深度研究

公司研究

证券研究报告

推荐 （维持）

风险评级：中风险

2018 年 3 月 5 日

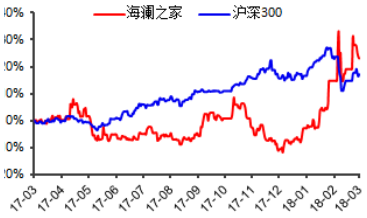
海澜之家（600398）深度报告

男装龙头 兼具外延扩张与内生增长能力

魏红梅
SAC 执业证书编号：
S0340513040002
电话：0769-22119410
邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据	2018 年 3 月 2 日
收盘价(元)	12.57
总市值（亿元）	564.74
总股本(亿股)	44.93
流通股本(亿股)	44.93
ROE（TTM）	31.06%
12 月最高价(元)	13.25
12 月最低价(元)	8.80

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **公司是男装龙头，实行多品牌运营。**公司前身为江阴海澜服装有限公司，成立于2002年，2014年借壳凯诺科技实现上市。公司主营品牌服装的连锁经营，是国内男装龙头企业。旗下拥有海澜之家、爱居兔、海一家、圣凯诺等四大服装品牌，其中海澜之家定位于商务、时尚、休闲的大众平价优质男装，消费人群主要定位于25-45周岁、年收入在2-10万元之间的男士，爱居兔定位于时尚、休闲风格的都市女装。海一家定位于向中低收入人群推出高性价比男装。圣凯诺为职业装团购业务。目前公司业绩主要来自于海澜之家品牌服装连锁经营，2017年前三季度海澜之家品牌实现营收102.13亿元，收入占比为81.8%；圣凯诺、爱居兔和海一家经营规模较小，2017年前三季度分别实现营收12.96亿元、5.03亿元和2.22亿元，收入占比分别为10.4%、4%和1. 8%。
- **独特的经营模式：绑定供应商与加盟商。**在采购方面，公司销售的成衣主要由供应链公司向合格供应商采购，主要采取零售导向的赊购、联合开发、滞销商品退货及二次采购相结合的模式。商品以赊购为主，货款逐月与供应商结算，减少采购端的资金占用；与供应商签订滞销商品可退货条款，不承担尾货风险。为了加强与供应商的紧密合作关系，公司成立海一家子公司，通过二次采购退货商品。公司与供应商形成利益共同体，充分利用了供应商生产资源。在销售方面，采取所有权与经营权分离的模式，加盟商拥有加盟店的所有权，门店商品的所有权和经营权属于公司；通过这种模式公司不仅控制了终端渠道，还与加盟商形成利益共同体。
- **渠道：线下持续扩张；线上与巨头合作，收入占比有望提升。**线下渠道保持逆势扩张。公司2016年终端门店总数净增加1253家，净增加数是2015年的4.6倍，其中海澜之家、爱居兔和海一家门店分别净增加720家、324家和209家。2017年公司门店扩张速度较上年同期有所减缓，但较行业内其他公司仍增长较快。2017年前三季度门店总数净增加365家，其中海澜之家、爱居兔分别净增加191家和291家，海一家门店净关闭117家。公司2017年前三季度线上营收5.99亿元，营收占比分别为4.9%，同比增长6.8%。与行业内传统男装龙头七匹狼和九牧王、休闲装龙头森马服饰及女装龙头太平鸟相比，公司线上收入占比仍较低，未来有较大的提升空间。与线上巨头深入合作后，未来公司线上业务有望加快推进，收入占比有望上升。
- **投资建议：维持推荐评级。**预计公司2017-2018年每股收益分别为0. 75元、0. 81元，对应PE分别为16倍和15倍。公司未来的增长动力在于：主品牌与子品牌终端渠道仍有扩张空间；近两年逆势扩张的门店有望逐步贡献业绩；发行可转债募资推动信息化升级、物流园区建设项目和爱居兔研发办公大楼建设项目，内生增长能力有望提升；线上与巨头合作，未来线上业务有望放量，收入占比有望提高。公司业绩增速有望回升，当前估值较低，维持推荐评级。**风险提示。**终端消费低迷等。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目　录

1. 公司是男装龙头 多品牌运营 3
2. 独特的经营模式：绑定供应商与加盟商 4
3. 渠道：线下持续扩张；线上与巨头合作，收入占比有望提升 5
4. 拟发行可转债 提升内生增长能力 6
5. 国内男装市场仍有空间 市场集中度较低 7
6. 公司业绩保持稳增 8
7. 投资建议：维持推荐评级 8

插图目录

图 1：公司 2017 前三季度各品牌营收（亿元） 3
图 2：公司 2017 前三季度各品牌营收占比（%） 3
图 3：公司近几年各品牌营收（亿元） 3
图 4：公司近几年各品牌营收同比增速（%） 3
图 5：公司业务流程 4
图 6：公司直营店与加盟店数量（家） 5
图 7：公司旗下品牌终端门店数量（家） 5
图 8：公司终端门店净增加数量（家） 5
图 9：服装鞋帽针纺织品类零售总额累计同比（%） 7
图 10：服装类零售总额累计同比(%) 7
图 11：我国男装上市公司业绩（亿元） 7
图 12：服装类零售总额累计同比(%) 7
图 13：公司 PE（TTM） 8

表格目录

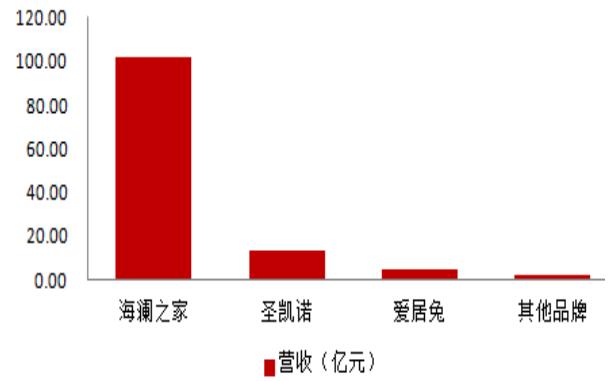
表 1：公司品牌简况 . . . . . **错误！未定义书签。**
表 2：行业可比公司线上收入对比 . . . . . **错误！未定义书签。**
表 3：行业可比公司线下渠道数量及收入对比. . . . . **错误！未定义书签。**
表 4：公司盈利预测简表 9

1.公司是男装龙头 多品牌运营

公司是男装龙头，实行多品牌运营。公司前身为江阴海澜服装有限公司，成立于2002年，2014年借壳凯诺科技实现上市。公司主营品牌服装的连锁经营，是国内男装龙头企业。旗下拥有海澜之家、爱居兔、海一家、圣凯诺等四大服装品牌，其中海澜之家定位于商务、时尚、休闲的大众平价优质男装，消费人群主要定位于25-45周岁、年收入在2-10万元之间的男士，提供高品质、中价位的包括西装、茄克、毛衫、衬衫、T恤、裤子、其他服饰等七大系列的产品。爱居兔定位于时尚、休闲风格的都市女装。海一家定位于向中低收入人群推出高性价比男装。圣凯诺为职业装团购业务。公司品牌价值处于行业领先位置，2017年3月海澜之家品牌以品牌价值8.68亿美元入选Brand Z“2017年最具价值中国品牌100强”榜单，位列服装行业之首。

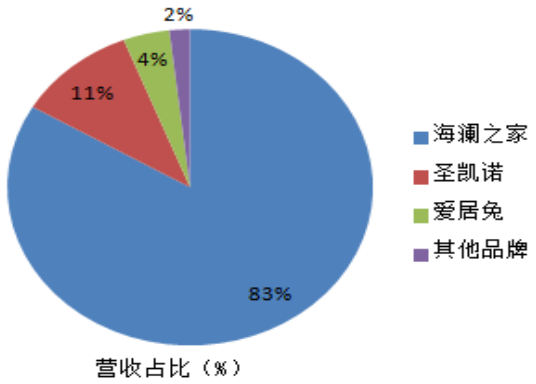
公司八成收入来自主品牌海澜之家，子品牌业绩贡献较小。目前公司业绩主要来自于海澜之家品牌服装连锁经营，2017年前三季度海澜之家品牌实现营收102.13亿元，收入占比为81.8%；圣凯诺、爱居兔和海一家经营规模较小，2017年前三季度分别实现营收12.96亿元、5.03亿元和2.22亿元，收入占比分别为10.4%、4%和1. 8%。

