

证券研究报告—动态报告

纺织服装及日化

服装 II

海澜之家 (600398)

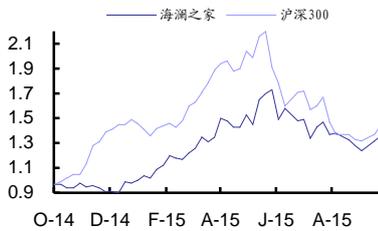
买入

2015 年三季度报点评

(维持评级)

2015 年 10 月 20 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	4,493/1,531
总市值/流通 (百万元)	67,167/22,892
上证综指/深圳成指	3,387/11,391
12 个月最高/最低元)	21.06/9.11

相关研究报告:

- 《海澜之家-600398-2015 年半年报点评: 经营质量优秀, 外延与内生并举驱动高成长》——2015-08-12
- 《海澜之家-600398-2015 年一季报点评: 经营表现靓丽, 国民品牌可期》——2015-04-30
- 《海澜之家-600398-2014 年年报点评: 逆势高确定性成长, 推动价值持续重估》——2015-03-03
- 《海澜之家-600398-2014 年业绩预告点评: 业绩符合预期, 看好未来高确定性成长》——2015-01-27
- 《海澜之家-600398-2014 年三季报点评: Q3 继续高增长, 受益于行业集中度提升》——2014-10-24

证券分析师: 朱元

电话: 021-60933162  
E-MAIL: zhuyuan2@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980513070005

联系人: 郭陈杰

电话: 021-60875168  
E-MAIL: guocj@guosen.com.cn

独立性声明:

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, 特此声明。

财报点评

三季报表现靓丽, 积极推进供应链整合

● 三季报业绩增长 42%, 现金流持续优异

公司 2015 年 1~9 月实现营收 113.25 亿元, 同比增长 39.0%, 归母净利润 22.9 亿元, 同比增长 42%, 折合 EPS 0.51 元, 扣非净利润增长 51%, 靠近此前业绩预告区间上限; 其中 Q3 营收增长 37.8%, 净利润同比增长 61.9%, 增速较 Q2 提升明显。Q3 净利率同比提升 2.6pct, 由于 Q3 广告费用相对较低, 销售费用率同比下降 4.2pct, 另外管理费用率下降 2.5 pct, Q3 毛利率受圣凯诺 (毛利较高) 同比下滑较多影响, 下降 3.2pct 至 36.1%。公司 1~9 月净利润增速低于扣非增速, 主要系营业外收入同比减少 1.2 亿, 与去年同期存在重组合并收益有关。公司经营性现金流量净额同比增长 264% 至 9 亿, 手持现金 61.8 亿, 现金流状况持续优异。

● Q3 渠道扩张步伐加快, 内生增长动力强劲

主品牌“海澜之家”上半年新开门店 207 家 (净增 34 家), Q3 扩张步伐有所加快, 新开门店预计 150 家以上 (净增 60 家以上), 全年预计将新开 450 家以上。同时, 通过连续三季赞助冠名《奔跑吧兄弟》, 品牌影响力获得有效提升, 主品牌单店效益亦提升显著, 预计前三季度同店增速达 30% 以上, 内生增长动力强劲。另外, 爱居兔、百依百顺下半年渠道规模预计变化不大, 销售增长将主要来自内生驱动。

● 独特产业链模式构筑高壁垒, 积极推进供应链整合

从未来发展空间看, 由于公司在全国多数省份门店数量仍然较小, 渠道渗透率仍有较大提升空间, 为延续逆势扩张提供保障, 未来将主攻华南、东北区域。公司依托于独特产业链模式, 整合上游优质供应商, 提升供应商产品研发及精细化管理能力, 真正打造极致性价比产品, 树立国民品牌地位。另外, 公司拟投资 13 亿元建设智能化物流仓库, 将有效提升供应链支持能力与电商配送效率, 并贡献稳定财务效益。

● 风险提示

消费环境持续疲软; 门店扩张不达预期; 经营效率持续下滑。

● 看好未来两年高确定性成长, 维持买入评级

公司具有突出成长性与夯实基本面, 凭借独特经营模式打造高性价比优势, 通过类直营门店管理模式, 对上下游供应链整合能力逐步增强, 核心竞争能力突出, 逆势扩张有望延续, 我们看好其未来两年高确定性成长。我们维持公司 15~17 年 EPS0.70/0.90/1.08 元的盈利预测, 对应 15 年 PE 21.3X, 维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,365	12,338	16,707	20,976	25,204
(+/-%)	-0.2%	803.6%	35.4%	25.5%	20.2%
净利润(百万元)	142	2,375	3,154	4,022	4,865
(+/-%)	35.6%	1575.5%	32.8%	27.5%	21.0%
摊薄每股收益 (元)	0.03	0.53	0.70	0.90	1.08
EBIT Margin	11.6%	25.4%	24.3%	24.7%	24.9%
净资产收益率 (ROE)	6.6%	33.7%	33.0%	32.0%	30.0%
市盈率 (PE)	473.9	28.3	21.3	16.7	13.8
EV/EBITDA	269.3	23.4	18.9	15.3	13.1
市净率 (PB)	31.1	9.5	22.0	18.0	16.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	7086	11187	12886	15910
应收款项	560	687	862	1036
存货净额	6086	8040	9890	11677
其他流动资产	639	835	1049	1260
<b>流动资产合计</b>	<b>14371</b>	<b>20750</b>	<b>24687</b>	<b>29883</b>
固定资产	2778	3316	3746	4142
无形资产及其他	349	340	332	323
投资性房地产	1032	1032	1032	1032
长期股权投资	0	10	20	30
<b>资产总计</b>	<b>18530</b>	<b>25448</b>	<b>29816</b>	<b>35410</b>
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	6421	7772	9561	11288
其他流动负债	2205	3106	3879	4655
<b>流动负债合计</b>	<b>8626</b>	<b>10878</b>	<b>13439</b>	<b>15943</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2800	2800	2800	2800
<b>长期负债合计</b>	<b>2800</b>	<b>2800</b>	<b>2800</b>	<b>2800</b>
<b>负债合计</b>	<b>11426</b>	<b>13678</b>	<b>16239</b>	<b>18742</b>
少数股东权益	64	64	64	64
股东权益	7041	42059	3247	12
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>18530</b>	<b>55800</b>	<b>19550</b>	<b>18818</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.53	0.70	0.90	1.08
每股红利	0.19	0.53	0.67	0.81
每股净资产	1.57	1.70	1.80	2.00
ROIC	49%	45%	43%	41%
ROE	34%	33%	32%	30%
毛利率	40%	41%	42%	43%
EBIT Margin	25%	24%	25%	25%
EBITDA Margin	27%	26%	26%	26%
收入增长	804%	35%	26%	20%
净利润增长率	1576%	33%	28%	21%
资产负债率	62%	25%	83%	100%
息率	1%	4%	4%	5%
P/E	28.3	21.3	16.7	13.8
P/B	9.5	22.0	18.0	16.0
EV/EBITDA	23.9	18.9	15.3	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>12338</b>	<b>16707</b>	<b>20976</b>	<b>25204</b>
营业成本	7417	9887	12167	14347
营业税金及附加	61	109	136	164
销售费用	991	1671	2223	2823
管理费用	781	978	1267	1597
财务费用	(87)	(91)	(120)	(144)
投资收益	1	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(50)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	3126	4155	5302	6417
营业外净收支	101	50	60	70
<b>利润总额</b>	<b>3227</b>	<b>4205</b>	<b>5362</b>	<b>6487</b>
所得税费用	848	1051	1341	1622
少数股东损益	4	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2375</b>	<b>3154</b>	<b>4022</b>	<b>4865</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>2375</b>	<b>3154</b>	<b>4022</b>	<b>4865</b>
资产减值准备	44	(50)	0	0
折旧摊销	197	221	279	312
公允价值变动损失	50	0	0	0
财务费用	(87)	(91)	(120)	(144)
营运资本变动	3086	(76)	323	331
其它	(41)	60	10	(4)
<b>经营活动现金流</b>	<b>5711</b>	<b>3309</b>	<b>4634</b>	<b>5505</b>
资本开支	(2309)	(700)	(700)	(700)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2299)</b>	<b>(710)</b>	<b>(710)</b>	<b>(710)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(854)	900	900	900
其它融资现金流	3792	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>2085</b>	<b>(900)</b>	<b>(900)</b>	<b>(900)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>5497</b>	<b>1699</b>	<b>3024</b>	<b>3895</b>
货币资金的期初余额	1589	7086	11187	12886
货币资金的期末余额	7086	8785	14211	16781
企业自由现金流	4047	2493	3788	4648
权益自由现金流	7839	2562	4000	4756

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

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，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>汽车及零部件</b>	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				