

海澜之家股份有限公司公开发行 可转换公司债券信用评级报告

大公报 D【2017】1158 号

可转换公司债券信用等级：**AA+**
主体信用等级：**AA+**
评级展望：**稳定**

发债主体：海澜之家股份有限公司
发行规模：本次债券发行总额不超过 30 亿元（含 30 亿元）
债券期限：自发行之日起 6 年
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：用于项目投资

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.9	2016	2015	2014
总资产	231.13	243.77	234.42	185.30
所有者权益	103.71	101.09	83.54	71.04
营业收入	124.78	170.00	158.30	123.38
利润总额	33.25	41.05	39.94	32.27
经营性净现金流	-0.73	29.28	27.87	19.23
资产负债率 (%)	55.13	58.53	64.36	61.66
债务资本比率 (%)	17.38	15.59	17.40	19.16
毛利率 (%)	40.46	38.99	40.27	39.89
总资产报酬率 (%)	14.39	16.84	17.04	17.41
净资产收益率 (%)	24.23	30.89	35.36	33.49
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-150.09	-	-	-
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.54	19.95	21.02	30.72

注：2017 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：孙 瑞
评级小组成员：韩光明 王梦晗
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355
Email : rating@dagongcredit.com

孙 瑞

韩光明
王梦晗

评级观点

海澜之家股份有限公司（以下简称“海澜之家”或“公司”）主要从事品牌服装的经营以及职业服的生产和销售。评级结果反映了服装纺织行业面临较好政策环境，公司是国内大型服装企业，主要产品具有较高品牌认知度，利用服装生产资源和加盟商资金促进了产业规模增长以及收入和利润逐年增长等优势；同时也反映了公司所处行业竞争较为激烈，公司城市布局不均衡以及存货周转效率有所降低等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司业务结构将保持稳定。综合来看，大公对海澜之家的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 我国城镇化率及人均可支配收入的不断提高将持续推动居民在服饰方面的消费支出，鼓励性政策的出台使得服装纺织行业面临较好政策环境；
- 公司是国内大型服装企业，主要品牌海澜之家的认知度较高，具有较强的品牌竞争优势；
- 公司在采购环节采取多种合作模式，利用了服装生产资源，促进了公司产业规模的低资金成本增长；
- 公司利用加盟商资金加速营销网络布局，2014 年以来，门店数量增长较快；
- 2014 年以来，公司收入及利润持续增长，整体盈利能力较强。

主要风险/挑战

- 我国休闲服饰行业市场集中度较低，国内服装品牌的竞争压力不断加大，同时实体店铺销售模式将会持续受到电子商务快速发展带来的冲击；
- 公司门店主要分布于三、四线城市，城市布局及受众消费人群不均衡，不利于竞争力的持续提升；
- 公司存货规模较大，周转效率有所降低，存在一定风险。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年十一月二十四日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

公司前身为成立于1997年1月的江阴奥德臣精品面料服饰有限公司（以下简称“江阴奥德臣”），主要从事中高档服装、精纺呢绒的生产和销售以及染整加工业务。1999年6月经江苏省人民政府批准，江阴奥德臣由有限责任公司变更为股份有限公司，同时更名为奥德臣实业股份有限公司（以下简称“德臣股份”）。2000年12月11日经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）核准，德臣股份向社会公众公开发行股票，并于2000年12月28日在上海证券交易所挂牌交易（证券代码：600398.SH，股票简称“德臣股份”），2001年3月，德臣股份更名为凯诺科技股份有限公司（以下简称“凯诺科技”），证券简称变更为“凯诺科技”。2013年7月，凯诺科技启动了与国内服装品牌连锁运营公司海澜之家服饰股份有限公司（现更名为“海澜之家品牌管理有限公司”，以下简称“海澜品牌管理”）的重组。

海澜品牌管理成立于2002年3月，初始名称为江阴海澜服装有限公司；2002年4月，江阴海澜服装有限公司更名为江阴海澜洋服有限公司（以下简称“海澜洋服”）；2002年5月，海澜洋服更名为江阴海澜之家服饰有限公司（以下简称“海澜服饰”）并办理了工商变更登记手续；2004年7月，江阴市新桥镇投资有限公司（以下简称“新桥投资”）对海澜服饰出资4,500万元，持股比例90%，强永明和强志雄分别6%和4%；2005年9月，新桥投资收购强永明及强志雄持有的海澜服饰6%及4%的股权，同时对海澜服饰增资2,500万元，香港成亨投资有限公司出资2,500万元，公司注册资本增加至10,000万元；2006年9月，新桥投资将海澜服饰50%及25%股权分别转让给海澜集团有限公司（以下简称“海澜集团”）和江阴市晟汇国际贸易有限公司（以下简称“江阴晟汇”），转让完成后，新桥投资不再持有海澜服饰的股权。2007年10月，海澜服饰更名为海澜之家服饰股份有限公司（以下简称“海澜之家服饰”）。期间经过多次股权变更，截至2014年1月17日，海澜集团持有海澜之家服饰42%股权，为海澜之家服饰控股股东，荣基国际（香港）有限公司（以下简称“荣基国际”）持有海澜之家服饰35%股权，为海澜之家服饰第二大股东。

2014年1月，中国证监会核准凯诺科技发行3,846,153,846股份购买海澜集团、荣基国际、国星集团有限公司、海澜国际贸易有限公司、万成亚太投资有限公司、江阴晟汇及上海挚东投资管理有限公司等七家公司持有的海澜品牌管理100%股权，同时海澜集团以50,895.50万元现金协议收购江阴第三精毛纺有限公司持有的凯诺科技150,578,388股存量股份。交易事项于2014年2月完成过户登记，于2014年3月实施完成，同时凯诺科技更名为海澜之家股份有限公司；2014年4月，公司证券简称变更为“海澜之家”。因2014年公司实施的发行股份购买资产暨关联交易重大资产重组交易行为构成反向收购，导致合并报表的期末总股本为1,168,117,060股（即会计的母公

司总股本),但公司实际发行在外的普通股数量为4,492,757,924股(即法律的母公司总股本)。截至2017年9月末,公司注册资本44.93亿元,海澜集团¹持有公司39.31%股权,为公司控股股东,荣基国际²持有公司29.96%为公司第二大股东;周建平直接持有公司0.20%股权,同时通过控股52%的江阴市海澜投资控股有限公司持有海澜集团100%股权,为公司实际控制人。

2017年10月7日,公司全资子公司江阴海澜之家投资有限公司(以下简称“海澜投资”)以自有资金66,005.85万元受让新余云开投资合伙企业(有限合伙)及新余行云投资管理有限公司持有的英氏婴童用品有限公司(以下简称“英氏婴童”)44.0039%的股权。交易完成后,海澜投资成为英氏婴童第二大股东。英氏婴童是一家集设计、研发、销售婴儿用品以及代理国内外多家母婴用品品牌于一体的公司。

公司为服装企业,业务涵盖品牌服装的经营以及职业服的生产和销售,品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。截至2017年9月末,公司合并范围内子公司共40家。

发债情况

债券概况

本次债券是海澜之家面向持有中国证券登记结算有限责任公司上海分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等(国家法律、法规禁止者除外)发行的公司债券。

债券品种	可转换公司债券
债券名称	海澜之家股份有限公司2017年公开发行可转换公司债券
申请规模	不超过30.00亿元(含30.00亿元)
债券期限	自发行之日起6年
债券利率	利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。
转股期限	自本次可转换公司债券发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格的确定方法	不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司A股股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司A股股票交易均价,具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

¹ 截至2017年9月30日,海澜集团累计质押所持公司股份为95,000.00万股,占公司总股本的21.15%,占其所持公司股份的53.79%。

² 周晏齐持有荣基国际100%股权,周建平与周晏齐为父女关系。

表 1 本次可转换公司债券基本条款（续表）

转股价格的调整方法及计算公式	<p>在本次发行之后，若公司发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：</p> <p>派送股票股利或转增股本：$P1=P0/(1+n)$；增发新股或配股：$P1=(P0+A\times k)/(1+k)$；上述两项同时进行：$P1=(P0+A\times k)/(1+n+k)$；派送现金股利：$P1=P0-D$；上述三项同时进行：$P1=(P0-D+A\times k)/(1+n+k)$</p> <p>其中：P1为调整后转股价；P0为调整前转股价；n为派送红股或转增股本率；A为增发新股或配股价；k为增发新股或配股率；D为每股派送现金股利。</p> <p>当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整的公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次发行的可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股份登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。</p> <p>当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次发行的可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次发行的可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。</p>
转股价格向下修正条款	<p>在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司 A 股股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 85%时，公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>如公司决定向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登相关公告，公告修正幅度、股权登记日及暂停转股期间等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。</p>
转股股数确定方式	<p>本次发行的可转换公司债券持有人在转股期内申请转股时，转股数量的计算公式为：$Q=V/P$，其中：Q 为转股数量，并以去尾法取一股的整数倍；V 为可转换公司债券持有人申请转股的可转换公司债券票面总金额；P 为申请转股当日有效的转股价。</p> <p>可转换公司债券持有人申请转换成的股份须是整数股。转股时不足转换为一股的可转换公司债券余额，公司将按照上海证券交易所等部门的有关规定，在可转换公司债券持有人转股当日后的五个交易日内以现金兑付该部分可转换公司债券的票面余额及其所对应的当期应计利息。</p>

表 1 本次可转换公司债券基本条款（续表）

转股期内赎回条款	在转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：（1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）。（2）当本次发行的可转换公司债券未转股余额不足 3,000 万元时。 若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。
到期赎回条款	在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
有条件回售条款	本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司 A 股股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。 若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述三十个交易日须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。
附加回售条款	若本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，本次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。
转股后的股利分配	因本次发行的可转换公司债券转股而增加的公司 A 股股票享有与原 A 股股票同等的权益，在股利发放的股权登记日当日登记在册的所有普通股股东（含因可转换公司债券转股形成的股东）均参与当期股利分配，享有同等权益。

数据来源：根据公司提供资料整理

本次债券发行金额为不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元），发行期限为自发行之日起 6 年。可转换债券面值 100 元，按面值发行。本次发行的可转换公司债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率

水平, 提请公司股东大会授权公司董事会及其授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。本次可转换公司债券的具体发行方式由公司股东大会授权公司董事会与本次发行的保荐机构(主承销商)在发行前协商确定。本次可转换债券利息每年支付一次, 最后一期利息随本金一起支付。本次可转换公司债券无担保。

募集资金用途

本次可转换公司债券扣除发行费用后, 募集资金将投资于以下项目。

表 2 本次公开发行可转换公司债券募集资金拟投资项目情况(单位: 万元)

