

深度分析 首次覆盖



萬德隆投資
Wandelong Investment

海澜之家 (600398)

——收入逆市增长，独特供应链模式为其保驾护航

投资增长点

➤ 逆市扩张，业绩增长远超同行

2013年之后我国男装行业受线上网店冲击和终端消费低迷的影响发展普遍放缓，雅戈尔、七匹狼、九牧王门店纷纷缩减，希努尔更是出现了上市以来的首次亏损，而海澜之家逆市上扬。2014年海澜之家实现了收入72.56%的高速增长营业收入达到了123,384万元。扣除非经常损益的净利润为2,241,164,669元同比增长了73.23%。仅“海澜之家”品牌的新开门店较2013年增长了15.97%门店总数达到了3348家。

市场数据：2016/01/9

| | |
|----------------|-------------|
| 收盘价 (元): | 12.38 |
| 年内最高、低价 (元): | 19.96/10.73 |
| 流通比例: | 34.08% |
| 流通 A 股市值 (亿元): | 189.6 |
| 总市值 (亿元): | 556.2 |

➤ 独特供应链模式，化解存货滞销风险

海澜之家对上游供货商独特的“赊销”模式化解了服装品牌长期以来最头痛的问题——如何应对存货滞销。通过“赊销”模式海澜之家能运用少量的资金购进大量的存货，且只承担极少的存货滞销风险。“赊销”模式使得海澜之家在男装竞争中逆流而上业绩远超同行。

分析师：杨陈

邮箱：yc@wandelongfund.com

投资主题

➤ 类直营模式助其低成本扩张

海澜之家采用的是类直营的模式，下游的加盟商仅仅扮演“财务投资者”的角色，门店的运营完全有海澜之家负责，加盟商并不拥有商品的所有权，对应的加盟商也不用承担存货滞销的风险，门店卖不出去的商品可以退回总部。得益于此，海澜之家对于加盟商的要求较低，类直营的模式吸纳了大量的资金，帮助海澜之家大幅扩张。

➤ 千店一面标准化服务与不折扣战略

海澜之家拥有门店的管理权，强调一种标准化的战略。无论是 3000 多家门店还是线上的网店。海澜之家都坚持“同时、同款、同价”（受当地物价影响允许波动 5%），这样的不折扣战略即保护了线下加盟店的利益，也有助于培养客户忠诚度和刺激消费。

➤ 布局智能仓储，供应链有望进一步优化

海澜之家一起智能物流中心已 2013 年 11 月投产，2015 发布公告拟建二期智能物流中心海澜之家拟投建“智能化物流仓库建设项目”。该项目拟在 2 年内完成建设投资投入，投产后 3 年内完成全部流动资金投入，总投资 130,703 万元，其中，建设投资 128,441 万元，流动资金 2,262 万。该项目正常年可实现收益 36,000 万元，并有效的整合企业供应链，进一步提升海澜之家的物流配送能力。

➤ 国内首家运用大规模应用物联网射频读写技术的服装企业

海澜之家 2014 年正式启动了 RFID 流水化读取系统的研发工作。海澜之家向选定的 RFID 标签供应商提供商品品号、色号、规格、数量等 SKU（库存量单位）信息，RFID 标签供应商负责将这些信息写入芯片并发往服装生产商，业线用工人数为之前的 1/3。RFID 技术所具备的信息存储和远距离信息读写功能，让公司能够更加清楚存货状态，随时掌握商品信息，未来，有望给门店营运方式带来新的变革。

目录

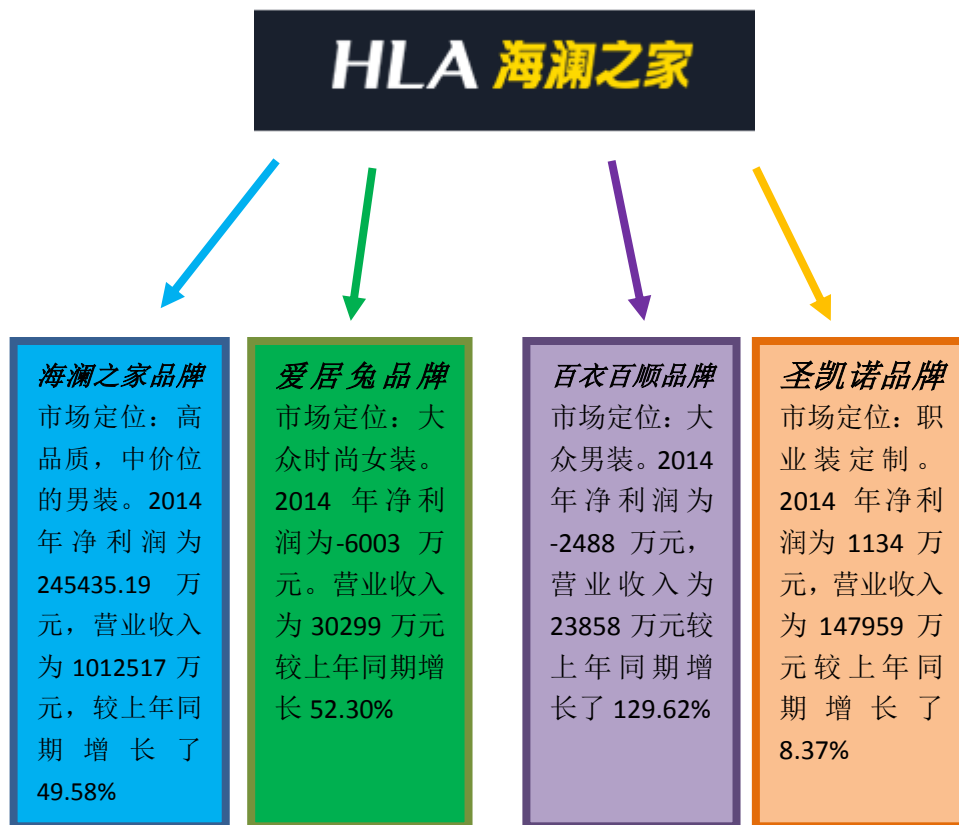
| | |
|------------------------------------|----|
| 一、公司情况及行业概况..... | 5 |
| (一) 公司简介..... | 5 |
| (二) 行业概况..... | 6 |
| 二、增长点：同行对手身陷囹圄，海澜之家逆势上扬..... | 9 |
| (一) 部分竞争对手目前发展现状及发展规划..... | 9 |
| (二) 海澜之家近年来业绩增长..... | 11 |
| (三) 联手万达..... | 12 |
| (四) 加盟商分成比例降低，海澜之家盈利能力有望进一步提升..... | 12 |
| 三、运营能力分析..... | 12 |
| (一) 营业周期..... | 12 |
| (二) 存货分析..... | 13 |
| (三) 应付款项过大..... | 14 |
| 四、投资主题：..... | 15 |
| (一) 类直营的经营模式..... | 15 |
| (二) 千店一面与品牌忠诚度..... | 17 |
| (三) 智能仓储配送中心..... | 18 |
| (四) 国内首家大规模应用物联网射频读写技术的服装企业..... | 19 |
| (五) 智能仓储可行性分析..... | 19 |
| 五、模型分析..... | 21 |
| (一) 波特五力..... | 21 |
| (二) PEST..... | 22 |
| (三) SWOT 分析..... | 24 |
| 六、好公司模型..... | 27 |
| 七、利润表预测..... | 28 |

| | |
|--|----|
| 图表 1: 海澜之家 2015 年中期业务构成..... | 5 |
| 图表 2:海澜之家 2015 年中期业务构成按地区..... | 5 |
| 图表 3:海澜之家网点分布..... | 6 |
| 图表 4: 陆家嘴 HI-T 彩虹墙..... | 6 |
| 图表 5: 1997 年--2015 年 9 月我国服装产量比..... | 6 |
| 图表 6: 纺织业原料价格走势..... | 7 |
| 图表 7: 我国纺织材料价格指数..... | 7 |
| 图表 8: 我国服饰业主营收入和同比增速..... | 7 |
| 图表 9: 我国 1995-2014 城镇人均支出与衣着支出..... | 8 |
| 图表 10: 我国人口构成情况 20---40 岁..... | 8 |
| 图表 11: 选取的男装厂商的净利润对比..... | 9 |
| 图表 12: 2010 至 2014 年选取男装门店数变化..... | 9 |
| 图表 13: 七匹狼 2013--2015 上半年营收、毛利..... | 10 |
| 图表 14: 雅戈尔 2013---2015 上半年营收、毛利..... | 10 |
| 图表 15: 报喜鸟 2013--2015 上半年营收、毛利..... | 10 |
| 图表 16: 希努尔 2013—2015 上半年营收、毛利..... | 10 |
| 图表 17:九牧王 2013—2015 上半年营收、毛利..... | 10 |
| 图表 18: 海澜之家 2010--2014 营收、毛利..... | 11 |
| 图表 19: 海澜之家 2010--2014 销售费用变化..... | 11 |
| 图表 20: 选取男装厂商的营业周期..... | 13 |
| 图表 21: 选取厂商库存商品变化..... | 13 |
| 图表 22: 选取男装厂商的存货变化..... | 14 |
| 图表 23: 选取男装厂商的存货占流动资产比例..... | 14 |
| 图表 24: 海澜之家应收与应付对比..... | 15 |
| 图表 25: 智能仓储运行模式..... | 18 |
| 图表 26:海澜之家物流园..... | 19 |
| 图表 27: 2014 男装占有率..... | 22 |
| 图表 28: 2003--2014 我国生产总值与人均生产总值..... | 23 |
| 图表 29: 我国 GDP 增速..... | 23 |
| 图表 30: 2005--2014 年 9 月我国服装销量..... | 23 |
| 图表 31: 我国城镇化进程..... | 24 |
| 图表 32: 男性占总人口比例..... | 24 |
| 图表 33: 2010 年选取厂商门店数 图表 34: 2014 年男装厂商门店数..... | 26 |
| 图表 35: 2009--2014 网购服装变化..... | 26 |
| 图表 36: 2014 主要外国服装在我国门店数..... | 26 |
| 图表 37: 海澜之家经营性自由现金流..... | 27 |

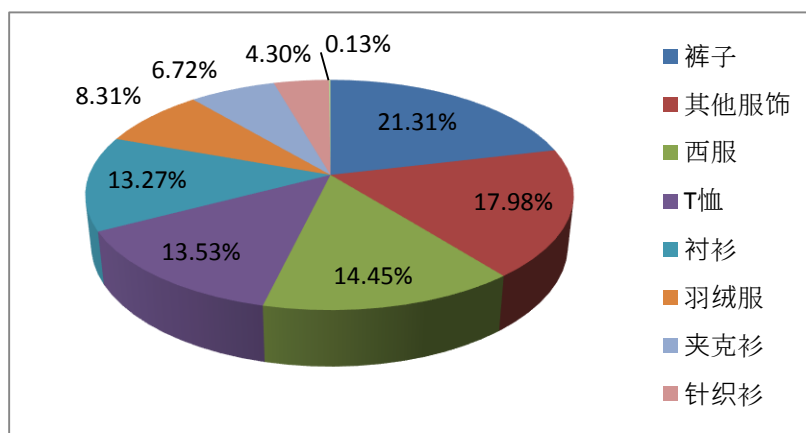
一、公司情况及行业概况

(一) 公司简介

海澜之家（证券代码：600398）是一家以经营男装为主的服装公司。

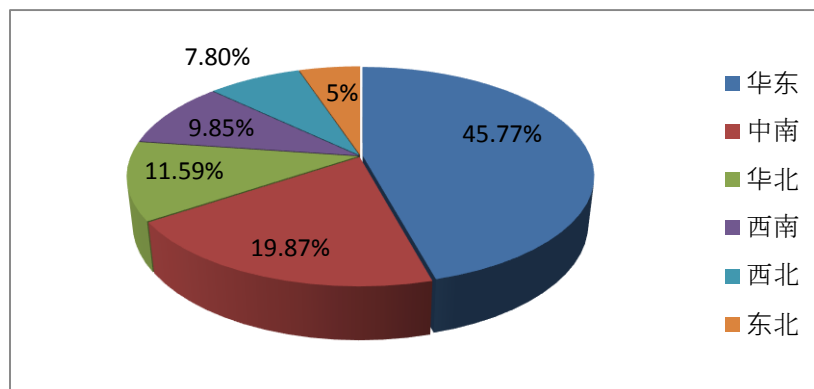


图表 1：海澜之家 2015 年中期业务构成



数据来源：wind 万德隆整理

图表 2：海澜之家 2015 年中期业务构成按地区



数据来源：wind 万德隆整理

图表 3:海澜之家网点分布



数据来源：搜狗地图 万德隆整理

海澜之家的战略目标是成为中国的国民男装品牌，适应最广大人群着装需求的品牌。“海澜之家”认为从各国服装的发展历史可以看到，如日本的优衣库、美国的 GAP、欧洲的 H&M、ZARA 一定会有这样的国民品牌诞生，并实现最快速的销售额增长。海澜之家为了强化企业形象，在上海陆家嘴地铁站 HI-T “彩虹墙”营销，和赞助热播娱乐节目《奔跑吧兄弟》。

图表 4：陆家嘴 HI-T 彩虹墙

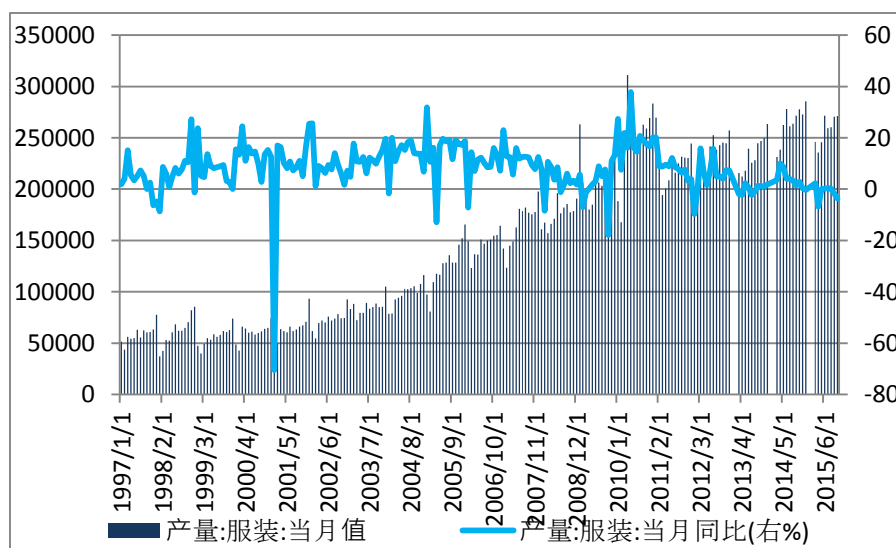


(二) 行业概况

1: 整体行业线下发展降速。

海澜之家所属的服装行业在 2009 年之前发展较好，服装产量呈现出一种平稳增长的态势。但在此之后受经济危机的影响，出口受阻、终端消费减弱的影响销量和产量明显放缓，甚至出现负增长。整个服装行业的主营业务收入在 2011 年之后增幅明显降低。

