



CREDIT RATING REPORT

报告名称

海澜之家集团股份有限公司 主体与相关债项2022年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
评级结论





信用等级公告

DGZX-R【2022】00432

大公国际资信评估有限公司通过对海澜之家集团股份有限公司及“海澜转债”的信用状况进行跟踪评级，确定海澜之家集团股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定，“海澜转债”的信用等级维持 AA+。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

评审委员会主任 席宁

二〇二二年六月十七日



评定等级

主体信用

跟踪评级结果	AA+	评级展望	稳定
上次评级结果	AA+	评级展望	稳定

债项信用

债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
海澜转债	30	6	AA+	AA+	2021.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	329.45	315.06	276.68	289.16
所有者权益	158.01	150.89	138.94	138.61
总有息债务	43.99	41.02	40.86	42.01
营业收入	52.12	201.88	179.59	219.70
净利润	7.07	24.01	17.18	31.68
经营性净现金流	9.09	43.61	28.30	34.62
毛利率	45.26	40.64	37.42	39.46
总资产报酬率	3.09	10.99	8.80	15.15
资产负债率	52.04	52.11	49.78	52.06
债务资本比率	21.78	21.37	22.73	23.26
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	23.36	22.60	31.73
经营性净现金流/总负债	5.42	28.89	19.63	21.95

注: 公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表, 天衡会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2021 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 马映雪

评级小组成员: 张洁

电话: 010-67413300

传真: 010-67413555

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

海澜之家集团股份有限公司(以下简称“海澜之家”或“公司”)主要从事品牌服装的连锁经营以及职业装的生产与销售。跟踪期内, 公司仍具有较强的品牌竞争优势, 仍主要采取可退货条款的采购模式与供应商共担风险, 公司营业收入增长带动利润规模快速增长, 盈利能力有所提高, 期末可使用货币资金仍可覆盖总有息债务规模, 偿债压力较小。但同时, 公司经营易受到疫情影响, 不可退货存货规模仍较大, 面临一定存货跌价风险, 新增计提商誉减值准备, 若未来子公司业绩不及预期, 则面临一定商誉减值风险。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司仍为我国大型服装企业, 主要品牌“海澜之家”的认知度较高, 仍具有较强的品牌竞争优势;
- 公司海澜之家品牌仍以附滞销产品可退货条款的采购模式为主, 与供应商共担滞销风险, 有利于提高供应商产品品质, 减少滞销品对公司渠道资源占用, 提高公司竞争力;
- 2021 年, 公司营业收入增长带动利润规模快速增长, 盈利能力有所提高;
- 2021 年末, 公司可使用货币资金仍可覆盖总有息债务规模, 偿债压力较小。

主要风险/挑战:

- 2022 年以来, 全国区域疫情反复, 消费疲软, 纺织服装行业零售额增速转为负值, 2022 年一季度公司营业收入和利润规模同比均有所下降, 公司经营易受到疫情影响;
- 2021 年末, 公司不可退货存货规模仍较大, 若未来 2 年以上库龄存货持续增加, 则面临一定的跌价风险;
- 2021 年, 公司新增计提商誉减值准备, 若子公司未来业绩不及预期, 则面临一定商誉减值风险。



评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《一般工商企业信用评级方法》，版本号为 PF-YBGS-2021-V.2，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：财富创造能力（67%）	5.55
（一）产品与服务竞争力	5.14
（二）盈利能力	6.73
要素二：偿债来源与负债平衡（33%）	6.80
（一）债务状况	6.76
（二）偿债来源对债务的保障程度	6.81
调整项	-0.50
模型结果	AA+

调整项说明：其他因素下调 0.50，理由为 2022 年以来，纺织服装行业零售额增速转为负值，2022 年一季度公司营业收入和利润规模同比均有所下降；2021 年，公司新增计提商誉减值准备，子公司业绩亏损，若子公司未来业绩不及预期，则面临一定商誉减值风险；2021 年末，公司不可退货存货规模仍较大，若未来 2 年以上库龄存货持续增加，则面临一定的跌价风险。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形。

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理。

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	海澜转债	AA+	2021/06/25	栗婧岩、张洁	一般工商企业信用评级方法（V.1）	点击阅读全文
AA+/稳定	海澜转债	AA+	2017/11/24	孙瑞、韩光明、王梦晗	大公信用评级方法总论	点击阅读全文



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、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，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性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

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，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

四、本报告引用的资料均为已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、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。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期至被跟踪债券到期日，在有效期限内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

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。

八、未经大公书面同意，本次评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。





跟踪评级说明

根据大公承做的海澜之家存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

2019 年 1 月 21 日，公司可转换公司债券进入转股期。截至 2022 年 3 月 31 日，累计共有 805,000 元“海澜转债”已转换成公司股票，因转股形成的股份数量为 70,425 股，占可转债转股前公司已发行股份总额的 0.0016%。

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
海澜转债	30.00	29.50	2018.07.13 ~ 2024.07.12 ¹	投资 62,000.00 万元用于产业链信息化升级项目，93,000.00 万元用于物流园区建设项目，永久补充流动资金 143,751.84 万元（含银行存款利息收入扣除手续费后的净额）	已按募集资金要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2021 年末，公司累计使用募集资金 27,636.31 万元，其中，向产业链信息化升级项目累计投入 12,651.90 万元，该项目预计 2022 年 7 月项目达到预定可使用状态；向物流园区建设项目累计投入 14,984.41 万元，预计 2022 年 7 月达到预定可使用状态²，永久补充流动资金 143,751.84 万元（含银行存款利息收入扣除手续费后的净额），募集资金余额为人民币 131,992.96 万元。

主体概况

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”），注册地址为江苏省江阴市，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。2000 年 12 月，德臣股份首次公开发行股票并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”）。

¹ 资料来源：海澜之家可转换公司债券上市公告书

² 2020 年 8 月 19 日，公司召开董事会并审议通过《关于募集资金投资项目延期的议案》决定延期募集资金投资项目的建设周期。





2013 年 7 月，凯诺科技与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”）进行重组。2014 年，凯诺科技购买海澜品牌管理 100.00% 股权，同时海澜集团有限公司（以下简称“海澜集团”）协议收购凯诺科技 150,578,388 股存量股份，凯诺科技更名为海澜之家股份有限公司，证券简称变更为“海澜之家”。2021 年 3 月，公司更名为海澜之家集团股份有限公司。截至 2022 年 3 月末，公司注册资本 43.20 亿元，其中海澜集团持股比例 40.88%，仍为公司控股股东；荣基国际（香港）有限公司³持股比例为 25.64%，为公司第二大股东，周建平和周晏齐、周立宸为一致行动人，合计间接持有海澜集团股份比例为 60.90%，周建平仍为公司实际控制人。截至 2022 年 3 月末，海澜集团将持有公司 8.50 亿股股票质押，占其持有数量比重为 48.13%。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等相关法律、法规的规定，结合公司实际情况，不断完善公司法人治理结构，建立健全内部控制制度，加强信息披露工作。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。根据《公司章程》，公司股东大会下设董事会及监事会，董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，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。董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会四个专门委员会。

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2022 年 5 月 20 日，公司本部已结清信贷中存在一笔关注类贷款，金额为 3,000 万元，已于 2003 年 3 月 20 日结清⁴。截至本报告出具日，公司在公开市场发行的债务融资工具“海澜转债”已按时付息，尚未到还本日。

³ 海澜集团有限公司与荣基国际（香港）有限公司为一致行动人。

⁴ 根据 2020 年 6 月银行出具的情况说明显示，公司该笔贷款在该行未发生欠息与逾期，不属于不良贷款。



偿债环境

2021 年，我国经济持续恢复，增长结构进一步优化，2022 年我国经济稳增长压力增大，但韧性较强；我国纺织服装行业国内外需求不断恢复，但受低基数和区域疫情反复等因素影响，我国纺织服装行业零售额增速不断下降，2022 年以来纺织服装行业受疫情影响较大。

（一）宏观环境

2021 年，我国经济持续恢复，增长结构进一步优化。2022 年我国经济稳增长压力增大，经济增速或将有所放缓，但我国经济韧性较强，政策联动、前置发力将巩固经济修复成果，经济发展质量有望进一步提升。

2021 年我国统筹推进疫情防控和经济社会发展，国民经济持续恢复国内生产总值（GDP）达到 1,143,670 亿元，按不变价格计算，同比增长 8.1%，两年平均增速 5.1%。三次产业保持恢复态势，稳中向好，产业结构得到进一步优化；社会消费品零售总额、固定资产投资、货物进出口同比分别增长 12.5%、4.9%和 21.4%，消费支出、资本支出和货物及服务贸易进出口分别对经济拉动 5.3、1.1 和 1.7 个百分点，内需对经济增长的贡献率达 79.1%，同比提升了 4.4 个百分点，经济增长结构得到持续改善。宏观政策方面，2021 年我国宏观经济政策保持稳定性、连续性。财政政策坚持“提质增效、更可持续”，有力支持疫情防控和经济社会发展，全年新增减税降费 1.1 万亿元，继续减轻实体经济税收负担，加大对实体经济支持力度；债券发行规模同比有所扩大，平均发行利率略有下降，债券发行节奏呈现“前慢后快”的态势，在下半年经济下行压力增大时，带动扩大了有效投资。货币政策保持“稳”字当头，突出“稳增长”服务实体经济的总体理念，加强跨周期设计，自 7 月以后先后全面降准两次，释放长期资金 2.2 万亿元、新增 3,000 亿元支小再贷款额度、推出 2,000 亿元碳减排支持工具，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，1 年期 LPR 0.05 个百分点，一系列密集调控措施出台充分保证了银行体系的流动性合理充裕。

2021 年在基数效应和新的“三重压力”叠加影响下，我国经济增速出现逐季放缓的态势。2022 年，我国面临的内外部环境依然复杂，疫情局部扰动对消费需求形成抑制，部分投资领域尚在探底，稳增长压力有所加大，经济增速或将有所放缓。面临新的宏观经济形势，宏观政策将协调联动，前置发力，加强跨周期和逆周期调控的有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。基建将发挥“稳增长”功能，教育、社会保障与就业、医疗卫生等民生相关支出有望继续保持较高增速，财政政策与货币政策协调联动，将加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度，维护好人民群众的切身利益，扎实推进共同富裕。预计在政策统筹协调，前置发力之下，经济修复成果将得到巩固，经济增长结构将持续优



化，经济发展质量有望进一步提升。

（二）行业环境

2021 年，我国纺织服装行业国内外需求不断恢复，但受低基数和区域疫情反复等因素影响，我国纺织服装行业零售额增速不断下降；2022 年以来，全国区域疫情反复，消费疲软，纺织服装行业零售额增速转为负值，纺织服装行业受疫情影响较大。

我国拥有纺织服装全产业链，具体包含上游的棉花、麻、化工纤维等原材料供给，中游的纺纱、织布、印染，下游的成衣、家纺等服装制造。

2021 年，我国纺织服装行业国内外需求不断恢复，同时去年受低基数和区域疫情反复等因素影响，我国纺织服装行业零售额增速不断下降。根据国家统计局数据，2021 年，我国服装鞋帽针纺织品零售额累计 13,842.50 亿元，同比增长 12.70%，同比增速转正，但增速由 2021 年 2 月的 47.6% 下降至 12 月的 12.7%。2021 年，随着欧美地区消费恢复，以及东南亚等地区疫情严重，导致纺织服装产业订单回流。根据海关总署统计，2021 年我国服装及衣着附件出口金额累计为 1,702.63 亿美元，同比增长 24.40%，纺织纱线、织物及制品出口金额累计为 1,452.03 亿美元，同比下降 5.60%，主要由于去年防疫物资出口在二季度以来保持高增长，本年有所下滑。2022 年以来，全国区域疫情反复，消费疲软，纺织服装行业零售额增速转为负值。2022 年 1~4 月，服装鞋帽纺织品社会零售总额同比下降 6.0%；其中 3 月和 4 月同比分别下降 12.7% 和 22.8%，疫情对纺织服装行业影响较大。

供给端，2021 年，纺织业工业增加值同比增长 1.40%，增速同比增加 0.70 个百分点；纺织服装、服饰业工业增加值同比增长 8.50%，增速由负转正。2020 年受疫情影响，行业增速均为负，2021 年由于经济复苏，纺织业投资有所恢复，固定资产投资完成额同比增长 11.90%，纺织服装、服饰业固定资产投资完成额同比增长 4.10%。2022 年 1~4 月，纺织业工业增加值增速由 4.9% 下降至 0.5%，总体看受疫情冲击较大。

纺服业成本主要为原材料成本及劳动力成本，棉花为纺服行业的主要原材料。2021 年以来，我国纺织行业原材料价格维持高位运行，纺织企业经营压力较大。从主要原材料棉花价格来看，2020 年二季度以来，大量外单回流，受全球大量订单增加的需求刺激，带动国内棉花价格上涨，棉花价格快速上涨至疫情前水平。2021 年，玉米价格上涨，出现新疆地区部分棉花地改种玉米的现象。受棉花种植面积下降和天气因素的影响，棉花产量再度小幅下修，强化棉花价格上涨。再加上棉花产量小幅减产，支撑棉花价格维持强势。随着疫情趋于稳定，防疫物资需求从高位下滑，纺织服装行业消费需求回归常态，2021 年以来，国内疫情多



源多点发生，致使纺织服装行业消费增速逐步放缓。考虑 2021 年固定资产投资增速回正，预计 2022 年纺织服装行业将继续扩张生产，但原材料价格可能继续维持高位，限电政策制约产能，行业内企业盈利能力存在不确定性。

财富创造能力

2021 年，公司营业收入和毛利润均有所增长，毛利率同比有所提高；2022 年 1~3 月，受全国区域疫情反复影响，公司营业收入同比有所下降。

公司仍主要从事品牌服装的连锁经营以及职业装的生产与销售。公司品牌经营主要是对海澜之家品牌在品牌管理、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与销售；其他业务主要包括材料销售和租赁业务等。

表 2 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入、毛利润和毛利率构成情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	52.12	100.00	201.88	100.00	179.59	100.00	219.70	100.00
品牌经营 ⁵	47.49	91.13	171.75	85.07	153.74	85.61	192.23	87.50
服装生产	3.06	5.87	22.60	11.20	20.71	11.53	21.68	9.87
其他	1.57	3.01	7.53	3.73	5.14	2.86	5.78	2.63
毛利润	23.59	100.00	82.05	100.00	67.20	100.00	86.70	100.00
品牌经营	21.65	91.79	69.56	84.79	55.72	82.92	75.49	87.08
服装生产	1.65	6.98	11.66	14.21	10.92	16.25	10.82	12.48
其他	0.29	1.23	0.83	1.01	0.56	0.83	0.39	0.44
毛利率	45.26		40.64		37.42		39.46	
品牌经营	45.59		40.50		36.25		39.27	
服装生产	53.88		51.57		52.71		49.90	
其他	18.51		10.97		10.90		6.66	

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，公司营业收入和毛利润同比均有所增长，毛利率同比有所提高，但收入和毛利润仍未恢复至疫情前水平。

分板块来看，2021 年，公司营销活动减少，同时直营店数量增加，品牌经营的收入、毛利润和毛利率同比均有所增长；服装生产收入和毛利润同比均略有提升，仍为公司营业收入和利润的重要补充，毛利率同比降低 1.14 个百分点；其他业务收入和毛利润同比均大幅增加，主要是材料销售同比大幅增加所致。

2022 年 1~3 月，全国区域疫情反复，居民消费疲软，受海澜之家主品牌收入同比下降影响，公司营业收入同比下降 5.15%，由于直营门店数量增加，毛利润同比增长 0.06%，毛利率同比增加 2.36 个百分点。

⁵ 此处品牌经营指连锁经营品牌，服装生产指自主生产经营品牌。



公司仍为我国大型服装企业，主要品牌“海澜之家”的认知度较高，仍具有较强的品牌竞争优势。

公司为我国大型服装企业，采取多品牌运营策略，在男装、女装、童装和生活家居等细分市场布局，主要拥有海澜之家、圣凯诺、黑鲸、OVV、海澜优选、男生女生和英氏等品牌，以海澜之家和圣凯诺为主。2021 年 4 月，公司成为 HEAD SPORT GMBH 服饰品类在中国大陆、港澳台的独家授权商，经营带有“HEAD、海德、Ski Tip Design”等商标的服饰品类产品。

表 3 公司主要品牌定位情况

品牌	定位	目标消费人群
海澜之家	快速消费品、生活必需品	20~45 岁左右的男士
圣凯诺	职业装团体定制	商务人士
黑鲸	打造简潮、品质、科技及高性价比的时尚单品	20~30 岁的都市新青年
OVV	不费力、高性价比的高级成衣	职场女性
海澜优选生活馆	全新生活方式类家居品牌	-
男生女生	高品质高性价比一站式全品类儿童时尚、休闲服饰品牌	0 至 16 岁的孩子
英氏	婴童内衣、外出服、童床、床品、车椅、鞋帽袜、洗护等全品类，定位高端高品质	0~6 岁婴幼儿

资料来源：根据公司提供资料整理

从各品牌销售收入和毛利率来看，2021 年，海澜之家系列销售收入仍占比最大，海澜之家系列销售收入同比继续增长，受直营店数量增加及品牌营销活动减少影响，海澜之家系列毛利率同比增加 4.02 个百分点；其他品牌营业收入同比快速增长，毛利率同比有所增加。

表 4 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司主营业务收入按品牌分类（单位：亿元、%）⁶

品牌	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
海澜之家系列	42.63	45.72	151.33	40.01	137.68	35.99	174.22	40.34
圣凯诺	3.06	53.88	22.60	51.57	20.71	52.71	21.68	49.90
爱居兔系列	-	-	-	-	-	-	6.98	16.23
其他品牌	4.86	44.40	20.42	44.14	16.06	38.48	11.03	37.00
合计	50.55	46.09	194.35	41.79	174.45	38.20	213.92	40.35

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，受全国区域疫情反复，公司海澜之家系列收入同比下降 7.28%，毛利率同比增加 2.91 个百分点；圣凯诺品牌收入同比下降 4.28%，毛利率同比降低 1.34 个百分点；其他品牌收入同比增长 16.71%，毛利率同比增加

⁶ 不包括表 2 中其他业务收入。



0.21 个百分点，变化不大。

2021 年 4 月，海澜之家入选由中国品牌建设促进会颁发的“2021 中国纺织服装品牌竞争力优势企业”，5 月获中国服装行业协会颁发的“2021 年度服装行业技术创新示范企业”、“2021 年中国服装行业科技进步奖”，9 月入选由品牌联盟发布的“2021 中国品牌 500 强”，12 月获服饰类品质大奖金麦奖。公司已连续七年上榜财富中文网颁布的“《财富》中国 500 强排行榜”。2021 年末，在服装家纺行业 A 股上市公司中，公司总资产位列第 2 位，营业收入位居第 1 位，公司主要品牌“海澜之家”的认知度较高，仍具有较强的品牌竞争优势。

公司海澜之家品牌仍以附滞销产品可退货条款的采购模式为主，与供应商共担滞销风险，有利于提高供应商产品品质，减少滞销品对公司渠道资源占用，提高公司竞争力；公司设立总部物流园区，利用信息系统和合理的路线设计，形成高效的补货机制。

公司主要经营模式为连锁经营模式，除公司旗下职业装团购定制品牌圣凯诺采用传统的自主生产经营模式外，其余品牌均采用委托加工连锁经营模式。

连锁经营模式下，设计方面，包括联合开发和自主开发，其中海澜之家品牌关键环节开发提案和最终选型由公司负责，非核心环节由供应商负责，其他零售品牌则以自主研发为主。采购方面，公司零售品牌的产品采取直接向供应商采购的形式，合作模式包括不可退货模式和可退货模式。海澜之家品牌的采购模式为“可退货为主，不可退货为辅”，其他品牌目前主要采用不可退货的采购合作模式。可退货模式下，公司与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，产品实现销售后，逐月与供应商进行货款结算，适销季结束后仍未实现销售的产品，可剪标后退还给供应商，由供应商承担滞销风险。对供应商采取赊购模式减少了公司采购环节的资金占用，促进公司的低成本扩张。不可退货模式下，公司与供应商签订不可退货的采购合同，并按照采购合同进行货款结算，适销季结束后仍未实现销售的产品不可退还给供应商，由公司承担产品的滞销风险。

2021 年，公司前五名供应商采购额合计 20.21 亿元，占年度采购总额的 19.77%，无关联方采购，集中度一般。

物流方面，公司在江阴市设立了大型总部物流园区作为全国物流中心，配备了先进的物流仓储设备及 SAP 信息系统，负责对所有门店货品的统一收发和存储。公司的 SAP 信息系统将门店销售、物流园区存储、供应商的生产等信息进行有效连接，实现智能化入库、存储、配货、拣选、发货，不仅提高了公司对库存的管控和产品的周转，还能对缺货进行预测，为上游供应商提供足够的支撑，从而带动整个产业链的高效运营。





公司销售渠道仍以线下为主，直营店数量不断增加，带动公司毛利率增长；同时后疫情时代，公司不断拓展线上销售渠道，线上销售收入规模和占比同比均继续提升。

公司的销售渠道分线下销售和线上销售，线下销售采用直营、加盟和联营模式，渠道主要分布于全国县级及以上城市核心商圈的步行街、百货商场、购物中心等，并在马来西亚、新加坡、泰国、越南等东南亚国家开设了门店。线上主要在天猫、京东、唯品会、微信小程序及抖音、快手等电商渠道实现销售。

2021 年，公司线下销售收入同比有所增长，同时由于毛利率较高的直营门店数量增加，线下业务毛利率同比有所提高。同时，公司坚持走“全渠道、多平台，优势互补”的线上营销策略，2021 年线上销售收入同比继续增长，线上销售收入占比从 2020 年的 11.75% 提升至 14.02%，但由于线上营销活动较多，毛利率同比有所下降。2022 年 1~3 月，受疫情影响，公司线上、线下销售收入同比分别下降 6.33% 和 5.10%，毛利率同比均有所上升。

表 5 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司线上、线下收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

渠道	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
线上	5.38	41.51	27.26	36.19	20.50	38.47	13.25	50.79
线下	45.17	46.64	167.09	42.71	153.95	38.17	200.67	39.66
合计	50.55	46.09	194.35	41.79	174.45	38.20	213.92	40.35

数据来源：根据公司提供资料整理

公司线下销售仍采用直营、加盟和联营模式多种管理模式。公司线下的门店遍布全国 31 个省（自治区、直辖市），覆盖 80% 以上的县、市，并进一步拓展到东南亚海外市场。2021 年，公司新开门店 1,198 家，关店 927 家，净增 271 家。其中，直营店新增数量为 310 家，而加盟店及联营店关闭 39 家，直营店数量同比大幅增长，加盟店及联营店数量同比有所下降，2022 年 3 月末直营店数量继续增长而加盟店及联营店数量继续下降。2021 年，公司直营店渠道毛利率为 63.49%，同比增加 7.33 个百分点，加盟店及其他渠道毛利率为 36.64%，同比增加 2.89 个百分点，直营店渠道毛利率远高于加盟店及其他渠道。

表 6 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司实体门店数量（单位：家）

品牌	门店类型	2022 年 3 月末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
海澜之家系列	直营店	780	727	486	357
	加盟店及联营店	4,912	4,945	5,057	5,241
其他品牌	直营店	403	388	319	302
	加盟店及联营店	1,576	1,592	1,519	1,354
合计	-	7,671	7,652	7,381	7,254

数据来源：根据公司提供资料整理



新冠肺炎疫情推动了在线经济服务形态的快速发展，2021 年，公司继续发力天猫、京东、淘宝、唯品会等主流平台，并在抖音、快手平台进行深入布局，全力打造品牌自播声量。公司在布局传统及新兴媒体渠道的同时，以品牌会员为核心，强化微信、微博、抖音等社交内容平台自媒体矩阵建设，采用“品牌+产品+节点”的营销模式，逐步形成海澜之家独有会员文化，持续扩充品牌粉丝阵营，赋能品牌私域流量建设。

2021 年，公司多数产品销量和销售均价同比上升；销售区域分布较广，但同时公司门店仍主要分布于三、四线城市，城市布局及受众消费人群不均衡。

公司服装产品种类齐全，主要包括 T 恤衫、裤子、衬衫、针织衫、羽绒服、茄克衫和西服等七大类。

表 7 2019~2021 年公司各类产品销售量和销售均价情况(单位: 万件、元/件)

分产品	2021 年		2020 年		2019 年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
T 恤衫	3,768	68.24	3,911	58.91	3,990	70.34
裤子	2,996	135.96	2,949	131.75	3,245	144.10
衬衫	1,824	119.98	1,759	114.96	2,090	116.86
针织衫	727	129.23	732	126.55	760	148.37
羽绒服	665	278.09	654	311.34	709	378.79
茄克衫	634	235.24	551	225.36	685	229.58
西服	532	240.88	493	347.29	627	351.53
其他	4,322	116.60	4,701	70.61	4,141	93.66
合计	15,468	-	15,749	-	16,246	-

数据来源: 根据公司提供资料整理

2021 年，公司主要产品中除 T 恤衫和针织衫销量同比小幅下降外，其余各主要产品销量同比均有所上升。从产品销售均价来看，2021 年，除西服和羽绒服产品销售均价同比有所下降外，其余产品销售均价均有不同程度的提升。

表 8 2019~2021 年公司销售区域情况(单位: 亿元、%)

品牌	2021 年		2020 年		2019 年	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
华东	77.49	39.87	70.86	40.62	84.76	39.62
中南	45.25	23.28	40.93	23.46	50.51	23.61
华北	23.06	11.87	19.85	11.38	25.49	11.92
西南	22.86	11.76	19.62	11.25	24.82	11.60
西北	13.97	7.19	13.24	7.59	15.15	7.08
东北	10.86	5.59	8.84	5.07	11.88	5.56
境外	0.86	0.44	1.11	0.64	1.31	0.61
合计	194.35	100.00	174.45	100.00	213.92	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理



从销售区域来看，2021 年公司境内业务销售区域仍以华东地区为主，占比为 39.87%，同比略有下降；其他地区中华北、西南和东北地区销售收入占比同比小幅上升，中南和西北地区销售收入占比同比均有所下降。现阶段公司境外业务量占比仍很低，2021 年境外收入同比有所下降。

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，城市布局及受众消费人群不均衡；一、二线城市消费贡献度相对较低，一、二线城市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。

偿债来源与负债平衡

2021 年，公司营业收入增长带动利润规模快速增长，盈利能力有所提高，但 2022 年以来全国区域疫情反复，一季度营业收入和利润规模同比均有所下降，公司经营易受到疫情影响；2021 年末，公司不可退货存货规模仍较大，若未来 2 年以上库龄存货持续增加，则面临一定的跌价风险；本年新增计提商誉减值准备，若子公司未来业绩不及预期，则面临一定商誉减值风险；总有息债务规模同比小幅增长，可使用货币资金仍可覆盖总有息债务规模，偿债压力较小。

（一）偿债来源

1、盈利

2021 年，公司营业收入增长带动利润规模快速增长，盈利能力有所提高；但 2022 年以来全国区域疫情反复，一季度公司营业收入和利润规模同比均有所下降，总体来看，公司经营易受到疫情影响。

2021 年，公司营业收入同比有所增长，受直营店数量增加及营销活动减少影响，毛利率同比有所提高。

期间费用方面，2021 年，公司期间费用仍以销售费用和管理费用为主，同比有所增长，期间费用率同比有所上升，期间费用率水平较高。其中，销售费用同比大幅增长，主要是直营店数量增加及部门架构人员调整，广告宣传费及职工薪酬同比增加 5.73 亿元所致；管理费用同比有所下降，主要是部门架构人员调整，职工薪酬同比减少 2.58 亿元；研发费用和财务费用相对规模较小。

**表 9 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	52.12	201.88	179.59	219.70
毛利率	45.26	40.64	37.42	39.46
期间费用	12.25	43.77	37.65	40.51
销售费用	9.04	32.52	24.03	24.67
管理费用	3.18	9.94	12.51	14.99
研发费用	0.36	1.24	0.83	0.68
财务费用	-0.33	0.06	0.28	0.18
期间费用率	23.50	21.68	20.97	18.44
其他收益	0.05	0.54	0.38	0.35
资产减值损失	1.47	5.63	5.69	4.22
营业利润	9.60	32.50	22.82	41.79
利润总额	9.59	32.57	22.99	42.24
净利润	7.07	24.01	17.18	31.68
总资产报酬率	3.09	10.99	8.80	15.15
净资产收益率	4.48	15.91	12.36	22.85

数据来源：根据公司提供资料整理

非经常性损益方面，2021 年，公司资产减值损失为存货跌价损失和商誉减值损失，其中存货跌价损失为 4.32 亿元，同比减少 1.36 亿元，主要是库存商品同比减少，对库存商品计提的存货跌价准备同比减少 1.96 亿元所致；新增商誉减值损失 1.31 亿元，主要是对湖州男生女生品牌管理有限公司（以下简称“男生女生”）及英氏婴童用品有限公司（以下简称“英氏婴童”）计提商誉减值损失。同期，其他收益同比有所增加，主要是收到的财政补助同比增加所致。

利润方面，2021 年，受益于营业收入和毛利率的增长，公司营业利润、利润总额和净利润同比分别增长 42.42%、41.67%和 39.77%，快速增长，为此，总资产报酬率和净资产收益率同比分别增加 2.19 个百分点和 3.55 个百分点，盈利能力有所提高。

2022 年 1~3 月，受全国区域疫情反复影响，消费疲软，公司营业收入同比下降 5.15%，毛利率同比增加 2.35 个百分点；期间费用同比增长 12.78%，期间费用率同比增加 3.74 个百分点，其中销售费用同比增长 24.01%，主要是直营门店数量同比增加所致，管理费用同比下降 2.53%，变化不大；资产减值损失仍为存货跌价损失，同比减少 0.19 亿元。同期，受收入下降影响，公司营业利润、利润总额和净利润同比分别下降 9.98%、10.68%和 13.95%，盈利水平有所下滑。总体来看，公司经营易受到疫情影响。



2、现金流

2021 年，公司经营性净现金流同比大幅增长，对利息和债务的保障程度仍较强，投资性净现金流仍为净流出。

2021 年，公司经营性净现金流同比大幅增长，主要是销售回款同比增加 30.29 亿元所致，对利息和负债的保障程度有所提升，保障程度仍较强；投资性净现金流仍为净流出，净流出规模同比有所增加，主要由于收购旻潮（上海）品牌管理有限公司、Lee Cooper China Limited 公司股权及新增对苏银凯基消费金融有限公司投资 1.50 亿元。

表 10 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
经营性净现金流（亿元）	9.09	43.61	28.30	34.62
投资性净现金流（亿元）	-3.04	-6.76	-4.40	-2.71
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	15.36	21.13	20.74	22.14
经营性净现金流/流动负债（%）	6.97	37.14	24.76	27.79
经营性净现金流/总负债（%）	5.42	28.89	19.63	21.95

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，经营性净现金流同比下降 24.25%，主要是支付职工薪酬及支付各项税费同比增加 3.69 亿元；投资性净现金流同比仍为净流出，净流出规模同比增加 2.35 亿元，主要由于去年同期收回投资、取得投资收益以及处置子公司收到现金 1.86 亿元，本期无上述事项。

此外，截至 2021 年末，公司在建工程主要为海澜云服智慧制造平台项目，计划投资额为 0.70 亿元，本年投入金额 0.19 亿元，工程进度 26.84%，在建项目投资金额较小。

3、债务收入

2021 年，公司无新增发债和借款，由于分配现金股利，筹资性现金流同比仍为净流出。

2021 年，公司筹资性现金流同比仍为净流出，主要由于未新增融资以及本年分配现金股利支出 11.06 亿元所致；净流出同比变化不大。2022 年 1~3 月，筹资性现金流仍为净流出，净流出规模同比增长 16.50%。

公司融资渠道畅通，与多家银行保持良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信 62.20 亿元，已使用银行授信 23.29 亿元，尚未使用银行授信 38.91 亿元；公司作为 A 股上市公司，可获得股权融资。

**表 11 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
筹资性现金流入	-	-	-	0.05
筹资性现金流出	1.11	16.77	16.76	32.08
偿还债务所支付的现金	-	-	-	5.51
分配股利或利润、和偿付利息所支付的现金	0.00 ⁷	11.29	12.30	17.22
筹资性净现金流	-1.11	-16.77	-16.76	-32.03

数据来源：根据公司提供资料整理

4、外部支持

公司外部支持仍主要为政府补助，但规模较小，对偿债来源贡献较低。

2021 年，公司其他收益主要为政府补助，收到的政府补助为 0.53 亿元，同比增加 0.18 亿元。2022 年 1~3 月，公司其他收益为 0.05 亿元，规模较小，对偿债来源贡献较低。

5、可变现资产

2021 年末，公司总资产规模有所增长，存货跌价准备继续增加，公司不可退货存货规模较大，若未来 2 年以上库龄存货持续增加，仍面临一定的跌价风险；本年新增计提商誉减值准备，男生女生和英氏婴童本年净利润均为亏损，若子公司未来业绩不及预期，则面临一定商誉减值风险。

2021 年以来，公司总资产规模持续增长，资产结构仍以流动资产为主，其中流动资产持续增长。

表 12 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	134.41	40.80	127.68	40.53	105.16	38.01	100.22	34.66
应收账款	10.89	3.31	10.23	3.25	9.72	3.51	7.73	2.67
存货	85.62	25.99	81.20	25.77	74.16	26.80	90.44	31.28
流动资产合计	245.23	74.44	232.14	73.68	202.06	73.03	209.20	72.35
投资性房地产	8.45	2.57	8.56	2.72	8.23	2.97	7.93	2.74
固定资产	33.04	10.03	33.49	10.63	36.61	13.23	40.00	13.83
无形资产	10.23	3.10	10.17	3.23	8.57	3.10	9.48	3.28
商誉	7.83	2.38	7.83	2.49	9.14	3.30	9.14	3.16
使用权资产	10.73	3.26	11.31	3.59	-	-	-	-
非流动资产合计	84.22	25.56	82.92	26.32	74.62	26.97	79.96	27.65
资产合计	329.45	100.00	315.06	100.00	276.68	100.00	289.16	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

⁷ 2022 年 1~3 月分配股利或利润、和偿付利息所支付的现金为 99,919.61 元，由于数字过小，无法显示。





公司流动资产主要由货币资金、存货和应收账款构成。2021 年末，公司货币资金同比有所增长，占总资产比重为 40.53%，规模仍较大，其中受限货币资金 18.38 亿元，主要为开具银行承兑汇票、保函及信用证提供担保，占货币资金总额比重为 14.39%，公司可用货币资金规模仍较大；应收账款同比小幅增长，变化不大。

表 13 2021 年末公司存货中不可退货商品库龄及存货跌价准备计提情况（单位：亿元）

库龄	账面金额	跌价准备	账面价值
1 年以内	13.34	-	13.34
1~2 年	7.84	0.72	7.12
2 年以上	10.29	9.15	1.14
合计	31.47	9.87	21.60

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年末，公司存货同比继续增长，仍以委托代销商品和库存商品为主。其中，委托代销商品⁸65.04 亿元，同比增长 25.65%，库存商品 10.05 亿元，同比大幅下降 42.92%；委托代销商品和库存商品中，可退货商品账面价值 53.50 亿元，占比为 71.24%，不计提存货跌价准备，不可退货条款存货账面价值为 21.60 亿元，占比为 28.76%，累计计提存货跌价准备 9.87 亿元，同比增加 1.35 亿元。2021 年，公司对库龄 1~2 年计提存货跌价准备 0.72 亿元，主要是其他连锁品牌计提的跌价准备，同比减少 0.14 亿元，对库龄 2 年以上的商品计提存货跌价准备 9.15 亿元，同比增加 1.49 亿元，主要是库龄 2 年以上的商品账面金额同比增加所致。总体来看，公司不可退货存货规模较大，若未来 2 年以上库龄存货持续增加，则面临一定的跌价风险。

2022 年 3 月末，公司货币资金、存货和应收账款较 2021 年末分别增长 5.27%、5.44%和 6.47%，变化均不大。

从资产周转效率来看，2021 年，公司存货周转天数为 233.38 天，同比减少 30.26 天，存货周转率有所提高；应收账款周转天数为 17.79 天，同比小幅增加 0.29 天，应收账款周转效率变化不大。2022 年 1~3 月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 263.15 天和 18.23 天。

公司非流动资产主要由固定资产、使用权资产、无形资产、投资性房地产和商誉构成。2021 年末，公司固定资产同比有所下降，主要是计提折旧 2.67 亿元及因出租转入投资性房地产 0.74 亿元所致；因首次执行新租赁准则，新增使用权资产 11.31 亿元，主要为租赁房产；无形资产同比有所增长，主要是购买商标权所致；投资性房地产同比小幅增长，主要由于固定资产转为出租转入所致；商

⁸ 公司将存放在公司总部仓库的“海澜之家”及其他连锁经营品牌的商品划分为库存商品，将“库存商品”发送到门店后，再划分为“委托代销商品”。



誉同比有所下降，主要是新增对男生女生和英氏婴童计提 1.31 亿元商誉减值准备所致，期末英氏婴童商誉为 7.32 亿元，男生女生商誉为 0.51 亿元，本年男生女生净利润亏损 1.48 亿元，英氏婴童净利润亏损 0.45 亿元，若未来业绩不及预期，则面临一定商誉减值风险。2022 年 3 月末，公司非流动资产各主要科目较 2021 年末变化均不大。

从资产受限情况看，截至 2021 年末，公司受限资产受限规模为 29.29 亿元，包括货币资金和使用权资产，其中货币资金受限规模 18.38 亿元，主要为开具银行承兑汇票、开具保函及信用证提供担保受限；使用权资产受限规模 11.31 亿元，主要为租入的资产，占总资产比重为 9.42%，占净资产比重为 23.25%，受限规模较小。

（二）债务及资本结构

2021 年以来，公司负债规模有所上升，仍以流动负债为主，公司的业务经营模式使得应付账款规模仍较大。

2021 年以来，公司总负债规模持续上升，负债结构仍以流动负债为主，流动负债持续增长。

表 14 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付票据	17.36	10.12	14.76	8.99	15.85	11.51	18.20	12.09
应付账款	70.78	41.28	67.69	41.23	54.48	39.55	58.99	39.19
合同负债	11.12	6.49	8.63	5.26	7.16	5.20	-	-
应交税费	7.72	4.51	9.31	5.67	5.09	3.69	6.34	4.21
其他应付款	14.96	8.72	12.46	7.59	15.90	11.54	20.15	13.39
流动负债合计	134.27	78.32	126.50	77.05	108.35	78.66	120.29	79.90
应付债券	26.64	15.54	26.26	15.99	24.90	18.08	23.73	15.76
租赁负债	6.10	3.56	7.01	4.27	-	-	-	-
非流动负债合计	37.17	21.68	37.67	22.95	29.39	21.34	30.25	20.10
负债总额	171.44	100.00	164.17	100.00	137.74	100.00	150.54	100.00
资产负债率		52.04		52.11		49.78		52.06

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由应付账款、应付票据、其他应付款、应交税费和合同负债构成。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，同时也是公司资产负债率较高的原因。2021 年末，公司应付账款同比有所增长，其中应付经营性采购款 67.12 亿元，占应付账款总额比重为 99.16%，账龄一年以内的应付账款为 64.93 亿元，占应付账款总额比重为 95.92%；应付票据均为银行承兑汇票，同比略有下降；其他应付款同比有所下降，主要是代收加盟店款项



⁹同比减少 3.79 亿元所致，账龄一年以内的其他应付款为 11.94 亿元，占其他应付款总额比重为 95.76%；应交税费同比增幅较大，主要是应交企业所得税同比增加 4.03 亿元所致；合同负债主要为预收货款，同比有所增长，主要是预收货款同比增加 0.50 亿元及新增消费积分 0.99 亿元所致。

2022 年 3 月末，公司应付票据、其他应付款较和合同负债较 2021 年末均有所增长，应交税费较 2021 年末下降 17.02%，应付账款较 2021 年末变化不大。

公司非流动负债主要由应付债券和租赁负债构成。2021 年末，公司应付债券同比小幅增长，主要是计提利息及溢折价摊销所致；因首次执行新租赁准则，新增租赁负债 7.01 亿元。截至 2022 年 3 月末，公司租赁负债较 2021 年末有所下降，非流动负债其他各主要科目变化均不大。

2021 年末，公司总有息债务规模同比小幅增长，可使用货币资金仍可覆盖总有息债务规模，公司偿债压力较小。

2021 年末，公司总有息债务规模同比小幅增长，总有息债务结构仍以长期有息债务为主。从总有息债务构成来看，短期有息债务均为应付票据，长期有息债务为“海澜转债”。2021 年末，公司货币资金扣除受限部分及加盟商的经营保证金外，可使用货币资金规模为 102.95 亿元，为总有息债务规模的 2.51 倍，整体来看，公司偿债压力较小。截至 2022 年 3 月末，因应付票据较 2021 年末增长，公司总有息债务规模较 2021 年末略有上升。

表 15 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
短期有息债务 ¹⁰	17.36	14.76	15.96	18.28
长期有息债务	26.64	26.26	24.90	23.73
总有息债务	43.99	41.02	40.86	42.01
短期有息债务占比	39.45	35.99	39.06	43.51
总有息债务在总负债中占比	25.66	24.99	29.67	27.90

数据来源：根据公司提供资料整理

从总有息债务的期限结构分布来看，截至 2022 年 3 月末，公司有息债务分布于 1 年以内和 2~3 年到期，公司可使用货币资金规模较大，短期偿债压力仍较小。

⁹ 代收加盟店款项主要为公司加盟店采用移动支付等收款方式后，其零售收入全额汇款至公司相关账户，公司扣除应收加盟店的货款后计入代收加盟店款项。

¹⁰ 由于公司加盟商缴纳的经营保证金为非付息债务，故短期有息债务中剔除该部分，同时 2021 年以来，短期有息债务中不包括未到期应付利息。

**表 16 截至 2022 年 3 月末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）**

项目	≤1 年	(2, 3]年	合计
金额	17.36	26.62	43.99
占比	39.45	60.55	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保事项。

2021 年以来，随着公司未分配利润增长，所有者权益持续增长。

2021 年末，公司所有者权益 150.89 亿元，同比增长 8.60%。公司股本仍为 9.95 亿元；资本公积 9.13 亿元，同比增长 2.97%；盈余公积 24.25 亿元，同比增长 11.72%，主要是提取法定盈余公积所致；未分配利润 102.78 亿元，同比增长 12.37%，主要是归属于母公司所有者利润结转所致；少数股东权益 1.02 亿元，同比减少 0.91 亿元，主要是子公司男生女生和英氏婴童本年净利润均亏损所致。2022 年 3 月末，公司所有者权益 158.01 亿元，较 2021 年末增长 4.72%，其中未分配利润为 110.01 亿元，较 2021 年末增长 7.04%，所有者权益其他科目变动均不大。

2021 年，公司盈利水平同比有所提高，盈利对利息的覆盖程度仍保持在很高水平；同时公司债务负担一般，货币资金规模较大，可为债务偿还形成一定保障。

2021 年，公司营业收入同比有所增长，盈利水平同比有所提高，公司 EBITDA 利息保障倍数为 23.36 倍，覆盖程度有所上升且保持在很高水平，同时由于销售回款增长，经营性净现金流利息保障倍数为 21.13 倍，覆盖倍数亦有所上升且保持在很高水平。

公司流动性偿债来源主要货币资金和经营性净现金流等。2021 年，公司可使用货币资金为 102.95 亿元，经营性净现金流为 43.61 亿元，可对公司债务偿还形成一定保障。

公司清偿性偿债来源主要为可变现资产，仍以流动资产为主，其中货币资金和存货规模较大。2021 年末，公司流动比率和速动比率分别为 1.84 倍和 1.19 倍，流动资产和速动资产对流动负债的保障程度同比变化不大；债务资本比率为 21.37%，同比小幅降低 1.35 个百分点，资产负债率为 52.11%，同比小幅增加 2.32 个百分点，债务负担一般。

评级结论

综合来看，公司的抗风险能力很强，偿债能力很强。公司仍为我国大型服装企业，主要品牌“海澜之家”的认知度较高，仍具有较强的品牌竞争优势。公司海澜之家品牌仍以附滞销产品可退货条款的采购模式为主，与供应商共担滞销风



险，有利于提高供应商产品品质，减少滞销品对公司渠道资源占用，提高公司竞争力。2021 年，公司营业收入增长带动利润规模快速增长，盈利能力有所提高。2021 年末，公司可使用货币资金仍可覆盖总有息债务规模，偿债压力较小。但同时，2022 年以来，全国区域疫情反复，消费疲软，纺织服装行业零售额增速转为负值，2022 年一季度公司营业收入和利润规模同比均有所下降，公司经营易受到疫情影响。2021 年末，公司不可退货存货规模仍较大，若未来 2 年以上库龄存货持续增加，则面临一定的跌价风险；2021 年，公司新增计提商誉减值准备，若子公司未来业绩不及预期，则面临一定商誉减值风险。

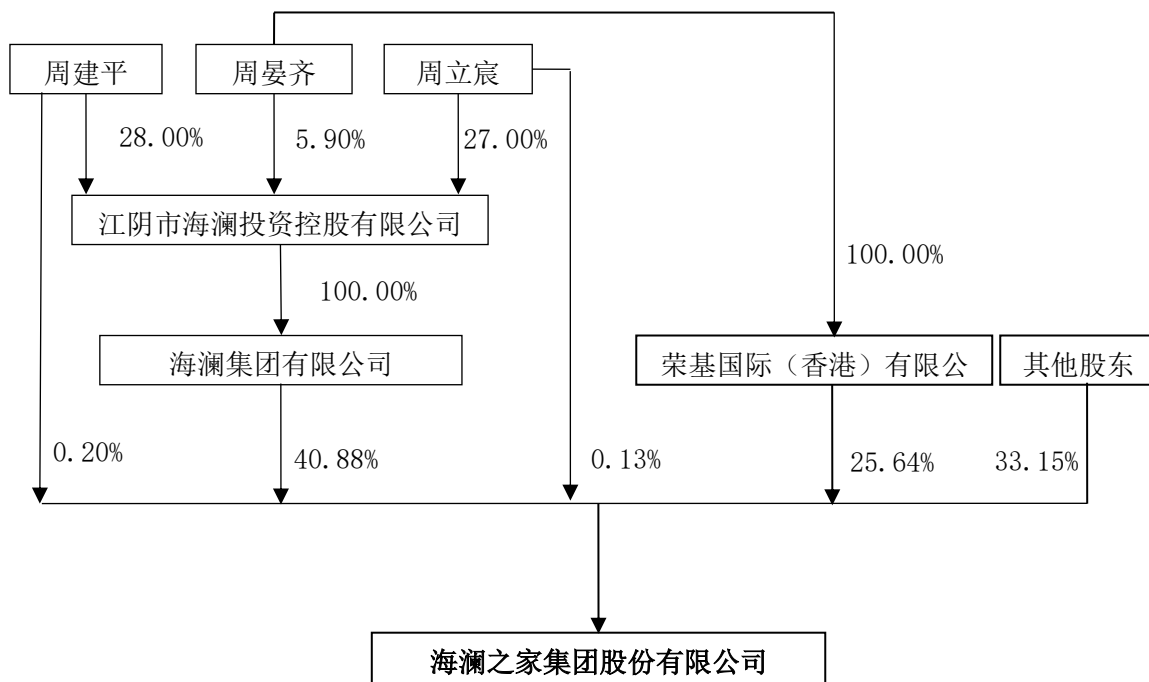
综合分析，大公对公司“海澜转债”信用等级维持 AA+，主体信用等级维持 AA+，评级展望维持稳定。





附件 1 公司治理

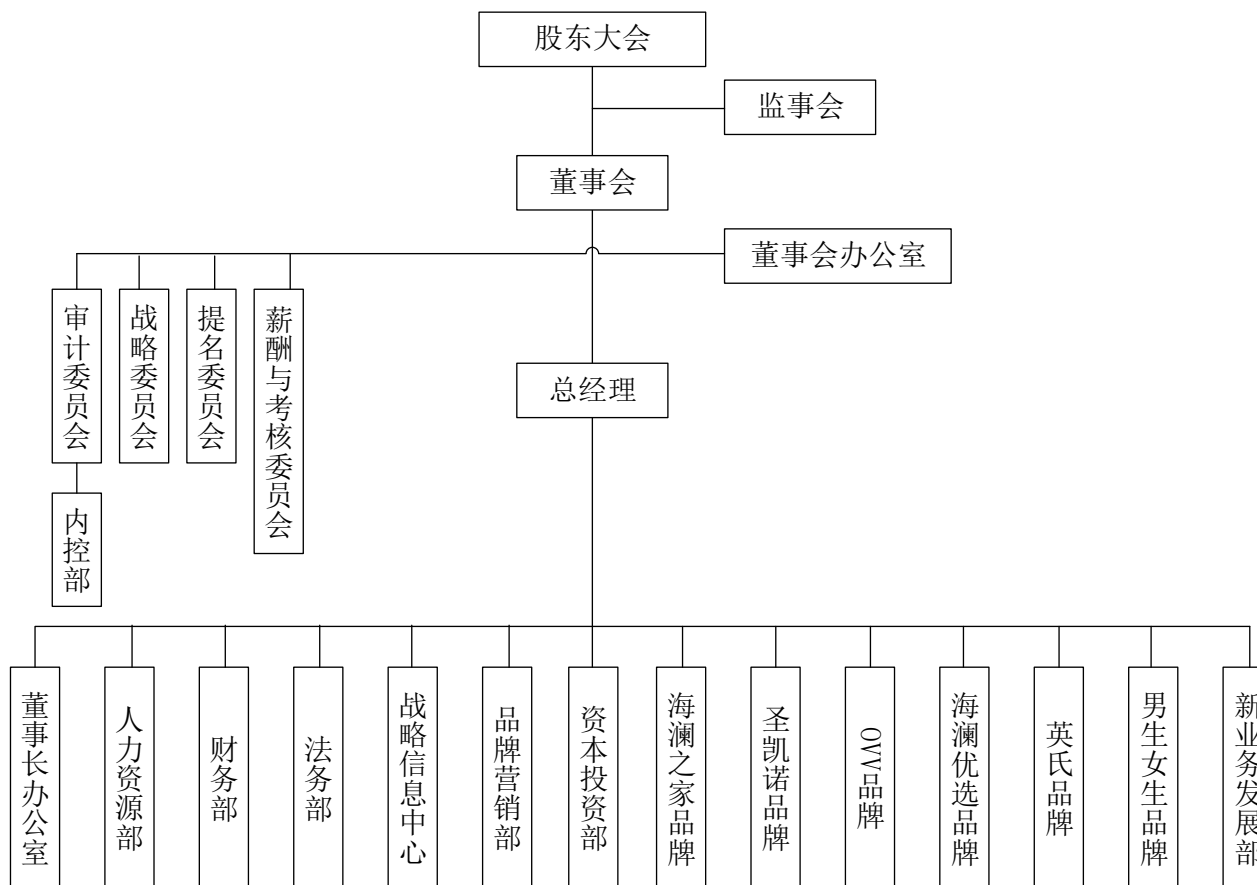
1-1 截至 2022 年 3 月末海澜之家集团股份有限公司股权结构图¹¹



¹¹ 资料来源：根据公司提供资料整理



1-2 截至 2021 年末海澜之家集团股份有限公司情况¹²



¹² 资料来源：根据公司提供资料整理



附件 2 海澜之家集团股份有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

项目	2022 年 1~3 月 (未经审计)	2021 年	2020 年	2019 年
货币资金	134.41	127.68	105.16	100.22
存货	85.62	81.20	74.16	90.44
固定资产	33.04	33.49	36.61	40.00
无形资产	10.23	10.17	8.57	9.48
商誉	7.83	7.83	9.14	9.14
总资产	329.45	315.06	276.68	289.16
短期有息债务	17.36	14.76	15.96	18.28
总有息债务	43.99	41.02	40.86	42.01
负债合计	171.44	164.17	137.74	150.54
所有者权益合计	158.01	150.89	138.94	138.61
营业收入	52.12	201.88	179.59	219.70
资产减值损失	1.47	5.63	5.69	4.22
投资收益	0.00	0.47	0.09	0.71
净利润	7.07	24.01	17.18	31.68
经营活动产生的现金流量净额	9.09	43.61	28.30	34.62
投资活动产生的现金流量净额	-3.04	-6.76	-4.40	-2.71
筹资活动产生的现金流量净额	-1.11	-16.77	-16.76	-32.03
毛利率 (%)	45.26	40.64	37.42	39.46
营业利润率 (%)	18.42	16.10	12.71	19.02
总资产报酬率 (%)	3.09	10.99	8.80	15.15
净资产收益率 (%)	4.48	15.91	12.36	22.85
资产负债率 (%)	52.04	52.11	49.78	52.06
债务资本比率 (%)	21.78	21.37	22.73	23.26
流动比率 (倍)	1.83	1.84	1.86	1.74
速动比率 (倍)	1.19	1.19	1.18	0.99
存货周转天数 (天)	263.15	233.38	263.64	250.62
应收账款周转天数 (天)	18.23	17.79	17.50	11.95
经营性净现金流/流动负债 (%)	6.97	37.14	24.76	27.79
经营性净现金流/总负债 (%)	5.42	28.89	19.63	21.95
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	15.36	21.13	20.74	22.14
EBIT 利息保障倍数 (倍)	17.21	16.78	17.85	28.02
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	23.36	22.60	31.73
现金回笼率 (%)	117.83	112.94	110.09	111.31
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00



附件 3 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	EBITDA / 营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率 (%)	EBIT / 年末资产总额 $\times 100\%$
净资产收益率 (%)	净利润 / 年末净资产 $\times 100\%$
现金回笼率 (%)	销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 $\times 100\%$
资产负债率 (%)	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
债务资本比率 (%)	总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) $\times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
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)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	担保余额 / 所有者权益 $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
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] $\times 100\%$
存货周转天数 ¹³	360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
应收账款周转天数 ¹⁴	360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
流动比率	流动资产 / 流动负债
速动比率	(流动资产 - 存货) / 流动负债
现金比率 (%)	(货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 $\times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	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)

¹³ 一季度取 90 天。¹⁴ 一季度取 90 天。



附件 4 信用等级符号和定义

4-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级	定义	
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，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，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，信用等级下调的可能性较大。

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。

4-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	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。