天风证券 TF SECURITIES

海澜之家（600398）

证券研究报告
2017 年 01 月 24 日

“新模式+新政策”打造平价男装龙头企业

➢ **传统服装零售低迷，创新模式助公司逆势成长**

零售业自 2013 年起增速下滑，传统服装零售发展已至瓶颈。相比之下男装零售呈稳健增长趋势，年复合增速为 15%高于整体服装业表现。在此环境下，**运营模式独特且难以复制的男装龙头海澜之家具有先发优势**。公司营收、净利润、ROE 均呈增长趋势且表现高于同行业竞争者。

➢ **“合作型供应链+类直营化管理”打造平价品牌**

供应商、公司及加盟商结为利益共担体，公司主要负责上游“设计研发+品牌管理方面的引导、把控及筛选”以及下游“统一管理+渠道建设”：（1）上游合作型供应链：通过合作开发以及赊销，供应商深入参与到价值链分配中，设计生产、售罄率和盈利能力直接相关。赊销具有较高壁垒，一般企业难以模仿；（2）下游类直营管理：加盟商作为投资者拥有门店所有权，而公司拥有统一管理权，千店一面的管理模式有助于维护品牌形象。**公司发布的新扣点政策随着新店培育期结束以及老店续签将带动业绩进一步增长。通过静态测算，我们预计新政策在 2016-2018 年将为公司分别带来 6.69%、10.53%以及 9.69%的额外收入增速。**

➢ **持续受益于“高渗透+创意营销”策略**

（1）公司正在向线上线下全渠道布局：现拥有线下门店 4962 家，并以 10%以上增速向全国渗透；线上电商仍处于高速拓展期，而电商较高的毛利率（60%，线下 40%）在其销售额达到一定规模后能够提振公司整体盈利水平；（2）海澜之家广告亦是一大亮点：近年为迎合消费新趋势公司营销呈现年轻化、潮流化趋势，并与个性设计师合作推出限量款吸粉以及进军一线城市核心商圈提升品牌知名度，这些举措体现了公司抓取客户群的营销能力以及增长潜力。

➢ **首次给予“买入”评级，3-6 个月目标价 12.75 元**

预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.74、0.85 和 0.98 元；对应 PE 14、13 和 11 倍。一方面随着公司新店渡过培育期，扣点新政将带来更多利润空间；另一方面公司诉求增强，考虑到员工持股、核心高管合计增持 3000 万股以及大股东将于明年解禁等因素，我们给予 17 年 15 倍 PE，3-6 个月目标价 12.75 元。

➢ **风险提示**

终端零售持续疲软；新扣点政策实施不达预期。

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,338.44	15,830.11	17,460.61	19,887.64	22,870.78
增长率(%)		26.80	10.30	13.90	15.00
EBITDA(百万元)	3,256.73	4,086.23	4,567.70	5,170.79	5,992.14
净利润(百万元)	2,374.77	2,953.13	3,311.12	3,797.40	4,381.83
增长率(%)		24.35	12.12	14.69	15.39
EPS(元/股)	0.53	0.66	0.74	0.85	0.98
市盈率(P/E)	19	21	14	13	11
市净率(P/B)	5.74	8.06	5.40	4.80	4.18
市销率(P/S)	3.31	4.25	2.84	2.51	2.18
EV/EBITDA	14.71	11.72	10.49	9.26	7.99

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	10.55 元
目标价格	12.75 元
上次目标价	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,492.76
流通 A 股股本(百万股)	1,531.22
A 股总市值(百万元)	47,398.60
流通 A 股市值(百万元)	16,154.37
每股净资产(元)	2.08
资产负债率(%)	58.43
一年内最高/最低(元)	12.60/9.30

作者

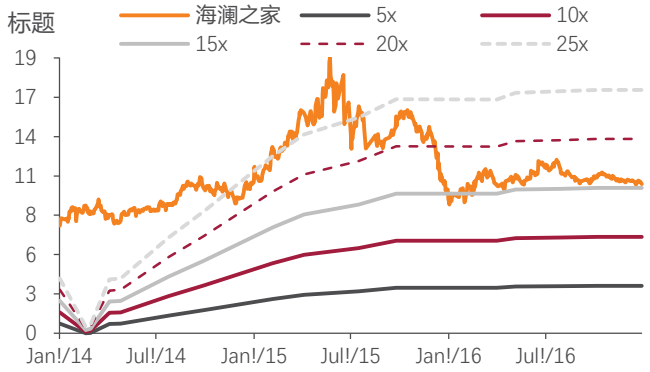
吴骁宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

海澜之家历史 PE Band



资料来源：贝格数据，天风证券研究所

海澜之家历史 PB Band

资料来源：贝格数据，天风证券研究所

内容目录

1. 传统服装零售面临挑战，行业新趋势孕育新机会 4
1.1 零售增速放缓，男装市场仍存空间 4
1.2 传统零售发展遇瓶颈，消费升级迎来新机遇 5
2. 海澜之家：创新运营模式中逆势成长 6
2.1 持续增长的大众男装龙头 6
2.2 独特经营模式助公司业绩一路向好 8
2.2.1. 上游：合作型供应链打造平价品牌 9
2.2.2. 下游：加盟商“类直营模式”实现统一管理 11
2.2.3. 新加盟扣点政策将带动业绩进一步增长 13
2.2.4. 智能物流打造快消品牌 14
3. 公司持续受益于“高渗透+创意营销” 16
3.1 全渠道布局助公司快速崛起 16
3.2 个性化营销提升品牌知名度 17
3.2.1. 代言呈现年轻化、潮流化 17
3.2.2. 推广方式首选核心商业区 19
4. 盈利预测 20
5. 风险提示 22

图表目录

图 1：限额以上零售及百家大型零售增速均放缓 4
图 2：限额以上服装零售企业增速放缓 4
图 3：男装零售额市场规模及增速 5
图 4：中国男性人均服装支出 5
图 5：海澜之家旗下品牌 6

图 6：我国大众成人休闲服装市场规模及增速 7
图 7：公司营收、净利润及其增速 7
图 8：主要竞争对手营收走势对比（百万元） 8
图 9：主要竞争对手 ROE 对比 8
图 10：主要竞争对手净利润率对比 8
图 11：海澜之家模式 VS 传统模式 9
图 12：各品牌加价倍率对比 9
图 13：各品牌单价对比 9
图 14：合作型供应链模式 10
图 15：合作开发流程 10
图 16：海澜之家更像是上下游的媒介 12
图 17：智能化物流系统 15
图 18：公司物流运行流程 15
图 19：公司收入主要来自于华东地区 16
图 20：立足华东，辐射全国 16
图 21：各男装公司开店情况 16
图 22：公司开店增速高于同行业 16
图 23：加盟店占总收入 98% 17
图 24：线下占总收入 95% 17
图 25：公司电商规模（百万元）及增速 17
图 26：2015 年中国各年龄段人口占比 18
图 27：代言人呈现年轻化 18
图 28：与设计师合作，深受消费者喜爱 19
图 29：北京王府井旗舰店&上海地铁站彩虹墙 20

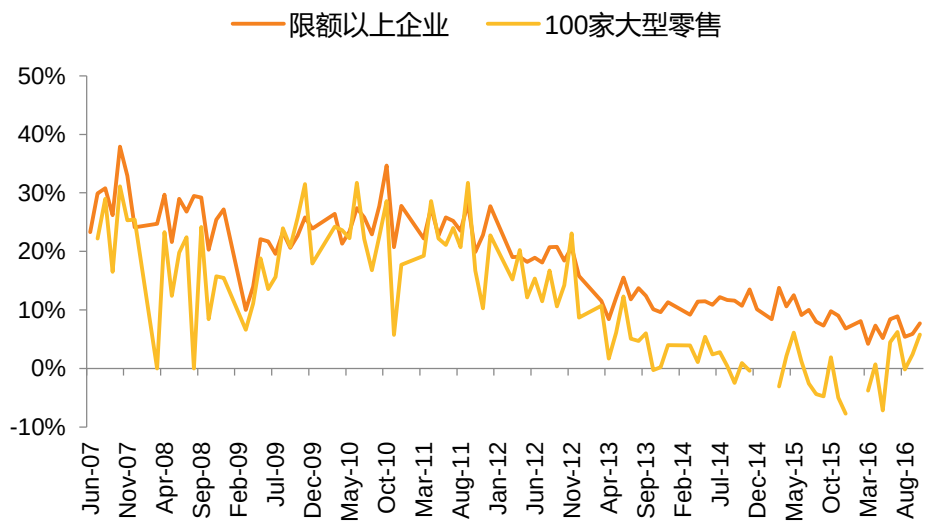
表 1：2016 上半年国内部分服饰企业关店情况 5
表 2：赊销供应商获更高毛利率 11
表 3：供应商盈利能力与售罄率直接相关 11
表 4：加盟店及直营店占比 12
表 5：直营 VS 加盟 VS 类直营 12
表 6：海澜之家与加盟商各司其职 13
表 7：新老扣点政策对比 13
表 8：新政策带来的额外收益预测方法 14
表 9：2016-2018 年新政带来的利润空间预测 14
表 10：海澜之家整体盈利预测明细表（万元） 20
表 11：可比公司平均市场估值 21
表 12：分品牌-海澜之家盈利预测明细表（万元） 21
表 13：分品牌-爱居兔盈利预测明细表（万元） 21
表 14：分品牌-海一家盈利预测明细表（万元） 22
表 15：分品牌-圣凯诺盈利预测明细表（万元） 22

