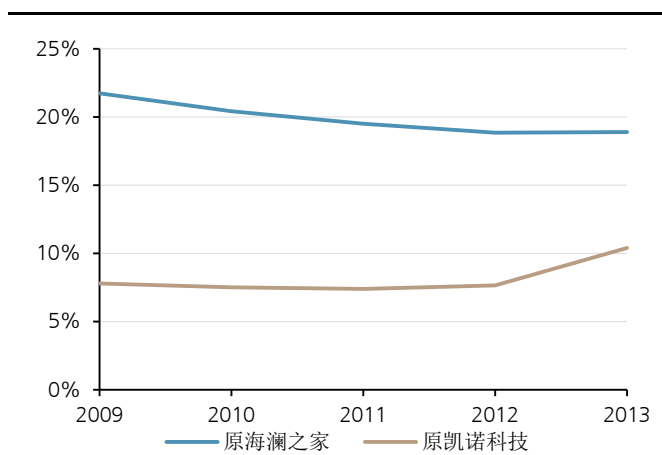
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

注: 1) 为确保可比性, 2013 年为海澜之家服饰股份有限公司数据; 2) 2014 年筹资现金流的其他项主要为反向购买并入期初现金

## 资本回报率

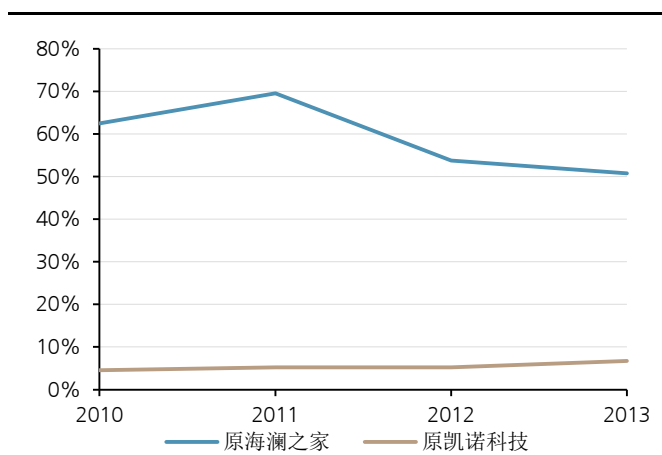
在公司合并前, 原海澜之家和凯诺科技的 ROE 存在较大差距, 2013 年原海澜 ROE 为 51%, 原凯诺仅 7%, 因此 2014 年的并表将对 2014、2015 年的 ROE 形成负面影响, 但随着海澜之家业务占比提升, ROE 将稳步上升。

图表 48: 原海澜之家 VS 原凯诺科技净利率



来源: 公司数据

图表 49: 原海澜之家 VS 原凯诺科技 ROE



来源: 公司数据

图表 50: 杜邦分析

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
ROE	51%	43%	40%	43%	45%
ROA	13%	17%	16%	19%	21%
营业利润率	24%	25%	26%	27%	28%
净利率	19%	18%	20%	21%	21%
总资产周转率	70%	83%	82%	91%	97%
权益乘数	337%	261%	242%	222%	208%

来源: 公司数据, 瑞银证券估算; 注: 为确保可比性, 2013年为海澜之家服饰股份有限公司数据; 2014指标计算中, 涉及13年资产负债表数据的, 使用13年海澜之家服饰股份有限公司数据



# 估值

## 目标价推导

我们预测公司 2015/16/17 年 EPS 为 0.70/0.91/1.15 元，我们采取瑞银证券 VCAM 工具进行估值。VCAM 是一种基于现金流贴现的估值方法。我们的贴现现金流模型覆盖时间跨度为 2015-2024 年，我们详细预测了公司在未来 5 年的现金流情况，预计自由现金流稳定增长。我们使用 A 股可比公司过去两年贝塔系数均值 0.96，假设无风险利率为 4.5%，权益风险溢价为 5.0%，在 WACC 为 9.3% 的假设下，我们得出目标价 19.8 元，对应 2015/16/17 年市盈率 28/22/17 倍。

图表 51: 海澜之家 VCAM 估值表

相对年 财年	+1E 2015E	+2E 2016E	+3E 2017E	+4E 2018E	+5E 2019E	+6E 2020E	+7E 2021E	+8E 2022E	+9E 2023E	+10E 2024E
息税前利润	4,074	5,276	6,699	7,851	8,938	9,178	9,765	10,269	10,668	10,944
折旧及摊销*	266	326	358	381	421	441	493	548	602	657
资本支出	(502)	(664)	(797)	(931)	(1,091)	(1,101)	(1,233)	(1,369)	(1,506)	(1,642)
运营资本变动	(274)	(390)	(78)	(44)	(138)	(191)	(225)	(244)	(261)	(275)
所得税 (营运)	(1,071)	(1,319)	(1,675)	(1,963)	(2,235)	(2,294)	(2,441)	(2,567)	(2,667)	(2,736)
其他	(364)	(392)	(423)	(424)	(413)	(422)	(441)	(452)	(456)	(452)
自由现金流	2,130	2,838	4,083	4,871	5,483	5,609	5,918	6,183	6,380	6,496
增长		33.2%	43.9%	19.3%	12.6%	2.3%	5.5%	4.5%	3.2%	1.8%

估值	
明计现金流现值	43,635
期末价值 (第 15 年) 现值	34,658
<b>企业价值</b>	<b>78,293</b>
占永续价值百分比	44%
联营公司及其他	635
-少数股东权益	68
现金盈余**	5,780
-债务***	0
权益价值	84,641
已发行股数 [ m ]	4,492.8
<b>每股权益价值 (Rmb/股)</b>	<b>18.80</b>
权益成本	9.3%
股息收益率	4.4%
<b>1年期目标价 (Rmb/股)</b>	<b>19.80</b>

长期假设值			
相对年	+10E	+15E	+25E
销售额增长	9.0%	5.0%	4.0%
息税前利润率	20.0%	20.0%	14.0%
资本支出/销售收入	3.0%	3.0%	2.0%
投资资本回报率	54.2%	46.6%	27.2%

估值对应指标			
财年	2015E	2016E	1年期预期
企业价值 /			
息税折旧摊销前利润	18.0x	14.0x	14.9x
企业价值 / 息税前利润	19.2x	14.8x	15.8x
自由现金流收益率	2.7%	3.6%	3.4%
市盈率 (现值)	27.1x	20.7x	22.1x
市盈率 (目标)	28.4x	21.8x	23.2x

加权平均资本成本	
无风险利率	4.50%
权益风险溢价	5.0%
贝塔系数	0.96
债务/权益比	0.0%
边际税率	25.0%
权益成本	9.3%
债务成本	6.6%
<b>WACC</b>	<b>9.3%</b>

期末假设值	
VCH (年数)	15
对应的自由现金流增长	1.7%
投资资本回报率增幅	9.8%
企业价值 / 息税折旧摊销前利润	7.7x

数目单位是 Rmb m, 除非另有说明

\* 折旧和非商誉摊销

\*\* 无须维持运营的现金部分

\*\* 采用股票的权益市场价值和包括市场价/季节性调整过的债务和其他视同债务的负债

来源: UBS-VCAM

## 可比公司

公司当前股价对应 15/16 年 PE 分别为 21/16 倍, 低于男装公司均值 38/31 倍, 也低于整体服装公司均值 43/36 倍。我们认为公司的模式创新的价值以及成长性还未得到市场的充分认识, 目前的估值仍然具备上行空间。

