

海澜之家 (600398)

证券研究报告

2018年08月12日

新兴渠道有望驱动发展，发行转债提升经营效率

主品牌购物中心渠道和电商渠道发展空间大，未来有望享受购物中心渠道下沉红利。购物中心渠道保持快速发展，服装品牌从街边店、百货向购物中心渠道转型的升级态势保持不变。在购物中心扩张的过程中，有两大趋势：一是低线城市的购物中心扩张速度更快，即购物中心处于下沉期；二是国产品牌在购物中心的招商中话语权加强。我们认为，未来海澜之家在跟随购物中心业态下沉至低线城市的过程中，将分享渠道扩张的红利。另外公司电商渠道目前占比不到6%，对比其他服装品牌提升空间大，与腾讯合作后，在线上导流和大数据营销方面获得助力，加速电商业务发展。

低线城市购物中心依然存在较大开店空间。三四线城市人口数量占全国人口总量的近53%，而购物中心数量仅占全国购物中心总量的16.5%，相比一二线城市，低线城市在未来消费升级的大趋势下仍有较大的提升空间。

伴随购物中心渠道端竞争加剧，国产品牌话语权逐渐加强，主要体现在两点：(1)渠道端竞争加剧，渠道商对盈利重视程度增强；(2)购物中心快速扩张背景下，招商问题逐渐暴露，本土优质品牌成为稀缺资源。

商业模式独特，链接产业链上下游。公司商业模式为“品牌+平台”，通过上游联营，下游类直营，构建优质的营销网络，实现独特高效的运营能力和管理模式。在产业链上游即供应端，公司采用合作型供应链，让供应商参与到产品的设计与开发中来，与供应商进行深度捆绑联营，尾货可以退回给供应商，有效降低生产成本以及转嫁存货风险，同时刺激供应商设计生产能力，提振双方的整体收益水平。在产业链下游即经销端，公司采用类直营的零售模式，实现千店一面化管理，与加盟商结成利益共同体，加盟商仅为财务投资者，不需要参与店面管理，有助于终端服务统一，公司维护品牌形象及去除不必要的销售成本。

多品牌矩阵已成，未来副品牌接棒海澜主品牌提供成长动力。公司拥有全风格大众男装品牌HLA、时尚休闲平价女装及童装爱居兔，年轻时尚品牌HLA JEANS，轻商务男装AEX，轻商务女装OVV，中高端定制商务职业装圣凯诺，家居生活馆HLA HOME。未来多品牌持续发展将接棒主品牌提供发展动力，预计18年女装品牌爱居兔有望开始贡献利润，未来3-5年爱居兔目标是100亿零售规模，门店数量3000家，其他副牌门店在1000-2000家左右，形成完整成熟的品牌矩阵为海澜之家的长期发展提供动力。

发行可转债，投资信息化升级和物流园区，提升运营效率

公司公开发行可转债拟募集资金30亿元，分别投资产业链信息化升级项目、物流园区建设项目与爱居兔研发办公大楼建设项目。我们认为转债成功发行提高公司运营的整体信息化、智能化水平，仓储物流服务能力及运营效率。如未来实现转股，公司的财务结构将进一步优化。

盈利预测与估值：考虑到主品牌处于改善期，渠道结构继续优化，出于审慎原则，将18年净利润由37.4亿元下调为36.9亿元；同时考虑到公司多品牌矩阵已成，副品牌逐步发力，加之腾讯入股助力渠道优化，有望带来协同效应，上调公司19/20年盈利预测；预计18—20年EPS为0.82/0.92/1.03元（原值为0.86/0.95/1.05元），对应PE13/11/10倍；由于下调18年盈利预测，小幅下调估值，给予18年17X（原值18X），3-6个月目标价由15.48下调至13.94元，“买入”评级。

风险提示：主品牌复苏不及预期，消费疲软；库存积压风险。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16,999.59	18,200.09	20,064.37	22,362.33	24,998.86
增长率(%)	7.39	7.06	10.24	11.45	11.79
EBITDA(百万元)	4,185.69	4,482.03	4,917.93	5,455.52	6,091.58
净利润(百万元)	3,122.65	3,328.87	3,691.85	4,129.05	4,620.50
增长率(%)	5.74	6.60	10.90	11.84	11.90
EPS(元/股)	0.70	0.74	0.82	0.92	1.03
市盈率(P/E)	14.83	13.91	12.55	11.22	10.02
市净率(P/B)	4.61	4.14	2.93	2.69	2.45
市销率(P/S)	2.72	2.55	2.31	2.07	1.85
EV/EBITDA	0.56	0.46	6.48	5.36	4.71

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（维持评级）

当前价格 10.31元

目标价格 13.94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) 4,492.76

A股总市值(百万元) 46,320.33

流通A股市值(百万元) 46,320.33

每股净资产(元) 2.74

资产负债率(%) 55.26

一年内最高/最低(元) 14.75/8.80

作者

吕明 分析师

SAC执业证书编号：S1110518040001

lvming@tfzq.com

郭彬 分析师

SAC执业证书编号：S1110517120001

guobin@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《海澜之家-公司点评:业绩符合预期，主品牌延续双位数增长，线上营收增速亮眼》2018-05-01

2 《海澜之家-年报点评报告:17Q4经营全面边际改善，18年渠道结构调整、多品牌运营值得期待》2018-03-26

3 《海澜之家-公司点评:业绩符合预期，四季度表现优秀》2018-03-12



内容目录

1. 从市场关心的问题谈当前时点如何看待海澜之家.....	4
2. 新兴渠道全面发力，国民男装迎来新机遇	4
2.1. 线下渠道：购物中心渠道快速拓张，国产品牌迎来超车机会.....	4
2.1.1. 购物中心加速进驻低线城市，国际品牌下沉难度大，错位竞争带来新机遇6	
2.1.2. 购物中心渠道竞争加剧，与品牌博弈中，国产品牌议价权加强.....	6
2.1.3. 海澜之家全面布局线下购物中心渠道，享受新兴渠道下沉红利.....	7
2.2. 线上渠道：联手腾讯系，有望实现快速增长.....	8
2.2.1. 服装类电商收入快速崛起.....	8
2.2.2. 电商巨头助力，未来线上增长可期.....	9
2.2.2.1. 提供销售渠道支持.....	10
2.2.2.2. 提供数据支持.....	10
2.2.2.3. 有利于公司品牌调性的调整.....	10
3. 商业模式：链接产业链上下游，优质经营模式带来高增长.....	10
3.1. 产业链上游：与供应商进行深度捆绑，降低存货风险.....	11
3.2. 产业链下游：与加盟商形成合作，类直营模式保证销售质量.....	12
4. 品牌矩阵：主品牌年轻化、多品牌矩阵打造服装航母	13
4.1. 主品牌 HLA：年轻化之路进行中.....	13
4.2. 爱居兔：高速成长的大众时尚女装.....	15
4.3. HLA JEANS/AEX/OVV：多种不同定位副牌覆盖全人群.....	16
4.4. Heilan Home：优选生活进行时.....	17
5. 可转债发行，物流及信息化升级，新零售发展新动能.....	17
5.1. 可转债发行：拟募资 30 亿元.....	17
5.2. 募资方向，主要面向新零售信息化升级.....	18
6. 盈利预测与估值.....	19
6.1. 盈利预测.....	19
6.2. 相对估值.....	19
7. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：购物中心渠道景气度持续提升.....	5
图 2：购物中心现状指数拆分	5
图 3：国内新开购物中心个数（个，%）.....	5
图 4：国内新增购物中心面积（单位：百万平米）.....	5
图 5：国内购物中心零售额保持稳步增长，占总零售额比重约 43%（单位：十亿美元）...5	
图 6：购物中心日均客流量（单位：千人）.....	6
图 7：新增购物中心主要集中在三四线城市.....	6
图 8：购物中心数量提升，整体竞争加剧（单位：个）.....	7