图 1：公司 2017 前三季度各品牌营收（亿元）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

图 2：公司 2017 前三季度各品牌营收占比（%）

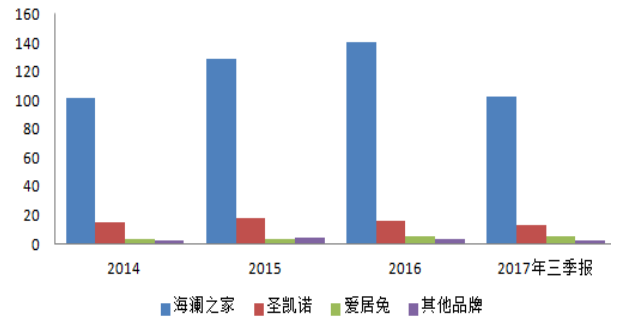


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

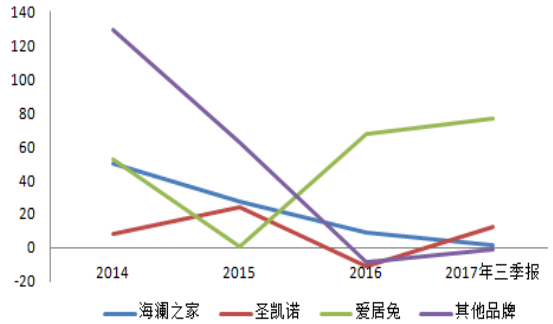
主品牌海澜之家增速有所减缓，未来有望回升；子品牌有望保持较快增长。公司主品牌海澜之家近几年增速有所下降，2017年前三季度海澜之家品牌营收同比增长1.24%，增速同比减缓7.69个百分点；未来随着线下渠道的持续扩张及线上业务的推进，主品牌增速有望回升。子品牌圣凯诺实现恢复性增长，2017年前三季度营收同比增长12.05%，上年同期同比下降14.27%。女装品牌爱居兔保持快速增长，2017年前三季度营收同比增长76.96%，增速同比提高28.74个百分点。海一家仍有所下滑，2017年前三季度营收同比下降1.31%，降幅同比收窄3.94个百分点。

图 3：公司近几年各品牌营收（亿元）

图 4：公司近几年各品牌营收同比增速（%）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

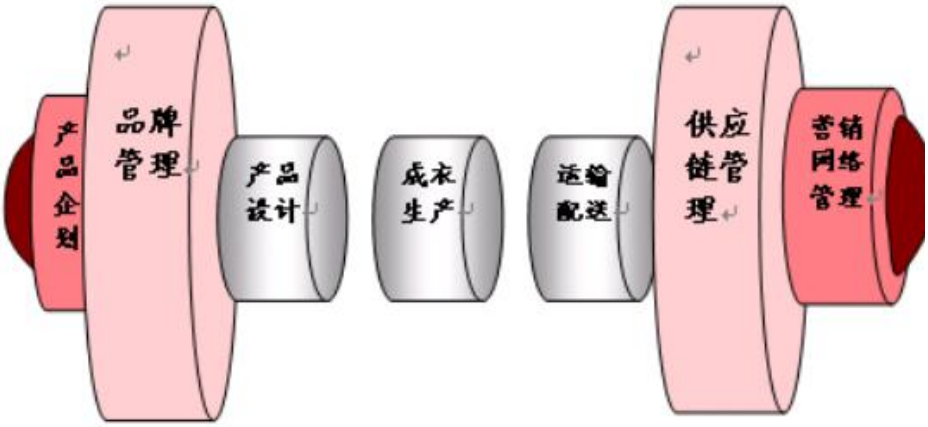


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2.独特的经营模式：绑定供应商与加盟商

轻资产运营：公司专注于品牌管理、供应链管理和营销网络管理，将产品设计、成衣生产和运输配送外包。其中设计方面，公司的设计中心主要负责产品的规划，供应商的设计部门在公司设计中心的统一协调下，根据设计中心的提案进行打样供海澜之家甄选，被选中后即可获得相应的订单；这种模式使得公司能够成分利用供应商的设计资源，并可激励供应商推出优秀的设计。