1. 传统服装零售面临挑战，行业新趋势孕育新机会

1.1 零售增速放缓，男装市场仍存空间

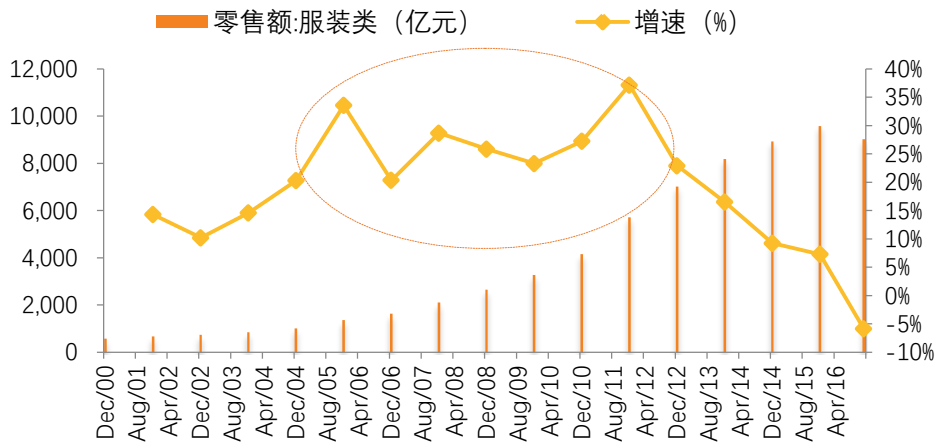
2004 年至 2012 年，随着居民收入以及消费能力不断提高，我国服装零售业经历数十年高速发展，8 年间限额以上服装企业零售额增速保持在 20%以上。服装零售规模由 2000 年的 588 亿元快速增长到 7,022 亿元，复合增速达 23%以上。经历十年快速发展后，我国传统零售业面临海外竞争者强势入市抢占市场、终端门店管理不善、消费趋势把握不利等问题逐渐显现放大，服装零售自 2013 年开始增速下滑明显，今年截至 11 月服装零售首次出现下跌（-6%），近 4 年复合增速下滑至 6%，传统服装零售业发展已至瓶颈。

图 1：限额以上零售及百家大型零售增速均放缓



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：限额以上服装零售企业增速放缓

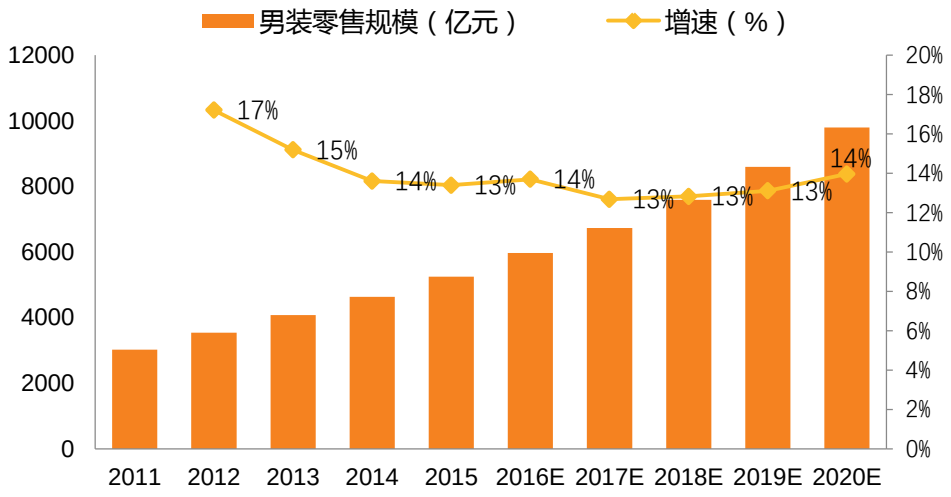


资料来源：Wind，天风证券研究所

在零售业整体增速放缓的大环境下男装零售额以较平稳增速增长，2011-2015 年复合增速为 15%，预测 2016-2020 年的复合增速稍有下滑为 13.3%，但仍高于整体服装零售增速。我国男性人均服装支出由 2011 年的 521.5 元增长至 2015 年的 882 元，根据预测，2017-2020 年未来 4 年人均支出依旧能以 13%稳定增长。

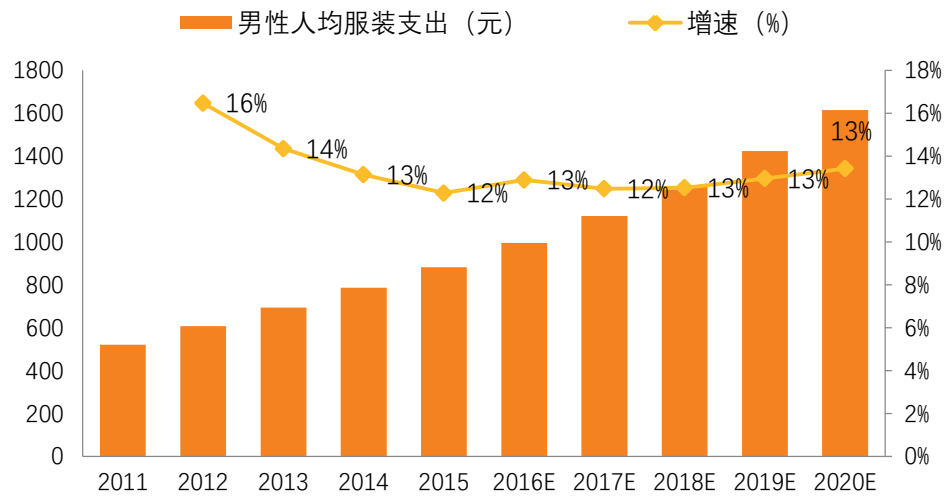
男装增势稳健且高于整体服装行业表现，说明男装仍有成长空间，在男装行业集中度较低、海外品牌不断挤压国内市场的情况下，国内龙头企业通过提升自身竞争力（渠道优化、上下游整合等）依旧能够保持先发优势。

图 3：男装零售额市场规模及增速



资料来源：联商资讯，天风证券研究所

图 4：中国男性人均服装支出



资料来源：联商资讯，天风证券研究所

1.2 传统零售发展遇瓶颈，消费升级迎来新机遇

由于受电商侵蚀以及线下门店体验差、上下游掌控不利、无法抓住消费新趋势等因素，实体服装店近年饱受销售额增长乏力、利润下滑等危机，2015 年开始国内服装企业出现大规模“关店潮”。

表 1：2016 上半年国内部分服饰企业关店情况

企业	关店数量
朗姿股份	29
卡宾	47
达芙妮	450
哈森	156
维格娜丝	66
都市丽人	604

资料来源：Ebrun，天风证券研究所

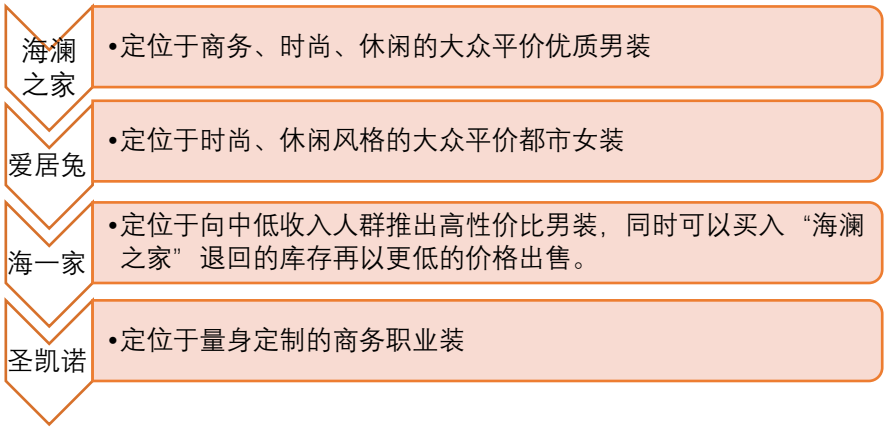
服装企业想要提振业绩首先需要掌握行业当下面临的难题以及新趋势：
1：目前服装市场主要争夺的是 80/90 后消费群体，这些群体购物习惯更加理性，在追求质感、设计个性的同时也更加看重性价比。
2：随着 H&M、优衣库等海外快消品牌杀入国内市场，这些品牌以设计感更年轻潮流化、价格更亲民，更符合当下主流消费群体需求等优势，成功抢占国内服装市场份额，对国内企业造成挤压作用。许多企业为应对电商以及海外品牌威胁盲目打价格战，但较高的生产运营成本难以维持公司盈利能力，因此如何整合产业链提高竞争力是服装企业要考虑的一个难题。
在此现状下，我们首先需要关注针对市场变化做出快速反应以及运营模式优异的企业。海澜之家凭借其独特且难以复制的运营管理模式在整体服装零售业低迷的情况下逆势增长，近几年快速布局线下实体店实现销售规模快速增长。