图 9: 2015-2017 年一二线典型购物中心首层平均租金(单位: 元/m ² /月).....	7
图 10: 海澜之家线下渠道数量逐年递增(单位: 家)	7
图 11: 预计新开店占比三分之二为购物中心店.....	7
图 12: 线上服饰零售额占比提升	9
图 13: 2017 年线上收入占比较低.....	9
图 14: 双十一活动排名天猫男装第一	9
图 15: 腾讯入股海澜带来重要影响.....	10
图 16: 公司整合产业链, 与加盟商和供应商进行深度合作, 形成独特的经营模式	11
图 17: 公司与供应商合作开发新产品	11
图 18: 公司经营模式一览(上游公司—供应商赊购环节)	12
图 19: 公司经营模式一览(上游+下游)	12
图 20: 品牌门店年轻化.....	13
图 21: 更年轻、更具时尚表现力、观众缘更好的代言人	13
图 22: 主品牌营收稳步增长(万元, %)	14
图 23: 爱居兔女装代言人王丽坤	15
图 24: 爱居兔女装门店形象.....	15
图 25: HLA Jeans 店面形象.....	16
图 26: HLA Jeans 风格偏向潮系.....	16
图 27: AEX 店面形象.....	16
图 28: AEX 风格偏高端轻奢.....	16
图 29: OVV 店面形象	16
图 30: OVV 风格简约时尚	16
图 31: 海澜优选门店形象	17
图 32: 海澜优选线上品类丰富	17
图 33: 产业链信息化升级项目	18
表 1: 2017 年以来海澜之家开店速度加速(单位: 家)	8
表 2: 主品牌海澜之家门店数量稳步提升(家)	13
表 3: 海澜之家分品牌累计经营数据	14
表 4: 海澜之家分品牌单季经营数据 单位: 亿元	14
表 5: 海澜之家电商营收数据, 2018Q1 增速较快 单位: 亿元	15
表 6: 直营和加盟店的营收和毛利情况 单位: 亿元	15
表 7: 海澜之家渠道情况梳理(截至 2018Q1 期末)	15
表 8: 可转债募集资金使用情况(万元)	18
表 9: 分品牌盈利预测(万元)	19
表 10: 可比上市公司估值	20

1. 从市场关心的问题谈当前时点如何看待海澜之家

海澜之家是定位大众的国民男装品牌，2014 年借壳上市以来，逐步发展为国内男装大众第一品牌，在目前时点，对于海澜之家未来的发展，市场的投资者主要担心以下问题：

(1) 海澜之家存量店铺规模较大（截至 18Q1 全品牌 5860 家），未来线下渠道的开店空间还有多大？

市场认为存量店面渠道已经相对成熟，同店不会有太大增长，购物中心渠道靠直营方式拓展较慢，未来开店空间不大。我们认为，从购物中心的发展情况来看，低线城市购物中心依然存在较大开店空间，三四线城市人口数量占全国人口总量的近 53%，而购物中心数量仅占全国购物中心总量的 16.5%，相比一二线城市，低线城市在未来消费升级的大趋势下仍有较大的提升空间。海澜之家品牌调性和定位相比国际一线品牌更符合低线城市的消费需求。开店空间方面，国内服装品牌以拉夏贝尔为例，直营门店数量近 9500 家，安踏体育门店高峰时期超过 1 万家，海澜之家门店截至 18Q1 为 5860 家，仍有差距，且定位大众的服装品牌开店覆盖面广，开店空间大。开店速度上，从 2017 年整体的情况来看，净开店三分之二以上为购物中心店，按季度来看开店速度有所加快，并不存在开店速度慢的问题。

(2) 海澜之家传统模式新品牌与以前传统商业品牌不同，能否成功？

海澜之家的独特模式现在已经难以复制。目前海澜主要的副牌，女装品牌爱居兔也以买断式为主，因为女装对时尚度要求较高，产品周期较短，且体量还不太大。这种情况下库存存在一定压力，未来随着体量提升，也将尝试联营制度。我们认为，海澜能达到现在的体量不仅仅是由于其独特的商业模式，其在供应链、渠道和内部运营的管理能力也是重要原因。未来海澜之家男装业务的供应链、渠道资源可以分享给新品牌，为新品牌的发展提供助力，通过海澜成熟平台孕育孵化的子品牌更容易成功。目前女装爱居兔成长迅速，Jeans/AEX/OVV 的前期店铺坪效优秀，运营情况良好。

(3) 未来能否突破 10%左右的增速天花板？

公司主品牌海澜之家体量已经达到较大规模，未来海澜之家的多品牌持续发展将接替主品牌提供发展动力，预计 2018 年女装品牌爱居兔有望开始贡献利润，未来 3 年将来会开到 2000 家左右门店，形成完整成熟的品牌矩阵为海澜之家的长期发展提供动力。

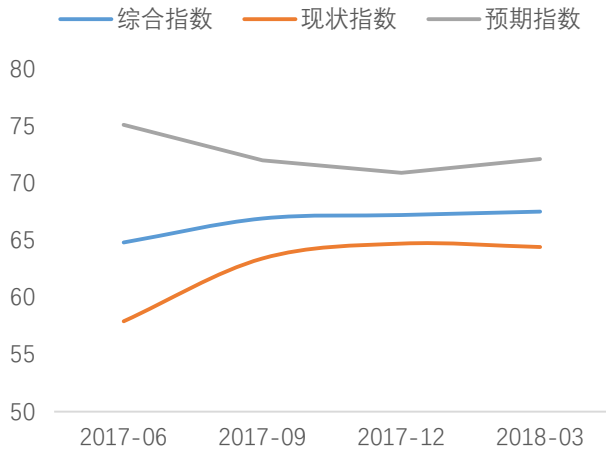
2. 新兴渠道全面发力，国民男装迎来新机遇

2.1. 线下渠道：购物中心渠道快速拓张，国产品牌迎来超车机会

购物中心渠道保持快速发展，服装品牌从街边店、百货向购物中心渠道转型的升级态势保持不变。在体验式消费大行其道的当下，消费者更愿意为良好的购物体验及休闲娱乐服务支付溢价。5 月初，商务部发布的 2018Q1《中国购物中心发展指数报告》，其中综合指数由现状指数及预期指数共同组成，指数值为 67.5，环比提升 0.3%，高于荣枯线 17.5，从数据上印证了购物中心市场持续保持上升态势。拆分看，综合指数及现状指数整体呈上升趋势，随着近期购物中心渠道表现变好，市场预期指数也在 2018 年第一季度环比提升 1.2% 至 72.1，整体购物中心市场对未来 6 个月的预期向好，其中 85% 的业主表示短期内企业的盈利状态会持续向好。

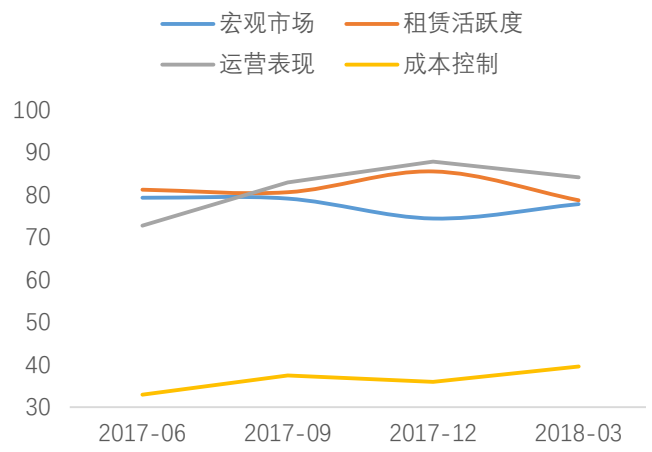
从分项指标来看：（1）宏观市场指数环比提升 3.4%，达到 77.9，表现业主对整体市场向好趋势信心进一步加强；（2）18Q1 租赁活跃度指数环比下降 6.8% 至 78.8，主要系大部分业主于去年三四季度完成品牌调整所致；（3）反映销售情况和租金收入的运营表现指数环比下滑 3.7% 至 84.2，其中 76% 的项目获得销售额的环比有所提升，所有项目在租金收入上都与上季持平或呈现增长态势；（4）成本控制指数环比提升 3.6% 达 39.6，大部分业主对营销或新技术投入的把控力有所提升。

图 1：购物中心渠道景气度持续提升



资料来源：商务部，天风证券研究所

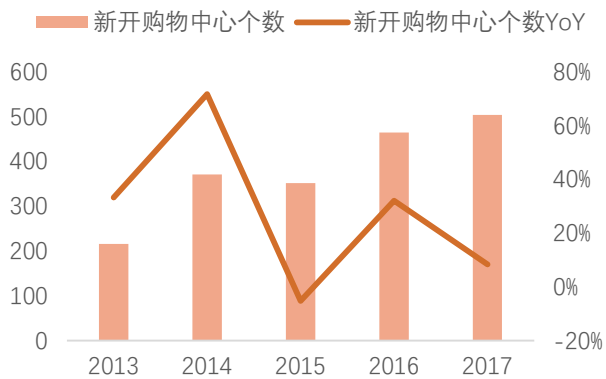
图 2：购物中心现状指数拆分



资料来源：商务部，天风证券研究所

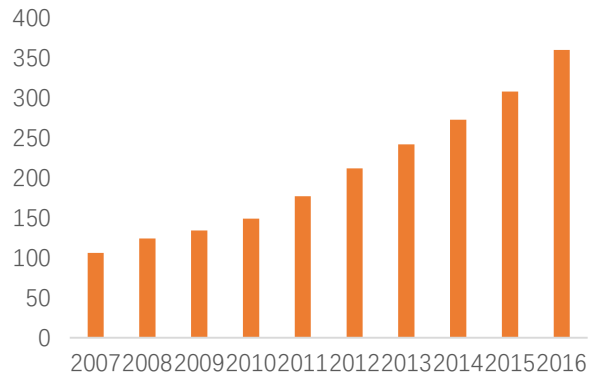
宏观层面购物中心指数向好的同时，近年来购物中心新增个数及面积均保持稳定增长，国内购物中心零售额与总零售额同步提升，占总零售额的比例基本稳定在 43%左右。