图 5：公司业务流程



资料来源：公司公告，东莞证券研究所。注：银色部分为外包业务

在采购方面，公司销售的成衣主要由供应链公司向合格供应商采购，主要采取零售导向的赊购、联合开发、滞销商品退货及二次采购相结合的模式。商品以赊购为主，货款逐月与供应商结算，减少采购端的资金占用；与供应商签订滞销商品可退货条款，不承担尾货风险。为了加强与供应商的紧密合作关系，公司成立海一家子公司，通过二次采购退货商品，减轻供应商的资金压力和经营压力，同时也是对海澜之家业务模式的有效补充。公司与供应商形成利益共同体，充分利用了供应商生产资源。

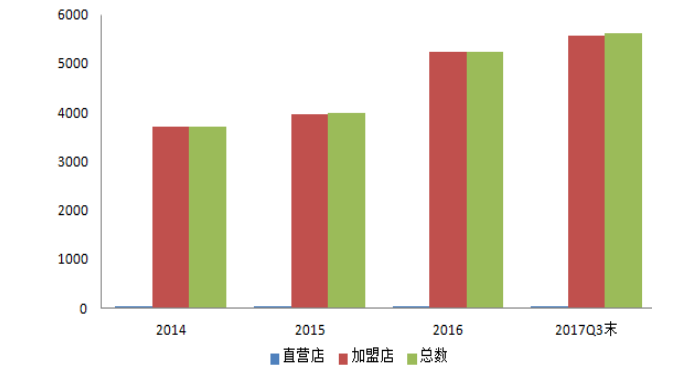
在销售方面，与加盟商形成利益共同体。公司主要通过加盟店、直营店向客户销售产品，其中加盟店是最主要的渠道。在加盟店管理方面，通过特许经营和委托代销（而非买断式）的方式，采取所有权与经营权分离的模式。加盟商拥有加盟店的所有权，但没有门店的具体管理权，门店商品的所有权和经营权属于公司。加盟商只需要承担加盟租金或

折旧和相关费用，不必具体参与加盟店的管理。通过这种模式，公司可以最大程度的利用社会资源，实现门店的快速扩张；公司拥有门店管理权，实际控制了销售渠道。与传统的加盟模式不同，公司没有设置各级代理，所有加盟商均就每个加盟店直接与公司签订《特许经营合同》，而加盟店直接面向消费者，形成了“供应商—公司—门店—消费者”的最扁平化的销售层级，实现最少的逐级加价。同时，公司及其加盟店不承担存货滞销风险，在销售商品时，也不必在商品价格上增加库存风险溢价。

3.渠道：线下持续扩张；线上与巨头合作，收入占比有望提升

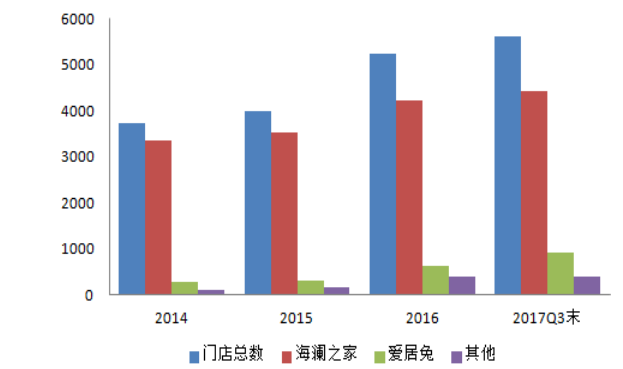
公司线下渠道以加盟为主，直营为辅。公司终端门店99%以上为加盟店，直营店占比不足1%。截至2017年三季度末，公司拥有线下门店总数为5608家，其中直营店和加盟店分别为31家和5577家；直营店和加盟店收入占比分别为1.5%和86%。分品牌来看，2017年三季度末，海澜之家、爱居兔和海一家终端门店数量分别达到4428家、921家和259家，分别占公司终端门店总数的79%、16%和5%。近两年，公司线下渠道收入实现稳定增长，2017年前三季度线下实现营收116.33亿元，营收占比达95.1%，同比增长3.9%。

