

## 经营模式创新，龙头价值凸显

### --“服装智造”优质龙头深度报告系列（一）

#### 核心观点：

##### ● 本报告特色及核心逻辑：

我们对公司的上、下游体系架构及其利润率和核心能力进行了深入全面的测算与分析。认为在高效的运营平台和体系引领下，在丰富产品系列配合下，公司作为男装行业龙头企业，预计将实现稳健增长。

##### ● 增长点来自多方面：

**一、公司搭建高效的“平台型”经营模式，为公司长期增长提供动力。**与供应商深度利益绑定，提高产品质量的同时与供应商实现双赢。类直营模式与加盟商共赢，电商和海外布局将进一步扩大市场规模。**二、公司高效的运营和营销策略将加大品牌的溢价空间：**信息化平台助力搭建高效的供应链生态圈；紧抓热点事件、增大客流量导入的营销策略，不断增强品牌在消费群体中的忠诚度和美誉度。**三、对于服装行业内生的存货问题，公司处之有道：**去库存周期接近尾声，业绩稳定增长可期。

##### ● 股利支付率稳定，为投资者带来稳定的回报：

公司的利润分配政策将保持连续性和稳定性，15-17年公司分红分别为14.82/22.01/21.57亿元，股利支付率维持在50%以上；同期股息分别为0.33/0.49/0.48元，为投资者带来稳定的回报。

##### ● 投资建议：

我们预测公司2018-2020年分别实现EPS 0.811/0.897/1.007元，以8月31日收盘价(9.96元)计算对应18年PE为12.28倍。我们看好公司多品牌和多品类发展前景、高效率平台化运营整合上下游资源带来营运效率的提高，认为目前公司价值明显低估，给予“推荐”评级。

#### 主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	18,200.09	20,022.85	22,193.11	24,656.37
YOY	7.06%	10.02%	10.84%	11.10%
净利润(百万元)	3,319.43	3,644.38	4,030.82	4,523.24
YOY	6.30%	9.79%	10.60%	12.22%
EPS(元)	0.74	0.81	0.90	1.01
P/E	13.48	12.28	11.10	9.89
P/B	4.00	3.51	3.09	2.73
P/S	2.46	2.23	2.02	1.81

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 海澜之家(600398.SH)

### 推荐 (维持评级)

#### 分析师

##### 李昂

☎：8610-83574538

✉：liang\_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130517040001

#### 特此鸣谢：

##### 林相宜

☎：8610-66568843

✉：linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

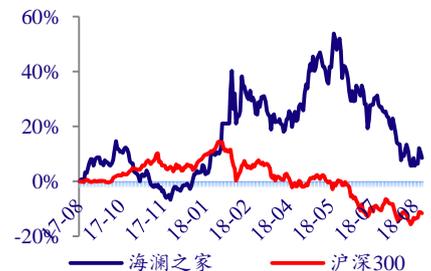
对本报告编制提供信息

#### 市场数据

2018-08-31

A股收盘价(元)	9.96
A股一年内最高价(元)	14.75
A股一年内最低价(元)	9.50
上证指数	2,725.25
市盈率	12.71
总股本(万股)	449,275.79
实际流通A股(万股)	449,275.79
流通A股市值(亿元)	447.48

#### 相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河纺织】纺织服装行业深度报告暨2018年中期投资策略--“服装智造”：分化行情下，坚守龙头价值

【银河纺织】行业周观点20180827\_继续看好行业估值修复

## 投资概要：

### 驱动因素：

**产品端质感升级、系列丰富，有效拓宽覆盖消费者层次。**产品端逐渐从陈旧的 POLO 衫设计过渡到与时尚接轨的棉麻系列、更符合时代审美的机理系列等。产品品类除覆盖大众男装外，还包括女装、商务装、童装、轻奢男女装、家居馆等，有效拓宽覆盖消费者层次。

**类直营模式：与加盟商共赢构建良性生态体系。**类直营模式构建“海澜之家—门店—消费者”的扁平化销售层级：1.结合单加盟和单直营二者的优势，取消各级代理设置，加盟店直接面向消费者，较短的销售环节意味着较少的逐级加价；2.加盟商主要通过海澜之家的品牌溢价和产品实现盈利，只需出资和承担日常经营成本，大大降低对加盟商经营能力的要求；3.能够及时获取终端销售情况、把握消费者消费习惯及审美偏好，减轻加盟商存货滞销风险和门店管理压力的同时，加盟商销售、获取盈利的动力更加充足。

### 我们与市场不同的观点：

**市场认为 15Q4 起库存积压，公司库存压力较大，制约业绩增长速度。**我们认为公司 2015Q4 库存积压是由多方面因素造成的：1.公司 2013-2015Q1 收入均保持 50% 以上增长，2015Q1 收入同比增速高达 71.99%，销售的高速增长导致备货量大幅增加；2. 2015 年 Q3 股市大幅向下调整导致可选消费支出随之下降；3. 2015 年暖冬天气导致终端销售情况不及预期；4. 购物中心的渠道冲击当时以街边店为主的销售模式，使得销售量不及预期。**我们认为，目前公司已处于去库存周期的末期，库存压力较 2015 年底降低，业绩稳定增长可期：**1. 库龄结构中 1 年以内占比提升趋稳；2. 库销比呈现季节性特点，17 年以来有所改善；3. 前期积压库存已经历两个适销季，已基本出清完毕，存货规模稳中有降，存货周转率提升显著。

**与供应商联合开发的模式，供应商利润几何？**我们通过以下几个方面分析了公司独特的与供应商合作模式：1. 采购方面，以赊购为主，部分滞销商品附有可退货条件降低存货风险；2. 设计方面，与供应商联合开发，既充分贴近市场，又有效利用了供应商的设计资源；3. **详细测算了售罄率对供应商毛利率影响的敏感性分析，数据表明，供应商两季毛利率通常情况约为 21.57%，处于 ODM 制造商中较高水平，且利润水平稳定。公司与供应商深度利益绑定，提高产品质量的同时实现双赢。**

**估值与投资建议：**我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入分别为 200.23/221.93/246.56 亿元，同比增长 10.02%/10.84%/11.10%；归母净利润分别为 36.44/40.31/45.23 亿元，对应增速 9.79%/10.60%/12.22%；对应 EPS 0.811/0.897/1.007 元，以 8 月 31 日收盘价（9.96 元）计算对应 18 年 PE 为 12.28 倍。公司在男装行业市占率多年稳坐第一，集中度不断提升，在经历高增长周期后，目前进入稳健增长阶段，未来发展将受益于行业集中度提升。通过使用相对估值的方法评价，股票的合理价值区间为 12.17-14.60 元，公司价值明显低估，给予“推荐”评级。

**股价表现的催化剂：**公司以国民男装品牌为基础，定位多品牌覆盖广泛客户群；搭建高效的“平台型”经营模式，为公司长期增长提供动力。类直营模式与加盟商共赢，电商和海外布局将进一步扩大市场规模；公司高效的运营和营销策略将加大品牌的溢价空间。对于服装行业内生的存货问题，公司处之有道，去库存周期接近尾声，业绩稳定增长可期。

**主要风险因素：**并购整合不当、新品牌推广销售不及预期、终端消费回暖不及预期等风险。

## 目 录

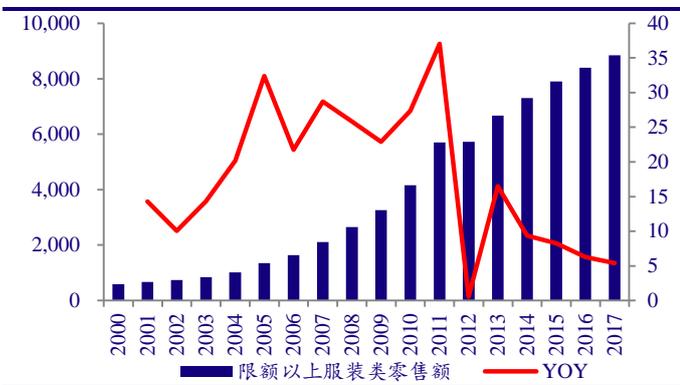
<b>一、男装行业增速放缓，海澜之家稳占行业龙头</b> .....	<b>1</b>
(一) 男装行业增速放缓，集中度逐年提高 .....	1
(二) 发展历程：借壳上市助力公司快速发展，腾讯战投提供外延基础.....	2
(三) 公司战略：以国民男装品牌为基础，定位多品牌覆盖广泛客户群.....	3
(四) 股利支付率稳定、为投资者带来稳定回报 .....	5
<b>二、高效的“平台型”经营模式促公司长期增长</b> .....	<b>6</b>
(一) 与供应商深度利益绑定，提高质量的同时实现双赢 .....	6
(二) 类直营模式与加盟商共赢，电商和海外布局扩大市场规模.....	8
(三) 高效的运营和营销策略：加大品牌溢价空间 .....	11
<b>三、存货清理处之有道，业绩稳定增长可期</b> .....	<b>14</b>
(一) 15Q4 起存货大幅增长，高库存积压制约销售增长速度.....	14
(二) 去库存周期接近尾声，业绩稳定增长可期 .....	16
<b>四、财务分析：各项指标优秀</b> .....	<b>17</b>
(一) 盈利能力持续且稳定 .....	17
(二) 营运能力较为健康 .....	18
(三) 偿债能力较强 .....	19
(四) 期间费用稳定 .....	20
<b>五、公司估值及投资建议</b> .....	<b>21</b>
(一) 盈利预测 .....	21
(二) 公司估值 .....	22
(三) 投资建议：“推荐” .....	24
<b>六、风险提示</b> .....	<b>24</b>
<b>七、附录</b> .....	<b>25</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>26</b>
<b>表格目录</b> .....	<b>27</b>

## 一、男装行业增速放缓，海澜之家稳占行业龙头

### (一) 男装行业增速放缓，集中度逐年提高

中国服装行业保持稳定增长，同时男装行业市场规模增速不断下降。2017 年限额以上服装类批发和零售业零售额达 8,851.10 亿元，2010-2013 年 CAGR 为 17.10%，2013-2017 年 CAGR 为 7.31%，稳定增长但增速放缓。据 Euromonitor 统计，男装行业市场规模在 2017 年达到约 5,346 亿元，预计 2020 年将达到 5,991 亿元的规模，市场规模增速在 2011 年后不断下降，自 2014 年稳定在 4% 左右，主要由于市场饱和度的上升。

图 1：限额以上服装类零售额（亿元）及 YOY（%）



资料来源：国家统计局，中国银河证券研究院

图 2：男装行业市场规模（亿元）及增速（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

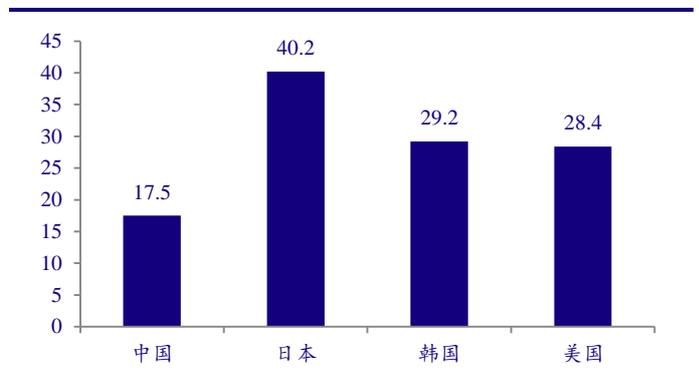
男装行业市场集中度逐年提高，竞争格局受快消品牌外延冲击。男装行业市场集中度逐年提高，CR10 从 2012 年的 12.9% 到 2017 年的 17.5%，龙头海澜之家由于企业运营效率的提高、产品质量和产品设计能力提高，行业集中度从 2012 年 1.4% 迅速增长到 2017 年 4.7%。但从国际对比情况来看，我国男装市场集中度低于韩国、美国，远低于日本，说明我国男装公司仍有很大的集中度提升空间。同时，男装行业的单个品牌可覆盖目标消费群年龄跨度为 20-45 岁，使得男装品牌获客成本较低，市场集中度较高。所以品牌建立和品牌宣传对于男装行业来说至关重要，以便于增加消费者的品牌忠诚度和品牌粘性。