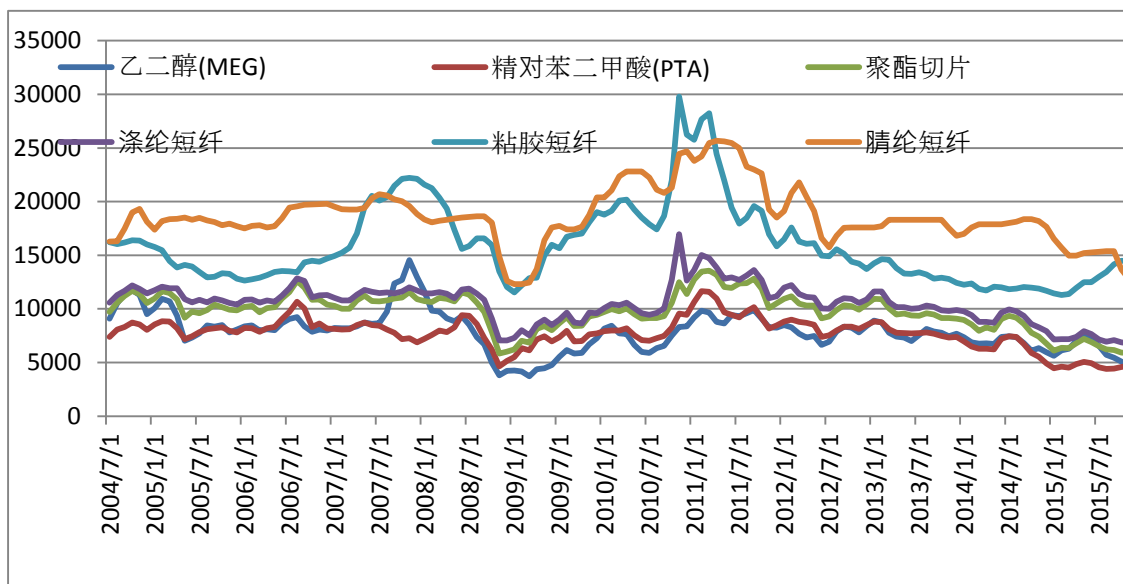
图表 5：1997 年--2015 年 9 月我国服装产量比



数据来源：wind 万德隆整理

下游和中游的不景气也导致了上纺织材料的价格下跌。

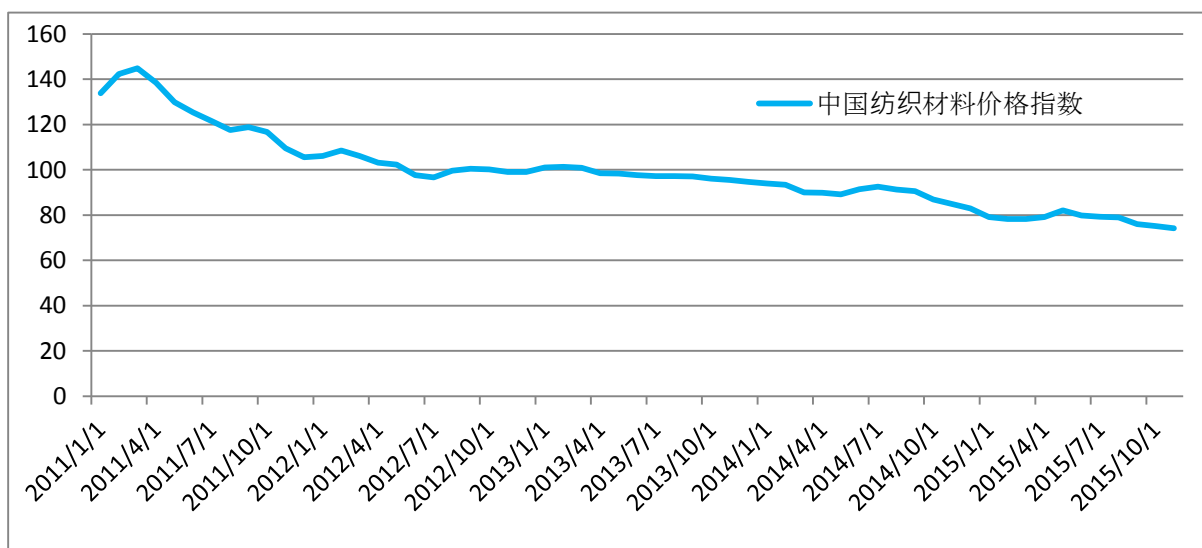
图表 6：纺织业原料价格走势



数据来源: wind 万德隆整理

中国纺织材料价格指数一路走低

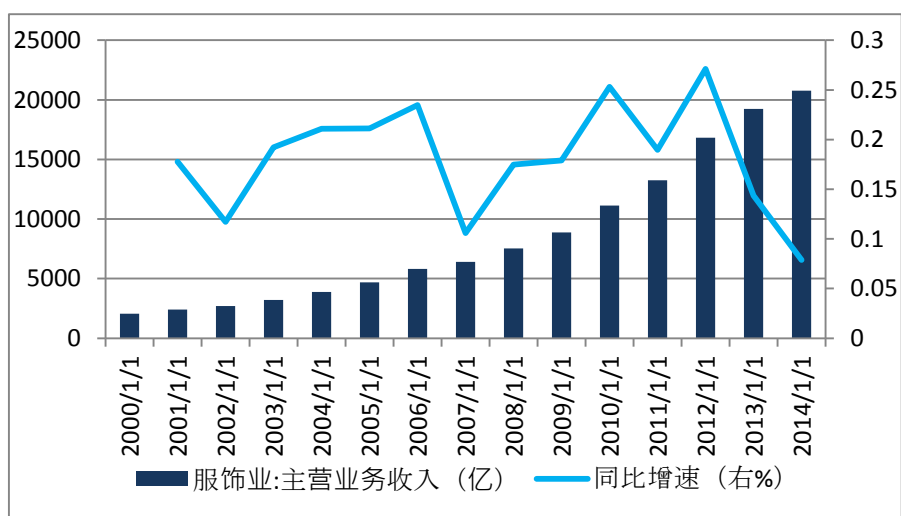
图表 7：我国纺织材料价格指数



数据来源: wind 万德隆整理

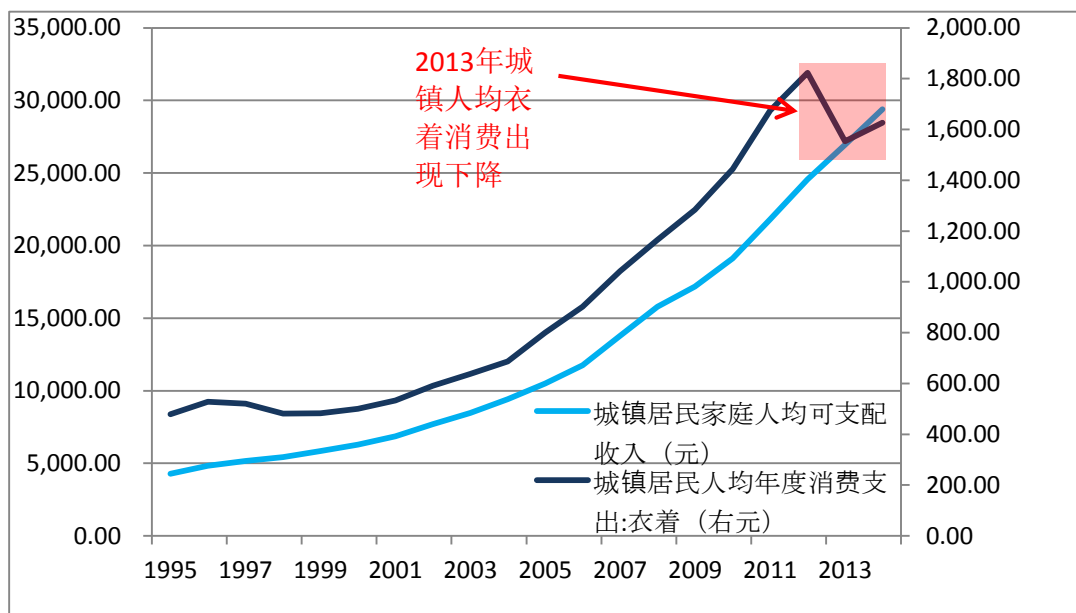
我国服饰行业主营收入 2011 年起增速放缓

图表 8：我国服饰行业主营收入和同比增速



数据来源: wind 万德隆整理

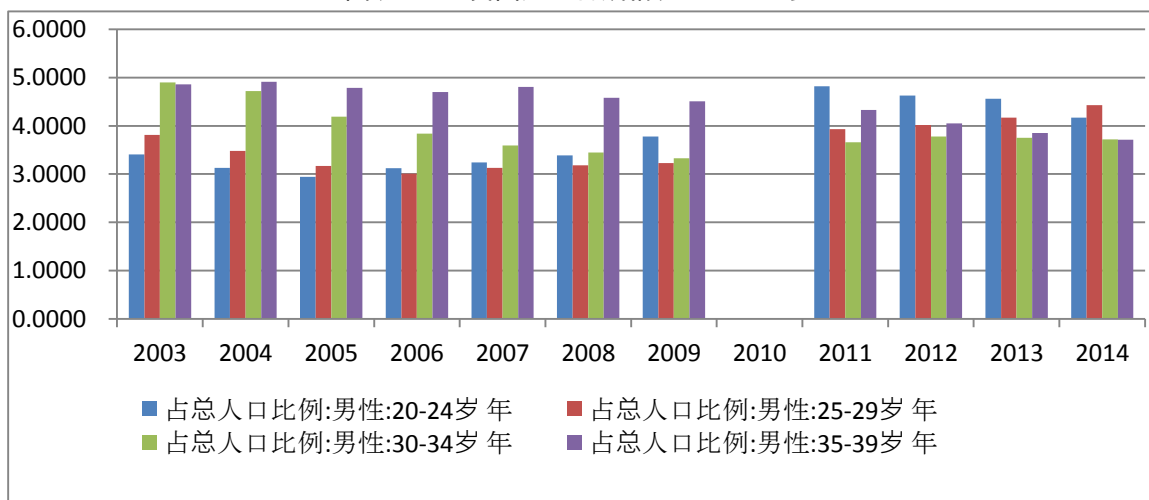
图表 9：我国 1995-2014 城镇人均支出与衣着支出



数据来源: wind 万德隆整理

2011 年后，实体经济表现低迷，整体服装市场增速与厂商预估不同步，导致各厂商 2013 年及之前存货积压过多，2013 年各企业加大力度去库存，消费吸引力下降，同时消费者受困实体经济长期低迷不见好转，终端消费信心下降，结果是 2013 年在城镇人均可支配收入继续上涨的情况下，城镇人均的衣着消费却出现了下滑。

图表 10：我国人口构成情况 20---40 岁



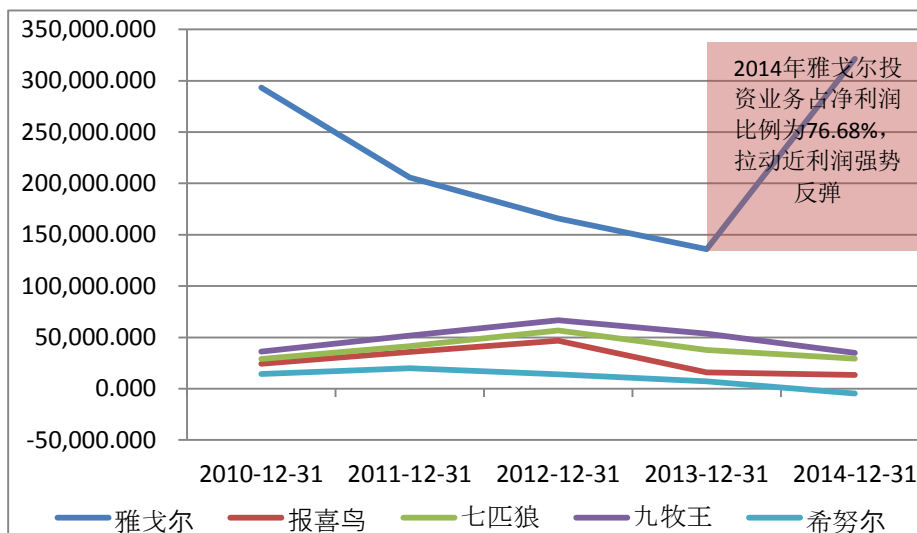
数据来源: wind 万德隆整理

由图 10 可知未来五年海澜之家的潜在消费者 20-24 岁的男性在总人口的比重从 2011 年开始下降，而购买力较强的 25-29 岁的人口占比重 2009 年开始在社会总人口中的比重持续上升，按照目前的趋势海澜之家未来的消费人口构成并不会发生显著性变化，海澜之家最近披露在客户人群定位中最近把消费力较强的 20 岁---25 岁的人群纳入目标群体，若以现状为预估海澜之家的收入增长较为稳定。

二、增长点：同行对手身陷囹圄，海澜之家逆势上扬

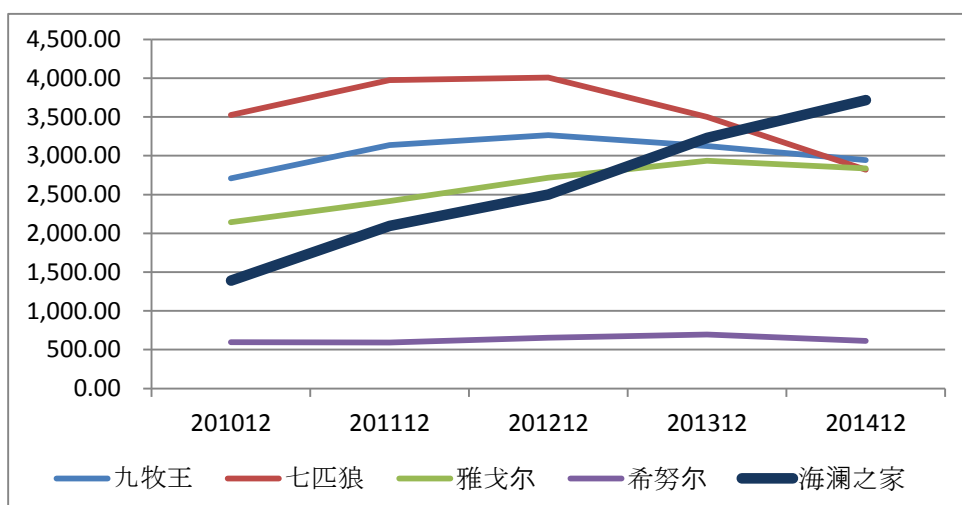
（一）部分竞争对手目前发展现状及发展规划

图表 11：选取的男装厂商的净利润对比



数据来源：公司年报 万德隆整理

图表 12：2010 至 2014 年选取男装门店数变化



数据来源：公司年报 万德隆整理

由图 11 可以看出主要男装厂商在 2011—2012 年达到盈利高峰，在 2013、2014 年盈利能力下滑，定位中高端男装的希努尔更是面临亏损的尴尬境地。其中雅戈尔 2014 年净利润强势反弹，同比增长了 132.6%，但扣除非经常损益的净利润增幅却为-43.66%，其中会计核算方法改变对其净利润贡献 12 亿 3 千万元。可供出售金融资产的出售，把其他综合收益转入了当期损益贡献了 14 亿。各个男装品牌在面临行业低谷时统统转型祈求变革渠道，开辟新市场。