图 6：公司直营店与加盟店数量（家）



资料来源：wind，东莞证券研究所

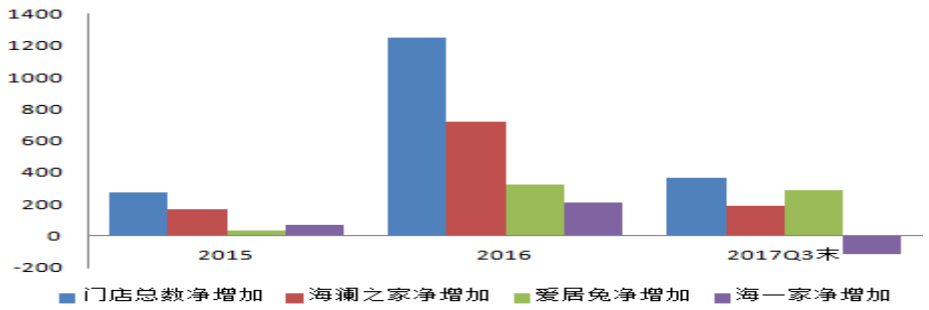
图 7：公司旗下品牌终端门店数量（家）



资料来源： wind，东莞证券研究所

线下渠道保持逆势扩张。公司2016年终端门店总数净增加1253家，净增加数是2015年的4.6倍，其中海澜之家、爱居兔和海一家门店分别净增加720家、324家和209家。2017年公司门店扩张速度较上年同期有所减缓，但较行业内其他公司仍增长较快。2017年前三季度门店总数净增加365家，其中海澜之家、爱居兔分别净增加191家和291家，海一家门店净关闭117家。

图 8：公司终端门店净增加数量（家）



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

与行业内其他龙头相比，公司线上收入占比仍然较低。公司的线上销售由公司全资子公司负责，除了在主流电商平台销售以外，还有公司官网及移动APP无线平台，“海澜之家”品牌的线上销售采取与线下同时同款同价的销售模式。公司2017年前三季度线上营收5.99亿元，营收占比分别为4.9%，同比增长6.8%。与行业内传统男装龙头七匹狼和九牧王、休闲装龙头森马服饰及女装龙头太平鸟相比，公司线上收入占比仍较低，未来有较大的提升空间。

表 1：行业可比公司线上收入占比对比

代码	简称	2016 年线上收入（亿元）	2016 年收入(亿元）	2016 线上收入占比（%）	2016 年线上收入同比（%）
002029.SZ	七匹狼	9	26.4	34	30+
002563.SZ	森马服饰	32	106.67	30.00	80
603877.SH	太平鸟	13.02	63.20	20.60	46
603839.SH	安正时尚	1.31	12.06	10.86	17.4
601566.SH	九牧王	2.2	22.71	9.8	33
603808.SH	歌力思	0.74	11.32	6.54	9.2
600398.SH	海澜之家	8.54	170.00	5.02	45.9

资料来源：公司公司，东莞证券研究所

引入腾讯战投及与阿里达成战略合作，线上线下有望开启新融合。公司控股股东一致行动人荣基国际于2月2日与腾讯普和签订了股份转让协议，荣基国际拟以10.48元/股的价格转让2.39亿股公司股份予腾讯普和，股份转让总价为25亿元。本次股份转让后，腾讯普和将持有公司股份5.31%，公司控股股东及一致行动人仍合计持有公司股份64.28%。海澜之家作为男装龙头，线下渠道超过5600家，具有较强的品牌影响力、终端掌控力和供应链管理能力。引入线上巨头腾讯，双方未来可能将探索线上线下合作新模式，为公司带来新的增长空间。公司2017年9月与阿里达成战略合作，双方将在品牌建设、渠道管理、产品创新等领域开展深入的战略合作。与线上巨头深入合作后，未来公司线上业务有望加快推进，收入占比有望上升。