图 3：国内新开购物中心个数（个，%）



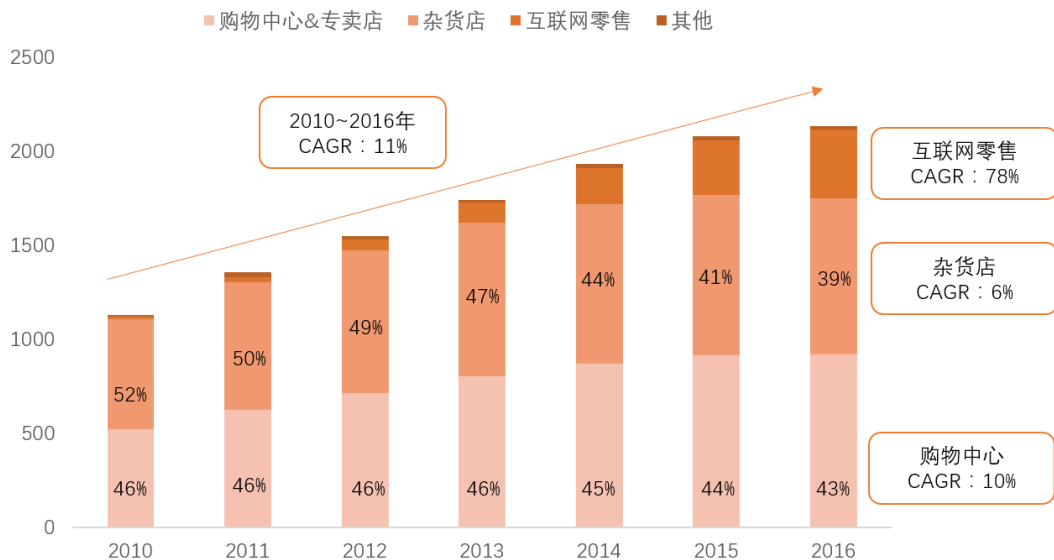
资料来源：赢商网，天风证券研究所

图 4：国内新增购物中心面积（单位：百万平方米）



资料来源：赢商网，天风证券研究所

图 5：国内购物中心零售额保持稳步增长，占总零售额比重约 43%（单位：十亿美元）

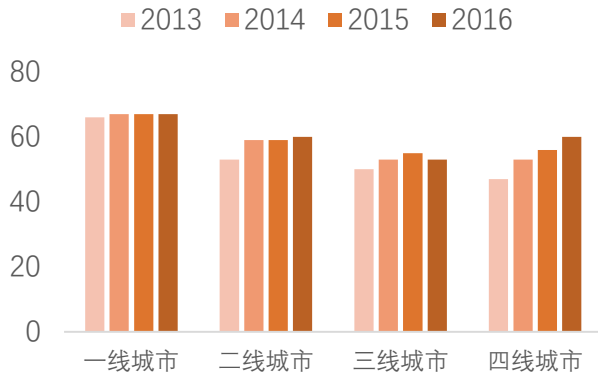


资料来源：欧睿国际，BCG 咨询，天风证券研究所

2.1.1. 购物中心加速进驻低线城市，国际品牌下沉难度大，错位竞争带来新机遇

购物中心提前布局低线城市，三线及以下城市新增购物中心数量占比较高。根据万达提供数据显示，低线城市购物中心日均客流量增速明显。其中 2013-2016 年四线城市购物中心日均客流量复合增长率达 26%，远高于一二线城市。根据赢商网数据，2017 年全国计划新开购物中心 970 个，实际新开 504 个，其中 58% 的新增购物中心位于三线及以下城市，三四线城市人口数量占全国人口总量的近 53%，而购物中心数量仅占全国购物中心总量的 16.5%，相比一二线城市，低线城市在未来消费升级的大趋势下仍有较大的提升空间。

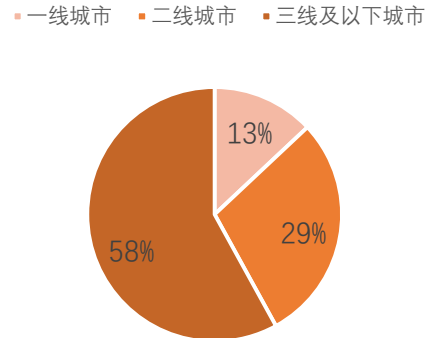
图 6：购物中心日均客流量（单位：千人）



资料来源：BCG 咨询，天风证券研究所

注：数据来源于成熟万达广场统计，“成熟”定义为 2016 年以前开业，销售客流综合排名前 30%

图 7：新增购物中心主要集中在三四线城市



资料来源：赢商网，天风证券研究所

国际品牌渠道下沉阻力较高，国产本土品牌迎来发展新机遇。我们认为国际品牌渠道下沉阻力主要体现在：（1）低线城市对国际品牌认知不足；（2）低线城市整体消费力不足；（3）国际品牌对于渠道商的吸引力下降；（4）多数情况下国际品牌不开放加盟。

低线城市对国际品牌认知不足，消费者较少为品牌溢价买单。由于地区发展差异，低线城市整体对于国际大牌认知不足，消费者更看重产品质量及性价比，由于时尚度及品牌带来溢价的国际品牌整体性价比偏低，对低线城市消费者吸引力较弱，国际品牌在低线城市渠道拓展上存在困难。

低线城市整体消费能力不足。国际品牌在选址是有较严格的标准，在选择渠道时会考虑购物中心配套店铺档次，而低线城市消费能力往往不足以支撑众多国际品牌的入驻。因此国际品牌在下沉时相对谨慎。

国际品牌对渠道商的吸引力降低。早期国际品牌入驻国内时，由于其自身的引流能力，往往享受较高福利补贴，具有较高的议价权，而当其自身电商渠道快速增长，整体引流效果下降，对渠道商的吸引力也逐渐降低。

多数情况下国际品牌不开放加盟。国际品牌对产品质量，人员管理的要求和标准相对较高，加盟意愿较低。

2.1.2. 购物中心渠道竞争加剧，与品牌博弈中，国产品牌议价权加强

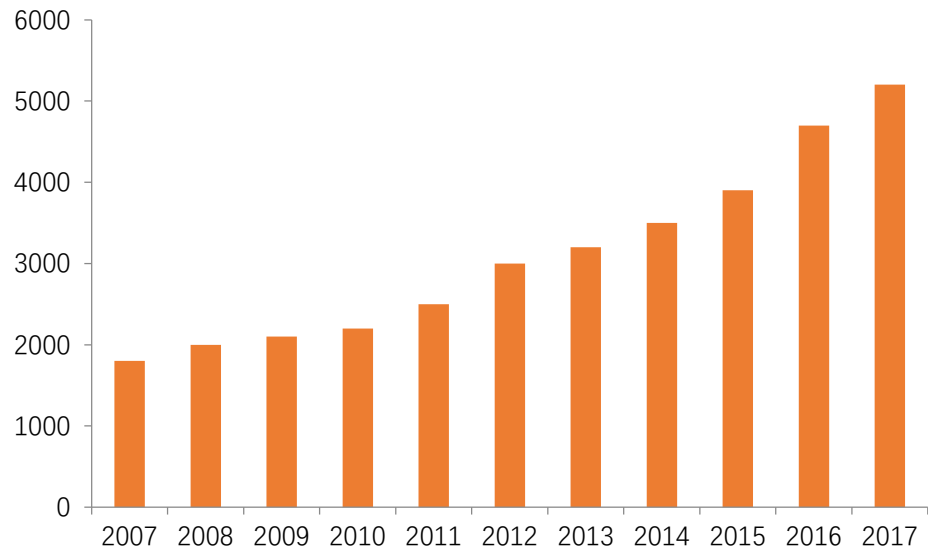
伴随购物中心渠道快速增长，渠道端竞争加剧，国产品牌话语权逐渐加强，主要体现在两点：（1）渠道端竞争加剧，渠道商对盈利重视程度增强；（2）购物中心快速扩张背景下，招商问题逐渐暴露，本土优质品牌成为稀缺资源。