2. 海澜之家：创新运营模式中逆势成长

2.1 持续增长的大众男装龙头

海澜之家是我国知名男装品牌，旗下品牌包括“海澜之家”、“爱居兔”，“海一家”（由百衣百顺更名）、“圣凯诺”。“海澜之家”为公司主打品牌，向男性消费者提供大众平价的全系列服饰，包括 T 恤、针织衫、夹克、羽绒服、西服、裤子以及其他服饰类产品。公司服装品类全面，能够满足消费者不同服装需求。

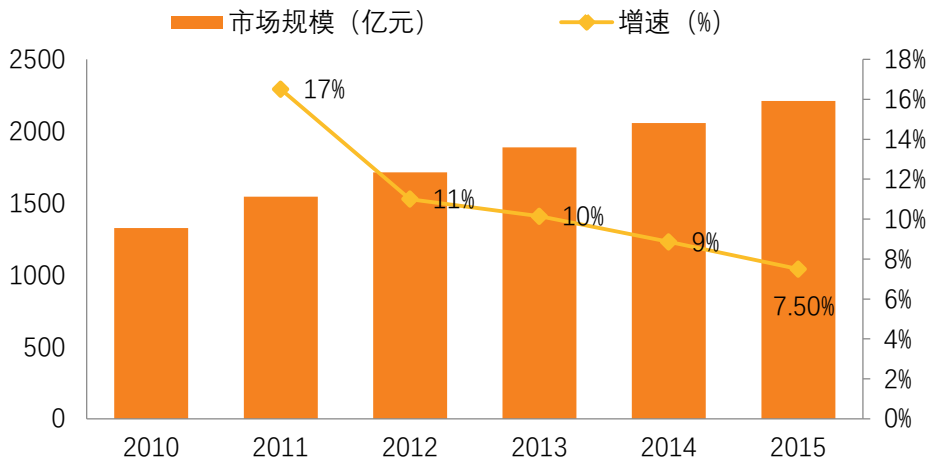
图 5：海澜之家旗下品牌



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司定位大众市场，主打休闲服饰，以高性价比满足我国最广泛的大众消费群体。大众休闲服在日常生活中使用最为广泛，由于消费群体庞大、且能够以合理的价格满足消费者个性时尚的穿衣需求而成为服装市场重要组成部分，因此在我国服装市场占据较大份额。我国大众成人休闲服装市场规模由 2010 年的 1326 亿元增长至 2015 年的 2211 亿元，复合增速为 11%，大众休闲服装市场规模占我国整体服装市场的 20.5%，而公司作为大众男装龙头具有先发优势。
公司定价合理，加价倍率仅为 2.5 倍，远低于国内其他同行竞争者（平均加价倍率在 4.5 倍），价格优势能够帮助公司在大众市场加速增长。另外，公司与知名海外大众品牌 H&M 加价倍率相同，且低于优衣库、Zara 等品牌，这有助于帮助公司降低海外进入者抢市风险。

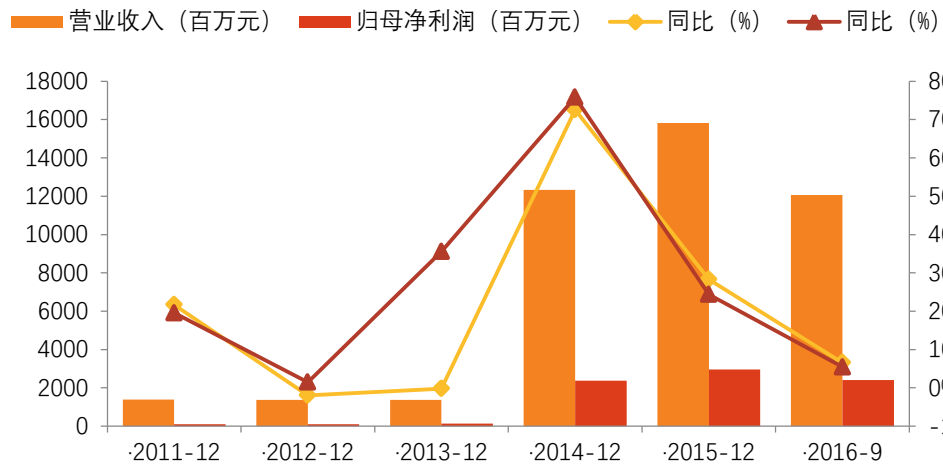
图 6：我国大众成人休闲服装市场规模及增速



资料来源：Euromonitor，天风证券研究所

公司业绩表现优异：公司 2015 年实现营收 158.3 亿元，同比增长 28.3%；归母净利润 29.53 亿元，同比增长 24.35%，增速均维持在较高水平。2016 年前三季度实现营收 120.67 亿元，同比增长 6.56%；归母净利润 24.14 亿元，同比增长 5.45%。今年前三季度营收净利增速皆下滑，主要原因系公司推行的新加盟扣点政策降低了公司的短期收益，但随着新店结束培育期（一般为 9-12 个月），这批门店将大幅提振公司利润水平。

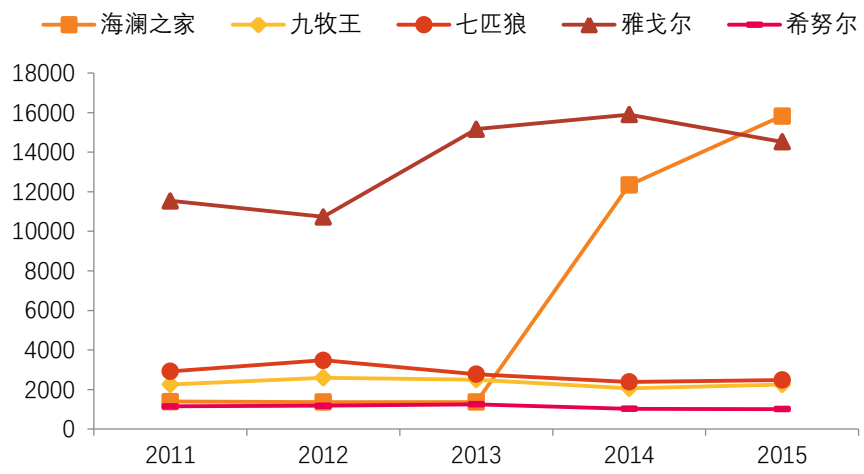
图 7：公司营收、净利润及其增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

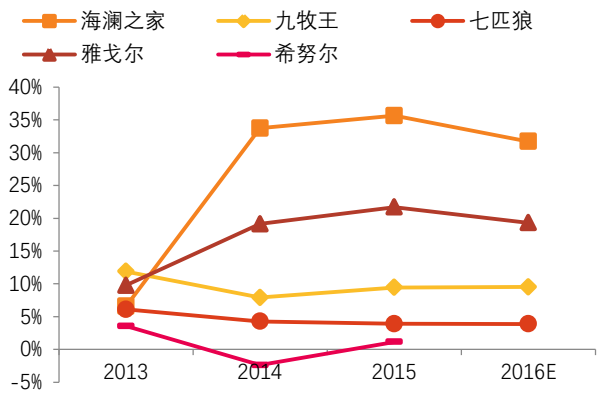
公司整体盈利能力行业领先：除了不断上行的营收和归母净利润外，公司 ROE 高达 30%以上远高于同行业主要竞争者，且近几年公司净利润率也呈逐年增长趋势。公司一路向好的业绩表现主要得益于其独特的运营模式以及难以复刻的上下游管理能力。

图 8：主要竞争对手营收走势对比（百万元）



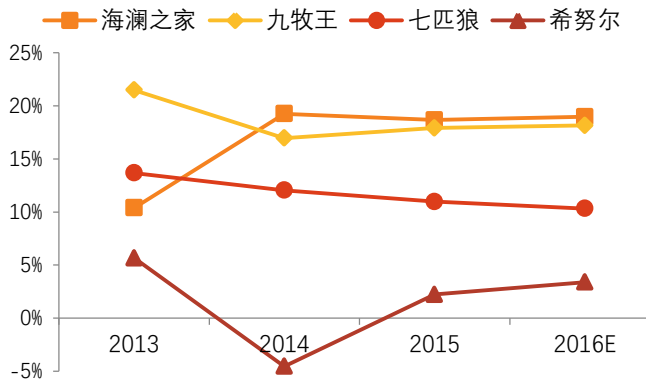
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：主要竞争对手 ROE 对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：主要竞争对手净利润率对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2 独特经营模式助公司业绩一路向好

公司业绩快速增长的动力是其独特且难以复制的运营能力和上下游管理模式。在整个产业链中，公司主要负责上游供应端的“设计研发+品牌管理方面的引导、把控及筛选”以及下游销售端的“统一运营管理+营销渠道建设”，而把设计、生产、运输等非核心环节外包以减少不必要的生产成本。