图表 52: A 股可比公司估值

公司名称	代码	市值 百万元	股价 元	PE			PS			ROE			净利 CARG 15-17E	股息率 14	P/BV 14	PEG 15E
				15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E				
<b>A 股男装</b>																
七匹狼	002029.sz	8,335	11.03	30.9	26.2	23.4	3.6	3.3	3.0	5%	6%	7%	15%	0.0%	1.7	2.1
九牧王	601566.sh	9,079	15.80	23.3	19.8	17.4	4.1	3.8	3.5	9%	9%	10%	16%	4.5%	2.1	1.5
报喜鸟	002154.sz	7,231	6.17	33.6	26.9	22.6	2.9	2.5	2.2	7%	8%	9%	19%	0.8%	1.8	1.8
卡奴迪路	002656.sz	3,700	18.50	73.2	54.8	41.2	4.9	4.4	3.4	4%	5%	5%	31%	0.6%	2.4	2.4
乔治白	002687.sz	3,233	9.11	31.1	26.8	20.6	4.1	3.2	2.7	9%	10%	11%	23%	3.3%	2.5	1.4
均值				<b>38.4</b>	<b>30.9</b>	<b>25.0</b>	<b>3.9</b>	<b>3.5</b>	<b>3.0</b>	<b>7%</b>	<b>8%</b>	<b>8%</b>	<b>21%</b>	<b>2%</b>	<b>2.1</b>	<b>1.8</b>
<b>其他鞋服</b>																
森马服饰	002563.sz	30,096	11.23	22.0	18.3	15.7	3.3	2.9	2.6	15%	17%	17%	18%	2.3%	3.4	1.2
际华集团	601718.sh	50,758	13.16	39.5	35.2	31.2	2.9	3.0	2.8	12%	12%	12%	12%	0.3%	2.3	3.5
贵人鸟	603555.sh	18,389	29.95	52.6	45.2	39.8	9.1	8.4	7.6	14%	14%	15%	15%	1.2%	7.8	2.8
搜于特	002503.sz	12,234	11.80	50.2	34.0	24.3	6.7	1.9	1.2	11%	15%	21%	17%	1.0%	4.9	1.9
探路者	300005.sz	10,189	19.86	29.3	25.0	21.4	5.0	4.3	3.7	25%	25%	24%	17%	1.4%	6.6	1.5
奥康国际	603001.sh	10,702	26.69	29.9	24.9	20.7	3.2	2.8	2.3	9%	9%	10%	18%	2.1%	1.9	1.5
朗姿股份	002612.sz	6,710	33.55	53.6	44.8	37.4	5.3	4.9	4.4	5%	6%	7%	19%	1%	2.0	2.5
星期六	002291.sz	3,953	9.91	104.0	96.4	87.9	2.2	2.1	2.0	2%	2%	3%	9%	1%	1.8	2.9
其他鞋服均值				<b>47.6</b>	<b>40.5</b>	<b>34.8</b>	<b>4.7</b>	<b>3.8</b>	<b>3.3</b>	<b>12%</b>	<b>13%</b>	<b>14%</b>	<b>16%</b>	<b>1%</b>	<b>3.8</b>	<b>2.2</b>
A 股可比公司 均值				<b>43.0</b>	<b>35.7</b>	<b>29.9</b>	<b>4.3</b>	<b>3.6</b>	<b>3.1</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>18%</b>	<b>0.0</b>	<b>2.9</b>	<b>2.0</b>
海澜之家	600398.sh	64,561	14.37	20.6	15.8	12.5	4.0	3.2	2.7	37%	39%	41%	28%	1%	9.2	0.7

来源: 万得资讯, 瑞银证券估算。注: 七匹狼、九牧王、探路者、海澜之家采用瑞银证券估算, 其他公司采用市场一致预期; 股价截至 2015 年 10 月 14 日