购物中心渠道竞争加剧，渠道商对盈利重视程度增强。国产品牌相对国际品牌可以提供更高的扣点和租金，因此更受渠道商欢迎。

招商问题暴露，优质本土品牌成为稀缺资源。在购物中心渠道发展初期，渠道商具有较强的话语权，倾向于选择国际品牌并给予一定优惠，来达到提升客流量的目的。近年来伴随

购物中心数量快速增长，截止 2017 年底，全国购物中心数量突破 5000 家，而海澜之家/森马/太平鸟 2017 年底门店数量分别为 5792/8423/4251 家。其中的购物中心店铺，远远小于 5000 家，森马及太平鸟的购物中心门店数量分别为 320 家与 1386 家。整体来看，招商问题逐渐暴露，渠道商话语权减弱，成熟的本土连锁品牌受欢迎程度提升。

图 8：购物中心数量提升，整体竞争加剧（单位：个）

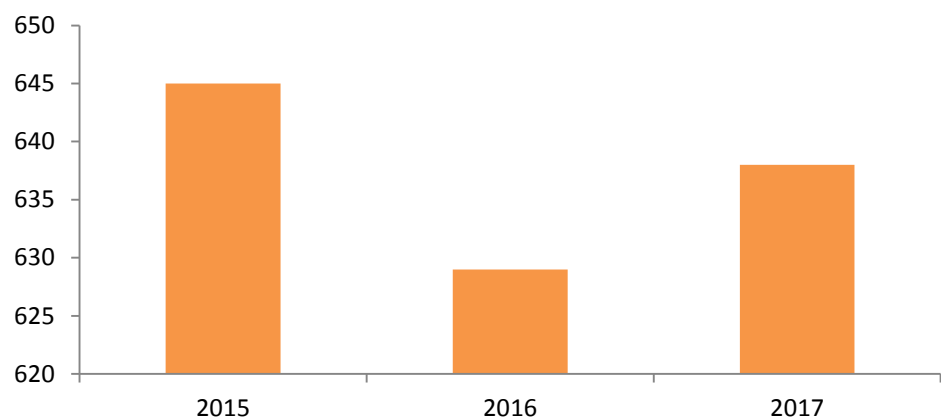


资料来源：中购联，赢商网，天风证券研究所

2.1.3. 海澜之家全面布局线下购物中心渠道，享受新兴渠道下沉红利

伴随线下购物中心渠道数量逐年增多，海澜之家在 2016-2017 年主要维持两条开店逻辑：（1）增加线下渠道数量；（2）拓展购物中心门店。2016 年公司增加开店数量，当年单品牌新开店数量达到 720 家。根据图 9，2015 年主要城市优质零售物业首层租金开始下降，并处于历史较低水平。海澜之家签约门店以 5 年为一个合同期，比其他品牌 2~3 年的合同期长，在租金低位获取好位置的长约，把握拿地最佳时机，在行业复苏前率先完成布局。同期购物中心以其体验式的综合业态，单店独立的品牌陈列，成为新的客流聚集地，2017 年中国购物中心数量达到约 5000 家，海澜在 2017 年重视购物中心店开发，前三季度 191 家净开店中，2/3 为购物中心店。

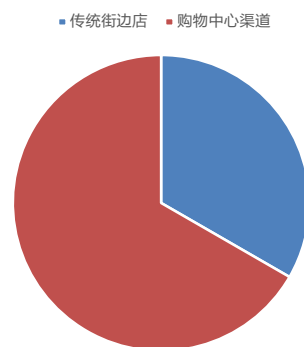
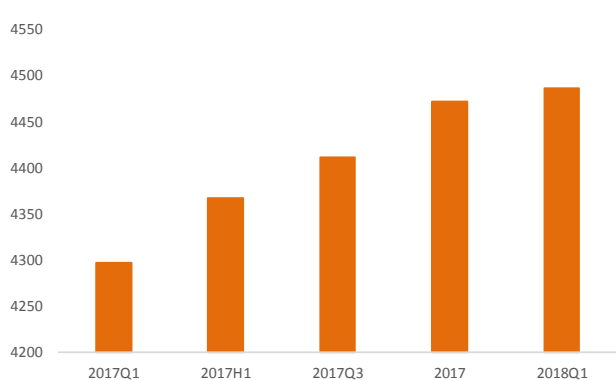
图 9：2015-2017 年一二线城市典型购物中心首层平均租金(单位：元/m²/月)



资料来源：，商赢网 天风证券研究所

图 10：海澜之家线下渠道数量逐年递增（单位：家）

图 11：预计新开店占比三分之二为购物中心店



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

资料来源: 商赢网 天风证券研究所

表 1: 2017 年以来海澜之家开店速度加速 (单位: 家)

渠道数据 (家)	2017Q1	2017H1	2017Q3	2017	2018Q1
海澜之家 (直营)	8	9	17	31	37
海澜之家 (加盟)	4297	4367	4411	4472	4486
爱居兔 (直营)	5	5	5	6	6
爱居兔 (加盟)	696	822	916	1044	1094
其他 (直营)	6	6	9	10	12
其他 (加盟)	333	282	250	229	225
总数	5345	5491	5608	5792	5860

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 线上渠道: 联手腾讯系, 有望实现快速增长

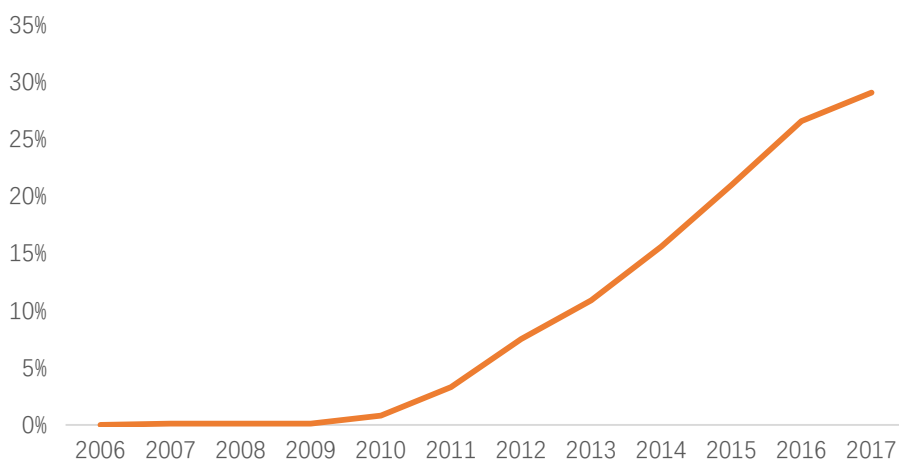
2018 年 2 月 2 日, 海澜之家与深圳腾讯普和签订了《股份转让协议》。荣基拟以 10.48 元/股的价格转让 2.39 亿股公司股份予腾讯普和, 总价为人民币 25 亿元, 本次转让股份占总股本的 5.31%。且公司与林芝腾讯签署了《关于共同发起设立产业投资基金之框架协议》。

我们认为, 腾讯入股海澜之家, 是互联网巨头布局线下渠道的重要一步, 代表着以海澜之家为代表的服装企业的线下渠道价值逐步被认可, 同时未来企业的线上渠道价值将会逐步提升。

2.2.1. 服装类电商收入快速崛起

伴随电子商务产业的快速发展, 服饰类电商零售额增速显著提升。根据 Euromonitor 数据显示, 线上服饰零售额占比从 2006 年的 0.1%逐步提升至 2017 年的 29.1%, 增速显著。

图 12: 线上服饰零售额占比提升

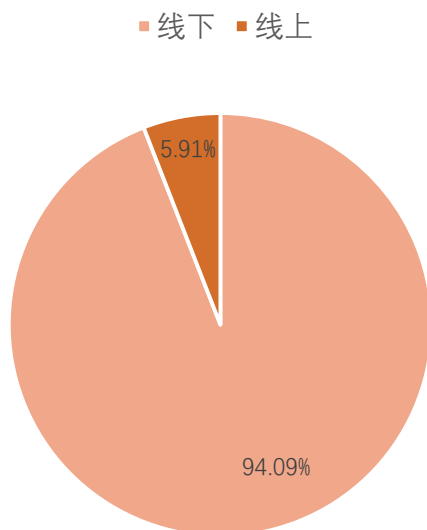


资料来源: Euromonitor, 天风证券研究所

2.2.2. 电商巨头助力, 未来线上增长可期

对于线上渠道方面, 目前公司电商渠道收入占比仅为 5%左右, 相比其他服装上市公司的线上占比仍存在巨大提升空间。一方面由于腾讯已经投资了京东和唯品会两大线上平台, 未来海澜之家可以借助两大平台获取更多的流量, 进一步促进销售额的提升; 另一方面, 腾讯+京东+唯品会的战略合作和会给公司的线下门店导入一部分客流, 有利于公司 O2O 的进一步推进, 从而提升公司的经营效率。我们认为通过此次的战略合作, 公司的线上渠道营收和占比将会有明显的增长。据公司公告, 海澜 2017 年双十一当日成交额 4.1 亿元, 同比增长 331.6%, 位列天猫男装第一名。

图 13: 2017 年线上收入占比较低



资料来源: 公司年报, 天风证券研究所

图 14: 双十一活动排名天猫男装第一

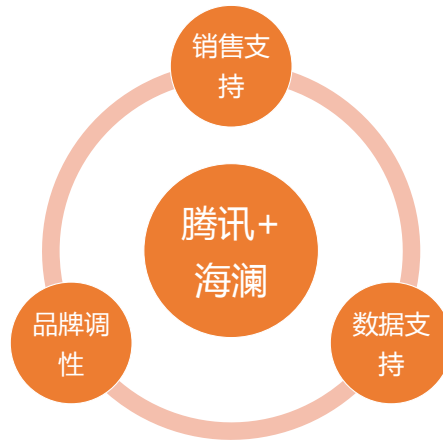


资料来源: 天猫商城, 天风证券研究所

我们认为腾讯入股海澜之家将会给公司的线上线下渠道方面带来更多的流量, 同时有利于

其线下渠道的扩张和公司 O2O 的稳步推进；其次，借助腾讯丰富的数据资源，公司可以更好的了解消费者需求，提升公司产品的适销率；另外，公司此次引入腾讯作为战投，也将更贴合年轻消费群体，利于品牌年轻化。

图 15：腾讯入股海澜带来重要影响



资料来源：天风证券研究所

2.2.2.1. 提供销售渠道支持

1) 对于线上渠道方面，目前公司电商渠道收入占比仅为 5%左右，相比其他服装上市公司的线上占比仍存在巨大提升空间。一方面由于腾讯已经投资了京东和唯品会两大线上平台，未来海澜之家可以借助两大平台获取更多的流量，进一步促进销售额的提升；另一方面，腾讯+京东+唯品会的战略合作和会给公司的线下门店导入一部分客流，有利于公司 O2O 的进一步推进，从而提升公司的经营效率。我们认为通过此次的战略合作，公司的线上渠道营收和占比将会有明显的增长。

2) 对于线下渠道来说，前几年公司通过独特的类直营模式快速提升了规模，目前正处于规模和店效的瓶颈期，此次与腾讯的合作将是公司业绩新增长的突破口。另外，腾讯在实体商业领域动作频繁，先后入股永辉超市、家乐福、万达商业和众多零售渠道；公司本身在供应链资源和营运能力方面具备一定的优势，依靠腾讯丰富的资源，未来海澜之家的线下渠道扩张将会更加顺利，同时也有利于公司实现渠道结构优化，进入更多的优质购物中心。

2.2.2.2. 提供数据支持

腾讯以及其投资的电商平台、线下零售渠道都拥有非常丰富的数据资源，公司此次和腾讯的合作，有利于公司借助海量用户数据更好的了解客户需求，从而开发更适合消费者喜好的产品，提升公司产品的适销率和市场竞争力。

2.2.2.3. 有利于公司品牌调性的调整

对海澜之家来说，其品牌形象一直在向年轻化时尚化调整，以此提升年轻一代消费群体的关注度。而腾讯拥有海量年轻用户群体，有利于公司更贴近年轻消费群体和品牌风格年轻化的转变。

3. 商业模式：链接产业链上下游，优质经营模式带来高增长

公司的经营模式为“品牌+平台”，通过打造产业链战略联盟，构建优质的营销网络，实现独特高效的运营能力和管理模式。

在产业链上游即供应端，公司采用合作型供应链，让供应商参与到产品的设计与开发中来，与供应商进行深度捆绑，赊购模式有效降低生产成本以及转嫁存货风险，同时刺激供应商设计生产能力，提振双方的整体收益水平；

在产业链下游，公司采用类直营的零售模式，实现千店一面化管理，与加盟商结成利益共同体，将加盟商的角色转化为投资者，有助于公司维护品牌形象及去除不必要的销售成本。

图 16：公司整合产业链，与加盟商和供应商进行深度合作，形成独特的经营模式



资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

3.1. 产业链上游：与供应商进行深度捆绑，降低存货风险

产品设计方面，公司与供应商通过合作开发新产品，充分利用供应商的设计资源。公司通过分析终端门店的零售数据抓取最新的消费趋势并制定新一轮的产品款式，供应商根据公司提供的提案自行设计开发并交由公司进行筛选打分，打分合格的样稿交回给供应商进行加工再生产，并最终送往终端门店。这使得公司在充分利用供应商设计资源的同时，也能够把握产品的设计风格，保证产品的设计质量。

图 17：公司与供应商合作开发新产品



资料来源：，公司公告，公司官网，天风证券研究所

在采购方面，公司在上游供应端采用“赊购为主，买断为辅”的双结合管理模式，降低公司的库存压力，提升供应商的盈利水平，实现双赢。

- 对于大部分服装（70%左右），公司使用赊购模式：在产品进入销售渠道后公司仅需支付 30%的应付货款，在销售完成后公司按月结算补交剩余尾款；同时对于滞销产品（一般为两季的滞销款即 17--18 个月的库存尾货）公司按原价退回给供应商；赊购方式使得公司将库存风险转嫁给供应商，并减少了滞销服装对渠道有限资源的占用。（资料来源：全球纺织网、凤凰财经）
- 对于其余服装，公司使用买断自营的方式：由于一些服装的生产成本较高，如羽绒服等，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而在设计生产上过于保守，选择将部分产品以买断自营的方式采购以保障设计生产水平及供货量。（资料来源：全球纺织网、凤凰财经）

由于赊购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，赊购模式下供应商毛利率高于买断模式（预计

赊销 30-40%、买断 15%)。另外，为了减轻供应商的存货压力，对于退回供应商的尾货，公司向供应商进行二次采购（预计四折的价格二次购入），并通过海一家品牌进行销售。

因此在公司已形成规模优势的背景下，供应商可以通过赊销的方式获得更好的收益；同时按月结算的制度及公司充裕的账上现金也为供应商的回款提供良好的保证，使得公司能够和供应商结成紧密的合作关系。

图 18：公司经营模式一览（上游公司—供应商赊购环节）



资料来源：公司公告，公司官网，全球纺织网、凤凰财经、天风证券研究所

3.2. 产业链下游：与加盟商形成合作，类直营模式保证销售质量

公司在前端销售环节采取自营与加盟相结合的类直营模式，与加盟商结成利益共同体，保证销售质量，实现低成本的快速扩张。公司终端零售以加盟为主，采用类直营管理模式，渠道掌控力更强，在公司与加盟商的关系中，加盟商拥有门店的所有权，扮演投资者的角色，负责资金投入；而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、产品陈设及订换货等，实现千店一面统一管理，有利于维护品牌形象，提升管理水平。在分成方面，海澜之家向供应商支付少量货款（我们判断约 30%左右），预计加盟商享得终端销售额的 35%，公司获得终端销售额的 65%，再从中拿出 40%的销售额兑付给供应商。

图 19：公司经营模式一览（上游+下游）



资料来源：公司公告，公司官网，全球纺织网、凤凰财经、天风证券研究所

类直营的销售模式使得公司门店实现快速扩张，并实现了低线城市的全面渗透。2017 年公司主品牌海澜之家实现门店 4503 家，18 年 Q1 拥有 4523 家，门店得到了快速增长。由于公司产品定位大众消费市场，渠道结构上主要以三四线城市为主，随着近年渠道的全面铺开，公司在低线城市渠道具备一定的规模优势，伴随低线城市的消费升级，公司将持续收益。

表 2：主品牌海澜之家门店数量稳步提升（家）

	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
海澜之家品牌门店(家)	3348	3517	4237	4503	4523
其中：直营店	2	6	8	31	37
其中：加盟店及商场店	3346	3511	4229	4472	4486