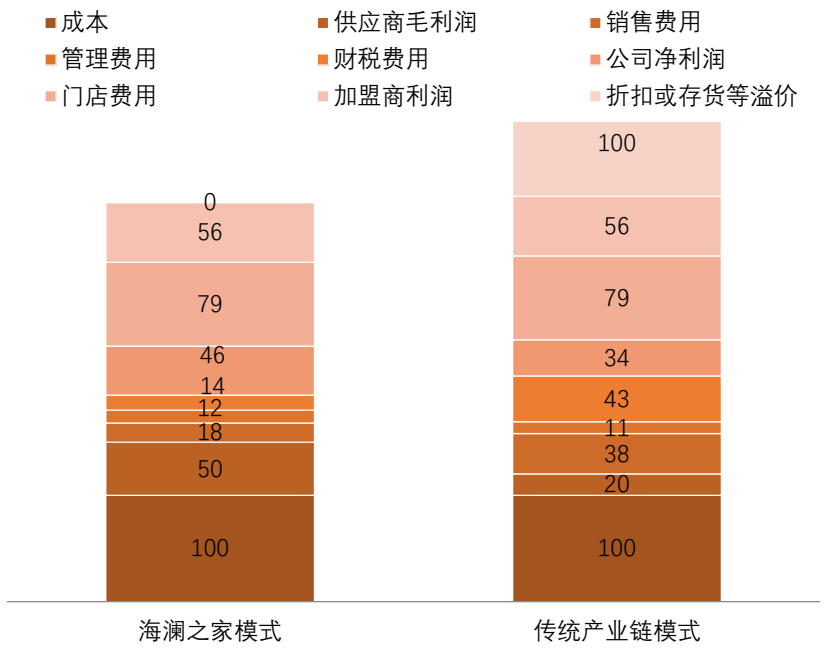
公司将经营核心放在品牌塑造和上下游整合管理上，通过剔除大部分非核心业务有助于公司降低中间成本以提供消费者性价比更高的产品：

1）上游采用合作型供应链，降低生产成本以及转嫁存货风险（免去公司及加盟店的库存风险溢价）的同时与供应商利益捆绑有效刺激供应商设计生产能力，提振双方整体收益水平；

2）下游采用类直营的零售模式，实现千店一面化管理，有助于维护品牌形象以及去除多层销售渠道产生的不必要的销售成本。

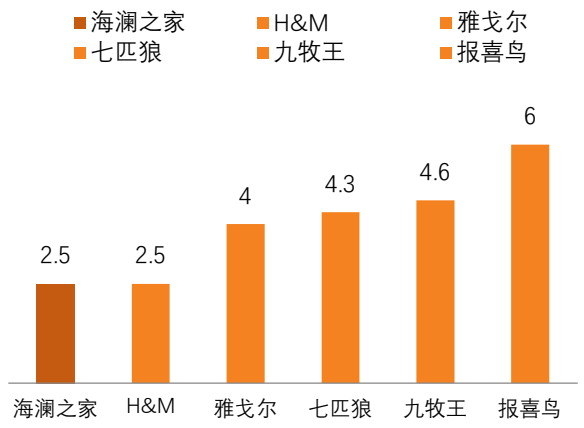
如下图所示，公司加价倍率及产品单价均低于同行业主要竞争者，公司独特的上下游管理模式能够让公司以比同行业更低的零售价格赚取较高的净利润。

图 11：海澜之家模式 VS 传统模式



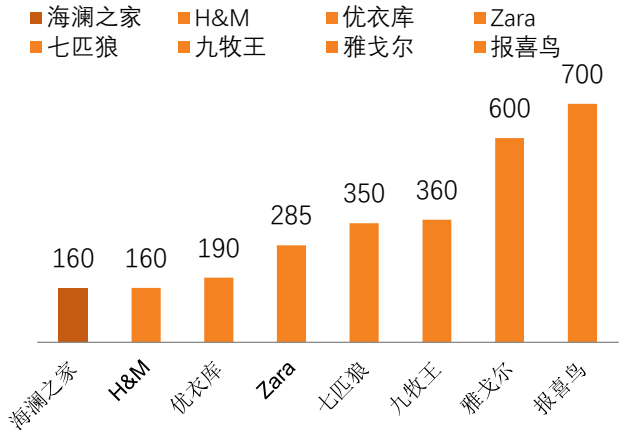
资料来源：公司资料，天风证券研究所

图 12：各品牌加价倍率对比



资料来源：公司资料，天风证券研究所

图 13：各品牌单价对比

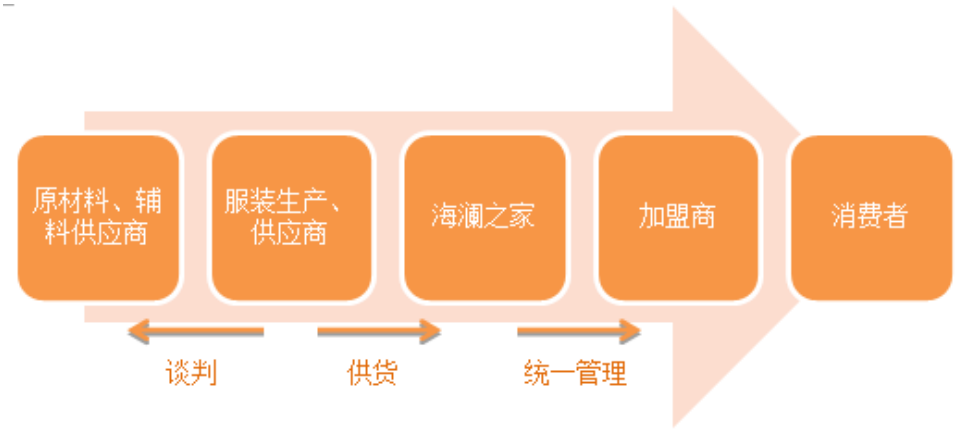


资料来源：公司资料，天风证券研究所

2.2.1. 上游：合作型供应链打造平价品牌

公司采用了合作型供应链管理模式将生产供应商、海澜之家和终端加盟商结为利益共担体。在生产端公司联合主要生产供应商与原辅料供应商谈判以获得高质量低价格的男装产品。这种合作式供应链主要特点是公司与供应商间的合作开发及赊销模式。在这种模式下供应商参与服装的设计与生产，但同时需要承担全部库存风险，因此作为回报加盟商可以获得更高的毛利率。

图 14：合作型供应链模式

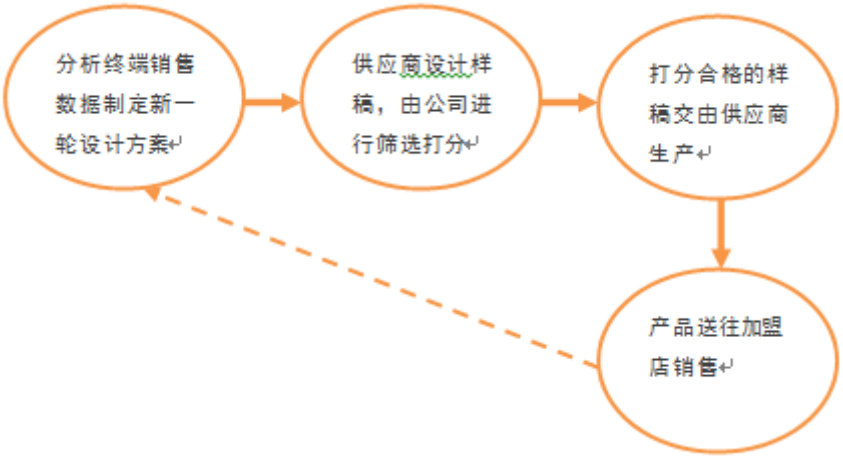


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1）合作开发

公司通过分析终端门店零售数据抓取最新的消费趋势并且制定新一轮的产品款式，供应商则根据公司提供的提案自行设计开发并交由公司筛选打分，打分合格的样稿再进行加工生产并最终送往终端门店销售。**这种轮动式的合作方式使公司每年可推出 30 批次的新款休闲男装，因此在消费趋势日新月异的市场环境下能够快速作出反应。**

图 15：合作开发流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2）赊销为主，买断为辅

公司在上游供应端采用“买断自营+赊销”双结合的管理模式：

- **对于普通款服装，公司使用赊销模式：**在产品进入销售渠道后公司仅需支付 30%的应付货款（有助于减缓下游资金压力），在完成销售后公司按月结算补交剩下的应付款。另外，滞销产品可以原价退回给供应商（一般为积压超 17-18 个月的库存尾货），赊销模式将库存风险完全转嫁给了供应商并减少了滞销服装对渠道有限资源的占用。
- **对于少数特殊服装，公司使用买断自营模式：**比如像羽绒服，由于生产成本较高，一旦出现滞销产品退货，供应商损失较大。公司为了避免供应商因为担心库存亏损过大而在设计生产上过于保守，选择买断自营以保障设计生产水平及供货量。

由于赊销模式将库存风险完全转嫁给了供应商，公司及加盟商无需承担滞销风险，因此作为风险补偿供应商获得全部库存风险溢价，赊销模式下供应商毛利率远高于买断模式（赊销 30-40%、买断 15%）。在退货渠道上，公司可以二次回购滞销产品，以四折的价格买入再

放到公司旗下的海一家以更低的价格出售。
因此在公司已形成规模优势（采购量大）以及与供应商多年合作关系（长期积累的信任关系）的有利条件下，加盟商更倾向于赊销。

表 2：赊销供应商获更高毛利率

模式	买断	赊销
生产成本	100	100
出厂价	115（毛利率 15%）	140（毛利率 40%）
零售价（加价倍率 2.5）	288	350
价差		62（出售价高出 21.5%）

资料来源：公司公告，天风证券研究所

在赊销模式下，公司与供应商结为利益共担体。供应商深入参与到价值链分配中，服装的设计生产、产品售罄率和盈利能力直接相关。通过估算我们发现在售罄率为 70%时供应商可以实现盈亏平衡（假设毛利率 40%，并以 4 折回 50%购滞销库存），在售罄率为 80%时可实现净利率 11%。

赊销模式具有较高的商业壁垒，供应商与公司需要有长期合作建立的信任关系以及较大的采购规模，因此同行业模仿难度高、供应商粘性大（退出成本高）。

表 3：供应商盈利能力与售罄率直接相关

售罄率	70%	80%
成本	100	100
出厂价	140	140
收入	98	112
存货处理收入（假设 4 折回购）	8.4	5.6
其他费用	6	6.5
净利润	0.4	11.1

资料来源：公司信息，天风证券研究所

*公式：净利润=（收入+存货处理收入）-（成本+其他费用）

收入=售罄率*出厂价

存货处理收入=（出厂价-收入）*0.4*50%

2.2.2. 下游：加盟商“类直营模式”实现统一管理

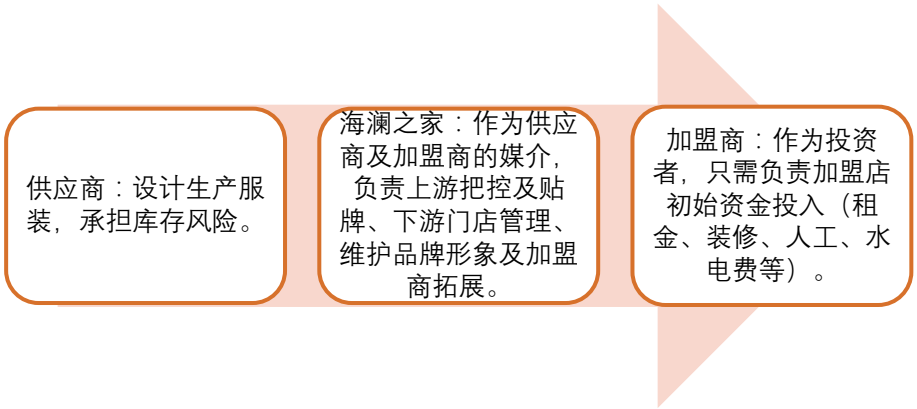
公司终端零售以加盟为主（占比 99.62%），但采用类直营的管理模式，渠道掌控力更强。**加盟商拥有门店所有权、公司拥有门店统一管理权**，包括员工培训、店铺选址、门店装修、产品陈设以及订换货等，实现千店一面统一管理，助于维护品牌形象。在整个经济链中加盟商扮演者投资者的角色（只负责资金投入）、海澜之家则是作为管理人负责贴牌、维护门店形象及门店各方面的统一管理。

表 4：加盟店及直营店占比

品牌	门店类型	门店数量
海澜之家	直营店	8
	加盟店&商场店	4065
爱居兔	直营店	5
	加盟店&商场店	540
海一家	直营店	6
	加盟店&商场店	338
合计	**—**	**4962**

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：海澜之家更像是上下游的媒介



资料来源：公司信息，天风证券研究所

表 5：直营 VS 加盟 VS 类直营

模式	优势	劣势
直营	终端渠道掌控力强，便于门店统一管理、维护品牌形象； 可以精准抓取终端零售数据，快速把握服装时尚潮流趋势并作出设计调整。	资金投入大，资金周转及库存压力是难题； 难以实现全渠道布局，对各地区的选址驻店没有加盟商了解清晰，易经常性出现盈利不佳的门店。
加盟	可以借助加盟商资金投入实现渠道快速扩张；公司资金、库存压力减少； 加盟商具有当地资源优势，选址更加。	公司利润被层层分削； 无法把控终端零售数据，面对市场需求转变容易反应不及； 监督管理困难。
加盟类直营化	渠道掌控力强，便于门店统一管理、维护品牌形象； 直面消费者，精准抓取终端销售数据； 可以借助加盟商资金实现渠道快速扩张；	销售利润被分削

资料来源：公司资料，天风证券研究所

表 6：海澜之家与加盟商各司其职

	海澜之家	加盟商
门店形象&装修	统一规划及标准：统一员工培训、服装、店面设计、收银防盗系统、包装袋等。	承担服装、包装袋、收银防盗装备等费用。
租金、装修、人工、水电费等一切相关的经营费用	×	√
门店工作人员	统一招聘、培训及管理，制定薪资标准。	负责招聘费&薪资。
存货管理	统一调配门店补货、换货。	承担相关物流费。
销售价格	制定价格。	在统一的制定价格基础上根据门店所在地物价水平做微调（±5%）。

资料来源：公司资料，天风证券研究所

2.2.3. 新加盟扣点政策将带动业绩进一步增长

公司通常会和加盟商签订期限为 5 年的《特许经营合同》来确定双方长期合作关系，在合同中会明确说明双方利润分成方式。在 2015 年公司调整的新扣点政策中，新加盟店在 ROE 未达到 15%前公司获得 55%分成，当新加盟店 ROE 到达 15%以上后公司上调扣点至 85%（即‘45/15/15’）。老店依旧按照合同实行老政策，但 5 年合约期满后续签老店执行‘35/15/15’。虽然新店在 ROE 低于 15%时公司让出了 10%收益，但当**新店渡过培育期公司即可获得额外的 30%收益，另外老店续签可以获得额外 20%收益。**

表 7：新老扣点政策对比

利润分成	海澜之家	加盟商
*老政策	65%	35%
*新政策 新店 ROE<15%	55%	45%
新店 ROE>15%	85%	15%
老店到期续签 ROE<15%	65%	35%
老店到期续签 ROE>15%	85%	15%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据以往经验，新店培育期一般为 9-12 个月，且 80%的新加盟店能够实现 ROE>15%的目标，因此长期来看新扣点政策可以带动公司整体盈利能力：

1) 由于 2011-2013 年是公司高速开店期（三年共新设 1722 家门店），而这些老店将陆续在 2016-2018 年续签实行新政；
2) 2015 年-2016Q3（新政起始于 2015 年）公司新设门店 1246 家也将陆续渡过培育期，因此这些门店带来的 20%+收益将提振公司 2016-2018 年整体收益水平。

我们针对新扣点政策做了一个 2016-2018 三年额外收益空间的预测，首先根据公司相关信息我们假设：

- ✓ 新店经历 1 年培育期，80%加盟商可以实现 ROE>15%的收益；
- ✓ 老店续签率为 70%，在这些续签加盟商中均实现 ROE>15%；
- ✓ 2016Q4 公司新店结束培育期并开始获得新政带来的额外收益。

收益预测主要从两方面计算：

（1） 老店续签：考虑到 70%续签率、老店续签公司可获额外 20 个扣点以及加权（除 2），我们计算出老店续签可以贡献公司全年 7%的额外收益；

（2） 新店结束培育期：考虑到 80%新店通过培育期可获额外 30 个扣点以及加权（除 2），我们计算出新店可以贡献 2017-2018 全年 12%的额外收益；由于新政在 2016 年仅反映于第四季度，因此忽略了加权，预测可贡献 2016 年 6%额外收益。

通过按新、老门店比例整合计算综合收益，我们预测在不考虑其他因素的条件下，单单新扣点政策就可以在 2016-2018 年为公司分别带来 6.69%、10.53%以及 9.69%的额外收益。

表 8：新政策带来的额外收益预测方法

	年份	测算方法简述	综合收益
老店	**2016**: 2011 年老店于 2016 年陆续续签	2011 新开 605 家店,2016 续签 424 家(70%续签率),通过加权（除 2）我们计算得出 2016 老店续签中有 212 家店贡献全年 20%额外收益。	老店续签贡献全年额外收益=35%*20%= **7%**
	2017: 2012 年老店于 2016 年陆续续签	2012 新开 471 店(471*0.7/2=165 店) 即 35%加盟店贡献额外 20%收益。	
	2018: 2013 年老店于 2016 年陆续续签	2013 新开 646 店(646*35%=165 店) 即 35%加盟店贡献额外 20%收益。	
新店	**2016**: 2015 年新开店于 2016 Q4（新政策始于 2015 Q4）起结束培育期	2015 新开 274 家店（Q4 新开 68 店） 假设 80%新店通过培育期可实现 ROE>15%，通过加权我们计算得出 2016 年有 55 家新店贡献公司全年 30%额外收益。	新店贡献全年额外收益=40%* 30% =12% 这里由于新店培育结束起始于 Q4，因此忽略加权是 **6%**
	2017: 2016 年新开店于 2017 结束培育期	2016 新开 1130（1130*0.8/2=452 店） 即 40%加盟店贡献额外 30%收益。	**12%**
	2018: 2017 年新开店于 2018 结束培育期	2017 新开 750 家（750*40%=300 店） 即 40%加盟店贡献额外 30%收益。	**12%**

资料来源：公司资料，天风证券研究所

表 9：2016-2018 年新政带来的利润空间预测

“新店+老店”带来的额外收益		
2016E	(605*7% + 274*6%)/(605+274) = 6.69%	**6.69%**
2017E	(471*7% + 1130*12%)/(471+11360)=10.53%	**10.53%**
2018E	(646*6% + 750*12%)/(646 + 750)=9.69%	**9.69%**

资料来源：公司资料，天风证券研究所

2.2.4. 智能物流打造快消品牌

由于公司业务快速增长，门店数量（截至 2016Q3 公司共拥有 4962 家门店）、营销网络以及货物处理量不断扩大无疑给物流运作带来巨大压力和挑战，因此物流是整个供应链的支撑，高效的物流系统能够确保上下游在配货运输方面井然有序，为公司提供了不可或缺的后台保障，是公司高度重视的部分。

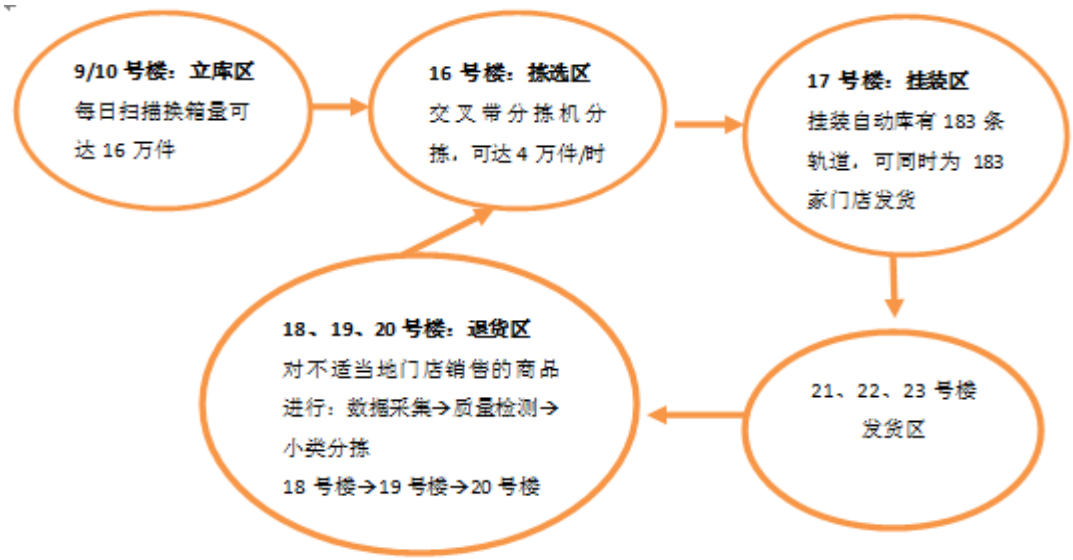
公司目前引进的海外智能仓储设备有效降低了 80%人工成本，2015 全年出入库总量达到 4 亿多件，日高峰值可以达到 150 万件，30 秒零差错出库提高了整体出入库效率。

图 17：智能化物流系统

资料来源：物流产品网，天风证券研究所

公司整个物流流程覆盖了 9、10 号楼两座立体仓库，16 号楼的拣选区域，17 号楼的挂装区域，21、22、23 号楼的发货区及 18、19、20 号楼的退货区。仓储系统涵盖了自动仓储，批次拣选，自动分拣，发货，退货处理等功能，由于每件衣服都有唯一条形码，公司能准确管理每件衣服的存储，配送和销售。另外，电商仓库采用了自动称重符合校验系统，可大幅降低发货错误，电商订单发货准确率高达 100%。高效的物流系统成为公司整个产业链的有力支撑。

图 18：公司物流运行流程



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司斥资建设智能化物流仓库和 IT 系统：为不断增强物流能力以支持业务高速发展，实现智能仓储系统高度信息化和自动化，2015 年 10 月公司利用企业已有土地 11.8 万平方米，约合 177 亩，计划建设 6 个智能化仓库，总建筑面积为 47.29 万平方米，购置各类设备 2318 台，满负荷运营后将具备 15000 万件/年的物流周转能力。预期该项目将于 2017 年 10 月前完成，公司预计智能物流可实现年收益 3.6 亿元。

FRID 智能门店应用计划：公司计划在终端门店安装感应器，红色区域表示该处衣服被频繁试穿。公司通过 FRID 数据可以查看服装试穿频率，分析更受欢迎的产品及款式以实现高效配送、商品陈列以及库存控制。

3. 公司持续受益于“高渗透+创意营销”

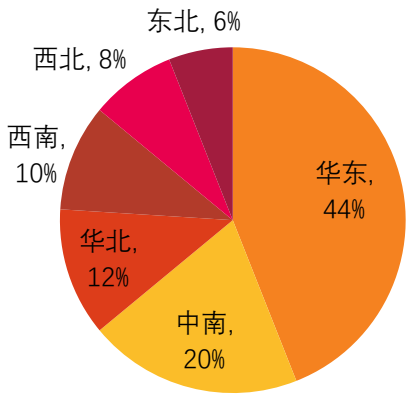
3.1 全渠道布局助公司快速崛起

公司立足华东，逐渐向全国渗透：截至 2016 年第三季度，公司共拥有门店 4962 家，公司定位大众市场，门店主要布局在三四线城市。

由于公司起家于江苏，因此在华东地区拥有较高的渗透率（收入占比 44%）。但公司近年将渠道向西南及东北方向延伸，其他地区的收入增速（30%以上）均明显高于华东，因此有望提升公司全国渗透率。

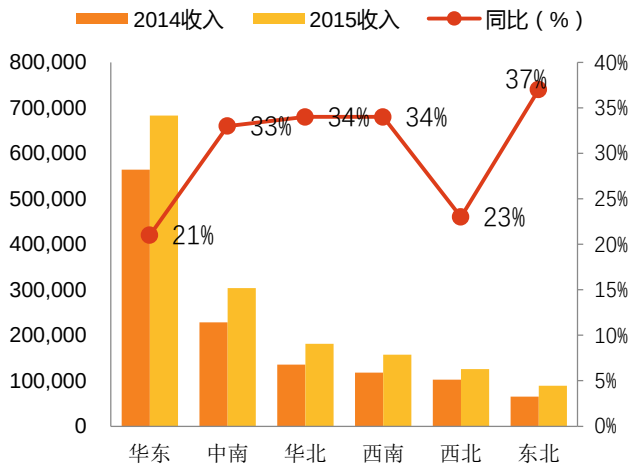
得益于公司特有的管理模式，公司在大部分服装企业关店的大环境下逆势增长，5 年间复合增速超 15%，领先于同业竞争对手。

图 19：公司收入主要来自于华东地区



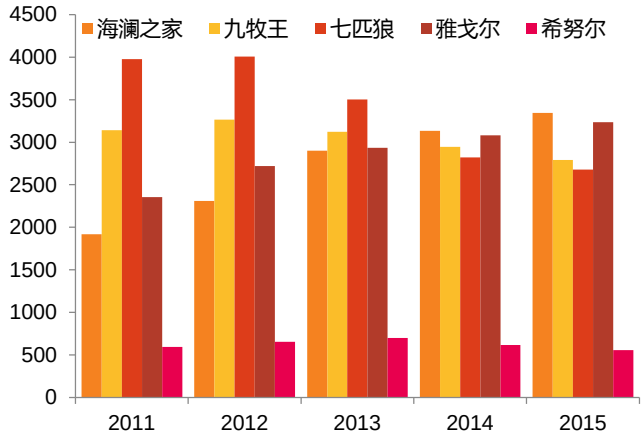
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 20：立足华东，辐射全国



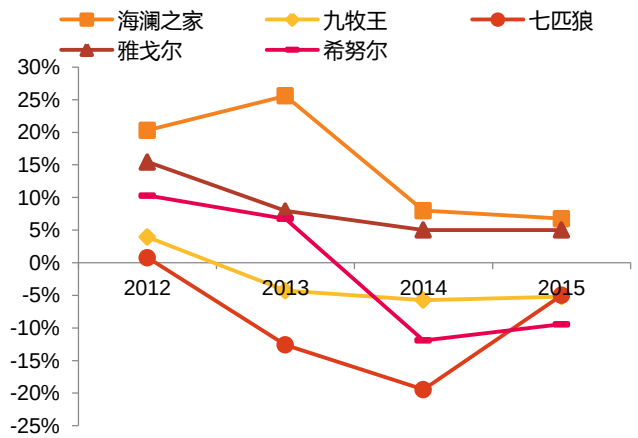
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 21：各男装公司开店情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