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

数据来源: 根据公司提供资料整理

宏观经济和政策环境

2014 年以来我国经济增长速有所回落, 但主要经济指标仍处于合理区间, 产业结构更趋优化; 我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段, 随着创新型国家建设的推进和区域协调发展战略的实施, 我国经济仍具有保持中高速增长潜力

近年来, 受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响, 我国经济增长速有所回落, 从高速增长转向中高速增长。2014~2016 年, 我国 GDP 同比增长速度分别为 7.3%、6.9%和 6.7%, 经济增长速有所回落。

2016 年, 我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧, 产业结构持续优化, 主要经济指标仍处于合理区间。2016 年, 我国实现国内生产总值 744,127 亿元, 同比增长 6.7%, 增速同比下降 0.2 个百分点。根据国家统计局初步核算数据, 2017 年 1~9 月, 我国实现国内生产总值 593,288 亿元, 同比增长 6.9%, 增速同比上升 0.2 个百分点。分产业看, 第一产业增加值 41,229 亿元, 比上年增长 3.7%; 第二产业增加值 238,109 亿元, 比上年增长 6.3%; 第三产业增加值 313,951 亿元, 比上年增长 7.8%, 占国内生产总值的比重为 52.90%, 高于第二产业 12.8 个百分点, 产业结构更趋优化。经济景气度方面, 2017 年 10 月, 中国制造业 PMI 终值为 51.6%, 较上月回落 0.8 个百分点, 仍位于临界点之上。总的来看, 2014 年以来, 国民经济增长速有所回落, 但主要经济指标仍处于合理区间, 运行较为平稳, 结构调整在加快推

进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2017年以来，世界经济整体有所复苏，世界银行于2017年6月将2017年世界经济增长预期由2.4%上调至2.7%，但全球经济仍面临下行风险，处在危机后的深度调整之中。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。美联储于2017年6月14日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到1.0%至1.25%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，2017年以来，世界经济有所复苏，但仍存在一定的不稳定性和不确定性。

2014年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年10月，中国共产党第十九次全国代表大会在北京举行，会议明确了“中国特色社会主义进入了新时代，这是我国发展新的历史方位”，同时基于对“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”这一我国当前社会主要矛盾的判断，提出了“把提高供给体系质量作为主攻方向、加快建设创新型国家、实施乡村振兴战略、实施区域协调发展战略以及加快完善社会主义市场经济”的具体解决措施，这意味着我国政府的工作重心由过往的稳增长转变为优化经济结构、转换增长动力。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，当前我国仍面临着产业结构失衡、区域经济差异较大等问题，但随着创新型国家建设的推进，我国经济结构中高附加值服务业、高附加值制造业的比重将不断提升，而区域协调发展战略的落实也将进一步提升我国的整体消费需求，这些都将为我国经济注入新的增长活力。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

近年来，服装市场消费增速出现下滑，但我国城镇化率及人均可支配收入的不断提高将在长期继续推动城镇居民在服饰方面的消费支出；我国出台一系列鼓励性政策，服装纺织行业面临较好政策环境

随着我国经济的发展和城市化进程的不断推进，城镇居民的人口数量和人均可支配收入也不断增加；2014~2016年，我国城镇居民家庭人均可支配收入同比分别增长10.10%、8.90%及7.8%，其中2016年城镇居民家庭人均可支配收入达33,616元。我国服装消费市场在人口红利和城镇化进程中经历了快速的增长，市场空间不断扩大，但是服装零售行业属于顺周期性行业，2012年以来，随着我国宏观经济增速下滑，规模以上的纺织服装、服饰工业增加值累计同比增长率出现大幅度的下降，服装零售额增速也同样出现下降；其中2016年，我国限额以上服装鞋帽、针、纺织品类零售额同比增长7.00%，增速同比下降2.80个百分点，增速已连续5年下降，并且增速低于同期中国城镇居民人均可支配收入的增长水平。服装零售行业的消费需求增速的放缓对服装销售企业产生一定不利影响；但是从长期来看，我国城镇化率和人均可支配收入将不断提高，服装需求潜力仍很大，服装消费市场将保持持续发展。此外，随着交通工具的升级以及手机上网、微博等快速传播媒介的广泛应用，消费者活动范围和效率得到提升，信息传播速度得以提高，时尚资讯得以快速传播，一二线城市消费者对于时尚类产品的认知和需求愈加一致，为主打时尚产品的企业提供了新的发展机遇。

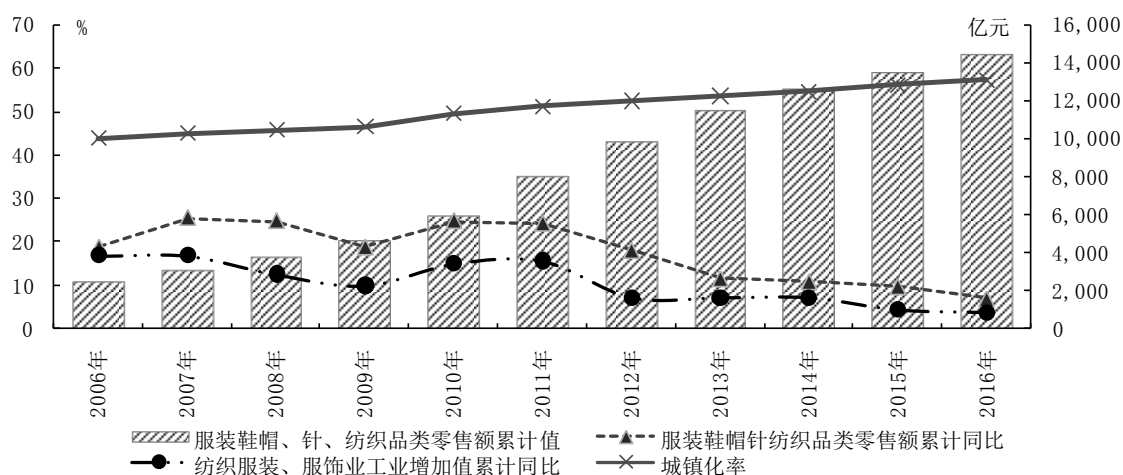


图1 2006~2016年我国城镇化率与服装类行业情况

数据来源：国家统计局

2012年，工信部下发《关于加快推进服装家纺自主品牌建设的指导意见》并提出，依托行业组织，选择100家左右自主创新能力较强、



品牌管理基础较好，有一定市场影响力的服装家纺自主品牌企业进行重点跟踪培育；2012年12月，商务部下发《关于促进中国品牌消费的指导意见》，有助于推动国内品牌服装消费的持续增长。2013年1月，国家安全监管总局下发《服装生产企业安全生产标准化评定标准》以进一步推进服装生产企业安全生产标准化，推动企业建立安全生产长效机制。2016年9月，国务院办公厅印发《消费品标准和质量提升规划（2016~2020年）》（以下简称“规划”），规划提出服装服饰行业要适应个性消费、时尚消费、品质消费、品牌消费的发展需求，壮大个性化定制、规模定制和高端定制产业，以精准设计、精准生产、精准服务赢得消费市场。2017年3月，工业和信息化部制定了《2017年消费品工业“三品”专项行动计划》并提出，发挥中国服装智能制造技术创新战略联盟的平台作用，开发推广“三衣两裤”全流程自动化技术装备，支持重点企业开发功能型纺织品服装系列新产品。

综合来看，我国城镇化率、人均消费水平的不断提高及支持性政策给服装消费市场带来了广阔的空间，有利于服装品牌运营商发展。

我国休闲服饰行业市场集中度较低，国内服装品牌的竞争压力不断加大；消费者对服装产品细分化需求不断提高，具有产品创新和差异化经营能力的企业竞争力较好

我国服装行业的市场格局较为分散，截至2017年9月末，我国纺织服装行业共15,611家企业，但行业前十大品牌的市场占有率不足10%，市场集中度较低，市场份额呈现向优势品牌集中的趋势，但绝大部分市场仍被品牌附加值很低或无品牌附加值的产品占据，尚未形成具有绝对优势的领导企业。同时，国内服装企业面临着来自国际服装企业的激烈竞争。

由于看好我国服装市场的发展潜力，越来越多的国际服装品牌进军国内市场；与国内品牌相比，国际品牌服饰具有强大的品牌号召力、快速的反应能力、卓越的全球资源整合能力以及较成熟的快时尚品牌文化，因此，国际企业的国内市场份额逐年增加，对国内服装品牌，尤其是对在一、二线城市布局的服装企业形成较大的冲击。随着国际品牌对国内服装市场的不断拓展，以及逐渐向三、四线城市下沉，服装企业竞争压力仍将持续并加大。此外，随着国内人均可支配收入的不断提高，消费者逐步转变穿衣思维，对于服装已由简单的追求保暖转向对设计、时尚等品牌价值的追求，服装市场产品的细分化逐渐明显，如男装细分出精致、休闲及商务男装，女装细分基本款及时尚款等。消费者对服装产品细分化需求的不断提高也推动了服装零售企业对产品的不断调整和创新；未来服装市场产品品系仍保持着向细分化、精细化的发展，因此，产品定位清晰，并且能够进行产品创新和产品差异化经营的服装零售企业具备较好的竞争力。

传统的实体店铺销售模式将会持续的受到零售渠道变迁以及电子商务销售快速发展而带来的冲击

近几年，线下的服装消费渠道已由传统的百货商场、步行街转向可提供“一站式”服务的购物中心，国内尤其是一、二线城市的购物环境已发生了巨大的变化，集购物、休闲、娱乐、饮食为一体的“一站式服务”购物中心成为主流的消费场所，对于休闲服饰的主要消费群体来说，步行街、百货商场等购物方式逐步被淘汰。由于对品牌的定位不同，国内中端大众的服装品牌依然较少进驻购物中心，因此商圈的变迁也对中端大众的服装品牌销售造成一定程度的分流。此外，电子商务的飞速发展逐步改变了居民的消费模式，网络购物成为服装消费一大趋势。近年来，我国服装网络购物市场保持着较高增速；根据 Wind 资讯，2016 年，我国服装网购规模达到 10,150.00 亿元，同比增长 26.59%，而服装网购规模在 2010 年仅为 1,052.40 亿元，2010~2016 年，年复合增长率达到 45.90%。由于我国服装行业的市场格局分散，休闲服饰的品牌忠诚度普遍较低，同时网络线上销售降低了众多中小服装企业的广告宣传费用，因此可供消费者在网络平台选择的服装品牌明显增多，从而对利用实体门店进行销售的传统模式带来一定冲击。受此影响，国内众多服装品牌运营商均开始向线上线下融合的 O2O³运营模式转型。

