员工持股计划彰显信心，买入

海澜之家(600398)

投资评级：买入（维持评级）

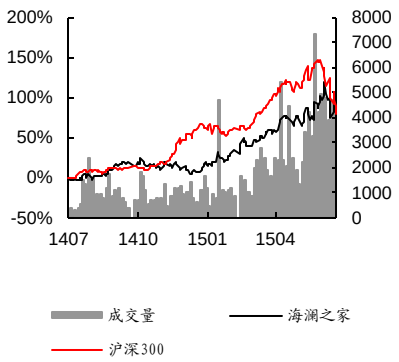
当前价格(元):	18.72
合理价格区间(元):	

朱丽丽 执业证书编号：S0570512050001
研究员 021-28972083
zhulili@htsc.com

相关研究

1《海澜之家(600398):规模溢价凸显，优质长牛标的》2015.04
2《海澜之家(600398):高增长再证模式之优，优质长牛标的》2015.03
3《海澜之家(600398):优质长牛标的，建议持续把握估值切换机会》2014.10

股价走势图



投资要点：

事件：公司公告拟实施第一期员工持股计划，总募资 4.5 亿（员工 1.5 亿次级+3 亿优先级），本计划通过二级市场购买公司股票，持股数不超过公司总股本的 10%，存续期限不超过 24 个月，锁定期为 12 个月。我们的点评如下：

- **员工持股计划进一步优化激励机制，彰显公司上下信心。**员工持股计划能够有效绑定员工、高管和股东的利益，优化激励机制，充分调动员工和高管的积极性；同时，计划的实施也彰显了高管对公司未来高增长的信心，共同分享成长收益。
- **供应链+零售管理能力行业领先优势显著，业绩持续高于行业，中报预期 35%左右。**上游供应链端，公司今年试行向战略供应商输出管理，优化供应商资源，进一步强化供应链；下游零售端，公司“类直营”销售模式稳定加价倍数、保障产品的高性价比，提升公司对终端市场变化的反应速度和管理效率。公司强大的供应链整合能力及高效的零售管理能力也在业绩得到确认，中报预期净利润增长 35%左右。
- **潜在平台型运营标的，全供应链整合独具成长性。**从经营模式看，公司本质是整合供应商和加盟商资源的运营平台，当前 200 多亿零售体量在平价男装领域已绝对领先，规模优势不断正向强化公司在供应链的话语权。在此基础上，公司未来在多渠道、多品类方面的布局也将进一步打开成长空间：一是互联网战略突破，继续发展电商平台、落实线上线下对接的 O2O 模式（货品统一+后台系统完善+类直营，最适应 O2O 运营的稀缺标的，互联消费不可逆转大趋势下潜力巨大），二是女装、皮鞋、配件饰品等多品类战略突破，拓展高性价比、高毛利率产品，提升公司收入及利润空间，未来不排除通过兼并收购方式推出系列产品。
- **投资建议：“买入”。**继续强调公司无疑是服装板块业绩增长快且确定性高的优质标的，经营模式的领先性、供应链和终端零售等核心管理能力在 EPS 上已不断得到确认。我们持续看好公司迎合农村、低线城市大众消费升级的成长潜质。基于平台运营的优势，未来可以预期公司在上下游供应链金融方面可有所作为，这进一步打开成长空间的同时也将提升估值预期。我们预计 15-17 年公司 EPS 为 0.70/0.90/1.10 元，对应 PE 为 27/21/17 倍，继续建议作为优质标的积极配置。
- **风险提示：**消费回暖长期无起色，终端零售不及预期。

公司基本资料

总股本(百万)	4,492.76
流通 A 股(百万)	1531.22
52 周内股价区间(元)	9.12-19.96
总市值(百万)	76,466.74
总资产(百万)	20,881.52
每股净资产(元)	1.76

资料来源：公司公告

经营预测指标与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	12,338.44	15,955.98	19,781.99	23,866.70
+/-%	72.56%	29.32%	23.98%	20.65%
净利润(百万)	2,374.77	3,140.53	4,049.24	4,938.49
+/-%	75.83%	32.25%	28.93%	21.96%
EPS	0.53	0.70	0.90	1.10
PE	35.32	26.74	20.8	17.02

资料来源：公司公告、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	14371	20971	25361	30224
现金	7086	11400	13573	16009
应收账款	493	638	791	954
其他应收账款	55	71	89	107
预付账款	582	767	945	1141
存货	6086	8023	9887	11934
其他流动资产	69	72	75	79
非流动资产	4159	3591	3359	3121
长期投资	0	0	0	0
固定投资	2454	2394	2243	2045
无形资产	349	349	349	349
其他非流动资产	1356	848	767	726
资产总计	18530	24562	28719	33345
流动负债	8626	10987	13289	15806
短期借款	0	0	0	0
应付账款	4737	6245	7696	9289
其他流动负债	3889	4742	5593	6517
非流动负债	2800	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	2800	1	1	1
负债合计	11426	10988	13290	15807
少数股东权益	64	68	72	76
股本	1168	4493	4493	4493
资本公积	2017	2017	2017	2017
留存公积	3855	6996	8847	10951
归属母公司股	7041	13506	15357	17461
负债和股东权益	18530	24562	28719	33345

现金流量表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动现金	1923	756	4084	4943
净利润	2379	3145	4053	4943
折旧摊销	219	222	232	238
财务费用	-87	-231	-287	-325
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-567	-2712	63	64
其他经营现金	-19	335	23	26
投资活动现金	513	1	1	1
资本支出	887	0	0	0
长期投资	-80	0	0	0
其他投资现金	1321	1	1	1
筹资活动现金	-854	3556	-1911	-2509
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	168	3325	0	0
资本公积增加	2017	0	0	0
其他筹资现金	-3039	231	-1911	-2509
现金净增加额	1584	4314	2174	2436

利润表单位：百万元

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	12338	15956	19782	23867
营业成本	7417	9778	12049	14543
营业税金及附加	61	138	170	204
营业费用	991	961	1115	1294
管理费用	781	1065	1255	1479
财务费用	-87	-231	-287	-325
资产减值损失	50	37	39	42
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	1	1	1	1
营业利润	3126	4209	5443	6631
营业外收入	190	82	82	102
营业外支出	89	25	27	28
利润总额	3227	4266	5498	6705
所得税	848	1121	1445	1762
净利润	**2379**	**3145**	**4053**	**4943**
少数股东损益	4	4	4	4
归属母公司净利	2375	3141	4049	4938
EBITDA	3258	4199	5388	6543
EPS	2.03	0.70	0.90	1.10

主要财务比率

会计年度	2014	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	72.6%	29.3%	24.0%	20.7%
营业利润	78.8%	34.6%	29.3%	21.8%
归属母公司净利	75.8%	32.3%	28.9%	22.0%
获利能力				
毛利率(%)	39.9%	38.7%	39.1%	39.1%
净利率(%)	19.3%	19.7%	20.5%	20.7%
ROE(%)	33.7%	23.3%	26.4%	28.3%
ROIC(%)	-256.1%	184.2%	298.4%	491.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	61.7%	44.7%	46.3%	47.4%
净负债比率(%)	0	0	0	0
流动比率	1.67	1.91	1.91	1.91
速动比率	0.95	1.17	1.16	1.15
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.74	0.74	0.77
应收账款周转率	37	27	26	26
应付账款周转率	1.64	1.78	1.73	1.71
每股指标(元)				
每股收益(最新摊	0.53	0.70	0.90	1.10
每股经营现金流	0.43	0.17	0.91	1.10
每股净资产(最新	1.57	3.01	3.42	3.89
估值比率				
PE	35.32	26.74	20.8	17.02
PB	8.65	4.51	3.97	3.49
EV EBITDA	16	13	10	8

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。

◎版权所有 2015 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；
－投资建议的评级标准
增持行业股票指数超越基准
中性行业股票指数基本与基准持平
减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

－报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；
－投资建议的评级标准
买入股价超越基准 20%以上
增持股价超越基准 5%-20%
中性股价相对基准波动在-5%~5%之间
减持股价弱于基准 5%-20%
卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京
南京市白下区中山东路 90 号华泰证券大厦/邮政编码：210000
电话：86 25 84457777/传真：86 25 84579778
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

北京
北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 1801/邮政编码：100032
电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

深圳
深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 18 层/邮政编码：518048
电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn

上海
上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120
电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068
电子邮件：ht-rd@mail.htsc.com.cn