

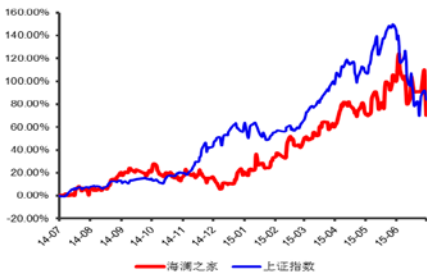
纺织服装

2015年8月12日

海澜之家（600398）15年半年报点评

评级：维持“推荐”

最近 52 周走势：



相关研究报告：

- 2014/1/10 深度报告：改变模式，改变服装，改变常识
- 2014/3/25 13 年年报点评：业绩增速远超行业，14 年有望保持高速增长
- 2014/2/12 渠道调研报告：产品+模式优势推动终端业绩
- 2014/10/24 14 年三季报点评：业绩强势增长，四季度保持乐观

报告作者：

分析师：周纪庚

执业证书编号：S0590510120016

联系人：

徐艺

电话：0510-82833337

Email: [xuyi@glsc.com.cn](mailto:xuyi@glsc.com.cn)

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。  
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件：

海澜之家公告 2015 年半年度业绩，公司 2015 年上半年实现营业收入 79.33 亿，同比增长 39.58%，归属于上市公司股东的净利润 16.66 亿，同比增长 35.68%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润 16.32 亿，同比增长 48.73%。

点评：

- **弱天气影响下不改高增长态势。**今年二季度天气情况对于服装销售来说相对不利，先是 4 月上旬起，长江中下游地区遭遇“倒春寒”，不利于春装的销售，6 月份又出现多雨天气。但是，即便这样，公司二季度增速依然保持了较高的水平，营业收入增速 40%，归属于上市公司股东的扣非后的净利润增速达到 49%，充分体现品牌的实力。
- **终端门店布局优化，单店收入持续提升。**今年上半年“海澜之家”新开门店 207 家，期末门店总数 3382 家，公司主动调整终端门店结构，一方面提升门店质量，注重开店质量，抓住近年来优质店铺拓展的黄金期，对不符合公司形象和战略的门店进行主动的扩店、移店或关店，优化门店布局，提升单店面积，15 年上半年店铺数较 14 年上半年末增长 6.89%，门店有效营业面积同比增加 18.11%；另一方面，进驻核心商圈，与 Shopping Mall 合作，与万达、上海百联、南京新百等商业龙头企业、购物中心展开全方位战略合作，为海澜之家进驻核心商业圈打下基础。15 年上半年公司单店收入同比增长近 30%，单店效率持续提升。
- **员工持股彰显对未来发展的信心。**公司近期公告拟实施第一期员工持股计划，本次员工持股计划成立后委托具有资产管理资质的机构管理，设立总资金规模不超过 4.5 亿元的资产管理计划；资产管理计划按照 2:1 的比例设立优先级份额和次级份额；员工持股计划向员工筹集资金总额不超过 1.5 亿元，用于认购资产管理计划的

次级份额；资产管理计划将用于在二级市场购买海澜之家股票。我们认为该员工持股计划体现出公司对未来发展的信心并有助于激励员工。

- **打造“国民品牌”，品牌形象已深入人心。**日本的优衣库、美国的 GAP、欧洲的 H&M、ZARA 等都是公认的国民品牌，从各国的服装发展历史可以看到，一定会有这样的国民品牌诞生，并能获得最大的市场份额。公司致力于将“海澜之家”打造为中国男装国民品牌，一方面，“海澜之家”具备“平价高质”的产品定位，另一方面，公司 14 年加大了对品牌的宣传力度，以服装赞助的形式全力支持《奔跑吧兄弟》等品牌传播活动来完成品牌服装的发展和扩张，并独家冠名《吉尼斯中国之夜》，使品牌形象深入人心。
- **与万达开启战略合作，有望获取优质渠道资源。**今年二季度，公司与万达签署了《战略合作框架协议》，双方在协议有效期内，在中国大陆范围内开展全面合作，即万达商管将在各城市进行商业广场项目的开发建设，在同等条件下优先按协议约定将项目部分区域出租给本公司，本公司将承租万达商管开发的商业广场项目部分区域，开设本公司旗下品牌卖场。万达商业拥有丰富的商业资源、强大的运营管理能力，我们认为有助于公司获取优质渠道资源，提升品牌知名度和影响力。同时，万达与公司的合作不仅仅是收取租金，更作为加盟商进行收入分成，双方将更有动力进行海澜之家品牌的推广。
- **维持“推荐”评级。**我们预计海澜之家 2015-2017 年每股收益 0.71 元、0.90 元和 1.12 元，对应当前股价市盈率分别为 23.2x、18.2x 和 14.6x，考虑到公司在行业中成长性高，经营模式优势明显，未来成长空间大，维持“推荐”评级。
- **风险因素：**（1）规模未能如期扩张的风险；（2）消费低迷导致产品严重滞销风险。

**财务报表预测与财务指标** 单位: 百万

| 利润表             | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | 资产负债表          | 2014A         | 2015E         | 2016E         | 2017E         |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 营业收入            | 12,338       | 16,391       | 20,773       | 25,748       | 现金             | 7,086         | 11,316        | 15,490        | 20,566        |
| 营业成本            | 7,417        | 9,794        | 12,395       | 15,349       | 应收款项净额         | 560           | 744           | 942           | 1,168         |
| 营业税金及附加         | 61           | 82           | 104          | 129          | 存货             | 6,086         | 6,589         | 8,377         | 10,413        |
| 销售费用            | 991          | 1,295        | 1,641        | 2,034        | 其他流动资产         | 639           | 820           | 1,039         | 1,287         |
| 管理费用            | 781          | 1,000        | 1,267        | 1,571        | <b>流动资产总额</b>  | <b>14,371</b> | <b>19,468</b> | <b>25,847</b> | <b>33,434</b> |
| <b>EBIT</b>     | <b>3,088</b> | <b>4,207</b> | <b>5,352</b> | <b>6,651</b> | 固定资产           | 2,454         | 2,461         | 2,338         | 2,181         |
| 财务费用            | 1            | -46          | -67          | -90          | 无形资产           | 349           | 335           | 321           | 307           |
| 资产减值损失          | -1           | 0            | 0            | 0            | 长期股权投资         | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 投资净收益           | 1            | 0            | 0            | 0            | 其他长期资产         | 1,032         | 1,032         | 1,032         | 1,032         |
| <b>营业利润</b>     | <b>3,126</b> | <b>4,253</b> | <b>5,419</b> | <b>6,741</b> | <b>资产总额</b>    | <b>18,530</b> | <b>23,341</b> | <b>29,544</b> | <b>36,949</b> |
| 营业外净收入          | 101          | 0            | 0            | 0            | 短期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>利润总额</b>     | <b>3,227</b> | <b>4,253</b> | <b>5,419</b> | <b>6,741</b> | 应付款项           | 6,421         | 7,907         | 10,052        | 12,495        |
| 所得税             | 848          | 1,063        | 1,355        | 1,685        | 其他流动负债         | 2,205         | 2,979         | 3,785         | 4,702         |
| <b>净利润</b>      | <b>2,379</b> | <b>3,189</b> | <b>4,064</b> | <b>5,056</b> | <b>流动负债</b>    | <b>8,626</b>  | <b>10,885</b> | <b>13,837</b> | <b>17,197</b> |
| 少数股东损益          | -5           | 0            | -10          | -10          | 长期借款           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,375</b> | <b>3,189</b> | <b>4,054</b> | <b>5,046</b> | 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             |
|                 |              |              |              |              | 其他长期负债         | 2,800         | 2,800         | 2,800         | 2,800         |
|                 |              |              |              |              | <b>负债总额</b>    | <b>11,426</b> | <b>13,685</b> | <b>16,636</b> | <b>19,997</b> |
|                 |              |              |              |              | 少数股东权益         | 64            | 64            | 72            | 80            |
|                 |              |              |              |              | 股东权益           | 7,041         | 9,592         | 12,836        | 16,872        |
|                 |              |              |              |              | <b>负债和股东权益</b> | <b>18,530</b> | <b>23,341</b> | <b>29,544</b> | <b>36,949</b> |
|                 |              |              |              |              |                |               |               |               |               |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2014A</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>现金流量表</b>   | <b>2014A</b>  | <b>2015E</b>  | <b>2016E</b>  | <b>2017E</b>  |
| <b>成长能力</b>     |              |              |              |              | 税后利润           | 2,375         | 3,189         | 4,054         | 5,046         |
| 营业收入            | 803.6%       | 32.8%        | 26.7%        | 23.9%        | 加: 少数股东损益      | 3             | 0             | 8             | 8             |
| 营业利润            | 1609.7%      | 36.0%        | 27.4%        | 24.4%        | 公允价值变动         | 1             | 0             | 0             | 0             |
| 净利润             | 0.0%         | 34.3%        | 27.1%        | 24.5%        | 折旧和摊销          | 22            | 270           | 283           | 289           |
| <b>获利能力</b>     |              |              |              |              | 营运资金的变动        | 3,055         | 1,508         | 739           | 842           |
| 毛利率(%)          | 39.9%        | 40.2%        | 40.3%        | 40.4%        | <b>经营活动现金流</b> | <b>5,456</b>  | <b>4,968</b>  | <b>5,084</b>  | <b>6,185</b>  |
| 净利率(%)          | 19.3%        | 19.5%        | 19.6%        | 19.6%        | 短期投资           | 0             | 0             | 0             | 0             |
| ROE(%)          | 33.7%        | 33.2%        | 31.6%        | 29.9%        | 长期股权投资         | 10            | 0             | 0             | 0             |
| ROA(%)          | 12.8%        | 13.7%        | 13.7%        | 13.7%        | 固定资产投资         | -2,165        | -100          | -100          | -100          |
| <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              | <b>投资活动现金流</b> | <b>-2,155</b> | <b>-100</b>   | <b>-100</b>   | <b>-100</b>   |
| 流动比率            | 1.67         | 1.79         | 1.87         | 1.94         | 股权融资           | 357           | 0             | 0             | 0             |
| 速动比率            | 0.96         | 1.18         | 1.26         | 1.34         | 负债净变化          | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 资产负债率%          | 61.7%        | 58.6%        | 56.3%        | 54.1%        | 支付股利、利息        | -854          | -638          | -811          | -1,009        |
| <b>营运能力</b>     |              |              |              |              | 其它融资现金流        | 3,546         | 0             | 0             | 0             |
| 总资产周转率          | 66.6%        | 70.2%        | 70.3%        | 69.7%        | <b>融资活动现金流</b> | <b>2,196</b>  | <b>-638</b>   | <b>-811</b>   | <b>-1,009</b> |
| 应收账款周转天数        | 16.56        | 16.56        | 16.56        | 16.56        | <b>现金净变动额</b>  | <b>5,497</b>  | <b>4,230</b>  | <b>4,173</b>  | <b>5,076</b>  |
| 存货周转天数          | 297.91       | 250.00       | 250.00       | 250.00       |                |               |               |               |               |
| <b>每股收益</b>     | <b>0.53</b>  | <b>0.71</b>  | <b>0.90</b>  | <b>1.12</b>  |                |               |               |               |               |
| 每股净资产           | 1.57         | 2.13         | 2.86         | 3.76         |                |               |               |               |               |
| <b>P/E</b>      | <b>31.1</b>  | <b>23.2</b>  | <b>18.2</b>  | <b>14.6</b>  |                |               |               |               |               |
| <b>P/B</b>      | <b>10.5</b>  | <b>7.7</b>   | <b>5.8</b>   | <b>4.4</b>   |                |               |               |               |               |

数据来源: 国联证券研究所

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

| 类别         | 级别   | 定义  |
|------------|------|---|
| 股票<br>投资评级 | 强烈推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上  |
|            | 推荐   | 股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上  |
|            | 谨慎推荐 | 股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上   |
|            | 观望   | 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%                                |
|            | 卖出   | 股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上                                      |
| 行业<br>投资评级 | 优异   | 行业指数在未来6个月内强于大盘   |
|            | 中性   | 行业指数在未来6个月内与大盘持平  |
|            | 落后   | 行业指数在未来6个月内弱于大盘   |
|            | 关注   | 不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会 |

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。