海澜之家（600398.SH）

2020 年 10 月 12 日

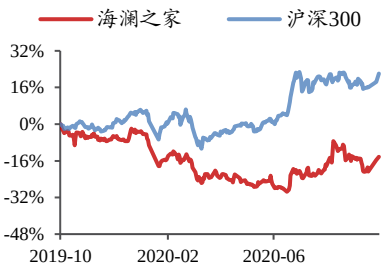
线上渠道与新老品牌联动发力，服装龙头再起航

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/10/12
当前股价(元)	6.74
一年最高最低(元)	8.23/5.77
总市值(亿元)	291.14
流通市值(亿元)	291.14
总股本(亿股)	43.20
流通股本(亿股)	43.20
近 3 个月换手率(%)	20.39

股价走势图



数据来源：贝格数据

吕明（分析师）

lvming@kysec.cn

证书编号：S0790520030002

● 以男装为主的国内服装龙头，首次覆盖给予“买入”评级

海澜之家作为国内服装行业龙头，近年来业务发展较稳健，旗下男装主品牌海澜之家市占率连续 6 年位列榜首，保持行业领先。同时，公司新品牌布局的成效显现、线上数字化营销策略的推进均有望增厚公司未来业绩。我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 24.4/32.4/37.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.75/0.87 元，当前股价对应 PE 为 11.9/9.0/7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 品牌运营效率提升，渠道结构优化，线上占比预计提升

品牌方面，2020 年高收入占比的主品牌羽绒服买断比例降至 30%，进一步巩固轻资产模式。此外，主品牌的产品设计更年轻、价格策略更灵活、会员体系更完善使得品牌运营更高效。渠道方面，公司着重调整门店结构以保持线下稳定增长，包括持续优化存量店铺、提升购物中心比例等。疫情期间公司加快线上布局，例如联动传统与社交电商、紧跟直播带货、推出线上奥莱等，预计 2020 年底线上占比将提升至 10%。

● 新品牌切入细分市场，规模初具、效果显现

公司注重布局女装、童装、职业装、生活家居等细分市场，覆盖消费者多场景、多层次的需求。公司目前新品牌矩阵初具规模，培育效果显现，尤其看好 OVV、英氏与海澜优选：1）轻奢女装品牌 OVV 凭《三十而已》顺利引流，借高品质产品留存用户；2）高端婴童品牌英氏深耕童装赛道多年，延伸产品线至婴童洗护品类，享受二胎政策及优生优育红利；3）家居集合品牌海澜优选对标无印良品，未来销售渠道有望转向线上，用高性价比产品打造相对竞争优势。

● 2020 上半年业绩筑底，拓线上、拓品牌、运营提效有望催化业绩拐点

海澜之家 2020H1 实现营业收入 81.02 亿元（-24.43%），实现归母净利润 9.47 亿元（-55.42%），收入及利润的下滑主要系疫情导致终端消费疲弱。由于疫情期间公司积极推进数字化营销战略、加快线上布局，主品牌巩固轻资产模式运营提效，叠加新品牌拓展顺利，我们预计，海澜之家业绩有望于 2020 下半年迎来拐点。

● 风险提示：疫情的二次爆发；存货及资产减值风险；新品牌培育效果不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	19,090	21,970	18,931	21,904	24,707
YOY(%)	4.9	15.1	-13.8	15.7	12.8
归母净利润(百万元)	3,455	3,211	2,442	3,241	3,756
YOY(%)	3.8	-7.1	-23.9	32.7	15.9
毛利率(%)	40.8	39.5	40.0	40.6	40.9
净利率(%)	18.1	14.6	12.9	14.8	15.2
ROE(%)	26.4	22.9	15.2	18.3	18.8
EPS(摊薄/元)	0.80	0.74	0.57	0.75	0.87
P/E(倍)	8.4	9.1	11.9	9.0	7.8
P/B(倍)	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 海澜之家：国内男装行业龙头 4
1.1、 发展历程：专注男装，逐步发展成服装行业龙头 4
1.2、 财务分析：公司收入与净利润整体稳定 5
1.3、 股权结构稳定，回购分红双驱动，员工持股绑定管理层 8
2、 男装：上游轻资产、下游类直营联动打造市场龙头 9
2.1、 上游与供应商利益绑定，打造轻资产模式 9
2.2、 下游类直营“千店一面”，门店规模增速有所减缓 11
2.3、 以共赢理念串联上下游，带动整个产业链经营的良性循环 13
3、 渠道：以线下为主，线上有较大的提升空间 13
3.1、 线下在收入贡献中占据主导，门店结构优化成为重点 14
3.2、 线上收入占比逐年稳增，未来有较大提升空间 15
3.3、 公司持续加强渠道升级，推动线下与线上融合 19
4、 扩品牌&扩品类：公司注重细分市场，打造多元化品牌矩阵 19
4.1、 OVV：为都市女性提供“毫不费力的优雅时髦” 19
4.2、 海澜优选：优选优质的家居产品集合店 21
4.3、 童装：行业增长空间广阔，内延外购完善布局 23
4.3.1、 内延男生女生，细分大众童装市场 24
4.3.2、 外购英氏，打造高端婴童品牌 25
4.4、 AEX：偏商务的轻奢男装品牌 26
5、 线上渠道与新老品牌联动发力，三位一体带来边际弹性 27
6、 盈利预测与投资建议 28
7、 风险提示 28
附：财务预测摘要 29

图表目录

图 1： 专注男装，逐步发展成服装行业龙头 5
图 2： 2015-2019 年公司总营收稳定增长，2020H1 受疫情影响营收增速下滑 6
图 3： 2015-2019 年，公司归母净利润整体保持稳定 6
图 4： 从品牌看，公司营收主要来自海澜之家 6
图 5： 从渠道看，以线下为主，线上占比逐年增加 6
图 6： 2015-2019 年，公司整体毛利率稳定在 38%以上 7
图 7： 海澜之家品牌毛利率较稳且高于同期整体毛利率 7
图 8： 期间费用率呈上升趋势，主要系销售费用率的推动 7
图 9： 2015-2019 年，公司净利率略有下滑 8
图 10： 公司股权结构稳定，实际控制人为董事长周建平 8
图 11： 2015-2017 年，公司可退货产品收入占比约 70% 9
图 12： 可退货模式下，供应商的毛利率正比于售罄率 9
图 13： 主品牌羽绒服收入占比逐年增加，于 2019 年达 12.22% 10
图 14： 公司应付账款在流动负债中的占比较同行业公司较高 10
图 15： 公司应付账款周转天数较同行业公司较长 10
图 16： 2020 年 8 月 20-22 日，海澜之家线上奥莱店 3 天销售额破 2 亿元 11

图 17: 2015-2019 年，公司加盟及联营门店数与收入占比均稳定在 90%以上 11
图 18: 加盟及联营门店中，海澜之家品牌门店数逐年稳步增加 12
图 19: 公司渠道多元化，线下线上全面布局 13
图 20: 2015-2019 年，公司线下收入保持稳定增长 14
图 21: 2015-2019 年，公司收入以线下为主 14
图 22: 公司积极拓店，门店总数保持逐年增长 14
图 23: 2015-2019 年，海澜之家品牌门店年净增量较高 14
图 24: 平均来看，公司单店贡献年收入 2018 年之前有所下降，2018 年之后触底反弹 15
图 25: 公司购物中心店与街边店形象对比 15
图 26: 2015-2019 年，公司线上收入占比稳步提升；2020H1，线上收入占比达 9.54% 16
图 27: 2015-2019 年，公司线上渠道收入增长较快 16
图 28: 2015-2019 年，公司线上渠道毛利率显著高于线下 16
图 29: 2015-2019 年，海澜之家线上占比明显低于同行公司森马服饰与九牧王 17
图 30: 2017 年，天猫双十一男装品牌排名中，海澜之家名列第一 17
图 31: 公司在主流平台的直播方式多样化，包括高管直播、网红直播、店播等 18
图 32: 公司品牌通过社交电商多渠道触达消费者 18
图 33: 公司在天猫、京东、唯品会等主流平台上均有促销活动 19
图 34: 2020 年 1 月和 3 月，针对冬装与春装销售承压，公司陆续推出满减活动 19
图 35: 公司携手美团开启“服装+外卖”的零售模式 19
图 36: 国内女装行业规模于 2016-2019 年逐年扩大，预计 2020 年继续增长 21
图 37: 国内女装品牌集中度虽小幅增长但依然较低 21
图 38: OVV 邀请时尚明星代言 21
图 39: OVV 与影视合作来扩大影响力 21
图 40: 海澜优选发展历程 22
图 41: 无印良品线下门店已遍布全国 22
图 42: 海澜优选线下门店在全国的分布情况 22
图 43: 国内童装行业规模持续提升 23
图 44: 国内第二胎生育率显著上升 23
图 45: 中国儿童人口数量增长趋缓 23
图 46: 中国人均儿童消费逐年递增 23
图 47: 中国童装行业集中度显著低于发达国家 24
图 48: 海澜之家通过子公司控制潮州男生女生品牌管理有限公司 52%的股份 24
图 49: 男生女生产品展示 25
图 50: 英氏部分产品展示 25
图 51: 英氏在发展过程中屡获殊荣，品牌力较强 26
图 52: 英氏积极拓品类，产品向婴童及孕妈洗护用品延伸 26
图 53: AEX 门店与服饰展示 27

表 1: 公司多品牌矩阵已初具规模 4
表 2: 2015-2019 年，公司股利支付率稳定在 35%以上 9
表 3: 类直营模式与一般招商加盟模式的区别 12
表 4: OVV 全国门店数量及分布 20
表 5: 海澜之家具备估值优势 28

1、 海澜之家：国内男装行业龙头

海澜之家是以男装为主的规模化服饰品牌运营商，多品牌矩阵已初具规模。1997 年，公司成立（指公司前身凯诺科技），2002 年，海澜之家品牌推出。2019 年，公司男装主品牌海澜之家实现收入 174.22 亿元，品牌占比近 80%。除了男装，公司旗下品牌还覆盖女装、童装、职业装及生活家居等。各品牌切入不同细分市场，多品牌矩阵已初具规模。

表1：公司多品牌矩阵已初具规模

品类	品牌	推出年份	定位	描述	2019 年收入占比
男装	海澜之家（HLA）	2002	大众	为 20-45 岁的男性提供时尚的设计和优质的产品	79.30%
	AEX	2017	轻奢	偏商务的轻奢男装	-
女装	爱居兔（2019 年 8 月后已不再控股）	2010	大众	时尚、休闲风格的都市女装	3.18%
	OVV	2017	轻奢	定位职场女性服装	-
男女混合	圣凯诺（SANCANAL）	1997	定制	主打商务职业装团体定制	9.87%
	黑鲸（HLA JEANS）	2017	潮流	都市新青年快时尚	-
童装	男生女生（HEY LADS）	2018（控股 52%）	大众	一站式全品类儿童时尚、休闲服饰产品集合	-
	英氏（YEEHOO）	2017（控股 66.24%）	轻奢	为 0-3 岁婴幼儿提供高端高品质生活必用品，并延伸至于 6 岁成长所需	-
家居	海澜优选生活馆（HEILAN HOME）	2017	大众	精选的一站式家居产品集合	-

资料来源：Wind、开源证券研究所（注：2019 年 8 月，公司已转让江阴爱居兔服装有限公司 81%的股份，转让后剩余 19%的股份。）

1.1、 发展历程：专注男装，逐步发展成服装行业龙头

公司发展历程可以分为四个阶段：

1）**创业探索（2002-2007）：**2002 年，江阴海澜服装有限公司成立，同年更名为江阴海澜服饰有限公司，且第一家门店在南京中山北路正式开业。2007 年，公司变更为海澜之家服饰股份有限公司。