海澜之家的加盟店成本主要是靠加盟商的资金投入，在扩张成本上自身承担的风险相对较小，不过若加盟店盈利能力下降甚至亏损，会释放出不利信号影响潜在的投资者，使海澜之家扩张受阻。海澜之家自身的战略目标是成为男装的国民品牌，按目前的市场份额来看，可扩张性还较强。但目标过大过远，在成长的路上仍面对着加盟店扩张规模、盈利质量和潜在的竞争者、新进入市场的外国厂商，宏观经济环境等因素的影响，扩张速度越快整个供应链（供应商、海澜之家、加盟者）承担的风险也越大。

各大厂商根据 2014 年的业绩制定了未来的规划

◆ 七匹狼

1: 目前服装业的不景气促使七匹狼集团积极转型,七匹狼集团未来发展战略为“实业+投资”设立了“七尚股权投资”、“华旖时尚基金”,与宏章资本合作等同时进军再保险行业,设立了自己财务公司

2: 拓宽产业范围。2014 年成立厦门七匹狼针纺有限公司、堆龙德庆捷销实业有限公司,主营袜子、内衣、内裤等;2014 年非同一控制下企业合并取得厦门嘉屹服饰有限公司,主营服装仓储物流配送服务。

◆ 雅戈尔

1: 转变发展策略:由生产经营型向品牌运营型转变,在部分地区和直营店实施以会员制为核心的经营策略,以 2014 年萧山市心广场专卖店为例其中会员收入占到了总收入的 93.03%。2014 年雅戈尔全年累计新增会员 43.60 万人,会员总数 134.35 万人;会员消费金额 143,623.96 万元,较上年同期增长 47.06%,会员消费占比达 29.64%。

2: 整合上游产业链,入股上游纺织企业和棉花种植(汉麻产业投资股份有限公司—2015 年 12 月 21 日减持股份丧失控制权)

◆ 报喜鸟

1: 加大去库存力度,经营活动现金流量较上期同比增长 959.15%。放弃报喜鸟女装,旗下品牌统一对外采购,

整合供应商,在存货管理方面控制 SKU(最小存货单位),让市场来选择供应商与产品。

2: 代理国外知名品牌 2014 年报喜鸟营收同比增长 16.64%,其中其代理的韩国品牌 HAZZYS 贡献较大,据其年报披露 HAZZYS 在 2014 年终端销售额同比增长了 30%。

◆ 希努尔

1: 转变产品研发模式,以消费终端为导向,将市场和研发进行整合,解决库存问题。

2: 整合销售渠道,成立会员中心,增强用户体验

3: 门店整合,着力发展个性化的定制业务。

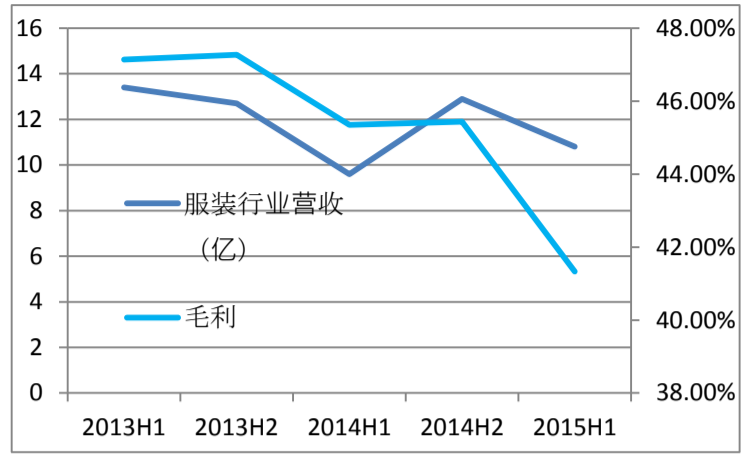
4: 拟以 110 亿收购银河互联(互联网数字娱乐、O2O 及电商、B2B、云计算与大数据、智能硬件与物联网、互联网餐饮等诸多细分领域实现了储备,并已创立投资了多家企业。)

◆ 九牧王

1: 营销组织扁平化结构调整,对销售管理中心和上平管理中心进行了剥离

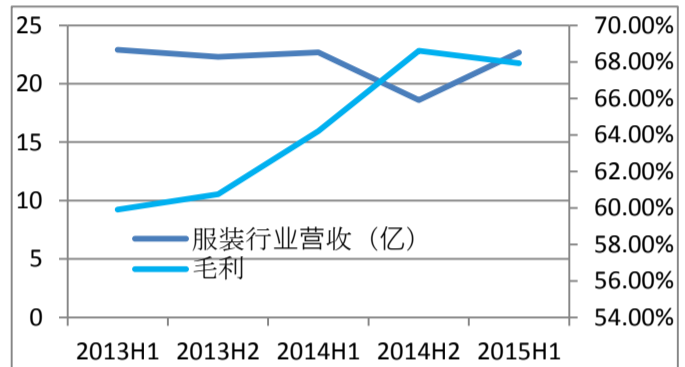
2: 推进 O2O,拟投资 6000 万入股电商服装品牌韩都衣舍。3: 设立产业时尚产业基金。2015 年 7 月九牧王全资子公司九盛投资出资 9.9 亿与景辉投资合伙设立了互联网时尚产业基金。

图表 13: 七匹狼 2013--2015 上半年营收、毛利



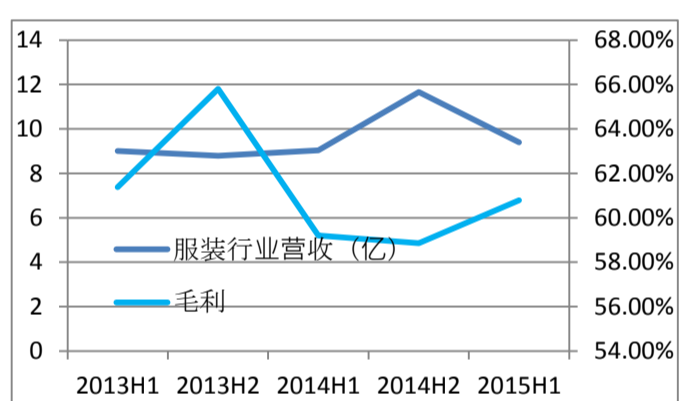
数据来源: 公司年报 万德隆整理

图表 14: 雅戈尔 2013---2015 上半年营收、毛利



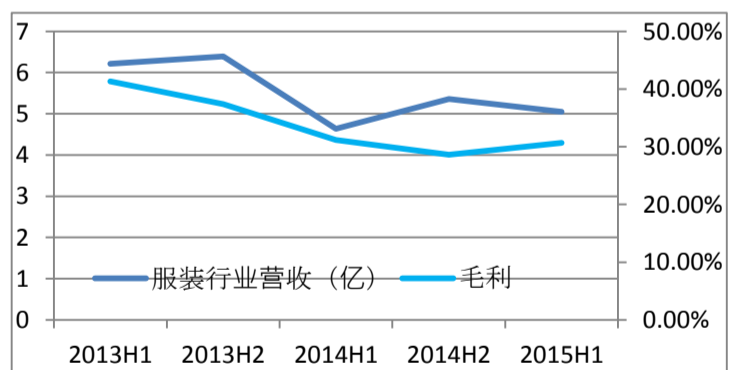
数据来源: 公司年报 万德隆整理

图表 15: 报喜鸟 2013--2015 上半年营收、毛利



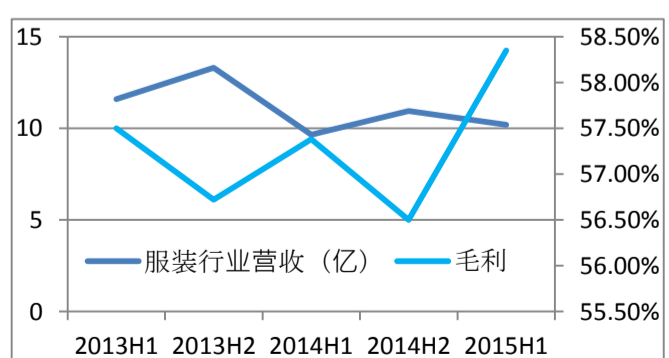
数据来源: 公司年报 万德隆整理

图表 16: 希努尔 2013—2015 上半年营收、毛利



数据来源: 公司年报 万德隆整理

图表 17: 九牧王 2013—2015 上半年营收、毛利



数据来源: 公司年报 万德隆整理

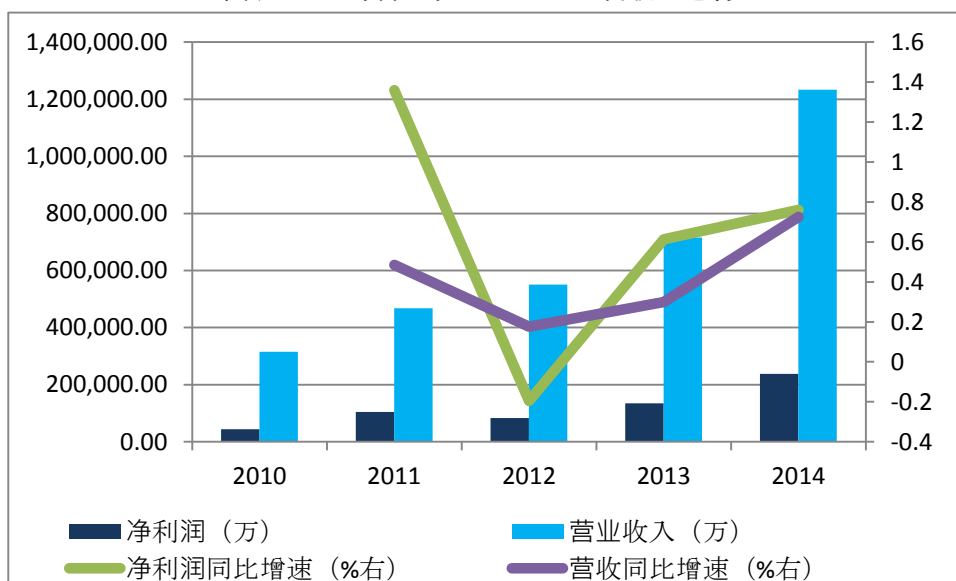
互联网的冲击和终端消费的增速下降使得男装行业的实体店举步维艰，2012 年时七匹狼门店数为 4007 家到 2014 年底时，就只剩下了 2821 家；九牧王的门店数量业由 2012 年的 3264 家下降到了 2014 年末的 2945 家。而海澜之家在这种情况下门店数由 2010 年的 1389 家疯狂发展到了 2014 年底的 3716 家，其扩张模式如上文介绍，海澜之家本身动用的资金与投入资金较少，海澜之家借助这种轻资产使自身在扩张的道路上承担有限的风险，若现有加盟店盈利质量不下滑，这种模式是可持续的，反之这种模式会受到较大冲击。

面对服装行业的困境和网店的冲击，上述大多数男装产业都选择产业转型，把流动的资金投入其他盈利性更好的市场。这样对于企业的盈利来说可能是好事，就如雅戈尔在 2014 年净利润 132% 的高速增长一样，但对于其主营的男装产业来看，除了九牧王之外，其他男装厂商并未有实质性的调整，而九牧王业仅仅是组织推动扁平化营销的战略，销售管理中心和商品管理中心的剥离，目前加盟商的认可和接受程度还未表现出来。上述男装企业的微调并不能改变企业主营上的困境，现有行情不改变，门店可能继续关闭，让出更多的市场份额。这对目前正在大幅扩张的海澜之家来说是个巨大的机会。

(二) 海澜之家近年来业绩增长

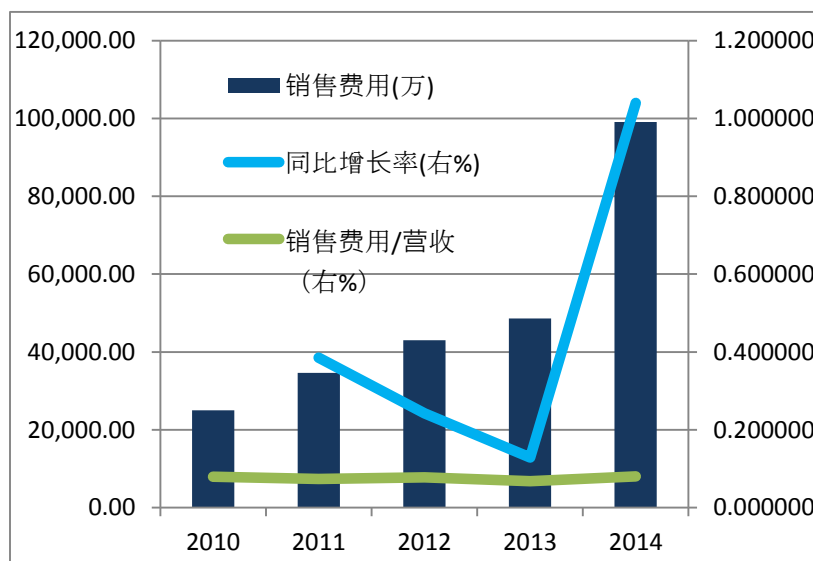
在整个男装环境不好的 2014 年海澜之家实现了收入 72.56% 的高速增长营业收入达到了 1233844.1 万元。扣除非经常损益的净利润为 2,241,164,669 元同比增长了 73.23%。新开门店较 2013 年增长了 15.97% 门店总数达到了 3348 家，同时海澜之家在 2014 年实施“黄金地段、砖石店铺”，的开店战略，在保持门店数量稳定扩张的同时，不断提高开店质量，优化门店布局。有效营业面积增长了 29.76%。

图表 18：海澜之家 2010--2014 营收、毛利



数据来源: 公司年报 万德隆整理

图表 19：海澜之家 2010--2014 销售费用变化



数据来源: 公司年报 万德隆整理

从 2010 年到 2014 年海澜之家的销售费用稳步上涨，（2014 年涨幅达 104%，受企业合并的影响），在营业收入大幅增加的基础上，还能保持销售费用占比在 0.7%--0.8% 之间。

（三）联手万达

据海澜之家 2015 年 4 月 29 日发布的公告，海澜之家已经和万达商业管理公司签署了《战略合作框架协议》：

“本公司与万达商管将以互利双赢、共同发展为目标，展开全方位的合作。双方将充分发挥各自的业务优势，扩大双方的实力，并努力促进本公司及品牌业务如“海澜之家”、“EICHITOO”、“百衣百顺”、“圣凯诺”等与万达商管所开发商业广场项目的合作。双方在协议有效期内，在中国大陆范围内开展全面合作，即万达商管将在各城市进行商业广场项目的开发建设，在同等条件下优先按协议约定将项目部分区域出租给本公司，本公司将承租万达商管开发的商业广场项目部分区域，开设本公司旗下品牌卖场。协议有效期五年，到期时如双方无异议，则该协议自动延续五年。”

在 2012 年的招股书中，海澜之家为了提升自身品牌形象拟在重点发达的省份的一、二线城市核心商业圈投资 6 亿 5 千多万元购买店铺建设 12 家直营店作为区域销售中心，以 12 个营销区域成为公司相关区域门店的控制点，来进行门店信息汇总和归纳分析。同时以 12 家营销中心为辐射点，在核心城市的核心地带推广海澜之家品牌，弥补了海澜之家现有营销网络的空白点，还可作为公司营销网络的区域核心节点辐射周边地区，有利于区域内其他营销终端的快速建设。随着 IPO 的失败。海澜之家 2014 年的年报，和 2015 年的上半年报都未提及这 12 个营销中心的建设是否成功。不过与万达的联手与当年的营销中心建设一样，都有助于提升海澜之家的品牌形象。海澜之家目前的 3000 多家门店仅有 100 多家是商场店，而大多数的是街面店。万达虽是国内零售的巨头，但在今年来电商的冲击下也表现出了颓势。海澜之家 2014 年营收超百亿，在平均下来的单店营收至少在 300 万以上，这样的业绩和时点进驻万达，有利于海澜之家拿到更优质的店铺资源。

（四）加盟商分成比例降低，海澜之家盈利能力有望进一步提升

之前海澜之家的加盟商都需要缴纳 100 万的保证金，只需要对加盟店进行初始的财务投入和后期的运营费用，而据海澜之家工作人员回复《证券市场周刊》记者采访时，表示公司从 2014 年期新开门店不用再缴纳保证金，而续约的老店也不需要缴纳保证金。加盟商的投资成本下降，对于利润的分成比例自然也会降低，海澜之家对于终端利润分成的比例也会上升，这对公司的盈利有一定的好处。

加盟店具体经营情况

2016 年 1 月 3 日（星期日）下午 1 点—4 点在成都的核心商业街春熙路附近，体验了海澜之家、雅戈尔、七匹狼、大布山、劲霸。

| | 时间 | 客流人数 | 营业面积 | 导购模式 |
|----------------|-------|--------|------|---------------|
| 海澜之家（大业路） | 13:20 | 约 7 人 | | 无人介绍推销（有空闲导购） |
| 海澜之家（春熙路） | 15:10 | 约 10 人 | | 无人介绍推销（有空闲导购） |
| 海澜之家+百衣百顺（春熙路） | 15:30 | 约 30 人 | | 无人介绍推销（有空闲导购） |
| 劲霸（青年路） | 14:10 | 约 8 人 | | 有人介绍推销（全程陪同） |
| 劲霸（青年路）新开张 | 14:30 | 约 4 人 | | 有人介绍推销（全程陪同） |
| 大布山男装（青年路） | 14:00 | 约 12 人 | | 无人介绍推销（无空闲导购） |
| 雅戈尔（青年路） | 14:40 | 3 人 | | 有人介绍推销（半陪同状态） |
| 七匹狼（春熙路） | 14:50 | 约 7 人 | | 有人介绍推销（全程陪同） |

从导购模式的体验上来说多数体验者比较喜欢海澜之家的自选模式，其次是雅戈尔的，再次是全程陪同推荐购买的。

自选式和推荐式没有优劣之分，不同的人有不同的购物体验。自选式可能使顾客在购物的时候更轻松自在，但也减少了顾客和品牌交流的机会，同时减少推销可能会营销收入。而推荐式的服务，有促进消费的作用，加深顾客对自身品牌的了解，但也会使部分消费者不适，从而影响营业收入。

从人流量来看海澜之家相较于劲霸、七匹狼、雅戈尔来说是有一些优势的。但对于价格较低的大布山男装却没有优势。从购物体验的体验来看，对于消费者对于品牌和质量的敏感性，明显低于价格的敏感性消费越低价格越便宜的地方人流量越大。

三、运营能力分析

（一）营业周期

营业周期是指从取得存货开始到销售存货并收回现金为止的这段时间，从计算方法上来看

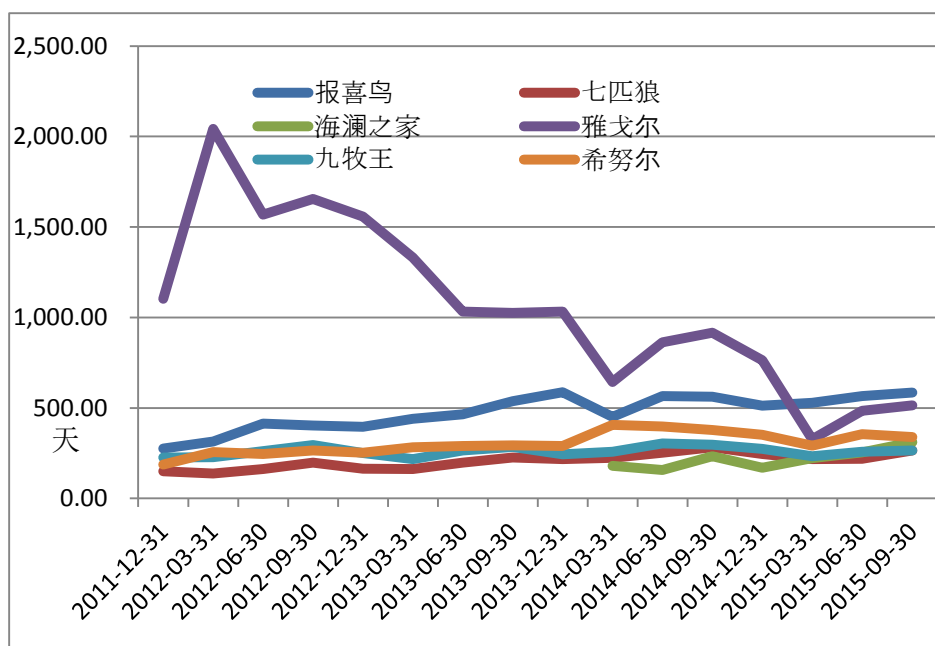
营业周期=存货周转天数+应收账款周转天数。反映了企业存货的变现能力。从选取的公司来看大多数公司都的营业周期都集中在 200 天到 400 天之间。(雅戈尔同时经营房地产项目, 营业周期可比性较差)。在服装行业发展降速库存压力大的情形下, 哪家企业能快速消化掉库存变现, 就在市场竞争中占有很大主动权。

海澜之家在大幅扩张的基础上, 营业周期业波动上升, 2014 年一季度营业周期为 179 天, 而 2015 年一季度营业周期增高到了 222.36 天, 不过这一数字在行业中属于正常水平。海澜之家的特殊的经营模式使得其上游, 对海澜之家的变现能力要求较高, 海澜之家 2012 年的招股书中, 就披露了这一风险:

“公司门店数量的增多、营销网络的扩大、存货规模的增加, 都将给公司的供应链管理带来新的挑战。公司现有的供应链管理实现了信息、物流、资金的高度融合, 整合了现有生产资源和物流运输资源, 达到了生产环节、物流运输环节、销售环节的同步。但是如果公司规模扩大, 供应链管理能力的提升不能满足业务增长的要求, 将可能对公司经营带来不利影响。”

为了减少这样风险海澜之家招股书的筹资计划之一就是建设公司的物流仓储配送中心和全流程信息化管理系统建设。虽然当时 IPO 失败不过, 海澜之还是在 2013 年底成功建成了自己的智能物流中心。

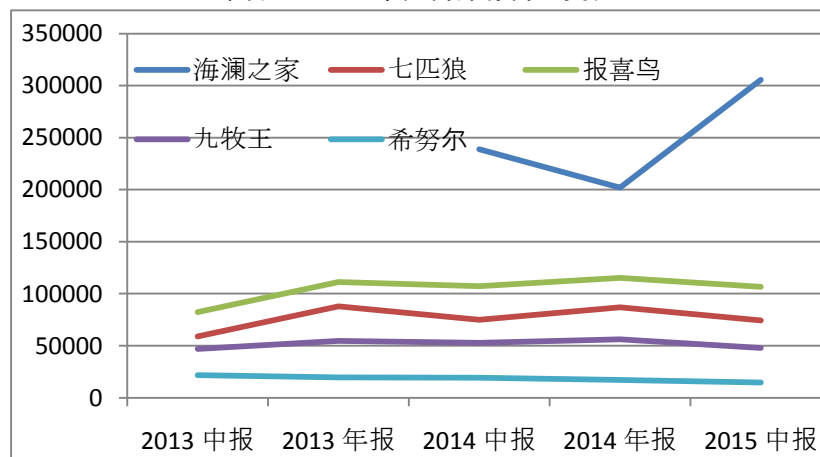
图表 20: 选取男装厂商的营业周期



数据来源: wind 万德隆整理

(二) 存货分析

图表 21: 选取厂商库存商品变化



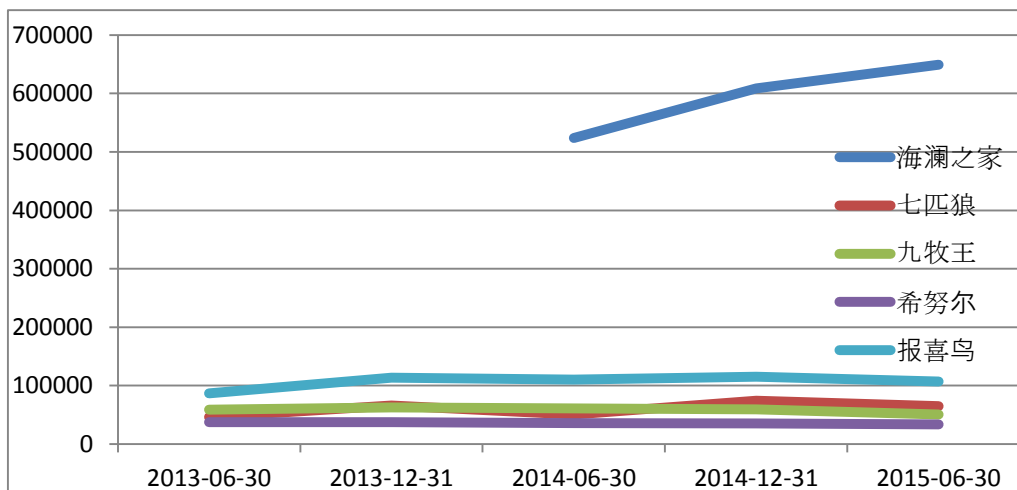
数据来源: wind 万德隆整理

海澜之家由于类直营的经销模式库存长期居高不下, 仅仅库存商品就是七匹狼的 4.11 倍, 九牧王的 6.38 倍。这一部分还不包括委托代销的商品及其他存货, 海澜之家的总存货一共有 89 亿之多。

海澜之家存货构成中委托代销商品有 29 亿 4 千多万元, 已经逼近了企业库存商品 30 亿 5 千万元。巨额的委托代销商品, 海澜之家通过自身众多的门店进行消化, 如果把这 29 亿多的委托代销商品平均的分配到 2015 年中报披露的旗下仅“海澜之家”品牌的 3382 家门店上的话,

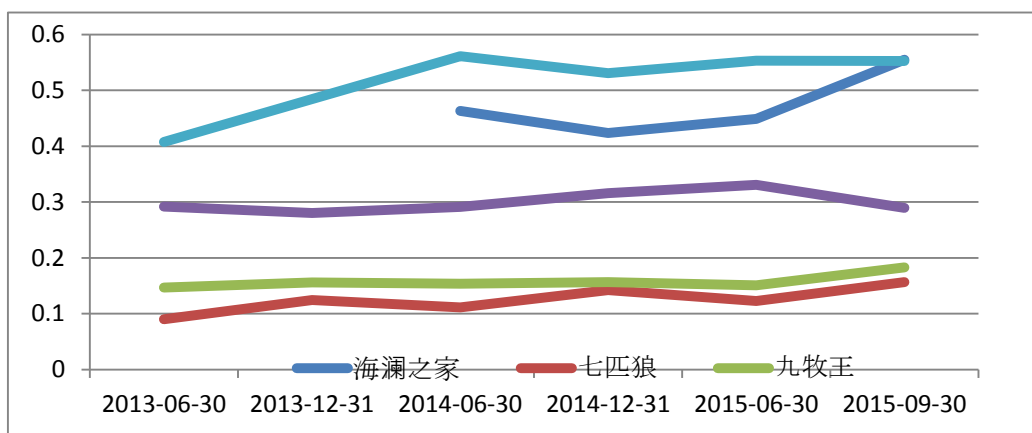
平均每家门店委托代销的商品有 87 多万，海澜之家 2014 年营收为 1233844.11 万元，扣除网店销售的因素影响，单店营收也应该在 300 万以上，现有行情不变的情况下消化这部分商品并没有什么困难。

图表 22：选取男装厂商的存货变化



数据来源: wind 万德隆整理

图表 23：选取男装厂商的存货占流动资产比例



数据来源: wind 万德隆整理

存货占流动资产的比例

海澜之家手中存货以 2015 年半年报为例分别是七匹狼、九牧王、希努尔、报喜鸟的 9.8 倍、14.94 倍、29.19 倍、7.86 倍。虽然海澜之家的营收也是上述男装中最多的，不过其存货占流动资产的比例常年在 50%。海澜之家的存货比例高，绝对数量大。不过海澜之家特殊的供销模式使得公司只承担很少部分的存货风险。据其 2012 年的招股书披露，海澜之家 2011 年末自产和买断的存货比例占期末存货余额的 4.67%，也就是说这巨大的存货风险，海澜之家只承担其中很小的一部分，这种作法，虽然看起来完美无缺。但是供应商、海澜之家、加盟商这三者本来就是一个利益共同体。当存货滞销、减值时，海澜之家恐怕难以独善其身。

| 项目 | 2011 年 12 月 31 日 | 2010 年 12 月 31 日 | 2009 年 12 月 31 日 |
|---------|------------------|------------------|------------------|
| 存货 (万元) | 386,261.59 | 169,273.54 | 130,456.76 |
| 占流动资产比例 | 68.08% | 56.11% | 62.32% |
| 占总资产比例 | 56.82% | 44.41% | 50.21% |

海澜之家招股书上披露的 2009-2011 的存货占比

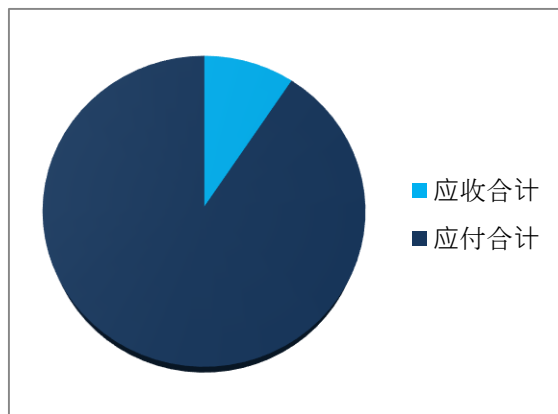
海澜之家也深知存货规模的问题，在近几年高速扩张的路上，存货占流动资产的比例反而较三年前 IPO 时越下降了 10%。2013 年底智能仓储配送中心的建立，和 2015 年二期智能仓储的建设计划也展示出海澜之家控制存货的决心。

