

海澜之家 (600398. SH) / 纺织服饰

投资 Urban Revivo 10% 股权, 舞动快时尚

评级: 增持 (维持)

市场价格: 9.22

目标价格: 无

分析师: 鞠兴海

执业证书编号: S0740516120001

电话: 021-20315087

Email: [juxh@r.qizq.com.cn](mailto:juxh@r.qizq.com.cn)

分析师: 邵璟璐

执业证书编号: S0740517040004

电话: 021-20315196

Email: [shaojl@r.qizq.com.cn](mailto:shaojl@r.qizq.com.cn)

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

电话: 021-20315196

Email: [wangys@r.qizq.com.cn](mailto:wangys@r.qizq.com.cn)

基本状况

总股本(百万股)	4493
流通股本(百万股)	4493
市价(元)	9.22
市值(百万元)	41400
流通市值(百万元)	41400

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1. 海澜之家深度——国内男装第一品牌, 类直营卡位产业资源 (2017-4-28)

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	15830	17000	18698	20758	23286
增长率 yoy%	28.3	7.4	10.0	11.0	12.2
净利润	2953	3123	3333	3637	4104
增长率 yoy%	24.4	5.7	6.7	9.1	12.8
每股收益 (元)	0.66	0.70	0.74	0.81	0.91
每股净资产	7.10	8.60	10.03	11.58	13.34
净资产收益率	35.4	30.9	30.5	28.7	28.1
P/E	17	16	15	14	12
P/B	1.6	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	5	4	4	3	3

备注: 收盘价为 2017 年 8 月 14 日

投资要点

- 公司拟投资 Urban Revivo 10% 股权。**公司全资子公司海澜投资与快尚时装、李明光签订《投资意向协议》, 拟以自有资金首期认购其不超过 10% 的股权, 此次协议仅为交易各方初步协商结果和意向性约定, 具体事项需由各方进一步协商谈判, 根据协议海澜投资向快尚时装支付投资预付款人民币 1 亿元。快尚时装旗下经营 Urban Revivo 快时尚品牌 (以下简称 UR)。UR 由李明光创立于 2006 年, 主打欧美时尚风格, 核心客群是 25-35 岁的都市白领女性, 以女装为主, 男装和童装为辅, 主流价格定位大众市场。
- Urban Revivo: 快速崛起的本土快时尚品牌新秀。**发展至今的十年中, UR 全球门店超过 160 家门店, 品牌爆发增长。经营模式上采用类直营模式, UR 负责门店管理和人员培训, 加盟商负责投资开店, 一家 1000 平米的店铺初期投资在 600 万以上 (装修占 30%+)、按销售额的 40% 向加盟商分成, 投资回收期在 1.5-3 年。UR 坚持“店铺够大、产品丰富、价格实惠、更新够快”的快时尚经营理念, 也是其竞争优势: ①**奢华大店:** UR 店面始终选择当地最繁华地段, 标准面积在 1000 平方米以上, 用奢侈品牌的形象和标准来打造大众定位的品牌店面形象。②**高效供应链支撑高频上新:** 实现 7 天的全球领先前导时间, 每周约 200 款新货上架, 全年约 12000 款, 实际应用 9000 多款。③**也是最讲究时尚和设计感的快时尚品牌之一:** UR 通过买手制获得全球最前沿的设计风格 and 流行元素, 在巴黎、伦敦、米兰、纽约、东京、首尔等各时尚中心均拥有买手团队。
- 投资快时尚品牌新秀, 产业链协同补强夯实时尚地位。**UR 和海澜之家定位相近、品类互补 (女装/男装), 在经营模式上均采用类直营的轻模式, 两者合作可产业链形成协同补强, 夯实时尚地位。公司在前期快速扩张期积累了丰富的供应商和加盟商资源, 这一扎实的合作体系配备其自身高效的物流仓储能力 (智能仓储管理平台/SAP 运输物流管理系统等), 使得公司形成具有一定灵活性和规模优势的平台型管理体系。这恰恰是处在快速发展期的 UR 所需要的。对于公司而言, UR 与其他快时尚品牌的核心差异化优势是其对时尚和设计的理解和运用, UR 的买手制可为公司的产品设计研发带来更多时尚资源。
- 盈利预测和投资建议。**公司旗下海澜之家品牌 2017Q2 销售较 Q1 环比改善, 预计约增长 10% 左右; 时尚化和国际化发展路径小试牛刀, 近期副牌 HLA JEANS 亮相苏州, 马来西亚首店销售靓丽。公司是国内男装市场第一品牌, 通过类直营模式将产业上下游资源深度绑定, 实现份额快速提升的同时, 卡位核心话语权 (品牌力/供应链等), 达到高效运营, 规模优势充分体现。由此奠定模式的扎实基础, 并兼具灵活性。维持 2017/18/19 年净利润预测 33.33/36.37/41 亿元 (CAGR=11%)、对应 EPS0.74/0.81/0.91 元, 维持“增持”评级。
- 风险因素。**男装行业景气度不及预期; 主品牌同店持续下滑风险, 售罄率下降