图表 53: 其他市场可比公司估值

公司名称	代码	市值 百万 美元	股价 美元	PE			PS			ROE			净利 CARG 15-17E	股息率 14	P/BV 14	PEG 15E
				15E	16E	17E	15E	16E	17E	15E	16E	17E				
<b>港股男装</b>																
中国利郎	891.HK	221	0.13	-33.02	28.19	11.53	0.78	0.74	0.68	0%	3%	4%	#NA	5%	0.5	#NA
利邦	1234.HK	1076	0.89	11.03	9.97	9.32	2.54	2.29	2.11	23%	23%	23%	9%	6%	2.5	1.3
思捷环球	330.HK	1646	0.85	N/A	N/A	N/A	0.65	0.71	0.68	-17%	-6%	-1%	-74%	1%	0.8	0.1
德永佳	321.HK	1205	0.87	10.10	8.93	8.93	0.98	0.94	0.87	14%	15%	17%	6%	6%	1.5	1.6
佐丹奴	709.HK	808	0.51	13.94	12.79	11.84	1.09	1.04	0.97	15%	17%	18%	9%	7%	2.0	1.6
IT Ltd	999.HK	318	0.26	8.52	6.35	6.35	0.35	0.32	0.30	11%	10%	12%	16%	4%	0.9	0.5
堡狮龙	592.HK	137	0.08	8.47	9.84	9.84	0.41	0.43	0.41	16%	16%	14%	-7%	8%	1.3	-1.2
均值				<b>10.41</b>	<b>12.68</b>	<b>9.64</b>	<b>0.97</b>	<b>0.92</b>	<b>0.86</b>	<b>9%</b>	<b>11%</b>	<b>12%</b>	<b>-7%</b>	<b>5%</b>	<b>1.4</b>	<b>0.7</b>
<b>海外可比公司</b>																
ZARA	ITX.MC	108736	34.86	38.38	33.03	29.32	5.28	4.61	4.17	26%	26%	26%	14%	2%	10.3	2.7
HM	HMb.ST	64153	38.76	24.05	22.17	20.04	2.87	2.57	2.33	39%	39%	39%	10%	3%	10.1	2.5
迅销	9983.JP	37932	357.59	48.06	34.43	34.20	2.72	2.37	2.10	17%	19%	17%	19%	1%	7.1	2.6
GAP	GPS.N	10929	26.87	8.88	10.05	9.77	0.66	0.68	0.66	42%	37%	40%	-5%	2%	3.6	-1.9
均值				<b>29.84</b>	<b>24.92</b>	<b>23.33</b>	<b>2.88</b>	<b>2.56</b>	<b>2.32</b>	<b>31%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>9%</b>	<b>2%</b>	<b>7.8</b>	<b>1.5</b>

来源: Bloomberg。股价截至 2015 年 10 月 14 日

# 附录

## 公司背景

2014年3月原凯诺科技对海澜之家股东进行定向增发以购买海澜之家100%股权，同时海澜集团通过股权交易成为上市公司大股东，实现反向收购，4月上市公司更名“海澜之家”。公司主要经营品牌海澜之家是中国男装市场第一大品牌。旗下包括男装品牌海澜之家，女装品牌爱居兔，职业装品牌圣凯诺和平价大众品牌百衣百顺。