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4. 品牌矩阵：主品牌年轻化、多品牌矩阵打造服装航母

多数消费者心目中的海澜之家依然停留在“男人的衣柜”、“一年逛两次海澜之家”等耳熟能详的广告语，近两年海澜之家全力打破僵化已久的品牌印象，从门店到代言人进行全面替换转变，多个年轻副牌被推上一线，国民男装海澜之家正重新展示年轻化的一面。

目前公司旗下共有 8 个子品牌：全风格大众男装品牌 HLA、时尚休闲平价女装及童装爱居兔，年轻时尚品牌 HLA JEANS，轻商务男装 AEX，轻商务女装 OVV，中高端定制商务职业装圣凯诺，尾货处理卖场海一家，家居生活馆 HLA HOME。由于公司会将男装的供应链、渠道资源提供给新品牌，通过成熟平台的孵育子品牌很容易复制男装品牌的成功。

4.1. 主品牌 HLA：年轻化之路进行中

门店升级、产品推新、全新代言人代言，购物体验显著提升。

截至 2017 年底，主品牌 HLA 共计 4493 家门店，过去海澜之家的写实风格装修往往显得老旧，近年来主品牌全面更新门店形象，店铺风格焕然一新，从昏暗灯光成列变为更简洁时尚的北欧风格。整体布局更精致、陈列层次感加强，消费者购物体验显著增强。

产品端：公司摒弃原有的老旧 POLO 衫设计，整体设计发生质变，颜色及款式更沉稳也更符合当下审美趋势。同时公司大搞联名系列、IP 合作系列，与国产设计大师周翔宇合作推出 xander zhou X HLA 系列及东方梦工厂合作的《马达加斯加》电影成衣系列均获得消费者追捧。

代言人方面，公司选用更年轻，更具时尚表现力的林更新来代替原有的印小天、杜淳等，整体品牌调性更加年轻化。

图 20：品牌门店年轻化



图 21：更年轻、更具时尚表现力、观众缘更好的代言人

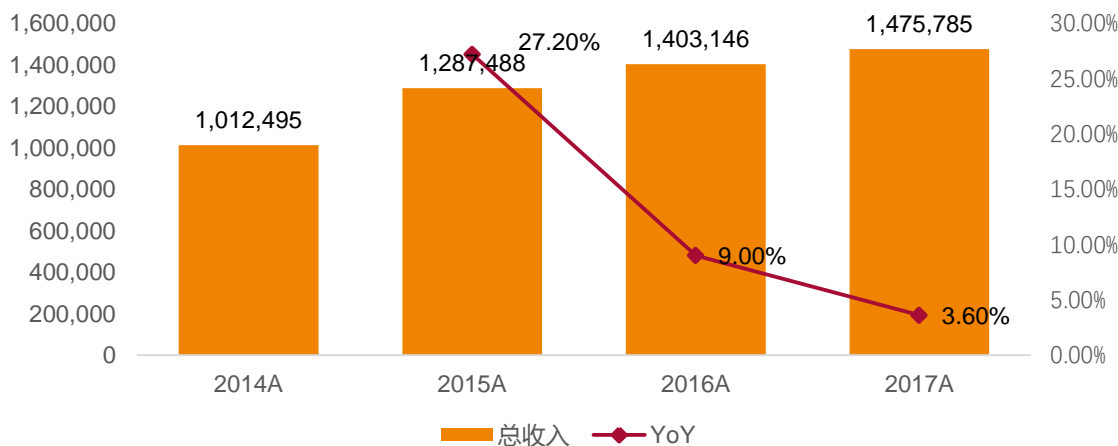


资料来源：品牌服饰网，亿邦动力网，天风证券研究所

资料来源：天猫官网，天风证券研究所

品牌与调性上：主品牌产品年轻化策略明显，时尚调性提升。产品上，2017 年以来，海澜之家体现了明显的年轻化策略，与时尚设计师 Xander Zhou 推出合作款，签约年轻热度偶像林更新，推出年轻化时尚度高的新款，其新款服装宣传海报风格由广告“时尚教母”许舜英亲自操刀，向奢侈品大片的风格靠拢。宣传上，除了续约三季《奔跑吧兄弟》和《最强大脑》的独家服装赞助外，海澜之家还在数月之间先后赞助《蒙面唱将》、《火星情报局》，冠名《单身战争》等多档网络综艺。以《奔跑吧兄弟》为代表的网综节目都拥有着大批年轻、固定的受众，这符合海澜之家品牌向年轻化转型的策略。伴随着全方位的转变，年轻化策略初显成效，17 年主品牌海澜之家实现营收 147.58 亿元 (+5.2%)，售罄率整体提升。

图 22：主品牌营收稳步增长（万元，%）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 3：海澜之家分品牌累计经营数据

	营收累计 (亿)				2017Q	2017H	2017Q	2017	2018Q
	2016Q1	2016H1	2016Q3	2016	1	1	3	2017	1
海澜之家	44.0	74.4	100.9	140.3	43.7	76.2	102.1	147.6	47.9
YOY					-0.6%	2.4%	1.2%	5.2%	9.5%
爱居兔	1.3	2.0	2.8	5.1	2.0	3.3	5.0	9.0	3.39
YOY					55.3%	70.8%	77.1%	75.5%	71.6%
圣凯诺	3.8	7.4	11.6	16.3	4.0	9.5	13.0	18.8	4.43
YOY					5.0%	28.8%	12.1%	15.6%	11.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 4：海澜之家分品牌单季经营数据 单位：亿元

	营收单季度 (亿)									
	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	
海澜之家	44.0	30.4	26.5	39.4	43.7	32.5	25.9	45.5	47.9	
YOY					-0.6%	6.8%	-2.2%	15.3%	9.5%	
爱居兔	1.3	0.7	0.9	2.3	2.0	1.4	1.7	3.9	3.39	
YOY					55.3%	99.9%	91.0%	73.5%	71.6%	
圣凯诺	3.8	3.6	4.2	4.7	4.0	5.5	3.4	5.8	4.43	
YOY					5.0%	53.9%	-17.5%	24.0%	11.3%	

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 5：海澜之家电商营收数据，2018Q1 增速较快 单位：亿元

单位：亿	2017Q1	2017H1	2017 前三季度	2017	2018Q1
电商营收	1.38	4.33	5.99	10.54	2.78
占比	2.7%	4.8%	4.9%	5.8%	4.9%
毛利率	60.4%	60.8%	61.0%	57.6%	54.5%
退货率	——	——	——	11%	——

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 6：直营和加盟店的营收和毛利情况 单位：亿元

单位：亿	2018Q1	2018Q1 毛利率
直营店	1.36	61.69%
加盟店及商场店	51.02	39.39%
合计	52.38	39.97%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 7：海澜之家渠道情况梳理（截至 2018Q1 期末）

渠道数据（家）	2018Q1	2017Q1	2017	18Q1 新开	18Q1 关店
海澜之家（直营）	37	8	31	6	0
海澜之家（加盟）	4486	4297	4472	68	54
爱居兔（直营）	6	5	6	0	0
爱居兔（加盟）	1094	696	1044	63	13
其他（直营）	12	6	10	2	0
其他（加盟）	225	333	229	2	6
合计	5860	5345	5792	141	73

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.2. 爱居兔：高速成长的大众时尚女装

2014 年，爱居兔由“运动/休闲服饰”转型为“大众时尚女装”，品牌以“年轻、时尚、平价、休闲风格”为标签，突出产品性价比。2016 年起，爱居兔力邀“素颜女神”王丽坤为品牌代言人，演绎产品的时尚气质和生活简约风格。2017 年，爱居兔开辟童装线 EICHITOO KIDS 打造高性价比童装。2017 年，爱居兔女装零售规模 30 亿元，报表营收规模达到 9 亿元，同比增长 75%，截至 2018Q1，渠道数量 1100 家，联营比例不到 20%。预计 2020 年，门店对应的销售规模达到 40 亿以上，门店数 2000 家以上，毛利率水平维持在 35%以上，联营比例达到 20%-30%。

图 23：爱居兔女装代言人王丽坤



图 24：爱居兔女装门店形象



资料来源：海澜之家官网 天风证券研究所

资料来源：爱居兔官网 天风证券研究所

4.3. HLA JEANS/AEX/OVV：多种不同定位副牌覆盖全人群

HLA Jeans：公司新开拓年轻潮牌，着力于为都市年轻族群，切入男装细分市场，以与众不同的方式，打造时尚男装品类中更具更年轻、更具设计感、更具品质感与性价比的服装品牌。

图 25：HLA Jeans 店面形象



资料来源：网易、天风证券研究所

图 26：HLA Jeans 风格偏向潮系



资料来源：网易、天风证券研究所

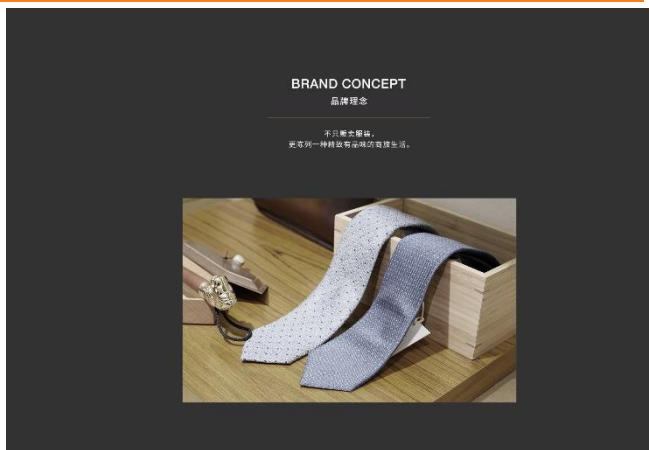
AEX&OVV：时尚偏轻奢男（AEX）女（OVV）装，价格区间在主品牌两倍以上。主要面向都市白领。拥有独立设计团队，渠道主要覆盖一二线购物中心。强调设计质感和在同档次中高性价比，产品面料和设计均对标国际一线品牌。整体仍处于培育期。

图 27：AEX 店面形象



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 28：AEX 风格偏高端轻奢



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 29：OVV 店面形象

图 30：OVV 风格简约时尚



资料来源：搜狐，天风证券研究所



资料来源：搜狐，天风证券研究所

4.4. Heilan Home：优选生活进行时

海澜优选生活馆：海澜集团旗下生活方式类家居品牌，致力于为消费者打造家居生活相关的全品类产品一站式购物新空间，店面及产品风格对标 MUJI，整体极简素淡风，具有本土价格优势，（价格普遍为 MUJI 的 2/3）。作为一站式家居产品集合店，海澜优选生活馆售卖的商品种类遍及服装、生活杂货以及时尚家居领域，近 4000 种 SKU，产品涵盖十大优选商品系列：办公用品系列、化妆用品系列、餐桌用品系列、厨房用品系列、床上用品系列、护理用品系列、旅行用品系列、生活用品系列、服装类、家具用品系列。

海澜优选生活馆主打海量丰富的高品质产品，手可及的购物体验，以生活场景作为灵感的店铺陈列，让消费者拥有沉浸式的家居购物体验。

图 31：海澜优选门店形象



资料来源：搜狐，天风证券研究所

图 32：海澜优选线上品类丰富



资料来源：搜狐，天风证券研究所

5. 可转债发行，物流及信息化升级，新零售发展新动能

5.1. 可转债发行：拟募资 30 亿元

2018 年 6 月 13 日，公司收到中国证监会出具的《关于核准海澜之家股份有限公司公开发行可转换公司债券的批复》（证监许可[2018]836 号）。本次拟发行可转换公司债券募集资金总额为人民币 300,000 万元。本次发行的可转换公司债券每张面值为人民币 100 元，按面值发行，共计发行 3,000 万张。

本次发行的可转债票面利率第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 0.8%、第四年 1.0%、第五年 1.3%、第六年 1.8%。本次发行的可转换公司债券初始转股价格为 12.40 元/股。

本次发行可转债由大公国际担任评级机构，海澜之家主体信用等级为 AA+，本次债券信用等级为 AA+。

5.2. 募资方向，主要面向新零售信息化升级

公司本次公开发行可转债拟募集资金 30 亿元，分别投资产业链信息化升级项目（6.2 亿元）、物流园区建设项目（19.5 亿元）与爱居兔研发办公大楼建设项目（4.3 亿元）。

表 8：可转债募集资金使用情况（万元）

		项目投资总额	募集资金拟投入金额
1	产业链信息化升级项目	70,899.71	62,000.00
2	物流园区建设项目	211,367.70	195,000.00
3	爱居兔研发办公大楼建设项目	46,952.30	43,000.00
	合计	329,219.71	300,000.00

资料来源：公司公告，天风证券研究所

产业链信息化升级项目：公司投资建设的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，打造一智慧门店，推动一精准营销，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。

图 33：产业链信息化升级项目



资料来源：公司公告，天风证券研究所

物流园区建设项目：本项目位于海澜服装工业城及顾山物流园区，总建筑面积 37.65 万平方米；购置货架、托盘、输送机等各类物流设备共 1,452 台（套）及信息系统设备 724 台（套）；同时建设项目范围内的管线及道路、停车场、绿化等配套工程。

爱居兔研发办公大楼建设项目：为适应爱居兔快速增长的业务需求，增强爱居兔的研发设计能力，打造爱居兔国内领先的都市时尚休闲女装品牌地位，本项目拟建设爱居兔研发办公大楼，作为爱居兔及爱居兔 kids 的研发办公业务基地，完成产品的研发设计，并支撑爱居兔公司的日常运营。本项目建成后，主要实现设计、展示、培训、办公及其他配套功能。

本项目在公司现有时装设计研发能力的基础上，通过进一步引入高端设计人才、添置高端设备和改善办公环境，打造全国领先的研发设计中心。同时本项目的建设将通过为高端人才提供一流的工作环境，提升对全国乃至世界优秀研发人才的吸引力，增强公司的人才储备，提高公司的整体设计水平。

在营销渠道建设方面，公司在巩固三四线城市门店覆盖的基础上，继续抢占优质商业资源，积极向一、二线市场渗透和辐射，同时加大对购物中心门店的拓展力度，不断优化门店网络营销布局，同时，公司将对现有门店进行全面的信息化、智能化升级改造，实现快速收银、无人收银功能，在提升门店经营效率、降低管理成本，并开展一精准营销系统建设，通过引入智能识别系统、智能展示平台、智能试衣间与 O2O 配套设施等系统，打造智慧门店，为客户提供全新的消费体验。

我们认为，本次可转债发行成功，有利于助力公司新零售布局，提高公司运营的整体信息化、智能化水平，提升公司的销售能力及市场竞争力；能够提升公司的仓储物流服务能力及运营效率，为公司未来的业务发展提供支撑；能够提升公司的研发、设计能力，提高产品研发的精准度，提升产品的畅销度。如未来可转债实现转股，公司净资产规模得以增加，资本实力得以提升；公司的财务结构将进一步优化，抵御财务风险的能力得以增强。

6. 盈利预测与估值

6.1. 盈利预测

考虑到主品牌处于改善期，渠道结构继续优化，出于审慎原则，将 18 年净利润由 37.4 亿元下调为 36.9 亿元；同时考虑到公司多品牌矩阵已成，副品牌逐步发力，女装爱居兔品牌保持较高增长速度加之腾讯入股助力渠道优化，有望带来协同效应，上调公司 19/20 年盈利预测；预计 18—20 年 EPS 为 0.82/0.92/1.03 元（原值为 0.86/0.95/1.05 元），对应 PE13/11/10 倍。

表 9：分品牌盈利预测（万元）

海澜之家	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	CAGR_17-19
总收入	1,012,495	1,287,488	1,403,146	1,475,785	1,591,029	1,764,830	1,971,035	
YoY		27.20%	9.00%	3.60%	7.81%	10.92%	11.68%	4.90%
总店数	3,348	3,517	4,237	4,487	4,987	5,477	5,997	
单店收入	302	366	331	329	319	322	329	
YoY		21.00%	-9.50%	-6.00%	-3.00%	1.00%	2.00%	
毛利率	41.10%	41.40%	39.90%	40.34%	40.50%	40.50%	40.50%	
爱居兔								
收入	30,298	30,507	50,999	89,482	123,102	160,990	199,774	
YoY		0.70%	67.20%	75.46%	37.57%	30.78%	24.09%	54.40%
总店数	269	306	630	1050	1350	1650	1950	
单店收入	113	100	81	85	91	98	102	
YoY		-11.50%	-18.80%	17.00%	7.00%	7.00%	5.00%	
毛利率	21.20%	17.70%	19.20%	27.79%	27.00%	27.30%	27.50%	
其他品牌								
收入	23,858	38,757	35,276	29,935	35,921	41,453	49,744	
YoY		62.50%	-9.00%	-1.10%	20.00%	15.40%	20.00%	8.00%
总店数	99	167	376	260	275	285	297	
单店收入	241	232	94	134	145	158	169	
YoY		-3.70%	-59.60%	43.00%	8.00%	9.00%	7.00%	
毛利率	17.20%	17.40%	22.70%	-26.15%	20.00%	20.20%	20.40%	
圣凯诺								
收入	116,094	144,165	162,751	187,970	201,128	219,229	234,575	
YoY		24.20%	-11.40%	15.50%	7.00%	9.00%	7.00%	10.70%
毛利率	48.60%	49.40%	49.80%	51.70%	52.00%	51.00%	51.00%	
其他	51,100	82,094	47,787	36,838	55,257	49,731	44,758	
YoY		60.65%	-41.79%	50.13%	50.00%	-10.00%	-10.00%	
营业总收入	1,233,844	1,583,011	1,699,959	1,820,009	2,006,437	2,236,234	2,499,886	
YoY		28.30%	7.40%	7.06%	10.24%	11.45%	11.79%	9.70%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