(三) 应付款项过大。

同存货一样，海澜之家赊销的模式决定了其应付账款的超大规模，在短期借款和交易性金融负债为 0 的情况，海澜之家的流动负债达到了惊人的 100 多亿，占到了总资产的 50%，除此之外海澜之家的还有 26 亿的长期应付款。扣除职工薪酬和应交税费的影响，海澜之家短期应付供应商和预收加盟商的资金有 89 亿之多占 2014 年营业收入的 72%。而对应的应收账款、应收票据、其他应收款、应收利息的总金额为 9 亿 2 千万元，应付和应收之差为 79 亿 8 千万元。而

海澜之家 2015 年中报上披露的货币资金 61 亿元。但是这看似恐怖的应付项目又被海澜之家的赊购模式化解了，对于上游的供应商的应付款项海澜之家并又有照单支付的义务，在两季度后商品卖不出去海澜之家有权把货物退换给供应商。海澜之家的这种借上游供应商的货去卖，用下游加盟商的钱去拓展开店这种模式几乎把自身责任推的一干二净。但这种模式稳定性还有待时间的考证，能赚钱时加盟商、海澜之家、供应商三方都高兴。但面临经营风险时恐怕这种模式会步履蹒跚。

图表 24：海澜之家应收与应付对比



数据来源：公司年报 万德隆整理

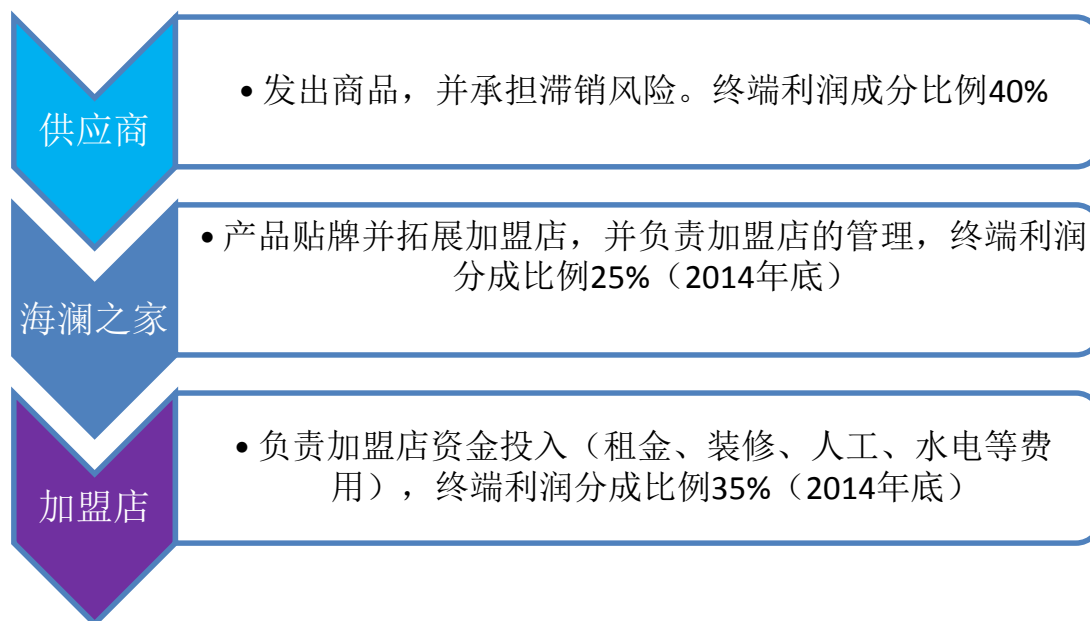
四、投资主题：

（一）类直营的经营模式

2014 年末海澜之家的营业收入同比增长 72.56%。扣除非经常损益的净利润同比增长 73.23%。在服装业萧条的 2014 年海澜之家能有这样的经营成绩已经实属不易。海澜之家的高速增长很大的原因是其大幅的扩张。2015 年半年报显示，“海澜之家”新开门店 207 家，期末门店总数 3382 家，14 年上半年末增长 6.89%。2009 年年初海澜之家加盟店数量仅仅为 665 家（仅包括海澜之家品牌）据 2014 年年报披露 2014 年底，公司总的门店数量已经达到了 3348 家，从 09 年初到 2014 年末加盟店共增加了 2683 家，相对增加的 403%，年复合增长超过 30%。

海澜之家的快速低成本拓张主要受益于加盟者较高的财务投入。同时采海澜之家采用的是类似直营的经营模式，加盟商并不享有加盟店的经营权。加盟商既然不参与管理，就不必承担商品滞销的风险，这也是海澜之家吸引加盟的重要因素。加盟商仅仅需要承担房租和日常的营运费用的风险，卖不掉的商品可以退回总部。海澜之家在对上游的供应商购货时，并不会支付全额的货款 2014 年之前支付 30%，2014 年之后支付比例降低到 25%，两个销售季度之后产品还未销售出去，海澜之家有权把滞销的商品退换给供应商。

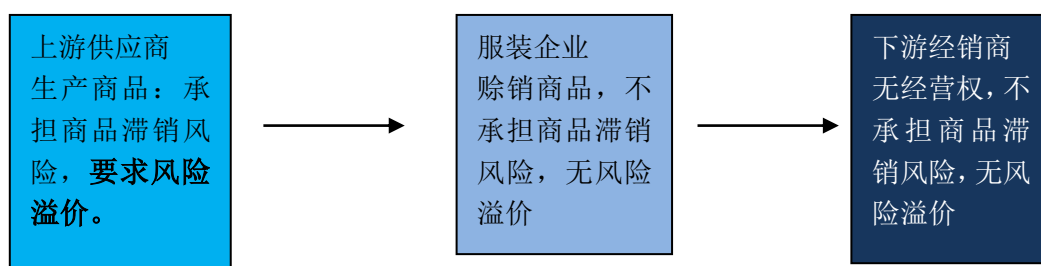
这样一来海澜之家就把零售业最大的滞销风险的大部分都转移给了最初的供应商，自身只扮演一个贴牌和打通上下游的角色。



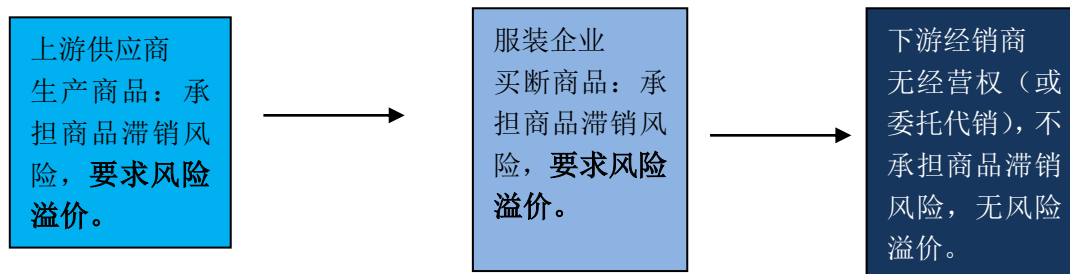
| | 海澜之家的特许经营模式 | 一般服装企业连锁经营模式 |
|---------|-------------------------------------|---|
| 加盟店管理 | 加盟店由公司统一负责代为管理，加盟商不必介入门店管理 | 公司管理加盟商，加盟商管理门店经营，各门店管理水平差异较大，品牌形象难以统一 |
| 加盟店扩张能力 | 加盟商不必有服装从业经验，加盟门槛低，门店扩张能力强 | 加盟商必须熟悉服装行业，懂得服装经营，加盟门槛高，门店扩张能力弱 |
| 加盟店铺货方式 | 公司根据历史销售数据和市场调研，统筹规划 | 一般会有订货会，根据加盟商的订单铺货 |
| 滞销产品 | 可以在不同加盟店之间调配，剩余产品退回公司 | 门店一般会打折处理，不同门店属于不同的加盟商，调货的可能性较小 |
| 风险承担 | 门店库存属于公司，加盟商仅承担房租等固定成本，不承担库存风险 | 门店库存属于加盟商，加盟商除承担房租等固定成本外，还承担库存风险 |
| 最终定价权 | 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，对于非本季新品加盟商有较大的处置权，商品打折情形普遍存在，终端定价难以统一 |

这种模式得以实施海澜之家与供应商的谈判是难点，海澜之家与供应商谈判时，正逢 2008 经济危机导致出口严重受挫，服装供应商存货积压严重，在当时的情况下，答应了海澜之家的赊销模，虽然前两年供应商面临很大的资金压力，但随着终端加盟商的爆发式增加给供应商的回款也渐渐增多，供应商在终端利润里面享有 40%的分成，进入了一个良性循环的阶段。多年的合作和当年特定的经济形势使得其他品牌想模仿这种模式有相当大的难度。海澜之家的供应模式不仅能解决自身的风险，打通上下游，还可能降低商品售价。

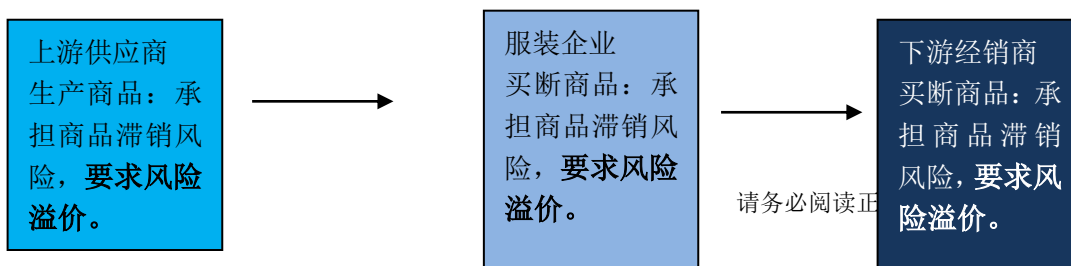
上游赊销+（类似）直营



上游买断+（类似）直营



上游买断+下游买断



请务必阅读正

由上图我们可以看出三种不同的销售模式，对于同一种商品的溢价差别。上游赊销+(类似)直营的模式下只有上游的供应商会承担溢价风险，也就是商品溢价是这三种销售模式中最低的，而上游买断+下游经销商买断的模式，无论是上游的供应商还是中游的服装企业或是下游的经销商每个环节都要承担商品滞销的风险要求溢价。

对于终端的消费者来说的零售价的不同，海澜之家的这种“上游赊销+下游内直营”的模式在同成本、同毛利的情况下。零售价会低于第二种和第三种的经营模式，从而在价格上获得优势。

(二) 千店一面与品牌忠诚度

由于海澜之家拥有对门店管理权，所以在门店运营管理上拥有绝对的自主权，强调一种标准化的服务，提出“千店一面”的口号。从大到装修风格，小到商品的陈列灯光效果都要求一致。海澜之家实行**不折扣的经营方法**，无论是 3000 多家门店还是线上的 O2O。海澜之家都坚持“同时、同款、同价”（受当地物价影响允许波动 5%）。在互联网模式下，“实体店+线上”这种模式对于培养顾客的忠诚度是非常有利的，顾客不用担心今天买了商品过段时间就打折的问题，也不用等待换季或者节假日打折的时候在购买，**有助于的刺激消费**，而且在服饰业受互联网冲击严重的今天线上销售与加盟店同款同价来说，**保护了线下加盟商的利益**。

从商品发展的规律来看，不进行折扣企业的确是违反常理，大多数的产品都有自己的生命周期，服装类在这一方面表现的更明显，换季应该打折，随着时间的发展款式老化旧商品卖不出去也因该打折。在不打折的情况下海澜之家如何解决卖过时的存货。



这样由子公司低价购进处理，缓解了供货商的退货压力

加盟商与海澜之家的各自责任

| | 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税务登记手续、缴纳税费等事宜 | 负责 | 不负责 |
| 店铺装修及形象规划（含道具布置、相关用品、收银防盗系统、设备设施配备、员工工作服等） | 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。 |
| 经营场所的租赁费用，水、电、汽、物业管理费、卫生费、电话、仓储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 |

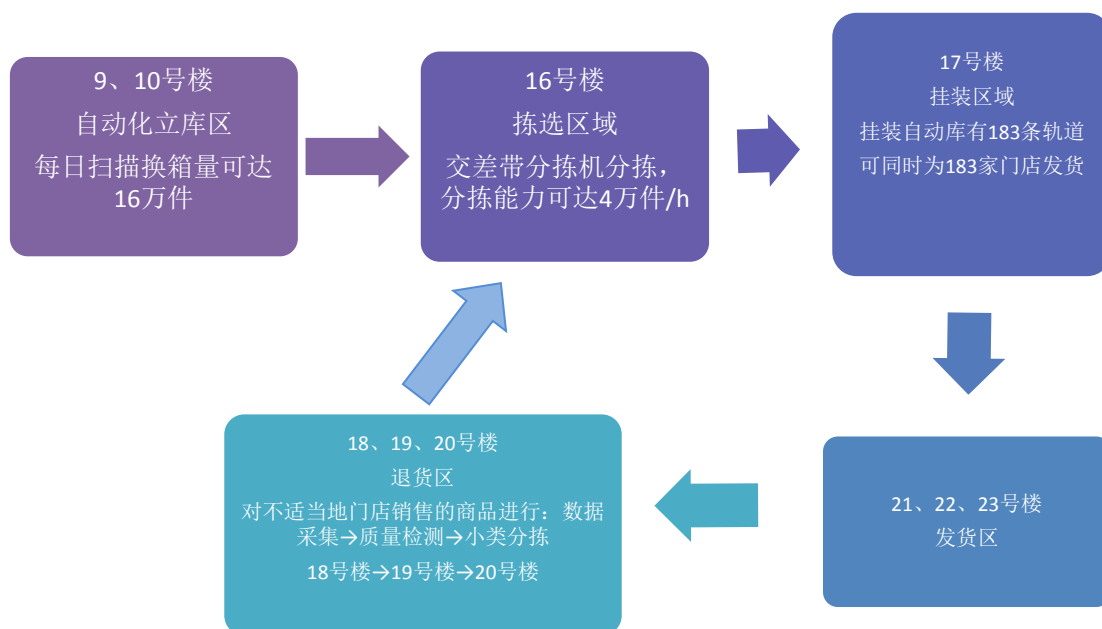
| | | |
|----------|--|--------------------------------------|
| 存货管理 | 拥有加盟店存货的代销权和保管权，承担所有铺货、补货和应季换货的运费 | 统一调配所有加盟店的铺货、补货和应季换货，拥有加盟店存货所有权 |
| 产品销售价格确定 | 统一指导价的基础上可以视其所在地的物价水平上浮或下浮 5%以内 | 制定指导价格 |
| 收入确认 | 按产品实际零售价格确认销售收入 | 按产品实际零售价格确认销售收入 |
| 利润确认 | 按零售价格确认的销售收入减去支付给公司的商品成本及相关费用后的结余为加盟店利润 | 按结算价格确认的销售收入减去应结转的产品成本及相关费用后的结余为公司利润 |
| 收入确认流程 | 公司将货物发到各加盟店时，做委托代销商品---加盟店按零售价格将货物销售后，电脑系统会自动将货物销售信息及时传送到公司总部---加盟店按实际结算价格将货款划转到公司账户---各加盟店出具代销清单---公司根据加盟店提供的委托代销清单，按实际结算价格开具发票给加盟店---公司按开票金额确认销售收入、同时结转相应的销售成本 | |