## 海澜之家 (600398.SS)

	12/12	12/13	12/14	12/15E	%	12/16E	%	12/17E	12/18E	12/19E
<b>损益表(Rmb 百万)</b>										
营业收入	4,529	7,150	12,338	15,980	29.5	19,896	24.5	24,123	28,360	32,487
毛利	1,718	2,577	4,860	6,452	32.8	8,405	30.3	10,485	12,298	14,036
息税折旧摊销前利润(UBS)	1,097	1,797	3,257	4,340	33.3	5,602	29.1	7,056	8,232	9,359
折旧和摊销	(60)	(98)	(219)	(266)	21.5	(326)	22.8	(358)	(381)	(421)
息税前利润(UBS)	1,038	1,699	3,038	4,074	34.1	5,276	29.5	6,699	7,851	8,938
联营及投资收益	0	0	1	0	-	0	-	0	0	0
其他非营业利润	51	66	(32)	49	-	49	0.0	49	49	49
净利息	37	50	87	127	45.8	132	4.1	146	170	195
例外项目(包括商誉)	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
税前利润	1,126	1,815	3,094	4,250	37.4	5,458	28.4	6,895	8,070	9,183
税项	(273)	(464)	(848)	(1,117)	-31.7	(1,364)	-22.1	(1,724)	(2,018)	(2,296)
税后利润	854	1,351	2,246	3,133	39.5	4,093	30.6	5,171	6,053	6,887
优先股股息及少数股权	0	0	(4)	(6)	-31.7	(7)	-30.6	(9)	(11)	(12)
非常项目	0	0	133	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	854	1,351	2,375	3,128	31.7	4,086	30.6	5,162	6,042	6,875
净利润(UBS)	854	1,351	2,242	3,128	39.5	4,086	30.6	5,162	6,042	6,875
税率(%)	24.2	25.6	27.4	26.3	-4.1	25.0	-4.9	25.0	25.0	25.0
<b>每股(Rmb)</b>										
每股收益(UBS 稀释后)	0.85	1.35	0.50	0.70	39.5	0.91	30.6	1.15	1.34	1.53
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.85	1.35	0.53	0.70	31.7	0.91	30.6	1.15	1.34	1.53
每股收益(UBS, 基本)	0.85	1.35	0.50	0.70	39.5	0.91	30.6	1.15	1.34	1.53
每股股息净值(Rmb)	0.03	0.19	0.38	0.49	28.9	0.64	30.6	0.81	0.95	1.08
每股账面价值	6.21	9.36	1.57	1.88	20.2	2.30	22.3	2.81	3.35	3.93
平均股数(稀释后)	1,000.00	1,000.00	4,492.76	4,492.76	0.0	4,492.76	0.0	4,492.76	4,492.76	4,492.76
<b>资产负债表(Rmb 百万)</b>										
现金和现金等价物	2,472	3,881	7,086	7,352	3.8	7,666	4.3	8,921	10,286	11,712
其他流动资产	4,862	5,079	7,285	8,851	21.5	10,609	19.9	12,214	13,908	15,972
流动资产总额	7,334	8,960	14,371	16,203	12.7	18,275	12.8	21,135	24,193	27,684
有形固定资产净值	1,516	1,957	2,778	2,905	4.6	3,137	8.0	3,473	3,922	4,494
无形固定资产净值	185	202	349	458	31.2	564	23.2	667	768	865
投资/其他资产	71	106	1,032	1,080	4.7	1,132	4.8	1,188	1,245	1,299
总资产	9,106	11,226	18,530	20,646	11.4	23,109	11.9	26,463	30,128	34,342
应付账款和其他短期负债	5,088	5,175	8,626	9,868	14.4	10,881	10.3	12,294	13,821	15,626
短期债务	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
流动负债总额	5,088	5,175	8,626	9,868	14.4	10,881	10.3	12,294	13,821	15,626
长期债务	0	0	2,800	2,247	-19.7	1,805	-19.7	1,451	1,168	942
其它长期负债	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	5,088	5,175	11,426	12,115	6.0	12,686	4.7	13,745	14,989	16,568
普通股股东权益	4,018	6,051	7,041	8,462	20.2	10,346	22.3	12,633	15,042	17,666
少数股东权益	0	0	64	69	8.7	76	10.4	85	96	108
负债和权益总计	9,106	11,226	18,530	20,646	11.4	23,109	11.9	26,463	30,128	34,342
<b>现金流量表(Rmb 百万)</b>										
净利润(支付优先股股息前)	854	1,351	2,375	3,128	31.7	4,086	30.6	5,162	6,042	6,875
折旧和摊销	60	98	219	266	21.5	326	22.8	358	381	421
营运资本变动净值	767	528	(567)	(896)	-58.2	(1,208)	-34.8	(566)	(472)	(510)
其他营业性现金流	(23)	2	(104)	(23)	78.1	(24)	-7.3	(26)	(24)	(18)
经营性现金流	1,657	1,979	1,923	2,475	28.7	3,180	28.5	4,928	5,928	6,768
有形资本支出	(755)	(526)	(887)	(502)	43.5	(664)	-32.5	(797)	(931)	(1,091)
无形资本支出	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净(收购)/处置	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	9	0	1,401	0	-	0	-	0	0	0
投资性现金流	(746)	(526)	513	(502)	-	(664)	-32.5	(797)	(931)	(1,091)
已付股息	(62)	0	(854)	(1,707)	-100.0	(2,201)	-28.9	(2,875)	(3,632)	(4,252)
股份发行/回购	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	0	0	(1,264)	553	-	442	-20.0	354	283	226
债务及优先股变化	0	0	3,881	0	-	0	-	0	0	0
融资性现金流	(62)	0	1,763	(1,155)	-	(1,759)	-52.3	(2,522)	(3,349)	(4,025)
现金流量中现金的增加/(减少)	848	1,453	4,200	818	-80.5	756	-7.6	1,609	1,647	1,652
外汇/非现金项目	(26)	(43)	(995)	(553)	44.5	(442)	20.0	(354)	(283)	(226)
资产负债表现金增加/(减少)	822	1,409	3,205	266	-91.7	314	18.2	1,255	1,365	1,426

