

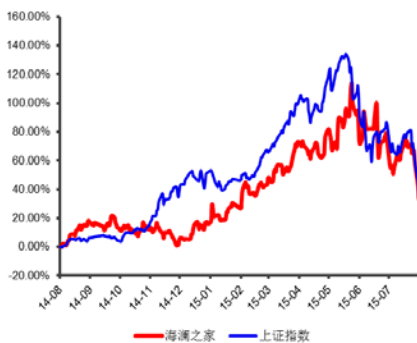
纺织服装

2015年8月26日

海澜之家（600398）事件点评

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
- 2015/8/12 15 年半年报点评：保持高速增长态势，终端布局优化

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

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：

海澜之家公告员工持股购买完毕，累计购买公司股票 29,271,298 股，占公司总股本的比例为 0.65%，成交均价约为人民币 15.20 元/股。

点评：

- **员工持股彰显对未来发展的信心。**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，而且员工持股购买均价在 15.2 元，24 日收盘价为 12.5 元，当前价远低于员工持股价。
- **经济疲弱有利于公司扩大市场份额。**我们认为弱势的宏观经济和消费环境对海澜之家是有利的发展环境，优衣库的崛起正是在日本大萧条期，海澜之家也有望以“平价高质”的服装，抢占市场份额。另一方面，海澜之家有望获得其他品牌让出的优质店铺，渠道布局将得到提升。
- **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的战略合作，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。
- **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 17.6x、13.9x 和 11.2x，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，我们认为当前估值具备较高的安全边际，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	流动资产总额	14,371	19,468	25,847	33,434
EBIT	3,088	4,207	5,352	6,651	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
营业利润	3,126	4,253	5,419	6,741	资产总额	18,530	23,341	29,544	36,949
营业外净收入	101	0	0	0	短期借款	0	0	0	0
利润总额	3,227	4,253	5,419	6,741	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
净利润	2,379	3,189	4,064	5,056	流动负债	8,626	10,885	13,837	17,197
少数股东损益	-5	0	-10	-10	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	2,375	3,189	4,054	5,046	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	2,800	2,800	2,800	2,800
					负债总额	11,426	13,685	16,636	19,997
					少数股东权益	64	64	72	80
					股东权益	7,041	9,592	12,836	16,872
					负债和股东权益	18,530	23,341	29,544	36,949
主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力					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
获利能力					营运资金的变动	3,055	1,508	739	842
毛利率(%)	39.9%	40.2%	40.3%	40.4%	经营活动现金流	5,456	4,968	5,084	6,185
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
偿债能力					投资活动现金流	-2,155	-100	-100	-100
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
营运能力					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%	融资活动现金流	2,196	-638	-811	-1,009
应收账款周转天数	16.56	16.56	16.56	16.56	现金净变动额	5,497	4,230	4,173	5,076
存货周转天数	297.91	250.00	250.00	250.00					
每股收益	0.53	0.71	0.90	1.12					
每股净资产	1.57	2.13	2.86	3.76					
P/E	23.6	17.6	13.9	11.1					
P/B	8.0	5.9	4.4	3.3					

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 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 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。