(三) 智能仓储配送中心

1、智能仓储一期（已投产）¹

海澜之家智能仓储配送中心于 2011 年底开工 2013 年 11 月投产，投入总金额 5 亿元。该中心由 2 座自动化立体仓库，3 个发货大厅和 1 个配送中心构成设计库存总量为 146.4 万箱，每日出库、入库可达到 32 万件。

图表 25：智能仓储运行模式



数据来源：《物流技术与应用》第 168 期

¹ 《物流技术与应用》第 168 期

图表 26:海澜之家物流园



数据来源：公司官网 万德隆整理

2、智能仓储二期（已通过董事会批准，无须股东大会审议）

2015年10月20日海澜之家发布在巨潮资讯网上的公告，海澜之家拟投建“智能化物流仓库建设项目”。该项目拟在2年内完成建设投资投入，投产后3年内完成全部流动资金投入，总投资130,703万元，其中，建设投资128,441万元，流动资金2,262万。

据该公告披露，该项目利用企业已有土地117,970平方米，约合177亩，计划建设六个智能化仓库，总建筑面积472,941平方米，购置各类设备2318台套，并且该项目建设中还包括海澜之家电商的独立仓库，未来承担海澜之家电商的仓储物流业务，进一步的提高电商物流配送效率。项目满负荷运营后将具备15,000万件/年的物流周转能力。该项目正常年可实现收益36,000万元，并有效的整合企业供应链。

据2014年海澜之家年报披露为了智能仓储配送中心的建设海澜之家更改了以下项目的资金用途，全力发展智能仓储。

| 更改用途承诺项目名称 | 募集资金拟投入额 | 募集资金累计投入额 |
|---------------------------------------|-----------|--------------|
| 引进设计软件及设备开发生产高档休闲服装技术改造项目 | 3,984（万元） | 2,843.53（万元） |
| 引进后整理关键设备提高产品档次技改项目 | 4100（万元） | 3089.28（万元） |
| 引进V4智能软件及关键设备建立服装设计加工平台扩大出口服装生产技术改造项目 | 4123（万元） | 0 |
| 引进CAD设计软件及关键设备生产特种防护服技术改造项目 | 4123（万元） | 0 |

海澜之家类似直营的经销模式要求其有较高的物流水平和信息收集能力，可能甲商品在A省不适销但在B省很受欢迎。特殊的经销模式要求海澜之家能快速的使各商品在不同的地区加盟商之间流转。

（四）国内首家大规模应用物联网射频读写技术的服装企业²

海澜之家2014年正式启动了RFID流水化读取系统的研发工作。海澜之家选定了3家企业为其RFID流水化读取系统的标签供应商，海澜之家向选定的RFID标签供应商提供商品品号、色号、规格、数量等SKU（库存量单位）信息，RFID标签供应商负责将这些信息写入芯片并发往服装生产商，再由服装生产商将这些带有RFID标签的吊牌绑到服装上。每箱封装好的服装进入“扫描机”进行RFID标签扫描，扫描完成后系统自动比对应收和实收的数量，然后放行或者退回纠错，每次每台“扫描机”最多可一次性扫描300件，作业线用工人数为之前的1/3。海澜之家也由此成为国内首家大规模应用物联网射频读写技术的服装企业。据海澜之家战略信息中心负责人介绍：RFID技术所具备的信息存储和远距离信息读写功能，让公司能够更加清楚存货状态，随时掌握商品信息，未来，有望给门店营运方式带来新的变革。

（五）智能仓储可行性分析

由海澜之家公告得知该项目正常年份收益为36000万按照海澜之家2013年建设的仓储项目估算

² 新华网2015年12月25日江苏频道

成本构成为

| 序号 | 类别 | 金额（万元） | 所占比例 |
|----|---------|------------|---------|
| 一 | 建设投资 | 128,441 | 98.26% |
| 1 | 建筑工程 | 88773.4776 | 67.92% |
| 2 | 设备购置 | 31617.0557 | 24.19% |
| 3 | 安装费用 | 666.5853 | 0.51% |
| 4 | 其他费用 | 7371.6492 | 5.64% |
| 二 | 流动资金 | 2,274 | 1.74% |
| 三 | 项目投入总金额 | 130,703 | 100.00% |

智能仓储按 10 年计提折旧，总期间为 12 年（2 年建设期，10 年运营期。第三年开始满负荷运行）

| | 第 3 年 | 第 4 年 | 第 5 年 | 第 11 年 | 第 12 年 |
|--------------|--------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入（万） | 113951 | 113951 | | 113951 | 113951 |
| 营业税金及附加（万） | 6029 | 6029 | | 6029 | 6029 |
| 总成本费用（万） | 71922 | 71922 | | 71922 | 71922 |
| 利润总额（万） | 36000 | 36000 | | 36000 | 36000 |
| 净利润（万） | 27000 | 27000 | | 27000 | 27000 |
| 投资回收期(含建设期)年 | 6.84 | | | | |

注：所得税以 25% 估算，以下预估都以海澜之家持续正常经营为前提。

以海澜之家的公告披露的年收益 36000 万（以税前估算），按照智能一期的计划成本利润构成，海澜之家的二期智能仓储的营业收入必须达到 11 亿以上才能保证 36000 万的税前收益，海澜之家在 2012 年预计每件货物流转收取的费用为 5.5 元。若要完成年收益 36000 万（以税前估算）则建成之日我们估算海澜之家收取的流转费为 7 元/件（假定连续 10 年为 7 元一件的流转费用），二期物流中心满负荷的周转件数为 15,000 万件/年。周转货物的年收入为 $15000 \times 7 = 10500$ 万元。加上综合建筑面积 472,941 平方米，若以租金来租取，2012 年为 100 元/平方米。2017 年底预估为 120 元/平方米（假定连续 10 年仓库租金不上涨），可以节省的仓储费用 = $120 \times 472941 = 5675.3$ 万。

综上海澜之家以 7 元/件收取流转费、以 120 元/平方米支付租金勉强能完成智能仓储年营业收入为 11 亿，税前收益为 3.6 亿的预期值。

投资回收期为 6.84 年。预计使用年限为 10 年。

贴现率以 10% 估算（同 2012 年招股书）， $PA(10\%,10) = 6.144$

营业收入现值 = $113951 \times 6.144 = 70$ 亿

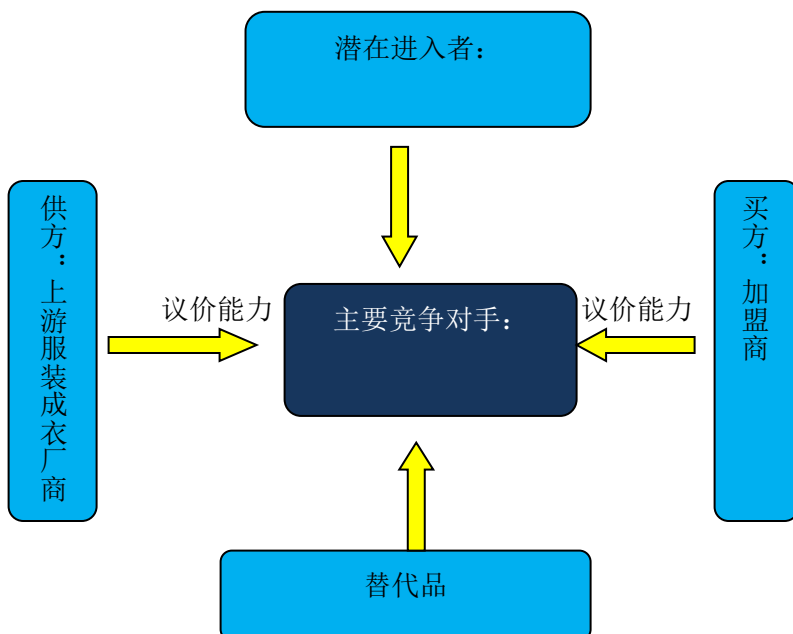
净利润现值 = $27000 \times 6.144 = 165888$ 万

平均税后年收益为 $165888 / 10 / 130703 = 12.69\%$

以估算为前提，智能仓储建设的回报可观。更重要的是智能仓储的建立对于海澜之家供应链模式的完善，海澜之家目前这种轻资产的运营模式导致了超高的库存和应付款项。这种供应链模式对上游供应商的资金链要求极高。海澜之家若是不能及时变现回款，上游的供应商可能面临资金链断裂的危险境地，唇亡齿寒，整个现存供应链模式几乎会瞬间瓦解。

五、模型分析

(一) 波特五力



1、潜在进入者

海澜之家所处的服装行业来说，是一个成熟的，行业壁垒极低的行业，其他厂商想要进入男装领域很容易，但一个新的竞争者想要在一个非常成熟的市场中取得成功需要很长时间的沉淀，和前期较大的投入。

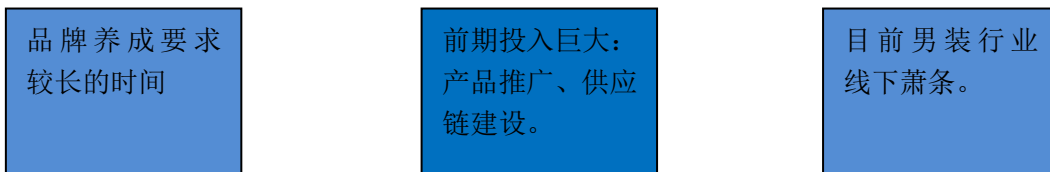
国内较为著名的服装厂商的成立时间

| 品牌 | 雅戈尔 | 柒牌 | 彬彬 | 利郎 | 罗蒙 | 七匹狼 | 九牧王 | 报喜鸟 | 海澜之家 | 希努尔 |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 进入时间 | 1979 | 1979 | 1983 | 1987 | 1984 | 1990 | 1992 | 1996 | 1997 | 2003 |

由以上表可以看出国内的较为著名的男装厂商成立的时间距今大约在 20 年左右当时中国的经济环境催生了他们的快速发展，改革开放之后对男性的正装要求增多，使得雅戈尔、报喜鸟、罗蒙，彬彬等男装品牌。后来社会的发展、人民生活水平的提高休闲男装，七匹狼、利郎、好澜之家等也发展了起来。随着经历一体化的进行，和人们对时尚的追求 H&M、ZARA 等品牌在国内也开始快速发展。任何一个企业的发展都和当时特定的经济环境有关系。从 2012 年之后主要男装品牌持续走低，各大男装厂商被迫转型线下男装行业举步维艰。

理智的投资者在这种情况下进入线下的男装行业的可能性极低。

新的行业进入者面临的问题



2、替代品的威胁

服装行业的历史几乎就是人类文明的历史，在可预见的将来几乎没有可替代品。由于整个行业不存在明显的壁垒，行业的集中程度很低。由于行业特性，目前市场集中程度较低，将来也极小可能出现垄断，产业整合的几率较大，随着线上交易的发展，线下落后的服装厂商由于运营成本高于线上，可能面临转型、重组、破产等问题。

3、供方议价

海澜之家所采用的供应链模式，供方商议价能力较差。由于货款延期支付，据海澜之家的 2014 年年报披露公司前五大供应商采购的金额为 154539.21 万元，占公司采购金额的 18.21%。据海澜之家在 2015 年 8 月接受某券商调研时称：目前想与海澜之家的合伙的上游供应商有 300 家左右，且接受调研时海澜之家的负责人还称：赊购的付款比例由之前的 30% 下降到 2014 年上半年的 25%。海澜之家供方溢价能力进一步加强。

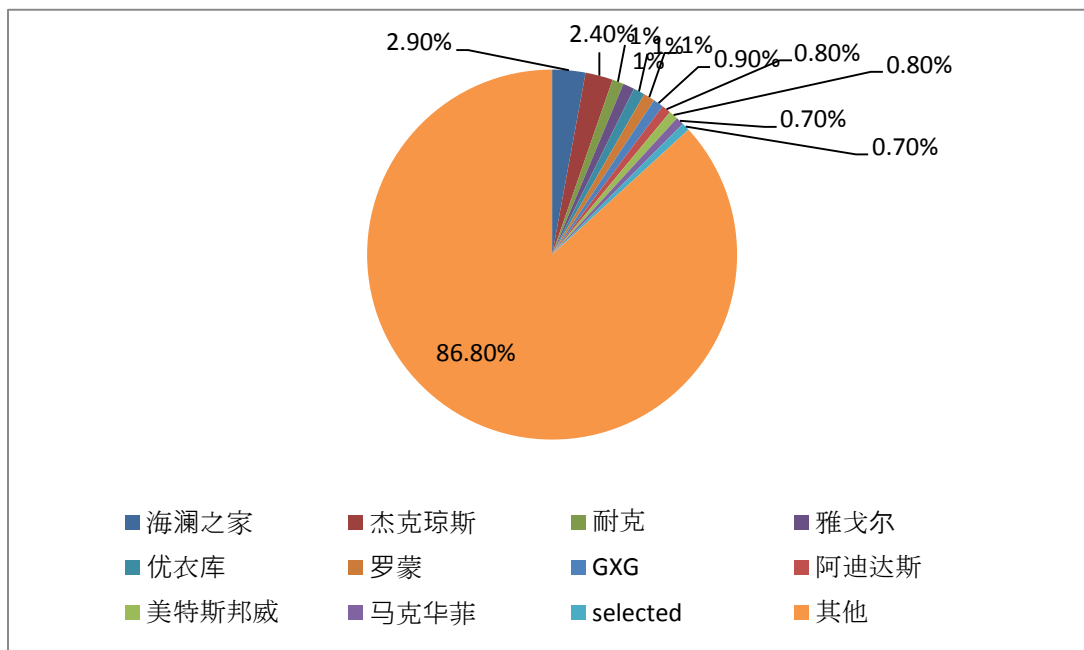
4、买方议价

由于海澜之家的下游经销商并不拥有管理权，可以说海澜之家掌握定价权，且直面消费者。海澜之家由于不折扣的战略，终端消费者的议价能力也十分有限。

5、行业竞争

由于服装行业是一个高度成熟的行业所以，相对占比比较稳，并且变化会非常缓慢。由于行业特性，不太可能出现垄断。

图表 27：2014 男装占有率



数据来源：互联网 万德隆整理

(二) PEST

政治环境：

1、目前我国国内政治环境稳定，据发改委颁布的《纺织工业“十二五”发展规划》指出：“加强市场的开发与培育，不断完善和创新营销模式。根据纺织产品市场需求，充分挖掘我国内需潜力，大力发展生产性服务业，拓展新领域，发展新业态，培育新热点，推进规模化、品牌化、网络化经营。加强销售网络建设，科学设计规划销售渠道，大力发展品牌连锁店、专卖店、专业店、电子商务等符合现代流通发展趋势的新型终端模式，建立多层次的品牌销售渠道。应用信息技术建立全面高效的物流配送体系出境销售环节和生产过程的优化建立科学高效的物流配送体系，提高市场反映能力。通过技术创新、管理创新、资本创新，发展壮大一批具有知识产权、品牌和资源整合能力强的纺织大企业、大集团。……提高家纺和服装品牌经营企业的市场集中度，形成营销网络覆盖全国且年销售收入超过 100 亿元的品牌服装家纺企业 20 家，其中部分企业具备品牌国际连锁实力。”十二五规划支持国内的服装厂商做大做强，和进行必要的产业整合，且海澜之家着力发展的智能仓储也是属于国家大力扶持的建设项目。