风险；公司新品牌培育不及预期。

## Urban Revivo: 快速崛起的本土快时尚品牌新秀

- UR 创立于 2006 年，UR 主打欧美时尚风格，主要适合 20-40 岁的都市白领，核心消费年龄段为 25-35 岁，男女童在 3-12 岁。如今，UR 全球门店超过 160 家门店，收入规模从 2011 年的 1.8 亿元增长至 2016 年的 20 亿元。

图表 1: UR 服装风格



来源: UR 官网, 中泰证券研究所整理

- 采用类直营的经营模式。在此模式下，加盟商无须投入时间和精力对加盟店铺进行日常运营管理。UR 品牌负责店铺运营，包括选址、形象设计、招聘和培训员工、统一发货、以及店铺日常及商品管理等；加盟商仅投入资金，不承担库存风险。费用方面，UR 承担进货成本和办公杂费；加盟商承担租金、水电费、人工（除店铺经理以外的员工）、维修、推广费等。在店铺选址上，由 UR 渠道开发团队面向全国所有购物中心进行拓展；在人员管理上，店铺经理隶属于 UR，其余员工隶属于加盟商。

从单店加盟投资来看，按一家 1000 平米的店预估，投资总额约 600 万以上：包括品牌保证金 50 万元、货品保证金 150 万元（合同期满后无息返还）、店铺装修费用约 2000 元/平米，开店运营物资费用约 1900 元/平米；物业租赁保证金约 30-50 万元。加盟时间为五年，UR 方面将采用按销售额分成方式，提取每月营业额的 40% 作为加盟商的投资回报，以现金形式定期汇入加盟商指定的账户，一般情况下约 1.5-3 年可收回前期初始投资。

- 坚持“店铺够大、产品丰富、价格实惠、更新够快”的快时尚经营理念。UR 店面始终选择当地最繁华地段，标准面积在 1000 平米以上，用奢侈品牌的形象和标准来打造大众定位的品牌店面形象。主流价格定位大众市场，春夏款 200-400 元，秋冬款 400-600 元。

目前一般服饰企业的到店周期在 6-9 个月，UR 的周期在 10-60 天不等，根据产品的不同定位（计划商品、应急商品、返单商品）。自有工厂主要承接需快速反应的订单，解决核心商品问题，其他商品由外协工厂完

成。

UR 的快时尚模式需要高效供应链的支持，目前 UR 供应链管理系统确保了货品的快速采购与生产、快速配送与调配、快速销售与反馈，可实现 7 天的全球领先先导时间。UR 的款式以周为更新单位，每周约 200 款新货上架，全年约 12000 款，实际应用 9000 多款。

**图表 2：UR 豪华大店**



来源：太平洋时尚网，中泰证券研究所整理

- **最讲究时尚和设计感的快时尚品牌之一。**UR 在发展初期主要采用成衣批发的模式，从中也看到了质量差、商品 SKU 不稳定、产品差异化弱等问题。如今的 UR 通过买手制获得全球最前沿的设计风格 and 流行元素，在巴黎、伦敦、米兰、纽约、东京、首尔等各时尚中心均拥有买手团队。
- **积极拓展海外市场。**继 2017 年 1 月在新加坡来福士广场开出海外首店以来，UR 继续海外版图的拓展，将在 2018 年 3 月于英国伦敦开出其第一家全球旗舰店。同时，UR 也公布了后续的全球布局：已处于筹划阶段的海外市场包括美国、法国、日本、中东地区；截至 2020 年，品牌计划在全球开出 400 家门店，其中海外市场每年预计新增 60-100 家门店。

