



纺织服装业/可选消费品

首次覆盖

评级: 增持  
目标价格: 22.50

当前价格: 15.67  
2015.11.15

海澜之家 (600398)

# “男色”时代，国民男装

## ——海澜之家首次覆盖报告

吕明 (分析师) 汲肖飞 (研究助理)

0755-23976166 0755-23976177

lvming@gjas.com jixiaofei@gjas.com

证书编号 S0880514080005 S0880115100006

### 本报告导读:

大众男装市场仍处在消费升级以及行业集中度提升阶段，优秀的管理能力使公司生产出最契合大众男装市场的高性价比产品；渠道及品类扩张有望超市场预期，增持。

### 投资要点:

- **首次覆盖目标价 22.5 元，“增持”评级。**公司定位大众市场，提供高性价比时尚男装产品，我们看好公司持续受益于男装行业消费升级、行业集中度提升及自身优秀管理能力。我们预测 2015-2017 年公司的收入分别为 160.92/197.12/236.51 亿元，对应 EPS 分别为 0.70/0.90/1.12 元。参考行业平均水平给予 2016 年 25 倍的估值，目标价 22.5 元。
- **大众男装市场仍处在消费升级及行业集中度提升阶段。**1) 男色时代来临，男性对外表更加重视，预计高性价比的男装行业迎来快速发展机会；2) 城镇化的推进使得更多男性接受城市生活方式，着装标准得到提高，消费升级趋势显著；3) 大众男装行业市场集中度极低，业绩不佳的品牌关闭门店，行业龙头积极扩张，市场份额得到提高。
- **平价、快销，“中国优衣库”现雏形。**通过优秀供应链管理能力及类直营模式，公司能生产出最契合大众男装市场的高性价比产品，并快速建立了渠道网络。1) 公司联合供应商与服装原辅料厂商谈判，规模化采购降低成本约 10%；2) 与供应商共同开发并挑选性价比最高单品，高毛利+退货机制使公司产品更贴近市场；3) 单层渠道管理，最大限度为消费者让利；持续升级供应链系统，实现产品快速周转。
- **渠道扩张及品类扩张有望超市场预期。**1) 目前营销网络在县级以上城市覆盖率为 80%，未来一二线城市的百货及购物中心将成为新的潜力渠道。2) 爱居兔、百依百顺有望借助主品牌联动店取得突破，同时预计会通过现有渠道进入童装等新品类，复制男装成功经验。
- **风险提示:** 产品滞销、渠道扩张受限、女装业务发展风险等。

### 交易数据

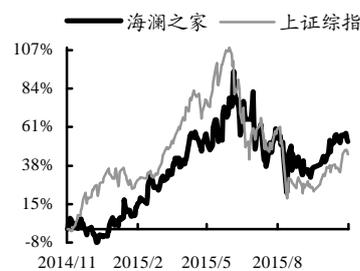
|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 9.32-21.06  |
| 总市值 (百万元)        | 70,402      |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 4,493/1,531 |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 34%         |
| 日均成交量 (百万股)      | 1616.59     |
| 日均成交值 (百万元)      | 238.18      |

### 资产负债表摘要

|            |         |
|------------|---------|
| 股东权益 (百万元) | 7,623   |
| 每股净资产      | 1.70    |
| 市净率        | 9.2     |
| 净负债率       | -81.06% |

| EPS (元) | 2014A | 2015E |
|---------|-------|-------|
| Q1      | 0.14  | 0.19  |
| Q2      | 0.13  | 0.18  |
| Q3      | 0.09  | 0.14  |
| Q4      | 0.17  | 0.19  |
| 全年      | 0.53  | 0.70  |

### 52 周内股价走势图



| 升幅 (%) | 1M  | 3M  | 12M |
|--------|-----|-----|-----|
| 绝对升幅   | 7%  | -3% | 52% |
| 相对指数   | -2% | 6%  | 8%  |

| 财务摘要 (百万元)  | 2013A | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入        | 1,365 | 12,338 | 16,092 | 19,712 | 23,651 |
| (+/-)%      | 0%    | 804%   | 30%    | 22%    | 20%    |
| 经营利润 (EBIT) | 168   | 3,088  | 4,238  | 5,410  | 6,570  |
| (+/-)%      | 42%   | 1734%  | 37%    | 28%    | 21%    |
| 净利润         | 142   | 2,375  | 3,143  | 4,061  | 5,012  |
| (+/-)%      | 36%   | 1576%  | 32%    | 29%    | 23%    |
| 每股净收益 (元)   | 0.03  | 0.53   | 0.70   | 0.90   | 1.12   |
| 每股股利 (元)    | 0.20  | 0.38   | 0.38   | 0.38   | 0.38   |

| 利润率和估值指标    | 2013A | 2014A   | 2015E | 2016E | 2017E |
|-------------|-------|---------|-------|-------|-------|
| 经营利润率 (%)   | 12.3% | 25.0%   | 26.3% | 27.4% | 27.8% |
| 净资产收益率 (%)  | 6.6%  | 33.7%   | 32.3% | 30.4% | 28.0% |
| 投入资本回报率 (%) | 50.2% | -391.8% | 46.1% | 90.0% | 56.4% |
| EV/EBITDA   | 33.5  | 3.5     | 3.5   | 1.7   | 1.4   |
| 市盈率         | 510.7 | 30.5    | 23.0  | 17.8  | 14.4  |
| 股息率 (%)     | 1.2%  | 2.4%    | 2.4%  | 2.4%  | 2.4%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2015.11.14

**股票研究**

可选消费品  
纺织服装业

海澜之家 (600398)

**首次覆盖**

评级: **增持**

目标价格: **22.50**

当前价格: 15.67

2015.11.14

公司网址

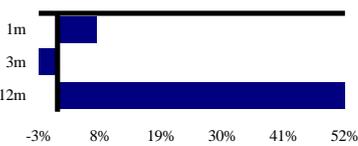
www.heilanhome.com

**公司简介**

公司属于纺织服装行业中的毛纺及服装类上市公司，其主营业务为高档精纺呢绒，高档西服、职业服的生产和销售，以及品牌服装的经营。

公司有下属“海澜之家”、“EICHITOO”、“百衣百顺”和“圣凯诺”四大服装品牌。

绝对价格回报 (%)

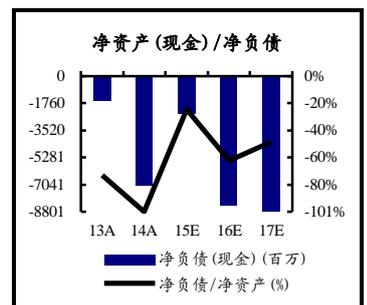
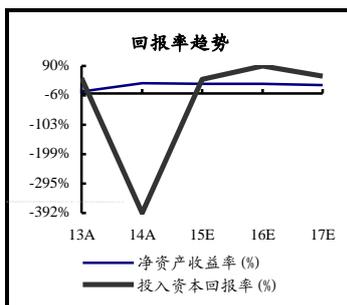
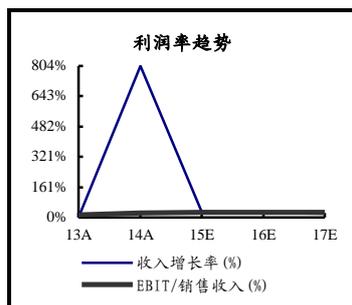


52 周价格范围 9.32-21.06

市值 (百万) 70,402

**财务预测 (单位: 百万元)**

|               | 2013A  | 2014A   | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|---------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>损益表</b>    |        |         |        |        |        |
| 营业总收入         | 1,365  | 12,338  | 16,092 | 19,712 | 23,651 |
| 营业成本          | 770    | 7,417   | 9,385  | 11,326 | 13,482 |
| 税金及附加         | 20     | 61      | 158    | 146    | 203    |
| 销售费用          | 205    | 991     | 1,293  | 1,583  | 1,900  |
| 管理费用          | 202    | 781     | 1,018  | 1,247  | 1,496  |
| EBIT          | 168    | 3,088   | 4,238  | 5,410  | 6,570  |
| 公允价值变动收益      | 0      | 0       | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益          | 5      | 1       | 1      | 1      | 1      |
| 财务费用          | -17    | -87     | -106   | -29    | -152   |
| 营业利润          | 183    | 3,126   | 4,171  | 5,417  | 6,711  |
| 所得税           | 28     | 848     | 1,123  | 1,450  | 1,790  |
| 少数股东损益        | 5      | 4       | 6      | 7      | 9      |
| 净利润           | 142    | 2,375   | 3,143  | 4,061  | 5,012  |
| <b>资产负债表</b>  |        |         |        |        |        |
| 货币资金、交易性金融资产  | 1,589  | 7,086   | 5,000  | 10,869 | 11,374 |
| 其他流动资产        | 0      | 57      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资          | 346    | 635     | 635    | 635    | 635    |
| 固定资产合计        | 646    | 2,778   | 4,512  | 6,032  | 7,338  |
| 无形及其他资产       | 38     | 583     | 710    | 1,020  | 1,330  |
| 资产合计          | 3,314  | 18,530  | 19,223 | 28,439 | 31,061 |
| 流动负债          | 1,096  | 8,626   | 6,814  | 12,506 | 10,471 |
| 非流动负债         | 1      | 2,800   | 2,600  | 2,500  | 2,580  |
| 股东权益          | 2,159  | 7,041   | 9,740  | 13,357 | 17,925 |
| 投入资本(IC)      | 282    | -581    | 6,775  | 4,430  | 8,582  |
| <b>现金流量表</b>  |        |         |        |        |        |
| NOPLAT        | 141    | 2,277   | 3,124  | 3,988  | 4,843  |
| 折旧与摊销         | 95     | 219     | 399    | 614    | 828    |
| 流动资金增量        | 156    | 995     | -3,569 | 4,152  | -2,550 |
| 资本支出          | -65    | -833    | -2,160 | -2,343 | -2,343 |
| 自由现金流         | 328    | 2,657   | -2,206 | 6,410  | 779    |
| 经营现金流         | 458    | 1,923   | 315    | 8,907  | 3,363  |
| 投资现金流         | -40    | 513     | -2,159 | -2,341 | -2,341 |
| 融资现金流         | -60    | -854    | -243   | -697   | -516   |
| 现金流净增加额       | 358    | 1,583   | -2,086 | 5,869  | 506    |
| <b>财务指标</b>   |        |         |        |        |        |
| <b>成长性</b>    |        |         |        |        |        |
| 收入增长率         | -0.2%  | 803.6%  | 30.4%  | 22.5%  | 20.0%  |
| EBIT 增长率      | 41.8%  | 1734.4% | 37.2%  | 27.6%  | 21.4%  |
| 净利润增长率        | 35.6%  | 1575.5% | 32.4%  | 29.2%  | 23.4%  |
| 利润率           |        |         |        |        |        |
| 毛利率           | 43.6%  | 39.9%   | 41.7%  | 42.5%  | 43.0%  |
| EBIT 率        | 12.3%  | 25.0%   | 26.3%  | 27.4%  | 27.8%  |
| 净利率           | 10.4%  | 19.2%   | 19.5%  | 20.6%  | 21.2%  |
| <b>收益率</b>    |        |         |        |        |        |
| 净资产收益率(ROE)   | 6.6%   | 33.7%   | 32.3%  | 30.4%  | 28.0%  |
| 总资产收益率(ROA)   | 4.3%   | 12.8%   | 16.4%  | 14.3%  | 16.1%  |
| 投入资本回报率(ROIC) | 50.2%  | -391.8% | 46.1%  | 90.0%  | 56.4%  |
| <b>运营能力</b>   |        |         |        |        |        |
| 存货周转天数        | 237    | 163     | 260    | 250    | 230    |
| 应收账款周转天数      | 23     | 8       | 8      | 8      | 8      |
| 总资产周转天数       | 837    | 323     | 428    | 441    | 459    |
| 净利润现金含量       | 3.23   | 0.81    | 0.10   | 2.19   | 0.67   |
| 资本支出/收入       | 5%     | 7%      | 13%    | 12%    | 10%    |
| <b>偿债能力</b>   |        |         |        |        |        |
| 资产负债率         | 33.1%  | 61.7%   | 49.0%  | 52.8%  | 42.0%  |
| 净负债率          | -73.6% | -100.6% | -24.6% | -62.7% | -49.1% |
| <b>估值比率</b>   |        |         |        |        |        |
| PE            | 510.7  | 30.5    | 23.0   | 17.8   | 14.4   |
| PB            | 4.8    | 2.7     | 1.9    | 1.4    | 1.0    |
| EV/EBITDA     | 33.5   | 3.5     | 3.5    | 1.7    | 1.4    |
| P/S           | 7.6    | 1.5     | 1.2    | 1.0    | 0.8    |
| 股息率           | 1.2%   | 2.4%    | 2.4%   | 2.4%   | 2.4%   |



## 目 录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 1. 大众男装行业：行业转为买方市场孕育新机会 .....   | 5  |
| 1.1. 行业转为买方市场 .....             | 5  |
| 1.2. 行业变化孕育新机会 .....            | 6  |
| 1.2.1. 男色时代下，爱美男人才抢手 .....      | 6  |
| 1.2.2. 城里人爱打扮，城镇化促升级 .....      | 7  |
| 1.2.3. 集中度要提升，龙头品牌最受益 .....     | 8  |
| 2. 海澜之家：推动中国男装行业发展的先驱 .....     | 9  |
| 2.1. 持续增长的大众男装龙头 .....          | 9  |
| 2.2. 商业模式优异，业绩快速增长 .....        | 11 |
| 2.2.1. 独特供应链管理实现“平价、快销”理念 ..... | 12 |
| 2.2.1.1. 联合上下游提供高性价比产品 .....    | 12 |
| 2.2.1.2. 产品周转不断改善 .....         | 13 |
| 2.2.2. 品牌塑造成功，渠道管理优势明显 .....    | 14 |
| 3. 未来增长来自于渠道扩张及品类扩张 .....       | 15 |
| 4. 盈利预测与公司估值 .....              | 17 |
| 5. 风险提示 .....                   | 18 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 1: 我国服装零售额增速下滑 .....                | 5  |
| 图 2: 2013 年我国男装行业零售额增长 15.3% .....    | 5  |
| 图 3: 2012 年后我国男装上市公司零售额增速有所下滑 .....   | 6  |
| 图 4: 中国男性在化妆品、美容及服装上的花费占比显著低于女性 ..... | 6  |
| 图 5: 2015 贴吧明星粉丝力排行榜中男性明星居多 .....     | 7  |
| 图 6: 年轻群体在服装上的花费更多 .....              | 7  |
| 图 7: 中国城镇化水平将持续提高 .....               | 7  |
| 图 8: 城镇化后居民的服装支出有望显著提高 .....          | 7  |
| 图 9: 我国男装行业龙头公司市占率很低 .....            | 8  |
| 图 10: 男装电商市场规模快速发展 .....              | 8  |
| 图 11: 部分男装品牌关闭门店，加强对渠道的整合 .....       | 8  |
| 图 12: 优衣库积极提升在华渠道数量 .....             | 9  |
| 图 13: 公司男装销售以“海澜之家”品牌为主 .....         | 10 |
| 图 14: 公司拥有四个子品牌覆盖不同客户群体 .....         | 10 |
| 图 15: 海澜之家店面数量不断扩张 .....              | 10 |
| 图 16: 海澜之家单店收入保持高速增长 .....            | 10 |
| 图 17: 海澜之家营业收入和净利润保持增长 .....          | 11 |
| 图 18: 公司着重布局男装产业链的上下游 .....           | 11 |
| 图 19: 公司独特的优势驱动业绩持续增长 .....           | 11 |
| 图 20: 公司联合供应商和加盟商为客户提供高性价比产品 .....    | 12 |
| 图 21: 公司存货占总资产比重相对较高 .....            | 13 |
| 图 22: 公司存货周转速度不断提高并高于行业平均值 .....      | 13 |
| 图 23: 公司的营业收入较优衣库还有较大提升空间 .....       | 15 |
| 图 24: 公司市占率显著低于优衣库在日本市占率 .....        | 15 |
| 图 25: 公司“双十一”活动销售额快速提升 .....          | 16 |
| 图 26: 公司渠道主要集中在华东，还有较大扩张空间 .....      | 16 |
| <br>                                  |    |
| 表 1: 公司创新性采用多种营销手段塑造品牌形象 .....        | 14 |
| 表 2: 公司渠道管理采用类直营模式，优势明显 .....         | 14 |
| 表 3: 公司主要品牌的增长预测表 .....               | 17 |
| 表 4: 绝对估值的假设条件 .....                  | 18 |
| 表 5: 公司与竞争对手估值水平对比 .....              | 18 |

## 1. 大众男装行业：行业转为买方市场孕育新机会

### 1.1. 行业转为买方市场

中国是世界上男装消费大国，2014年市场规模约9,000亿。据中国服装协会统计，2014年我国男装市场规模达到9,000亿元左右，占整体服装市场销售额的47%，预计未来几年将达到50%左右。2014年我国男性人口突破7亿人，庞大的消费群体是男装行业市场空间巨大的前提。

**男装行业发展增速放缓，行业转为买方市场。**

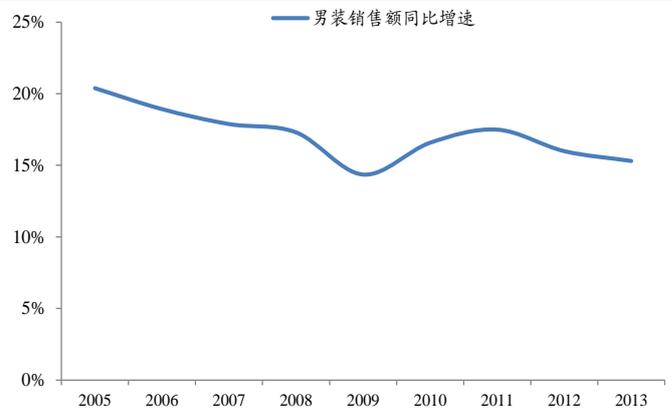
- 2013年后我国GDP增速降至8%以下，居民消费意愿不强，社会消费品零售额增速显著下滑。服装行业同样进入调整期，受此影响，2013年中国男装零售额同比增长15.30%，增速处于近十年较低水平。
- 2012年以前男装行业是卖方市场，行业整体上“供不应求”，企业生产的产品主导了用户消费，国内品牌通过渠道扩张等方式快速扩张。2012年后，男装需求增速下降，消费者经过多年的培育产生了较强的品牌意识和个性化需求，市场进入买方时代，消费者需求决定市场上畅销的品牌，部分本土品牌定位模糊、设计落后、品牌营销能力不足的品牌的弊端暴露出来，而优衣库、ZARA等国际品牌进入中国并站稳脚跟，持续抢占市场份额。

图 1：我国服装零售额增速下滑



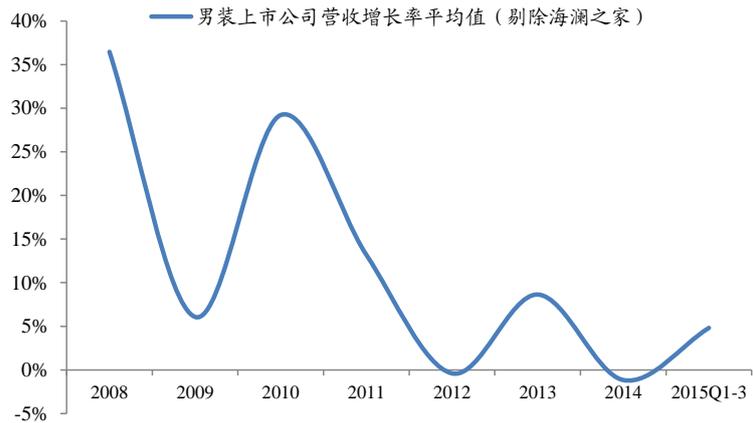
数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 2：2013 年我国男装行业零售额增长 15.3%



数据来源：Euromonitor，国泰君安证券研究

图 3：2012 年后我国男装上市公司零售额增速有所下滑

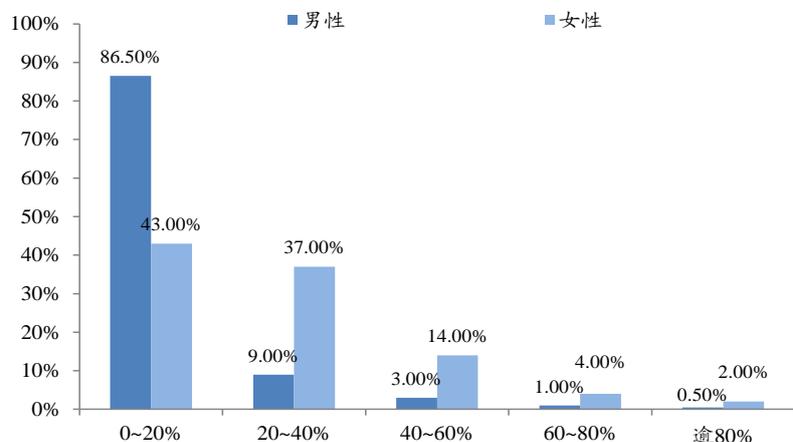


数据来源：WIND，国泰君安证券研究

## 1.2. 行业变化孕育新机会

“中国男人配不上中国女人”？目前男装品牌多，消费者选择丰富，但消费水平仍显著偏低，男性对穿着的重视程度有待提高。2014 年一篇《中国男人配不上中国女人？》引起社会广泛关注，资深媒体人赵灵敏指出中国男人外在形象气质普遍不佳，“海外华人学者一般头发皮肤整洁，衣服的质感良好，而中国的学者有相当多不修边幅”。而人民网的调查也显示中国男性花在形象气质上的时间和金钱显著不及女性。

图 4：中国男性在化妆品、美容及服装上的花费占比显著低于女性



数据来源：人民网，国泰君安证券研究

三因素推动男装行业升级发展，预计 2020 年市场空间将超 1.6 万亿。增速放缓背景下品牌男装仍有发展机会。大多数男性有独立收入来源，购买力强，消费意识的转变将带来男装支出的强劲增长。事实上，尽管增速下滑，男装销售额增速仍显著高于服装行业的平均水平。未来随着男性时尚意识持续增强，我国城镇化进程不断推进，我们预计男装行业未来五年仍能保持 10% 以上增长，到 2020 年男装市场规模将达 1.6 万亿。

### 1.2.1. 男色时代下，爱美男人才抢手

男色时代兴起，男性对形象愈加重视，时尚知名的男装品牌将加速成

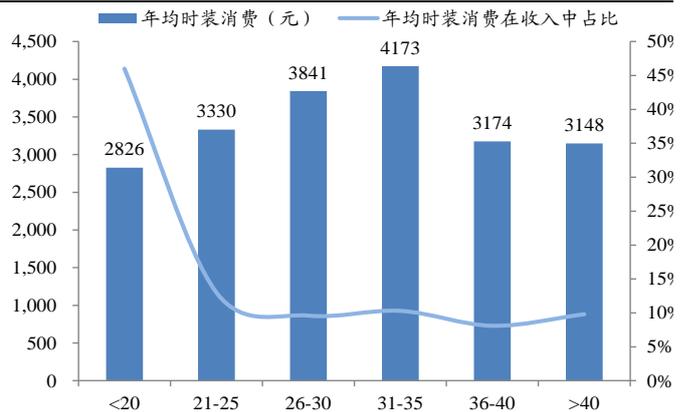
长。随着生活更加富裕，男性更有条件尝试更高档更流行的服饰。一方面，女性地位提高，男色时代来临，像鹿晗、李易峰、吴亦凡等“小鲜肉”得到粉丝的追捧，形象好、气质佳的男性深受女性欢迎，男性对外表更加重视；另一方面，新生代消费者的崛起带动了对品牌服饰的消费。与父辈们不同，80、90后成长于更开放的环境，更易受西方消费理念的影响，对个人形象更为看重。敏锐的商家已经开始抓住男性时尚化的新潮流，2015年9月底，上海伊势丹百货开设了专门面向希望花钱打扮自己的男性顾客的楼层，男性爱美消费将成为“新常态”，在升级趋势下，时尚服装品牌将持续受益。

图 5：2015 贴吧明星粉丝力排行榜中男性明星居多

| 排名 | 明星      | 关注度 | 日浏览量 | 日访问用户量 | 粉丝行动力 | 总分 |
|----|---------|-----|------|--------|-------|----|
| 1  | EXO     | 25  | 18   | 25     | 24    | 92 |
| 2  | 鹿晗      | 24  | 13   | 21     | 23    | 81 |
| 3  | 周杰伦     | 17  | 20   | 22     | 19    | 78 |
| 4  | 杨洋      | 10  | 25   | 24     | 17    | 76 |
| 5  | 少女时代    | 10  | 24   | 18     | 14    | 66 |
| 6  | TFBOYS  | 19  | 11   | 10     | 25    | 65 |
| 7  | 张艺兴     | 23  | 10   | 10     | 21    | 64 |
| 8  | Bigbang | 18  | 16   | 20     | 10    | 64 |
| 9  | 李易峰     | 10  | 19   | 23     | 10    | 62 |
| 10 | 吴世勋     | 21  | 10   | 10     | 20    | 61 |

数据来源：百度，国泰君安证券研究

图 6：年轻群体在服装上的花费更多



数据来源：波士顿咨询，国泰君安证券研究

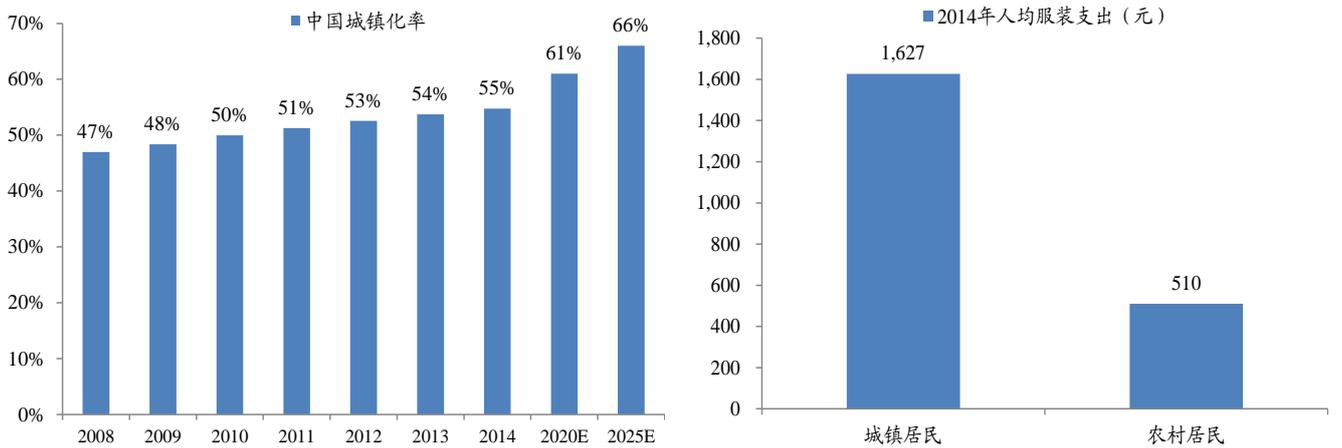
### 1.2.2. 城里人爱打扮，城镇化促升级

**城镇化加速男装消费升级。**中国正推进人类历史上最大的城镇化进程，城镇化不仅是居民身份的转变，更是生活方式的升级。农民、进城务工人员的传统消费观念落后，服饰穿着偏重实用性，远谈不上时尚潮流。而一方面城镇有发达的网络、电视等传媒渠道，城镇居民可以接触大量时尚信息，另一方面，城镇居民社交活动更为丰富，对服装穿着要求更高。因此农民进城工作后收入显著增加，对服装的消费水平会相应提高。

**我国城镇化保持快速发展态势，大众男装品牌最受益。**2014年我国城镇化率为54.77%，OECD预测2025年中国城镇化水平将达66%，每年城镇化率将提高1个百分点。我们预计未来五年每年超过1,300万人从农村转移到城市，其中三四线城市是接纳农村人口的主力军，性价比高的大众男装品牌将受青睐，2020年城镇化将带来男装消费增量约650亿元。

图 7：中国城镇化水平将持续提高

图 8：城镇化后居民的服装支出有望显著提高



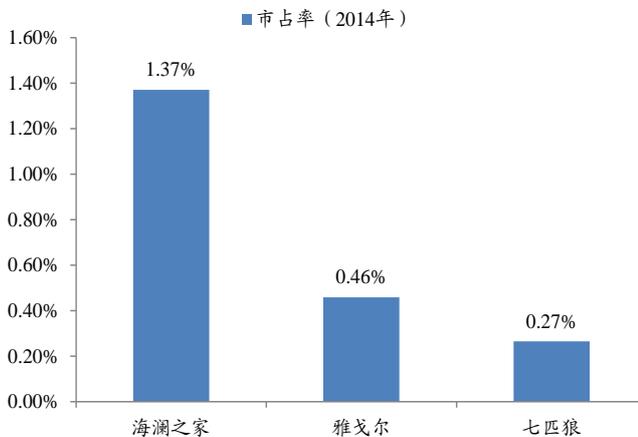
数据来源：WIND，OECD，国泰君安证券研究

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

### 1.2.3. 集中度要提升，龙头品牌最受益

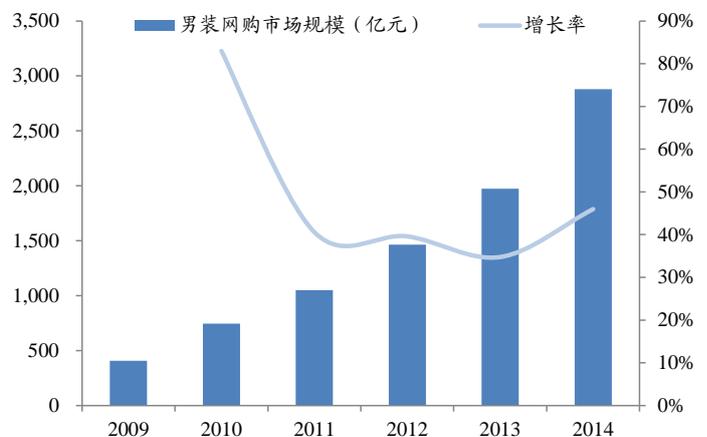
**竞争激烈，男装行业集中度很低。**目前我国男装形成了苏派、浙派、闽派、粤派四大男装产业集群，行业参与者众多，龙头市场份额极低，2014年海澜之家的市占率仅约2%。僧多粥少，国际时尚品牌异军突起抢占国内男装市场。数据显示，截至2013年6月，优衣库、ZARA、H&M和C&A四大国际快时尚品牌在中国的门店合计达523家，其中近四成是2012年后开设的新店。此外，电商的发展也进一步加剧了市场竞争。

图 9：我国男装行业龙头公司市占率很低



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

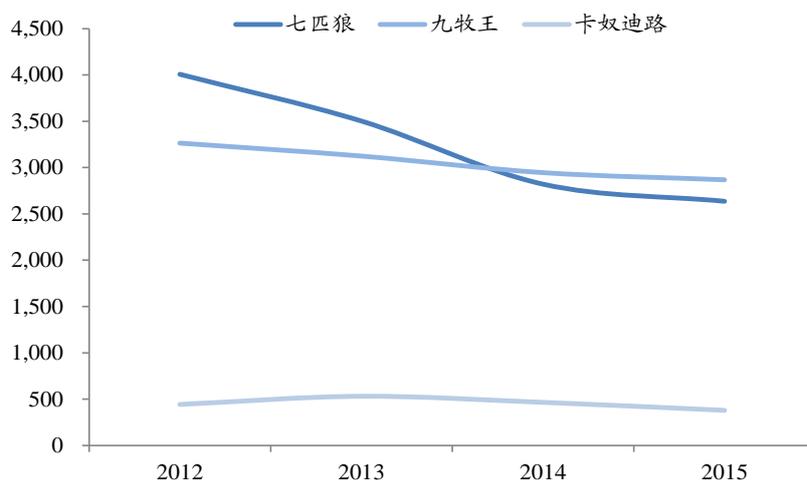
图 10：男装电商市场规模快速发展



数据来源：中国电子商务研究中心，国泰君安证券研究

**业绩分化，市场集中度提高。**激烈竞争下部分本土男装品牌受到冲击，营收下滑，渠道关闭，甚至有部分小品牌倒闭。首先，部分国内男装品牌的定位高不成低不就，设计水平不高，在高端市场被国外品牌“绞杀”，在大众市场敌不过高性价比品牌。其次，之前为了快速铺设渠道，国内品牌以加盟制为主，在店面建设、品牌维护、消费需求等方面把控能力较弱，在行业转为买方市场的环境下粗放型渠道模式普遍管理不善、受到影响。未来商业模式不符合行业升级趋势的公司将持续受到影响，龙头市场份额不断提高。

图 11：部分男装品牌关闭门店，加强对渠道的整合



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**龙头积极扩张，推动行业整合。**在行业转为买方市场、消费者更加挑剔后，品牌特征鲜明、设计风格时尚的男装企业不断扩张渠道，提升市场份额。2015 年上半年，包括 H&M、ZARA、优衣库等品牌在内的十大快时尚品牌在中国大陆累计开设 95 家门店，其中优衣库新设门店 31 家。2015 财年三季度优衣库大中华区营收同比上涨 42.5%，营业利润上涨 25.2%，显著高于行业增速。海澜之家、森马等优秀本土品牌同样积极扩张，提升市场份额。在龙头企业推动下行业集中度将不断提高。

图 12: 优衣库积极提升在华渠道数量



数据来源：互联网，国泰君安证券研究

## 2. 海澜之家：推动中国男装行业发展的先驱

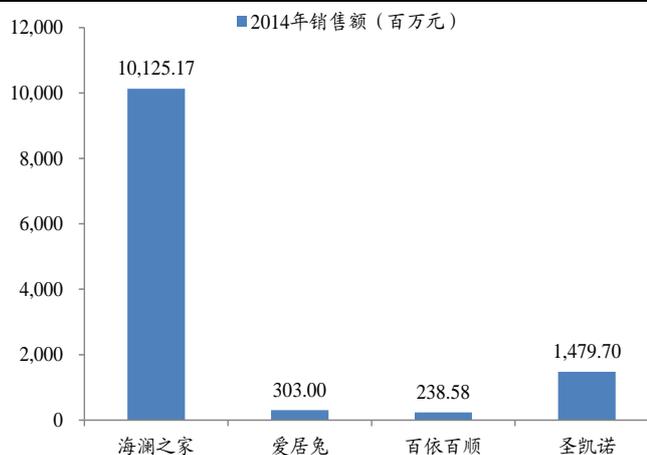
### 2.1. 持续增长的大众男装龙头

海澜之家是我国知名的男装品牌商，旗下包括“海澜之家”、“爱居兔”、“百衣百顺”等多个品牌，覆盖不同客户群体。主打品牌“海澜之家”以打造“男人的衣柜”为理念，向男性客户提供高性价比的全系列服装及配饰，包括西装、夹克、衬衫、T 恤、裤子、毛衫及其他服饰等产品。

公司定位大众市场，以高性价比满足社会中最广泛阶层的着装需求。

公司通过强大的供应链管理提供“极致性价比”的男装产品，成本加成率仅为 2.5 倍左右，而主要竞争对手则为 4-5 倍，价格优势使得公司能够在大众市场快速扩张。可以说，海澜之家推动了中国男装的普及及发展，让更多中国男性更加时尚。

图 13: 公司男装销售以“海澜之家”品牌为主



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 14: 公司拥有四个子品牌覆盖不同客户群体

| 品牌   | 目标客户       | 产品定位      | 渠道特征        |
|------|------------|-----------|-------------|
| 海澜之家 | 18岁以上男性群体  | 时尚平价男装    | 街边加盟店为主     |
| 爱居兔  | 18-30岁女性群体 | 时尚、休闲女装品牌 | 街边店和商场店     |
| 百依百顺 | 中低收入人群     | 处理尾货为主    | 品牌联动店，未来开单店 |
| 圣凯诺  | 中高端职场人群    | 职业装定制     | 广泛的销售网络     |

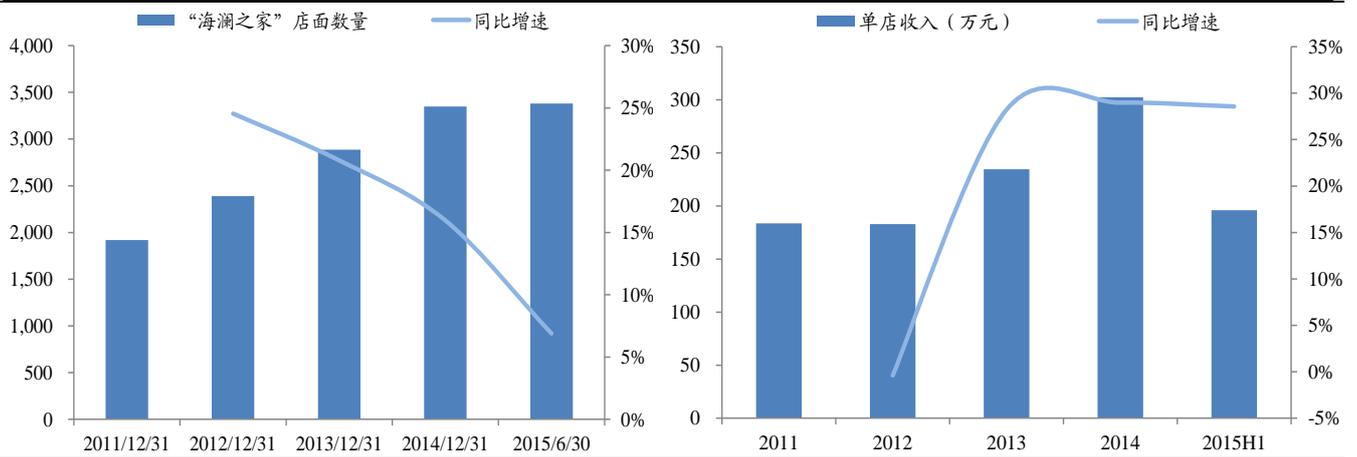
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**渠道扩张，公司收入快速增长。**男装行业增速放缓、企业业绩分化，大众品牌市场集中度提高趋势渐显。公司传统优势市场在广大三四线城市，为了在全国范围内抢占市场份额，公司进军一二线城市，持续提升店面覆盖度，加大核心商圈开店密度。截至 2015 年 6 月 30 日公司共拥有“海澜之家”门店 3,382 家，较 2014 年上半年末增长 6.89%，覆盖 80% 以上的县、市。

**客流量增加且开店质量提高，单店收入持续增长。**除了渠道的外延扩张，公司不断提高店效。一方面，在男装消费升级趋势下，更多男性购买大众品牌服装，带动店面的客流量增加，单店收入提升；另一方面，公司关闭部分早期位置差、面积小、效益低的店铺，而在新增门店中购物中心等高端渠道占比较高。公司与万达、上海百联等商业龙头企业展开战略合作，进驻核心商圈，持续优化门店布局，单店效益保持快速增长。

图 15: 海澜之家店面数量不断扩张

图 16: 海澜之家单店收入保持高速增长

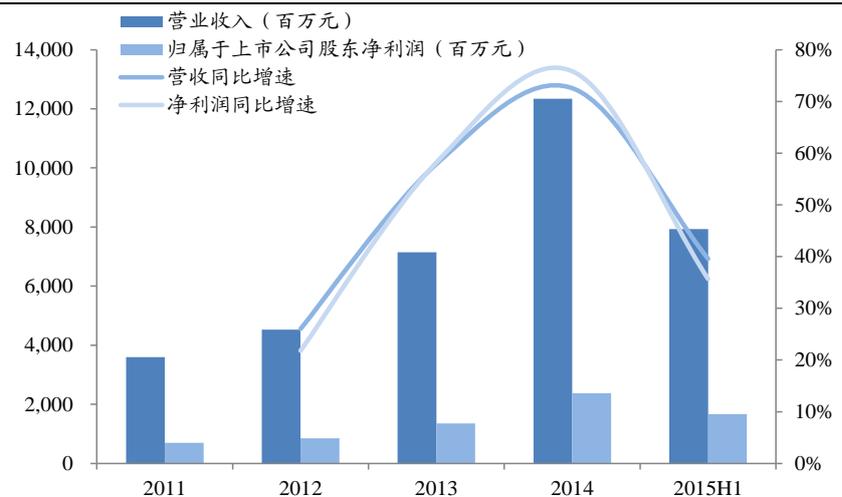


数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

在渠道和店效的带动下，公司收入持续增长。2015 年上半年海澜之家实现营收 78.33 亿元，同比增长 39.58%，实现归属于上市公司股东净利润 16.66 亿元，同比增长 35.68%。公司业绩表现持续优于主要竞争对手。

图 17：海澜之家营业收入和净利润保持增长



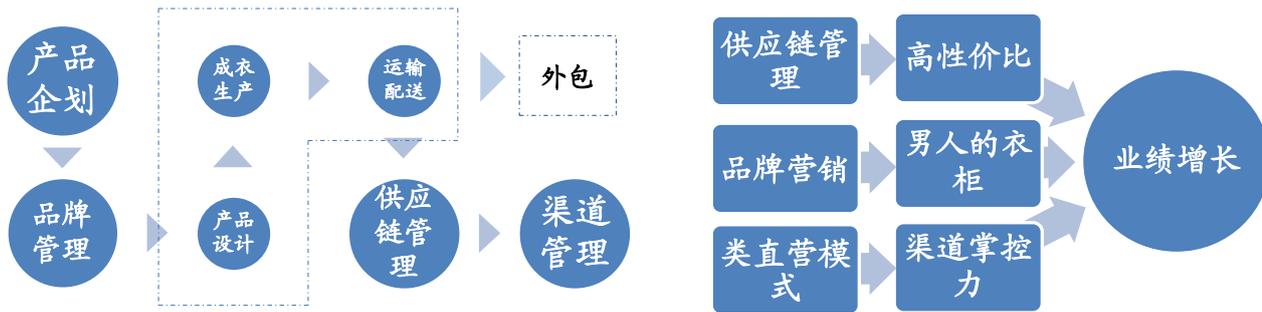
数据来源：公司财报，国泰君安证券研究

## 2.2. 商业模式优异，业绩快速增长

公司业绩高速增长的背后是强大的供应链管理、品牌营销和渠道掌控能力。在男装产业链中，公司主要控制上游的“产品企划、品牌管理”和下游的“供应链和营销网络管理”，而将设计、生产、运输配送等环节外包或部分外包。公司专注于品牌塑造和供应链、渠道管理，高效的供应链管理水平和低成本、提供高性价比产品，持续针对性品牌营销强化海澜之家在消费者心中“男人的衣柜”形象与定位、吸引男性购买，类直营模式使得公司既可以掌控渠道又能够快速扩张。

图 18：公司着重布局男装产业链的上下游

图 19：公司独特的优势驱动业绩持续增长



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

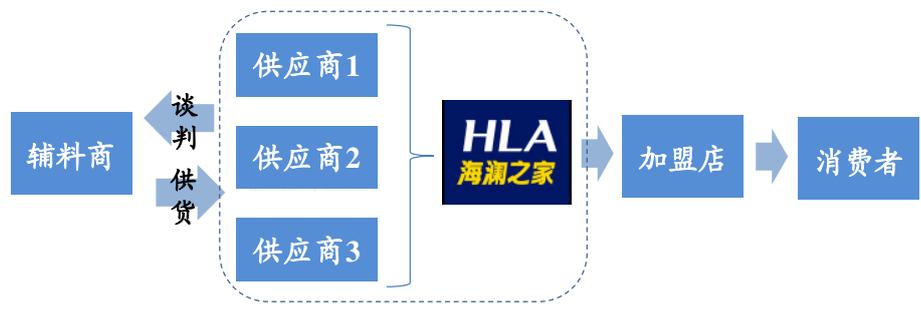
### 2.2.1. 独特供应链管理实现“平价、快销”理念

#### 2.2.1.1. 联合上下游提供高性价比产品

公司独特的供应链模式将生产商、海澜之家和加盟商结为利益共同体，统一目标为客户提供高质低价男装产品。公司提出“平价、快销”的产品定位，通过与上下游利益相关者通力合作实现“平价”理念。

- 在生产端，公司联合主要供应商与服装原辅料厂商谈判，实行规模化联合采购。我们预计联合采购可以节约 10% 的采购成本，并在获取原辅料价格信息后管控供应商的报价。此外，低价走量的模式下公司采购量增加，供应商员工熟练程度、原辅料利用率等提升，规模效应使得生产成本进一步降低。
- 共同设计降低成本，联合开发推出高性价比单品。公司创新性与供应商合作，公司设计中心负责产品的规划及筛选，而具体的设计工作由供应商完成。公司现有设计团队不超过 200 人，而 300 多家供应商共有设计人员上千人，提供给公司挑选的款式达到数万款。该模式下公司充分利用供应商的设计资源，推出性价比最高的产品。同时，为了激励供应商设计更加大胆、创新，公司对部分品类实行买断式模式，保持公司产品的生命力。
- 在零售端，公司采用单层渠道模式。公司与每个加盟店直接签订经营合同，形成最扁平化的销售层级，从而减少渠道加价的环节。同时公司规定供应商承担存货滞销风险，从而将加盟商的库存风险溢价降低，最大限度为消费者让利。

图 20：公司联合供应商和加盟商为客户提供高性价比产品



数据来源：国泰君安证券研究

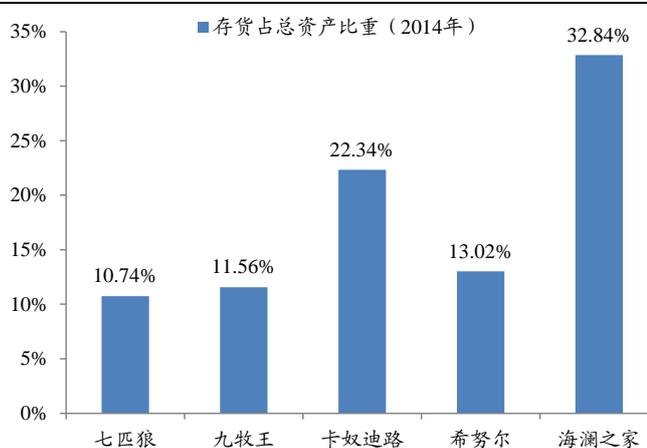
### 2.2.1.2. 产品周转不断改善

**与主要竞争对手相比，公司存货资产比率较高。**主要原因有：首先，公司采用类直营模式，在产品实现最终销售后确认收入，因此门店陈列产品算为公司存货，而通过代理商的加盟模式下店面产品不计入存货。其次，公司将生产环节外包，固定资产投资规模小，且销售环节采类直营模式，应收账款金额小。因此总体来看公司存货资产比率较高。

**“赊购模式”与“买断自营模式”相结合，与供应商合作加快产品周转。**1) 对于常规化产品，公司采用赊购模式。在产品进入销售渠道后公司仅支付不超过30%的货款，在实现销售后公司采用月结付款的方式向供应商支付剩余货款，滞销产品则可以退回给供应商，减少滞销商品对渠道资源的占用；2) 对于个性化要求高的产品，采用自营买断模式。比如T恤和羽绒服，公司采用自营买断模式作为补充，以防供应商担心滞销，设计过于保守。供应商毛利率在赊购模式下可达30%-40%，而在买断模式下不高于15%，因此供应商更喜欢赊购模式，独特的赊购模式由于公司采购量大、长期合作建立起信任关系才能实施，短期难以被竞争对手所复制。

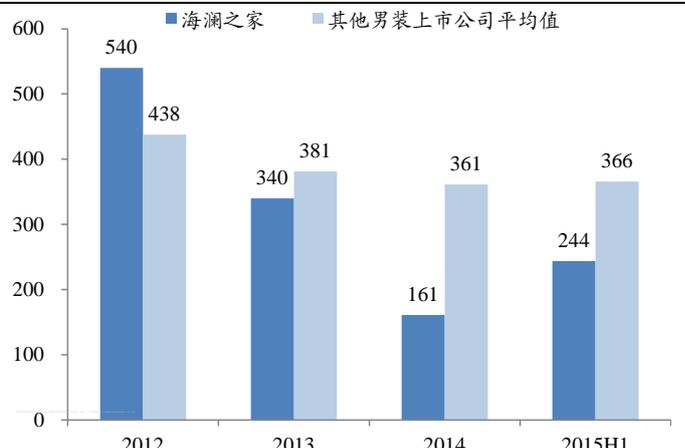
**公司对信息系统、物流系统持续进行升级，实现“快销”的理念。**一方面，公司采用 IBM 提供的 SAP 系统，即时了解终端库存和销售情况，从而提高产品开发、配送、陈列的效率，并便于快速对加盟店补货、调货。目前公司每周可以为加盟店配两次货，供应链反应速度得到提升。另一方面公司投资了5亿元人民币的智能仓储系统，日均出、入库能力均可达32万件，并可确保总部园区146.4万箱的库存量，相当于5,000家门店的仓储容量。公司存货周转不断加快，周转率高于行业平均水平。2015年10月公司子公司投资13亿元建设智能化物流仓库，计划建设六个智能化仓库。建成后公司将具备15,000万件/年的物流周转能力，配送周期有效缩短，配送效率进一步提高，商业模式壁垒得以加强。

图 21：公司存货占总资产比重相对较高



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

图 22：公司存货周转速度不断提高并高于行业平均值



数据来源：WIND，国泰君安证券研究

### 2.2.2. 品牌塑造成功，渠道管理优势明显

**整合营销能力强，国民男装形象塑造成功。**公司定位大众蓝海市场，将产品设计、门店陈列、广告投放、品牌代言等营销活动相结合，向消费者推广“男人的衣柜”理念，与低端品牌相区隔。在中国服装协会主办的“2015 中国服装大奖”评比中，海澜之家荣膺“最佳休闲男装品牌”，十年内第三次获此殊荣。公司成功在消费者心智中树立起大众时尚男装品牌的形象，产品得到更多男性的认可。

**表 1: 公司创新性采用多种营销手段塑造品牌形象**

| 时间          | 营销活动   |
|-------------|--|
| 2014 年 5 月  | 公司开展“为父爱型动”情感营销活动，号召消费者向父亲表达感恩之情，并举办大规模的落地活动向顾客免费发放父亲节定制 T 恤               |
| 2014 年 10 月 | 服装赞助《奔跑吧，兄弟》节目，随着节目的热播公司品牌得到极大推广，2015 年 3,000 多万继续赞助第二季节目                  |
| 2015 年 5 月  | 公司在人流众多的北京西单站、上海陆家嘴站安置新潮的“灌装 T 恤”自动贩卖机，新奇的购物方式和炫彩时尚的产品设计吸引年轻人。公司加大非电视广告的投放 |
| 2015 年 5 月  | 公司联手长安马自达、中国移动、苏宁易购、腾讯视频、优酷视频等众多品牌，建立品牌活动联盟，推动灌装 T 恤多渠道流动                  |
| 2015 年 6 月  | 海澜之家成为微博#父亲节#的总冠军，在广告中没有提到任何产品而是传递品牌内涵，累计 6,000 多万人次看到公司的广告素材              |
| 2015 年 10 月 | 独家赞助《奔跑吧，兄弟》第三季  |

数据来源：公司新闻，国泰君安证券研究

**独特的类直营模式，公司渠道掌控力强，扩张速度快。**公司销售渠道以加盟店为主，但采用类直营管理模式，加盟商拥有店面所有权，公司则全权负责门店的运营，包括管理和营业人员的培训、录用、薪酬，店面的铺货、换货以及店面装修等，实现“千店一面”的要求。因此一方面公司可以及时掌握加盟店销售动态并维护品牌形象，提高门店销售效率，另一方公司不需要加盟商有服装营销经验，便于更广泛的吸引渠道投资者，从而实现网络低成本快速扩张。

**表 2: 公司渠道管理采用类直营模式，优势明显**

| 渠道模式 | 优势  | 劣势   |
|------|---|--|
| 直营   | 渠道控制力强，店面形象统一，便于品牌维护和销售政策执行；能直接接触消费需求，快速把握服装时尚潮流；零售价高于批发价格，毛利率高 | 渠道扩张需要资金投入大，速度慢，难以实现渠道的全面布局；存货压力大，资产周转劣势明显 |
| 加盟   | 渠道扩张速度快，借助加盟商资源快速实现渠道下沉；轻资产模式，存货周转快，加盟商可承担部分产品库存；加盟商在当地市场有资源优势  | 难以直面消费者，响应需求慢；监督成本高，销售政策的执行力度较弱；零售环节侵蚀公司利润 |
| 类直营  | 渠道掌控力强，直接控制终端销售政策和店面形象；渠道扩张速度快，借助加盟商资                           | 存货压力较大，库存积压情况下影响盈利能力；零售环节侵蚀一部分公司利润         |

数据来源：国泰君安证券研究

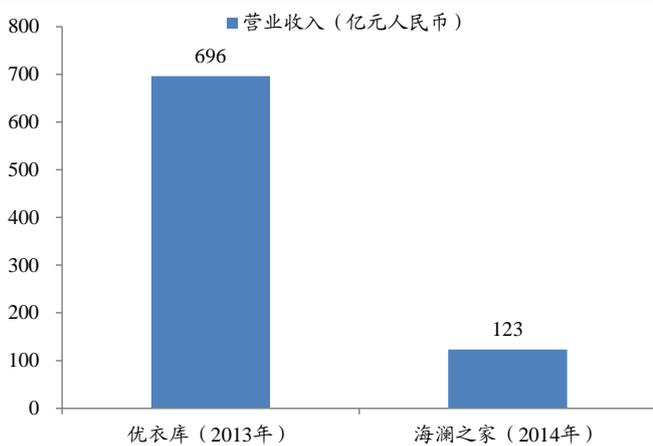
**“结算比例拐点”模式，加强对终端控制。**2014 年度，公司对新开门店和续签门店推行新的结算模式，以签约后每 12 个月为一个结算周期，在初始阶段提高加盟店的结算比例到 45% 以加快其回收成本，在加盟店实现 15% 的投资回报率后降低加盟店结算比例至 15%。新模式下公司加强了对门店费用的控制，提高了毛利率。

强大的品牌营销和渠道管理能力使得公司实现快速成长。在本土男装品牌遭受经济增速下滑、外资品牌冲击的不利环境下，消费者“用脚投票”支持了公司业绩良性增长。

### 3. 未来增长来自于渠道扩张及品类扩张

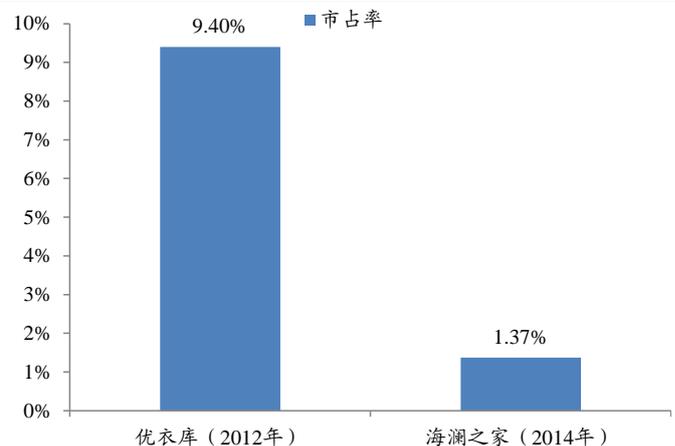
公司有潜力成为“中国版优衣库”。公司创始人、董事长周建平在 2013 年的投资者见面会上提出对标优衣库、进军全球化。优衣库作为日本最大的大众休闲服饰企业，2013 年实现营收 696 亿元人民币，2012 年在日本服装市场中占比为 9.4%。目前海澜之家仍处于快速发展期，营业收入和市占率还有较大提升空间。

图 23: 公司的营业收入较优衣库还有较大提升空间



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 24: 公司市占率显著低于优衣库在日本市占率



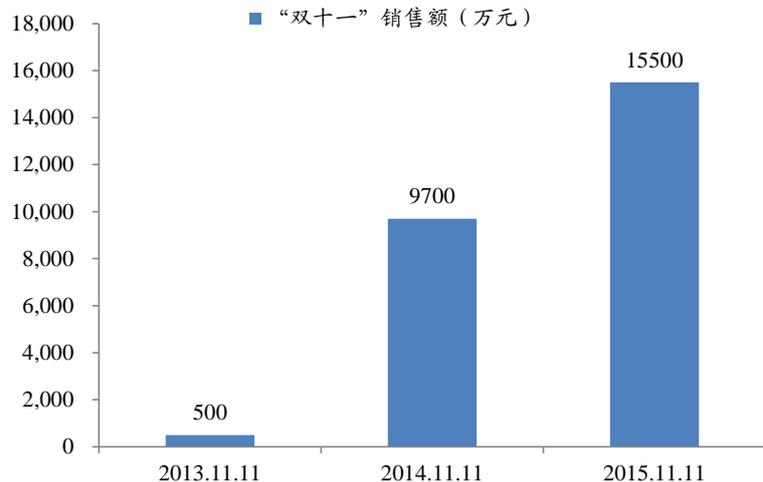
数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**在男装行业消费升级趋势下，公司业绩将持续受益。**公司高品质、中价位的定位迎合大众群体对品牌服饰的需求，而全国范围内的渠道布局将最大程度获取消费升级的客户。我们认为公司创新能力强，近期在品牌运营和渠道建设上不断进行针对性调整，加速业绩增长。

**营销手段新颖，持续赢得目标客户。**继父亲节采用微博营销、T恤贩卖机销售 Hi-T 爆款等吸引眼球的营销手段后，2015 年 10 月，公司宣布全国 3,000 多家门店将免费为消费者提供不限品牌的男装“撬裤边”服

务，为男士整修边幅，创造与众不同的消费体验。在男性日益重视自身形象的当下，公司适时推出没有门槛的亲民服务，极大迎合消费者的需求。在 2015 年“双十一”购物节中公司不降价维护品牌“极致性价比”的形象，但采用整点前 10,000 名顾客免单的形式让利消费者，同样取得不俗销售额。未来在男装消费升级趋势下，公司将赢得更多男性的青睐。

图 25: 公司“双十一”活动销售额快速提升

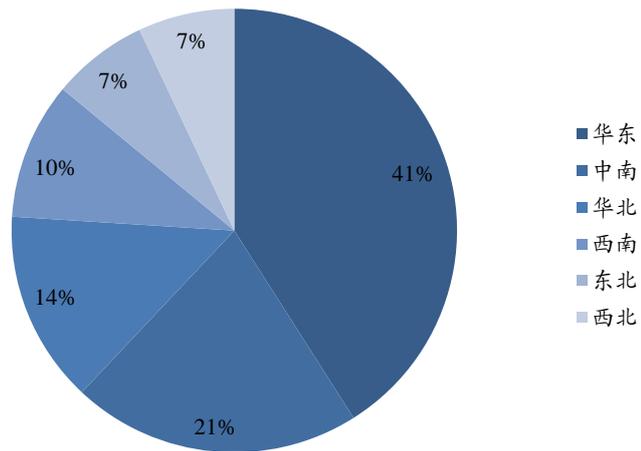


数据来源：互联网，国泰君安证券研究

**渠道扩张，公司持续受益消费升级。**在消费升级趋势下，分布在广大农村、三四线城市的居民将从杂牌服饰转到品牌服饰消费，渠道覆盖面广的公司将最为受益。目前公司的营销网络在县级以上城市的覆盖率为 80%，其中经济较发达的华东地区占比超过 40%，公司三四线渠道业绩将显著增长。未来公司渠道仍将继续下沉，开店质量不断提高。

- **渠道管理不断调整，加盟扩张有望提速。**2014 年度，公司对新开门店和续签门店推行现行的结算模式，充分考虑加盟商的利益。在此模式下新加盟商的 5 年平均投资回报率为 15%-20%，公司渠道管理模式的调整能加快加盟店回收成本，降低加盟商运营风险，吸引到更多社会资本，加速营销网络的扩张。
- **购物中心、联动店占比提高，推动店效增长。**公司门店以街边店为主，但随着品牌影响力的提升，公司将逐渐加大购物中心等高端渠道的覆盖度，提高开店质量。2015 年 4 月公司与万达商管签署战略合作框架协议，未来店面将不断进驻万达广场。此外，公司推进联动店建设，旗下子品牌进驻同一大型店铺，由海澜之家主品牌带动其他品牌发展，新开店面积一般达 200 平方米以上。消费升级趋势下购物中心等高端渠道的购物人群增加，我们看好店效高速增长。

图 26: 公司渠道主要集中在华东，还有较大扩张空间



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

**服装品类拓展，覆盖群体增多。**目前公司主要目标客户仍集中在男性，而到海澜之家选购的人群中有 30%-40% 是女性顾客，通过在海澜之家主店旁开女装品牌“爱居兔”联动店，将利于到店客户增加女装消费，实现渠道协同。相比之下，优衣库等竞争对手基本实现了对不同消费人群的全覆盖。公司管理层已经认识到产品拓展的重要性，未来将进一步加大对女装、童装、婚礼装等细分产品的研发和推广，通过新品牌等途径获取更多客户，加速业绩增长。

#### 4. 盈利预测与公司估值

基于正文的分析，我们提出如下假设：

- 男装消费升级，大众时尚品牌店效不断提高；
- 公司电商渠道快速发展，我们将其体现在店效的增加中；
- 2015 年公司主动调整门店结构，店面数量增速放缓，2016 年后公司继续在一二线城市加速渠道扩张；
- 女装业务整合成功，2016 年后快速增长。

在上述假设下，我们预计公司主要品牌的店面数量和单店收入数据如下：

表 3: 公司主要品牌的增长预测表

| 品牌   | 指标         | 2013A    | 2014A     | 2015E     | 2016E     | 2017E     |
|------|------------|----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 海澜之家 | 单店收入 (万元)  | 234      | 302       | 385       | 430       | 460       |
|      | 渠道数量       | 2,887    | 3,348     | 3,500     | 3,850     | 4,300     |
|      | 销售收入 (百万元) | 6,769.07 | 10,125.17 | 13,475.00 | 16,555.00 | 19,780.00 |
|      | 增长率        | 53.70%   | 49.58%    | 33.08%    | 22.86%    | 19.48%    |
| 爱居兔  | 单店收入 (万元)  | 73       | 113       | 125       | 140       | 180       |
|      | 渠道数量       | 272      | 269       | 280       | 330       | 380       |
|      | 销售收入 (百万元) | 199.30   | 303.00    | 350.00    | 462.00    | 684.00    |
|      | 增长率        | -        | 52.03%    | 15.51%    | 32.00%    | 48.05%    |
| 百衣百顺 | 单店收入 (万元)  | 168      | 241       | 290       | 350       | 400       |
|      | 渠道数量       | 62       | 99        | 150       | 200       | 250       |
|      | 销售收入 (百万元) | 103.90   | 238.58    | 435.00    | 700.00    | 1,000.00  |
|      | 增长率        | -        | 129.62%   | 82.33%    | 60.92%    | 42.86%    |

数据来源：国泰君安证券研究

我们预测公司 2015-2017 年收入分别为 160.93/197.12/236.51 亿元，对应 EPS 为 0.69/0.91/1.11 元。公司独特的商业模式将产业链各方的利益统一起来，共同为客户提供高性价比时尚男装产品，未来持续受益于行业消费升级的过程。

**绝对估值法：**运用 DCF 模型（FCFE），我们可以得到公司的合理股价为 22.82 元，对应公司市值为 1,025 亿元。

**表 4：绝对估值的假设条件**

| 项目      | 数值     |
|---------|--------|
| 无风险利率   | 3.10%  |
| 股票风险溢价  | 8.00%  |
| 股票 beta | 0.60   |
| 总股本（亿股） | 44.93  |
| 所得税率    | 25.00% |
| 永续增长率   | 2.5%   |

数据来源：WIND，国泰君安证券研究

**相对估值法：**公司专注于服装行业，主要竞争对手包括七匹狼、森马服饰、九牧王、卡奴迪路等公司。我们预计公司 2015-2017 年的归母净利润分别为 31.43/40.61/50.12 亿元，考虑到部分竞争对手有转型预期，参考同行业估值水平谨慎给予公司 2016 年 25 倍 PE，对应合理股份为 22.5 元，对应市值为 1,015 亿元。

**表 5：公司与竞争对手估值水平对比**

| 证券代码      | 市场情况 |       | EPS   |       |       | PE     |       |       |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|           | 公司   | 股价    | 2014A | 2015E | 2016E | 2014A  | 2015E | 2016E |
| 600398.SH | 海澜之家 | 15.67 | 0.53  | 0.70  | 0.90  | 29.57  | 22.39 | 17.41 |
| 002029.SZ | 七匹狼  | 12.78 | 0.38  | 0.36  | 0.41  | 33.45  | 35.63 | 31.45 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 13.18 | 1.63  | 0.51  | 0.61  | 8.08   | 25.99 | 21.44 |
| 601566.SH | 九牧王  | 18.00 | 0.61  | 0.67  | 0.80  | 29.51  | 26.98 | 22.56 |
| 002656.SZ | 卡奴迪路 | 20.42 | 0.07  | 0.25  | 0.34  | 273.73 | 80.81 | 60.45 |
|           | 行业平均 | -     | -     | -     | -     | 86.19  | 42.35 | 33.98 |

数据来源：WIND，国泰君安证券研究；股价为 2015 年 11 月 13 日，除海澜之家外，其他标的 EPS 为 Wind 一致预期

综上，基于谨慎原则，我们给予公司 2016 年 25 倍 PE 估值，对应股价为 22.5 元，首次覆盖给予“增持”评级。公司是高速成长的白马股，我们看好公司的价值进一步被市场挖掘。

## 5. 风险提示

**产品滞销风险：**男装行业发展增速放缓，竞争激烈。如果公司产品出现持续滞销，将极大影响公司的业绩。

**渠道扩张受限风险：**公司业绩增长需要依靠渠道的不断扩张，而优质店铺资源较为稀缺，未来公司及加盟商如果无法及时获得优质的店铺资源，业绩增长将会受限。

**女装业务发展风险：**公司传统优势产品为男装产品，目前拓展女性服装业务增加客户群体的覆盖。公司女装品牌尚未形成竞争优势，如果未来整合不达预期，公司业绩将受到影响。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

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。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

|  | 评级   | 说明                       |
|--|------|--------------------------|
| <b>1.投资建议的比较标准</b><br>投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|  | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|  | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|  | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| <b>2.投资建议的评级标准</b><br>报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。  | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|  | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|  | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |