

纺织服装

2017 年 04 月 28 日

报告原因：有业绩公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2017 年 04 月 27 日

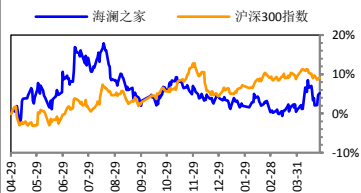
收盘价（元）	10.44
一年内最高/最低（元）	12.6/10.06
市净率	1.2
息率（分红/股价）	4.69
流通 A 股市值（百万元）	46904
上证指数/深证成指	3152.19 / 10229.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017 年 03 月 31 日

每股净资产（元）	8.6
资产负债率%	58.53
总股本/流通 A 股（百万）	4493/4493
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《海澜之家（600398）点评：低估值高分红，资产质量改善，积极探索多品牌新增长点》
2017/03/13

《海澜之家（600398）点评：三季报是低点，2016 年四季度有望成为公司业绩拐点》
2016/10/31

证券分析师

王立平 A0230511040052
wanglp@swsresearch.com

研究支持

唐宋媛 A0230117010003
tangsy@swsresearch.com

联系人

唐宋媛
(8621)23297818×7417
tangsy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

海澜之家（600398）

——净利润稳步增长，发力购物中心店，未来业绩回暖可期

投资要点：

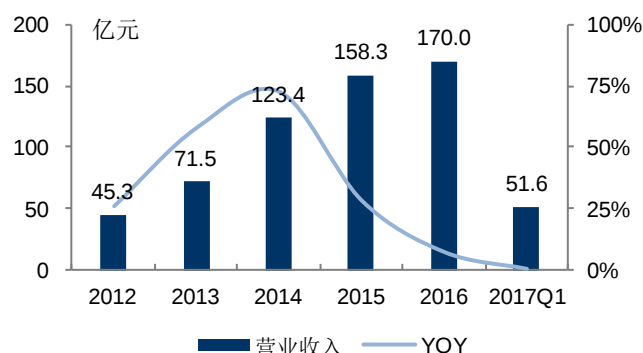
- **2017 年一季度业绩增长平稳，净利润同比增长 5.5%，业绩符合预期。**1) 公司 17 年一季度营收 51.6 亿元，同比增长 0.6%，归母净利润 10.1 亿元，同比增长 5.5%，扣非净利润 10 亿元，同比增长 8.4%，EPS 为 0.22 元。公司业绩自 15 年四季度调整以来不断向好，今年将看到业绩逐季回暖提升。
- **毛利率稳定，净利率增长，期间费用控制良好，资产质量有待改善。**1) 公司 17 年 Q1 毛利率保持稳定，微增 0.1pct 至 39.1%，销售费用率下降 1.4pct 至 7%，预计全年广告费用不超过 16 年，管理费用率下降 0.8pct 至 4.9%，综合以上影响净利率小幅增长 1.2pct 至 19.6%。2) 由于一季度销售端略受影响以及新增门店导致备货数量增加，公司 17Q1 存货较去年末增加 6.6 亿元至 92.9 亿元，应收账款较去年末减少 0.3 亿元至 6.2 亿元；同时公司计提政策更趋严谨，一季度计提资产减值损失 8506 万元，净增 6346 万元，降低了未来的经营风险。17 年 Q1 经营性现金流净额下降 77.7%至 1.7 亿元，主要是采购金额增加所致。
- **主品牌海澜之家收入稳健，爱居兔维持高速增长，海一家明确定位尾货清理，未来新品牌试水市场。**1) 海澜之家主品牌收入平稳，4 月开始逐渐回升：17 年 Q1 海澜之家主品牌收入微降 0.6%至 43.7 亿元，门店数净增 68 家至 4305 家（含购物中心店 27 家），连续营业 12 个月以上门店单店收入下降 10%，主要由于加密店导致顾客分流以及一季度天气影响，4 月开始终端零售逐步回暖，当月主品牌销售增幅达 8%。2) 爱居兔持续高速增长，开拓女装市场：17 年 Q1 爱居兔品牌收入增长 55.3%至 2 亿元，门店数净增 71 家至 701 家，单店收入增加超 20%，增速喜人，计划年内门店数达千家。3) 海一家明确转型，定位清货渠道：17 年 Q1 海一家品牌收入下降 3.1%至 1.2 亿元，门店数净关 37 家至 339 家，不断淘汰低效门店，同时公司明确定位其为尾货清销渠道，对公司所有品牌尾货进行折价销售。4) 不断研发新品牌，探索市场需求：公司预计 17 年下半年起将陆续推出轻商务、潮牌、家居、童装等各类新品牌试水市场，增强品牌时尚度，打造多元化品牌矩阵。
- **大举拓展购物中心店，电商业务保持平稳。**1) 购物中心店比例不断上升，海外店即将落地：17 年 Q1 门店总数净增 102 家至 5345 家，其中购物中心店已达 380 家，未来新增门店接近一半会是购物中心店，且比重将不断提升；预计首家海外店 6 月将落户马来西亚，逐步进军海外市场。2) 线上销售平稳上升：17Q1 线上收入增长 3%至 1.4 亿元，收入占比达 2.7%。3) 融合渠道优势，尝试场景金融：公司拟出资 4500 万元（占比 7.5%）与江苏银行、凯基银行及二三四五共同发起设立消费金融公司，实现场景与牌照的优势互补，打造消费场景生态圈。
- **公司增长稳健，估值低，账上现金充裕，存在外延并购预期，推动公司成为多品牌管理集团，维持“买入”评级。**16 年大幅开店，预计新店业绩将于 17 年逐渐释放，且在“新零售”业态下回归实体销售，预计未来业绩恢复双位数增长可期。公司账上现金 91 亿元，存在并购预期。考虑到终端消费持续低迷，我们维持公司盈利预测 17-19 年 EPS 为 0.77/0.87/0.98 元，对应 PE 分别为 14/12/11 倍，维持“买入”评级。

财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	17,000	5,159	19,240	21,591	24,243
同比增长率（%）	7.39	0.55	13.18	12.22	12.28
净利润（百万元）	3,123	1,010	3,475	3,892	4,392
同比增长率（%）	5.74	5.47	11.28	12.00	12.85
每股收益（元/股）	0.70	0.22	0.77	0.87	0.98
毛利率（%）	39.0	39.1	39.3	39.4	39.4
ROE（%）	31.1	9.1	25.9	22.5	20.3
市盈率	15		14	12	11

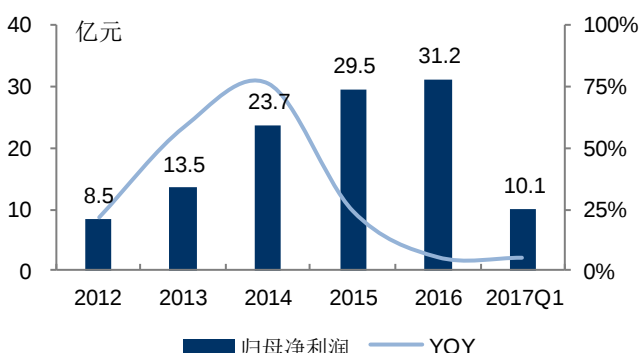
注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

图 1: 17 年 Q1 营业收入 51.6 亿元, 同比增长 0.6%



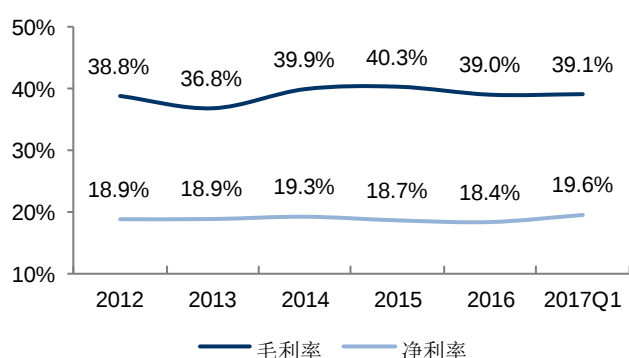
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 2: 17 年 Q1 归母净利润 10.1 亿元, 同比增长 5.5%



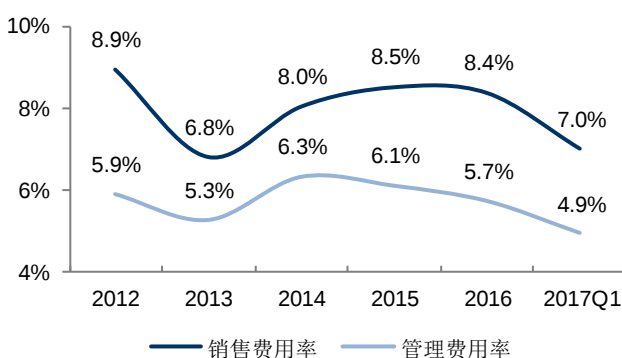
资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 3: 17 年 Q1 毛利率 39.1%, 净利率 19.6%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

图 4: 17 年 Q1 销售费用率 7%, 管理费用率 4.9%



资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 1: 公司各品牌营业情况

	海澜之家				爱居兔			
	2014	2015	2016	2017Q1	2014	2015	2016	2017Q1
营业收入(亿元)	101.3	128.7	140.3	43.7	3.0	3.1	5.1	2.0
YOY(pct)		27.2	9.0	-0.6		0.7	67.2	55.3
毛利率(%)	40.6	41.4	39.9	39.9	27.4	11.2	19.2	25.9
YOY(pct)		0.8	-1.5	0		-16.2	8.0	5.2
门店数	3,348	3,517	4,237	4,305	269	306	630	701

资料来源: Wind, 申万宏源研究

表 2：海澜之家利润表

单位：百万元，元

利润表								
	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
一、营业收入	1,368	7,150	12,338	15,830	17,000	19,240	21,591	24,243
二、营业总成本	1,229	5,401	9,213	11,896	12,968	14,600	16,387	18,354
其中：营业成本	867	4,518	7,417	9,455	10,371	11,677	13,074	14,685
营业税金及附加	18	56	61	90	133	150	169	189
销售费用	186	486	991	1,347	1,423	1,616	1,814	2,012
管理费用	179	376	781	967	973	1,097	1,231	1,358
财务费用	(21)	(50)	(87)	(100)	(121)	(100)	(70)	(70)
资产减值损失	1	17	50	137	188	160	170	180
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	1	2	40	5	5	5
三、营业利润	140	1,749	3,126	3,937	4,072	4,645	5,209	5,894
加：营业外收入	2	76	190	61	42	50	50	40
减：营业外支出	8	10	89	4	9	0	0	0
四、利润总额	133	1,815	3,227	3,994	4,105	4,695	5,259	5,934
减：所得税	26	464	848	1,040	982	1,219	1,366	1,542
五、净利润	107	1,351	2,379	2,954	3,123	3,475	3,893	4,393
少数股东损益	3	0	4	1	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	105	1,351	2,375	2,953	3,123	3,475	3,892	4,392
六、基本每股收益	0.16	0.22	0.54	0.66	0.70	0.77	0.87	0.98
全面摊薄每股收益	0.02	0.30	0.53	0.66	0.70	0.77	0.87	0.98

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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