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

## 海澜之家 (600398.SS)

估值(x)	12/12	12/13	12/14	12/15E	12/16E	12/17E	12/18E	12/19E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	4.4	3.2	18.1	20.6	15.8	12.5	10.7	9.4
市盈率 (UBS, 稀释后)	4.4	3.2	19.1	20.6	15.8	12.5	10.7	9.4
股价/每股现金收益	4.1	3.0	17.4	19.0	14.6	11.7	10.1	8.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	36.8	51.8	2.9	3.1	3.9	6.4	7.7	8.8
净股息收益率(%)	0.9	4.4	4.0	3.4	4.5	5.6	6.6	7.5
市净率	0.6	0.5	6.1	7.6	6.2	5.1	4.3	3.7
企业价值/营业收入(核心)	NM	NM	2.2	3.5	2.8	2.3	1.9	1.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	0.0	-0.6	8.5	13.1	10.1	7.8	6.5	5.6
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	9.1	13.9	10.7	8.2	6.8	5.9
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	9.0	13.8	10.6	8.2	6.8	5.8
企业价值/运营投入资本	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	8.9
<b>企业价值 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
市值	2,450	2,802	35,237	64,561	64,561	64,561	64,561	64,561
净债务 (现金)	(2,472)	(3,881)	(7,086)	(7,352)	(7,666)	(8,921)	(10,286)	(11,712)
少数股东权益	0	0	64	69	76	85	96	108
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>企业价值总额</b>	<b>(21)</b>	<b>(1,079)</b>	<b>28,214</b>	<b>57,278</b>	<b>56,971</b>	<b>55,725</b>	<b>54,372</b>	<b>52,958</b>
非核心资产	0	0	(635)	(635)	(635)	(635)	(635)	(635)
<b>核心企业价值</b>	<b>(21)</b>	<b>(1,079)</b>	<b>27,580</b>	<b>56,644</b>	<b>56,337</b>	<b>55,091</b>	<b>53,737</b>	<b>52,323</b>
<b>增长率(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
营业收入	26.0	57.9	72.6	29.5	24.5	21.2	17.6	14.6
息税折旧摊销前利润(UBS)	18.7	63.7	81.3	33.3	29.1	26.0	16.7	13.7
息税前利润(UBS)	12.3	63.7	78.8	34.1	29.5	27.0	17.2	13.9
每股收益(UBS 稀释后)	-46.4	58.2	-63.1	39.5	30.6	26.3	17.0	13.8
每股股息净值	-	NM	100.0	28.9	30.6	26.3	17.0	13.8
<b>利润率与盈利能力(%)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
毛利率	37.9	36.0	39.4	40.4	42.2	43.5	43.4	43.2
息税折旧摊销前利润率	24.2	25.1	26.4	27.2	28.2	29.3	29.0	28.8
息税前利润率	22.9	23.8	24.6	25.5	26.5	27.8	27.7	27.5
净利 (UBS) 率	18.9	18.9	18.2	19.6	20.5	21.4	21.3	21.2
ROIC (EBIT)	78.8	91.4	139.6	163.8	157.1	156.9	157.0	152.1
税后投资资本回报率	59.7	68.0	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净股东权益回报率(UBS)	32.8	26.8	34.2	40.4	43.4	44.9	43.7	42.0
<b>资本结构与覆盖率</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
净债务/息税折旧摊销前利润	(2.3)	(2.2)	(1.3)	(1.2)	(1.0)	(1.1)	(1.1)	(1.2)
净债务/总权益 %	(61.5)	(64.1)	(60.3)	(59.8)	(56.2)	(58.7)	(60.2)	(60.6)
净债务/(净债务 + 总权益) %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/企业价值	NM	NM	(15.5)	(9.0)	(10.4)	(13.6)	(17.0)	(20.6)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	16.7	7.4	7.2	3.1	3.3	3.3	3.3	3.4
息税前利润/净利息	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	26.4	7.1	1.3	1.4	1.4	1.4	1.4	1.4
股息支付率 (UBS) %	3.8	14.1	76.2	70.4	70.4	70.4	70.4	70.4
<b>分部门收入 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	4,529	7,150	12,338	15,980	19,896	24,123	28,360	32,487
<b>总计</b>	<b>4,529</b>	<b>7,150</b>	<b>12,338</b>	<b>15,980</b>	<b>19,896</b>	<b>24,123</b>	<b>28,360</b>	<b>32,487</b>
<b>分部门息税前利润 (Rmb 百万)</b>	<b>12/12</b>	<b>12/13</b>	<b>12/14</b>	<b>12/15E</b>	<b>12/16E</b>	<b>12/17E</b>	<b>12/18E</b>	<b>12/19E</b>
其他	1,038	1,699	3,038	4,074	5,276	6,699	7,851	8,938
<b>总计</b>	<b>1,038</b>	<b>1,699</b>	<b>3,038</b>	<b>4,074</b>	<b>5,276</b>	<b>6,699</b>	<b>7,851</b>	<b>8,938</b>