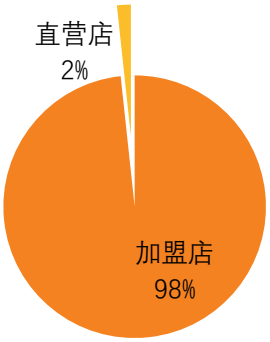
图 22：公司开店增速高于同行业



资料来源：公司公告，天风证券研究所

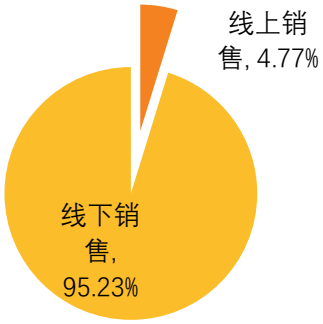
拓展电商业务，补充线上渠道：公司顺应消费趋势变化开始拓展电商渠道，海澜男装在天猫、唯品会等龙头电商平台均设有店铺，并且保证线上线下同款同价以确保线下门店不受侵蚀。目前公司主要以线下加盟店为主，直营店以及线上电商占比较小，2016 前三季度直营店销售额占比 1.7%、线上销售额占 4.77%但同比增长 53%。由于电商毛利润（60.2%）高于线下销售（39.9%），因此当公司电商业务拓展到一定规模后能提振公司收益能力。

图 23：加盟店占总收入 98%



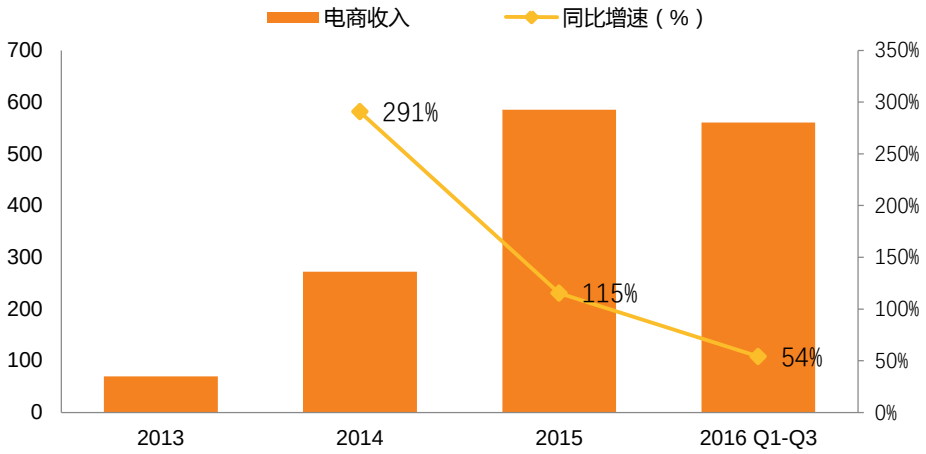
资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 24：线下占总收入 95%



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 25：公司电商规模（百万元）及增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3.2 个性化营销提升品牌知名度

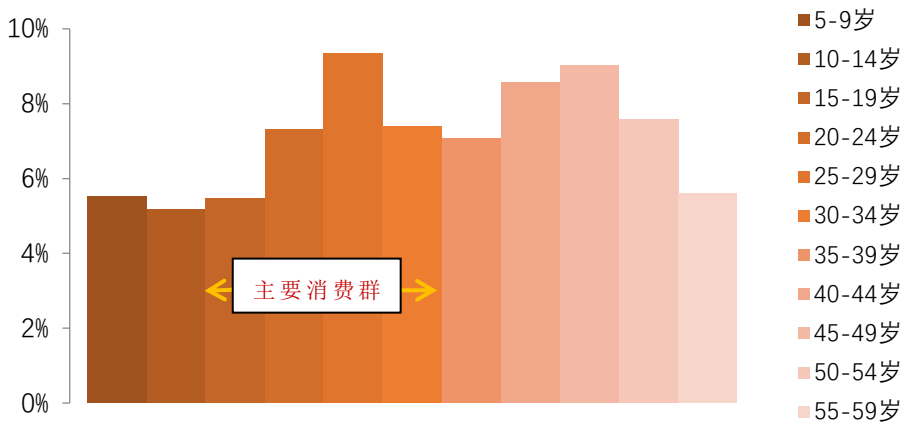
“男人的衣柜”、“一年逛两次海澜之家，每次都有新发现”，这些简单明了的广告词经过多年传播，早已成为家喻户晓的广告语，广为传颂，在消费群体中已形成一定品牌影响力。公司在维持广告整体基调的基础上根据市场消费趋势不断做出调整以契合消费者需求，近两年公司营销手段呈现出代言人年轻化、潮流化，以及推广方式以吸睛和高曝光率为主的战略特征。

3.2.1. 代言呈现年轻化、潮流化

公司先后邀请香港主持人吴大维、影视明星印小天、杜淳、当红小生林更新以及陈晓作为品牌代言人。前三者都是成熟知性的大男人形象，服装设计风格也较为老式，定位更像是 40-50 岁的大龄男士群体，这些人群的服装消费频次低于年轻群体，市场空间有限。 随着 80/90 后经济独立，他们已经成为当下市场消费主力军，15-39 岁人口占总人口比重为 37%，

因此只有抓住这部分消费者才能打开更多市场空间。

图 26：2015 年中国各年龄段人口占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

从今年 4 月开始，为了迎合 80/90 后更加年轻潮流化的消费需求，公司使用了年轻消费者更加喜爱的当红小生林更新以及古装男神陈晓作为品牌代言人，服装设计也呈现出年轻时髦的趋势，足以证明公司正在紧跟消费新趋势做出快速转变。

图 27：代言人呈现年轻化

资料来源：百度图片，天风证券研究所

公司更与个性设计师合作打造“Xander Zhou + HLA”限售款服装（采用了街头感加入经典元素的自由组合，为中国男性精简潮服），目的是在吸引消费者的同时作为营销手段宣示自己由熟男到潮男转型的决心。在限售当天店外就排起了长队，一段时间内成为年轻人在公众平台评论转发的热门话题，再一次成功把“海澜之家”打入消费者视线。

图 28：与设计师合作，深受消费者喜爱

资料来源：百度图片，天风证券研究所

3.2.2. 推广方式首选核心商业区

公司进军北京、上海等一线城市商业中心以提升品牌知名度。2015 年 2 月，公司在北京王府井开设最大旗舰店，店内包含“海澜之家”、“海一家”以及“爱居兔”三个品牌形成一站式体验店。同年公司 “Hi-T 彩虹墙”在日均 40 万人流量的上海陆家嘴地铁站惊艳亮相吸引了许多行人，消费者可以在 400 件多彩 T 恤陈列的彩虹墙前拍照留影甚至直接扫码下单。这些举措体现了公司抓取年轻人的创意营销思维能力，抢占一线城市的雄心，以及实施商品战略所激发的增长活力值得期待。

图 29：北京王府井旗舰店&上海地铁站彩虹墙

资料来源：百度图片，天风证券研究所

4. 盈利预测

独特且难以复制的上下游管理模式是公司制胜关键，公司与上游供应商以及下游加盟商通过合作开发、赊销以及类直营等个性化运营方式结为利益共担体。供应商深入参与到价值链分配中，其设计生产、售罄率和盈利能力直接相关，进而刺激上游服装质量及设计不断进步，提升三方盈利水平。下游则是通过类直营模式实现“千店一面”统一管理，有助于公司拿到最详实的销售数据以及终端反馈，在维护品牌形象的同时根据终端实时数据做出最及时的应变。

考虑到公司发布的新扣点政策随着新店结束培育期以及老店续签将会带动公司业绩进一步增长（获额外约 10%收益），公司未来几年业绩弹性较大。预计 2016-2018 年 EPS 0.74、0.85 和 0.98 元，对应 PE 14、13 和 11 倍。

表 10：海澜之家整体盈利预测明细表（万元）

项目/年度	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	CAGR_17-18
营业总收入	1,214,616	1,540,496	1,699,874	1,935,587	2,225,461	
YoY		26.8%	10.3%	13.9%	15.0%	14.4%
总体毛利率	40.8%	41.1%	41.0%	41.0%	40.8%	
销售费用率	8.0%	8.5%	8.6%	8.6%	8.5%	
管理费用率	6.3%	6.1%	6.2%	6.1%	6.0%	
财务费用率	-0.7%	-0.6%	-0.5%	-0.5%	-0.5%	
营业税金及附加比率	0.5%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	

资产减值损失	0.4%	0.9%	0.5%	0.4%	0.4%	
所得税率	26.2%	25.2%	24.5%	24.2%	24.2%	
核心净利润	**237,477**	**295,313**	**331,112**	**379,746**	**438,183**	
YoY		24.4%	12.1%	14.7%	15.4%	15.0%
核心 EPS	**0.53**	**0.66**	**0.74**	**0.85**	**0.98**	
PE			**14.49**	**12.64**	**10.95**	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

相对估值：综合国内男装行业上市公司（九牧王、七匹狼、雅戈尔）的平均市场估值，2017、2018 年平均市场 PE 分别为 17 和 15 倍。考虑到公司在同行业中发展势头较好，公司营业收入、净利润以及 ROE 表现均呈现上涨趋势且增速高于可比公司，并且公司新扣点政策带来 10%左右额外收入增量将带动公司整体盈利水平，我们给予公司 2017 年 15 倍 PE 估值，3-6 个月目标价 12.75 元，对应股价空间接近 20%。

表 11：可比公司平均市场估值

	2017 PE	2018 PE
海澜之家	12.6	11.0
九牧王	21.7	19.6
七匹狼	25.6	21.9
雅戈尔	8.2	8.0
平均	**17**	**15**

资料来源：Wind，天风证券研究所

海澜之家 2016 年受扣点新政影响，前三季度营收增速放缓（9%），但随着新店从 2016 Q4 开始逐渐结束培育期单店收入会增长，品牌三年复合增速为 16.5%。