海澜之家在 2014 年接受计入当期损益的政府补助金额就有 4595 万元。

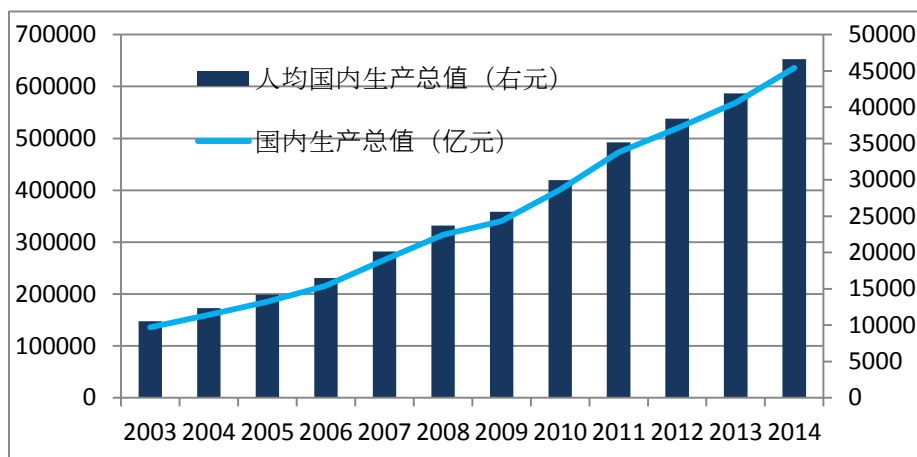
2、2015 年 12 月我国与韩国签署了自由贸易区的策略。随着经济一体化进程的加剧，我国将迎来越来越多的自由贸易区。服装行业面临的海外竞争也会越来越激烈。

经济环境：

1、外部经济环境我国宏观经济环境的形势已经步入“6%+”的新常态，而服装行业在 2013 年城镇人均可支配收入同比上涨的情况下，服装行业的人均支出与去年同期相比却出现了下降。

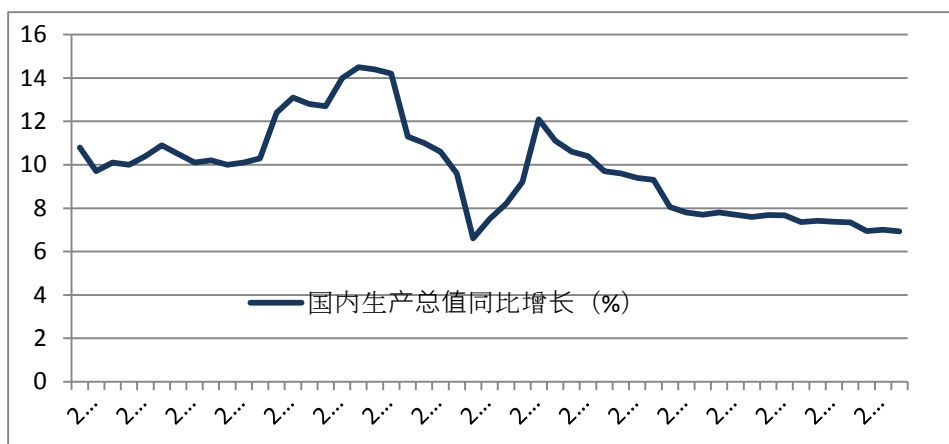
人民币持续下跌，海澜之家目前这种赊销模式的是建立在上游的供应商产能过剩，外销受阻的情况下。目前人民币对美元汇率一路下跌，外销形势可能有所缓解。将来若外销环境好转，或者国内服装批发市场回暖。海澜之家的供方议价能力肯定会大打折扣。

图表 28：2003--2014 我国生产总值与人均生产总值



数据来源: wind 万德隆整理

图表 29：我国 GDP 增速

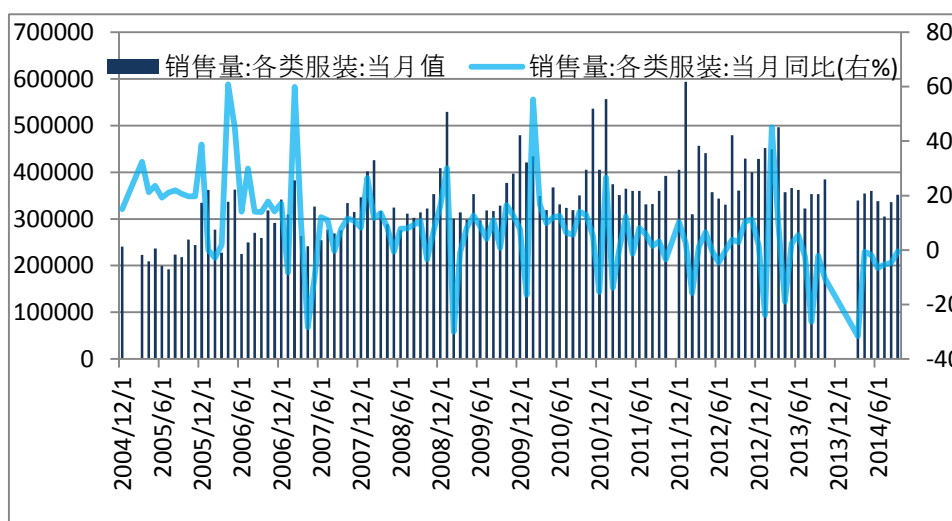


数据来源: wind 万德隆整理

从 2011 年开始我国 GDP 增速明显放缓。

2、服装行业内部的环境

图表 30：2005--2014 年 9 月我国服装销量



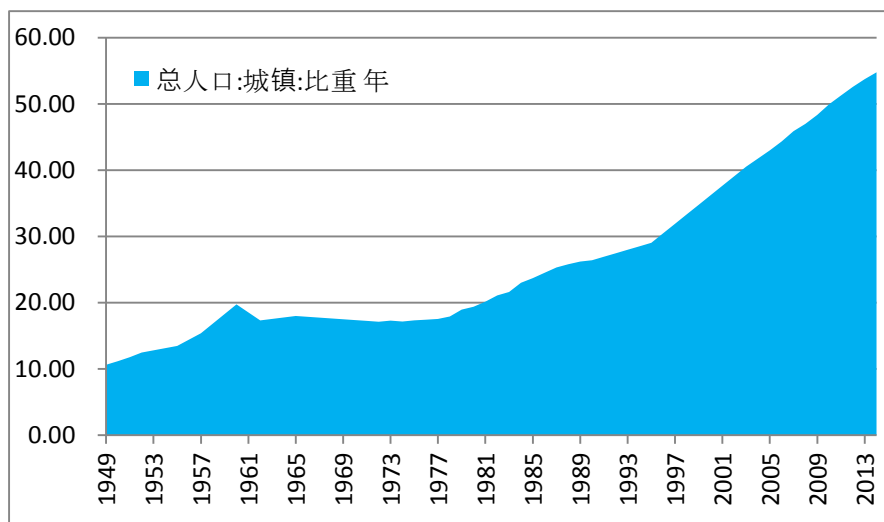
数据来源: wind 万德隆整理

200 家大型百货销货量 2011 年后服装行业实体店销量增长放缓，甚至出来了负增长。

社会环境：

1、人口因素城镇化和户籍制度改革

图表 31：我国城镇化进程



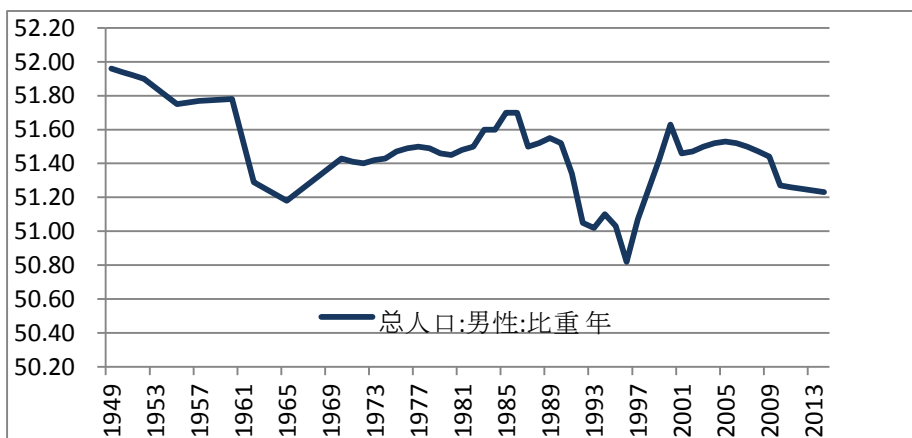
数据来源: wind 万德隆整理

①、我国城镇化近年来高速发展以 1998 年为腾飞起点，1997 年我国城镇化比例为 31.91 到了 2014 年我国城镇化比例为 54.77%，连续 10 多年高速增长。高速增长的城镇化，新增的城市人口带动了社会消费的增长。2014 年 3 月 16 日，《国家新型城镇化规划(2014-2020 年)》正式对外公布，这是我国新型城镇化的路线图。规划提出到 2020 年，我国常住人口城镇化率将达到 60%左右。城镇化进步的脚步不会停歇，城镇化的进程会为男装企业带来更多的市场。

②、户籍制度改革，我国的城乡二元制由来已久，这种制度阻碍了我国的城市化进程。2014 年国务院颁布的《进一步推进户籍制度改革的意见》，对于小城市、中等城市、大城市、特大城市制定了不同的户口迁移政策，目标在 2020 年实现 1 亿非城镇人口在城镇落户，取消户口登记制度，统一登记为居民户口，努力消除二元制的不公平的因素。

2、男女所占比

图表 32：男性占总人口比例



数据来源: wind 万德隆整理

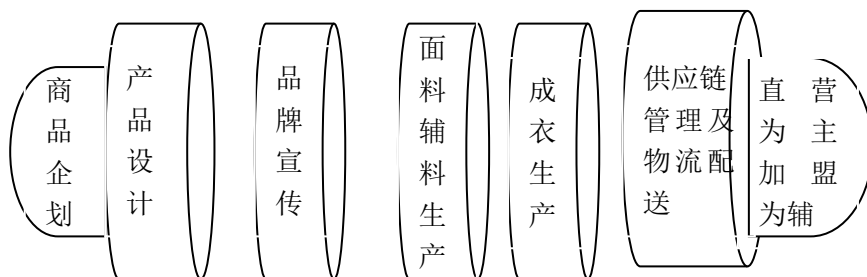
我国男女比例长期失调，男装的人口构成较女装而言有一定优势

技术环境

海澜之家一期物流仓储中心的建设、物联网技术的运用。海澜之家的仓储物流技术在行业中式较为领先的。海澜之家除了圣凯诺品牌之外的其他商品，都是外购的。海澜之家对于产品设计并没有优势，产品的种类、款式极度依赖上游的供应商。

(三) SWOT 分析

我国的男装市场的运营模式大概分为三类：“全能型”，即追求生产、品牌运营和产品设计，这样的全能型的运营模式，企业自身掌握上平的生产制造，以雅戈尔为主要代表。

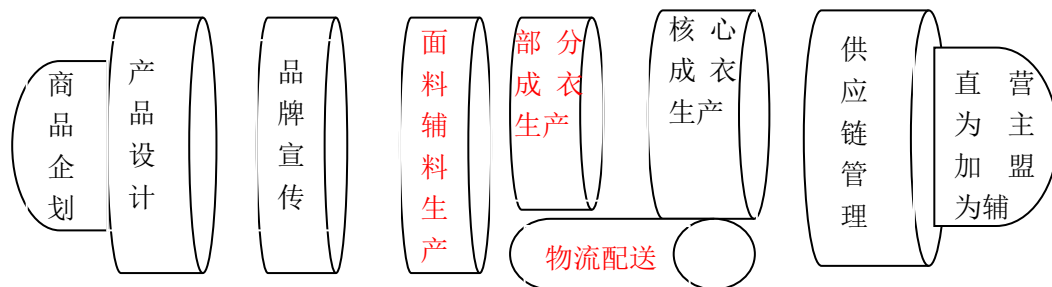


注：红色字体为外包部分

优点：企业有较强的自主设计的能力，若企业对当下潮流的把握较好，可能引领新的购衣风潮。由于企业掌控整个流程，可以投入大量的资金不断优化产业链，通过规模效应来降低成本。

缺点：资产运作缓慢，由于产品的生产、设计、宣传全是由企业自身负责，会导致营业周期变长。

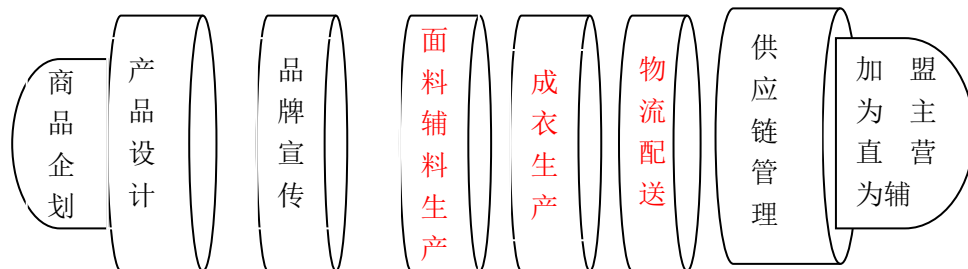
第二种运营模式是，对于全能型的改良，企业将面料、辅料的外购以及货物的配送外包了出去，企业核心的产品由，企业自己生产。其他部分由其他服贸企业代为加工。以报喜鸟和七匹狼为主要代表。



注：红色字体为外包部分

第二种模式称为半轻资产运营模式，是轻资产模式和全能型模式的结合着，他即保留了核心产品的自我设计生产的能力，对于其他商品又采取了外包的运营方法。他的资金利用效率比全能型的模式要高，但是低于轻资产的模式