4.拟发行可转债 提升内生增长能力

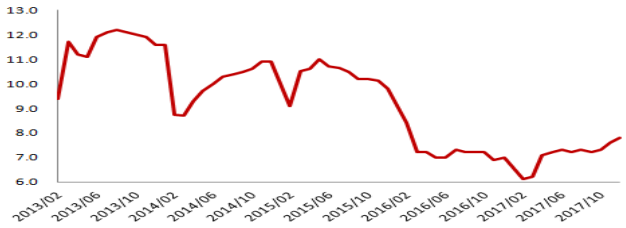
公司拟发行可转债募资不超过30亿元，主要投向产业链信息化升级项目、物流园区建设项目和爱居兔研发办公大楼建设项目。这三个项目分别拟投入募集资金6.2亿元、19.5亿元和4.3亿元。其中产业链信息化升级项目包括门店信息化升级改造、供应商一体化信息平台建设、TM（Transportation Management）系统升级三大板块， 涵盖了公司与门店之间、公司与供应商之间、公司与物流服务提供商之间的信息系统升级改造。项目的建设能够提升公司全产业链的信息化水平，打造“智慧门店”，推动“精准营销”，快速响应客户需求，充分发挥公司产业链协同效应，缩短产品生产周期和新品上市时间，进一步优化产品结构和库存，提升公司整体运营效率。物流园区建设项目拟在海澜服装

工业城及顾山物流园区建设九栋仓库，其中一栋用于电商业务，四栋用于女装爱居兔业务，四栋作为海澜之家物流园南区辅助配套仓库，用于商品的周转、暂存等，进一步提高物流效率，实现整个业务链的畅通运转。爱居兔研发办公大楼建设项目位于江阴市海澜之家服装工业城内，总建筑面积114,598平方米；本项目的完成有利于增强公司研发设计实力，提升爱居兔的竞争能力。

5.国内男装市场仍有空间 市场集中度较低

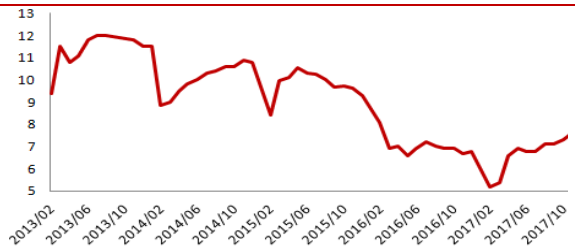
国内服装终端零售回暖。根据国家统计局统计，2017年，限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售总额14556.6亿元，同比增长7.8%，增速同比回升0.8个百分点；服装类零售总额10356.4亿元，同比增长8%，增速同比回升1.2个百分点。根据中华全国商业信息中心统计，2017年全国百家重点大型零售企业零售额同比增长2.8%，增速同比提高3.3个百分点；其中，服装类零售额同比增长4.3%，增速同比提高4.1个百分点。

图 9：服装鞋帽针纺织品类零售总额累计同比（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

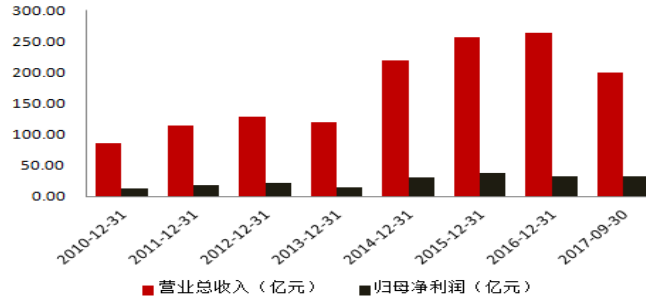
图 10：服装类零售总额累计同比(%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

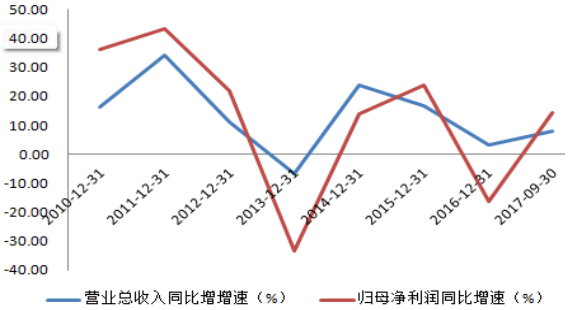
国内男装行业有所回暖。经过前几年的调整，SW男装行业业绩自2017年以来逐步企稳回升。2017年前三季度，SW男装（剔除红豆股份和雅戈尔）营业总收入和归母净利润分别同比增长7.93%和14.52%，增速同比分别回升6.33个百分点和21.16个百分点，较2017上半年分别回升0.79个百分点和0.06个百分点。