图 3：我国男装行业市场集中度情况（%）



资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

图 4：2017 年各国男装品牌 CR10 分布（%）



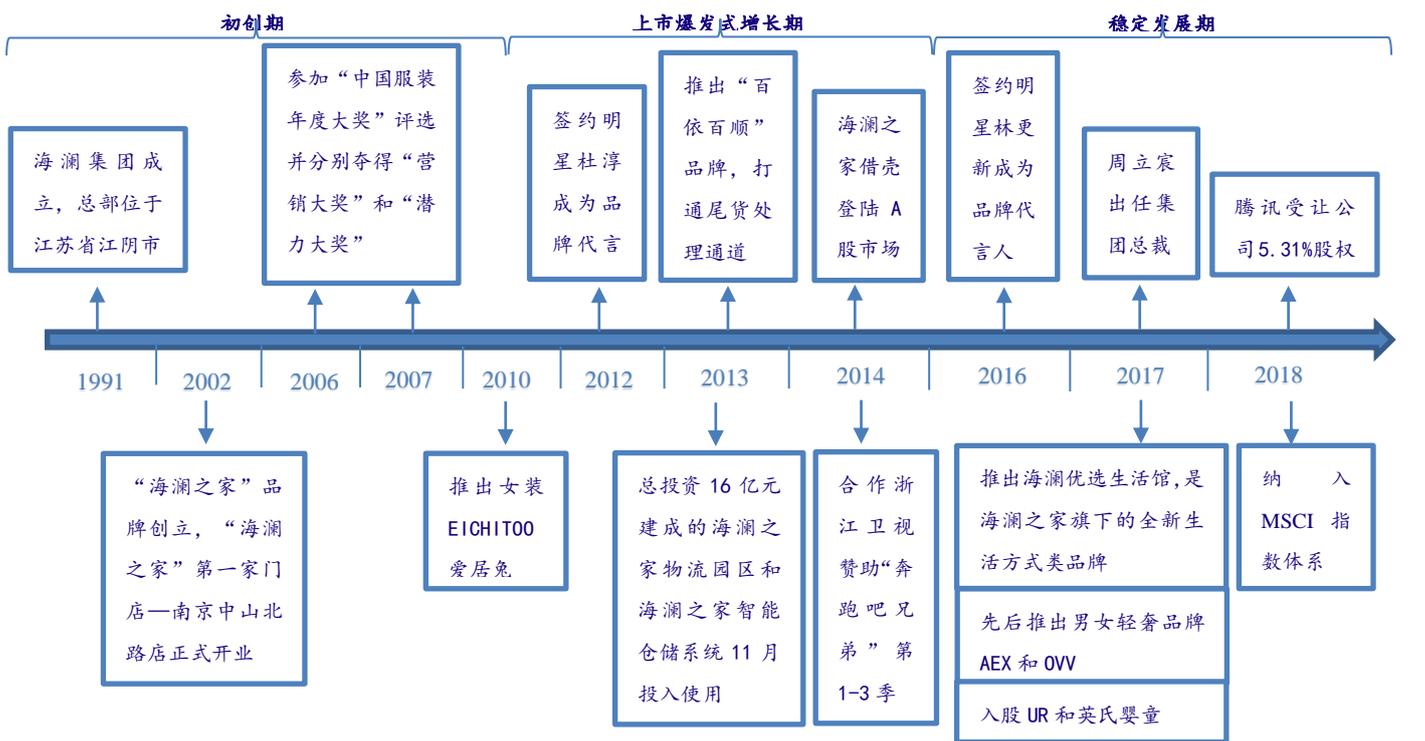
资料来源：Euromonitor，中国银河证券研究院

男装的销售周期较长，多元化、多品牌化转型成为突破男装行业天花板的明智之选。由于男性消费者的审美需求变化较慢，SKU 远小于女装，去库存压力相对较小，产品的标准化程度相对较高，随着集中度的提高规模效应将得到放大。在男装行业市场规模整体增速趋缓的情况下，行业内占据市场份额较高的公司主要为中国传统西装制造企业，如罗蒙、雅戈尔、柒牌、利郎等。但受家庭收入的增加、男性消费者对更好的个人着装和更好的个人外表的意识逐渐增强的影响，男性消费者的精细化需求刺激了男装的多样化发展，我们预计街头服饰、商务装、独立设计师、休闲服装和品牌合作的发展将延长行业成熟生命周期。

## （二）发展历程：借壳上市助力公司快速发展，腾讯战投提供外延基础

海澜之家服饰股份有限公司成立于 2002 年，2012 年首发申请失败，于 2014 年成功借壳凯诺科技登陆主板。荣获“2016 年度十大影响力服装品牌”；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；2017 年 2 月海澜之家创始人周建平之子周立宸出任集团总裁，85 后的周立宸为海澜之家带了新思维、新活力与新形象。

图 5：公司发展历程（数据更新至 2018.6.30）



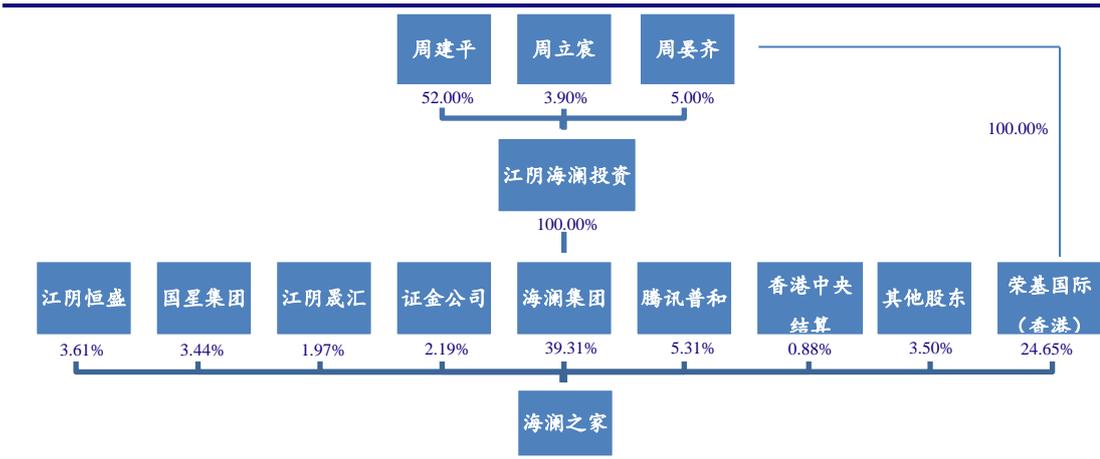
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

海澜之家第一大股东海澜集团将其持有的 95,000 万股无限售流通股质押给中国农业银行股份有限公司江阴分行，占其所持有公司股份总数的 53.79%，占公司总股本的 21.15%。鉴于海澜集团资信状况良好，具备履约能力，质押风险可控，平仓风险或被强制平仓的风险较低。

公司股权结构稳定，携手腾讯，数字化改革打造“智能零售”。2018 年 2 月，控股股东的一致行动人“荣基国际”拟以 10.48 元/股转让 2.38 亿股予“腾讯普和”（总价 25 亿元），转让后占比公司股份 5.31%。同时全资子公司“江阴海澜”与“林芝腾讯”、“宁波挚信”（两方均为腾

讯普和股东)合作投资设立100亿元产业投资基金。通过“服装产业链+互联网资源+专业资本运作”强强联合,达到提升数字化能力(通过技术改革打通线上线下会员、商品、支付)和流量数据(线上流量)导入,整合从产业链开放供货平台到延长用户“需求周期”,最终达到全产业链覆盖的目的。公司与腾讯携手发展,为后续接洽并购标的提供强大背书。目前周建平及其一致行动人控制股权24.19%,公司股权结构稳定,有利于公司未来发展计划的稳步实施。

图 6: 海澜之家股权结构图 (数据更新至 2018.6.30)

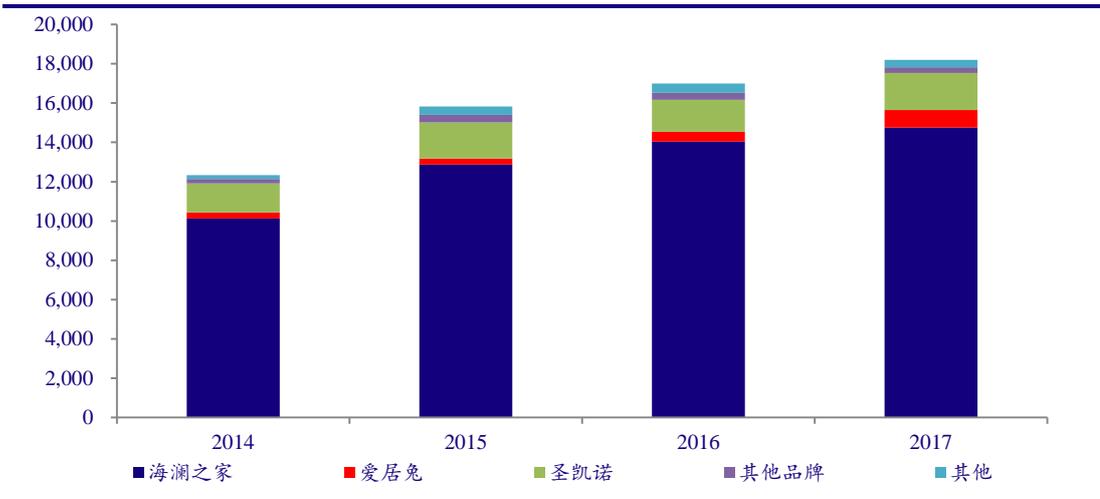


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

### (三) 公司战略: 以国民男装品牌为基础, 定位多品牌覆盖广泛客户群

海澜之家是定位大众休闲服饰市场的全国连锁男装品牌,引入了创新的自选式、一站式购物理念。以“男人的衣柜—海澜之家”的高性价比全品类男装为基础,积极布局“时尚休闲平价女装—爱居兔”、原百依百顺“尾货处理卖场品牌—海一家”和专供企业客户的“中高端定制商务职业装—圣凯诺”。其中海澜之家为公司主品牌,收入贡献在80%以上。

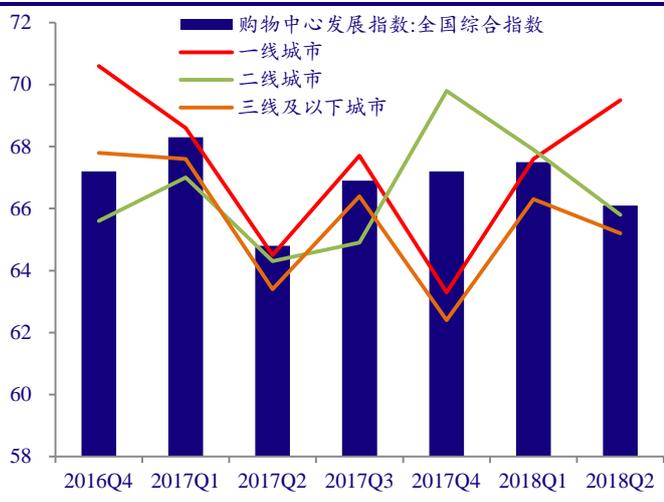
图 7: 公司各品牌收入构成情况 (百万元)



资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

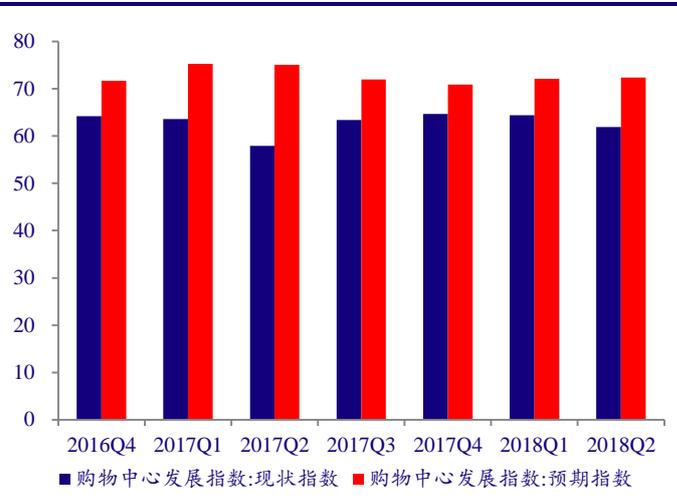
仍存新开店空间，开店速度符合预期。截至 2018H1，海澜之家全品牌线下店铺数量 4,694 家（含海外店 11 家），净开店 191 家。从 2017 年整体数据反映，门店遍布全国 31 个省（自治区、直辖市），覆盖 80% 以上的县、市，净开店约 2/3 为百货/购物中心，开店速度没有明显变缓，开店目标性也很明确。目前公司在一、二线城市百货/购物中心布局较为完善，但在三线及以下城市购物中心仍有较大的开店空间。男装品牌海澜之家和女装品牌爱居兔的高性价比休闲服饰定位更符合三线及以下城市消费者，相对于国际快时尚品牌的版型、设计更贴合我国大众消费者的审美。根据商务部发布的《中国购物中心发展指数报告》，其中综合指数由现状指数及预期指数构成，2018Q2 综合指数值 66.1，同比提升 2.01PCT，高于荣枯线 16.1；2018Q2 预期指数环比提升 0.3PCT，自 17Q4 以来市场预期逐步回暖。

图 8：购物中心综合指数及分城市能级指数



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图 9：购物中心发展指数：现状指数&预期指数



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

平台型多品牌发展，突破单个品类定位局限。主品牌海澜之家 14-17 年 CAGR 为 13.38%，主品牌的稳定增长为公司带来充裕的现金流用以培育/吸收新品牌。公司培育多个子品牌：包括爱居兔、HLA Jeans、AEX、OVV 等，自 17Q3 以来投资本土快时尚品牌 UR (Urban Revivo) 10% 股权及本土高端婴童品牌英氏 44% 股权。公司产品品类除覆盖大众男装外，还包括女装、商务装、童装、轻奢男女装、家居馆等。女装品牌“爱居兔”在剥离原有运动装、男装品类后，处于快速增长（14-17 年 CAGR43.47%）阶段，旗下多个年轻品牌具备长期成长空间。

表 1: 海澜之家及旗下品牌概况 (数据更新至 2018.6.30)

	HLA	爱居兔	圣凯诺	HLA JEANS	AEX	OVV	海澜优选	海一家
产品定位	25-45 男性 高性价比男装	18-30 女性 时尚休闲平价女装	中高端定制 商务职业装	约 20 岁 潮牌	25-45 岁 轻奢、轻商务品牌		办公、化妆、餐桌、 厨房、床品、护理、 旅行、生活、家具、 服装等 4000 多 SKU	尾货处理
价格区间	约 898 元 (冬季大衣)	约 800 元 (冬季大衣)	约 2000 元 (三件套)	HLA 的 90%-95%	约 2000 元 (冬季大衣)		约为 MUJI 的 2/3	HLA 的 1/3
设计	供应商联合 开发	供应商联合开发	订单化生 产		独立设计团队&买手制		独立设计团队	一季售罄 率>80%的
采购	买断/赊销: 3/7	目前: 买断制 未来: 尝试赊销+买断	自产		独立生产&海外大牌代工厂			爆款, 进行 二期继续
加价倍率	3-4 倍	约 4 倍	-	<3	3	3	-	销售
平均店效	约 600 万	250-300 万	N/A	总部 2000 万	目标 800-1000 万		300 万	约 3000 万
渠道	目前: 70% 街 边+10% 购物 中心/百货 未来: 各 50%	目前: 50% 街边+50% 购物中心/百货 未来: 二-四线城市	B2B	主要为二、三 线城市的百 货/购物中心		一、二线城市核心商圈的优质购物中心 直营店、买断制		街边店
门店数量	4,696	1,158				245		
发展阶段	成熟期	成长期				孵化期		成熟期

资料来源: 公司公告、公司调研, 中国银河证券研究院

#### (四) 股利支付率稳定、为投资者带来稳定回报

公司 2017 年 11 月 9 日公告制定《未来三年股东回报规划 (2017-2019 年)》，规定公司的利润分配政策将保持连续性和稳定性，在公司盈利、现金流满足公司正常经营和中长期发展战略需要的前提下，公司优先采用现金分红的利润分配方式。

表 2: 上市以来股利分配情况

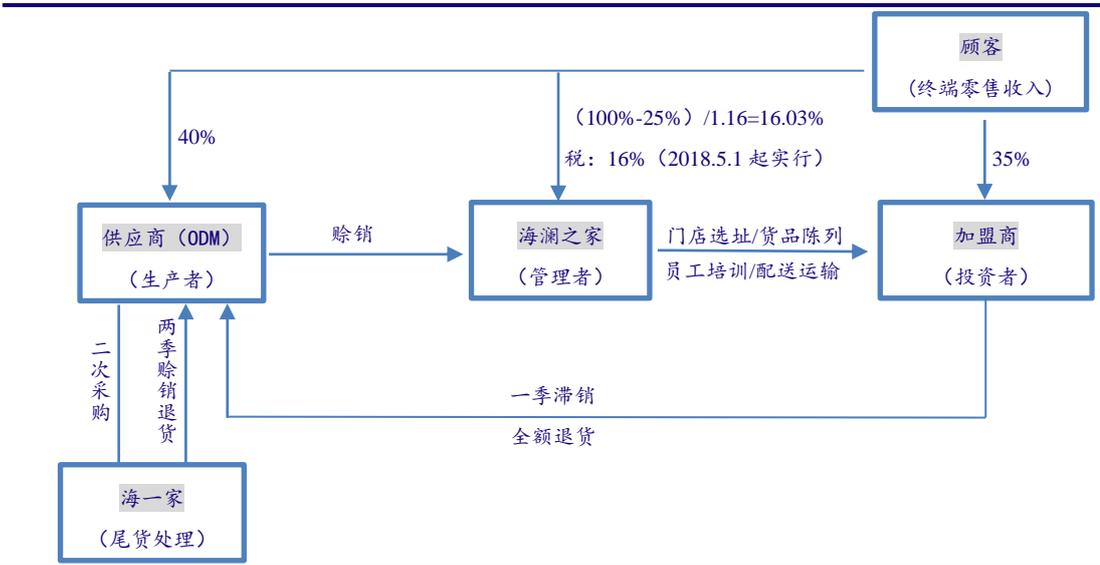
	归母净利润 (亿元)	现金分红 (亿元)	股息 (元)	分红比例	股息率 (8.31 日)
2017	33.29	21.57	0.48	64.78%	4.82%
2016	31.23	22.01	0.49	70.50%	4.92%
2015	29.53	14.83	0.33	50.20%	3.31%
2014	23.75	17.07	0.38	71.89%	3.82%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

## 二、高效的“平台型”经营模式促公司长期增长

海澜之家采用“供应商—海澜之家—门店—消费者”的扁平化经营模式，可概括为：与上游供应商深度利益绑定，提高质量的同时实现双赢；与下游加盟商共赢，电商和海外布局进一步扩大市场份额。在行业初期粗放式发展已不能满足目前服装行业快速发展的趋势，精细化管理将是解决行业痛点的最优解之一。分成机制方面，终端销售额的35%给加盟商，65%扣除增值税后的56.03%为报表收入，其中40%兑付给供应商（供应商采购以赊销为主，故以ODM供应商为例），余下的16.03%扣除相关费用、所得税后大致为归属海澜之家的净利润。

图 10：经营模式与分成机制



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### （一）与供应商深度利益绑定，提高质量的同时实现双赢

#### 1. 与供应商联合开发，打造柔性供应链

采购方面，以赊购为主，部分滞销商品附有可退货条件降低存货风险。除不合格品和质量有问题的商品可退货外，还约定了一定期限后（一般为两个适销季）依然滞销的商品可以退货。对于有退货条件的存货的结算模式，除在货物入库时先付小部分（一般不超过30%）的货款外，货款的支付以零售为导向，结合货物实际销售情况，逐月与供应商结算。从而规避了海澜之家报告期内存货余额较大的风险。同时，为了减少供应商的存货和经营压力，公司与供应商二次采购退货商品，并通过海一家进行尾货二次销售。

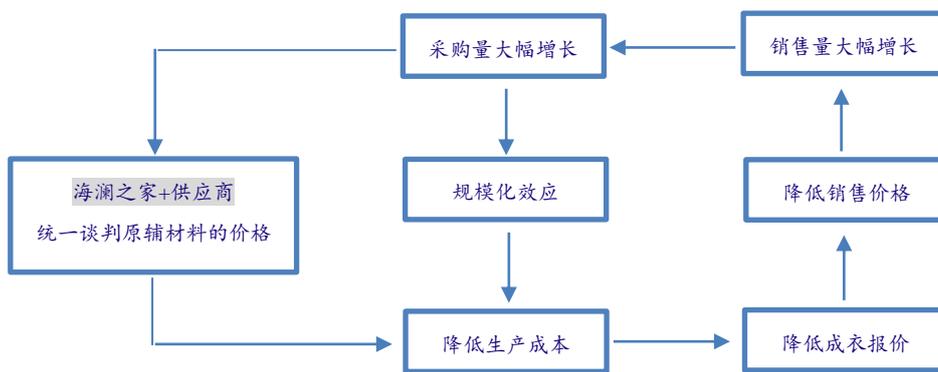
表 3：不附滞销可退货条件的产品与可退货条件产品在主营业务收入比重情况（除“圣凯诺”品牌） 单位：万元

	符合退货条件的存货	不符合退货条件的存货	合计	符合退货条件的存货占比
2017	11,015.01	4,937.01	15,952.02	69.05%
2016	10,969.60	3,924.61	14,894.21	73.65%
2015	9,403.72	4,163.82	13,567.54	69.31%
2014	7,583.70	3,083.05	10,666.75	71.10%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

设计方面，与供应商联合开发，既充分贴近市场，又充分利用了供应商的设计资源。公司的设计中心主要负责产品的规划，具体的设计工作由供应商的设计团队完成，通过筛选和修改最终完成产品的设计。海澜之家将供应商的设计能力与其业绩直接挂钩，以充分激励供应商提高设计水平。在确定新产品款式后，优先将该款产品交由提供该款设计的供应商生产，只有在该供应商的生产能力不能满足采购量需要时才会将该款产品交给其他供应商生产；同时，海澜之家与供应商签订附“滞销商品可退货”条款的采购合同，产品设计不符合市场需求则可能会出现滞销，滞销商品退回给供应商，将直接影响供应商的获利能力。

图 11：海澜之家与供应商良性流通环节示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2. 供应商利润率稳定，优势产能集中度较高

供应商集中度较高，产品质检过硬。公司建立了完善的供应商甄选标准和体系，对供应商的生产设备、工艺流程、管理水平等进行评估与定期考核，并建立了相应的淘汰机制。同时，通过跟单员的驻场监督，确保产品的质量与交期。

图 12：前五大供应商采购额（百万元）及占年度采购总额的比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

供应商两季毛利率通常情况约为 21.57%，处于 ODM 制造商中较高水平，且利润水平稳定。售罄率是跟踪公司销售景气度的核心指标，既反映终端销售情况、也影响备货预期，同时直接影响赊购模式中供应商的毛利率，是海澜之家上下游最为重视的核心指标。18 年一季度公司一季售罄率约在 65%，预计两季售罄率为 70%，景气度又收缩回落，但仍处于正常销售经营波动范围。公司春夏产品/秋冬季产品的销售分界线为每年一季度/三季度，从 18Q1 的情况来看，16 年秋冬季产品已经过完整两季的销售，售罄率约 80%。