2）**品牌经营，重组上市（2008-2014）：a）品牌方面，**公司于 2010 年成立品牌爱居兔，于 2012 年推出品牌“百依百顺”（2016 年更名为“海一家”），于 2014 年赞助《奔跑吧兄弟》1-3 季，同年公司的男装品牌在中国市场占有率第一。**b）上市方面，**2014 年，公司借壳凯诺科技成功上市，随后正式更名为“海澜之家”。

3）**品牌扩张（2015-2017）：**2015-2017 年间，公司通过赞助《最强大脑》、《了不起的挑战》等节目，邀请林更新、王丽坤代言以提升品牌影响力。同期，公司先后推出潮牌 HLAJEANS、海澜优选生活馆、轻奢品牌 AEX\OVV、爱居兔 KIDS 及收购英式婴童用品公司 44%的股权，多品牌规模初现。

4）**积极转型（2018-2019 年）：**2018 年，公司转让 5%股权给腾讯并共同设立 100 亿规模产业投资基金；同年，公司品牌入驻新加坡与美团外卖，公司发展加快。2019 年 8 月，公司转让江阴爱居兔服装有限公司 81%的股份，剩余 19%的股份，将爱居兔从公司品牌群中剥离。同年《汇桔网·2019 胡润品牌榜》发布，海澜之家品牌入选“2019 最具价值中国品牌”；公司中国男装品牌已连续 6 年市占率第一。

5）**革新升级（2020-至今）：**2020 年公司为应对疫情采取了一系列改革措施。2020 年初至今，公司加强会员体系建设，推进各品牌会员之间的互联互通，充分赋能数字化转型；同时，公司继续选择与具有历史情怀的 IP 合作，以激发消费者对品牌文化的共鸣和认可；此外，公司还推出线上奥莱店铺，积极探索新型商业形态，首次活动便取得了“2 小时破亿，3 天破两亿”的销售记录。

图1：专注男装，逐步发展成服装行业龙头

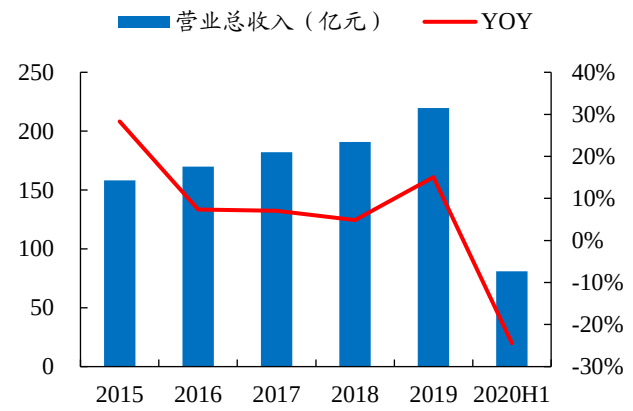


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、 财务分析：公司收入与净利润整体稳定

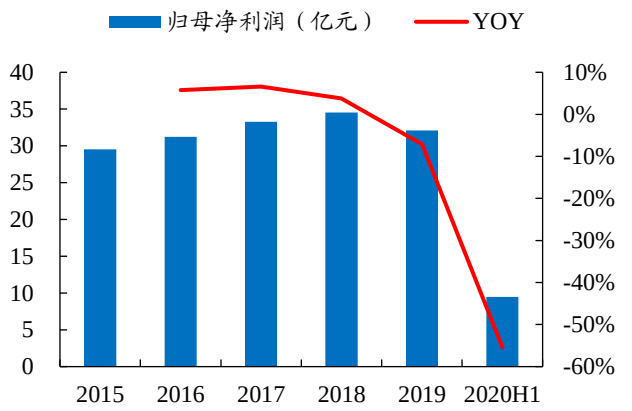
整体来看，公司总营收稳定增长，利润保持稳定。2015-2019 年，公司总营收由 158.30 亿元增长到 219.70 亿元，CAGR 为 8.54%，增长较稳定；同期公司归母净利润由 29.53 亿元提升至 32.11 亿元，CAGR 为 2.12%，整体保持稳定。2020H1 公司实现总营收 81.02 亿元，同比下滑 24.43%，归母净利润为 9.47 亿元，同比下滑 55.42%。收入利润的下滑主要系疫情导致终端消费疲弱。

图2：2015-2019 年公司总营收稳定增长，2020H1 受疫情影响营收增速下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2015-2019 年，公司归母净利润整体保持稳定

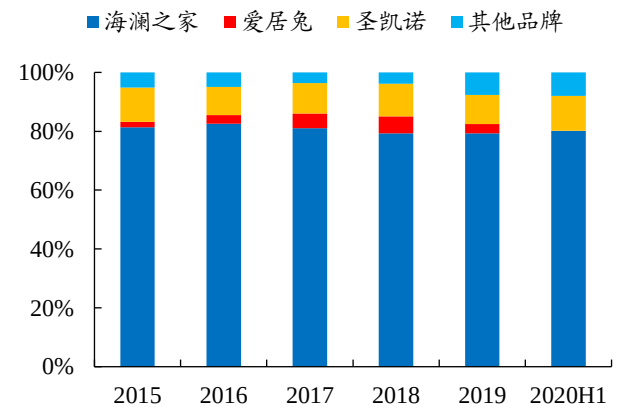


数据来源：Wind、开源证券研究所

分品牌看，以海澜之家为主。2019 年海澜之家品牌收入 174.22 亿元(+15.04%)，占比 79.30%；圣凯诺品牌收入 21.68 亿元（+2.24%），占比 9.87%；爱居兔收入 6.98 亿元（-36.40%），占比 3.18%（2019 年 8 月爱居兔被剥离，数据为 1-8 月的记录）；其他品牌收入 16.82 亿元（+131.10%），占比 7.66%。其中，品牌海澜之家与圣凯诺占比较高，合计占比超 89%，拉动整体营收增长。2020H1 海澜之家品牌收入 63.43 亿元（-26.49%），占比 80.18%；圣凯诺品牌收入 9.35 亿元（-0.16%），占比 11.81%；其他新品牌收入合计 6.33 亿元（+105.57%），占比 8.01%，新品牌的培育显效有望为公司带来新的增长动能。

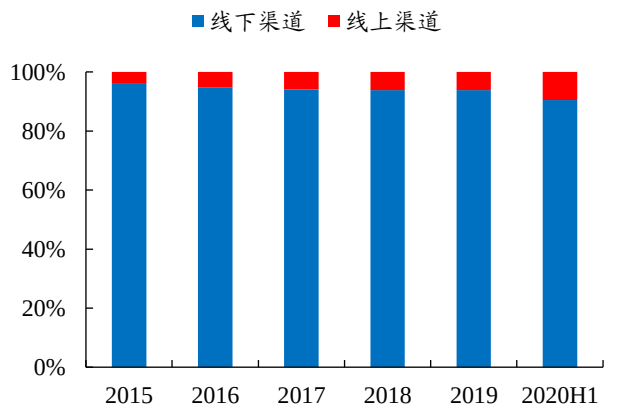
分渠道看，以线下为主，线上收入占比近年逐年增加。2019 年公司实现线下收入 200.67 亿元（+14.09%），占比 93.81%；线上收入 13.25 亿元（+15.12%），占比 6.19%。2020H1 公司实现线下收入 71.56 亿元（-27.25%），占比 90.46%；线上收入 7.55 亿元（+29.66%），占比 9.54%。公司营收以线下为主，线上收入占比较少但增长较快，仍有较大发展空间。

图4：从品牌看，公司营收主要来自海澜之家



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：从渠道看，以线下为主，线上占比逐年增加

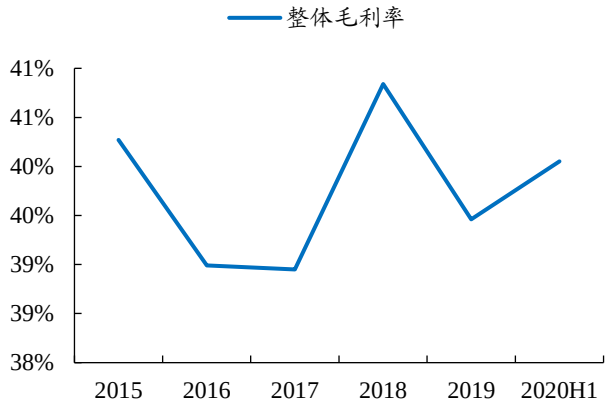


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司整体毛利率稳定在 38%以上。2015-2019 年，公司整体毛利率稳定在 38%以上，2019 年达 39.46%。2020H1 公司毛利率为 40.05%，同比下降 1.62pct，主要系疫情后公司促销力度加大。

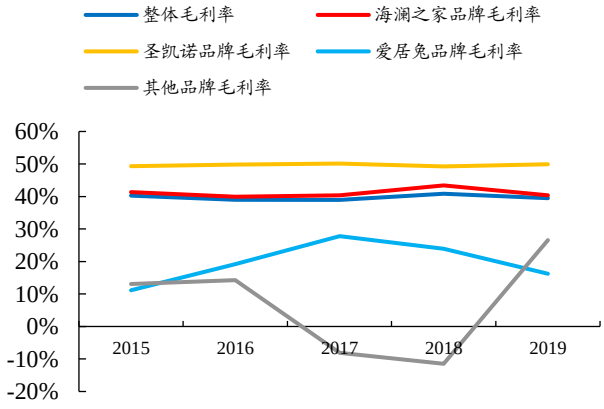
分品牌看，主品牌海澜之家毛利率稳定在 40%附近，始终高于同期整体毛利率。2015-2019 年，公司男装主品牌海澜之家毛利率分别为 41.38%、39.92%、40.34%、43.40%、40.34%，整体保持稳定且高于同期整体毛利率。

图6：2015-2019 年，公司整体毛利率稳定在 38%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

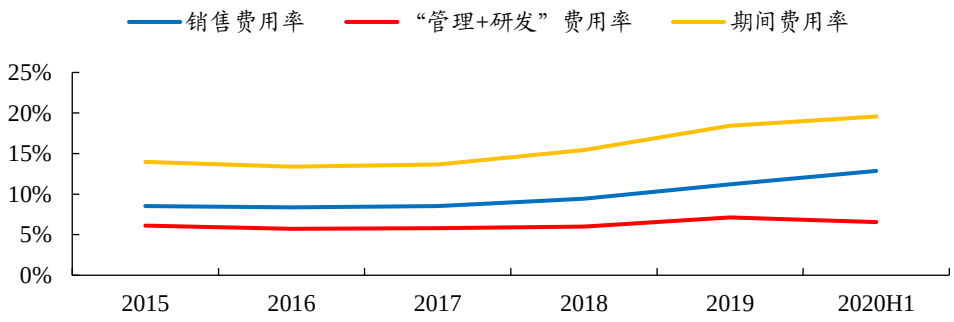
图7：海澜之家品牌毛利率较稳且高于同期整体毛利率



数据来源：Wind、开源证券研究所

期间费用率呈上升趋势，主要系销售费用率的持续增长。2015-2019 年，公司“管理+研发”费用率整体较稳，销售费用率持续增长，由 8.51%提升至 11.23%，导致期间费用率呈上升趋势。2020H1 公司期间费用率提升至 19.57%（+4.74pct），主要系：1）在销售费用上，公司直营店占比提升且先后并表男生女生与英氏童装；2）在管理费用上，在建工程转固导致折旧增加；3）在财务费用上，可转债摊销利息费用导致财务费用率短期增加。

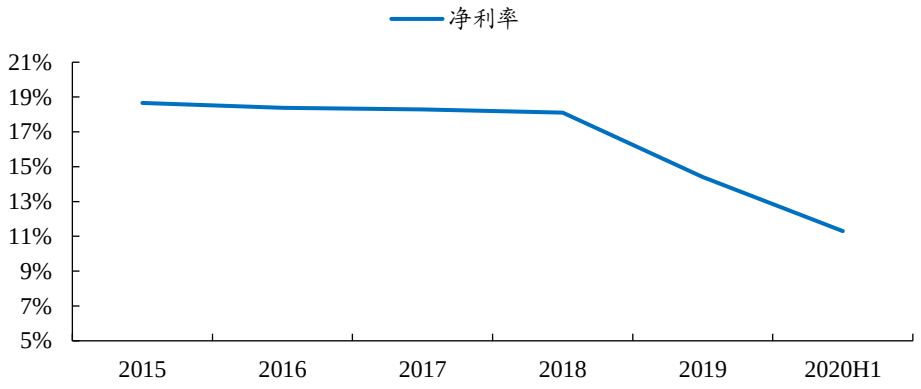
图8：期间费用率呈上升趋势，主要系销售费用率的推动



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司净利率略有下滑。2015-2019 年，公司净利率由 18.66%下滑到 14.42%，2020H1 净利率为 11.30%。净利率略有下滑主要系毛利率整体较为稳定，但期间费用率有所提升。

图9：2015-2019 年，公司净利率略有下滑

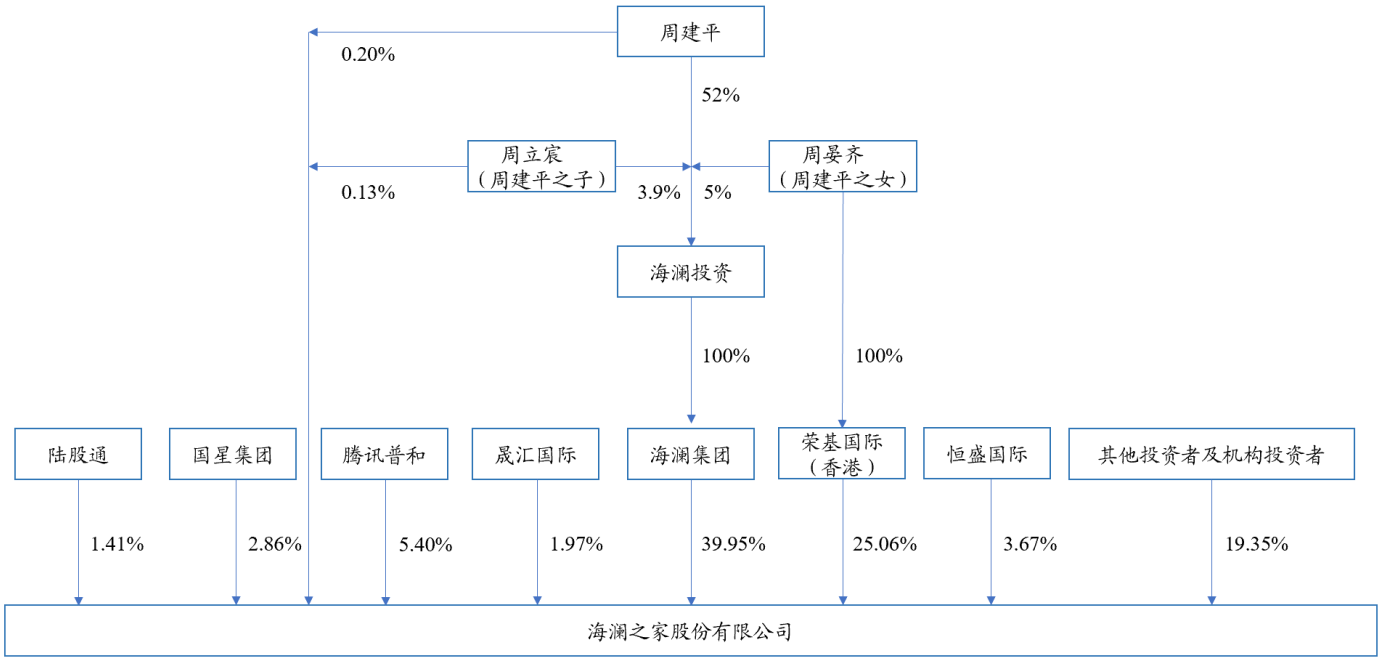


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 股权结构稳定，回购分红双驱动，员工持股绑定管理层

公司股权结构稳定，实际控制人为董事长周建平。截至 2020H1，公司第一大股东为海澜集团，持有公司 39.95%的股份，第二大股东为荣基国际（香港），持有公司 25.06%的股份。公司董事长周建平通过海澜投资与直接持股合计控制公司 40.15%的股份，成为公司实际控制人。此外，周建平之女周晏齐持有公司第二大股东荣基国际（香港）100%的股份，周建平之子周立宸为公司副董事长，周氏家族间接控制公司合计 65.34%的股份。

图10：公司股权结构稳定，实际控制人为董事长周建平



资料来源：Wind、开源证券研究所（数据为 2020H1 最新披露）

回购分红双驱动，注重股东回报。2018 年 12 月 1 日，公司发布了《未来五年(2018-2022 年)回购公司股份规划的公告》，公告表明，公司于 2018-2022 年间每年以不低于前一会计年度经审计的归母净利润的 20%且不超过 30%的资金回购公司股份；

截至 2020 年 8 月 7 日，公司第二期股份回购实施完毕，累计回购股份 1.00 亿股，占总股本比例为 2.27%，累计支付 6.91 亿元，体现了公司对未来发展的信心。公司注重股东回报，2015-2019 年公司股利支付率稳定在 35%以上，2019 年达 37.83%。

表2：2015-2019 年，公司股利支付率稳定在 35%以上

报告期	分配方案	公司股利支付率
2019-12	10 派 2.80 元	37.83%
2018-12	10 派 3.80 元	49.03%
2017-12	10 派 4.80 元	64.78%
2016-12	10 派 4.90 元	70.50%
2015-12	10 派 3.30 元	50.20%

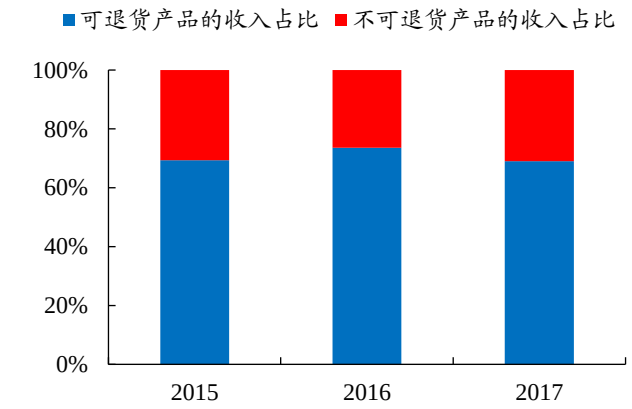
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 男装：上游轻资产、下游类直营联动打造市场龙头

2.1、 上游与供应商利益绑定，打造轻资产模式

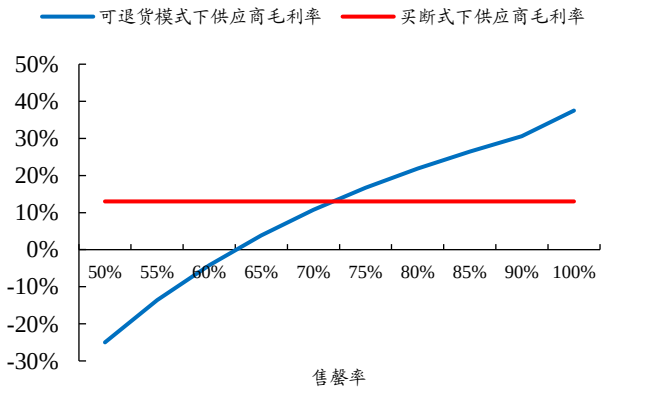
公司与供应商利益绑定，形成了“可退货为主，买断式为辅”的采购模式。在主品牌海澜之家的采购上，公司主要采用可退货模式，即公司与供应商签订附滞销商品可退货条款合同，约定适销季（两年）结束后，未售出的商品可剪标并按成本价退还，由供应商承担滞销风险。同时该模式下，供应商能获得较买断式更高的对价及毛利率，且其所获毛利正比于可退货商品的售罄率，供应商更有内在动力参与产品的联合开发与提升产品品质。在其他品牌的采购上，公司主要采用不可退货模式。

图11：2015-2017 年，公司可退货产品收入占比约 70%



数据来源：Wind、开源证券研究所

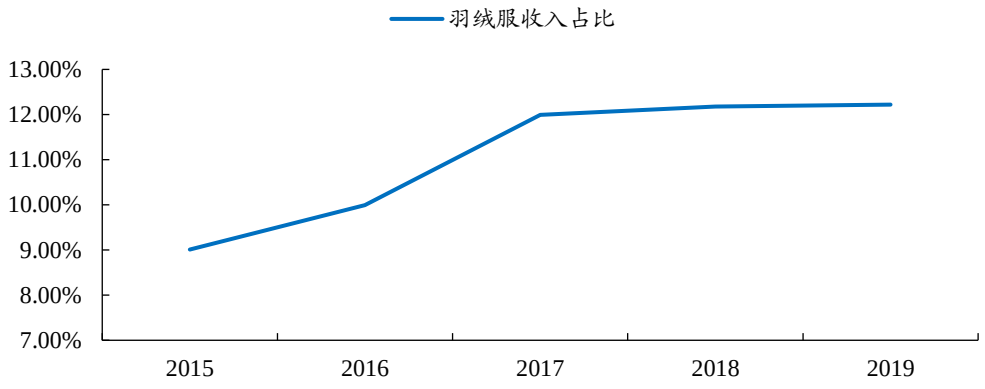
图12：可退货模式下，供应商的毛利率正比于售罄率



数据来源：开源证券研究所（注：可退货产品于两个销售季（两年）之后计算售罄率。）

高占比的海澜之家羽绒服可退货比例逐渐增加，减缓了公司存货压力。2015-2019 主品牌海澜之家羽绒服收入占比逐年增加，于 2019 年达 12.22%。2019 年主品牌羽绒服由公 100%买断，但到 2020Q2 买断比例仅为 30%，可退货比例上升到 70%。高占比的主品牌羽绒服可退货比例的增加降低了公司现金流风险，减缓了公司存货压力，进一步巩固了轻资产模式。

图13：主品牌羽绒服收入占比逐年增加，于 2019 年达 12.22%



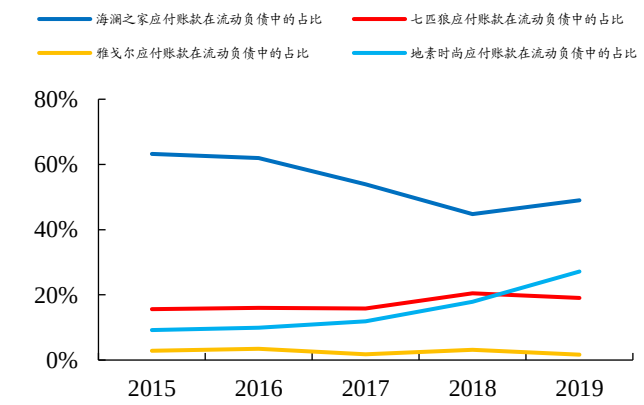
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司与上游供应商的协同利好，具体体现在：

1) **产品研发方面，公司可与供应商联动发力。**在以市场为导向的男装产品设计上，公司主要负责关键的开发提案与最终选型环节，将非核心的细化设计与打样等工作交给供应商，较好地利用了供应商的设计资源以提升产品的丰富度及开发深度。

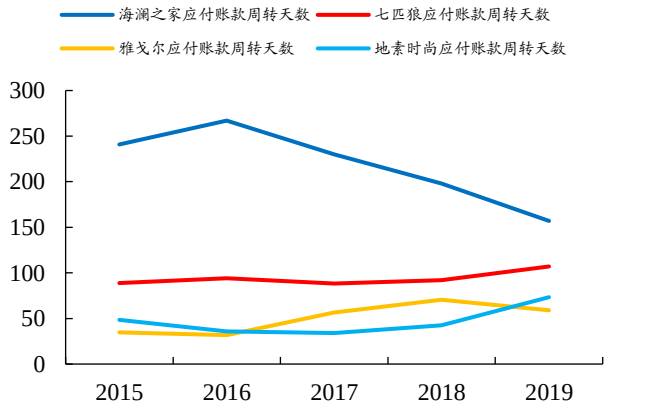
2) **资金占用方面，商品以赊购为主能提升资金运营效率。**公司待产品实现销售后，逐月与供应商进行货款结算，赊购模式减少了公司采购端的资金占用。较同行业公司七匹狼、雅戈尔、地素时尚，海澜之家应付账款在流动负债中的占比更高，应付账款天数明显更长。

图14：公司应付账款在流动负债中的占比较同行业公司较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：公司应付账款周转天数较同行业公司较长



数据来源：Wind、开源证券研究所

3) **滞销退货商品处理方面，公司退货后可低价二次采购并在线上奥莱销售。**对于供应商的尾货，公司能以成本价的 1-2 折重新采购，二次采购的货品目前可通过线上奥莱店销售，该渠道首次推出就创造了“2 小时破亿，3 天破 2 亿”的记录，市场反馈良好，未来有望拓展到其他品牌的尾货处理及正品销售上。公司主动帮助供应商处理尾货提升了公司销售流水，同时降低了供应商的库存风险与资金压力，深化了双方合作。

图16：2020 年 8 月 20-22 日，海澜之家线上奥莱店 3 天销售额破 2 亿元



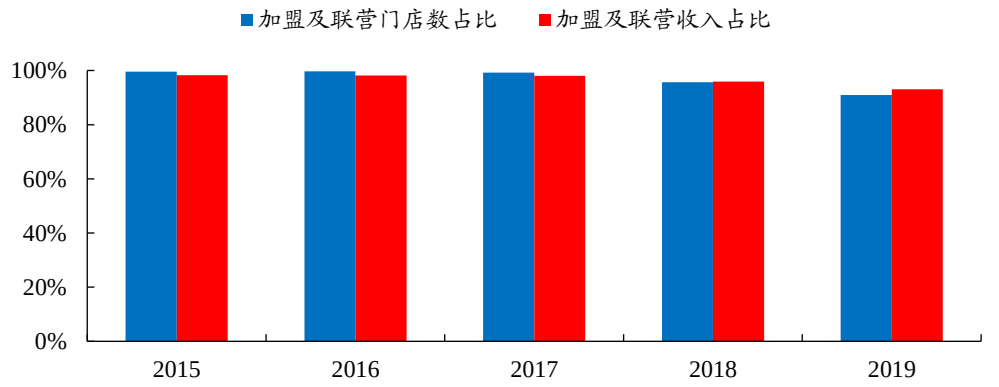
资料来源：海澜社区

4) 产业链全过程的信息系统建设方面，公司能协同参与供应商的信息化建设、产品研发、面辅料采购、产品生产、质量管控、成本核价、供应商评价等各个环节，做到全流程把控，以持续提升产品性价比，同时便于扶持优质供应商。

2.2、 下游类直营“千店一面”，门店规模增速有所减缓

公司线下渠道包括加盟、联营与直营，以加盟为主。2015-2019 年，公司加盟及联营门店数与收入占比均稳定在 90%以上。2019 年，公司加盟及联营门店总数达 6595 家（以加盟为主，数据包含全品牌门店），占比 91%；加盟及联营总营收约 179 亿，占比 93%。

图17：2015-2019 年，公司加盟及联营门店数与收入占比均稳定在 90%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司采用类直营方式直接管控加盟店，实现了所有权与经营权的分离。加盟商拥有加盟店的所有权，将门店的内部管理委托公司负责，不承担存货滞销风险；公司不收取加盟费，拥有商品的所有权，与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式。商品实现最终销售后，公司与加盟店根据协议约定结算确认公司的营业收入。

与一般的招商加盟相比，类直营模式更利于公司规模的迅速扩张。2019 年公司主品牌海澜之家系列门店数达 5241 家，较 2018 年净增 125 家，在加盟及联营门店

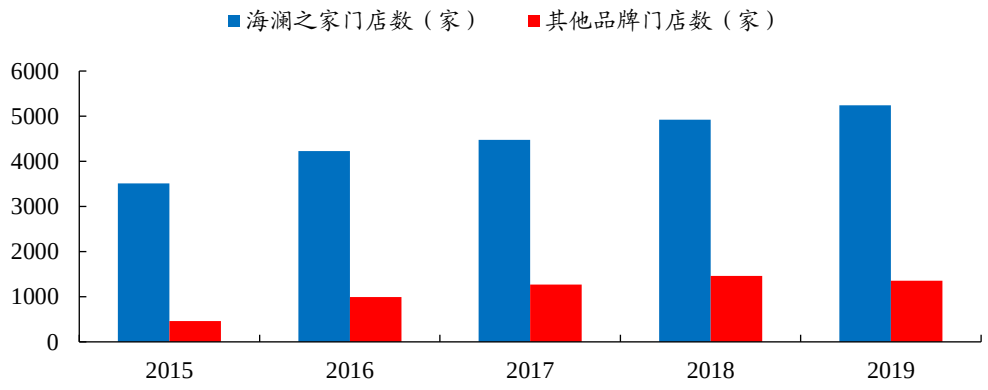
总数中占比 79.46%。公司门店快速扩张主要受益于：

1) **不转移商品所有权的类直营模式下，加盟商类似于财务投资者，经营风险较低，且能获得较高收益，与公司合作意愿较强。**中金网报道显示，2018 年前后公司给加盟商销售收入的分成比例约为 35%，较高分成比例提升加盟商积极性。

2) **公司对门店实现统筹管理。**a)加盟店由公司统一管理，门店的选址、装修、员工培训、产品物流等都由公司统一安排。b)公司具有较强的终端定价权，能制定全国统一指导价；各门店共享销售数据及货品库存信息，能快速响应市场，利于提高商品流转效率。

3) **加盟店扩张能力强。**类直营模式对加盟商无经验要求，加盟门槛较低；同时受益于公司对门店的统一化、标准化管理，管理经验可复制性较强，使加盟店拥有较强的扩张能力。

图18：加盟及联营门店中，海澜之家品牌门店数逐年稳步增加



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：类直营模式与一般招商加盟模式的区别

	类直营模式	一般的招商加盟
加盟店的管理	加盟店由公司统一负责代为管理，加盟商不参与门店管理	公司管理加盟商，加盟商管理门店经营，管理水平差异较大，品牌形象难以统一
加盟店的扩张能力	加盟门槛低，门店扩张能力强	加盟商必须要有经验，加盟门槛高，门店扩张能力弱
加盟店的铺货方式	公司根据历史销售数据和市场调研，统筹规划	以订货会等形式，根据加盟商的订单铺货
商品库存的共享能力	可以在不同加盟店调配，	门店一般打折处理，不同门店间较难实现调配
风险承担	门店库存属于公司，加盟商不承担库存风险	加盟商承担主要库存风险，部分品牌有退换货政策
终端定价权	公司制定全国统一指导价，加盟商价格浮动区间较小，公司具有较强终端定价权	公司制定指导价，加盟商灵活定价，终端定价较难统一

资料来源：开源证券研究所

2.3、 以共赢理念串联上下游，带动整个产业链经营的良性循环

公司以共赢理念串联上下游，各方承担风险均有限。1）加盟商不承担存货滞销风险，仅承担加盟店租金、折旧等固定成本。2）公司通过可退货模式将大部分滞销商品风险转移给供应商，仅承担品牌维护费用、折旧、管理费用等固定成本。3）供应商虽然承担大部分滞销风险，但由于公司经营模式有利于实现商品的“高品质、中价位”，销售情况良好，每年实际退货比例较小，且公司给予供应商较高毛利率，供应商承担风险有限。

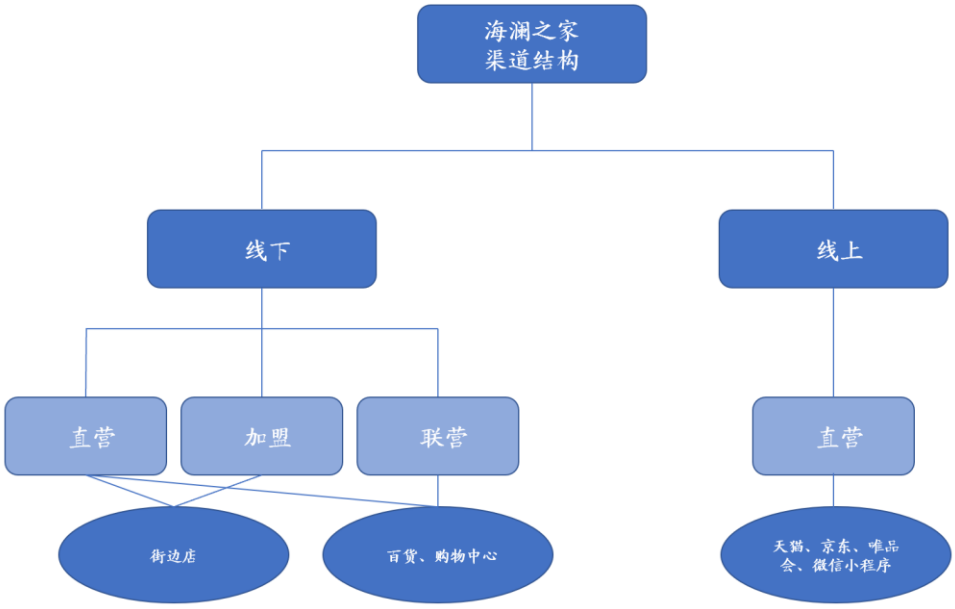
公司通过整合产业链中不同利益群体，带动经营的良性循环。公司通过加盟商获得优质门店资源；通过减少销售环节和挤出存货滞销风险溢价，实现产品的中价位；通过获得门店经营权灵活调配适销商品；通过将销售压力转移给供应商促使其不断提升产品品质来增强产品竞争力，从而保证了供应商产品的“高品质”；而产品的高品质可以有效带动产品销售，降低了产品滞销风险。

3、 渠道：以线下为主，线上有较大的提升空间

根据管理模式差异，公司渠道可分为加盟、联营与直营，具体来看：1）加盟模式下，公司负责门店的内部管理，拥有商品所有权，门店所有权归属加盟商。2）联营模式下，公司与百货商城、购物中心签订协议，公司提供产品与销售管理；百货商城与购物中心提供场地与收款服务，最后双方按比例分成。3）直营模式下，公司直接经营店铺，获得全部收入并承担相应费用。

公司渠道以线下为主，线上积极布局。1）线下方面，公司采用直营、加盟与联营模式，渠道主要分布于城市核心商圈的步行街、百货商城、购物中心等，目前已覆盖全国 31 个省（自治区、直辖市）及 80%以上的县、市。**2）线上方面，**公司采用直营模式，主要通过入驻天猫、京东、唯品会及微信小程序等主流开放平台实现销售。

图19：公司渠道多元化，线下线上全面布局

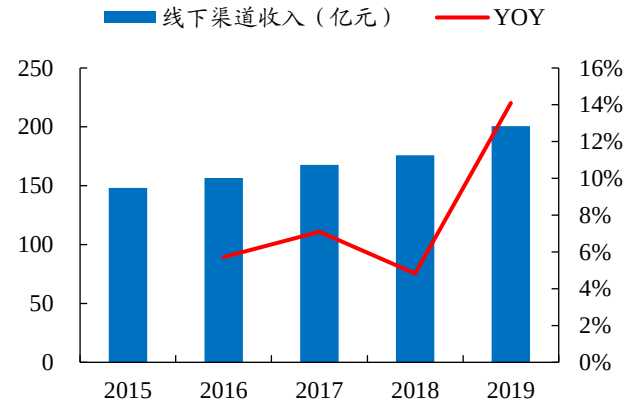


资料来源：Wind、开源证券研究所

3.1、 线下在收入贡献中占据主导，门店结构优化成为重点

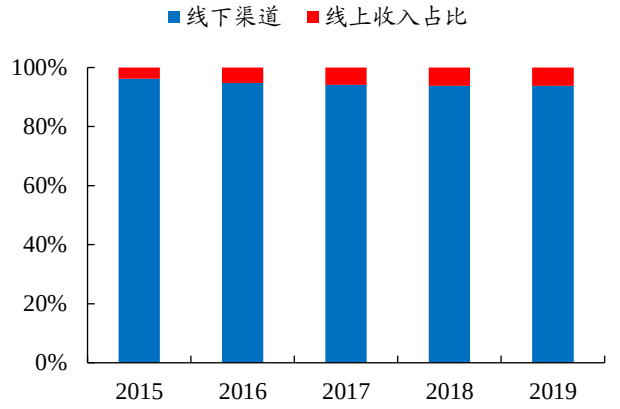
线下渠道收入增长稳定，在收入贡献中占据主导。2015-2019 年，公司线下收入由 148.20 亿元增长至 200.67 亿元，CAGR 为 7.87%，整体平稳增长；同期，线下渠道收入占比稳超 90%，在整体收入来源中占据主导。由于疫情导致线下店铺（全品牌）不能及时营业，公司 2020H1 线下实现营收 71.56 亿元，同比下滑 27.25%，占比下降至 90.46%。疫情恢复后，线下收入有望回升。

图20：2015-2019 年，公司线下收入保持稳定增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2015-2019 年，公司收入以线下为主

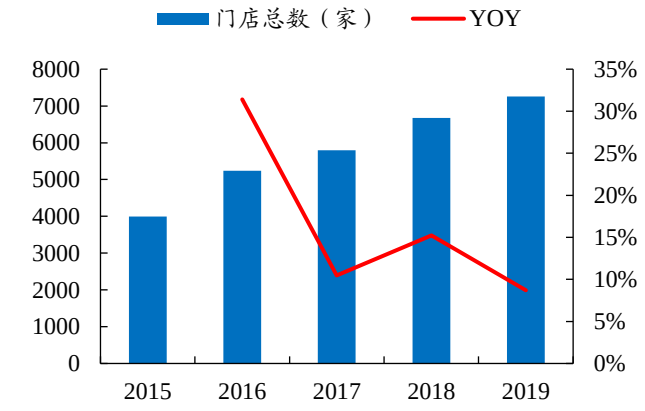


数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为公司线下渠道未来的增长动力在于线下营销网络结构的持续调整与优化，具体来看：

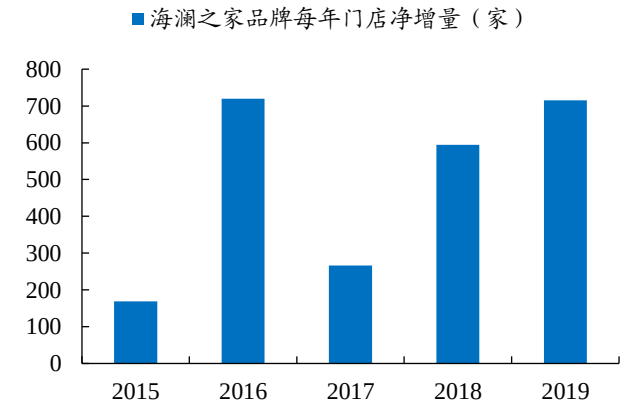
1）**规模上，公司积极拓店，门店仍有拓展空间。**2019 年，公司线下门店总数达 7254 家（不包含爱居兔），较 2018 年净增 715 家；其中，海澜之家品牌门店数达 5598 家，较 2018 年净增 301 家。

图22：公司积极拓店，门店总数保持逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：2015-2019 年，海澜之家品牌门店年净增量较高



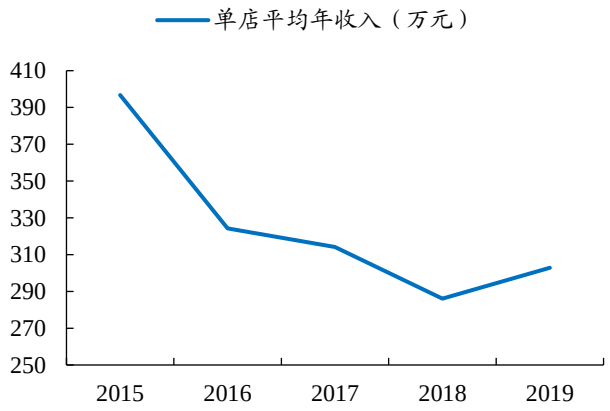
数据来源：Wind、开源证券研究所

2）**结构上，公司注重优化存量店铺、提升购物中心店占比，营销网络呈“农村包围城市”之势。**目前国内尤其一二线城市的购物环境已发生明显变化，集购物、休闲、娱乐、饮食为一体的“一站式服务”购物中心成为主流消费场所；对休闲服饰的主要消费群体而言，步行街、百货商城等购物方式的吸引力有所下降。针对商圈迁移，公司对营销网络的调整表现为：

a）**对街边店，公司致力存量店铺的租金降低与店效提升。**公司的线下门店主要分布在三四线城市，且以街边店为主（2018 年占比约 70%）。由于公司一直坚持“黄金地段、钻石店铺”的开店原则，临街的商铺租金较贵，伴随门店规模的扩张，单店平均贡献年收入下降，故公司将重心由街边店的扩张转向店铺的降租提效。

b）**对购物中心店，公司积极进驻购物中心开设新店，并调整店铺光效、商品陈列等实现门店形象的全新升级。**截至 2018Q2，公司购物中心店数量占比约 15%，到 2020Q1，该占比提升至 21%附近，预计未来将继续上升。公司致力给消费者提供更有温度的购物环境，整体审美贴合年轻一代。除将品牌 Logo “HLA” 由黄蓝换为白色外，也用灯光、背景色、功能道具等展现品牌形象，多方位提升店铺调性：明亮宽绰、时尚精致。

图24：平均来看，公司单店贡献年收入 2018 年之前有所下降，2018 年之后触底反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：公司购物中心店与街边店形象对比



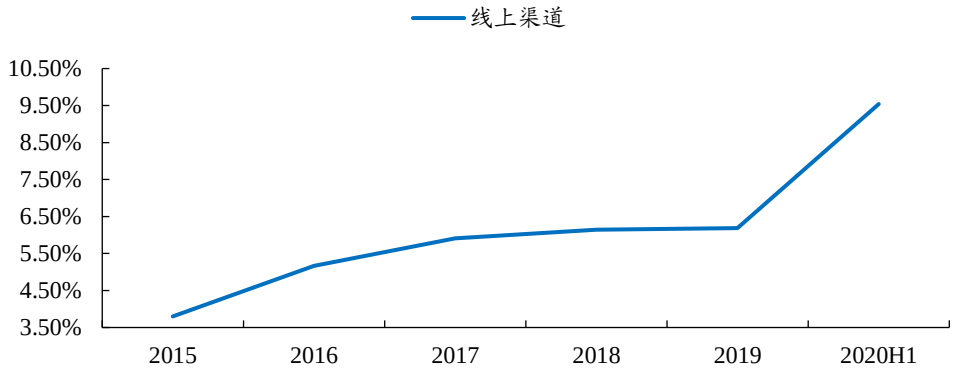
资料来源：公司官网

3）推进线下会员体系建设，构建多品牌的会员体系。由于 COVID-19 加速了消费者消费习惯和偏好的变化，公司为了更精确地捕捉消费者需求，开始着手构建多品牌的会员体系（预计 2020 年底完成），系统地整理和分析散落在各个门店的老客户信息；同时打通不同品牌的会员体系以增强会员价值，满足不同阶层消费者的需求。此外，建设会员体系只是开端，公司未来会加大研发投入，通过大数据分析等手段推动整个供应链的改造。

3.2、 线上收入占比逐年稳增，未来有较大提升空间

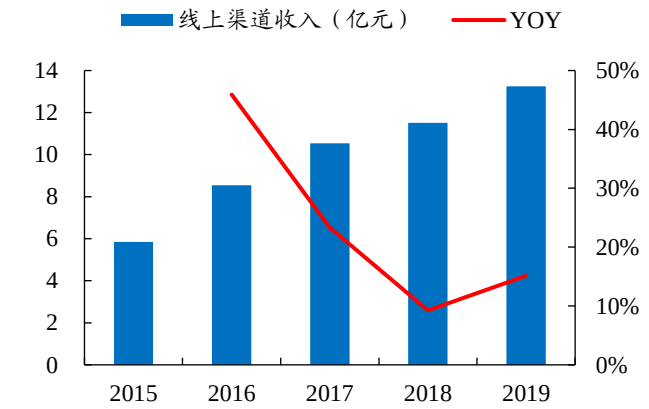
线上收入增速较快，占比逐年稳步增加，未来有较大提升空间。2015-2019 年，公司线上收入由 5.85 亿元提升至 13.25 亿元，CAGR 达 23%，占比由 3.80%提升至 6.19%；2020H1 线上收入占比进一步提升至 9.54%，公司线上整体发展势头良好。同时，2015-2019 年，公司线上毛利率均超 50%，高出线下同期 10pct 以上，线上占比的快速增长有望拉升整体毛利率。

图26：2015-2019 年，公司线上收入占比稳步提升；2020H1，线上收入占比达 9.54%



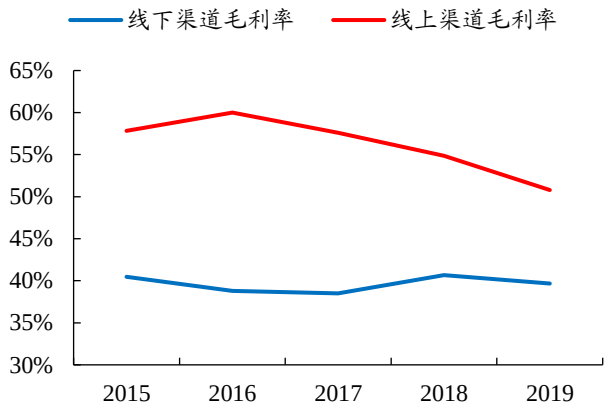
数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：2015-2019 年，公司线上渠道收入增长较快



数据来源：Wind、开源证券研究所

图28：2015-2019 年，公司线上渠道毛利率显著高于线下



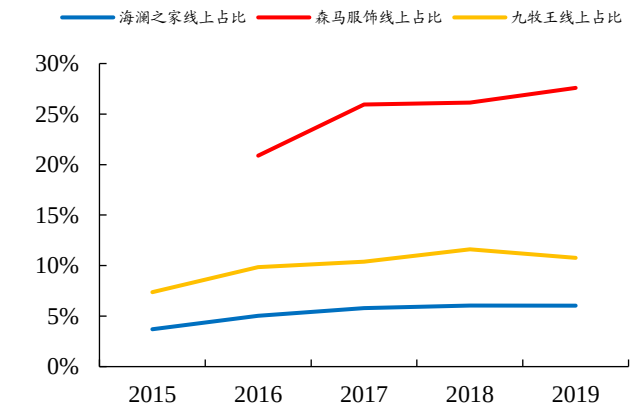
数据来源：Wind、开源证券研究所

对比同行来看，公司过去几年线上收入占比低于森马服饰、九牧王，历史原因主要有：

1）**不折扣战略阻碍线上渠道的发展。**公司线上采取与线下“同时、同款、同价”（受当地物价影响允许波动 5%）的销售模式，虽然保护了线下加盟店的利益，但导致线上缺少定制款服饰与价格优势（线上消费者大多是价格敏感型）。

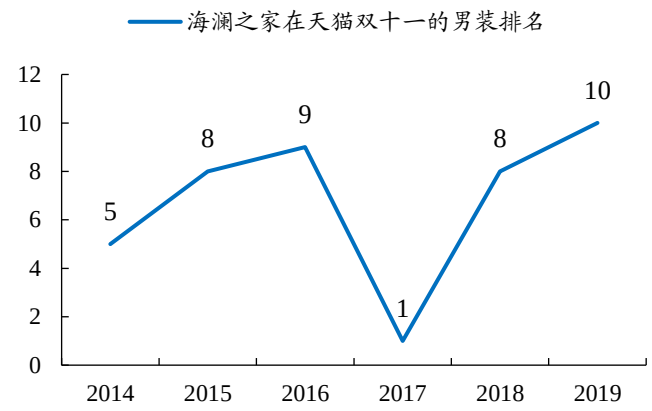
2）**公司卷入互联网巨头博弈，天猫旗舰店被搜索限流。**2017 年，公司与阿里签署《战略合作协议》，双方深入合作；海澜之家成为当年“天猫出海”项目的代表案例。2018 年，腾讯战投入驻海澜之家，获得 5.31%的股份；同期海澜之家亦与京东平台握手言和，获得了京东的支持。阿里与腾讯的博弈导致“618”与“双十一”等促销活动期间海澜之家关键词在天猫平台易发生搜索异常，而阿里平台整体线上渠道占比超 50%。

图29：2015-2019 年，海澜之家线上占比明显低于同行公司森马服饰与九牧王



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2017 年，天猫双十一男装品牌排名中，海澜之家名列第一



数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计未来公司线上渠道占比将持续提升，2020 年末占比有望超 10%，其增长动力主要有：

1）**公司与阿里关系逐渐缓和，能获取更多线上流量。**根据淘宝天猫数据，海澜之家官方旗舰店 2020 年 6 月 1 日至 18 日实现销额 7947 万元，同比增长 124%（2019 年同期销额增速为-18.29%），销量 60.7 万件，同比增长 103%。阿里旗下天猫是国内线上最大的服装销售平台，公司与阿里关系逐渐缓和有利于获取更多的流量、带动销售的增长。

2）**线上销售渠道的深化与拓展**

a）传统电商方面，公司强化线上与天猫、京东、唯品会等主流平台的合作，借助平台资源探索直播等销售模式。例如，在京东平台上，2020 年 4 月，公司总裁周立宸携手明星现身直播间以宣传 IP 新品，该次直播销额达 4000 万元；在天猫平台上，除常规的店播外，公司还与薇娅等头部网红合作以推广公司产品。

b）**社交电商方面，**公司增设了拼多多、微信小程序、云集、贝店、蜜芽、小红书、抖音、快手、蘑菇街等细分社交化销售渠道，使品牌多渠道触达消费者，利于提升品牌曝光与增粉效率。以抖音渠道为例，截至 2020 年 8 月，海澜之家在抖音平台拥有 79 万粉丝，位居服装鞋帽品牌榜第 10 位；2020 年抖音 618 男装女装品类直播中，海澜之家销额第一。以微信小程序为例，线上奥莱店的推出在尾货销售表现良好，带流量积累足够时未来有望延伸至常规品销售。

图31：公司在主流平台的直播方式多样化，包括高管直播、网红直播、店播等



高管直播　　与薇妃合作　　天猫店播　　京东店播

资料来源：京东旗舰店、天猫旗舰店

图32：公司品牌通过社交电商多渠道触达消费者



资料来源：抖音 app（抖音店铺资料截至 2020 年 8 月 12 日）

3）**公司线上推出灵活的促销活动以吸引价格敏感型消费者。**公司推出灵活的价格策略，主动参加电商平台的促销活动。2020 年 8 月 12 日至 14 日，公司在天猫、京东旗舰店分别推出“天猫新风尚满 300 减 50”、“秋焕新满 300 减 30”等促销活动。同时，公司根据商品的销售进度适时调整价格，如果销售不及预期，公司会与上游厂家协商，推出让利优惠以回收现金流及获取流量。2020 年 1 月和 3 月，公司销售承压，分别对冬装（受暖冬影响）和春装（受疫情影响）推出满减活动。

图33：公司在天猫、京东、唯品会等主流平台上均有促销活动



资料来源：天猫、京东、唯品会官方旗舰店

图34：2020 年 1 月和 3 月，针对冬装与春装销售承压，公司陆续推出满减活动



资料来源：京东

3.3、 公司持续加强渠道升级，推动线下与线上融合

公司联动传统电商、社交电商、自媒体与线下门店，用线上服务赋能线下门店，具体体现在：**a）公司打造 O2O 销售服务。**截至 2019 年，单海澜之家品牌就有超 2000 家门店实现了“线上下单，就近门店配送”的服务。**b）公司尝试与外卖平台合作。**2018 年，公司携手美团开启“服装+外卖”的零售模式。受益于公司高密集的线下门店，消费者在线订购的海澜之家服饰可由美团外卖配送人员于 1 小时内送达，较大地提升了消费者的购物体验。

图35：公司携手美团开启“服装+外卖”的零售模式



资料来源：公司官网

4、 扩品牌&扩品类：公司注重细分市场，打造多元化品牌矩阵

4.1、 OVV：为都市女性提供“毫不费力的优雅时髦”

OVV（Original Vogue Value）创立于 2017 年，定位 20-45 岁职场女性生活场景，为现代都市女性提供不费力、高性价比的高级成衣。

OVV 在规模与营收上均高速增长。规模方面，据 OVV 官微，截至 2020 年 8 月，OVV 线下门店数量达 105 家，主要分布在一二线城市的核心商圈，其中上海（16 家）、北京（16 家）、江苏（15 家）的店铺数位居前三。**营收方面，**2019H1，OVV 实现收入 6000 多万元，同比增长 625%；2020H1 实现收入 8000 多万，同比增长 22%，收入增速下降主要系疫情影响。随着疫情的逐步缓和与品牌力的提升，OVV 未来可期。

表4：OVV 全国门店数量及分布

省（自治区、直辖市）	门店数量	门店的城市分布
上海	16	
北京	16	
江苏	15	无锡（5）、南京（3）、苏州（3）、盐城（1）、常州（1）、徐州（1）
浙江	9	杭州（6）、宁波（1）、嘉兴（1）、温州（1）
山东	8	济南（4）、青岛（2）、临沂（1）、淄博（1）
广东	6	深圳（4）、广州（2）
安徽	5	合肥（4）、芜湖（1）
四川	4	成都（4）
辽宁	4	鞍山（2）、沈阳（2）、大连（2）
福建	3	福州（2）、厦门（1）
陕西	3	西安（2）、咸阳（1）
云南	2	昆明（2）
天津	2	
河南	2	郑州（2）
吉林	1	吉林（1）
宁夏	1	银川（1）
河北	1	石家庄（1）
湖北	1	武汉（1）
湖南	1	长沙（1）
甘肃	1	兰州（1）
贵州	1	贵阳（1）
重庆	1	
黑龙江	1	哈尔滨（1）

资料来源：OVV 官微、开源证券研究所

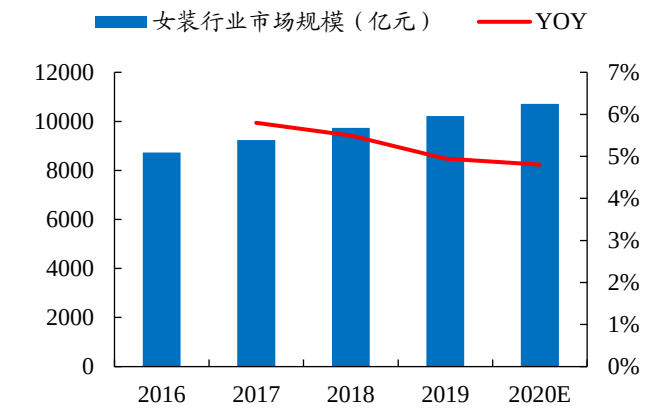
我们认为 OVV 未来可期主要系：

从行业看，女装行业规模巨大但集中度较低。

1）**国内女装行业规模逐渐扩大。**据前瞻产业研究院，2019 年国内女性劳动参与率超 70%，位居世界第一，其中 25-55 岁的中国女性劳动参与率高达 90%；同时 BOSS 直聘发布数据显示，2019 年国内城镇就业女性平均薪酬为 6995 元（+7.7%）。伴随女性就业水平与收入水平的进一步提高，消费能力不断增强，女装行业规模逐渐扩大，2019 年达 10221 亿元（+4.95%）。据中商产业院预测，2020 年女装行业规模将达 10712 亿元。

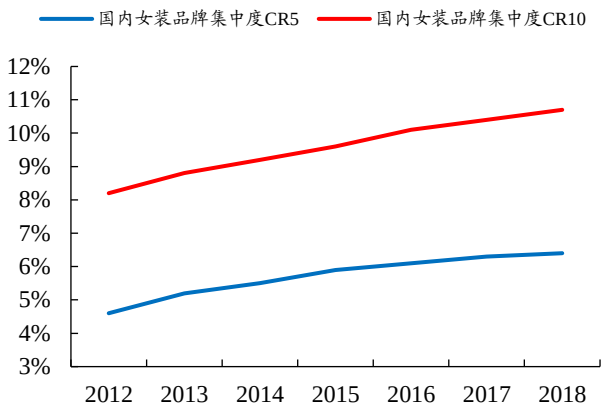
2）**国内女装品牌集中度较低。**据欧睿数据，2012-2018 年，国内女装品牌 CR5 由 4.6%提升至 6.4%，年均增长 0.03pct；CR10 由 8.2%增长至 10.7%，年均增长 0.42pct。对比国外，美国与日本的女装品牌集中度在 2017 年就已分别达 23.2%与 47.4%，国内女装品牌集中度较低，未来有较大的提升空间。

图36：国内女装行业规模于 2016-2019 年逐年扩大，预计 2020 年继续增长



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

图37：国内女装品牌集中度虽小幅增长但依然较低



数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

从公司看，OVV 的产品力与品牌力在不断增强。

1）**产品力方面，OVV 品牌有较丰富的高品质产品矩阵。**该品牌旗下有三大系列，分别是 NEW CLASSIC 新经典系列、SMART CASUAL 精致休闲系列、VACATION &EVENT 度假派对系列，产品覆盖三大系列覆盖连衣裙、衬衫、休闲裤、裙装、外套、上装、裤装、配饰等。同时，OVV 严选羊绒、纯羊毛精仿、真丝等优质面料，搭配潮流趣味与时尚设计以提升产品品质。

2）**品牌力方面，公司通过明星代言、与影视合作持续提升品牌影响。**公司先后邀请杜鹃、秦舒培作为 OVV 的代言人与形象大使，向消费者诠释独立女性的精致生活。2020 年，公司与影视《三十而已》合作，该剧的火爆引发了市场对 OVV 品牌的关注。

图38：OVV 邀请时尚明星代言



资料来源：微信公众号

图39：OVV 与影视合作来扩大影响力



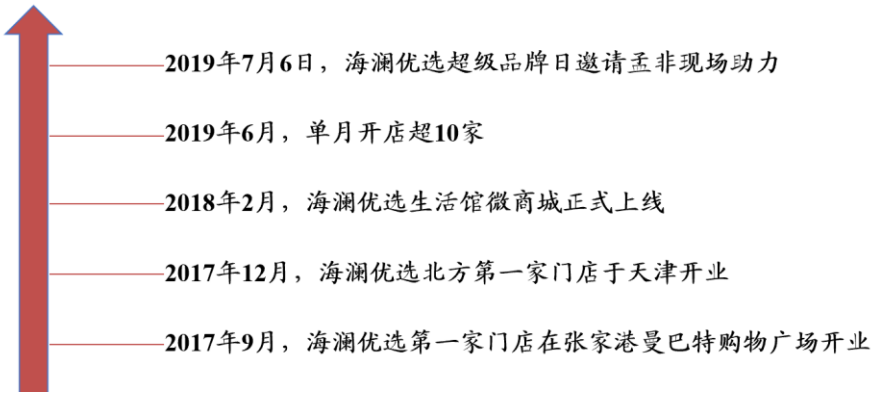
资料来源：微信公众号

4.2、 海澜优选：优选优质的家居产品集合店

海澜优选生活馆创立于 2017 年，是海澜之家旗下的全新生活方式类品牌，专注国民优质生活精选的一站式家具产品集合店，其特点有：**1）产品品类较全，**近 4000 种商品种类遍及服装、生活杂货以及时尚家居三大领域，具体涵盖办公、化妆、餐桌、厨房、床上、护理、旅行、生活、服装、家居十大系列。**2）性价比较高，**产品均价约为无印良品的 2/3，平均客单价约为 100-200 元（来自赢商大数据）。

线下门店布局已较为成熟，预计未来线上渠道成为重点。海澜优选生活馆自 2017 年第一家门店成立以来，线下门店规模迅速扩张，据海优选生活馆官微，截至 2020 年 8 月，线下门店数量已达 112 家，布局已较为成熟。同时，海澜优选微商城及天猫、京东、唯品会旗舰店陆续上线，考虑到现金流风险，我们预计海澜优选未来重心将转向线上。2020H1，海澜优选销售额超 1 亿元，同比增长 80%，预计线上渠道的逐渐发力将助推品牌的持续增长。

图40：海澜优选渠道布局以线下为主



资料来源：海澜优选生活馆官网、开源证券研究所

图41：无印良品线下门店已遍布全国



资料来源：高德地图

图42：海澜优选线下门店布局已较为成熟



资料来源：海澜优选生活馆官微、谷歌地图

对标无印良品，海澜优选有较大提升空间。海澜优选定位二三线城市，作为无印良品的可替代品，高性价比能带来较大的发展空间，具体来看：

1）**市场方面，家居生活集合店在国内市场巨大，**以无印良品的发展情况为例，无印良品自 2005 年入驻中国以来，规模与收入双双快增长。据新浪财经，截至 2019 年 2 月，无印良品的中国大陆门店数已达 256 家，占其海外门店数的一半。同时最新的良品计划财年显示，无印良品 2019 年在中国实现营收 42 亿元。

2）**产品方面，对比无印良品，高性价比为海澜优选创造竞争优势。**无印良品的产品在日本虽属大众价位，但在中国市场上却处于中高价位带。近年来随着用户消费习惯转变与品牌竞争加剧，无印良品频繁降价，2015-2019 年期间降价多达 11 次。而海澜优选自始品牌定位明确，与无印良品展开错位竞争，高性价比为其创造了相对竞争优势。

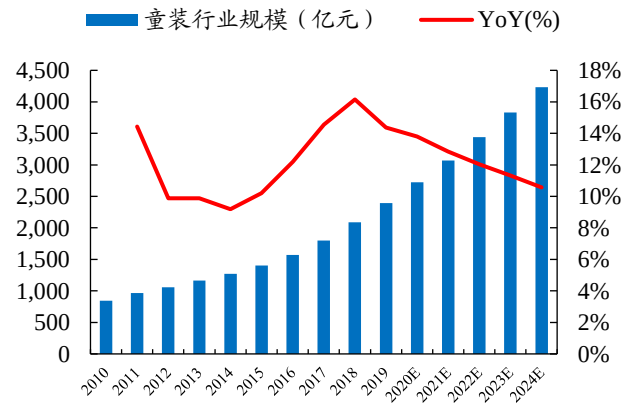
3）**渠道方面，**海澜优选作为海澜之家旗下品牌，在海澜之家强大的信任背书下，海澜优选能与一流供应商合作，渠道拓展能力较强。同时也能借助海澜之家品牌影响力提升声量。

4.3、 童装：行业增长空间广阔，内延外购完善布局

受益于二胎政策与优生优育，童装行业规模较快增长，未来有较大发展空间。在国内二胎政策实施背景下，二胎生育率显著提升；同时 80 后、90 后父母优生优育观念强，中国人均童装消费水平持续提升，行业增长潜力较大，具体来看：

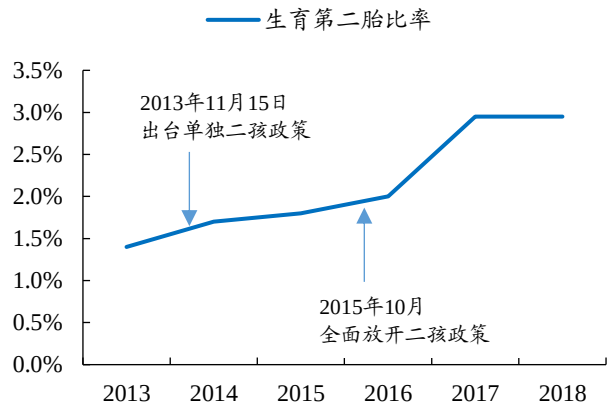
1）**规模上，**据欧睿数据，童装行业市场规模 2019 年已达 2391.5 亿元，同比增长 14.4%，预计 2024 年将突破 4000 亿元，未来增长空间广阔。

图43：国内童装行业规模有望持续提升



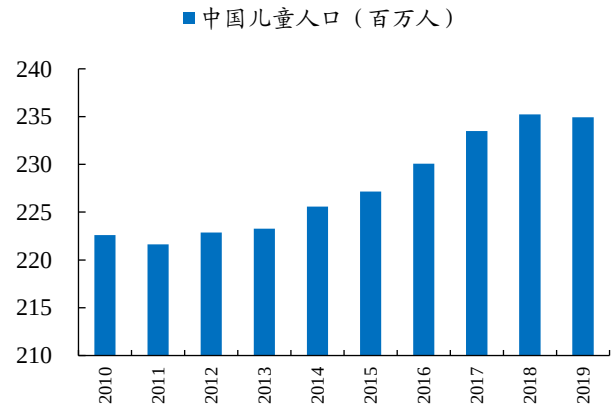
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：国内第二胎生育率显著上升



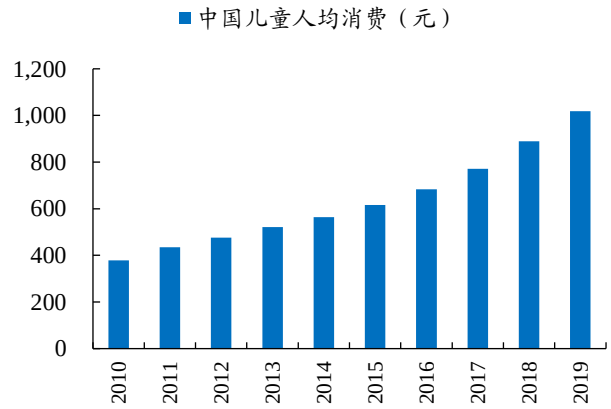
数据来源：中国产业信息网、开源证券研究所

图45：中国儿童人口数量增长趋缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图46：中国人均儿童消费逐年递增

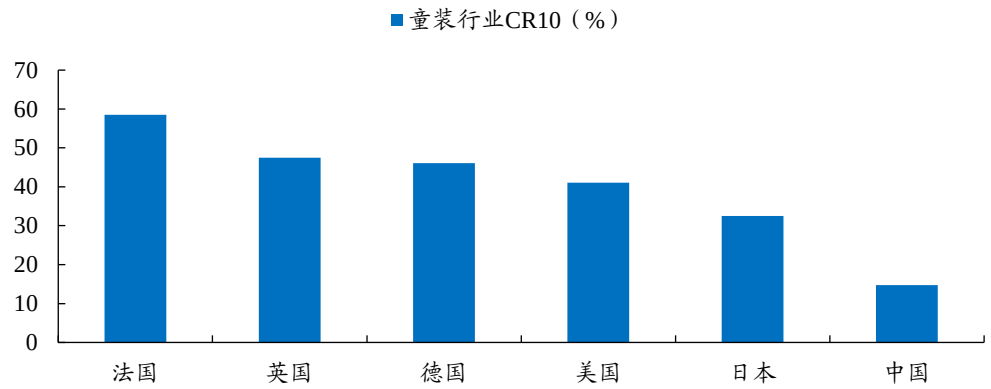


数据来源：欧睿数据、国家统计局、开源证券研究所

2）**集中度上，**欧瑞数据显示，2019 年法国、英国、德国、美国、日本童装行业 CR10 分别为 58.5%、47.5%、46.1%、41.1%、32.5%，而同期中国童装行业

CR10 仅为 14.7%，未来提升空间较大。

图47：中国童装行业集中度显著低于发达国家

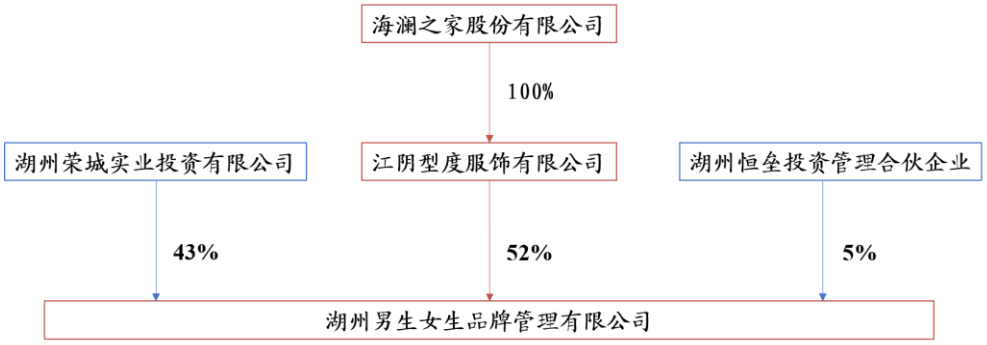


数据来源：欧睿数据、开源证券研究所

4.3.1、 内延男生女生，细分大众童装市场

男生女生定位大众童装，主打性价比。男生女生（HEY LADS）是公司于 2018 年通过对其增资实现控股的童装品牌（合计控制湖州男生女生品牌管理有限公司 52.% 股权），目标群体为 6 个月指至 16 岁的孩子，定位高品质、高性价比，倡导“买得起的时尚、超值的产品”，打造一站式全品类儿童时尚、休闲服饰品牌。产品风格主要有棉麻、时尚休闲、经典校园风、韩风淑女、户外运动等十二大系列，涵盖了服饰、鞋子、家居服、帽子、书包、袜子、内裤、围巾、手套、头饰等全品类的产品。

图48：海澜之家通过子公司控制潮州男生女生品牌管理有限公司 52%的股份



资料来源：天眼查

图49：男生女生产品展示



资料来源：男生女生天猫官方旗舰店

持续整合渠道，打造类直营管理模式，预计未来收入能够稳步增长。男生女生渠道较复杂，包括大区代理、个体加盟以及批发、直营，公司目前积极去库存并整合渠道，倾向于打造类直营管理模式，有利于未来男生女生规模的快速扩张。2020H1男生女生销额约 2 亿元，同比增长 20%，预计未来能够稳步增长。

4.3.2、外购英氏，打造高端婴童品牌

英氏定位婴童必用品，主打高端。英氏是公司 2017 年入股、并于 2019 年实现控股（合计持股 66.24%）的童装品牌。旗下自有品牌“YeeHoo 英氏”专注 0-3 岁婴幼儿生活必用品，并延伸展至 6 岁成长所需，定位高端高品质，产品线主要覆盖婴童内衣、外出服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类等。

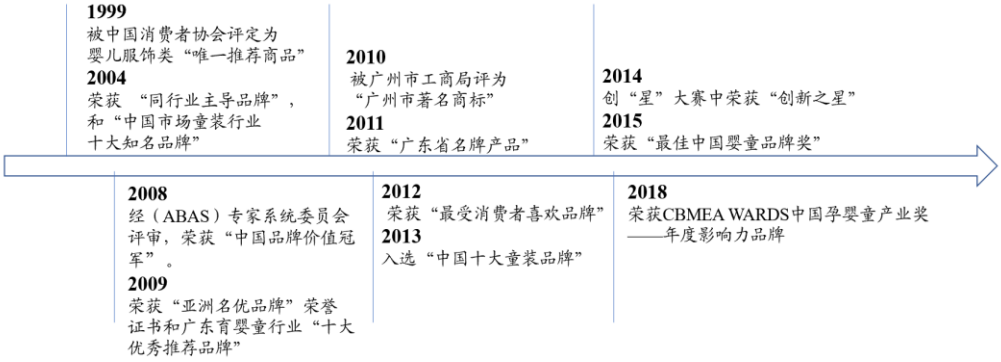
图50：英氏部分产品展示



资料来源：英氏天猫官方旗舰店

英氏拥有较强的品牌力，积极拓展婴童洗护品类以丰富产品矩阵。英氏品牌自 1995 年成立以来，在发展过程中屡获殊荣，于 2015 年荣获《罗博报告》“最佳之最”——“最佳中国婴童品牌奖”，于 2018 年荣获 CBMEA WARDS 中国孕婴童产业奖——年度影响力品牌（童装品类）。借助自身较强的品牌力，英氏积极拓展产品矩阵，于 2018 年 12 月在天猫平台开设“英氏婴童洗护旗舰店”，产品覆盖宝宝洗浴、护肤、清洁用品及孕妈护肤用品；截至 2020 年 8 月，该店综合体验 4.5 星，粉丝量已达 244 万（英氏官方旗舰店粉丝量为 285 万），体现了品牌在拓品类上的成功。据搜狐新闻，英氏在 2020 年童装品牌排行榜前十名中位居第 7 位；2020H1，英氏销额约 2.5 亿元，预计未来能进一步提升。

图51：英氏在发展过程中屡获殊荣，品牌力较强



资料来源：英氏官网、开源证券研究所

图52：英氏积极拓品类，产品向婴童及孕妈洗护用品延伸



资料来源：天猫

4.4、 AEX：偏商务的轻奢男装品牌

AEX 创立于 2017 年，是公司旗下男装品牌，目标人群是都市新兴中产阶级商务精英。该品牌主打高品质与高性价比，兼具奢侈品品质与快消品价格，涵盖摩登城市与机能科技两大系列，产品覆盖绅士装、休闲装、皮具、配饰等。

AEX 由公司自行设计与直营，未来有提升空间。公司携手国际设计团队与一线面料厂商，拥有成熟的供应体系，从设计、面料、成衣加工等环节保证产品的高品质。官网显示，AEX 直营门店目前已入驻江苏、上海、北京等多地的核心商圈，店铺空间呈现简洁明亮的北欧风格，其中的服饰、配饰与生活用品全方位诠释 Urban Outdoor Lifestyle，贴近年轻世代的审美。2019H1，AEX 男装营收超 1500 万元，同比增速高达 238%。受益于公司注重提升店效，AEX 未来还有增长空间。

图53：AEX 门店与服饰展示



资料来源：AEX 官网

5、 线上渠道与新老品牌联动发力，三位一体带来边际弹性

海澜之家 2020H1 实现营业收入 81.02 亿元（-24.43%），实现归母净利润 9.47 亿元（-55.42%），其中 2020Q2 单季度实现营收 42.54 亿元（-8.18%），实现归母净利润 6.52 亿元（-28.78%）。收入及利润的下滑主要系疫情导致终端消费疲弱。

我们认为海澜之家未来发展向好，有三方面支撑：

1）**公司积极推进数字化营销策略，线上有望成为新的增长引擎。**公司营收长期以线下为主，线上占比较低，2019 年线上收入占比仅 6.19%。2020 年疫情导致线下门店经营困难，公司适时注重线上，联动传统电商与社交电商，借力直播带货、微信小程序、云店等实现网销零售的快速增长，其中 Q1 线上增速为 17%，Q2 线上增速为 40%，线上收入占比增至 9.54%，预计 2020 年底线上收入占比有望超 10%，线上渠道有望成为公司新的增长引擎。

2）**主品牌海澜之家巩固轻资产模式，品牌运营更加灵活高效。**高收入占比的主品牌羽绒服 2019 年买断比例为 100%，但截至 2020H1，该比例下降至 30%，减缓了公司存货压力，进一步巩固轻资产模式。此外，主品牌的产品设计更年轻、产品价格更灵活、会员体系更完善使得品牌运营更高效。

3）**新品牌拓展效果显现，英氏、OVV 与海澜优选发展较快。**2020H1 除海澜之家与圣凯诺外，公司其他品牌合计实现营收 6.33 亿元，同比增长 105.57%，其中英氏实现销额 2.5 亿元，占比最大；OVV 实现销额 8000 多万元，同比增长 22%；海澜优选实现销额超 1 亿元，同比增长 80%。英氏、OVV 与海澜优选的良好发展有望增厚公司业绩：①二胎政策与优生优育给童装赛道带来了新的发展机遇，英氏已积累较好的口碑，其产品顺利延伸至婴童洗护品类，未来销量有望进一步扩大。②OVV 凭借独立女性的品牌定位、高品质及高性价比的产品较好地承接了热播剧《三十而已》带来的巨大流量，成功将部分新粉丝转化为用户、将流量转化为销额，未来增长有望提速。③海澜

优选对标无印良品，依靠高性价比产品展开错位竞争，目前其线下渠道已较成熟，未来线上渠道的发力有望带动品牌增长。

6、 盈利预测与投资建议

海澜之家作为国内服装行业龙头，近年来业务发展较稳健，旗下男装主品牌海澜之家市占率连续 6 年位列榜首，保持行业领先。同时，公司新品牌布局的成效显现、线上数字化营销策略的推进均有望增厚公司未来业绩。我们选取了同处于服饰行业的公司森马服饰、七匹狼以及雅戈尔，与三家可比公司相比，海澜之家目前具备估值优势。

基于 1）主品牌海澜之家不断巩固轻资产模式，品牌运营效率持续提升。2020H1 疫情对线下门店业绩影响较大，随着疫情得到控制公司业绩有望逐渐回暖； 2）公司积极推进数字化营销策略，传统电商、社交电商以及直播电商的共振或将成为新增长引擎；3）公司新品牌的培育效果显现，预计英氏、OVV 以及海澜优选的快速增长将增厚公司未来业绩。我们假定 2020-2022 年，公司营业收入同比增速分别为-13.8%/15.7%/12.8%。我们预计，2020-2022 年公司归母净利润分别为 24.4/32.4/37.6 亿元，对应 EPS 分别为 0.57/0.75/0.87 元,当前股价对应 PE 为 11.9/9.0/7.8 倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

表5：海澜之家具备估值优势

证券简称	收盘价	归母净利润增速（%）			PE（倍）		
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
森马服饰	8.97	-19	22	20.6	19.09	15.74	13.19
七匹狼	5.61	-32.34	26.24	12.04	18.04	14.30	12.76
雅戈尔	7.07	-0.31	9.65	8.06	8.26	7.54	6.98
均值	7.22	-17.22	19.30	13.57	15.13	12.52	10.98
海澜之家	6.74	-23.93	32.69	15.92	11.90	8.99	7.75

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘截止日为 10/12，除海澜之家、森马服饰外均采用 Wind 一致预期）

7、 风险提示

疫情的二次爆发；存货及资产减值风险；新品牌培育效果不及预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	21768	20920	24737	31771	31163
现金	10526	10022	16702	18733	18564
应收票据及应收账款	688	773	486	868	976
其他应收款	430	370	319	478	421
预付账款	490	450	360	577	479
存货	9474	9044	6610	10855	10462
其他流动资产	160	260	260	260	260
非流动资产	7824	7996	6303	5954	5502
长期投资	770	1	-800	-1614	-2445
固定资产	4036	4000	3193	3478	3716
无形资产	531	948	1015	1095	1180
其他非流动资产	2488	3047	2895	2995	3051
资产总计	29591	28916	31040	37726	36665
流动负债	12886	12029	9456	14947	12067
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	8027	7720	5717	9687	7601
其他流动负债	4859	4309	3739	5260	4466
非流动负债	3611	3025	2374	1988	1578
长期借款	2779	2373	1722	1336	925
其他非流动负债	832	652	652	652	652
负债合计	16497	15054	11830	16935	13645
少数股东权益	137	260	249	230	201
股本	1168	1095	4320	4320	4320
资本公积	2033	1452	1452	1452	1452
留存收益	9167	10747	12861	15701	19000
归属母公司股东权益	12958	13602	18961	20561	22820
负债和股东权益	29591	28916	31040	37726	36665

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2419	3462	2721	3655	1278
净利润	3456	3168	2432	3222	3727
折旧摊销	377	581	495	395	445
财务费用	-4	18	-200	-323	-346
投资损失	-161	-71	-81	-104	-86
营运资金变动	-1580	-690	76	466	-2462
其他经营现金流	331	456	-0	-0	-0
投资活动现金流	-822	-271	1279	58	94
资本支出	894	632	-892	466	378
长期投资	218	504	801	815	831
其他投资现金流	290	865	1188	1339	1303
筹资活动现金流	661	-3203	2679	-1682	-1541
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	2279	-406	-651	-386	-410
普通股增加	0	-73	3224	0	0
资本公积增加	0	-581	0	0	0
其他筹资现金流	-1618	-2144	107	-1296	-1130
现金净增加额	2258	-8	6680	2031	-169

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	19090	21970	18931	21904	24707
营业成本	11293	13300	11349	13011	14602
营业税金及附加	141	120	132	145	157
营业费用	1799	2467	2978	3376	3646
管理费用	1100	1499	1535	1737	1887
研发费用	49	68	62	74	84
财务费用	-4	18	-200	-323	-346
资产减值损失	383	-422	8	-205	-110
其他收益	76	35	43	51	43
公允价值变动收益	-9	0	0	0	0
投资净收益	161	71	81	104	86
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	4555	4179	3190	4245	4916
营业外收入	37	55	45	46	49
营业外支出	14	10	11	12	11
利润总额	4578	4224	3225	4279	4954
所得税	1122	1057	793	1057	1227
净利润	3456	3168	2432	3222	3727
少数股东损益	1	-43	-11	-19	-30
归母净利润	3455	3211	2442	3241	3756
EBITDA	4822	4662	3386	4193	4877
EPS(元)	0.80	0.74	0.57	0.75	0.87

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	4.9	15.1	-13.8	15.7	12.8
营业利润(%)	4.5	-8.3	-23.7	33.1	15.8
归属于母公司净利润(%)	3.8	-7.1	-23.9	32.7	15.9
获利能力					
毛利率(%)	40.8	39.5	40.0	40.6	40.9
净利率(%)	18.1	14.6	12.9	14.8	15.2
ROE(%)	26.4	22.9	15.2	18.3	18.8
ROIC(%)	20.1	18.4	11.9	14.6	15.6
偿债能力					
资产负债率(%)	55.7	52.1	38.1	44.9	37.2
净负债比率(%)	-51.8	-50.6	-88.4	-94.1	-84.6
流动比率	1.7	1.7	2.6	2.1	2.6
速动比率	0.9	0.9	1.9	1.3	1.7
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.6	0.6	0.7
应收账款周转率	29.4	30.1	30.1	32.4	26.8
应付账款周转率	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.80	0.74	0.57	0.75	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	0.80	0.63	0.85	0.30
每股净资产(最新摊薄)	2.87	3.02	3.52	3.89	4.41
估值比率					
P/E	8.4	9.1	11.9	9.0	7.8
P/B	2.3	2.2	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.7	4.8	4.5	3.1	2.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源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分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn