

终端销售未见好转，期待前期开店贡献及下半年新品牌试水

公司简报

◆零售延续不佳致 17Q1 收入持平，管理优秀促净利增长相对稳健

17Q1公司实现收入51.59亿元，同比增0.55%；扣非净利10.01亿元，同比增8.41%；净利10.10亿元，同比增5.47%；EPS0.22元。收入增速低于预期，主要由于终端零售不佳、春节提前以及异常天气影响服装销售；净利增速高于收入主要受益于毛利率升、费用率降。

分季度来看，16Q1-17Q1 收入分别增 11.91%、8.47%、-2.56%、9.47%、0.55%，Q2 以来收入增速持续放缓、Q3 更是出现下滑，主要为终端零售不佳叠加上年同期的高基数所致，Q4 以来虽高基数压力消除，但终端零售环境仍未见好转，同时冬季偏暖影响冬装销售，春节提前、以及倒春寒天气也给 Q1 增长带来压力。

16Q1-17Q1 净利分别增 10.34%、2.16%、2.87%、6.73%、5.47%，净利持续增长、波动小于收入，17Q1 增速超过收入，显示公司管理优秀、抵御外部风险能力较强。

◆海澜品牌收入持平，爱居兔延续快速增长、海一家明确清尾货定位

分品牌来看：17Q1 海澜之家主品牌收入略降 0.60%，较 16 年的增 8.98%有所放缓，在外延增 1.60%背景下主要受到同店下滑影响；爱居兔模式理顺，在 16 年收入增 67%的基础上继续快速增长，Q1 增 55.25%，其中外延增 11.27%，预计同店在 20%以上；圣凯诺收入增 4.88%；海一家收入降 3.13%，较 16 年的降 9%降幅收窄，定位调整为全品牌清尾货平台、淡化品牌运营，未来口径上将归于“其他品牌类”。

分渠道来看：加盟及商场店好于直营店，直营店、加盟及商场店 Q1 收入分别-1.59%、+0.90%；线上、线下收入分别+2.77%、+1.12%，线上因基数低增幅略高于线下、目前收入占比 2.71%影响较小。

◆前期大量开店造成分流致同店下滑，后期有望改善，注重购物中心拓展

16 年公司外延扩张较快、渠道数量净增 31.40%（15 年为 7.37%）明显提速。16 年公司开店力度较大，主要为采取卡位策略、抢占地理位置较好的店铺考虑；但在终端销售不佳背景下，同区域内门店密度提升造成了客流的分流、影响同店，Q1 同店承压、下滑 10%左右。

17 年公司外延扩张较 16 年将放缓、海澜之家品牌预计净增 350 家左右（增幅 8.26%）、爱居兔预计净增 400 家左右至 1000 家。同时公司在街边店位置选择上将以空白地区为主、有意识改善门店加密现象，因此前期同店受到的分流影响将逐步减弱。17Q1 总渠道数净增 102 家至 5345 家、增 1.95%；海澜之家品牌、爱居兔、其他（海一家）分别净增 68、71、-37 家至 4305、701、339 家。

另外，公司顺应渠道变化趋势、注重拓展购物中心店铺。17 年 3 月末公司商场及购物中心店约 380 家，17 全年海澜品牌计划购物中心店净增 120~150 家左右、占海澜之家品牌总计划净增 350 家的 1/2~1/3 左右，积极转型新兴渠道、完善渠道布局，有利于提升品牌形象、强化用户体验。

买入（维持）

当前价：10.14 元

分析师

李婕 (执业证书编号：S0930511010001)

021-22169107

lijie_yjs@ebcn.com

联系人

孙未末

021-22169124

sunwww@ebcn.com

市场数据

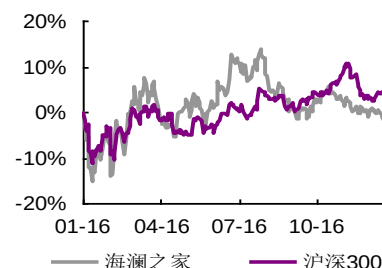
总股本(亿股)：44.93

总市值(亿元)：465.90

一年最低/最高(元)：9.92/12.60

近 3 月换手率：5.82%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-4.40	-3.07	-7.70
绝对	3.98	-4.95	6.06

相关研报

外延提速促收入增 7%，新生代逐步接班注入新活力

..... 2017-3-12

Q4 有望受益低基数与冷冬，逆势扩张效益待现

..... 2016-10-31

Q2 增速放缓，开店加速将贡献增长动力

..... 2016-08-24

15 年净利增 24%，Q4 拖累全年业绩，16Q1 零售好转

..... 2016-04-27

◆毛利率升、费用率降，计提存货更为谨慎

17Q1 毛利率同比上升 0.33PCT 至 39.06%，主要为爱居兔及海一家拉动，海澜之家品牌、爱居兔、圣凯诺、其他品牌（即海一家）毛利率分别同比-0.02、+5.18、-0.21、+2.41PCT。爱居兔 2016 年以来品牌经营模式基本理顺、进入快速增长通道，外延和同店均有提升，毛利率自 15 年的 11.15%持续提升到目前的 25.89%、未来有望继续提升至 30%以上；其他毛利率提升主要是海一家前期计提的存货跌价准备冲减成本所致。

期间费用率下降 2.52PCT 至 10.71%（销售、管理、财务费用率分别下降 1.39/0.38/0.75PCT），费用控制效果逐步体现，15~16 年销售费用率分别+0.48、-0.14PCT、管理费用率分别-0.22、-0.38PCT、财务费用率分别+0.07、-0.08PCT，17Q1 在收入基本持平情况下三项费用率继续下降、特别是销售费用率降幅超过 15~16 年，显示公司管理能力优秀、费用控制良好。

17 年 3 月末存货较年初增 7.62%至 92.90 亿，存货周转率 0.35 较 16 年同期 0.33 有所好转；应收账款较年初降 3.49%至 6.23 亿；资产减值损失同比增 293.05%至 8506 万元、主要为存货计提更为谨慎、跌价准备计提增加；经营现金流同比降 77.65%至 1.69 亿元。

◆4 月月度数据现好转迹象，期待下半年不同品类新品牌的试水

Q1 销售不及预期受到春节提前、天气不佳以及终端销售不及预期多个因素影响，4 月海澜之家品牌零售额增 8%出现好转，若终端零售持续改善一方面收入向好，另一方面在新分成政策下店铺可较快达盈亏平衡点，公司分成比例将从 55%提升至 85%、也会进一步贡献收入。

2017 年公司将积极开拓新业务空间，品牌端在现有海澜之家品牌（男装）、爱居兔（女装）基础上，计划于下半年陆续尝试轻商务、潮牌、家居、童装等多个品类的新品牌，并通过前期积累的渠道优势，一方面推出 50~60 家左右的店铺来进行初期的销售试水，另一方面在新品牌运营模式理清后则可通过现有店铺的替换实现渠道的快速大量铺开。渠道端推进拓展购物中心店铺，并积极推进店铺形象、产品陈列多样化，更好的适应购物中心新渠道模式和环境。另外公司计划于 5~6 月在马来西亚开出第一家海外店铺、尝试进入国际市场。

◆终端初现好转，关注前期开店贡献+并购落地

我们认为：1）一季度的春节提前、天气不佳因素目前基本消除，4 月零售初现好转，若天气和终端销售正常化，预计后三个季度收入情况将改善，叠加 16 年大量开店逐步成熟贡献、收入端预计逐步好转。2）公司定位大众化男装仍具有广阔发展空间，下半年引入和拓展新品牌、新品类，可实现现有龙头优势的快速复制、打开新发展空间。3）2017.4.13 公告出资 4500 万元联合江苏银行、凯基银行、二三四五设立消费金融公司、公司占比 7.5%，探索消费金融与公司业务协同、开发增值服务、提高客户粘性。4）账上现金 90.74 亿元，期待外延项目落地；员工持股购买均价 15.20 元（考虑分红调整为 14.38 元），已于 16.8.25 解锁、16.11.30 修改存续期为无固定期限；大股东持有的 65.92%股份于 17.3.13 解禁。

在消费从线上向线下回流、消费者关注产品本质、性价比以及服务体验的背景下，公司作为高性价比代表、品牌知名度高、龙头优势明显，将在行业消费需求切换中明显受益。维持 17~19 年 EPS0.77、0.86、0.98 元，对应 17 年 PE13 倍估值较低，分红收益率较高，维持“买入”评级。

风险提示：终端销售持续低迷、终端售罄率降低、新品牌引入不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	15830	17000	18296	20197	22664
营业收入增长率	28.30%	7.39%	7.63%	10.39%	12.22%
净利润（百万元）	2953	3123	3442	3878	4408
净利润增长率	24.35%	5.74%	10.24%	12.65%	13.69%
EPS（元）	0.66	0.70	0.77	0.86	0.98
ROE（归属母公司）（摊薄）	35.63%	31.09%	25.53%	25.93%	26.48%
P/E	15	15	13	12	10
P/B	5	5	3	3	3

表 1：公司渠道情况（单位：家）

品牌	类型	2016 年末	2017 年 3 月末	新开	关闭	净增
海澜之家	直营店	8	8	1	1	0
	加盟店及商场店	4229	4297	131	63	68
	合计	4237	4305	132	64	68
爱居兔	直营店	5	5	0	0	0
	加盟店及商场店	625	696	80	9	71
	合计	630	701	80	9	71
其他	直营店	6	6	0	0	0
	加盟店及商场店	370	333	5	42	-37
	合计	376	339	5	42	-37
合计		5243	5345	217	115	102

资料来源：公司公告

表 2：17Q1 分品牌收入、毛利率情况

	主营业务收入 (百万元)	毛利率 (%)	主营业务收入 同比增减 (%)	毛利率 同比增减 (%)
海澜之家	4374.194	39.85	-0.60	-0.02
爱居兔	197.466	25.89	55.25	5.18
圣凯诺	398.171	51.01	4.88	-0.21
其他	119.502	15.52	-3.13	2.41

资料来源：公司公告

表 3：17Q1 分渠道收入、毛利率情况

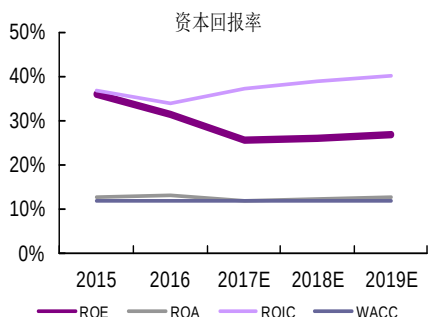
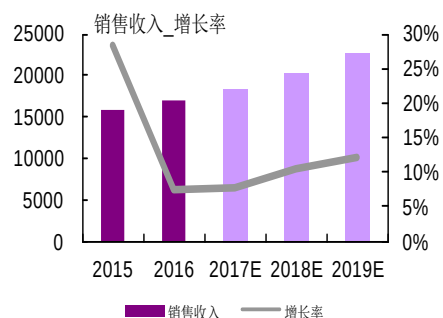
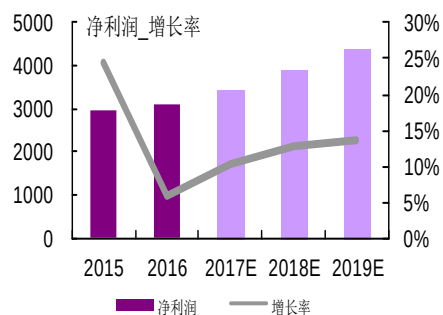
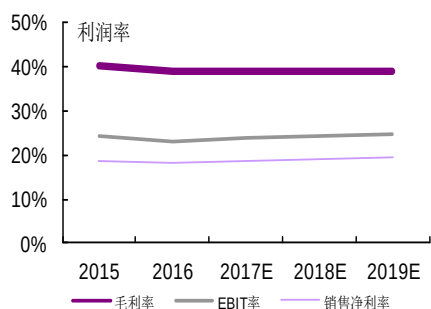
	主营业务收入 (百万元)	毛利率 (%)	主营业务收入 同比增减 (%)	毛利率 同比增减 (%)
直营店	77.229	60.13	-1.59	-0.61
加盟店及商场店	4613.93	38.28	0.90	0.02
合计	4691.16	38.64	0.86	0.00

资料来源：公司公告

表 4：17Q1 分线上、线下收入、毛利率情况

	主营业务收入 (百万元)	毛利率 (%)	主营业务收入 同比增减 (%)	毛利率 同比增减 (%)	收入 占比 (%)
线上销售	137.88	60.43	2.77	-0.16	2.71
线下销售	4951.46	39.03	1.12	0.02	97.29
合计	5089.33	39.61	1.16	0.02	100.00

资料来源：公司公告



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15830	17000	18296	20197	22664
营业成本	9455	10371	11130	12295	13794
折旧和摊销	252	289	30	48	67
营业税费	90	133	183	202	227
销售费用	1347	1423	1555	1676	1836
管理费用	967	973	1061	1070	1156
财务费用	-100	-121	-118	-172	-181
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	2	40	80	5	5
营业利润	3937	4072	4554	5130	5838
利润总额	3994	4105	4590	5170	5878
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属母公司净利润	2953.13	3122.65	3442.45	3877.78	4408.49

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	23442	24377	29269	32160	35690
流动资产	18855	18753	24946	27635	31032
货币资金	7946	8858	13926	15484	17422
交易型金融资产	0	5	0	0	0
应收账款	609	646	914	1009	1132
应收票据	24	15	18	20	23
其他应收款	41	57	55	61	68
存货	9580	8632	9455	10445	11720
可供出售投资	63	163	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2425	2904	3137	3466	3706
无形资产	367	450	428	407	386
总负债	15088	14268	15718	17141	18976
无息负债	15088	14268	15718	17141	18976
有息负债	0	0	0	0	0
股东权益	8354	10109	13551	15020	16714
股本	4493	4493	4493	4493	4493
公积金	2802	2983	3328	3715	4156
未分配利润	4317	5775	8874	9954	11207
少数股东权益	65	65	65	65	65

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2787	2928	4030	4041	4667
净利润	2953	3123	3442	3878	4408
折旧摊销	252	289	30	48	67
净营运资金增加	1481	-36	259	659	856
其他	-1899	-448	298	-544	-666
投资活动产生现金流	-475	-581	920	-245	-195
净资本支出	-504	-666	-50	-250	-200
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	29	85	970	5	5
融资活动现金流	-1707	-1483	118	-2238	-2533
股本变化	3325	0	0	0	0
债务净变化	0	0	0	0	0
无息负债变化	3662	-820	1450	1423	1835
净现金流	606	867	5067	1558	1939

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	28.30%	7.39%	7.63%	10.39%	12.22%
净利润增长率	24.35%	5.74%	10.24%	12.65%	13.69%
EBITDA 增长率	25.47%	2.79%	4.43%	14.02%	14.34%
EBIT 增长率	26.20%	2.02%	11.38%	13.71%	14.09%
估值指标					
PE	15	15	13	12	10
PB	5	5	3	3	3
EV/EBITDA	11	11	9	8	7
EV/EBIT	12	11	9	8	7
EV/NOPLAT	16	15	13	11	9
EV/Sales	3	3	2	2	2
EV/IC	6	5	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	40.27%	38.99%	39.17%	39.13%	39.14%
EBITDA 率	25.81%	24.71%	23.97%	24.76%	25.23%
EBIT 率	24.22%	23.01%	23.81%	24.53%	24.94%
税前净利润率	25.23%	24.15%	25.09%	25.60%	25.94%
税后净利润率 (归属母公司)	18.66%	18.37%	18.81%	19.20%	19.45%
ROA	12.60%	12.81%	11.76%	12.06%	12.35%
ROE (归属母公司) (摊薄)	35.63%	31.09%	25.53%	25.93%	26.48%
经营性 ROIC	36.64%	33.78%	37.24%	38.56%	39.90%
偿债能力					
流动比率	1.51	1.55	1.83	1.84	1.84
速动比率	0.74	0.84	1.14	1.14	1.14
归属母公司权益/有息债务	-	-	-	-	-
有形资产/有息债务	-	-	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.66	0.70	0.77	0.86	0.98
每股红利	0.33	0.00	0.54	0.60	0.69
每股经营现金流	0.62	0.65	0.90	0.90	1.04
每股自由现金流(FCFF)	0.28	0.63	0.67	0.64	0.72
每股净资产	1.85	2.24	3.00	3.33	3.71
每股销售收入	3.52	3.78	4.07	4.50	5.04

资料来源：光大证券、上市公司

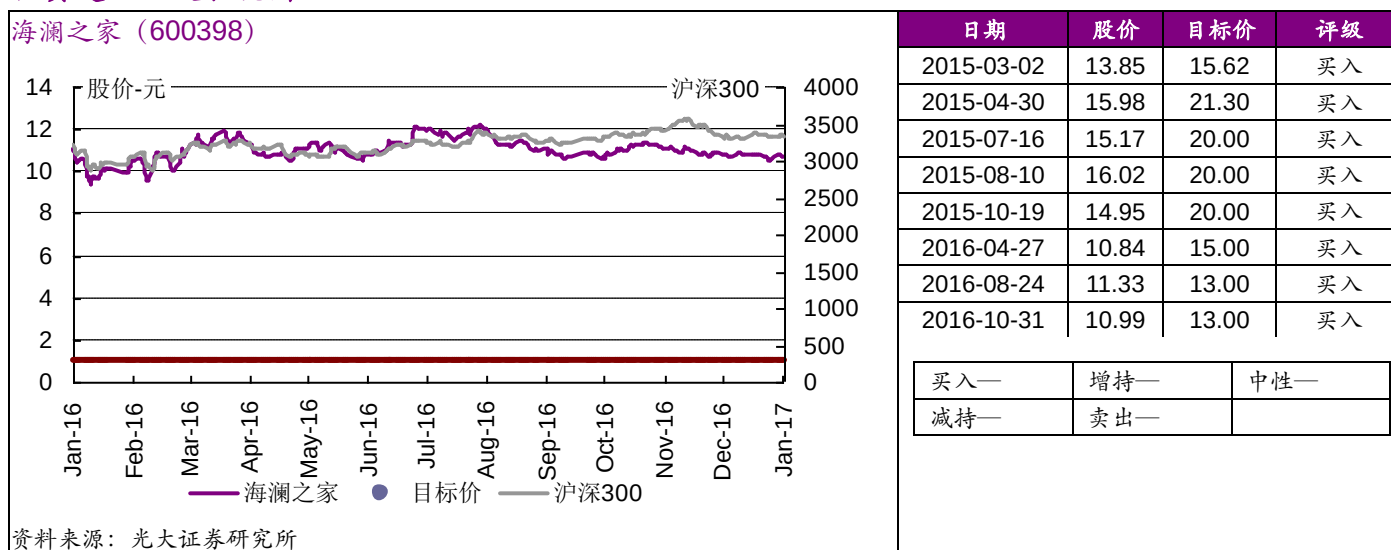
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

李婕，东华大学（原中国纺织大学）博士，拥有 10 多年从业经验，2006、2007 年新财富纺织服装行业最佳分析师，2008 年起任职某基金研究副总监，2010 年 10 月重新加盟光大证券，兼具纺织服装背景及买方经验，2011-2016 年获得新财富最佳分析师纺织服装行业第 1、1、3、1、1、3 名。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公

司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
北京	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebsecn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebsecn.com
国际业务	陶奕	021-22167107	18018609199	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com