第三种模式是完全的轻资产模式。即企业将中间环节全部外包出去，自身只作为一个中间的商扮演贴牌的角色



注：红色字体为外包部分

轻资产模式的优点是能有效利用资金。轻资产的企业不用面面俱到，而是需要做好品牌的宣传和供应链的管理

缺点是缺乏有效的竞争力，对上游供应商的依赖程度较大。

以目前的市场表现来看，轻资产模式的运营周期较短，资产变现快。在目前的经济环境下具有一定优势，如九牧王等企业正考虑想资金利用效率高的轻资产模式转型。

W 劣势：

①自身的产品研发能力较弱。服装行业最终的是实体产品，自身产品开发能力较弱。独立性发展的独立性就会受到影响

②品牌的影响力叫国际大品牌不足。海澜之家的门店以加盟商为主，为了避免与品牌的正面竞争，最初选店地址都集中在三、四城市，在 2011 年底仅仅只有 2 家直营店。营销中心的建设很落后，区域内有影响力的旗舰店。

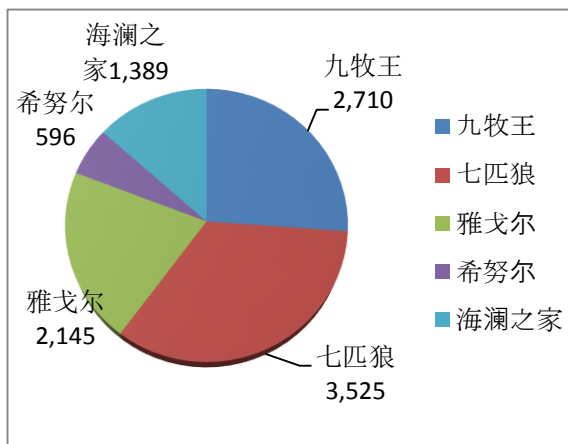
○ 机会：目前线下实体店的萎缩，各大品牌统统转型，对于海澜之家的扩张来说。是一个机会，目前海澜之家还处于发展的上升阶段。线下实体加盟店同行竞争的减弱有利于其抢占更多的市场份额。

T 威胁：

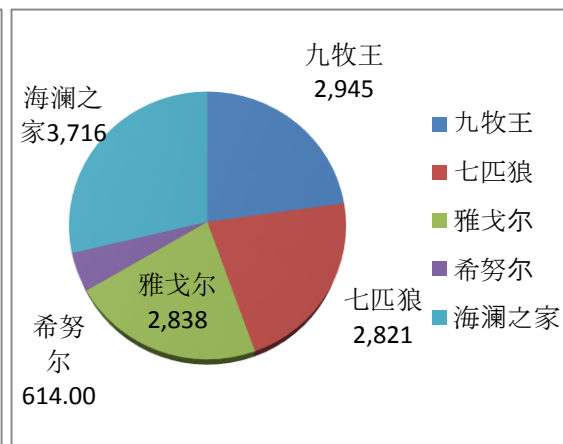
1、网购冲击

宏观经济下行，服装产销量降低，营业收入减慢这些都使得成绩风光无限的服装零售商显得有些落魄，然而电商对传统服装业的冲击更为严重。据国家统计局数据，今年 1-9 月份，全国社会消费品零售总额达 21.6 万亿元，同比增长 10.5%。其中，商品零售额为 19.3 万亿元，同比增长 10.4%。网上零售额约为 2.6 万亿元，同比增长 36.2%，约占社会消费品零售总额的 12%。把大多数的服装厂商推向了“关门潮”的境地。同为经营男装的七匹狼 2012 年末门店数量由 4000 家，下降到 2015 年上半年的 2600 家。

图表 33：2010 年选取厂商门店数



图表 34：2014 年男装厂商门店数

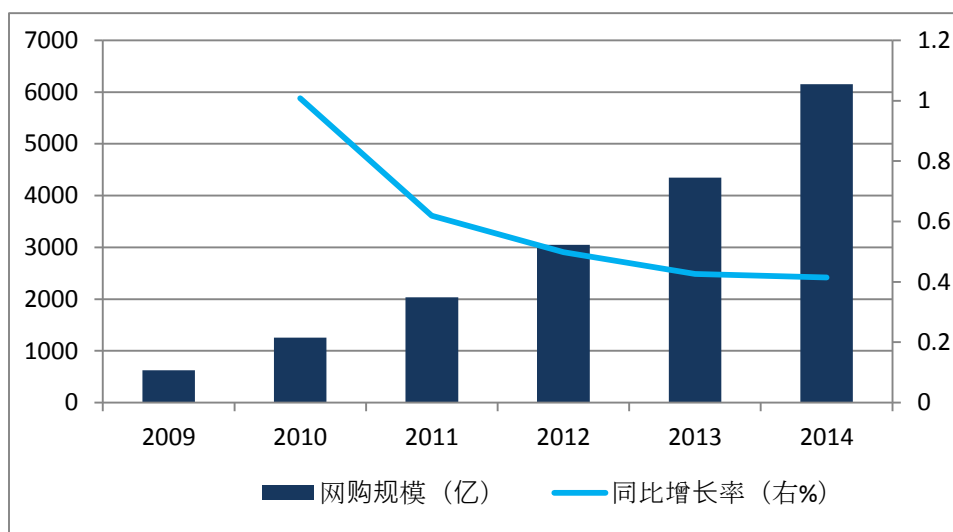


数据来源：公司年报 万德隆整理

2010 年末和 2014 年末选取的男装品牌门店对比

与线下实体店的关门潮相比，线上的服装销量却稳步上升据艾瑞网统计 2015 年仅上半年中国服装网购交易规模就达到了 4130.5 亿元。

图表 35：2009--2014 网购服装变化

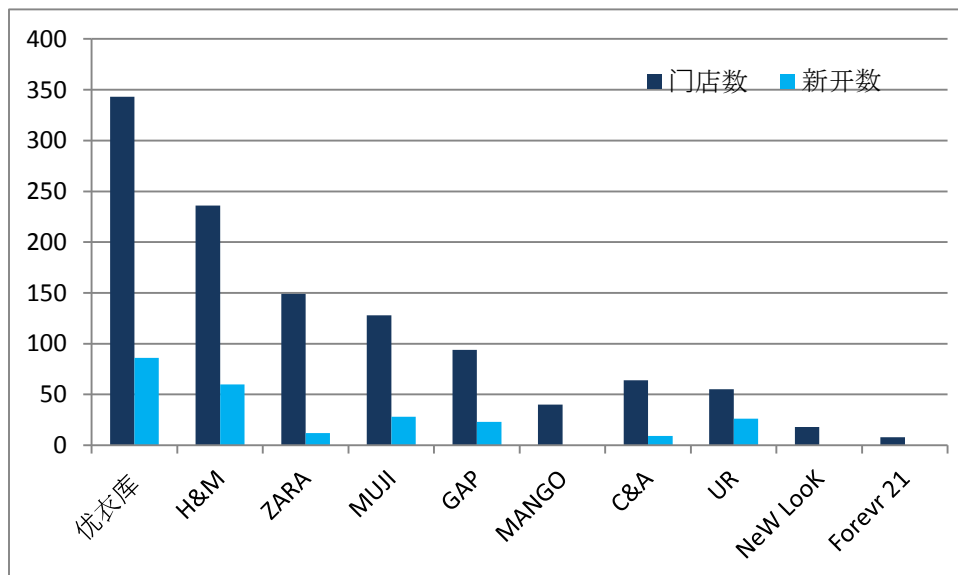


数据来源：互联网 万德隆整理

2、外来品牌的竞争

外来的和尚好念经：与国内部分厂商身陷关门潮不同，外商在国内的发展确实越来越红火，截止 2014 年底外国的快时尚品牌在我国门店总数以达到了 1135 家³。

图表 36：2014 主要外国服装在我国门店数



数据来源：《店长》2015 年 3 月 万德隆整理

国外服装厂商越来越重视中国市场并积极开店，对于海澜之家、七匹狼、九牧王等国内龙头男

³ 《店长》2015 年 3 月

装厂商来说，使本来竞争就很激烈的男装市场竞争更加激烈。

六、好公司模型

市场定位：海澜之家主要定位于 25—40 岁、年收入 2—10 万的男性。海澜之家强调一站式购物，所陈列的商品涵盖了裤子、西服、T 恤、衬衫、羽绒服、夹克衫、针织衫等男士常用衣着服装。

市场增长：海澜之家在近年来服装行业整体表现不佳的情况下 2011-2014 年营业收入增速分别为 49%、18%、30%、73%。远超 7%，市场表现十分抢眼。

市场占有率：海澜之家在男装行业零售份额占比大约 2%属于行业龙头。2014 年门店面积增长 15.97%，在整体行业下行的情况下，抢占了更多市场份额。

周期性：服装行业历史悠久，发展较为成熟行业波动较小。但近年来由于购物方式的改变，线上交易高速增长使得传统的，线下实体店出现颓势。各行业巨头也开始线上加线下的发展模式。2014 年海澜之家电子商务实现营业收入较上年同期增长 302%，在时代的变革中牢牢紧跟潮流。

ROCE

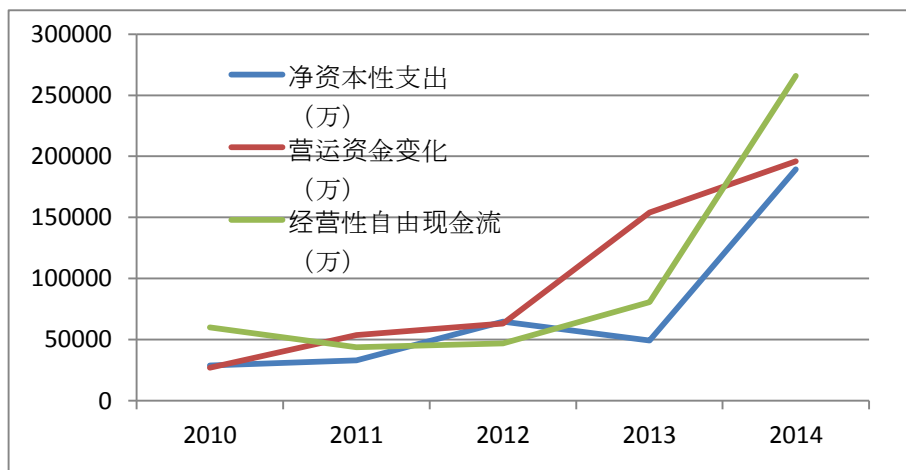
| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| EBIT | 37112.05 | 56786.94 | 92813.93 | 96095.89 | 176495.11 | 313983.47 |
| 总资产 | 259820.00 | 381125.89 | 679776.49 | 1309319.27 | 1122575.64 | 1853043.20 |
| 商誉 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债 | 128816.87 | 194193.72 | 406019.84 | 598801.57 | 517451.91 | 862621.75 |
| 流动借款 | 3000.00 | 3000.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金 | 74494.94 | 119300.54 | 165003.41 | 280970.30 | 388109.04 | 708612.63 |
| 投资 | -33380.27 | -84213.05 | -35785.06 | -85722.53 | -52594.15 | 51332.58 |
| ROCE | 39.95% | 36.67% | 64.21% | 18.65% | 65.46% | 136.23% |

经营自由现金流

经营性自由现金流是在净利润的基础上考虑企业实际可以动用的现金流量，经营性自由现金流与经营性现金流和总现金流相比更好的反映了有多少现金可以用来发展企业的核心业务。

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 净利润(万) | 30077 | 44387 | 69130 | 83731 | 135058 | 237897 |
| 流动资产(万) | 209337 | 301702 | 567358 | 733362 | 896015 | 1437133 |
| 流动负债(万) | 128817 | 194194 | 406020 | 508755 | 517452 | 862622 |
| 营运资金变化(万) | | 26989 | 53829 | 63269 | 153957 | 195948 |
| 净资本性支出(万) | | 28940 | 32995 | 64824 | 49318 | 189350 |
| 资产减值(万) | -4 | 873 | 754 | -70 | 1661 | 5042 |
| 递延所得税变化(万) | | | -35526 | -33595 | | |
| 折旧摊销(万) | 22800 | 41615 | 63246 | 60024 | 98012 | 218854 |
| 经营性自由现金流(万) | 52874 | 59887 | 43775 | 46822 | 80774 | 265846 |

图表 37：海澜之家经营性自由现金流



海澜之家的净资本支出、营运资金变化、经营性自由现金流较为稳定 2012 年受业绩影响

有所波动，2014 反向购买的企业合并，使得企业各项指标大幅增长。

七、利润表预测

| 利润表（万元） | 2014A | 2015E | 2016E | 2017E |
|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1233844 | 1301147 | 1553615 | 1819899 |
| 营业成本 | 921334 | 971590 | 1160112 | 1358952 |
| 营业税金及附加 | 6143 | 6478 | 7735 | 9060 |
| 销售费用 | 99107 | 104513 | 124792 | 146181 |
| 管理费用 | 78054 | 82312 | 98283 | 115128 |
| 财务费用 | (8723) | (9198) | (10983) | (12866) |
| 资产减值损失 | 5042 | 5317 | 6349 | 7437 |
| 营业利润 | 312643 | 329697 | 393670 | 461144 |
| 利润总额 | 322706 | 340309 | 406341 | 475986 |
| 所得税 | 84809 | 85077 | 101585 | 118997 |
| 净利润 | 237897 | 255232 | 304756 | 356990 |

| | 市盈率(倍) | 每股收益 (元) | 主营利润率 | 每股净资产(元) | 总市值(亿) |
|------|--------|-------------|--------|----------|--------|
| 海澜之家 | 19.86 | 0.51 | 26.42% | 1.7 | 471.7 |
| 七匹狼 | 25.42 | 0.24 | 11.86% | 6.51 | 73.38 |
| 九牧王 | 25.8 | 0.48 | 21.40% | 7.22 | 90.45 |
| 希努尔 | 亏损 | 亏损 | -0.57% | 6.08 | 48.45 |
| 报喜鸟 | 48.96 | 0.14 | 12.77% | 2.44 | 65.63 |

上表数据日期 2015/01/22 数据来源同花顺

海澜之家的每股收益在同行中较高，市盈率（动态）的倍数也较低，从这两方面投资价值大于大部分同行业，根据城镇化和人均可支配收入我们预测的海澜之家未来三年的营业收入分别为 1,301,147、1,553,615、1,819,899 万元。

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该研究报告发送、发布的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为出售任何证券或金融工具的要约，或者证券或金融工具交易的要约邀请。万德隆并不因收件人收到本报告而视其为万德隆的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具的分析，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但万德隆不保证其准确性或完整性。万德隆并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适用所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了万德隆在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与万德隆其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。万德隆并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。万德隆通过信息隔离墙控制万德隆内部一个或多个领域的信息向万德隆其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和万德隆高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于万德隆投资银行业务收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行业务整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若万德隆以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成万德隆向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，万德隆以及万德隆的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

公司信息

深圳万德隆投资管理有限公司（成都分公司）研究部

地址：中国成都市滨江东路 9 号香格里拉中心办公楼 18 楼

公司网站：www.wandelongfund.com

联系电话：+86 28 6606 5184

邮箱：service@wandelongfund.com