表 12：分品牌-海澜之家盈利预测明细表（万元）

海澜之家	**2014A**	**2015A**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**CAGR_17-18**
收入	1,012,495	1,287,488	1,457,437	1,696,456	1,976,541	
YoY		27.2%	13.2%	16.4%	16.5%	16.5%
总店数	3,348	3,517	4,167	4,617	5,037	
单店收入	302	366	350	367	392	
YoY		21.0%	-4.5%	5.1%	6.8%	
毛利率	41.1%	41.4%	41.5%	41.7%	41.8%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

爱居兔现在处于高速增长阶段，2016 前三季度营收增速为 48%，2017 年品牌仍将大规模开店（900 家左右），预测营收增速维持在 47.5%。

表 13：分品牌-爱居兔盈利预测明细表（万元）

爱居兔	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	CAGR_17-18
收入	30,298	30,507	45,761	68,642	99,531	
YoY		0.7%	50.0%	50.0%	45.0%	47.5%
总店数	269	306	606	856	1056	
单店收入	113	100	76	80	94	
YoY		-11.5%	-24.3%	6.2%	17.5%	
毛利率	13.3%	11.2%	14%	16%	17%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

海一家 2016 年收入减少，2017 年公司计划放缓开店速度以及缩减门店面积（由 555 平米缩减到 300 平米），导致品牌未来几年收入将面临下滑，未来三年复合增速为-6%。同时由于门店租金费用提升，海一家毛利率相应减少。

表 14：分品牌-海一家盈利预测明细表（万元）

海一家	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	CAGR_17-18
收入	23,859	38,759	36,821	34,611	32,535	
YoY		62.5%	-5.0%	-6.0%	-6.0%	-6.0%
总店数	99	167	347	447	517	
单店收入	241	232	106	77	63	
YoY		-3.7%	-54.3%	-27.0%	-18.7%	
毛利率	17.2%	17.4%	18%	18%	19%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

圣凯诺受行业低迷、库存积压以及自身无突破性产品等影响，预测 2016 年收入由双位数增长下滑至-13%，三年复合增速为-14.5%。

表 15：分品牌-圣凯诺盈利预测明细表（万元）

圣凯诺	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	CAGR_17-18
收入	147,964	183,742	159,855	135,877	116,854	
YOY		24.2%	-13.0%	-15.0%	-14.0%	-14.5%
毛利率	48.6%	49.4%	49.8%	50.0%	50.2%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

5. 风险提示

1）终端零售持续疲软；

2）新扣点政策实施不达预期：由于零售市场低迷，新店培育期可能出现延长可能，或导致公司扣点水平低于预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	7,086.13	7,945.53	7,261.11	3,330.10	4,729.02
应收账款	548.44	650.13	834.02	1,022.16	1,277.63
预付账款	581.94	626.72	207.61	922.55	471.34
存货	6,086.28	9,579.73	10,686.12	12,396.68	14,562.47
其他	68.54	53.05	160.43	81.05	111.85
流动资产合计	**14,371.33**	**18,855.16**	**19,149.29**	**17,752.54**	**21,152.31**
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,453.64	2,425.32	2,578.23	2,636.80	2,625.77
在建工程	324.50	665.25	435.15	309.09	215.45
无形资产	349.04	366.64	349.74	332.84	315.95
其他	1,031.93	1,129.37	696.50	659.14	659.14
非流动资产合计	**4,159.11**	**4,586.58**	**4,059.63**	**3,937.87**	**3,816.30**
资产总计	**18,530.43**	**23,441.74**	**23,208.92**	**21,690.41**	**24,968.61**
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	4,866.02	7,985.00	10,114.14	10,479.32	13,581.08
其他	3,760.20	4,530.89	6,064.86	4,968.21	6,768.66
流动负债合计	**8,626.22**	**12,515.89**	**16,179.00**	**15,447.52**	**20,349.74**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,799.77	2,572.14	0.00	0.00	0.00
非流动负债合计	**2,799.77**	**2,572.14**	**0.00**	**0.00**	**0.00**
负债合计	**11,425.99**	**15,088.03**	**16,179.00**	**15,447.52**	**20,349.74**
少数股东权益	63.60	64.54	102.14	119.52	143.60
股本	1,168.12	1,168.12	4,492.78	4,492.78	4,492.78
资本公积	2,017.40	2,017.40	2,017.40	2,017.40	2,017.40
留存收益	5,872.73	7,118.62	2,435.00	1,630.59	(17.51)
其他	(2,017.40)	(2,014.97)	(2,017.40)	(2,017.40)	(2,017.40)
股东权益合计	**7,104.45**	**8,353.70**	**7,029.92**	**6,242.88**	**4,618.87**
负债和股东权益总计	**18,530.43**	**23,441.74**	**23,208.92**	**21,690.41**	**24,968.61**

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,374.77	2,953.13	3,311.12	3,797.40	4,381.83
折旧摊销	218.85	252.47	154.09	164.39	171.57
财务费用	(0.31)	1.69	(107.11)	(74.60)	(56.77)
投资损失	(1.33)	(2.40)	(38.60)	(2.40)	(2.40)
营运资金变动	2,557.71	119.83	545.28	(3,228.36)	2,901.37
其它	(3,230.48)	(538.50)	39.59	17.67	24.62
经营活动现金流	**1,923.41**	**2,787.16**	**3,904.28**	**674.08**	**7,419.96**
资本支出	(167.95)	775.24	2,632.14	80.00	50.00
长期投资	(10.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	691.27	(1,250.30)	(2,653.54)	(157.60)	(97.60)
投资活动现金流	**513.33**	**(475.07)**	**(21.40)**	**(77.60)**	**(47.60)**
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	2,193.81	102.79	3,429.34	74.60	56.77
其他	(3,047.33)	(1,810.04)	(7,996.64)	(4,602.09)	(6,030.21)
筹资活动现金流	**(853.52)**	**(1,707.25)**	**(4,567.30)**	**(4,527.49)**	**(5,973.44)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**1,583.22**	**604.85**	**(684.42)**	**(3,931.01)**	**1,398.92**

利润表（百万元）	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**12,338.44**	**15,830.11**	**17,460.61**	**19,887.64**	**22,870.78**
营业成本	7,417.11	9,455.07	10,301.76	11,733.71	13,704.17
营业税金及附加	61.43	90.47	87.30	119.33	137.22
营业费用	991.07	1,347.07	1,501.61	1,710.34	1,898.27
管理费用	780.54	966.52	1,082.56	1,233.03	1,372.25
财务费用	(87.23)	(100.35)	(107.11)	(74.60)	(56.77)
资产减值损失	50.42	137.22	184.62	99.71	40.11
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1.33	2.40	38.60	2.40	2.40
其他	(2.66)	(4.81)	(77.20)	(4.80)	(4.80)
营业利润	**3,126.43**	**3,936.52**	**4,448.47**	**5,068.53**	**5,777.92**
营业外收入	190.02	61.30	30.00	30.00	40.00
营业外支出	89.39	3.64	5.00	5.00	5.00
利润总额	**3,227.06**	**3,994.19**	**4,473.47**	**5,093.53**	**5,812.92**
所得税	848.09	1,040.12	1,122.84	1,278.47	1,406.73
净利润	**2,378.97**	**2,954.07**	**3,350.63**	**3,815.05**	**4,406.19**
少数股东损益	4.20	0.94	39.51	17.65	24.36
归属于母公司净利润	**2,374.77**	**2,953.13**	**3,311.12**	**3,797.40**	**4,381.83**
每股收益（元）	0.53	0.66	0.74	0.85	0.98

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	803.62%	26.80%	10.30%	13.90%	15.00%
营业利润	1609.78%	25.91%	13.01%	13.94%	14.00%
归属于母公司净利润	1575.50%	24.35%	12.12%	14.69%	15.39%
获利能力					
毛利率	39.89%	40.27%	41.00%	41.00%	40.08%
净利率	19.25%	18.66%	18.96%	19.09%	19.16%
ROE	33.73%	35.63%	47.79%	62.01%	97.91%
ROIC	774.34%	-279.91%	-450.87%	-403.20%	192.43%
偿债能力					
资产负债率	61.66%	64.36%	69.71%	71.22%	81.50%
净负债率	-6.92%	51.95%	101.60%	142.85%	262.35%
流动比率	1.67	1.51	1.18	1.15	1.04
速动比率	0.96	0.74	0.52	0.35	0.32
营运能力					
应收账款周转率	36.65	26.41	23.53	21.43	19.89
存货周转率	3.72	2.02	1.72	1.72	1.70
总资产周转率	1.13	0.75	0.75	0.89	0.98
每股指标（元）					
每股收益	0.53	0.66	0.74	0.85	0.98
每股经营现金流	0.43	0.62	0.87	0.15	1.65
每股净资产	1.57	1.85	1.54	1.36	1.00
估值比率					
市盈率	19.11	21.24	14.49	12.64	10.95
市净率	5.74	8.06	5.40	4.80	4.18
EV/EBITDA	14.71	11.72	10.49	9.26	7.99
EV/EBIT	14.82	11.79	10.61	9.33	8.07

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com