图 11：我国男装上市公司业绩（亿元）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 12：服装类零售总额累计同比(%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

我国男装市场仍有增长空间，市场集中度仍较低。根据Euromonitor数据显示，2016年国男装市场规模达到5100亿元，2011-2016年年均复合增速为5.7%。预计到2021年男装市场规模将有望超过6000亿元，年均复合增速超过3%。目前我国男装行业集中度仍较低。目前国内男装高端品牌主要包括国际著名高端品牌和国内领先高端品牌，如ZEGNA、

DUNHILL 和CERRUTI1881 ，销售渠道主要以高档百货商店和品牌专卖店为主，终端渠道主要分布在一线城市和省会城市。国内主流品牌主要包括海澜之家、利郎、七匹狼、九牧王、劲霸等，销售渠道主要为品牌专卖店，终端渠道主要分布在二三线城市。国内男装市场竞争激烈，市场集中度较低。我国男装市场CR10约17%，而美国CR1030%以上，男装龙头海澜之家市占率不足5%，未来公司有望凭借渠道优势和较为强大的运营能力提高市场占有率。

6.公司业绩保持稳增

预计2017年业绩实现稳定增长。2017年前三季度实现营业总收入124.78亿元，同比增长3.4%；实现营业利润32.86亿元，同比增长4.82%；实现归母净利润25.13亿元，同比增长4.07%。预计2017年全年业绩实现个位数增长。

盈利能力有所回升。公司2017年前三季度毛利率同比提升0.55个百分点至40.46%；期间费用率同比下降1.63个百分点至11.56%，其中销售费用率、管理费用率和财务费用率分别同比下降0.95个百分点、0.46个百分点和0.2个百分点。受益于毛利率回升和严格控费，前三季度净利率同比提升0.13个百分点至20.14%；盈利能力有所回升。

运营质量持续回升。2017年三季度末，公司存货89.96亿元，同比减少4.42亿元；存货周转天数同比减少34天至320天。应收账款7.16亿元，同比增加0.46亿元；应收账款周转天数14天，与上年同期几乎持平。三季度末，公司账上现金59.93亿元，现金较为充裕。资产负债率55.13%，同比降低3.3个百分点。

7.投资建议：维持推荐评级

预计公司 2017-2018 年每股收益分别为 0.75 元、0.81 元，对应 PE 分别为 16 倍和 15 倍。公司未来的增长动力在于：主品牌与子品牌终端渠道仍有扩张空间；近两年逆势扩张的门店有望逐步贡献业绩，带动内生增长回升；线上与巨头合作，未来线上业务有望放量，收入占比有望提高。公司业绩增速有望回升，当前估值较低，维持推荐评级。

图 13：公司 PE（TTM）

资料来源：东莞证券研究所，wind

风险提示：终端消费低迷等。

表 2：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	**17,000**	**17,850**	**18921**	**20,056**
营业总成本	**12,968**	**13,419**	**14163**	**14,897**
营业成本	10371	11,067	11,636	12234
营业税金及附加	133	125	151	160
销售费用	1423	1160	1230	1304
管理费用	973	1071	1135	1203
财务费用	-121	-4	10	-5
其他经营收益	**40**	**0**	**0**	**0**
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	40	0	0	0
营业利润	**4072**	**4430**	**4758**	**5159**
加 营业外收入	42	30	30	30
减 营业外支出	9	1	1	1
利润总额	**4105**	**4459**	**4787**	**5188**
减 所得税	982	1070	1149	1245
净利润	**3123**	**3389**	**3638**	**3943**
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司所有者的净利润	**3123**	**3389**	**3638**	**3943**
基本每股收益(元)	**0.70**	**0.75**	**0.81**	**0.88**
PE（倍）	**17.65**	**16.27**	**15.15**	**13.98**

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，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本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所
广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真:（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn