

# 服装行业的三叉戟：从海澜之家看客群、产品和渠道

2018年10月25日

## 【投资要点】

- ◆ 由海澜之家的历史沿革出发，我们梳理了公司历次重要的策略判断。海澜之家一系列发展变革都是为了做好三件事，即做宽客群、做深产品、做强渠道。
- ◆ 做宽客群是指海澜之家深耕男装行业，在男装领域积累了大量资源和经验，并与时俱进地贴合主力消费群体进行年轻化变革，升级品牌形象。之后逐步切入女装、童装、家居生活等细分市场，吸收和培育新兴品牌，不断完善品牌矩阵，并加快海外扩张步伐，彰显打造国际服装集团的野心。
- ◆ 做深产品是从两方面来说，一是服装的价格，海澜之家深度绑定供应商，降低采购成本，进行产业链信息化升级，提效控本，并创新采用扁平的销售层级，减少逐级加价，以此来保证产品的平价优势。二是服装的性能，包括质量、设计等方面，海澜之家延续了圣凯诺在面料技术上的精益求精，以精良的技术不断提升成衣的品质；在设计上采用中庸的风格编码，贴合大众消费者的审美，生产出具有可穿性的日常服装。
- ◆ 做强渠道是指海澜之家根据商业业态的转型以及消费习惯的转变，弱市时坚定布局线下渠道，今年上半年已达到6097家门店，实现了对三四线城市的全面渗透，并逐步加大商场、购物中心的进驻力度，不断优化存量门店，提升消费者的购物体验；同时以优质的线下渠道为砝码与互联网巨头携手，加快线上渠道的布局，实现双赢，并且创新地涉足新零售领域。
- ◆ 海澜之家从名不见经传的毛纺厂成长为综合性的服装集团，其成长历程尽管不可复制，但国内大众服装企业仍能从其成功经验中获得启示，即明确品牌定位并一以贯之，打造高性价比的产品和高效的渠道以最大限度地获客，与消费者一同成长，适时切入新的细分领域、培育新的品牌，不断巩固市场份额和品牌壁垒。

## 【风险提示】

- ◆ 原材料波动风险；
- ◆ 人民币汇率波动风险；
- ◆ 终端消费疲软，市场反馈不如预期；
- ◆ 中美贸易摩擦升级。

强于大市（维持）

东方财富证券研究所

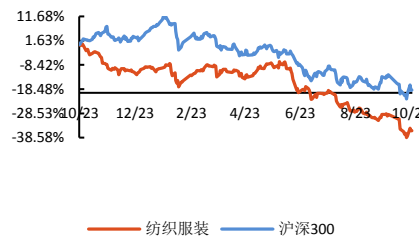
证券分析师：陈博

证书编号：S1160517120001

联系人：高思雅

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《进入传统旺季，关注三季报行情》  
2018.10.08
- 《8月服装鞋帽零售增速放缓，关注低估值行业龙头》  
2018.09.17
- 《染料价格有进一步上涨预期，行业集聚利好龙头企业》  
2018.09.10
- 《印染板块上半年业绩亮眼，行业集聚升级作用明显》  
2018.09.03
- 《中美贸易形势紧张，纺企海外布局或分散风险》  
2018.08.27

## 正文目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1. 做宽客群：始于男装，切入更多市场.....         | 4  |
| 1.1. 深耕男装行业.....                 | 4  |
| 1.1.1. 搭上男装发展快车道，不断强化龙头地位.....   | 4  |
| 1.1.2. 向主力客群80后靠拢，同时维护老客户黏性..... | 5  |
| 1.2. 步入年轻化战场.....                | 6  |
| 1.2.1. 产品升级辅以全方位营销.....          | 7  |
| 1.2.2. 再辟蹊径.....                 | 9  |
| 1.3. 初见规模的品牌矩阵.....              | 10 |
| 1.3.1. 打造大众女装品牌，差异化布局童装.....     | 11 |
| 1.3.2. 成立高阶品牌，创造“第二印象”.....      | 12 |
| 1.3.3. 打造家居生活品牌海澜优选.....         | 13 |
| 1.4. 品牌出海，率先布局东南亚市场.....         | 14 |
| 2. 做深产品：追求极致的性价比.....            | 15 |
| 2.1. 高效供应链支撑平价优势.....            | 15 |
| 2.2. 成衣的优质性能是立身之本.....           | 17 |
| 2.2.1. 背靠圣凯诺，注重成衣质量.....         | 17 |
| 2.2.2. 设计上采用中庸的风格编码.....         | 17 |
| 3. 做强渠道：以线下为核心，线上逐步发力.....       | 18 |
| 3.1. 线下渠道：久耕耘而其珍自现.....          | 18 |
| 3.1.1. 逆势开店，低价“占领”黄金店铺.....      | 18 |
| 3.1.2. 加大商场、购物中心的进驻力度.....       | 19 |
| 3.1.3. 优化存量门店，提升购物体验.....        | 19 |
| 3.2. 线上渠道：后发制人底气十足.....          | 20 |
| 3.2.1. 锦上添花的线上销售.....            | 20 |
| 3.2.2. 与互联网巨头联手，创新布局服装企业新零售..... | 21 |
| 4. 结语.....                       | 21 |
| 5. 风险提示.....                     | 22 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1: 我国男装市场发展规模.....                 | 4  |
| 图表 2: 海澜之家主品牌 HLA 业绩情况.....           | 5  |
| 图表 3: 海澜之家在男装行业的市占率.....              | 5  |
| 图表 4: 海澜之家代言人更替.....                  | 5  |
| 图表 5: 海澜之家春节、父亲节品牌营销.....             | 6  |
| 图表 6: 各企业广告费用占营业收入比例对比.....           | 7  |
| 图表 7: 海澜之家推出的年轻化产品及营销手段.....          | 8  |
| 图表 8: HLA Jeans 产品海报.....             | 10 |
| 图表 9: 海澜之家品牌矩阵.....                   | 10 |
| 图表 10: 海澜之家各品牌营收占比.....               | 11 |
| 图表 11: 海澜之家各品牌毛利率对比.....              | 11 |
| 图表 12: 海澜之家大众女装品牌爱居兔.....             | 11 |
| 图表 13: 品牌爱居兔近年业绩表现.....               | 11 |
| 图表 14: 2017 年各国童装行业 CR10 对比.....      | 12 |
| 图表 15: 2017 年各国童装人均消费 (美元).....       | 12 |
| 图表 16: 国内童装品牌比较.....                  | 12 |
| 图表 17: 海澜之家高阶男装品牌 AEX.....            | 13 |
| 图表 18: 海澜之家高阶女装品牌 OVV.....            | 13 |
| 图表 19: 海澜之家 OVV AEX 全球超级旗舰店.....      | 13 |
| 图表 20: 海澜优选门店展示.....                  | 14 |
| 图表 21: 购物中心关注家居用品集合店品牌榜.....          | 14 |
| 图表 22: 海澜优选门店进展.....                  | 14 |
| 图表 23: 海澜优选与无印良品对比.....               | 14 |
| 图表 24: 海澜之家海外门店数量.....                | 15 |
| 图表 25: 2017H2 主品牌 HLA 国内外门店业绩对比.....  | 15 |
| 图表 26: 2018 年秋季新品长袖衬衫价格对比.....        | 15 |
| 图表 27: 海澜之家供应链模式及分成机制.....            | 16 |
| 图表 28: 部分服装企业线下渠道数量对比.....            | 18 |
| 图表 29: 海澜之家终端门店数量.....                | 19 |
| 图表 30: 海澜之家加盟店及商场店占比.....             | 19 |
| 图表 31: 海澜之家今年关店及净增店数.....             | 19 |
| 图表 32: 自选购买式品牌的中国首店.....              | 20 |
| 图表 33: 海澜之家门店升级.....                  | 20 |
| 图表 34: 社会消费品网上商品零售额: 穿: 累计同比 (%)..... | 20 |
| 图表 35: 海澜之家线上及线下营收占比.....             | 20 |
| 图表 36: 海澜之家线上线下收入增速对比.....            | 21 |

1988年28岁的周建平带领18名工人，以30万元个人存款创办江阴市新桥第三毛纺厂，2002年创立“海澜之家”品牌，如今海澜之家成为坐拥四百亿市值的服装集团，品牌矩阵逐步丰富，30年的发展之路可以说是不偏不倚、稳扎稳打。

海澜之家的“道”与“宗”，即做宽客群、做深产品、做强渠道，一系列发展变革都围绕这三点展开。本文意由海澜之家的历史沿革出发，梳理公司的策略判断，挖掘男装龙头成长的优秀经验。

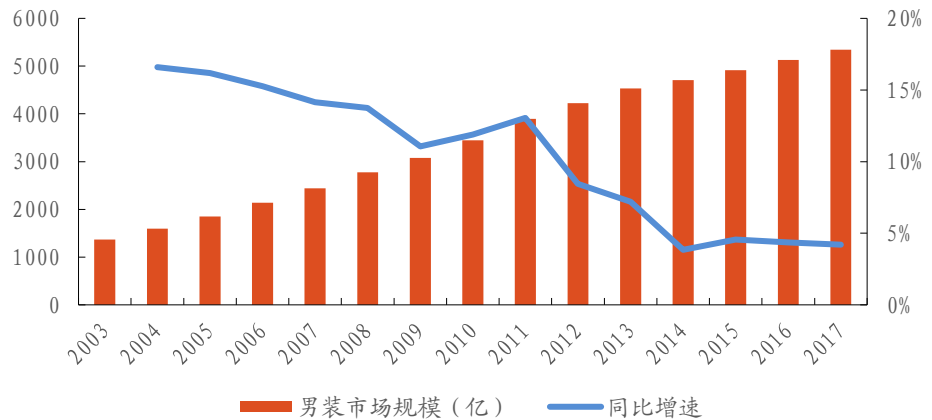
## 1. 做宽客群：始于男装，切入更多市场

### 1.1. 深耕男装行业

#### 1.1.1. 搭上男装发展快车道，不断强化龙头地位

海澜之家起步之初的几年里确实享受了国内男装行业快速发展的红利，根据Euromonitor的统计，2003-2009年，我国男装市场规模由1368亿元增长至3080亿元，年复合增速为14.48%。2017年我国男装市场零售额增至5346亿元，预计2020年将达到5991亿元的规模。2011年后男装规模增速不断下降，自2014年稳定在4%左右，预计未来5年我国男装市场的年均复合增速为3.71%。

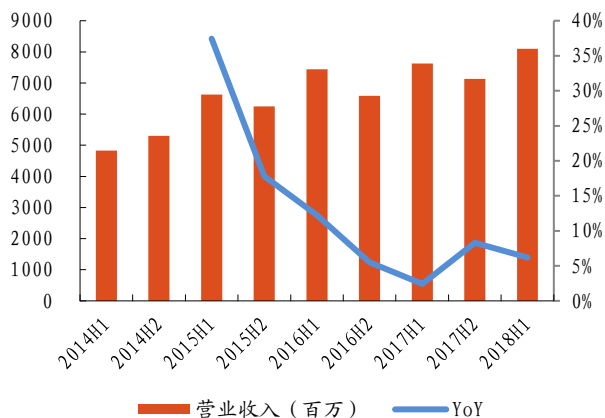
图表 1：我国男装市场发展规模



资料来源：Euromonitor，东方财富证券研究所

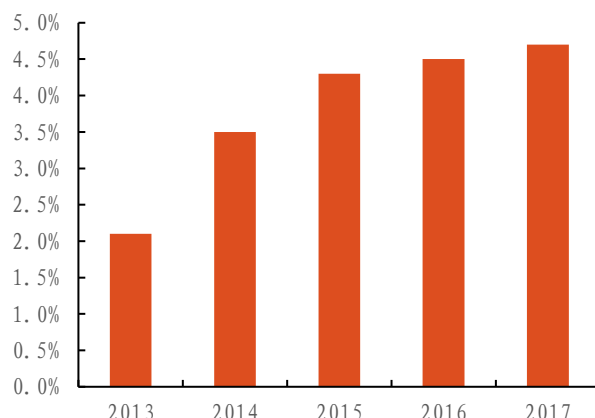
“男人的衣柜”是海澜之家在顾客心智中成功植入的一个清晰概念，“一年逛两次”的广告语巧妙地利用门槛效应，使消费者在潜移默化中接受了这个“最低要求”。2014年海澜之家在国内男装行业市占率达到3.5%，成为国内第一大男装品牌，近几年市占率逐年提升，2017年达到4.7%。2017年我国男装行业CR10为17.5%，相较于美国的28.4%和日本的40.2%仍有很大差距，市场集中度仍有提升空间。

图表 2: 海澜之家主品牌 HLA 业绩情况



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 海澜之家在男装行业的市占率



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

### 1.1.2. 向主力客群 80 后靠拢, 同时维护老客户黏性

海澜之家主攻消费层级是 25-45 岁, 这一年龄段的男性占全国男性人口的比重维持在 30% 左右。在品牌创立之初, 海澜之家的主要消费群体是 60、70 后。进入 2014 年, 最年轻的 80 后也已 25 岁, 海澜之家的目标客群也逐步向 80 后转移。尼尔森 2017 年的研究显示, 随着经济实力变强, 80 后群体已经成为消费主力军, 全国 80 后消费者有 2.1 亿, 占消费者总数 16%, 位列各年龄段之首, 且家庭收入超过一万元人民币的比例也最高, 达到 36%。为此, 海澜之家审时度势向新的主力消费群体靠拢。

**模仿的标杆。**最直接的策略就是更换品牌代言人。2006-2011 年海澜之家由印小天代言, 2012 年更换为杜淳, 2016 年由林更新代言全线产品, 改变的背后是对目标客群的机敏迎合。消费者或多或少会受到所崇拜之人的影响, 尤其在时尚领域, 消费者自觉或不自觉地模仿自己的偶像, 这种对外表的追求, 对男女的影响程度是一样的。海澜之家同时推出“林更新同款”产品, 强化明星品类优势。

图表 4: 海澜之家代言人更替



资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

**链接两代人的营销。**尼尔森的报告显示，一些有家庭情感色彩的广告容易引起80后消费者的共鸣。海澜之家的营销策略与之不谋而合，从2014年起海澜之家绑定父亲节，撬动节日消费杠杆，推出了众多活动来助力消费者向父亲表达关怀，并借此建立品牌与消费者之间的情感联结，不断提升消费者对品牌的好感度和忠诚度。以“父子”、“亲情”为主题进行推广宣传，在触动80后消费者的同时也维护了老客户的黏性。

图表 5: 海澜之家春节、父亲节品牌营销

|          |                           |  |          |                                      |   |
|----------|---------------------------|--|----------|--------------------------------------|---|
| 2014年父亲节 | “为父爱型动”主题活动               |     | 2015年父亲节 | 杜淳和杜志国、田亮和Cindy、李晨和Oscar三对明星父子拍摄时尚大片 |    |
| 2016年父亲节 | 打造父亲节专属录音礼盒               |     | 2017年春节  | 杜氏父子演绎春节大片                           |    |
| 2017年父亲节 | 杜氏父子同框出演暖心父亲节微电影《表达爱，不等待》 |    | 2018年春节  | 推出“戌狗”新年贺岁限量系列                       |   |
| 2018年父亲节 | 张玉宁、小野杰西等5对父子相处的温情故事      |  |          |                                      |   |
| 2018年世界杯 | 挑选8对父子共同前往俄罗斯世界杯现场观战      |   | 2018年8月  | 全国成人礼日“携手天下父母长辈，为孩子共庆成人礼”            |  |

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

## 1.2. 步入年轻化战场

青年消费群体是不容小觑的经济来源，同时标志了未来市场的走向。男性

的消费行为越来越向女性靠拢。BCG 咨询公司和阿里研究院最新合作报告<sup>1</sup>揭示了这一倾向：

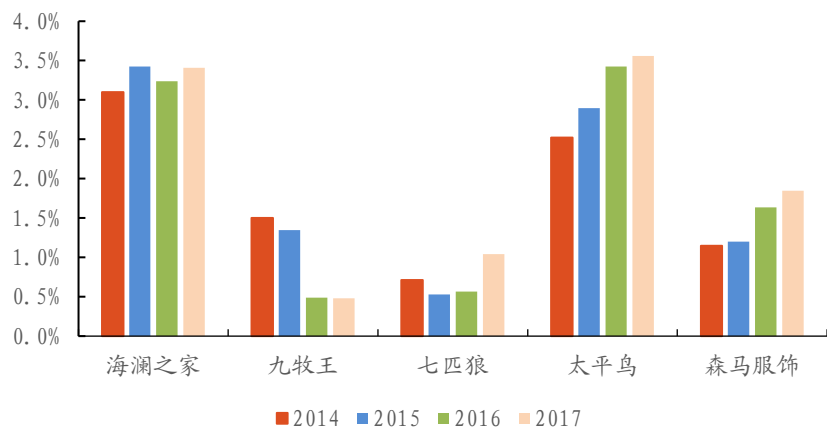
如今生活在城市中的年轻男性消费者——出生于上八、九十年代的男性们已经与他们的父辈大不相同。他们翻阅男性时尚杂志，关注自身形象也乐于享受生活，愿意花钱打理自己的衣着和发型，每天平均花在整理仪表上的时间长达 24 分钟；他们注重健康，会出入健身会所和各种俱乐部。不同来源的调查显示，73%的一线城市男性消费者认为，个人仪表对于求职和约会非常重要；88%的一线城市男性消费者会上网查看美容和时尚信息；而 83%的一线城市 18-35 岁男性认为使用护肤品很有必要。

新一代消费群体进行着享乐主义和自恋的消费，对服装的设计和附加值提出了更高的要求。为此，海澜之家于 2014 年启动年轻化进程，积极接触、培育新一代消费群体。

### 1.2.1. 产品升级辅以全方位营销

年轻化进程中的关键人物即创始人周建平之子周立宸。周立宸出生于 1988 年，2010 年毕业于清华，三年后回到海澜集团总部，后担任海澜之家总经理，2017 年 2 月出任集团总裁。周立宸进入海澜集团后，首先接手广告板块，把广告投放由电视拓展到互联网，降低在央视的广告投放比例，同时逐步提高在互联网视频、电影院、地铁、高铁的广告投放比例。从 2014 年开始，海澜之家独家赞助三季《奔跑吧兄弟》和《最强大脑》，之后冠名《蒙面唱将》、《火星情报局》等多档网络综艺，这些节目都有一批年轻、固定的受众。与其他服装企业比较，海澜之家近几年始终保持较大的广告投放力度。

图表 6：各企业广告费用占营业收入比例对比



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

除了“广而告之”的策略，海澜之家联手女性消费者为主的蘑菇街，通过直播间“KOL 营销”的手段，以“教你拯救男友的衣橱”为噱头将目标消费者和产品有机结合，最后达成“一款 T 恤不到两小时下单超过 3000 件”的喜人业绩。KOL 带货有较低的获客成本，但最关键的是能在年轻群体中重塑品牌形

<sup>1</sup> 《中国消费新趋势：三大动力塑造中国消费新客群》

象。归根结底，年轻化的核心还是产品升级，海澜之家明显加快了产品推陈出新的速度，与经典 IP 合作，联手演艺明星、知名设计师、摄影师、广告制作人等，精心打造每一系列产品。

图表 7: 海澜之家推出的年轻化产品及营销手段

|   |  |  |
|---|--|--|
| <p>2016-03<br/>马达加斯加系列</p>                        | <p>联手东方梦工厂服饰化“马达加斯加”这一经典动漫 IP<br/>该系列售罄率 65%高于同期 52%的售罄率</p>   |   |
| <p>2016-04<br/>彩牛系列<br/>&amp;Hi-T 系列</p>          | <p><b>代言人:</b> 林更新<br/><b>广告制作人:</b> “广告教母”许舜英<br/><b>地面营销:</b> 上海陆家嘴和徐家汇地铁站推出“Hi-T 彩虹墙”</p>   |         |
| <p>2016-09<br/>怀真系列</p>                           | <p><b>代言人:</b> 陈晓，拍摄过不少古装的电视剧和电影，如《陆贞传奇》、《神雕侠侣》以及《宫锁沉香》等，人气和演技一路飙升，2017 年搭档孙俪出演《那年花开月正圆》。<br/><b>广告:</b> 海报背景是中国风画作，由高茜、陈贝西、高翔等几位中国工笔画艺术家特别绘制的，配合陈晓身穿的带有泼墨、蝴蝶等元素的秋冬新款男装。该广告进行了 3D 裸眼效果处理，并打上了“复兴中国风，全民新时尚”的宣传语。</p>  |   |
| <p>2016-09<br/>设计师联名限量款<br/>XANDER ZHOU + HLA</p> | <p><b>设计师:</b> 周翔宇，第一位登上伦敦男装周的华人设计师，毕业于 Den Haag 服装学院，2007 年在北京创立 Xander Zhou 品牌。为各大电影节等艺人、导演定制红毯礼服。作品注重服装穿着时的整体搭配性，强调模糊性别的着装概念，而不是刻意的中性感，一切以完美的视觉效果出发。大胆打破了服装原有的穿着比例，在局部细节的特殊设计，可以与其他服装轻松搭配组合。<br/><b>摄影师:</b> 许闯，曾登上《芭莎男士》专访的中国顶尖时尚摄影师，他曾为李宇春、陈坤、井柏然等当红明星拍摄造型，并为《时尚芭莎》、《Vision》、《嘉人》等一线时尚杂志担任封面摄影师。<br/><b>模特:</b> 国际超模 Will Wadhams 等</p> |   |

|                             |   |  |
|-----------------------------|---|--|
| <p>2017-02<br/>丹宁系列</p>     | <p><b>设计:</b> 2016 年底, 色彩权威机构 Pantone 发布 2017 年春夏 10 大流行色彩, 最接近丹宁色的尼加拉蓝高居榜首。<br/><b>模特:</b> Sung Jin Park, 2010 年出道, 单眼皮、大纹身、小新眉、抬头纹都是他的标志, “痞帅风”与丹宁本身的气质不谋而合</p> |   |
| <p>2017-03<br/>艺术家系列</p>    | <p><b>设计:</b> 图案《骑着二八寻找爱》为画家赵磊的作品, 用黑与白的精细笔触描摹了热情的非洲主题, 表达爱情面前人人平等的主旨。赵磊 2014 年毕业于首都师范大学美术学院油画系, 获硕士学位。</p>   |   |
| <p>2017-04<br/>夏季棉麻系列</p>   | <p><b>广告制作人:</b> 许舜英<br/>在上海地铁 2 号线陆家嘴站厅用最清凉的视觉效果做出陈列。<br/>棉麻系列售罄率高达 72%。</p>   |   |
| <p>2017 年 11 月<br/>秋冬系列</p> | <p><b>广告制作人:</b> 许舜英。3 个月的密集筹划, 选取 3000 平方米影棚打造气势场景, 动员上百位工作人员耗时 48 小时紧张拍摄, 细选数千件高品质单品, 专业模特精心演绎<br/>广告 slogan “男人的衣柜, 创造不平凡”</p>                                 |  |

资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

### 1.2.2. 再辟蹊径

除了主品牌的年轻化之外, 2017 年 8 月, 海澜之家拟亿元入股快时尚品牌 UR, 并推出年轻潮牌黑鲸 HLA JEANS。

Urban Revivo 是本土快时尚品牌, 诞生于 2006 年。品牌定位与 ZARA 相近, 主要客群是都市白领阶层, 除了男女装主线产品外, 还开设了配饰、包袋、鞋子等产品线。每年推出上万款的产品, 平均每周两次上新, 产品由法国等多家知名设计顾问公司与全球买手团队联手设计研发。UR 的优势主要体现在, 第一, 在性价比方面, 较 ZARA 可以保持至少 30% 的价格优势; 第二, UR 针对中国人的身材会有更定制化的设计, 包括裁剪、设计和颜色等多方面, 更符合东方女性的审美喜好。海澜之家入股 UR, 一方面迅速切入快时尚细分领域, 另一方面有望带动供应链整合升级。

HLA Jeans 为泛 90 后都市消费群体提供个性化的优价良品。青少年的审美口味难以把握, 但大部分青少年对自己在服装和配饰上的选择很自信, 认为自

己的打扮是与众不同的，他们愿意为别出心裁的设计付一点溢价，但也常常对高价商品望而却步。HLA Jeans 以亲民的价格和个性化的设计尽力迎合这部分群体，定价仅为主品牌 HLA 的 90%-95%，旗下包含时尚、轻潮、经典系列，推出了“熊猫打麻将”、“环太平洋 2 联名款”、“中国功夫”等设计款，除了男装也有小部分男女同款产品，一年多的时间已在全国开出 144 家门店，同时在天猫、京东有旗舰店。今年 9 月，HLA Jeans 赞助《奇葩说》第五季，再度借助综艺热点提升品牌知名度。

图表 8: HLA Jeans 产品海报

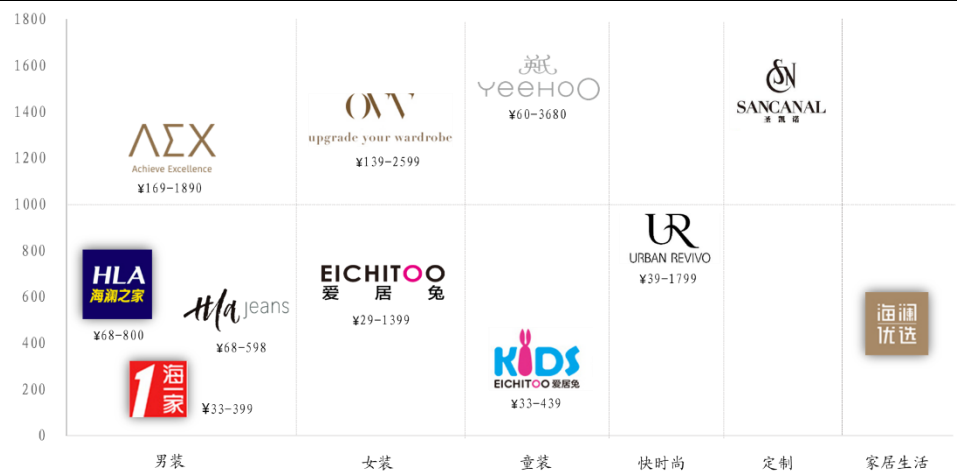


资料来源：HLA Jeans 微信公众号，东方财富证券研究所

### 1.3. 初见规模的品牌矩阵

海澜之家在男装领域积累了大量资源和经验，站稳脚跟之后逐步切入女装、童装、家居生活等细分市场，不断完善品牌矩阵，并加快海外扩张步伐，彰显打造国际服装集团的野心。

图表 9: 海澜之家品牌矩阵

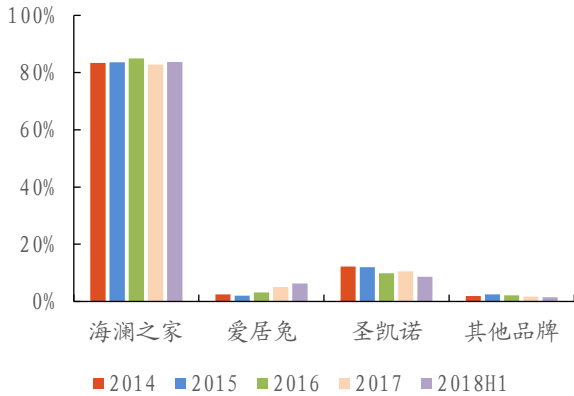


资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

海澜之家 HLA 为主品牌，收入贡献维持在 80%以上，毛利率 40%左右；品牌爱居兔（包括女装和童装）的收入贡献逐年增大，今年上半年达到 6.26%；

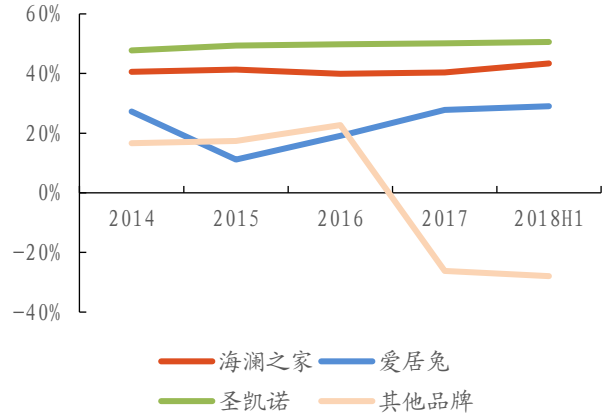
定制职业装品牌圣凯诺收入占比 10%左右，毛利率高达 50%；其他品牌包括积极培育的潮牌黑鲸 HLA Jeans、高阶品牌 AEX、OVV 等等，尾货处理品牌海一家仍在优化调整中。

图表 10: 海澜之家各品牌营收占比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 11: 海澜之家各品牌毛利率对比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

### 1.3.1. 打造大众女装品牌, 差异化布局童装

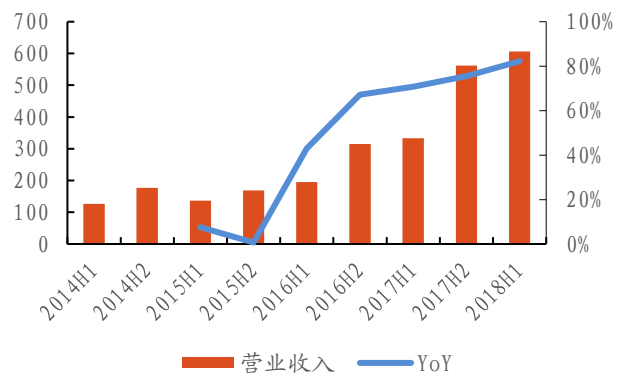
**女装、童装联动, 爱居兔发展迅猛。**根据 Euromonitor 的数据, 2017 年我国女装行业的市场规模同增 5.77%至 9232 亿, 预计 2021 年将达到 10961 亿。海澜之家旗下的女装品牌爱居兔于 2010 年 9 月上市, 2014 年由“运动休闲服饰”转型为“大众时尚女装”, 目标客群为 27-35 岁女性。2016 年邀请王丽坤作为品牌代言人。旗下包括都市办公、都市生活和都市时尚三个系列。2017 年 12 月, 爱居兔开辟童装线爱居兔 KIDS, 主力覆盖 3-12 岁儿童, 定价偏低, 包括大众休闲、都市时尚、通勤学院三大系列。截至今年上半年, 爱居兔全国门店数达到 1158 家, 上半年营业收入同增 82.25%至 6.06 亿。

图表 12: 海澜之家大众女装品牌爱居兔



资料来源: 爱居兔官网, 东方财富证券研究所

图表 13: 品牌爱居兔近年业绩表现

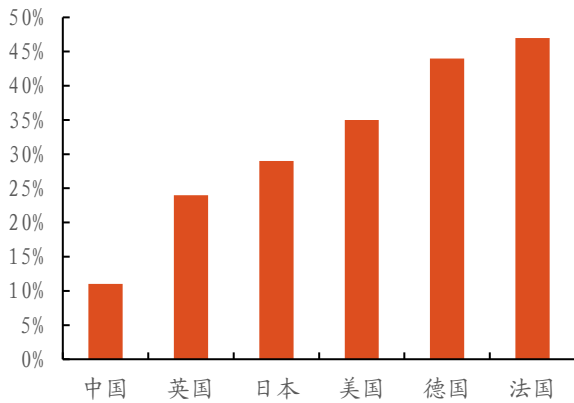


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

以高频消费、注重材质安全为主要特征的童装行业, 在全面二孩政策的助推下, 显示出优质赛道的特性。根据 Euromonitor 的数据, 2017 年我国童装行

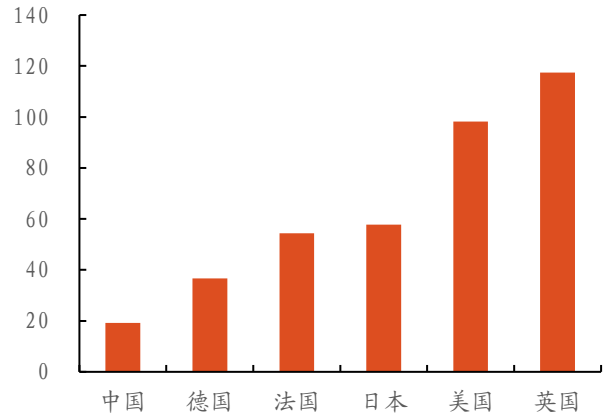
业的市场规模同增 14.29%至 1795.93 亿，预计 2022 年将达到 3269.43 亿，未来 5 年的复合增长率达到 12.01%。相较于发达国家，我国童装市场集中度不高，人均消费水平仍有很大差距。

图表 14: 2017 年各国童装行业 CR10 对比



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

图表 15: 2017 年各国童装人均消费 (美元)



资料来源: Euromonitor, 东方财富证券研究所

英氏的高端定位与爱居兔 KID 的中低端定位形成差异化互补，分别服务于婴幼儿和大童，占据不同年龄客群。2017 年 10 月 9 日，海澜之家以 6.6 亿元受让英氏婴童用品有限公司 44% 股权，成为除隽杰国际以外英氏婴童的第二大股东。英氏创于 1995 年，覆盖 0-5 岁婴童全品类产品，旗下拥有自创品牌“YEEHOO 英氏”和“PEEKABOO 皮卡泡泡”，并代理多个国际高端婴童用品品牌。

图表 16: 国内童装品牌比较

| 公司   | 品牌           | 成立年份 | 目标客群年龄 | 主营    | 价位区间 (元) |          |           |
|------|--------------|------|--------|-------|----------|----------|-----------|
|      |              |      |        |       | 婴儿 0-1 岁 | 幼儿 1-3 岁 | 大龄儿童 4-14 |
| 英氏婴童 | 英氏 YEEHOO    | 1995 | 0-6    | 全产品线  | 150-600  | 200-900  |           |
| 安奈儿  | 安奈儿          | 1999 | 0-12   | 童装    | 100-250  | 100-500  | 200-600   |
| 金发拉比 | 下一代          | 1997 | 0-3    | 童装    | 100-200  |          |           |
|      | 拉比           | 2001 |        | 全产品线  | 200-300  |          |           |
| 森马服饰 | 巴拉巴拉         | 2002 | 0-14   | 童装、童鞋 | 100-200  | 100-500  | 100-500   |
| 太平鸟  | mini peace   | 2011 | 4-10   | 童装    |          |          | 200-600   |
| 江南布衣 | jnby by JNBY | 2011 | 3-9    | 童装、童鞋 |          |          | 400-900   |
| 海澜之家 | 爱居兔 KIDS     | 2017 | 3-12   | 童装    |          |          | 100-450   |

资料来源: 天猫商城, 东方财富证券研究所

### 1.3.2. 成立高阶品牌，创造“第二印象”

通过口碑传播来转变之前的刻板印象，这个作用过程非常缓慢，需要长期的积累和渗透，更高效的方法是成立新品牌，走不通的定位，创造新的印象。2017 年 11 月公司推出轻奢男装品牌 AEX (Achieve Excellence)，定位 25-40 岁的都市新兴中产阶级，包括轻松商务和简约科技两大系列，定价为主品牌 HLA 的 2-3 倍。同期推出轻奢女装品牌 OVV，定位 25-45 岁审美挑剔、又追求合理价位的都市女性，以优雅时髦、长久不衰为品牌风格标签，邀请国际超模杜鹃

代言。两个品牌从设计到展示都遵循美学规律，打造一切从简的高级穿搭。

图表 17: 海澜之家高阶男装品牌 AEX



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 18: 海澜之家高阶女装品牌 OVV



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

今年 9 月 22 日，OVV|AEX 全球超级旗舰店在上海淮海中路华狮广场盛大开业，店铺总面积达 1900 平方米，一层为 OVV，AEX 位于二层，同时还设有 AEX.coffee。消费升级背景下，线下门店多业态跨界协同趋势明显，社交性、娱乐性、场景化模式成主流，不再只是提供交易的平台，将休闲美食与精品服装融为一体，能更好匹配顾客、商品、场地等零售要素，提升消费者的购物体验。

图表 19: 海澜之家 OVV|AEX 全球超级旗舰店



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

### 1.3.3. 打造家居生活品牌海澜优选

2017 年 9 月，推出海澜优选生活馆，对标无印良品，立志以“优选优价”打造孕育生活灵感的国民生活馆，覆盖服装、生活杂类、时尚家居三大领域。截至今年 8 月底在全国有 17 家门店（包括总部展厅店），开店速度加快，同时运营线上官方商城、入驻天猫、苏宁，搭建微商城。2017 年登上最受购物中心关注的家居用品集合店品牌榜第 9 名。

图表 20: 海澜优选门店展示



资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

图表 21: 购物中心关注家居用品集合店品牌榜

|    | 2016 年       | 2017 年       |
|----|--------------|--------------|
| 1  | HOLA 特力和乐    | MUJI         |
| 2  | MUJI         | 全棉时代         |
| 3  | TAYOHYA 多样屋  | FUNLINK 乐遇   |
| 4  | LAVIE HOME   | 自然醒          |
| 5  | ZARA HOME    | 造作           |
| 6  | ABS 家居       | Harbor House |
| 7  | 全棉时代         | ABS 家居       |
| 8  | COCO-MAT     | INK+IVY      |
| 9  | Harbor House | 海澜优选生活馆      |
| 10 | 利快生活         | ZARA HOME    |

资料来源: 赢商网大数据中心与汉博商业研究院联合发布, 东方财富证券研究所

图表 22: 海澜优选门店进展

| 开店时间       | 开店地点 |               |
|------------|------|---------------|
| 2017/9/23  | 江苏   | 张家港曼巴特        |
| 2017/9/24  | 江苏   | 无锡崇安天街商业中心店   |
| 2017/9/30  | 江苏   | 苏州观前街店        |
| 2017/12/2  | 江苏   | 江阴人民中路店       |
| 2017/12/9  | 天津   | 天津和平区和平路店     |
| 2017/12/23 | 江苏   | 南京金鹰世界店       |
| 2017/12/23 | 上海   | 闵行区颛桥万达广场店    |
| 2018/2/12  | 安徽   | 合肥万达茂店        |
| 2018/5/1   | 安徽   | 六安市万达广场店      |
| 2018/5/12  | 广西   | 南宁万达茂购物中心店    |
| 2018/5/26  | 四川   | 成都悠方购物中心店     |
| 2018/6/1   | 江苏   | 南京万达茂店        |
| 2018/6/13  | 江苏   | 徐州铜山北京北路万达广场店 |
| 2018/6/28  | 江苏   | 新桥市威尼斯水城购物中心店 |
| 2018/6/30  | 北京   | 龙湖长楹天街店       |
| 2018/8/9   | 江苏   | 无锡荟聚购物中心      |
| 2018/9/1   | 湖北   | 武汉宜家荟聚广场      |
| 2018/9/7   | 河北   | 石家庄东胜广场       |
| 2018/9/7   | 河北   | 邯郸美乐城         |
| 2018/9/18  | 江苏   | 扬州吾悦广场        |
| 2018/9/22  | 河南   | 郑州郎悦公园茂店      |

资料来源: 海澜优选公众号, 东方财富证券研究所

图表 23: 海澜优选与无印良品对比

|       | 海澜优选<br>Heilan Home     | 无印良品 MUJI  |
|-------|-------------------------|--|
| 中国首店  | 2017 年 9 月              | 2005 年 8 月   |
| 理念    | 精挑细选的生活美学               | 崇质尚简, 回归本质   |
| 文化    | “苏式”品质生活                | 日式生活   |
| SKU   | 6000+                   | 8000+  |
| 线下渠道  | 三四线为主 20+               | 一二线为主 250+   |
| 线上渠道  | 官方商城、天猫、苏宁、微商城、海澜优选 APP | 天猫、MUJI Passport APP   |
| 价格    | MUJI 的 2/3              | 无印良品最初进入中国市场时, 采用撇脂定价, 产品价格定位较高; 2018 年 8 月, 在中国第 9 次降价                            |
| 场景化消费 | 目前都是综合生活馆, 没有具体细分       | MUJI Caf é & Meal/<br>MUJI Books/MUJI to Go/MUJI to Relax/MUJI Yourself/MUJI HOTEL |

资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

#### 1.4. 品牌出海, 率先布局东南亚市场

2017 年, 根据“扎根东南亚、辐射亚太、着眼全球”的海外拓展计划,

海澜之家在东南亚圈定 5-6 个国家进行拓展,积极有序推进品牌国际化的进程。截至今年 8 月底海澜之家共计有 16 家海外门店。海外店均为购物中心店,采取直营的形式,店面形象类似快时尚品牌简约精致。

去年海澜之家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。去年 10 月加入“天猫出海”项目,11 月收购海澜集团旗下的两家海外公司,用以满足拓展海外业务的战略需要。根据 2017 年年报,海澜之家海外收入 616.84 万元,毛利率 56.77% 远高于同期国内门店毛利率。

图表 24: 海澜之家海外门店数量

| 品牌   | 海澜之家 HLA | HLA Jeans |
|------|----------|-----------|
| 马来西亚 | 12       | 1         |
| 新加坡  | 1        | -         |
| 泰国   | 1        | 1         |

资料来源:公开资料整理,东方财富证券研究所

图表 25: 2017H2 主品牌 HLA 国内外门店业绩对比

| 2017H2   | 海外门店   | 国内门店      |
|----------|--------|-----------|
| 门店数量     | 6      | 4503      |
| 营业收入(万元) | 616.84 | 712817.17 |
| 毛利率      | 56.77% | 40.75%    |

资料来源:Choice,东方财富证券研究所

## 2. 做深产品: 追求极致的性价比

### 2.1. 高效供应链支撑平价优势

我们选取 2018 年秋季新品长袖衬衫为标的物,参照天猫商城上的专柜价,将海澜之家 HLA 与市面上部分男装品牌及快时尚品牌进行对比,结果显示海澜之家最为实惠,平价的策略 16 年来没有改变。

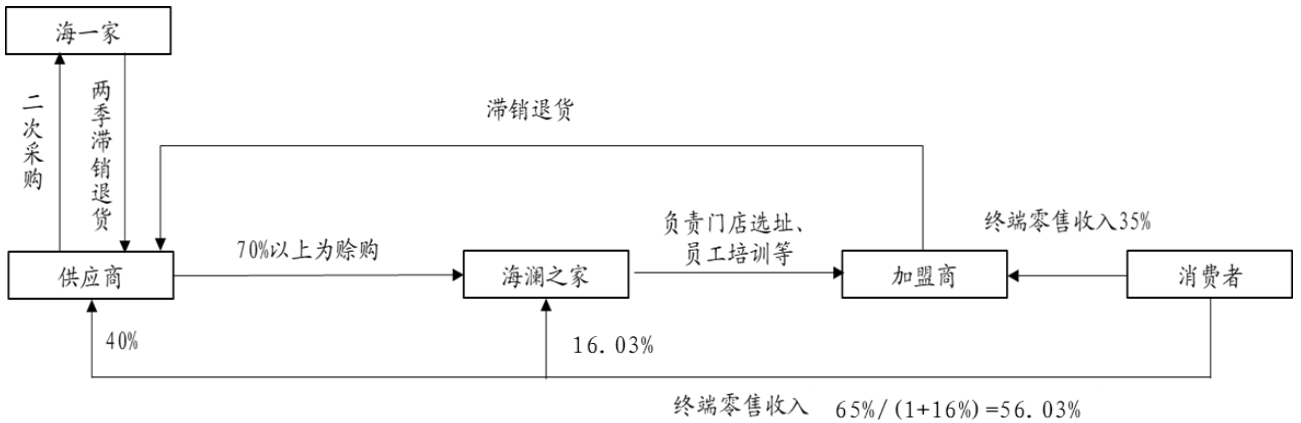
图表 26: 2018 年秋季新品长袖衬衫价格对比

| 品牌        | 价格      | 品牌       | 价格       |
|-----------|---------|----------|----------|
| H&M       | 80-449  | ZARA     | 199-399  |
| 海澜之家 HLA  | 128-368 | 九牧王      | 199-799  |
| 森马        | 139-339 | SELECTED | 249-799  |
| 优衣库       | 149-249 | 七匹狼      | 399-679  |
| 罗蒙 ROMON  | 168-899 | GXG      | 429-699  |
| JACKJONES | 179-599 | 雅戈尔      | 680-1080 |

资料来源:天猫商城,东方财富证券研究所

维持低价的秘诀在于对成本的绝对把控以及高效的供应链。服装产业可以划分为三个环节,上游开发设计,中游加工制造,下游服装销售,利润在各环节的分配并不平衡,呈现出较为显著的“微笑曲线”。海澜之家是典型的“轻资产”模式,主要把控品牌运营、终端渠道和供应链管理等高附加值环节。

图表 27：海澜之家供应链模式及分成机制



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

**深度绑定供应商，降低采购成本。**海澜之家与供应商的互利共赢体现在四个方面：一是海澜之家充分利用供应商的设计资源，供应商提供成衣样式，海澜之家参与决策，海澜之家建设“精准营销系统”，及时掌握售货情况，有效反补产品研发；

二是海澜之家订单量大，供应商愿意采购优质设备，从而提高产品质量，保持订单的稳定，由于采购量大，供应商对上游面料辅料商有一定议价能力；

三是海澜之家支付的采购溢价较高，约以成本价 1.6 倍向供应商采购，远高于普通代工采购价。海澜之家充分利用上游供应商的淡季生产能力进行生产，供应商产品生产后直接发货到海澜之家总部仓库，供应商保有的仓库面积小，降低了产品的综合成本；

四是海澜之家终端两季滞销尾货无条件退回供应商，旗下男装平价商城“海一家”以成本价的约 4 折二次采购、低价促销，以分摊供应商存货压力。

海澜之家重视供应商管理，稳定维护大供应商，同时，也会针对新品牌及新产品引进挖掘不同风格的新供应商，2017 年前五名供应商占全部服装采购金额的比例在 15% 左右。此外，海澜之家注重供应链提效，今年 7 月 13 日，海澜之家发行 30 亿可转债，其中将有 20% 用于产业链信息化升级，将继续深入推广 RFID 在仓储物流上的应用，进行 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，提升各部门的运营效率。

**扁平的销售层级，减少逐级加价。**公司采用类直营的销售模式，相对于传统晋江男装模式的买断货品+二级代理制，避免了一级加盟商、二级加盟商带来的逐级加价。公司负责店铺选址装修、货品陈列，以及铺货、补货、换货、退货，统一招聘培训营业人员。加盟商承担的费用包括店铺租金、水电物业、装修费用、人员薪资（包括社保费用）、运费、辅料费、工商税费等。简言之，加盟商拥有门店所有权和利润分成权，但不承担存货滞销风险和门店管理压力，也无需具备深厚的服装从业经验。

## 2.2. 成衣的优质性能是立身之本

### 2.1.1. 背靠圣凯诺，注重成衣质量

**圣凯诺在成衣领域丰富的经验和先进的技术，为海澜之家提供质量背书。**

“圣凯诺”创立于上世纪 90 年代，定位于职业装团体定制，是海澜之家旗下历史最久的一个品牌。圣凯诺拥有年产西服 300 万套，衬衫 800 万件的生产能力，是国内大型面料、服装生产企业之一。圣凯诺“精品免烫衬衫”，取得了国家专利，让衬衫彻底告别褶皱；推出了纳米银无甲醛成衣免烫衬衫，拥有 12 条衬衫成衣免烫生产线，与德国巴斯夫、美国亨斯曼、瑞士科莱恩等免烫技术公司进行了战略合作，在全国职业装行业中开启衬衫成衣免烫升级版。

海澜之家延续了圣凯诺在面料技术上的精益求精，例如今年 5 月牛仔裤产品采用长效散热的冰氧吧面料，兼具吸湿透气、有效抑菌的功能；9 月男士内衣产品推出了优质精梳棉、注入科技感工艺的莫代尔、磨毛发射纤维混纺五大系列；高阶品牌 AEX 羊绒系列采用精纺美丽奴，纯人工精细筛选，保证羊绒触感的柔软细腻，亲肤力极强，并经过特殊处理避免了起球问题。在快时尚品牌质量问题频出的时代，海澜之家通过对质感面料的严格把控，以精良的技术不断提升成衣的品质。

### 2.1.2. 设计上采用中庸的风格编码

根据露西尔·赛莱斯的观点，一个品牌的身份归属和风格编码级别越高、越确定，它的身份特征就越明显，例如香奈儿经典的小黑裙，BURBERRY 浓郁的苏格兰风情格子，三宅一生的褶皱元素，这些鉴别标记使得品牌能够被消费者一眼识别出来，但同时也减少了潜在消费者的数量。相反，风格编码越中庸就越容易吸引消费者。最为明显的例子就是 ZARA、H&M、C&A 等快时尚品牌，这些品牌丰富的产品线迎合了各种类型的客群，但品牌本身并没有过多的身份象征。

**海澜之家主品牌 HLA 同样采取中庸的风格编码。**海澜之家 HLA 刚推向市场时，是以西服作为主打产品的，后来通过市场调研增加了休闲类产品的比例，丰富了品类、款式。海澜之家在货品研发过程中，会通过大数据去研究分析大部分中国男人的审美接受度，并不是让消费者去费力驾驭设计前卫的服装，而是站在消费者的角度考虑，生产出具有可穿性的日常服装。

与快时尚品牌不同，快时尚品牌以短循环为特色，快速从高档成衣品牌的设计模型中寻找灵感，之后转换为成本更低的材料和制作方针，需要保持新品高频率上市，但也使得消费者前次购买迅速贬值。而海澜之家并不盲目地追赶潮流，对国际一线品牌和独立设计师品牌也没有“模仿的焦虑”。这点和优衣库的策略有些相近。优衣库的产品理念是衣服是服装的零件，优衣库就是在生产制作一个个零件，最后整体服装风格由消费者随心搭配。这样做的好处一是满足了多数消费者的需求，二是平价百搭的风格受市场变化影响较小。2016 年，海澜之家与时尚杂志《时尚先生》合作，推出一系列穿衣搭配教学帖，向消费者传递一种经久耐用的时尚理念。

主品牌 HLA 和爱居兔是由供应商提供款式，海澜之家参与选择，之前我们讲到海澜之家数次跨界合作，推出一系列年轻化产品，明显有向设计端倾斜的意图，新兴品牌 HLA Jeans、AEX、OVV 则组建了独立的设计团队。AEX、OVV 的

设计风格仍然保持着极简风格，利落裁剪，采用古典艺术配色，色调明度与饱和度符合自然规律，轻松打造“高级感”。

### 3. 做强渠道：以线下为核心，线上逐步发力

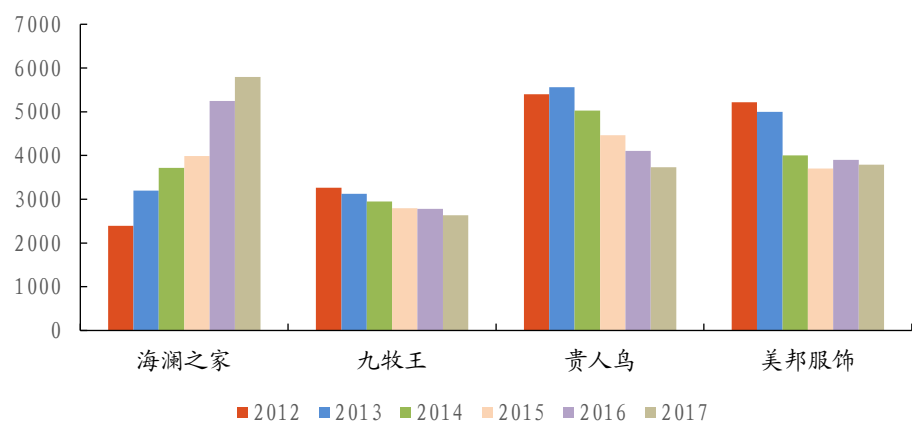
#### 3.1. 线下渠道：久耕耘而其珍自现

线下购物具有线上购物无可比拟的优势，它提供了一个实在的空间让顾客沉浸其中，去感受与日常生活隔离的时刻，触摸服装的材质，挑选试穿心仪的款式。这也是为什么在线上红利逐渐消退的今天，海澜之家线下渠道的价值开始被重新审视。

##### 3.1.1. 逆势开店，低价“占领”黄金店铺

国内男装行业发展并非一帆风顺，2012-2016年，宏观经济下行、国际品牌加速进驻，以及天气原因导致行业进入调整期。除了海澜之家之外，各个公司的渠道数量均在下降。而对于整体的门店拓展计划，海澜之家仍然坚持“黄金地段、钻石店铺”的开店原则，竞争对手开始探索传统线下门店向O2O新商业模式转型方式，过早试水电商业务而放弃了好地段的店铺，海澜之家则咬定线下渠道不放松，以更优惠的价格将黄金店铺承租下来。

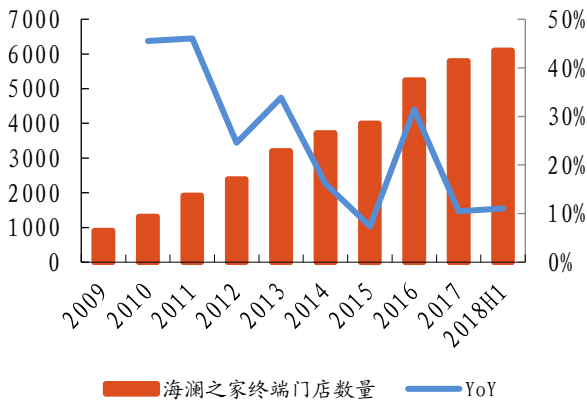
图表 28：部分服装企业线下渠道数量对比



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

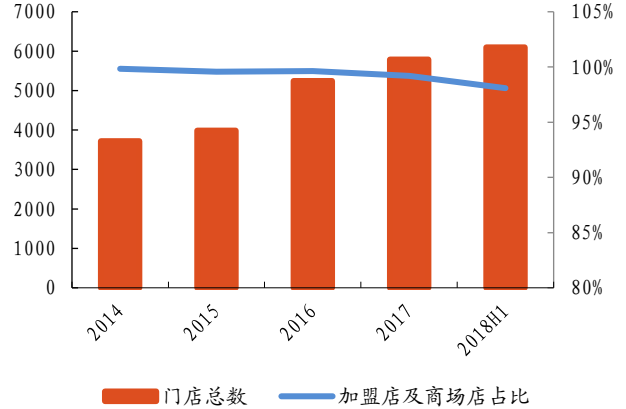
此外，之前我们讲到海澜之家与加盟商的互利共赢模式，海澜之家不断降低新进加盟商的资金门槛，使得线下渠道的迅速扩张成为可能，2016年海澜之家以31.4%的增速突破5000家门店，2018年上半年达到6097家门店，遍布全国31个省（自治区、直辖市），覆盖80%以上的县、市，其中近几年加盟店及商场店占比始终维持在98%以上。

图表 29: 海澜之家终端门店数量



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

图表 30: 海澜之家加盟店及商场店占比

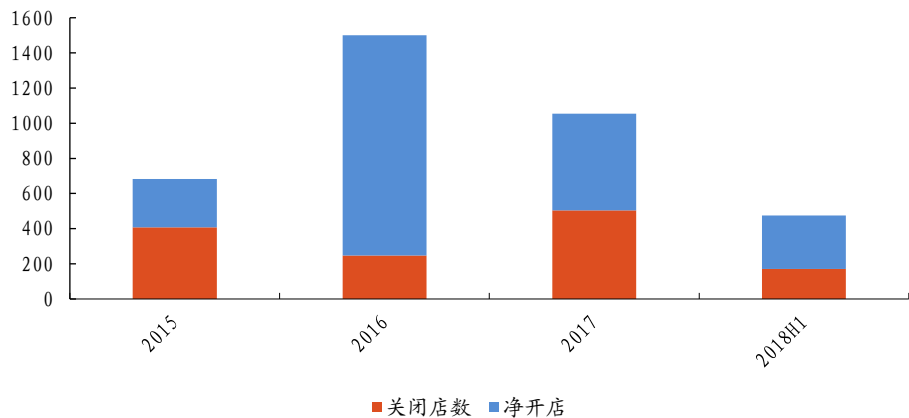


资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

### 3.1.2. 加大商场、购物中心的进驻力度

目前海澜之家主品牌 HLA70%、爱居兔 50%为街边店, 除此之外, 海澜之家也在根据商业业态的转型以及消费习惯的转变, 积极调整拓展思路, 加大商场、购物中心的进驻力度, 调整线下渠道比例。2017 年净开店 549 家, 其中 60%以上为百货、购物中心店。海澜之家以三四线城市布局为主, 将充分受益于低线城市消费升级。海澜之家与消费者一同成长, 适时推出轻奢品牌 AEX、OVV, 计划以一二线城市核心商圈的优质购物中心布局。

图表 31: 海澜之家今年关店及净增店数



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

### 3.1.3. 优化存量门店, 提升购物体验

海澜之家是第一个将服装自选这种销售模式引入中国的服装品牌, 打造一站式购物体验, 方便顾客搭配, 迎合务实理性消费观念。作为购物体验的一部分, 2017 年海澜之家开始升级店面形象, 去年年年底海澜之家首家升级店在广州天河城开业, 门店参照快时尚品牌店冷淡风格, 以白色系作为主色调, 整个

空间采用更加科学的陈列方式，呈现明亮宽绰的视觉效果。

图表 32: 自选购买式品牌的中国首店

| 品牌      | 在中国首店<br>开业时间 | 地点        |
|---------|---------------|-----------|
| 海澜之家    | 2002 年 9 月    | 南京中山北路店   |
| Uniqulo | 2002 年 9 月    | 上海(共 2 家) |
| Zara    | 2006 年        | 上海南京西路    |
| H&M     | 2007 年 4 月    | 上海淮海路     |
| GAP     | 2010 年 11 月   | 北京、上海     |

资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 33: 海澜之家门店升级



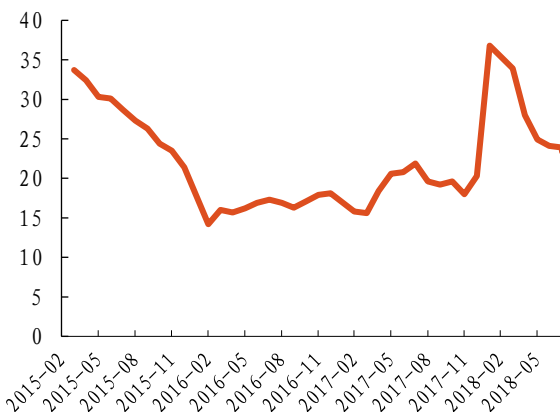
资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

### 3.2. 线上渠道：后发制人底气十足

#### 3.2.1. 锦上添花的线上销售

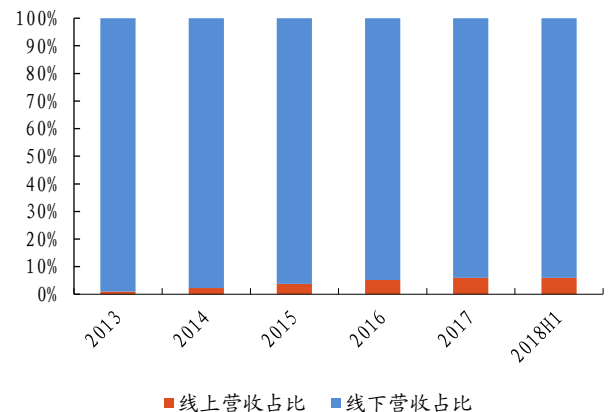
2015 年社会消费品穿类网上零售额累计增速高达 30%，2016 年增速有明显放缓，不过到今年 1-8 月仍有 23.4% 的同比增速。根据 Euromonitor 数据，百货公司的服装零售额由 2012 年占整体服装市场的 37%，下跌至 2017 年的 22%，而服装网零售额则由 7.5% 升至 29.1%。相比成本高、效率低的线下销售，线上渠道有着先天优势。海澜之家的线下营收占比仅 6%，仍有较大的发展空间，作为讲究效率和性价比的传统服装企业，在对接互联网时走得很顺。今年上半年海澜之家线上销售增速为 34.2%，线上销售毛利率为 55.97%，远高于线下销售 41.14% 的毛利率。

图表 34: 社会消费品网上商品零售额:穿:累计同比 (%)



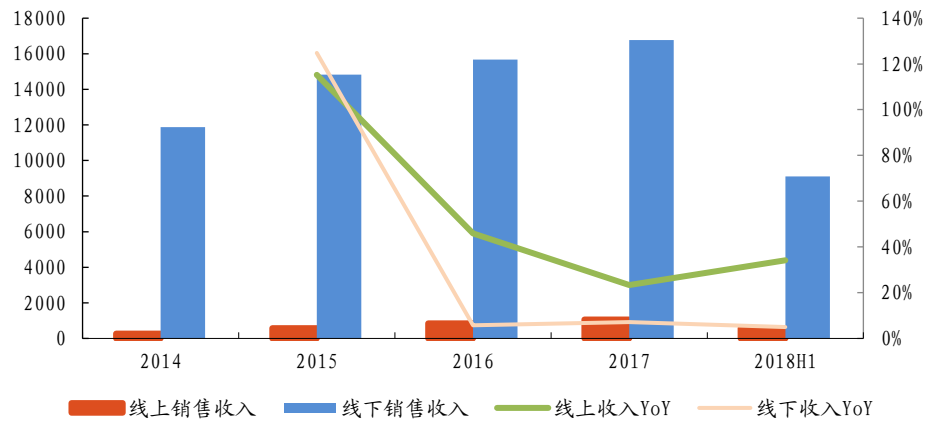
资料来源：国家统计局，东方财富证券研究所

图表 35: 海澜之家线上及线下营收占比



资料来源：公司年报，东方财富证券研究所

图表 36: 海澜之家线上线下收入增速对比



资料来源: 公司年报, 东方财富证券研究所

### 3.2.2. 与互联网巨头联手, 创新布局服装企业新零售

由于的优质的线下渠道, 互联网巨头纷纷向海澜之家抛出橄榄枝。去年 9 月, 海澜之家与阿里巴签署《战略合作协议》双方拟在品牌建设、渠道管理、产品创新等领域展开深度合作; 海澜之家是去年“天猫出海”项目的代表案例, 同时去年“双十一”海澜之家天猫商城完成 4 亿多的销售额, 荣登男装领域第一名。

今年 2 月 2 日, 荣基国际拟以 10.48 元/股的价格转让 2.39 亿股公司股份予腾讯普和, 总价 25 亿元, 占总股本的 5.31%。同天, 海澜之家全资子公司江阴海澜之家投资有限公司与林芝腾讯科技有限公司、宁波挚信投资管理合伙企业签署《关于共同发起设立产业投资基金之框架协议》, 决定围绕海澜之家股份有限公司战略发展方针, 对服装相关产业链, 优秀服装服饰品牌, 服装制造等公司进行投资, 目标规模拟定为人民币 100 亿元。与腾讯的双剑合璧, 海澜之家可以借助其数据优势及线上流量获得快速发展, 也利于公司品牌调性的调整与优化。

今年 7 月 23 日, 海澜之家宣布登录美团外卖, 发掘特殊生活场景的潜在机会, 用外卖的方式送衣服, 线上线下零售服务同价同质, 高覆盖率的线下门店使得一小时速达成为可能, 这也标志着传统服装企业正式进军新零售领域。

## 4. 结语

由海澜之家的历史沿革出发, 我们梳理了公司历次重要的策略判断。万变不离于宗, 海澜之家一系列发展变革都为了做好三件事, 即做宽客群、做深产品、做强渠道。

做宽客群是指海澜之家深耕男装行业, 在男装领域积累了大量资源和经验, 并与时俱进地贴合主力消费群体进行年轻化变革, 升级品牌形象; 之后逐步切入女装、童装、家居生活等细分市场, 吸收和培育新兴品牌, 不断完善品牌矩阵, 并加快海外扩张步伐, 彰显打造国际服装集团的野心。

做深产品是从两方面来说, 一是服装的价格, 海澜之家深度绑定供应商,

降低采购成本，并创新采用扁平的销售层级，减少逐级加价，以此来保证产品的平价优势。二是服装的性能，包括质量、设计等方面，海澜之家延续了圣凯诺在面料技术上的精益求精，以精良的技术不断提升成衣的品质；在设计上采用中庸的风格编码，贴合大众消费者的审美，生产出具有可穿性的日常服装。

做强渠道是指海澜之家根据商业业态的转型以及消费习惯的转变，弱市时坚定布局线下渠道，今年上半年达到 6097 家门店，实现了对三四线城市的全面渗透，并逐步加大商场、购物中心的进驻力度，不断优化存量门店，提升消费者的购物体验；同时以优质的线下渠道为砝码与互联网巨头携手，加快线上渠道的布局，实现双赢，并且创新地涉足新零售领域。

2017 年海澜之家创始人之子周立宸出任集团总裁，公司产品推陈出新，品牌矩阵逐步丰富，与电商巨头携手，激活线上消费空间，海澜之家在大众时尚领域动作频频，更是率先把触角伸向东南亚市场，这个国民品牌似乎一直与时代同步，在紧跟消费趋势的同时最大限度地留住老顾客，吸引新的消费群体。

海澜之家从名不见经传的毛纺厂成长为综合性的服装集团，其成长历程尽管不可复制，但国内大众服装企业仍能从其成功经验中获得启示，即明确品牌定位并一以贯之，打造高性价比的产品和高效的渠道以最大限度地获客，与消费者一同成长，适时切入新的细分领域、培育新的品牌，不断巩固市场份额和品牌壁垒。

## 5. 风险提示

原材料波动风险；  
人民币汇率波动风险；  
终端消费疲软，市场反馈不如预期；  
中美贸易摩擦升级。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。