综上所述，未来 1~2 年，服装行业仍将面临消费增速下滑的大环境，来自国际品牌、网络平台以及新型消费渠道的多维度竞争仍然存在并且竞争压力会持续加大；但同时我国服装消费市场空间仍然巨大，O2O 模式等互联网转型有助于帮助服装企业打通线上线下两个渠道，从而争取更多的市场份额。

经营与竞争

公司主要从事品牌经营和服装生产，品牌运营和服装生产销售是公司收入和毛利润的主要来源，2014~2016 年，公司营业收入及毛利润持续增长

公司主要从事品牌服装的经营以及职业服的生产和销售。公司品牌经营主要是对海澜之家及爱居兔等品牌在品牌管理、供应链管理和营销网络管理等方面进行的运营管理；服装生产主要是自主品牌圣凯诺的生产和销售；其他业务主要包括材料销售，电、汽销售以及租赁业务等。

2014~2016 年，随着业务规模的扩大，公司营业收入及毛利润持续增长，其中品牌运营业务收入及毛利润占比保持在 85.00%以上；服装生产业务收入占比有所波动，是毛利润的重要组成部分；其他业务

³ O2O 全称为 Online To Offline，主要是指在网上寻找消费者，然后将其带到现实的商店中去，即在线支付线下产品、服务，再到线下去享受服务。

收入保持增长，但其对毛利润的贡献率较低。从毛利率来看，2014~2016年，公司毛利率略有波动；分板块来看，品牌经营业务毛利率有所波动，服装生产业务毛利率水平逐年小幅提升，其他业务毛利率水平相对较低。

表3 2014~2016年及2017年1~9月公司营业收入、毛利润及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~9月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	124.78	100.00	170.00	100.00	158.30	100.00	123.38	100.00
品牌经营	109.37	87.65	148.94	87.62	135.68	85.71	106.67	86.45
服装生产	12.96	10.38	16.28	9.57	18.37	11.61	14.80	11.99
其他	2.46	1.97	4.78	2.81	4.25	2.69	1.92	1.56
毛利润	50.49	100.00	66.28	100.00	63.75	100.00	49.21	100.00
品牌经营	43.59	86.34	57.79	87.19	54.29	85.16	42.32	85.99
服装生产	6.69	13.25	8.11	12.23	9.07	14.23	7.07	14.36
其他	0.21	0.41	0.39	0.58	0.39	0.61	-0.17	-0.34
毛利率	40.46		38.99		40.27		39.89	
品牌经营	39.85		38.80		40.01		39.67	
服装生产	51.63		49.81		49.37		47.75	
其他	8.51		8.10		9.19		-8.82	

数据来源：根据公司提供资料整理

2017年以来，公司业务规模继续扩大，2017年1~9月，公司实现营业收入124.78亿元，同比增长3.40%；毛利润为50.49亿元，同比增长4.82%；毛利率为40.46%，同比增长0.55个百分点。

综合来看，2014年以来，公司收入及毛利润均持续增长，毛利率较为稳定；预计未来1~2年，公司业务结构将保持稳定。

公司产品种类齐全，2014年以来，各类产品销售收入均持续增长；销售区域分布较广，但城市布局及受众消费人群不均衡，不利于公司竞争力的持续提升

公司服装业务主要产品为裤子、衬衫、T恤衫、西服、羽绒服、茄克衫和针织衫等大类。2014~2016年，公司各类产品收入均持续增长，但增幅有所降低，毛利率波动较小。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司主营业务收入、毛利润及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年 1~9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	122.32	100.00	165.22	100.00	154.05	100.00	121.46	100.00
裤子	31.14	25.46	37.02	22.41	34.61	22.47	26.22	21.59
衬衫	17.75	14.51	22.79	13.79	21.07	13.67	18.21	14.99
T 恤衫	19.16	15.66	21.03	12.73	20.56	13.35	15.89	13.08
西服	13.64	11.15	20.23	12.24	19.73	12.81	17.09	14.07
羽绒服	11.43	9.35	16.98	10.28	14.26	9.26	10.82	8.91
茄克衫	8.35	6.82	11.53	6.98	10.00	6.49	7.52	6.19
针织衫	5.64	4.61	9.94	6.01	9.36	6.08	6.73	5.54
其他	15.22	12.44	25.71	15.56	24.46	15.88	18.99	15.63
主营业务毛利润	50.28	100.00	65.90	100.00	63.36	100.00	49.38	100.00
裤子	13.00	25.86	15.46	23.46	14.49	22.87	10.04	20.33
衬衫	6.81	13.54	8.39	12.73	7.83	12.36	7.01	14.19
T 恤衫	8.40	16.71	8.44	12.80	8.22	12.97	6.67	13.51
西服	6.01	11.95	8.91	13.53	8.96	14.15	7.49	15.17
羽绒服	4.70	9.35	7.42	11.26	6.41	10.11	4.69	9.50
茄克衫	2.98	5.93	4.53	6.87	4.04	6.38	2.98	6.03
针织衫	2.12	4.22	3.84	5.83	3.53	5.58	2.47	5.01
其他	6.25	12.42	8.91	13.52	9.87	15.58	8.03	16.27
主营业务毛利率		41.10		39.88		41.13		40.66
裤子		41.76		41.76		41.86		38.30
衬衫		38.36		36.82		37.18		38.47
T 恤衫		43.86		40.13		39.98		41.99
西服		44.07		44.06		45.43		43.83
羽绒服		41.12		43.68		44.94		43.36
茄克衫		35.72		39.28		40.42		39.60
针织衫		37.63		38.66		37.76		36.75
其他		41.04		34.65		40.35		42.31

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司门店遍布全国 31 个省(自治区、直辖市), 覆盖 80%以上的县、市。从公司各区域销售情况来看, 公司业务销售以华东地区为主, 占比保持在 40%以上; 中南、华北及西南地区销售占比持续小幅提升; 西北及东北地区业务占比均相对较低, 其中西北地区业务占比持续降低; 公司现阶段境外业务量很低。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司销售区域情况 (单位: 亿元、%)

地区	2017 年 1~9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
华东	51.38	42.01	70.81	42.86	68.28	44.32	56.46	46.48
中南	26.52	21.68	34.76	21.04	30.36	19.71	22.88	18.84
华北	14.51	11.86	19.51	11.81	18.16	11.79	13.56	11.16
西南	13.21	10.80	17.56	10.63	15.76	10.23	11.81	9.72
西北	9.61	7.86	13.29	8.04	12.56	8.15	10.22	8.41
东北	7.07	5.78	9.29	5.62	8.93	5.80	6.54	5.38
境外	0.03	0.02	-	-	-	-	-	-
合计	122.32	100.00	165.22	100.00	154.05	100.00	121.46	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

近年来,公司在巩固三、四线城市门店覆盖的基础上,积极向一、二线城市渗透和辐射,同时加大对购物中心门店的拓展力度,不断优化门店网络营销布局。但现阶段公司布局仍是以三、四线城市为主,公司产品的主要消费人群亦集中于三、四线城市,一、二线城市消费贡献度相对较低;而在一、二线城市的布局方面,受门店租金和各项支出费用较高等因素影响,整体门店数量有待提高,城市布局有待进一步完善。同时,公司门店销售的产品以男装为主,女装等其他产品在主营业务收入中占比均较低,受众消费人群不均衡,产品结构有待改善。综合来看,城市布局及受众消费人群的不均衡,不利于公司竞争力的持续提升。

公司是国内大型服装企业,旗下拥有多个品牌,主要品牌海澜之家的认知度比较高,具有较强的品牌竞争优势

公司为我国大型服装企业,主要拥有海澜之家、爱居兔、圣凯诺三大服装品牌,其中海澜之家定位于商务、时尚、休闲的大众平价优质男装,爱居兔定位于时尚、休闲风格的都市女装,圣凯诺定位于量身定制的商务职业装。

表 6 公司主要品牌定位情况

品牌	定位	目标消费人群
海澜之家	商务、时尚、休闲的大众平价优质男装	20~45 岁左右的男士
爱居兔	时尚、休闲风格的都市女装	18~30 岁的年轻女性
圣凯诺	商务职业装定制	商务人士

资料来源: 根据公司提供资料整理

从各个品牌的收入及毛利率情况来看,2014 年以来,公司主要品牌海澜之家收入持续提高,对收入贡献度很高,毛利率略有波动;爱居兔及其他品牌在收入中占比相对较低,2015 年以来毛利率水平持续提升,主要是产品定位升级后新产品销量较好,原风格产品处理库存

带来的影响减弱所致；圣凯诺采用传统的自主生产经营模式，收入有所波动，但其毛利率持续增长。

表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司各品牌收入及毛利率情况（单位：万元、%）

品牌	2017 年 1~9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
海澜之家	1,021,251	40.26	1,403,146	39.92	1,287,488	41.38	1,012,517	40.58
圣凯诺	129,557	51.63	162,751	49.81	183,742	49.37	147,970	47.75
爱居兔	50,277	36.30	50,999	19.16	30,507	11.15	30,300	27.31
其他品牌	22,155	29.23	35,276	22.72	38,759	17.36	23,858	16.69
合计	1,223,240	41.10	1,652,172	39.88	1,540,496	41.13	1,214,645	40.66

数据来源：根据公司提供资料整理

公司以“海澜之家——男人的衣柜”为理念进行品牌推广，通过款式新颖、品类齐全的门店陈列，营造消费体验，通过广告宣传、明星代言等整合营销模式，在消费者当中树立了鲜明的品牌形象。公司系统化、规模化、多样化的宣传推广模式为“海澜之家”品牌带来了广泛的关注，品牌知名度持续提高。

公司通过不断完善产品设计，以及多层次的整体营销策略持续增强“海澜之家”系列品牌的竞争力。公司凭借高品质产品和个性化的创意设计等增强产品的认可度。同时公司借助中央电视台、腾讯、网易等传媒平台以及《最强大脑》、《了不起的挑战》、《蒙面唱将猜猜猜》及《火星情报局 2》等热门综艺节目平台，加强品牌宣传，进一步增强品牌的认知度。

公司主要品牌海澜之家具有较强品牌竞争优势，海澜之家品牌于 2015 年 3 月在 2015 中国服装大奖评选中获得“最佳休闲男装品牌”；在 2015 年及 2016 年胡润品牌榜中，海澜之家以品牌价值 110 亿元人民币成为首个品牌价值突破百亿的中国服装品牌，为中国服装家纺行业品牌第一；在 2016 年 A 股上市公司未来价值排行榜评选中，公司获得纺织服装类“2016 中国最佳上市公司”；2017 年 1 月，海澜之家品牌被中国服装网络盛典组委会评为年度十大影响力服装品牌；2017 年 3 月，海澜之家以品牌价值 8.68 亿美元入选 Brand Z “2017 年最具价值中国品牌 100 强”榜单，位列服装行业之首。