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。



## 预测回报率

---

预测股价涨幅	+37.8%
预测股息收益率	3.4%
预测股票回报率	+41.2%
市场回报率假设	8.5%
预测超额回报率	+32.7%

---

## 风险声明

我们认为公司面临的风险包括：1) 国内零售市场低迷的风险；2) 行业竞争加剧的风险；3) 外包生产的风险；4) 门店扩张不达预期的风险；5) 加盟商退出风险；6) 存货积压的风险；7) 新品牌风险)

## 要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：[www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

**分析师声明：**每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

### 瑞银投资研究：全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 <sup>1</sup>	投资银行服务 <sup>2</sup>
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	49%	33%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6% 范围内。	40%	26%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	12%	18%
短期评级	定义	覆盖 <sup>3</sup>	投资银行服务 <sup>4</sup>
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2015 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

**主要定义** **预测股票收益率（FSR）** 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

**例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义：** **买入：** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中提及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司：胡 昀昀, CFA.

### 涉及报告中提及的公司的披露

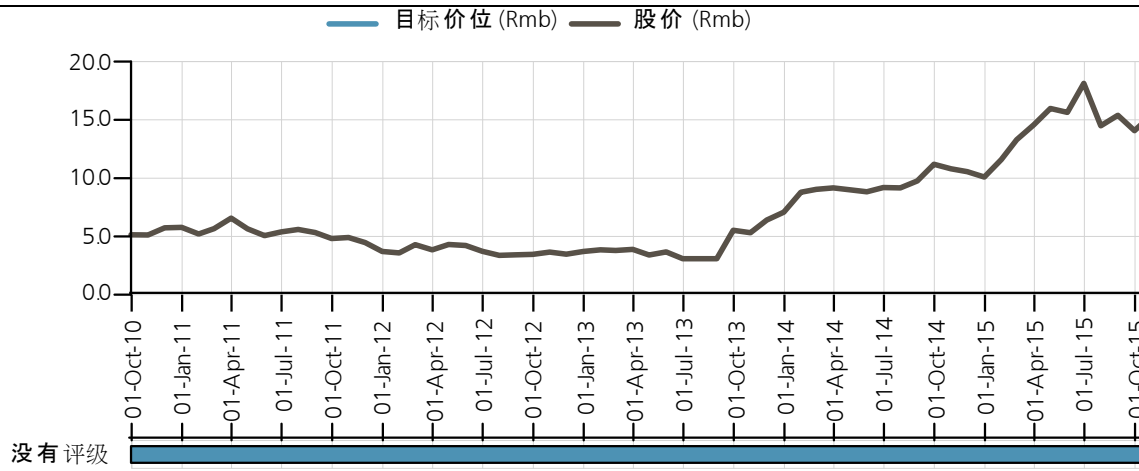
公司名称	路透	12 个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
海澜之家	600398.SS	未予评级	不适用	Rmb14.63	2015 年 10 月 13 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

### 海澜之家 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2015 年 10 月 13 日

## 全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

我们通过UBS Neo、瑞银客户门户和UBS.com(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明以及相应系统的使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告的客户在使用这些报告方面受到本全球声明以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束。以这种方式接触和/或使用全球研究报告即表明客户已经阅读并同意接受瑞银使用条款/声明的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

**通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告转交给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。**

如欲获取UBS Neo和客户门户上的所有可用全球研究报告,请与您的客户顾问联系。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表;既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表达的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表达的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有较高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格仅作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

本文件及其中信息由瑞银研究部门提供,仅供作为一般背景信息。瑞银并未考虑任何接收方的具体投资目标、财务状况或具体需求。在任何情况下都不应将本文件及其中信息用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关人员沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关;其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

**英国和欧洲其他地区:** 除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。**法国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局(ACPR)和金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。

**德国:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:** 由UBS Limited分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号:6362)规定颁发的许可。因此,在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下,本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:** 由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。由波兰金融监管局(Polish Financial Supervision Authority)监管。如果UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分析师对本报告作出了贡献,本报告也将视为由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce编制。**俄罗斯:** 由UBS Bank (OOO)编制并分发。**瑞士:** 仅由UBS AG向机构投资者分发。UBS AG受瑞士金融市场监管管理局(FINMA)监管。**意大利:** 由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所管理委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。

**南非:** 由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited(注册号:1995/011140/07,金融服务提供商编号:7328)分发。**以色列:** 本文件由UBS Limited分发,UBS Limited由英国审慎监管局(PRA)授权并由英国金融市场行为监管局(FCA)和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd是由以色列证券监管局(ISA)监管的持牌投资推介商。UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS Limited未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动,以获取手续费或其他收益。UBS Limited及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系(此种联系遵循《以色列顾问法》的定义)的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯:** 本文件由瑞银集团(及/或其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel和Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**迪拜:** 由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**美国:** 由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC不担任在美

国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体(Municipal Entity)的市政顾问(Municipal Advisor)或 Obligated Person, 在本文件中的观点和意见, 无意被视为, 也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。 **加拿大:** 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **巴西:** 除非具体说明, 否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者, 包括: (i) 金融机构, (ii) 保险公司和投资资本公司, (iii) 补充性养老金实体; (iv) 金融投资额高于\$300,000.00 雷亚尔的实体、经过书面确认为合格投资者; (v) 投资基金; (vi) 由 Comissão de Valores Mobiliários (CVM) 授权的证券投资组合经理及证券顾问; (vii) 联邦政府、各州、市建立的社保系统。 **香港:** 由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构分发。 **新加坡:** 由 UBS Securities Pte. Ltd.[MCI (P) 018/09/2015 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜, 请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问; 或向 UBS AG 新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业, 并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本:** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd.向专业投资者分发(除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者, 出版人及发布人。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发给与外汇及其他银行业务相关的专业投资者(除非另有许可)。 **澳大利亚:** UBS AG 客户: 由 UBS AG (澳大利亚金融服务执照号: 231087) 分发, UBS Securities Australia Ltd 客户: 由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231098) 分发。UBS Wealth Management Australia Ltd 客户: 由 UBS Wealth Management Australia Ltd (澳大利亚金融服务执照号: 231127) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议, 并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求, 因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法 761G 条所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品, 零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。UBS Securities Australia Limited 金融服务指南的网址为: [www.ubs.com/ecs-research-fsg](http://www.ubs.com/ecs-research-fsg)。 **新西兰:** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议, 它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **韩国:** 由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚:** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号: CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用, 不供任何零售客户使用。 **印度:** 由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299), 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 编制。电话号码: +912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务, SEBI 注册号为: NSE 资本市场-INB230951431, NSE 期货与期权-INF230951431, NSE 货币衍生品-INE230951431, BSE 资本市场-INB010951437; 商业银行服务, SEBI 注册号为: INM000010809; 以及研究分析服务, SEBI 注册号为: INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里, 瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里, 该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报, 链接为: [http://www.ubs.com/global/en/about\\_ubs/investor\\_relations/annualreporting.html](http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html)

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可, 瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2015 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