**图表 3: 财务报表**

利润表(百万)						资产负债表(百万)					
	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
营业收入	15,830	17,000	18,698	20,758	23,286	货币资金	7,946	8,858	5,610	6,227	6,986
营业成本	9,455	10,371	11,352	12,487	13,966	存货	9,580	8,632	9,461	11,092	11,865
毛利率	40.27%	38.99%	39.29%	39.84%	40.02%	应收账款	609	646	726	798	895
营业税金及附加	90	133	150	166	186	其他流动资产	721	617	868	883	958
营业费用	1,347	1,423	1,533	1,744	2,003	流动资产	18,855	18,753	16,664	18,999	20,703
营业费用率	8.51%	8.37%	8.20%	8.40%	8.60%	固定资产	2,425	2,904	2,822	2,827	2,786
管理费用	967	973	1,066	1,142	1,281	长期股权投资	0	0	0	0	0
管理费用率	6.11%	5.73%	5.70%	5.50%	5.50%	无形资产	367	450	450	450	450
财务费用	-100	-121	-8	127	89	其他长期资产	1,795	2,269	2,356	2,372	2,351
财务费用率	-0.63%	-0.71%	-0.04%	0.61%	0.38%	非流动资产	4,587	5,624	5,629	5,649	5,588
投资收益	2	40	20	20	20	资产总计	23,442	24,377	22,292	24,649	26,291
营业利润	3,937	4,072	4,399	4,825	5,452	短期借款	0	0	2,305	2,220	964
营业利润率	24.87%	23.96%	23.53%	23.24%	23.42%	应付账款	7,914	7,508	908	1,024	1,173
营业外收入	61	42	50	30	25	其他流动负债	4,602	4,609	5,129	5,617	6,288
营业外支出	4	9	5	5	5	流动负债	12,516	12,116	8,342	8,861	8,425
利润总额	3,994	4,105	4,444	4,850	5,472	长期负债	0	0	0	0	0
所得税	1,040	982	1,111	1,212	1,368	其他长期负债	2,572	2,151	2,174	2,193	2,218
所得税率	26.04%	23.93%	25.00%	25.00%	25.00%	非流动性负债	2,572	2,151	2,174	2,193	2,218
少数股东损益	1	0	0	0	0	负债合计	15,088	14,268	10,517	11,054	10,644
归属于母公司股东的净利润	2,953	3,123	3,333	3,637	4,104	股本	1,168	1,168	1,168	1,168	1,168
净利润率	18.66%	18.37%	17.82%	17.52%	17.62%	资本公积	2,017	2,017	2,017	2,017	2,017
每股收益(元)(摊薄)	0.66	0.70	0.74	0.81	0.91	股东权益合计	8,354	10,109	11,776	13,595	15,647
						少数股东权益	65	65	65	66	66
						负债股东权益总计	23,442	24,377	22,292	24,649	26,291
现金流量表 (百万元)						比率分析					
指标名称	2015	2016	2017F	2018F	2019F		2015	2016	2017F	2018F	2019F
净利润	2,953	3,123	3,333	3,637	4,104	增长率(%)					
少数股东损益	1	0	0	0	0	营业收入	28.3	7.4	10.0	11.0	12.2
折旧和摊销	218	234	185	197	206	营业利润	25.9	3.5	8.0	9.7	13.0
营运资金变动	-559	-631	-7,304	-1,206	-189	净利润	24.4	5.7	6.7	9.1	12.8
其他	174	201	11	168	110	利润率(%)					
经营现金流	2,787	2,928	-3,775	2,797	4,231	毛利率	40.3	39.0	39.3	39.8	40.0
资本支出	-523	-676	-120	-148	-75	EBIT Margin	25.1	24.1	24.6	25.1	25.1
投资收益	2	40	20	20	20	EBITDA Margin	26.5	25.5	25.6	26.1	26.0
资产变卖	30	565	-20	-20	-20	净利率	18.7	18.4	17.8	17.5	17.6
其他	16	-510	0	0	0	回报率(%)					
投资现金流	-475	-581	-120	-148	-75	净资产收益率	35.4	30.9	30.5	28.7	28.1
发行股票	0	0	0	0	0	总资产收益率	12.6	12.8	14.3	15.5	16.2
负债变化	0	0	2,305	-86	-1,257	其他(%)					
股息支出	0	0	-1,666	-1,818	-2,052	资产负债率	64.4	58.5	47.2	44.8	40.5
其他	-1,707	-1,483	8	-127	-89	所得税率	26.0	23.9	25.0	25.0	25.0
融资现金流	-1,707	-1,483	646	-2,031	-3,398	股利支付率	50.2	70.5	50.0	50.0	50.0
现金净增加额	294	864	-3,249	618	758						

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。