公司服装生产业务由子公司圣凯诺服饰有限公司（以下简称“圣凯诺服饰”）负责运营，主要品牌为圣凯诺，品牌定位于量体裁衣的商务职业装。圣凯诺品牌采用传统的自主生产经营模式。经过多年的经营，圣凯诺品牌在国内市场具有一定的知名度。

公司在采购环节采取多种合作模式，与供应商结为利益共同体，充分利用了服装生产资源，促进了公司产业规模的低资金成本增长

公司在采购环节主要采取零售导向的赊购、联合开发和滞销商品退货与二次采购相结合的模式，与供应商结为利益共同体，充分利用

了服装生产资源。公司采用零售导向的赊购模式，即除在货物入库时支付小部分的货款外，剩余货款公司结合货物实际销售情况，逐月与供应商结算。零售导向的赊购模式减少了公司采购环节的资金占用。

表 8 2016 年及 2017 年 1~9 月公司前五名供应商采购情况（单位：万元、%）

期间	序号	供应商名称	采购额	占采购总额比例	是否关联
2016 年	1	供应商 1	38,073	3.99	否
	2	供应商 2	31,716	3.32	否
	3	供应商 3	30,668	3.21	否
	4	供应商 4	28,472	2.98	否
	5	供应商 5	26,800	2.81	否
	合计	-	155,729	16.31	-
2017 年 1~9 月	1	供应商 6	33,842	4.47	否
	2	供应商 7	26,315	3.47	否
	3	供应商 8	25,093	3.31	否
	4	供应商 9	22,976	3.03	否
	5	供应商 10	20,943	2.76	否
	合计	-	129,170	17.04	-

数据来源：根据公司提供资料整理

联合开发方面，公司设计中心以市场为导向，围绕国内男士消费者的衣着习惯和审美，通过对销售数据的分析和总结，进行产品规划和设计；设计中心完成产品开发提案之后，将提案与供应商的设计部门充分沟通，利用供应商的设计师设计打样，公司设计中心根据既定产品理念对供应商的样稿进行筛选和修改，并最终确定下一季的产品款式。在联合开发模式下，公司既始终掌握产品设计的主导权，又充分发挥供应商的主观能动性，充分利用了供应商的设计资源。

为了更充分的利用公司的渠道资源，在公司的门店摆放更多的适销品，减少滞销商品对渠道资源的占用，公司与大部分供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，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（一般为两个适销季节）依然滞销的商品可以退货，签订的附滞销商品可退货条款的采购合同在总的采购合同中占比较高。同时为了加强与供应商的紧密合作关系，公司成立江阴海一家服饰有限公司，通过二次采购退货商品，减轻供应商的资金压力和经营压力，同时也是对海澜之家采购模式的有效补充。

公司供应商数目较多，单个供应商的规模在行业内多为中型或中小型规模企业；公司有管理团队对供应商库进行管理，会定期对供应商进行考核评价，对考核排名较好的供应商会进行扶持，对排名靠后的供应商会逐步减少订单量。公司产品采购集中度不高，对单个供应商依赖程度较低，可有效降低集中采购的风险。

在公司采购模式下，供应商提供高品质产品，公司保障品牌的同

时并做好商品的供应链管理和销售管理；产品畅销则公司和供应商均能获利，产品滞销则公司和供应商均有损失，公司将自身的利益与供应商的利益有机结合在一起。采购端资金占用较少，促进了公司产业规模的低资金成本增长。

公司线下销售环节主要采取自营与加盟相结合类直营管理模式，利用加盟商资金加速营销网络布局；线上销售采取与线下同时同款的销售模式

公司在线下的销售主要分为直营店和加盟店，加盟店方面采取所有权与经营权分离的模式。公司不收取加盟费，加盟店是加盟商自筹资金、以自身名义办理工商税务登记手续设立的，加盟商拥有加盟店的所有权；为保证公司全国特许经营体系统一的营运管理模式和品牌形象，所有门店的内部管理由公司全面负责；加盟商不必参与加盟店的具体经营，只负责支付相关费用；公司与加盟商之间的销售结算采用委托代销模式，公司拥有商品的所有权，加盟商不承担存货滞销风险，商品实现最终销售后，加盟商与公司根据协议约定结算公司的营业收入。

在加盟店的管理方面，公司拥有门店的管理权，负责加盟店管理人员和营业人员的招聘、培训、录用、解聘和管理及制定管理人员和销售人员的报酬标准；在协议期内的铺货、补货和应季换货等具体经营活动均由公司具体管理，公司对销售渠道掌控力较强。同时，加盟店由公司统一形象策划（包括统一的商标、统一的员工服饰、统一的广告宣传），统一供货，统一指导价格，统一业务模式，统一服务规范，有利于统一品牌形象。在公司的加盟模式下，公司对加盟商没有服装行业从业经验的要求，加盟商实际上只需要承担加盟店租金、折旧和相关费用，不必具体参与加盟店的管理，从而大幅降低了加盟门槛；公司可以最大程度的利用社会资金，加速营销网络布局。

由于门店商品的所有权和门店经营权属于公司，公司可以根据各门店的销售情况灵活调配商品。通过综合性信息系统，公司及时掌握所有产品在全国各门店的销售情况，如果出现某些商品在某处滞销而在其他门店畅销的情形，公司可以灵活将该等商品调配到畅销的门店，从而促进公司商品的销售，减少商品在门店的滞销情形，增加整个公司的销售规模。同时公司可以及时了解在个别门店经营过程中发生的特殊问题，组织人员尽快研究应对措施并完善相应门店管理制度，降低其他门店将来遇到类似问题时的处理成本。

公司没有设置各级代理，所有加盟商均直接与公司签订《特许经营合同》，而加盟店已经直接面向消费者，缩减销售环节可以减少销售环节的逐级加价。在公司销售模式下，加盟商提供门店资源并承担加盟店经营费用，公司负责品牌维护和加盟店具体管理，在所有权与经营权分离的经营模式下实现合作共赢。

表9 2014~2016年及2017年1~9月公司线上、线下收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

渠道	2017年1~9月		2016年		2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
线上	5.99	61.00	8.54	60.00	5.85	57.82	2.72	58.83
线下	116.33	40.08	156.67	38.79	148.20	40.47	118.74	40.24
合计	122.32	41.10	165.22	39.88	154.05	41.13	121.46	40.66

数据来源：根据公司提供资料整理

公司线上销售围绕“平台”和“产品”开展工作，实现多个网络销售平台的渠道布局。海澜之家品牌采取线上线下“同时同款同价”的策略，对每款产品做好上架时间优化、上新产品分析、产品库存调控、销售评论分析、提供线上产品线下换货服务等一系列营销措施，优化网站结构，让消费者购物操作更快捷，下单更精准，不断提升用户体验。2014年以来，公司线上销售业务收入持续增长，2014~2016年及2017年1~9月，线上销售收入分别为2.72亿元、5.85亿元、8.54亿元和5.99亿元，在主营业务收入中占比分别为2.24%、3.80%、5.17%和4.90%，占比呈增长趋势，毛利率持续处于较高水平。

公司目前线上销售的业务规模仍较小，公司正逐步加大与国内大型电商的合作力度，公司可通过合作获得低成本的流量，提供相应的配套以提升购物体验，提高精准营销，合作双方共享线上线下数据，以形成协同效应。

公司对品牌门店的选址要求较高，同时根据商圈业态变化调整业务拓展模式；2014年以来，随着加盟店数量的快速增加，公司门店总量增长较快

公司对于门店的选址要求较高，客流量是门店选择的最重要指标之一。近年来公司积极拓展优质店铺，优化门店营销网络布局；通过综合分析市场及时调整战略布局，实现了从单店选址到全域布局的转变，使商圈价值最大化。公司同时加强对目标店铺进行跟踪，提高目标店铺的签约率，根据商圈业态变化调整业务拓展模式。

表10 2014~2016年末及2017年9月末公司实体门店数量（单位：家）

品牌	门店类型	2017年9月末	2016年末	2015年末	2014年末
海澜之家	直营店	17	8	6	2
	加盟店及商场店	4,411	4,229	3,511	3,346
爱居兔	直营店	5	5	5	2
	加盟店及商场店	916	625	301	267
其他品牌	直营店	9	6	6	2
	加盟店及商场店	250	370	161	97
合计	-	5,608	5,243	3,990	3,716

数据来源：根据公司提供资料整理

2014年以来，随着加盟店数量的快速增加，公司门店总量增长速度较快，截至2017年9月末，公司共拥有5,608家门店，其中海澜之家品牌4,428家门店，包含17家直营店和4,411家加盟店及商场店；爱居兔品牌921家门店，包含5家直营店和916家加盟店及商场店；其他品牌259家门店，包含9家直营店和250家加盟店及商场店，其他品牌门店数量有所减少。

公司设立储运中心，利用信息系统和合理的路线设计，形成了高效的补货机制

公司在江阴市设立了大型储运中心作为全国物流中心，供应商的产品先发送到储运中心，再由储运中心向各地加盟店的发送产品。公司拥有多栋仓库，货物吞吐能力较强。

公司实现了储运中心与各门店的直线联系，节约了中间环节的资源投入，做到了对现有门店铺货、补货、退货的快速反应。通过覆盖所有门店的销售管理系统，公司对门店销售情况做到及时掌握，并根据门店的需求和门店的地理位置，精确计算运输路线，达到了单线运输的最大效用，能够保证旺季时每周对每一家门店进行两次补货。高效的补货机制可使门店的库存水平可以保持在相对较低水平。

公司的物流系统主要承担产品从储运中心发往全国各门店的运输工作，产品从生产商到储运中心的运输工作主要由供应商负责。公司主要通过陆路汽车运输，部分通过铁路或者快递的方式，运输环节全部由第三方运输公司负责。公司每年均会通过主要运力和运输方式、全国网络布局、平均运输价格、运输管理系统的先进程度以及快速反应能力等指标对市场上物流运输企业进行考核，以寻找适合公司业务发展需求的第三方物流企业。对于已经跟公司开展业务合作的物流企业，公司除通过运输合同来规范服务质量以外，还从准时提货率、准时送达率、完好送达率、客户无投诉率、信息反馈率等几个方面对其进行考核，并根据考核的结果来决定是否继续以及扩大或缩小合作。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至2017年9月末，公司注册资本44.93亿元，海澜集团持有公司39.31%股权，为公司控股股东，周建平为公司实际控制人。公司严格按照《公司法》、《证券法》、中国证监会的有关规定和《上海证券交易所股票上市规则》的要求，不断完善法人治理结构，规范公司运作，严格进行信息披露工作。股东大会是公司最高权力机构，审议通过了《公司章程》及《股东大会议事规则》，对相关事项进行了详细的规定。股东大会下设董事会及监事会，董事会由9名董事组成，其中独立董事3名；监事会由3名监事组成，其中职工代表监事1名。同时，公司分别设立了战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委

员会等四个专门委员会。总体来看，公司建立了较为完善的法人治理结构和内部组织架构，内部控制体系较为完善。

战略与管理

公司将坚持“包容、创新、共赢”的价值观，抓住性价比优势，集中资源强化公司在品牌管理、门店管理、产品设计、销售渠道建设及供应链管理方面的优势，扩大产品销售规模与市场占有率先，形成从人才到资源，从渠道到品牌，从速度到效率，从传统管理到模式创新的行业多层次竞争优势，将“海澜之家”品牌打造成为中国男装的国民品牌。同时，公司在服装的研发、零售模式等方面将继续满足消费升级的需求，把握消费升级的机遇，锁定消费人群确定品牌发展方向，整合互联网营销和传统营销手法改善消费者体验，通过价值链的数字化和产业链的智能化等提高产品的市场适应能力和品牌服装的竞争能力，获得服装品牌的有效发展。此外，公司将扩充女装品牌、童装品牌、轻奢服装品牌、年轻时尚化品牌及母婴品牌等细分领域，加大互联网销售业务的投入力度等，实现品牌和业务多元化，提升公司的品牌影响力和市场占有率。

公司管理主要体现在品牌管理、供应链管理和营销网络管理等方面。品牌管理方面，公司对产品设计开发、采购及销售终端的有效管理，有利于维护品牌形象，提高公司服装品牌的知名度和影响力；供应链管理方面，公司实现了货品采购、运输与销售的网络协同，实现了生产、运输、销售等社会资源的有效结合，发挥了整个供应链各方的主观能动性和积极性，做到了资源的优化配置；营销网络管理上，公司发展出一套成熟的营销网络管理方法，对公司服装营销网络的拓展与维护形成较好的支持。

抗风险能力

我国城镇化率及人均可支配收入的不断提高将在长期继续推动城镇居民在服饰方面的消费支出，但我国休闲服饰行业市场集中度较低，国内外服装品牌的竞争压力不断加大。公司是国内大型服装企业，旗下拥有多个品牌，主要品牌海澜之家的认知度较高，具有较强的品牌竞争优势。2014年以来，公司门店数量增长较快，产品种类齐全，各类产品销售收入均持续增长。公司在采购环节采取多种合作模式，充分利用了服装生产资源，促进了公司业务模式的低成本增长，线下销售环节主要采取自营与加盟相结合的类直营管理模式，利用加盟商资金加速营销网络布局。公司储运中心利用信息系统和合理的路线设计，形成了高效的补货机制。公司销售区域分布较广，但城市布局及受众消费人群的不均衡，不利于公司竞争力的持续提升。综合来看，公司的抗风险能力很强。

财务分析

公司提供了 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月财务报表。天衡会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014~2016 年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年 1~9 月财务报表未经审计。

资产质量

2014~2016 年末，公司资产规模逐年增长，资产构成以流动资产为主；公司存货规模较大，周转效率有所降低，存在一定风险

2014~2016 年末，公司资产规模持续增长，以流动资产为主，流动资产在总资产中占比分别为 77.56%、80.43%和 76.93%。2017 年 9 月末，公司资产总额为 231.13 亿元，较 2016 年末降低 5.18%，流动资产占比为 71.63%。

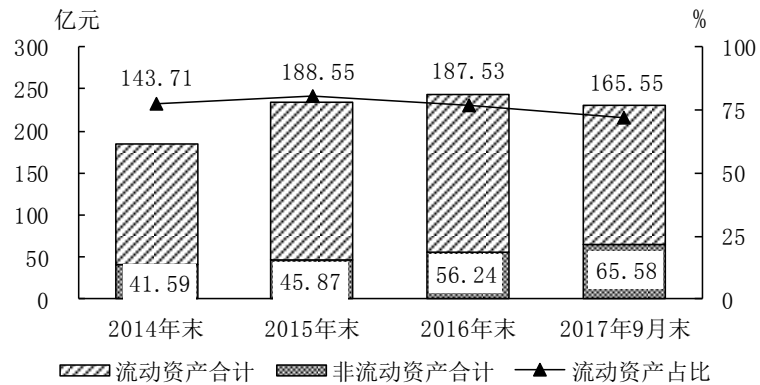


图 2 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司资产构成

2014~2016 年末，公司流动资产规模有所波动，分别为 143.71 亿元、188.55 亿元和 187.53 亿元，流动资产主要由货币资金、存货和应收账款等构成。2014~2016 年末，公司货币资金分别为 70.86 亿元、79.46 亿元和 88.58 亿元，在流动资产中占比分别为 49.31%、42.14%和 47.24%，2016 年末同比增长 11.49%，其中受限货币资金为 19.66 亿元，均为银行承兑汇票及保函保证金；存货分别为 60.86 亿元、95.80 亿元和 86.32 亿元，存货规模较大，主要由委托代销商品和库存商品构成，2015 年末，存货同比增加 34.94 亿元，主要是 2015 年因暖冬气候因素导致当年末存货规模较大且春夏季服饰提前入库，截至 2016 年末，公司共对存货计提跌价准备 2.28 亿元，存货中委托代销商品和库存商品分别为 47.74 亿元和 36.55 亿元，占比分别为 53.89%和 41.26%；公司与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销售产品，门店陈列或存放的所有产品均为公司的存货，导致存货账面金额较大，公司按期末账面实存的存货，采用单项比较法对期末存货的成本与可变现净值进行比较，

按可变现净值低于成本的差额计提存货跌价准备。

2014~2016年末，公司应收账款分别为4.93亿元、6.09亿元和6.46亿元，持续增长但规模较小，主要为应收非关联客户款项，其中2016年末，一年以内应收账款占比96.53%，按欠款方归集的前五名客户合计占比为9.52%，按账龄分析法，截至2016年末，公司共计计提应收账款坏账准备0.36亿元；预付款项分别为5.82亿元、6.27亿元和5.06亿元，主要为预付的货款，其中2016年末，一年以内预付款项占比为99.91%，按预付对象归集的前五名客户合计占比为33.88%。

2017年9月末，公司流动资产为165.55亿元，较2016年末降低11.72%。其中，货币资金为59.93亿元，较2016年末降低32.34%，主要是本期支付的采购款和投资款增加以及对股东分红增加所致；交易性金融资产为0.71亿元，较2016年末增加0.66亿元，主要是本期公司在二级市场购买股票增加所致；流动资产其他各主要科目较2016年末均无重大变化。

2014~2016年末，公司非流动资产保持增长，分别为41.59亿元、45.87亿元和56.24亿元，主要由固定资产、在建工程、投资性房地产、无形资产和递延所得税资产等构成。2014~2016年末，公司固定资产分别为24.54亿元、24.25亿元和29.04亿元，主要由房屋建筑、专用设备和通用设备构成，其中2016年末同比增长19.74%，主要是顾山工业园中区、综合培训大楼及海澜服装城三期等在建项目转入所致；在建工程持续增长，分别为3.25亿元、6.65亿元和8.23亿元，主要是随着业务规模的扩大公司增加了对在建项目的投资；投资性房地产有所波动，分别为5.45亿元、5.21亿元和7.74亿元，主要为出租的房屋、建筑物及相应的土地使用权，其中2016年末同比增长48.57%，主要是部分原计入到固定资产的房屋建筑物因对外出租需要，转入到投资性房地产，公司采用成本法对投资性房地产进行计量；无形资产持续增长，分别为3.49亿元、3.67亿元和4.50亿元，主要由土地使用权及软件、商标使用权等构成；递延所得税资产持续增长，分别为1.64亿元、2.51亿元和3.29亿元，主要由存货内部销售未实现损益和资产减值准备等形成。

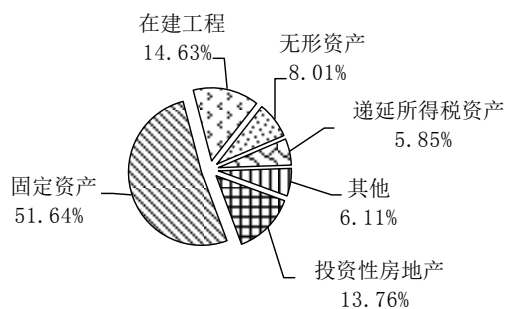


图3 2016年末公司非流动资产构成情况

2017年9月末,公司非流动资产为65.58亿元,较2016年末增长16.61%。其中,可供出售金融资产为3.69亿元,较2016年末增加2.06亿元,主要是公司本期委托博时基金管理有限公司实施资产管理计划所致;长期股权投资4.82亿元,均为本期新增,主要是公司对深圳市邦德文化发展有限公司(以下简称“邦德文化”)的投资;非流动资产其他各主要科目较2016年末均无重大变化。

截至2017年9月末,公司受限资产为20.65亿元,在总资产中占比为8.94%,与净资产的比重为19.91%。公司受限资产均为受限货币资金,主要用作银行承兑汇票及保函的保证金。

从资产运营效率来看,2014~2016年,公司应收账款周转天数分别为8.34天、12.54天和13.29天,应收账款周转效率有所下降,但整体回收速度较快,主要是公司受加盟商委托管理加盟店,加盟店内的存货属于公司所有,产品实现销售后,公司与加盟商按照特许经营合同的约定定期进行收入分成,因此公司对加盟商的应收账款规模较小;公司的应收账款主要是圣凯诺定制服务业务产生的应收账款,由于圣凯诺定制服务业务占公司收入比例较小,因此公司应收账款金额较小,应收账款周转率一直处于较高的水平;存货周转天数分别为161.02天、298.24天和316.08天,存货周转效率有所降低,主要2015年末受暖冬气候影响,存货规模较大,使得2015年末存货周转效率同比降低,而存货周转率是以期初期末平均存货金额为依据计算,2014年末存货规模较小,导致2016年平均存货规模高于2015年平均存货规模,从而2016年末周转效率同比继续降低;2017年1~9月,公司存货周转天数为320.31天,应收账款周转天数为14.74天。

综合来看,2014~2016年末,公司资产规模逐年增长,以流动资产为主;存货规模较大,周转效率有所降低,存在一定风险。预计未来1~2年,公司资产结构将保持稳定。

资本结构

2014年以来,公司负债规模有所波动,以流动负债为主,流动资产对流动负债的保障程度较好;公司的业务经营模式使得应付账款规模较大及有息债务规模较小

2014年以来,公司负债规模有所波动,以流动负债为主,2014~2016年末,流动负债在总负债中占比分别为75.50%、82.95%和84.92%。2017年9月末,公司负债总额为127.42亿元,较2016年末降低10.70%,流动负债占比为83.23%。

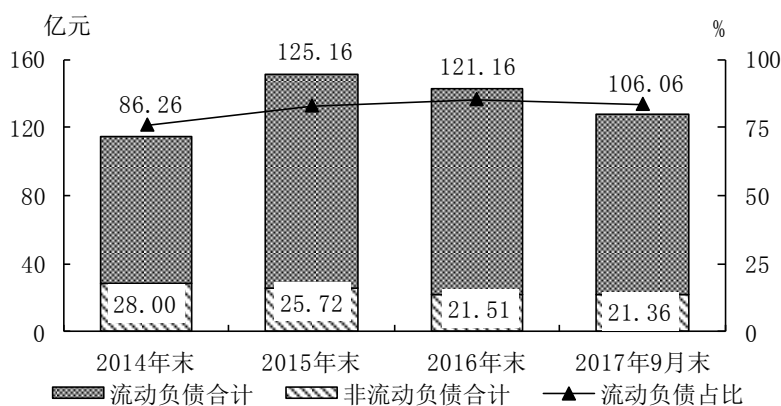


图4 2014~2016年末及2017年9月末公司负债构成

2014~2016年末，公司流动负债有所波动，分别为86.26亿元、125.16亿元和121.16亿元，主要由应付账款、应付票据、应交税费、预收款项和应付职工薪酬等构成。2014~2016年末，公司应付账款有所波动，分别为47.37亿元、79.14亿元和75.08亿元，主要由应付货款及非流动资产购买款等构成，公司以赊购的方式向供应商采购产品，使得应付账款规模持续较大，2015年末，应付账款同比增加31.77亿元，主要是在公司赊购及结算模式下，应付账款随2015年末存货规模的增加而增加，2016年末，公司一年以内应付账款占比为98.74%；应付票据持续增长，分别为16.84亿元、17.60亿元和18.68亿元，均为银行承兑汇票；应交税费有所波动，分别为6.03亿元、13.54亿元和11.58亿元，其中2015年末同比增加7.51亿元，主要是企业所得税同比增加6.72亿元所致；预收款项有所波动，分别为10.82亿元、8.68亿元和9.55亿元，主要为预收货款和租金；2016年末，公司一年以内的预收款项占比为97.98%；应付职工薪酬持续增长，分别为3.92亿元、5.49亿元和5.89亿元，主要由员工工资、奖金、社保及离职后福利等构成。

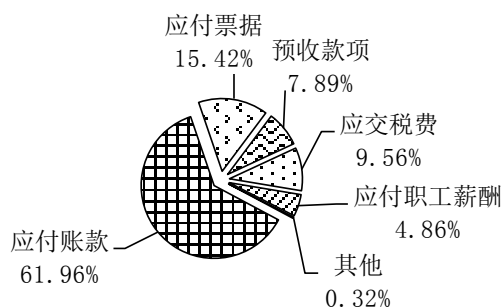


图5 2016年末公司流动负债构成情况

2017年9月末，公司流动负债为106.06亿元，较2016年末降低

12.47%。其中，应付账款为 70.08 亿元，较 2016 年末降低 6.66%；应付票据为 16.81 亿元，较 2016 年末降低 9.98%；应交税费为 5.56 亿元，较 2016 年末降低 52.00%，主要是本期公司企业所得税申报缴纳增加及应交增值税减少所致；流动负债其他各主要科目较 2016 年末均无重大变化。

2014~2016 年末，公司非流动负债持续降低，分别为 28.00 亿元、25.72 亿元和 21.51 亿元，主要由长期应付款和递延所得税负债构成。2014~2016 年末，公司长期应付款分别为 27.63 亿元、25.37 亿元和 20.82 亿元，均为加盟商缴纳的经营保证金，不计息；截至 2016 年末，长期应付款前五名客户占比合计为 5.45%。递延所得税负债有所波动，分别为 0.35 亿元、0.34 亿元和 0.70 亿元，主要为可供出售金融资产公允价值变动及长期资产计税基础差异形成。

2017 年 9 月末，公司非流动负债为 21.36 亿元，较 2016 年末变化不大。其中，长期应付款为 15.67 亿元，较 2016 年末降低 24.71%，主要是公司不再要求新加入的加盟商缴纳经营保证金且到期的经营保证金逐步返还所致。长期借款为 5.00 亿元，为本期新增。非流动负债其他各主要科目较 2016 年末均无重大变化。

表 11 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 9 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务	16.81	18.68	17.60	16.84
长期有息债务	5.00	0.00	0.00	0.00
总有息债务	21.81	18.68	17.60	16.84
短期有息债务/总有息债务	77.08	100.00	100.00	100.00
总有息债务/总负债	17.12	13.09	11.66	14.73

2014~2016 年末，公司有息债务均为短期有息债务，分别为 16.84 亿元、17.60 亿元和 18.68 亿元，全部为应付票据；总有息债务在总负债中占比分别为 14.73%、11.66%和 13.09%，有所波动。公司以赊购的方式采购商品以及加盟店租金、人员薪酬及各项费用均由加盟商承担，使得公司业务运营所需资金较少。

截至 2017 年 9 月末，公司总有息债务 21.81 亿元，较 2016 年末增长 16.79%。其中长期借款新增 5.00 亿元，使得公司有息债务结构发生变化，长期有息债务在总有息债务中占比为 22.92%。

表 12 截至 2017 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(2, 3]年	合计
金额	16.81	5.00	21.81
占比	77.08	22.92	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司短期有息债务均是应付票据，公司应付票据将于 2017 年第四

季度和 2018 年第一季度到期。

2014~2016 年末，公司所有者权益分别为 71.04 亿元、83.54 亿元和 101.09 亿元，其中，股本均为 11.68 亿元，资本公积均为 20.17 亿元；2014 年 1 月，公司向海澜集团等七方股东定向发行 3,846,153,846 股股份收购其持有海澜之家服饰 100%的股权，为确保公司定向发行前股东在合并后的主体中享有同样的股权比例，根据《企业会计准则》，在合并财务报表的实收资本为 1,168,117,060 元，而公司（法律上母公司）股本为 4,492,757,924 元；盈余公积分别为 5.67 亿元、7.85 亿元和 9.66 亿元。未分配利润随着归属于母公司所有者的净利润持续为正而持续增加，分别为 32.89 亿元、43.17 亿元和 57.75 亿元；根据公司章程，公司每年按当年母公司报表口径实现的可供分配利润的规定比例向股东分配股利，利润分配政策保持连续性和稳定性，同时兼顾公司的长远利益、全体股东的整体利益及公司的可持续发展，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，在满足现金分红条件⁴时，当年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的 10%，且任意三个连续会计年度内，公司以现金方式累计分配的利润不少于该三年实现的年均可分配利润的 30%，未全部满足现金分红条件但公司认为有必要时，也可进行现金分红；2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司派发的股利分别为 8.54 亿元、17.07 亿元、14.83 亿元和 22.01 亿元。2014~2016 年末，其他综合收益分别为 0.00 亿元、0.02 亿元和 1.17 亿元，主要为可供出售金融资产公允价值变动损益形成；少数股东权益分别为 0.64 亿元、0.65 亿元和 0.65 亿元。2017 年 9 月末，公司股本和盈余公积分别为 11.68 亿元和 9.66 亿元，较 2016 年末无变化；资本公积为 20.31 亿元，较 2016 年末增加 0.13 亿元，主要是本期收购子公司江阴中汇服饰有限公司（以下简称“中汇服饰”）少数股东股权所致；未分配利润为 60.86 亿元，主要是归属于母公司所有者的净利润转入所致；其他综合收益为 1.20 亿元，较 2016 年末增加 0.03 亿元；少数股东权益当期减少 0.65 亿元，本期收购子公司中汇服饰少数股东股权，现为全资子公司。

2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司资产负债率有所波动，分别为 61.66%、64.36%、58.53%和 55.13%；长期资产适合率分别为 238.13%、238.21%、218.02%和 190.72%，长期资本对长期资产覆盖程度较高；流动比率分别为 1.67 倍、1.51 倍、1.55 倍和 1.56 倍，流动资产对流动负债的保障程度较好；速动比率分别为 0.96 倍、0.74 倍、0.84 倍和 0.71 倍，受存货规模较大影响，公司速动资产对流动负债保障程度一般。

⁴ 公司现金分红应满足条件为：（1）公司该年度或半年度实现的可供分配的净利润为正值（按母公司报表口径）、且现金流充裕，实施现金分红不会影响公司后续持续经营；（2）母公司累计可供分配的利润为正值；（3）审计机构对公司的该年度财务报告出具标准无保留意见的审计报告；（4）公司无重大投资计划或重大现金支出等事项发生（募集资金项目除外）；（5）公司资金充裕，盈利水平和现金流量能够持续经营和长期发展。

截至 2017 年 9 月末，公司无对外担保事项。

综合来看，2014 年以来，公司资产负债率有所波动，资本结构有所优化；公司的业务经营模式使得应付账款规模较大及有息债务规模较小。

盈利能力

2014 年以来，公司收入及利润持续增长，期间费用有所增长，整体盈利能力较强

随着业务规模的扩大，2014 年以来公司收入规模不断增长，2014~2016 年，营业收入分别为 123.38 亿元、158.30 亿元和 170.00 亿元；毛利率分别为 39.89%、40.27%和 38.99%，保持在较好水平。

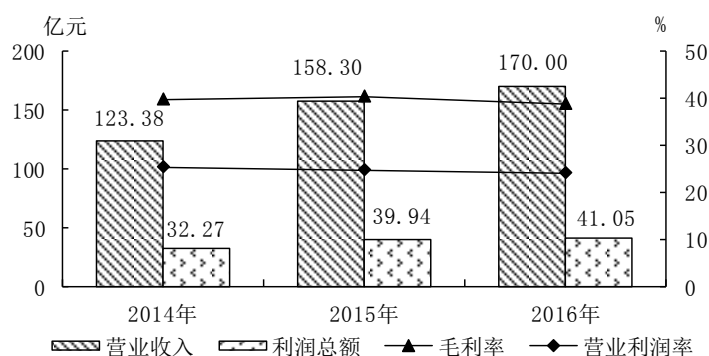


图 6 2014~2016 年公司营业收入及盈利情况

2014~2016 年，随着公司业务规模的增长，公司期间费用逐年增长，期间费用率均在 13.00% 以上，销售费用及管理费用逐年增长且占比较高，对利润空间形成一定挤占。其中，销售费用主要是广告宣传费、人员费用、租赁费及差旅费等，随着公司业务规模的扩大，销售费用持续增长；管理费用主要为管理员工资、折旧费和办公费等；由于 2014~2016 年公司未发生利息支出，同时保持着一定规模的利息收入，使得公司财务费用持续为负。

表 13 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司期间费用及占营业收入比重（单位：万元、%）

项目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	86,219	142,295	134,707	99,107
管理费用	68,702	97,330	96,652	78,054
财务费用	-10,619	-12,091	-10,035	-8,723
期间费用	144,302	227,533	221,324	168,438
期间费用/营业收入	11.56	13.38	13.98	13.65

2014~2016 年，公司资产减值损失分别为 0.50 亿元、1.37 亿元和 1.88 亿元，主要由存货跌价损失和坏账损失构成。投资收益分别为 0.01 亿元、0.02 亿元和 0.40 亿元，其中 2016 年同比增加 0.38 亿元，主要是处置可供出售金融资产取得的投资收益增加所致。营业利润逐



年增长，分别为 31.26 亿元、39.37 亿元和 40.72 亿元；营业外收入有所降低，分别为 1.90 亿元、0.61 亿元和 0.42 亿元，主要由政府补助及合同违约金收入等构成，其中政府补助主要为财政扶持资金和奖励资金，其中 2014 年营业外收入较高，主要是合并成本小于应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生收益 1.33 亿元；2014~2016 年，公司利润总额分别为 32.27 亿元、39.94 亿元和 41.05 亿元，净利润分别为 23.79 亿元、29.54 亿元和 31.23 亿元，均持续增长。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 124.78 亿元，同比增长 3.40%；毛利润为 50.49 亿元，同比增长 4.82%；毛利率为 40.46%，同比增长 0.55 个百分点；期间费用为 14.43 亿元，同比减少 1.48 亿元，期间费用率同比降低 1.62 个百分点；资产减值损失为 2.36 亿元，同比增加 1.75 亿元，主要是本期计提的存货跌价准备和坏账准备增加所致，其中存货跌价准备为 2.28 亿元，主要是爱居兔品牌的自营存货增加使得计提跌价准备增加所致；营业利润为 32.86 亿元，同比增长 4.82%；营业外收入为 0.40 亿元，同比增加 0.10 亿元，主要是公司本期收到违约赔偿金增加所致；利润总额和净利润分别为 33.25 亿元和 25.13 亿元，同比分别增长 5.07%和 4.07%。

2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司总资产报酬率分别为 17.41%、17.04%、16.84%和 14.39%，有所降低；净资产收益率分别为 33.49%、35.36%、30.89%和 24.23%，净资产收益率均有所波动；公司整体盈利能力处于较好水平。

综合来看，随着公司业务规模的扩大，收入及利润均持续增长，期间费用有所增长，对利润形成一定挤占；公司整体盈利能力处于较好水平。

现金流

2014~2016 年，公司经营性现金流保持净流入，对债务和利息的保障程度较高；向股东分配股利现金使得公司筹资性现金流持续为负

2014~2016 年，公司经营性现金流表现为净流入且持续增长，对债务的保障程度较高；投资性净现金流有所波动，分别为 5.13 亿元、-4.75 亿元和 -5.81 亿元，公司保持着一定规模的投资支出，其中 2015 年由净流入转变为净流出，主要是 2014 年公司反向购买并入期初现金 14.25 亿元，而 2015 年未有相应现金流入，公司的投资支出主要为购建固定资产；筹资性净现金流有所波动，持续表现为净流出，主要是公司持续向股东分配股利现金所致，2014~2016 年，公司派发的现金股利分别为 8.54 亿元、17.07 亿元、14.83 亿元。2014~2016 年，公司现金回笼率分别为 115.84%、114.91%和 116.95%，处于较好水平。

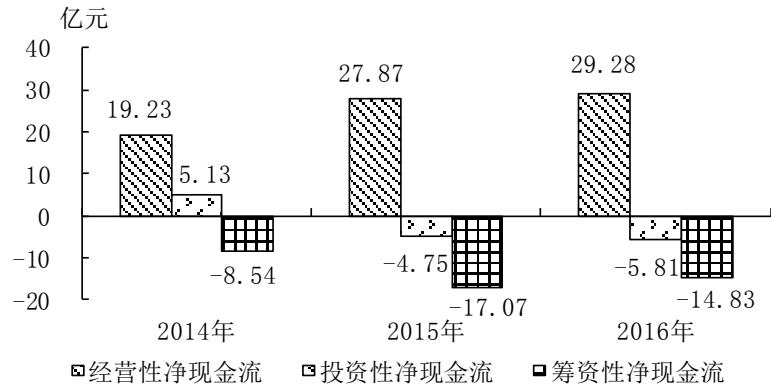


图7 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~9月,公司经营性净现金流为-0.73亿元,同比减少7.26亿元,主要是公司本期支付购买商品、接受劳务的现金增加所致,现金回笼率为114.75%;投资性净现金流为-12.32亿元,净流出同比增加8.27亿元,主要是公司本期支付邦德文化及快尚时装(广州)有限公司投资款、委托博时基金实施资产管理计划,以及二级市场证券投资增加所致;筹资性净现金流为-16.57亿元,净流出同比增加1.75亿元,主要是公司本期分配股利现金增加所致。公司在建项目主要是物流园南区仓库,项目总投资12.84亿元,截至2017年9月末,已投资7.23亿元,未来仍需投入5.61亿元。

表14 2014~2016年⁵及2017年1~9月公司部分偿债指标(单位:%、倍)

偿债指标	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
经营性净现金流/流动负债	-0.64	23.77	26.37	39.57
经营性净现金流/总负债	-0.54	19.95	21.02	30.72
经营性净现金流利息保障倍数	-150.09	-	-	-
EBIT利息保障倍数	6,811.16	-	-	-
EBITDA利息保障倍数	7,324.00	-	-	-

综合来看,2014~2016年,公司经营性净现金流表现为净流入且持续增长,对债务和利息的保障能力较强;股利现金的发放使得公司筹资性现金流持续为负。

偿债能力

从收入和经营性净现金流来看,2014年以来,公司收入及利润持续增长,期间费用有所增加,整体盈利能力较强;2014~2016年,公司经营性现金流保持净流入,对债务和利息的保障程度较高;向股东分配股利现金使得公司筹资性现金流持续为负。从债务构成来看,2014年以来,公司负债规模有所波动,以流动负债为主,流动资产对流动负债的保障程度较好;公司的业务经营模式使得应付账款规模较大及

⁵ 2014~2016年,公司未有计入财务费用的利息支出及资本化利息支出。

有息债务规模较小。从资产构成看，2014~2016年末，公司资产规模逐年增长，资产构成以流动资产为主；公司存货规模较大，周转效率有所降低。公司的融资渠道较为多样，在直接融资方面，公司为A股上市公司，具备在证券市场直接融资的能力。在间接融资方面，截至2017年9月末，公司拥有授信总额18.00亿元，未使用授信13.00亿元。综合来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至2017年11月2日，公司本部未曾发生信贷违约事件；截至本报告出具日，公司未在债券市场公开发行过债务融资工具。

结论

公司主要从事品牌服装的经营以及职业服的生产和销售。我国城镇化率及人均可支配收入的不断提高将持续推动居民在服饰方面的消费支出，鼓励性政策的出台使得服装纺织行业面临较好政策环境。公司是国内大型服装企业，主要品牌海澜之家的认知度较高，具有较强的品牌竞争优势，公司利用服装生产资源和加盟商资金促进了产业规模的低成本增长。同时公司设立储运中心，利用信息系统和合理的路线设计，形成了高效的补货机制。业务规模的持续扩大，使得公司收入及利润持续增长。但城市布局及受众消费人群不均衡，不利于公司竞争力的持续提升。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，公司业务结构将保持稳定。因此，大公对海澜之家的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对海澜之家股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

2) 跟踪评级程序安排

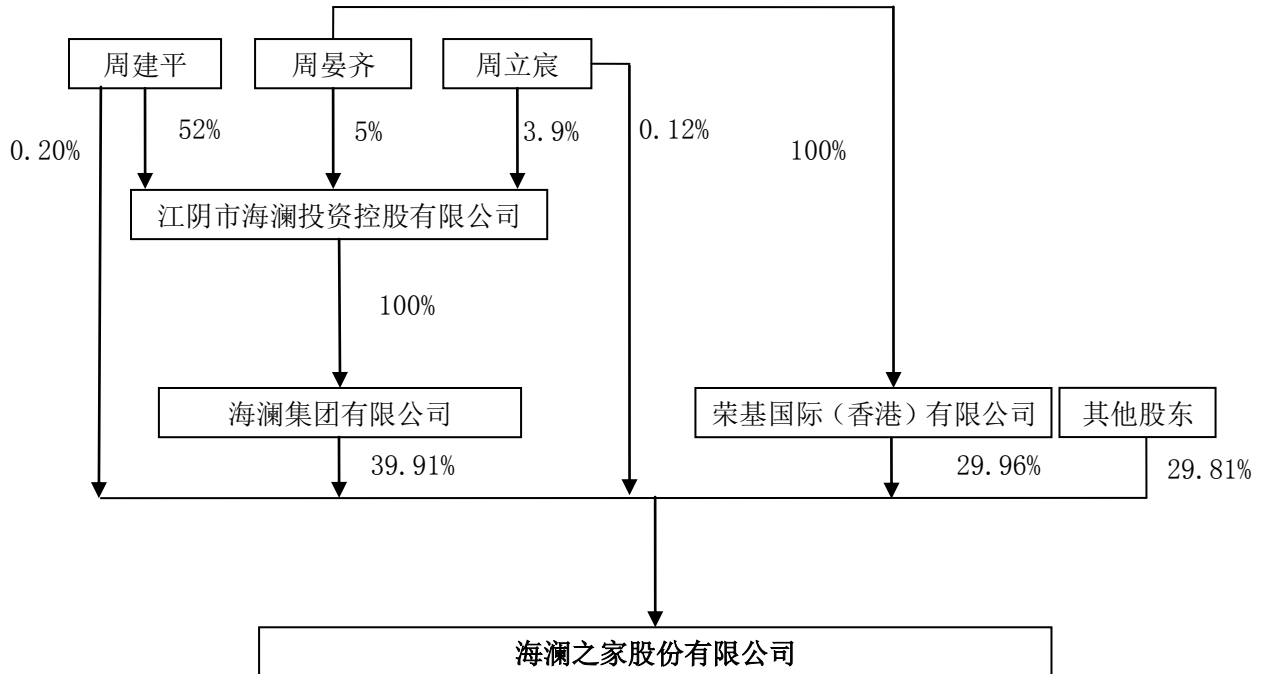
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。



附件 1 截至 2017 年 9 月末海澜之家股份有限公司股权结构图⁶

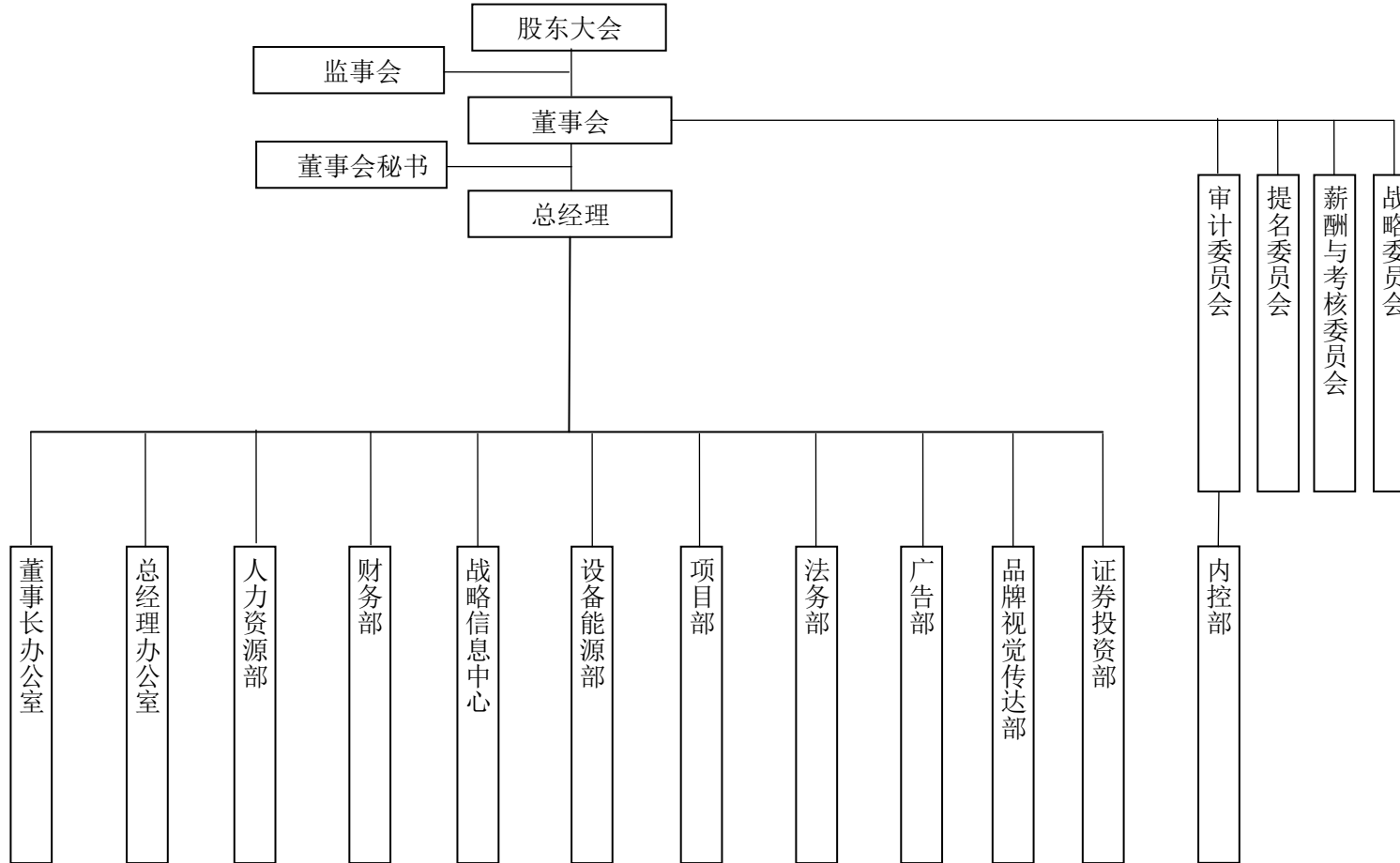


⁶ 周建平与周立宸为父子关系,周建平与周晏齐为父女关系。截至 2017 年 9 月末,海澜集团共质押公司股权 95,000 万股, 占总股本比例为 21.15%。



附件 2

截至 2017 年 9 月末海澜之家股份有限公司组织结构图





附件 3 海澜之家股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年 份	2017 年 9 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
资产类				
货币资金	599,326	885,842	794,553	708,613
应收账款	71,621	64,593	60,921	49,321
其他应收款	6,217	5,725	4,092	5,524
预付款项	64,309	50,581	62,672	58,194
存货	899,559	863,213	957,973	608,628
流动资产合计	1,655,512	1,875,313	1,885,516	1,437,133
投资性房地产	74,577	77,360	52,070	54,461
固定资产	317,491	290,407	242,532	245,364
在建工程	72,267	82,285	66,525	32,450
无形资产	49,136	45,043	36,664	34,904
非流动资产合计	655,789	562,367	458,658	415,911
资产总计	2,311,301	2,437,679	2,344,174	1,853,043
占资产总额比 (%)				
货币资金	25.93	36.34	33.89	38.24
应收账款	3.10	2.65	2.60	2.66
其他应收款	0.27	0.23	0.17	0.30
预付款项	2.78	2.07	2.67	3.14
存货	38.92	35.41	40.87	32.84
流动资产合计	71.63	76.93	80.43	77.56
投资性房地产	3.23	3.17	2.22	2.94
固定资产	13.74	11.91	10.35	13.24
在建工程	3.13	3.38	2.84	1.75
无形资产	2.13	1.85	1.56	1.88
非流动资产合计	28.37	23.07	19.57	22.44

附件 3 海澜之家股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年 份	2017 年 9 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
负债类				
应付票据	168,145	186,778	175,958	168,360
应付账款	700,778	750,751	791,378	473,747
预收款项	79,377	95,540	86,792	108,160
应付职工薪酬	42,593	58,903	54,950	39,183
应交税费	55,596	115,826	135,390	60,317
流动负债合计	1,060,550	1,211,628	1,251,589	862,622
长期借款	50,000	0	0	0
长期应付款	156,730	208,173	253,697	276,310
非流动负债合计	213,627	215,148	257,214	279,977
负债合计	1,274,177	1,426,776	1,508,803	1,142,599
占负债总额比 (%)				
应付票据	13.20	13.09	11.66	14.73
应付账款	55.00	52.62	52.45	41.46
预收款项	6.23	6.70	5.75	9.47
应付职工薪酬	3.34	4.13	3.64	3.43
应交税费	4.36	8.12	8.97	5.28
流动负债合计	83.23	84.92	82.95	75.50
长期借款	3.92	0.00	0.00	0.00
长期应付款	12.30	14.59	16.81	24.18
非流动负债合计	16.77	15.08	17.05	24.50
权益类				
股本	116,812	116,812	116,812	116,812
资本公积	203,086	201,740	201,740	201,740
盈余公积	96,594	96,594	78,450	56,668
未分配利润	608,649	577,531	431,671	328,865
归属于母公司所有者权益合计	1,037,124	1,004,401	828,917	704,085
少数股东权益	0	6,502	6,454	6,360
所有者权益合计	1,037,124	1,010,904	835,370	710,445

附件 3 海澜之家股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年 份	2017 年 9 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业收入	1,247,820	1,699,959	1,583,011	1,233,844
营业成本	742,958	1,037,137	945,507	741,711
销售费用	86,219	142,295	134,707	99,107
管理费用	68,702	97,330	96,652	78,054
财务费用	-10,619	-12,091	-10,035	-8,723
资产减值损失	23,555	18,796	13,722	5,042
营业利润	328,552	407,242	393,652	312,643
营业外收支净额	3,910	3,306	5,767	10,063
利润总额	332,461	410,547	399,419	322,706
所得税费用	81,152	98,234	104,012	84,809
净利润	251,309	312,313	295,407	237,897
其中：归属于母公司所有者的净利润	251,264	312,265	295,313	237,477
占营业收入比（%）				
营业成本	59.54	61.01	59.73	60.11
销售费用	6.91	8.37	8.51	8.03
管理费用	5.51	5.73	6.11	6.33
财务费用	-0.85	-0.71	-0.63	-0.71
资产减值损失	1.89	1.11	0.87	0.41
营业利润	26.33	23.96	24.87	25.34
营业外收支净额	0.31	0.19	0.36	0.82
利润总额	26.64	24.15	25.23	26.15
所得税费用	6.50	5.78	6.57	6.87
净利润	20.14	18.37	18.66	19.28
其中：归属于母公司所有者的净利润	20.14	18.37	18.66	19.25
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	-7,327	292,778	278,716	192,341
投资活动产生的现金流量净额	-123,189	-58,093	-47,507	51,333
筹资活动产生的现金流量净额	-165,750	-148,261	-170,725	-85,352
财务指标				
EBIT	332,510	410,547	399,419	322,706
EBITDA	357,546	439,455	424,666	344,592
总有息负债	218,145	186,778	175,958	168,360

附件 3 海澜之家股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年 份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
毛利率 (%)	40.46	38.99	40.27	39.89
营业利润率 (%)	26.33	23.96	24.87	25.34
总资产报酬率 (%)	14.39	16.84	17.04	17.41
净资产收益率 (%)	24.23	30.89	35.36	33.49
资产负债率 (%)	55.13	58.53	64.36	61.66
债务资本比率 (%)	17.38	15.59	17.40	19.16
长期资产适合率 (%)	190.72	218.02	238.21	238.13
流动比率 (倍)	1.56	1.55	1.51	1.67
速动比率 (倍)	0.71	0.84	0.74	0.96
保守速动比率 (倍)	0.57	0.73	0.64	0.82
存货周转天数 (天)	320.31	316.08	298.24	161.02
应收账款周转天数 (天)	14.74	13.29	12.54	8.34
经营性净现金流/流动负债 (%)	-0.64	23.77	26.37	39.57
经营性净现金流/总负债 (%)	-0.54	19.95	21.02	30.72
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-150.09	-	-	-
EBIT 利息保障倍数 (倍)	6,811.16	-	-	-
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	7,324.00	-	-	-
现金比率 (%)	57.18	73.15	63.48	82.15
现金回笼率 (%)	114.75	116.95	114.91	115.84
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁷ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数⁸ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁷ 前三季度取 270 天。

⁸ 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出 = EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）= 经营性现金流量净额/利息支出 = 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）= 担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）= 经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%

附件 5 可转换公司债券及主体信用等级符号和定义

大公网转换公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。

C 级：不能偿还债务。

注：除 **AAA** 级，**CCC** 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2017】1158 号

海澜之家股份有限公司:

受贵公司委托, 我公司对贵公司拟于 2017 年发行的不超过 30 亿(含 30 亿)元人民币自发行之日起 6 年期可转换公司债券的信用状况进行了评估, 确定 2017 年可转换公司债券信用等级为 **AA+**, 海澜之家股份有限公司的主体信用等级为 **AA+**, 评级展望为稳定。在该债券存续期内, 我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。



大公国际资信评估有限公司
二〇一七年十一月二十四日