表 4：售罄率对供应商毛利率影响敏感性分析的相关名词及假设

相关名词	具体解释
买断模式（自营）	OEM 式供应商。约占存货 30%（参考表 3），多为基本款（T 恤、羽绒服），销售量高，库存积压风险小。采购倍率约 1.15 倍，供应商毛利率约为 10%。
赊销模式（联营）	ODM 式供应商。约占存货 70%（参考表 3），赊销下单后供应商定制生产，销售后与供应商月结货款。采购倍率约 1.6-1.7 倍，两个适销季未售出可全部向供应商退货，“海一家”将以成本价的 4-5 折采购部分尾货来进行二次销售。
售罄率	指一定时间段某种货品的销售占总进货的比例，是跟踪公司销售景气度的核心指标，既反映终端销售情况、也影响备货预期。海澜之家在每年一季度末统计秋冬装售罄率、三季度末统计春夏装售罄率。一般情况下，公司一季售罄率约为 60-70%，两季售罄率约为 70-80%。
供应商综合毛利率	$(\text{海澜之家采购价} \times \text{售罄率} + \text{销售尾货回款} - \text{生产成本}) / (\text{海澜之家采购价} \times \text{售罄率} + \text{销售尾货回款})$ (假设价格均为税后价格)

资料来源：公司公告、公司调研，中国银河证券研究院整理

表 5：售罄率对供应商毛利率影响的敏感性分析

海澜之家两季售罄率	供应商生产成本	海澜之家采购价	供应商毛利率 (不考虑尾货)	销售尾货回款	供应商综合毛利率 (考虑尾货)
55%	100	165	-10.19%	18	8.05%
60%	100	165	-1.01%	16	13.04%
65%	100	165	6.76%	14	17.53%
70%	100	165	13.42%	12	21.57%
75%	100	165	19.19%	10	25.23%
80%	100	165	24.24%	8	28.57%
85%	100	165	28.70%	6	31.62%

资料来源：中国银河证券研究院测算

## （二）类直营模式与加盟商共赢，电商和海外布局扩大市场规模

### 1. 类直营模式：与加盟商共赢构建良性生态体系

类直营模式构建“海澜之家—门店—消费者”的扁平化销售层级。一般加盟模式管理模式下，加盟店所有权归加盟商所有，加盟商与品牌商利益并不统一，终端销售难有敏锐的反馈，不能对消费需求变化做出快速的反应。“连而不锁”成为普遍现象，一旦行业的景气程度下降，门店扩张的速度进入平缓期，就带来了库存积压等问题，加盟模式的劣势便开始逐步显现，从而降低公司盈利能力。对比来看，海澜之家的类直营模式的优势逐渐显现：1) 结合单加盟和单直营二者的优势，没有设置各级代理，加盟店直接面向消费者，形成“海澜之家—门店—消

费者”的扁平化销售层级，较短的销售环节意味着较少的逐级加价；2) 加盟商主要通过海澜之家的品牌溢价和产品实现盈利，只需出资和承担日常经营成本，大大降低对加盟商经营能力的要求；3) 能够实时获取终端销售情况、把握消费者消费习惯及审美偏好，从而减轻加盟商存货滞销风险和门店管理压力的同时，加盟商销售、获取盈利的动力更加充足。

**加盟政策不断适应市场变化，力争与供应商实现共赢，实现生产端的良性循环。**2014 年加盟政策进一步地改进，对于部分相对成熟的加盟商，公司取消了加盟 100 万的押金制度。即使在单店销售增速放缓甚至下降时，考虑到门店培育成本和后续逐步改善的投资收益率（5 年合作期）加盟商不会轻易解约。公司将原来固定的 35% 固定分成比例改为弹性制，将售罄率、ROE、门店店效、成长阶段等纳入考核标准，这样不仅有助于公司保持对加盟商的粘性吸引度和在上下游供应链中的优势地位，也有利于改善公司的盈利水平。

表 6：加盟店管理模式与一般加盟模式比较

项目	加盟商	海澜之家	一般加盟商模式
加盟店的民事责任、 税费、所有经营费用	承担	不承担	承担
店铺装修、形象规划	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、全国联网的 ERP 系统、防盗系统、统一型号撬边机，员工工作服等	品牌商对实体渠道形象、货品管理、销售数据等方面难以进行统一的掌控与管理；终端销售难有敏锐的反馈，不能对消费需求变化做出快速的反应
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	加盟商一般采用订货会模式进货，拥有存货的所有权，存货存在滞销风险
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	按照统一指导价/一定范围内加价
收入确认	按产品实际零售价格确认销售收入，分配得销售收入约 35%	按产品销售指导价的一定比例确定的结算价格，分配得销售收入约 65%	按照手续费/视同买断确认销售收入
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	按零售价格确认的销售收入减去商品成本、相关费用、存货减值后的结余为加盟店利润
收入确认流程	公司通过加盟店或商场店委托代销的商品，在收到加盟店或商场店出具的委托代销清单后，按照实际结算价格即净额来开票确认收入。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--公司按开票价格确认销售收入、同时结转相应的销售成本		

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 2. 电商渠道：携手腾讯，数字化改革打造“智能零售”

海澜之家强大的品牌聚客能力和线下渠道营销能力，与腾讯系联合打造“智能零售”，预计迎来全渠道新零售模式的快速发展。“互联网+”不是颠覆行业模式，而是融合互联网思维与传统企业的运营模式。在互联网红利不断下降的背景下，公司及时顺应新零售发展趋势：电商渠道立足服务多品牌发展战略的布局与规划，以更好的提升品牌聚客能力和消费吸引力。腾讯战投后，公司将借助其投资的京东、唯品会两大线上平台，扩大客流量的同时，新零售模式的渠道结构也日趋完善。

图 13：我国服装家纺行业网络零售额（亿元）及同比（%）情况



资料来源：中国纺织工业联合会，中国银河证券研究院

2017 年线上渠道收入占比仅为 5.91%，相比同行业上市公司线上收入占比提升仍存在较大空间。公司从营销、商品、视觉、服务等方面稳步推进电商业务，建立线上线下品牌认知，提高用户粘性及下单转化率；通过引入智能化辅助系统，实现标准化、智能化的系统操作，推动电商信息化升级，提高工作效率；从客户的需求出发深挖销售数据，调整营销活动的灵活性和商品上架速度，精准营销，提高产品适销率和竞争力。公司线上销售在 2017 年双十一活动中初见成效，销售额约 4 亿元。线上销量的增长，将进一步扩大公司销售端数据。

图 14：线上收入（百万元）及占比



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

图 15：2017 年双十一男装行业排名情况



资料来源：商务部，中国银河证券研究院

### 3.试水国际市场：消费市场延伸至东南亚地区

目前公司主品牌 HLA 已在马来西亚、新加坡、泰国等国家开店 11 家，预计未来相继进入菲律宾等东南亚新晋发展中国家。2017 年公司海外收入 616.84 万元，毛利率 56.77%（由于税率、汇率、较低租金等因素，毛利率较国内销售 39.62% 偏高）。目前公司店铺选址靠近国际快消品牌 Zara、优衣库，海外店铺坪效约为 4 万元/日，店铺开业一年内可基本实现盈亏平衡，奠定公司国际化发展的基础和信心。公司完成了海外门店销售、货物管理及相关业务与公司信息系统数据的对接，为海外市场销售及数据的积累建立保障，提升海外门店的运营效率。

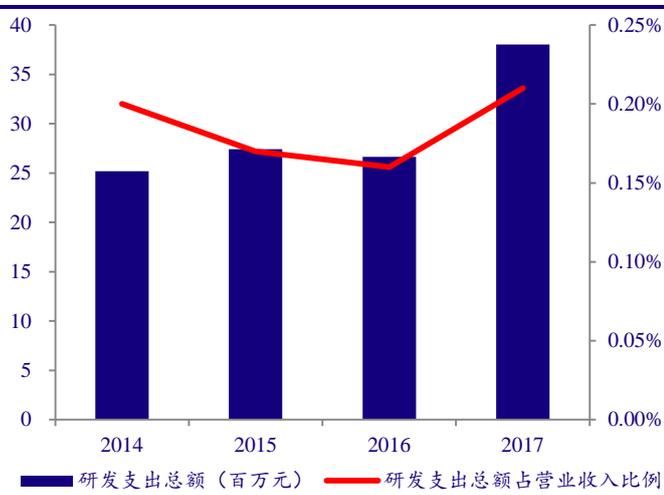
公司海外市场暂不涉及美国市场，故受中美贸易战影响较低。因 2018 年 6 月以来贬值的趋势，公司海外业务的汇兑收益金额对报表有一定程度的贡献，但由于目前海外市场较小，对总体利润影响不大。

### （三）高效的运营和营销策略：加大品牌溢价空间

#### 1.研发能力：主品牌与供应商联合开发、副品牌独立设计迎合个性化需求

公司重视研发投入，致力于新材料的开发和新款式的设计，通过强大的信息系统搜集、分析客户的切实需求来指导产品规划，从而保持“海澜之家”主品牌的时尚度和品牌的美誉度，同时有效控制生产成本。结合各副品牌的产品定位，建立独立的开发管理团队。

图 16：研发支出（百万元）及占营业收入比例（%）



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 17：研发人员及占公司总人数的比例



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

#### 2.信息化平台搭建：高效的供应链生态圈

信息化系统实时掌握门店库存、销售等数据，物流生态链的高效率提高管理效率。所有加盟店统一使用全国联网的 ERP 系统、防盗系统。通过信息系统对加盟店的覆盖，公司可及时掌握并分析所有产品在全国各门店的销售情况，实时分析和监控每家门店、每类产品、每天库存和销售情况，便于对加盟店补货、调货等的迅速反应，最高可实现一周补货 2 次，进一步提高了海澜之家的铺货、补货和门店间调配效率。公司深入推广 RFID（Radio Frequency Identification，无线射频识别）在仓储物流上的应用，新增爱居兔的 RFID 通道机收发货、海

澜之家 RFID 盘点枪、电商快递 RFID 码盘交接等应用场景，促使工作效率提高。公司 ECC ON HANA 项目的实施上线与跟踪优化，有效地缩短供应链业务流程周转时间，加速各业务部门的运营效率。

图 18：信息化平台的供应链生态圈示意图



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

可转债的发行，进一步促进产业链信息化升级。公司投资建设的产业链信息化省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。该项目的实施，预计将有效提升公司的信息化水平，进一步将缩短客户反馈及新品上架时间，提高全产业链整体运营效率。

表 7：可转债募集资金用途

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	募集资金拟投入金额（万元）
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
	<b>合计</b>	<b>329,219.71</b>	<b>300,000.00</b>

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 3.营销策略：紧抓热点渠道、增大客流量导入

公司采用全新营销模式：全国连锁经营、统一形象、超大规模的男装自选购买模式。一是展现各品牌定位产品的系列化，兼顾大众审美与时尚的表达，增强单品系列的知晓度；二是针对与产品销售相关性高的时间节点，营造节日销售的氛围，促进销售达成。另外，公司通过电视、电影、交通类媒体、网络视频、官方自媒体等多种媒介投放以及赞助节目等形式展开宣传，在保证品牌曝光的基础上传达品牌的文化与哲学，不断提升消费者对品牌的好感与忠诚度。

表 8: 赞助热点综艺的宣传情况

赞助节目	播出平台	播出时间
奔跑吧兄弟第 1-3 季	浙江卫视	2014.10-2016.1
最强大脑第 2-4 季	江苏卫视	2015.1-2017.4
了不起的挑战	CCTV-1, CCTV-3	2015.12-2016.4
蒙面唱将猜猜猜第 1 季	江苏卫视	2016.9-2016.11
火星情报局第 2 季	优酷网	2016.11-2017.3
单身战争	乐视视频	2017.1-2017.4

资料来源: 百度搜索, 中国银河证券研究院

产品端质感升级、系列丰富, 有效拓宽覆盖消费者层次。产品端逐渐从陈旧的 POLO 衫设计过渡到与时尚接轨的棉麻系列、更符合时代审美的机理系列、东方梦工厂 IP “马达加斯加” 系列、与国产设计大师周翔宇合作推出 Xander Zhou X HLA 系列。代言人选择更具时尚表现力的林更新, 宣传了产品本身质感的同时, 也彰显了品牌定位, 使得受众人群更加年轻化。

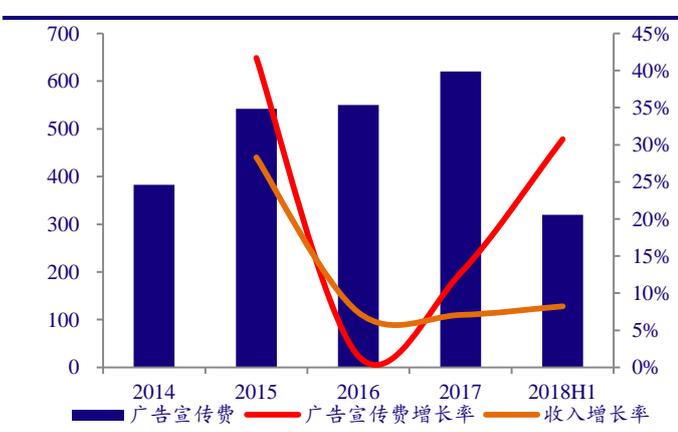
图 19: 海澜之家代言人演变



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

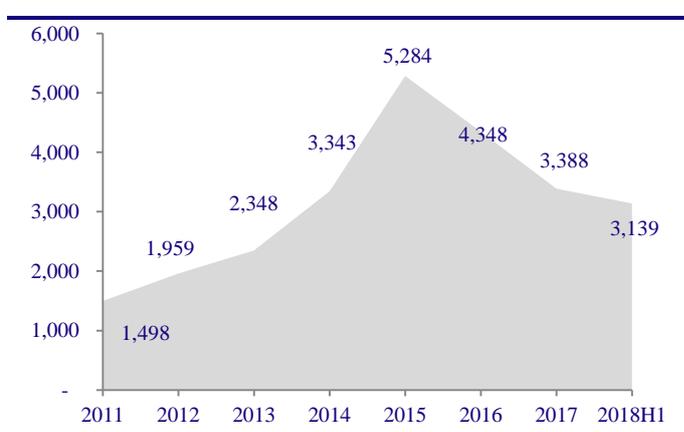
由“时尚教母”许舜英亲自操刀设计海澜之家宣传广告, 使得品牌形象焕然一新。从图中可以看出, 百度搜索指数热度维持在较高水平。公司的广告投入成为促进销售收入增长的驱动因素之一。

图 20: 广告宣传费 (百万元) 及增长率与收入增长率比较



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 21: 海澜之家百度搜索指数情况



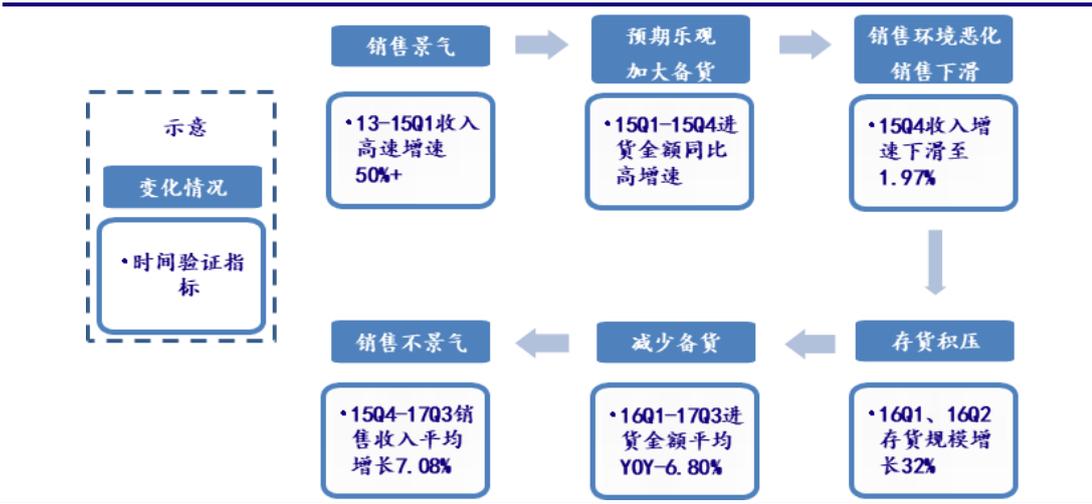
资料来源: 百度搜索, 中国银河证券研究院

### 三、存货清理处之有道，业绩稳定增长可期

#### (一) 15Q4 起存货大幅增长，高库存积压制约销售增长速度

我们将 2015Q4 以来公司库存积压对销售造成的负面影响按时间顺序归纳如下图：

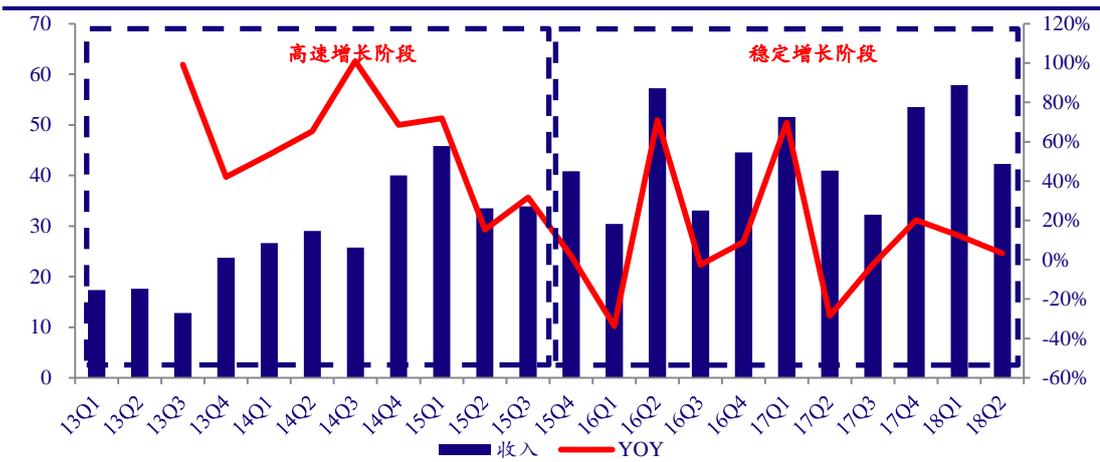
图 22：存货积压后进货趋于保守，进而影响销售



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

1. 公司 2013-2015Q1 收入均保持 50% 以上增长，2015Q1 收入同比增速高达 71.99%，销售的高速增长导致备货量大幅增加。受益于公司门店新开数量、店效提升两方面因素，2015Q1 收入保持 50% 以上增速。一般情况下，公司向供应商下订单会提前于销售 2-3 个季度，根据 2013-2015Q1 高速增长的趋势，公司加大了 2015Q4 备货数量。

图 23：13-18H1 分季度收入规模（亿元）及 YOY

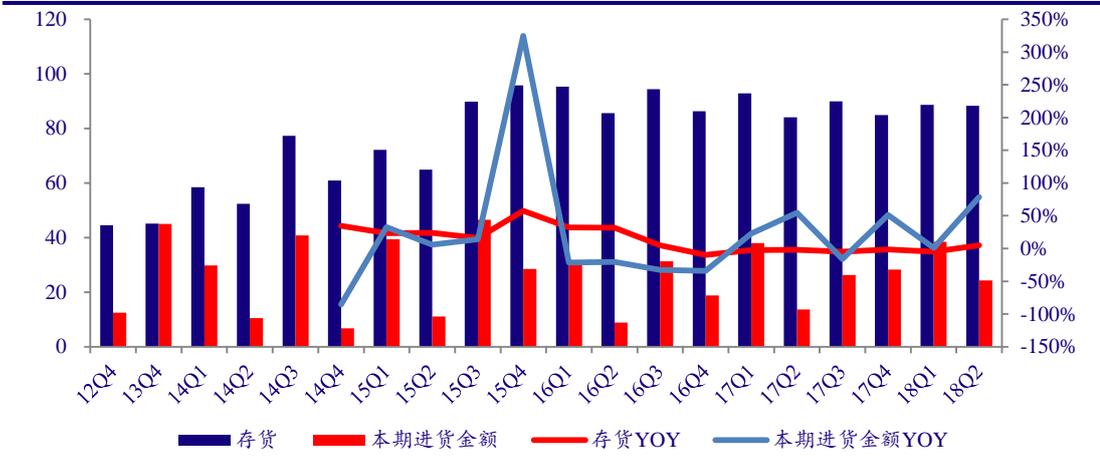


资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

2. 多项因素导致 2015Q4 起出现大量存货积压，高库存制约近年增长速度。存货积压的主要因素有：一方面，2015 年 Q4 股市大幅向下调整导致可选消费支出随之下降；另一方面，2015 年暖冬天气导致终端销售情况不及预期；最后，购物中心的渠道冲击当时以街边店为主的销售

模式，使得销售量不及预期。

图 24：2015Q4 起出现存货积压现象，后续进货方面预期偏保守



注：本期进货金额=本期存货借方发生额-本期存货期末余额-本期存货期初余额+本期营业成本金额

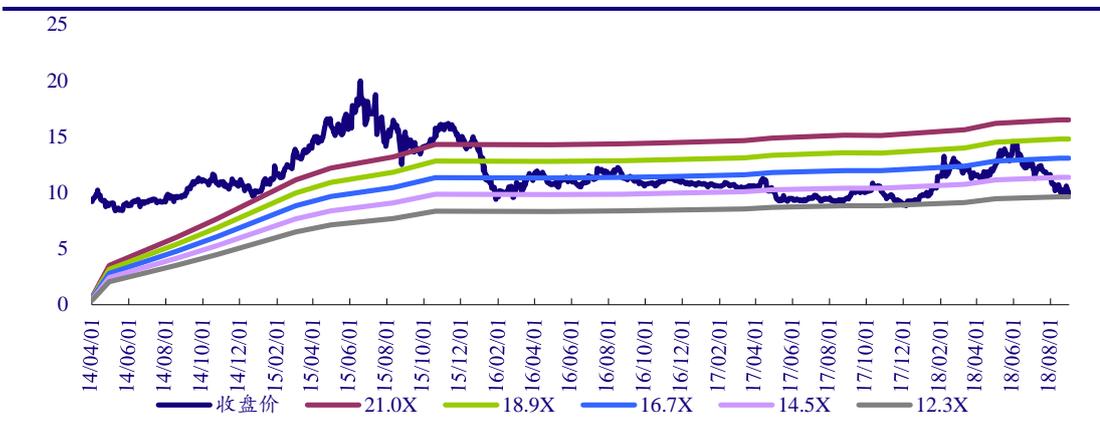
资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

以上内、外部因素导致公司 2015Q4 收入增速下滑至 1.97%，积极备货量出现一定积压。在随后的 2016、2017 两个适销年度，在收入增速平均为 12.86% 的情况下，进入去库存周期。

**3.2016Q1 起，公司进货策略偏保守，存货管理以去库存为主要目标。**出现库存积压状况后，公司积极改变之前粗略预测销售方法，采用收集、分析销售大数据，以合理预测未来销售预期；公司积极进行供应环节策略，在去库存的背景下仍保证供应商利润率。从进货金额来看，2016Q1-Q4 连续四个季度同比增速在-20% 以下，其中 2016Q4 同比下降 34.35%，验证 2015Q4 销售收入大幅下降、形成库存积压。

**4.去库存周期制约销售收入增速，估值中枢回调。**公司去库存周期中，制约销售增速的因素主要有：1) 进货策略转为保守，直接制约销售的增长；2) 销售预期的偏离：爆款产品出现断码、断货情况；3) 上季积压的服饰时尚度不能匹配新季的审美需求，使得消费者对品牌的时尚度和吸引程度有所降低。去库存周期制约销售收入增速，使得公司估值中枢自 2016 年起回调保持在 13 倍左右。

图 25：估值中枢回调至 13 倍左右 (PE Band) (数据更新至：2018.8.31)



资料来源：WIND，中国银河证券研究院

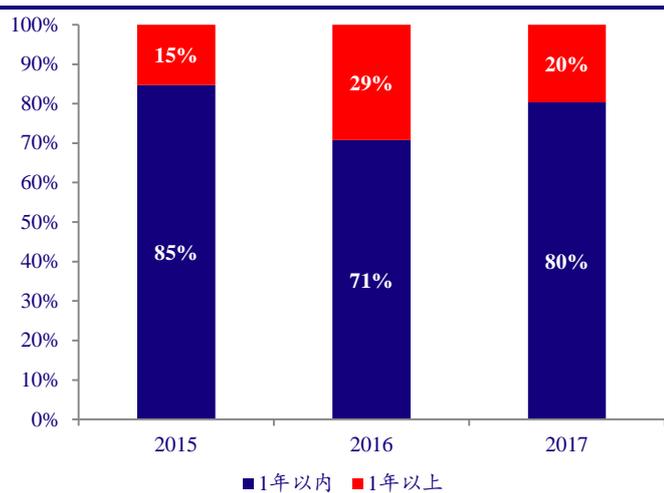
## (二) 去库存周期接近尾声，业绩稳定增长可期

海澜之家充分利用“以零售为导向的赊购模式”及“采购合同可退货条款”经营优势，虽报告期末存货余额较大，但在实现了低成本的销售扩张的同时减少了公司的经营风险。我们认为，目前公司已处于去库存周期的末期，库存压力较 2015 年底降低，业绩稳定增长可期。

**1. 库龄结构中 1 年以内占比提升趋稳。**公司 1 年以内存货占比于 2016 年达到最低水平 71%，对应 1 年以上存货包括上文提到的前期乐观备货预期，但销售不及预期等因素所导致库存积压压力较大。2017 年 1 年以内库存占比回升至 80%。我们认为，目前库龄结构中库存积压的压力明显得到缓解，预计未来库存积压问题对收入的负向影响将逐渐减小。

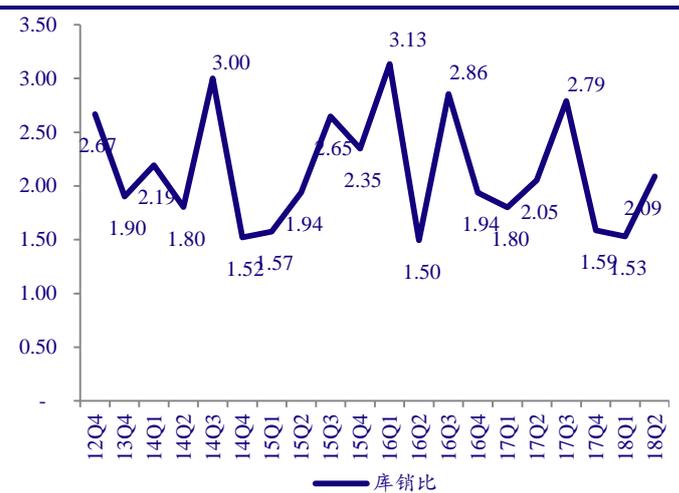
**2. 库销比呈现季节性特点，17 年以来有所改善。**库销比高说明库存量过大，销售不畅，过低则可能是供货量不够，可能会出现爆款断货、断码的情况。自 2015Q3-2016Q1 公司库销比较高，与公司库存积压、销售不及预期有关。但自 2017Q4 以来，库销比有明显的改善。

图 26：库龄结构中一年内占比提升趋稳



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 27：库销比情况 (%)



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

**3. 前期积压库存已经历两个适销季，已基本出清完毕，存货规模稳中有降，存货周转率提升显著。**2018H1 存货规模 88.25 亿元，上年同期 84.04 亿元，同比增加 4.20 亿元，同比上升 5.00%，低于同期营收增长 8.22%，敞口达 3.22%，存货周转率 0.69，营运效率提升，库存压力逐渐减轻，库存健康度得以提升。

## 四、财务分析：各项指标优秀

### （一）盈利能力持续且稳定

海澜之家盈利能力高于国内可比企业的平均水平，低于国外龙头平均值，发展空间大。国外可比企业龙头 Inditex (Zara 品牌母公司) 2019 Q1 实现了 69.66 亿美元 (折合人民币 441.58 亿元) 的营业收入，而国内龙头海澜之家收入为 100.14 亿元，相差 4 倍多。国外可比企业渠道数量自 3,626-7,448 家不等，国内可比企业亦处于 2,512-9,674 家的区间。对比优衣库和 Zara 可以做到人民币 895.90 万元、592.89 万元的单店销售，国内龙头单店明显偏低。最高为海澜之家 164.18 万元、最低为九牧王 40.39 万元。说明国内企业在单店效益上仍有非常大的提升空间。国外龙头迅销 (优衣库品牌母公司)、Inditex (Zara 品牌母公司)、H&M、GAP 毛利率在 39.83~58.86% 之间，国内龙头海澜之家、森马服饰、太平鸟等毛利率在 38.06~58.08% 之间，整体区间相当、公司差异较大。影响毛利率的主要因素包括定价倍率、业务模式 (直营和经销业务的比例)。

表 9：同比国内外上市公司盈利能力指标比较

项目	营业收入 (百万元)	渠道数量 (家)	单店销售 (万元)	毛利率 (%)	扣非归母 净利润(百万元)	EBITDA 利润率 (%)
九牧王	1,261.0386	2,694	40.39	58.08	246.7436	30.31
中国利郎	1,335.22	2,512	53.15	41.91	340.6660	-
七匹狼	1,459.32	N/A	N/A	38.06	80.4735	18.75
森马服饰	5,532.46	8,864	43.86	38.35	619.2703	16.23
太平鸟	3,169.20	4,307	53.24	55.77	74.0581	12.16
拉夏贝尔	4,378.82	9,674	45.26	62.96	185.2550	12.94
<b>平均值 1</b>	<b>2,856.01</b>	<b>5,610</b>	<b>47.18</b>	<b>49.19</b>	<b>257.74</b>	<b>15.06</b>
迅销	30,791.94	3,437	895.90	51.17	2,629.36	13.44
Inditex	44,158.13	7,448	592.89	58.86	5,217.13	20.80
H&M	39,313.62	4,801	818.86	56.10	3,507.55	12.97
GAP	27,909.54	3,626	769.71	39.83	2,029.16	11.99
<b>平均值 2</b>	<b>35,543.31</b>	<b>4,828</b>	<b>769.34</b>	<b>51.49</b>	<b>3,345.80</b>	<b>14.80</b>
<b>海澜之家</b>	<b>10,013.64</b>	<b>6,099</b>	<b>164.18</b>	<b>40.59</b>	<b>2,040.95</b>	<b>28.90</b>

注：1.数据截至最新报告期：A股、港股数据截至2018/6/30，迅销、H&M数据截至2018/5/31，Inditex数据截至2018/4/30，GAP数据截至2018/7/31。2.汇率采用报告期末人民银行披露的美元兑人民币中间价。

资料来源：公司公告，Bloomberg，中国银河证券研究院

海澜之家 ROE 水平为 18.57%，明显高于国内平均值 6.18%，低于国外龙头平均值 28.43%。根据杜邦分析公式，ROE=销售净利率 X 总资产周转率 X 权益乘数。分拆来看，海澜之家销售净利率为 20.63%，高于国内外可比企业水平，说明公司盈利能力较强。我国上市公司 ROE 水平低于国外龙头，主要原因在于周转水平上逊于国外龙头。

表 10：同比国内外上市公司杜邦分析拆分

项目	ROE (%)	=	销售净利率(%)	X	总资产周转率(次)	X	权益乘数
九牧王	5.31		20.83		0.21		1.22
中国利郎	10.69		25.51		0.34		1.22
七匹狼	2.45		9.24		0.17		1.52
森马服饰	6.61		12.06		0.41		1.33
太平鸟	6.05		6.22		0.55		1.78
拉夏贝尔	5.99		5.39		0.57		1.95
<b>平均值 1</b>	<b>6.18</b>		<b>13.21</b>		<b>0.38</b>		<b>1.50</b>
迅销	19.99		7.77		1.37		1.88
Inditex	23.61		11.91		1.25		1.59
H&M	36.79		9.05		1.87		2.17
GAP	33.34		6.59		2.11		2.40
<b>平均值 2</b>	<b>28.43</b>		<b>8.83</b>		<b>1.65</b>		<b>2.01</b>
海澜之家	18.57		20.63		0.40		2.24

注：1.数据截至最新报告期：A股、港股数据截至2018/6/30，迅销、H&M数据截至2018/5/31，Inditex数据截至2018/4/30，GAP数据截至2018/7/31。2.汇率采用报告期末人民银行披露的美元兑人民币中间价。

资料来源：公司公告，Bloomberg，中国银河证券研究院

## （二）营运能力较为健康

横向对比来看，应收账款国内企业普遍周转慢于国外，海澜之家最快为10天，基本持平国外企业水平。国外龙头企业中，存货周转天数在100天左右（GAP和Inditex可达154天和107天）。

表 11：同比国内外上市公司营运能力指标比较

项目	存货/资产总额	存货/流动资产	存货周转天数	应收账款/资产总额	应收账款周转天数	固定资产/资产总额	固定资产周转率
九牧王	11.00	29.24	232	2.78	42	62.39	2.97
中国利郎	8.24	10.54	78	22.52	99	12.70	2.87
七匹狼	10.10	15.37	168	3.78	52	34.29	4.09
森马服饰	19.99	31.11	133	6.73	38	35.73	5.16
太平鸟	31.04	43.90	225	5.95	23	29.30	8.12
拉夏贝尔	27.20	49.50	243	9.98	37	45.04	9.63
<b>平均值 1</b>	<b>17.93</b>	<b>29.94</b>	<b>180</b>	<b>8.62</b>	<b>49</b>	<b>36.57</b>	<b>5.47</b>
迅销	16.66	20.90	297	5.05	32	9.01	3.68
Inditex	14.00	28.10	107	4.27	10	37.91	0.73
H&M	32.26	61.02	272	N/A	N/A	36.81	1.30
GAP	27.49	47.97	154	N/A	N/A	35.36	1.45
<b>平均值 2</b>	<b>22.60</b>	<b>39.50</b>	<b>208</b>	<b>4.66</b>	<b>21</b>	<b>29.77</b>	<b>1.79</b>
海澜之家	35.78	52.96	262	1.90	10	32.43	3.22

注：1.数据截至最新报告期：A股、港股数据截至2018/6/30，迅销、H&M数据截至2018/5/31，Inditex数据截至2018/4/30、

GAP 数据截至 2018/7/31。2. 汇率采用报告期末人民银行披露的美元兑人民币中间价。

资料来源：公司公告，Bloomberg，中国银河证券研究院

公司营运能力大多不及可比上市公司数据、公司存货余额较大、报告期末存货占流动资产比例及总资产的比例相比同行业上市公司较高、同时存货周转次数也低于同行平均水平，主要由于海澜之家独特的经营模式不同于可比上市公司，具体理由有：**1) 海澜之家销售门店地理区域分布较广，加盟店数量较多，需要较多库存储备。****2) 经营模式为轻资产模式，资产构成主要为货币资金、存货、固定资产。**由于海澜之家没有生产环节，门店开设以加盟模式为主，直营店数量极少，固定资产投资规模与同行业相比相对较小；由于海澜之家在销售环节采用代销模式，应收账款金额极小，应收账款规模与可比企业相比也相对较小。由于固定资产和应收账款规模相对较小，存货占总资产的比例显得偏高。**3) 存货在实现最终销售后确认收入。**主要通过和供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同采购产品，以委托代销的方式而非买断方式由门店（不含直营店）销售产品，门店陈列或存放的所有产品均为海澜之家的存货，导致公司存货账面金额较大。同行业上市公司中，直营比率较高的拉夏贝尔的存货周转率较低、存货/资产总额较高，直营门店未售存货也列在表中。在销售环节为类直营模式，存货周转率与直营模式为主的同行业上市公司相差较小。因此，海澜之家的存货余额高于同行业公司，应收账款余额在同行业上市公司中处于较低水平。