6.2. 相对估值

海澜之家是定位大众的休闲服饰龙头企业，我们选取同行业其他可比休闲服饰或男装品牌的上市公司：太平鸟、拉夏贝尔、森马服饰、雅戈尔、七匹狼。从行业平均估值来看，2018—2019 年的 PE 为 16.60 和 14.05；考虑到公司作为龙头企业给予一定估值溢价，给予 18 年 17X 倍 PE，对应 3—6 个月目标价为 13.94 元。

表 10：可比上市公司估值

公司	2018E	2019E
太平鸟	17.96	13.82
拉夏贝尔	15.10	13.76
森马服饰	20.67	17.15
雅戈尔	14.92	13.31
七匹狼	14.35	12.22
平均	16.60	14.05

资料来源：wind，天风证券研究所

7. 风险提示

主品牌复苏不及预期，消费疲软。公司主品牌占收入比重仍然较大，应注意在此过程中出现消费疲软或调整不到位导致效果不及预期，从而影响公司业绩。

库存积压风险。公司 15 年由于受到暖冬影响，造成库存积压，导致未来两年公司清理渠道库存，影响业绩水平，应注意由于天气原因或公司对市场判断失误导致的库存积压，影响公司业绩。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	8,858.42	7,841.98	12,294.09	15,032.47	15,679.29
应收账款	703.19	664.17	877.12	241.84	298.87
预付账款	505.81	519.06	792.22	595.05	932.57
存货	8,632.13	8,492.69	11,236.68	10,823.92	13,924.68
其他	53.59	123.47	83.37	88.20	106.06
流动资产合计	18,753.13	17,641.37	25,283.48	26,781.49	30,941.48
长期股权投资	0.00	714.57	714.57	714.57	714.57
固定资产	2,904.07	3,138.73	3,324.22	3,390.43	3,372.07
在建工程	822.85	810.24	522.14	361.29	246.77
无形资产	450.43	493.83	469.81	445.80	421.79
其他	1,446.32	2,299.57	2,265.38	2,212.61	2,211.00
非流动资产合计	5,623.67	7,456.94	7,296.12	7,124.69	6,966.20
资产总计	24,376.79	25,098.30	32,579.61	33,906.18	37,907.67
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7,545.81	6,827.48	9,700.55	8,909.14	11,420.20
其他	4,570.47	5,619.34	5,175.56	6,101.00	6,090.90
流动负债合计	12,116.28	12,446.82	14,876.11	15,010.14	17,511.10
长期借款	0.00	499.50	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,151.48	974.64	1,899.42	1,675.18	1,516.41
非流动负债合计	2,151.48	1,474.14	1,899.42	1,675.18	1,516.41
负债合计	14,267.76	13,920.96	16,775.53	16,685.31	19,027.51
少数股东权益	65.02	0.00	0.71	1.39	2.15
股本	1,168.12	1,168.12	4,492.76	4,492.76	4,492.76
资本公积	2,017.40	2,032.71	2,032.71	2,032.71	2,032.71
留存收益	8,758.65	9,901.38	11,310.60	12,726.72	14,385.25
其他	(1,900.16)	(1,924.87)	(2,032.71)	(2,032.71)	(2,032.71)
股东权益合计	10,109.04	11,177.34	15,804.08	17,220.86	18,880.16
负债和股东权益总计	24,376.79	25,098.30	32,579.61	33,906.18	37,907.67

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,123.13	3,329.33	3,691.85	4,129.05	4,620.50
折旧摊销	289.08	331.36	186.62	198.66	206.89
财务费用	0.08	6.35	(150.25)	(212.80)	(239.16)
投资损失	(40.25)	(12.84)	(18.50)	(18.50)	(18.50)
营运资金变动	(1,071.97)	(2,144.57)	527.28	1,148.95	(1,243.05)
其它	627.72	1,369.93	(32.92)	7.14	7.70
经营活动现金流	2,927.78	2,879.57	4,204.08	5,252.51	3,334.38
资本支出	1,374.99	2,417.20	(864.78)	304.24	208.77
长期投资	0.00	714.57	0.00	0.00	0.00
其他	(1,955.93)	(5,339.84)	890.62	(378.66)	(254.10)
投资活动现金流	(580.93)	(2,208.06)	25.84	(74.42)	(45.33)
债权融资	0.00	947.54	149.35	199.13	265.51
股权融资	235.72	222.34	3,399.05	255.47	296.05
其他	(1,718.33)	(2,831.83)	(3,326.21)	(2,894.29)	(3,203.78)
筹资活动现金流	(1,482.61)	(1,661.96)	222.19	(2,439.70)	(2,642.23)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	864.24	(990.45)	4,452.11	2,738.39	646.82

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,999.59	18,200.09	20,064.37	22,362.33	24,998.86
营业成本	10,371.37	11,110.42	11,947.07	13,373.57	14,989.78
营业税金及附加	132.87	147.98	160.51	178.90	199.99
营业费用	1,422.95	1,548.98	1,705.47	1,900.80	2,124.90
管理费用	973.30	1,054.01	1,163.73	1,319.38	1,449.93
财务费用	(120.91)	(120.43)	(150.25)	(212.80)	(239.16)
资产减值损失	187.96	126.52	341.09	357.80	374.98
公允价值变动收益	0.11	(3.34)	(33.67)	6.46	6.92
投资净收益	40.25	12.84	18.50	18.50	18.50
其他	(80.72)	(37.34)	30.35	(49.92)	(50.83)
营业利润	4,072.42	4,360.46	4,881.56	5,469.65	6,123.85
营业外收入	41.59	42.71	48.54	44.28	45.18
营业外支出	8.53	7.71	6.62	7.62	7.32
利润总额	4,105.47	4,395.47	4,923.47	5,506.31	6,161.71
所得税	982.34	1,066.14	1,230.87	1,376.58	1,540.43
净利润	3,123.13	3,329.33	3,692.60	4,129.73	4,621.28
少数股东损益	0.49	0.45	0.75	0.68	0.78
归属于母公司净利润	3,122.65	3,328.87	3,691.85	4,129.05	4,620.50
每股收益(元)			0.82	0.92	1.03

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	7.39%	7.06%	10.24%	11.45%	11.79%
营业利润	3.45%	7.07%	11.95%	12.05%	11.96%
归属于母公司净利润	5.74%	6.60%	10.90%	11.84%	11.90%
获利能力					
毛利率	38.99%	38.95%	40.46%	40.20%	40.04%
净利率	18.37%	18.29%	18.40%	18.46%	18.48%
ROE	31.09%	29.78%	23.36%	23.98%	24.48%
ROIC	-416.81%	-1599.46%	183.83%	286.83%	2960.73%
偿债能力					
资产负债率	58.53%	55.47%	51.49%	49.21%	50.19%
净负债率	70.65%	48.40%	32.47%	25.16%	7.70%
流动比率	1.55	1.42	1.70	1.78	1.77
速动比率	0.84	0.74	0.94	1.06	0.97
营运能力					
应收账款周转率	25.12	26.62	26.04	39.97	92.47
存货周转率	1.87	2.13	2.03	2.03	2.02
总资产周转率	0.71	0.74	0.70	0.67	0.70
每股指标(元)					
每股收益	0.70	0.74	0.82	0.92	1.03
每股经营现金流	0.65	0.64	0.94	1.17	0.74
每股净资产	2.24	2.49	3.52	3.83	4.20
估值比率					
市盈率	14.83	13.91	12.55	11.22	10.02
市净率	4.61	4.14	2.93	2.69	2.45
EV/EBITDA	0.56	0.46	6.48	5.36	4.71
EV/EBIT	0.60	0.49	6.74	5.56	4.87

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com