### （三）偿债能力较强

纵向来看，公司偿债能力保障系数较高。18H1 长期应付款余额为 7.33 亿元，系加盟商所交付保证金金额，但由于公司近年来进行供应商管理改革，逐渐免除部分供应商保证金金额，长期应付款余额逐年降低。于 2018 年 7 月成功发行可转换公司债券 30 亿元，将提高 2018 年的负债总额。公司的流动比率和速动比率近几年来基本保持稳定。

表 12：海澜之家偿债能力情况（%）

项目	2015	2016	2017	2018H1
资产负债率	64.36	58.53	55.47	55.08
流动负债/长期负债	486.59	563.16	844.34	951.10
流动比率	1.51	1.55	1.42	1.36
速动比率	0.74	0.84	0.74	0.64
经营活动产生的现金流量净额（百万元）	2,787.16	2,927.78	2,879.57	840.46
经营活动产生的现金流量净额/负债总额	18.47	20.52	20.69	6.19
经营活动产生的现金流量净额/流动负债	22.27	24.16	23.13	6.84

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

横向来看，公司偿债能力高于国内可比上市公司，但不如国外龙头，还有经营效率改善的空间。公司的经营模式减少了采购环节的资金占用，使得经营性现金流量高于国内可比上市公司，经营活动产生的现金流量净额对流动负债和负债总额的覆盖比率高于国内可比上市公司。资产负债率明显高于国内可比上市公司，流动比率和速动比例较低，主要是因为经营模式不同

于国内可比上市公司，采取了销售环节采取所有权与经营权分离的模式，海澜之家与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险，商品实现最终销售后，加盟店与海澜之家根据协议约定结算公司的营业收入。

表 13：同比国内外上市公司偿债能力指标比较

项目	资产负债率	流动负债/ 长期负债	流动比率	速动比率	经营活动产生的现金 流量净额 (百万元)	经营活动产生的现金 流量净额/负债总额	经营活动产生的现金 流量净额/流动负债
九牧王	19.37	399.89	2.43	1.72	222.04	20.25	25.31
中国利郎	18.17	2,055.57	4.52	4.04	196.32	27.37	28.70
七匹狼	31.10	5,119.60	2.15	1.82	-114.27	-4.52	-4.61
森马服饰	23.33	696.05	3.15	2.17	-8.32	-0.27	-0.31
太平鸟	40.77	376.40	2.19	1.23	-271.30	-12.34	-15.62
拉夏贝尔	44.44	4,345.55	1.27	0.64	-256.30	-7.70	-7.88
<b>平均值 1</b>	<b>29.53</b>	<b>2,165.51</b>	<b>2.62</b>	<b>1.94</b>	<b>-38.64</b>	<b>3.80</b>	<b>4.27</b>
迅销	46.81	1.54	2.81	2.22	2,254.03	4.95	8.17
Inditex	36.95	3.84	1.70	1.22	7,349.27	12.52	15.78
H&M	53.93	8.61	1.09	0.43	5,918.52	13.40	14.96
GAP	58.30	1.01	1.96	1.02	4,181.31	13.10	26.14
<b>平均值 2</b>	<b>49.00</b>	<b>3.75</b>	<b>1.89</b>	<b>1.22</b>	<b>4,925.78</b>	<b>10.99</b>	<b>16.26</b>
<b>海澜之家</b>	<b>55.08</b>	<b>951.10</b>	<b>1.36</b>	<b>0.64</b>	<b>840.46</b>	<b>6.19</b>	<b>6.84</b>

注：1.数据截至最新报告期：A股、港股数据截至2018/6/30，迅销、H&M数据截至2018/5/31，Inditex数据截至2018/4/30、GAP数据截至2018/7/31。

2.汇率采用报告期末人民银行披露的美元兑人民币中间价。

资料来源：公司公告，Bloomberg，中国银河证券研究院

#### （四）期间费用稳定

2015年以来，公司的管理费用率基本稳定在5%-7%的范围内，表明公司对于管理费用的控制较强；销售费用率在2015年以来基本保持稳定，说明公司销售宣传费用与公司收入同比上升，销售费用效率较高。公司的销售费用主要用在广告宣传等方面，公司通过精准营销，在微信公众号、热门综艺和电视剧植入、地铁站等主流媒体上进行广告投放；明星代言促进品牌定位转型，明星效应显著。从整体来看，总费用率近几年保持在15%左右的水平，且稳中有降，在推进宣传新品牌、进军海外市场的背景下，总费用率保持较平稳。

表 14：期间费用情况

项目	2015	2016	2017	2018H1
财务费用率	0.63%	0.71%	0.66%	0.28%
销售费用率	8.51%	8.37%	8.51%	7.66%
管理费用率	6.11%	5.73%	5.79%	4.66%
期间费用率	15.25%	14.81%	14.96%	12.60%

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

## 五、公司估值及投资建议

### (一) 盈利预测

由于男装行业目前已处于较为成熟阶段，龙头规模优势显著。“类直营”销售模式效果较好。18 年随着底线城市消费升级，进驻购物中心，店面及净拓店速度将继续提升。品牌毛利率保持稳定，我们以过去三年毛利率平均水平做预测，我们基于 18 年营收 8.85% 的增长；

从爱居兔女装来看，目前处于高速成长阶段。公司战略规划在二线及以下城市大规模布局，2017 年底线下店铺 1,050 家，仍存在较大的开店空间。随着底线城市消费升级和购物中心规模的持续扩大，公司女装业务的渠道数量将继续提升。爱居兔处于高速成长阶段，投入较大，我们以 2017 年毛利率不变水平，预计 18 年公司女装业务增长 32.68%；其他品牌包括 OVV、AEX、HLA Jeans、海澜优选处于品牌孵化期。前期投入较高，未来净开店速度相对较慢，预计 18 年起开始，品牌定位及宣传逐步落地，为报表提供利润。其他品牌均处于孵化阶段，投入较大，我们以低于“海澜之家”和“爱居兔”相对成熟品牌的 20% 的毛利率作为基础，预计 18 年其他品牌业务增长 14.78%；

圣凯诺品牌目前处于成熟期阶段，公司以保持现阶段投入力度对该品牌进行定位。品牌毛利率保持稳定，我们以过去三年毛利率平均水平做预测，预计 18 年业务增长 9.42%。

我们认为公司的管理费用率和销售费用率保持稳定。预计 2018-2020 年公司整体营收分别为 200.23/221.93/246.56 亿元，同比增长 10.02%/20.84%/11.10%。归母净利润分别为 36.44/40.31/45.23 亿元，对应增速 9.79%/10.60%/12.22%。

表 15：各业务收入毛利预测（万元、%）

海澜之家	2014A	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
收入	1,012,495	1,287,488	1,403,146	1,475,785	1,606,396	1,756,695	1,929,583
YOY		27.16%	8.98%	5.18%	8.85%	9.36%	9.84%
毛利率		41.38%	39.92%	40.34%	40.55%	40.55%	40.55%
总店数	3,348	3,517	4,237	4,503	4,853	5,203	5,603
单店收入	302	366	331	328	331	338	344
YOY		21.05%	-9.54%	-1.04%	1%	2%	2%
<b>爱居兔</b>							
收入	30,298	30,507	50,999	89,482	117,179	155,473	198,555
YOY		0.69%	67.17%	75.46%	30.95%	32.68%	27.71%
毛利率		11.15%	19.16%	27.79%	27.79%	27.79%	27.79%
总店数	269	306	630	1,050	1,250	1,550	1,850
单店收入	113	100	81	85	94	100	107
YOY		-11.48%	-18.80%	5.28%	10.00%	7.00%	7.00%
<b>其他品牌</b>							
收入	23,859	38,759	35,276	29,935	34,358	41,490	48,625
YOY		62.45%	-8.98%	-15.14%	14.78%	20.76%	17.20%
毛利率	16.69%	17.36%	22.72%	-26.15%	20.00%	20.00%	20.00%

总店数	99	167	376	239	254	284	314
单店收入	241	232	94	125	135	146	155
YOY		-3.70%	-59.58%	33.50%	8.00%	8.00%	6.00%
<b>圣凯诺</b>							
收入	147,964	183,742	162,751	187,970	205,671	225,039	246,231
YOY		24.18%	-11.42%	15.50%	9.42%	9.42%	9.42%
毛利率		49.37%	49.81%	50.13%	49.77%	49.77%	49.77%
<b>其他收入</b>							
收入	19,228	42,515	47,787	36,838	38,680	40,614	42,645
YOY		121.11%	12.40%	-22.91%	5.00%	5.00%	5.00%
<b>总收入</b>							
收入	1,233,845	1,583,011	1,699,959	1,820,009	2,002,285	2,219,311	2,465,637
YOY		28.30%	7.39%	7.06%	10.02%	10.84%	11.10%

资料来源：中国银河证券研究院

## (二) 公司估值

### 1. 相对估值：合理估值区间 12.17-14.60 元

我们选取国内外男装、休闲服饰行业的可比公司进行市盈率对比分析。公司目前的股价（9.96 元，8.31 日）对应 2018 年 PE12.28 倍，而国内可比公司均值为 14.47 倍，国外可比龙头均值 21.52 倍。我们认为以 2018 年 15-18 倍 PE 计算，公司合理价值区间为 12.17-14.60 元的理由有：1) 主品牌“海澜之家”目前处于成熟发展期，有较高的市场占有率和品牌口碑基础，由于低线城市消费力有待进一步挖掘，品牌在低线城市仍有开店空间，且龙头企业可以给予一定的溢价空间；2) 考虑到公司新品牌 OVV、AEX、HLA Jeans、海澜优选尚处于孵化期，公司未来具有成长性，我们可以相应调高业绩预期。

表 16：可比公司估值情况

证券代码	证券名称	2017A	2018E	2019E	2020E
601566.SH	九牧王	14.73	13.55	11.73	10.27
1234.HK	中国利郎	15.29	13.52	11.53	10.01
002029.SZ	七匹狼	14.68	13.43	11.68	10.27
002563.SZ	森马服饰	23.72	19.25	15.99	13.50
603877.SH	太平鸟	19.31	16.44	12.68	10.43
603157.SH	拉夏贝尔	15.25	12.41	11.31	10.90
	平均值 1	17.16	14.77	12.49	10.90
9983 JT	迅销	35.59	36.58	32.24	29.06
ITX SM	Inditex	24.07	22.81	20.88	19.07
HMB SS	H&M	14.85	15.00	14.81	14.25
GPS US	GAP	14.34	11.70	11.14	11.34
	平均值 2	22.21	21.52	19.77	32.24
600398.SH	海澜之家	13.48	12.28	11.10	9.89

资料来源：Bloomberg，中国银河证券研究院

## 2.绝对估值：合理估值区间 19.68-24.96 元

我们采用三节阶段自有现金流折现模型对公司进行估值：

- 1) 自由现金流 (FCF) = 经营现金流量 - 营运资本增加 - 资本性支出增加
- 2) 股权成本 =  $R_f + \beta(R_m - R_f)$
- 3) WACC = 债权成本 \* (1 - 税率) \* D / (D + E) + 股权成本 \* E / (D + E)
- 4) 采用三阶段模型。第一阶段清晰预测期为 2018-2020 年；第二阶段过渡期为 2021-2030 年；第三阶段为永续期。

$$5) \text{ 自由现金流折现公式: } PV = \frac{FCF_1}{1+K} + \frac{FCF_2}{(1+K)^2} + \frac{FCF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{TCF}{(K-g)(1+K)^{(n-1)}}$$

表 17：自由现金流折现模型假设

过渡期增长率	8%-1%
永续增长率	1%
无风险收益率	2.84% (1 年期国债到期收益率)
市场要求收益率	12.4% (过去 10 年全部 A 股平均 ROE)
债权成本	5%
$\beta$ 值	0.64

资料来源：中国银河证券研究院

我们按照上述假设，用三阶段自由现金流折现模型对公司进行了绝对估值，并对公司股票价值与资金加权成本和永续增长率进行了敏感性分析。我们预测第三阶段公司自由现金流现值为 440.61 亿元，企业价值是 987.25 亿元。按当前总股本计算，公司每股合理价值为 22.11 元。考虑敏感性分析的永续增长率和 WACC 的变动，公司股票合理价值 19.68-24.96 元。

表 18：敏感性分析

WACC	永续增长率(g)										
	0.62%	0.68%	0.75%	0.83%	0.91%	1.00%	1.10%	1.21%	1.33%	1.46%	1.61%
5.21%	37.48	37.81	38.18	38.59	39.07	39.62	40.25	40.98	41.83	42.83	44.01
5.73%	33.51	33.76	34.04	34.35	34.71	35.12	35.59	36.14	36.76	37.49	38.35
6.31%	29.99	30.17	30.39	30.63	30.90	31.21	31.56	31.96	32.42	32.96	33.58
6.94%	26.86	27.00	27.16	27.34	27.55	27.78	28.04	28.34	28.68	29.07	29.53
7.63%	24.08	24.19	24.31	24.44	24.59	24.77	24.96	25.18	25.43	25.72	26.05
8.39%	21.60	21.68	21.77	21.87	21.99	22.11	22.26	22.42	22.61	22.82	23.06
9.23%	19.39	19.45	19.52	19.59	19.68	19.77	19.88	20.00	20.13	20.29	20.47
10.16%	17.42	17.46	17.51	17.57	17.63	17.70	17.78	17.87	17.97	18.08	18.21
11.17%	15.66	15.69	15.73	15.77	15.81	15.86	15.92	15.98	16.06	16.14	16.23
12.29%	14.08	14.11	14.13	14.16	14.20	14.23	14.27	14.32	14.37	14.43	14.50
13.52%	12.67	12.69	12.71	12.73	12.76	12.78	12.81	12.85	12.88	12.92	12.97

资料来源：中国银河证券研究院

### （三）投资建议：“推荐”

我们预测公司 2018-2020 年分别实现营业收入分别为 200.23/221.93/246.56 亿元，同比增长 10.02%/20.84%/11.10%；归母净利润分别为 36.44/40.31/45.23 亿元，对应增速 9.79%/10.60%/12.22%；对应 EPS 0.811/0.897/1.007 元，以 8 月 31 日收盘价（9.96 元）计算对应 18 年 PE 为 12.28 倍。

我们认为公司在男装行业市占率多年稳坐第一，集中度不断提升，在经历高增长周期后，目前进入稳健增长阶段，未来发展将受益于行业集中度提升。公司从 2017Q4 开始业绩逐季改善，多个子品牌和新品类相继投入市场，目前进入业绩稳定增长的通道。公司以国民男装品牌为基础，定位多品牌覆盖广泛客户群。在借壳上市后，公司业绩大幅快速发展，腾讯战略投资提供公司外延发展的基础。公司股利支付率稳定，为投资者带来稳定的红利分配。

公司以国民男装品牌为基础，定位多品牌覆盖广泛客户群；搭建高效的“平台型”经营模式，为公司长期增长提供动力；与供应商深度利益绑定，提高产品质量的同时与供应商实现双赢；类直营模式与加盟商共赢，电商和海外布局将进一步扩大市场规模；公司高效的运营和营销策略将加大品牌的溢价空间。对于服装行业内生的存货问题，公司处之有道，去库存周期接近尾声，业绩稳定增长可期。公司的各项财务指标优秀，盈利能力稳定；偿债能力强大；营运能力明显高于行业平均水平。期间费用率总体保持平稳。采用相对估值的方法评价，我们认为股票的合理价值区间为 12.17-14.60 元，公司价值明显低估，给予“推荐”评级。

## 六、风险提示

并购整合不及预期、新品牌推广销售不及预期、终端消费回暖不及预期等风险。

## 七、附录

附表 1: 公司财务报表 (单位: 百万元)

资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>					营业收入	18,200.09	20,022.85	22,193.11	24,656.37
现金	6,375.17	11,045.57	15,446.16	18,798.80	营业成本	11,110.42	12,066.77	13,409.32	14,930.83
应收账款	611.46	840.96	768.89	1,019.64	营业税金及附加	147.98	162.80	180.44	200.47
其它应收款	69.31	69.93	84.40	87.06	营业费用	1,548.98	1,704.12	1,888.83	2,098.47
预付账款	519.06	782.11	663.82	946.18	管理费用	1,054.01	1,159.57	1,285.26	1,427.91
存货	8,492.69	8,492.69	8,539.17	8,508.18	财务费用	(120.43)	(80.81)	(96.46)	(183.68)
其他	106.88	106.88	106.88	106.88	资产减值损失	126.52	150.56	150.56	150.56
<b>非流动资产</b>					公允价值变动收益	(3.34)	0.00	0.00	0.00
长期投资	714.57	714.57	714.57	714.57	投资净收益	12.84	0.00	0.00	0.00
固定资产	3,138.73	3,283.65	2,618.33	2,668.06	营业利润	4,342.12	4,859.84	5,375.16	6,031.81
无形资产	493.83	434.55	375.27	315.99	营业外收入	35.01	0.00	0.00	0.00
其他	2,760.28	2,596.67	3,741.91	4,196.07	营业外支出	0.00	1.00	2.00	3.00
<b>资产总计</b>	23,281.97	28,367.58	33,059.39	37,361.43	利润总额	4,377.12	4,859.84	5,375.16	6,031.81
<b>流动负债</b>					所得税	1,057.24	1,214.96	1,343.79	1,507.95
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润	3,319.88	3,644.88	4,031.37	4,523.86
应付账款	8,470.03	9,928.17	12,137.39	14,891.77	少数股东损益	0.45	0.50	0.55	0.62
其他	2,225.42	1,292.72	2,049.72	1,660.96	归属母公司净利润	3,319.43	3,644.38	4,030.82	4,523.24
<b>非流动负债</b>					EBITDA	4,584.99	5,500.94	6,000.61	6,595.36
长期借款	499.50	3,499.50	3,499.50	3,499.50	EPS (元)	0.74	0.81	0.90	1.01
其他	909.69	909.69	909.69	909.69					
<b>负债合计</b>	12,104.63	15,630.07	18,596.29	20,961.93					
少数股东权益	0.00	0.50	1.05	1.67	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
归属母公司股东	11,177.34	12,737.00	14,462.05	16,397.83	营业收入	18,200.09	20,022.85	22,193.11	24,656.37
<b>负债和股东权益</b>	23,281.97	28,367.58	33,059.39	37,361.43	营业利润	4,342.12	4,859.84	5,375.16	6,031.81
					归属母公司净利润	3,319.43	3,644.38	4,030.82	4,523.24
<b>现金流量表</b>					毛利率	0.39	0.40	0.40	0.39
<b>经营活动现金流</b>					净利率	0.18	0.18	0.18	0.18
净利润	3,319.15	3,644.88	4,031.37	4,523.86	ROE	0.30	0.29	0.28	0.28
折旧摊销	331.36	721.91	721.91	747.23	ROIC	1.17	0.82	0.93	2.72
财务费用	6.35	-80.81	-96.46	-183.68	资产负债率	0.52	0.55	0.56	0.56
投资损失	126.52	150.56	150.56	150.56	净负债比率	1.08	1.23	1.29	1.28
营运资金变动	-881.86	32.27	3,095.63	1,860.86	流动比率	1.51	1.90	1.81	1.78
其它	-21.95	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.71	1.14	1.20	1.26
<b>投资活动现金流</b>					总资产周转率	0.78	0.71	0.67	0.66
资本支出	0.00	794.50	1,293.11	1,342.41	应收帐款周转率	29.77	23.81	28.86	24.18
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应付帐款周转率	1.31	1.22	1.10	1.00
其他	-2,208.06	-1,589.00	-2,586.22	-2,684.82	每股收益	0.74	0.81	0.90	1.01
<b>筹资活动现金流</b>					每股经营现金	0.64	0.99	1.76	1.58
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股净资产	2.49	2.84	3.22	3.65
长期借款	0.00	3,000.00	0.00	0.00	P/E	13.48	12.28	11.10	9.89
其他	-1,661.96	-2,003.91	-2,209.32	-2,403.77	P/B	4.00	3.51	3.09	2.73
<b>现金净增加额</b>	-990.35	4,670.40	4,400.59	3,352.64	P/S	2.46	2.23	2.02	1.81

数据来源: 公司数据, 中国银河证券研究院

## 插图目录

图 1: 限额以上服装类零售额 (亿元) 及 YOY (%) .....	1
图 2: 男装行业市场规模 (亿元) 及增速 (%) .....	1
图 3: 我国男装行业市场集中度情况 (%) .....	1
图 4: 2017 年各国男装品牌 CR10 分布 (%) .....	1
图 5: 公司发展历程 (数据更新至 2018.6.30) .....	2
图 6: 海澜之家股权结构图 (数据更新至 2018.6.30) .....	3
图 7: 公司各品牌收入构成情况 (百万元) .....	3
图 8: 购物中心综合指数及分城市能级指数 .....	4
图 9: 购物中心发展指数: 现状指数&预期指数 .....	4
图 10: 经营模式与分成机制 .....	6
图 11: 海澜之家与供应商良性流通环节示意图 .....	7
图 12: 前五大供应商采购额 (百万元) 及占年度采购总额的比例 .....	7
图 13: 我国服装家纺行业网络零售额 (亿元) 及同比 (%) 情况 .....	10
图 14: 线上收入 (百万元) 及占比 .....	10
图 15: 2017 年双十一男装行业排名情况 .....	10
图 16: 研发支出 (百万元) 及占营业收入比例 (%) .....	11
图 17: 研发人员及占公司总人数的比例 .....	11
图 18: 信息化平台的供应链生态圈示意图 .....	12
图 19: 海澜之家代言人演变 .....	13
图 20: 广告宣传费 (百万元) 及增长率与收入增长率比较 .....	13
图 21: 海澜之家百度搜索指数情况 .....	13
图 22: 存货积压后进货趋于保守, 进而影响销售 .....	14
图 23: 13-18H1 分季度收入规模 (亿元) 及 YOY .....	14
图 24: 2015Q4 起出现存货积压现象, 后续进货方面预期偏保守 .....	15
图 25: 估值中枢回调至 13 倍左右 (PE Band) (数据更新至: 2018.8.31) .....	15
图 26: 库龄结构中一年内占比提升趋稳 .....	16
图 27: 库销比情况 (%) .....	16

## 表格目录

表 1: 海澜之家及旗下品牌概况 (数据更新至 2018.6.30)	5
表 2: 上市以来股利分配情况	5
表 3: 不附滞销可退货条件的产品与可退货条件产品在主营业务收入比重情况 (除“圣凯诺”品牌) 单位: 万元	6
表 4: 售罄率对供应商毛利率影响敏感性分析的相关名词及假设	8
表 5: 售罄率对供应商毛利率影响的敏感性分析	8
表 6: 加盟店管理模式与一般加盟模式比较	9
表 7: 可转债募集资金用途	12
表 8: 赞助热点综艺的宣传情况	13
表 9: 同比国内外上市公司盈利能力指标比较	17
表 10: 同比国内外上市公司杜邦分析拆分	18
表 11: 同比国内外上市公司营运能力指标比较	18
表 12: 海澜之家偿债能力情况 (%)	19
表 13: 同比国内外上市公司偿债能力指标比较	20
表 14: 期间费用情况	20
表 15: 各业务收入毛利预测 (万元、%)	21
表 16: 可比公司估值情况	22
表 17: 自由现金流折现模型假设	23
表 18: 敏感性分析	23

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

**李昂，商贸零售行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn