

## 继续高增长, 领跑全行业

- **业绩总结:** 公司 2015Q3 实现营业收入 113.2 亿元, 同比增长 39%; 实现净利润 22.9 亿元, 同比增长 42%, 扣非后净利润增长 51%, 每股收益 0.51 元, 业绩增长超出预期。
- **业绩增长超出预期, 继续领跑行业:** 公司第三季度收入同比增长 37.8%, 环比和同比均超预期。三季度圣凯诺和爱居兔两个品牌依然增长较缓, 主要靠海澜之家主品牌和百衣百顺支撑高增长, 我们判断增速分别在 40%和 150%之上。预计海澜主品牌终端同店增速+20%, 在同类服装企业中表现亮眼。随着消费者日趋理性, 公司将凭借“高性价比、快时尚”的定位、高效的供应链体系继续构筑模式壁垒, 特别是百衣百顺超高性价比购物超市的模式未来还有很大空间。
- **门店改造、渠道调整, 面积增长放缓:** 今年以来, 公司大力改造终端门店, 前三季度关闭、调整门店 200 余家, 导致净增加门店较预期低。门店结构调整力度大, 主因是在实体门店租金下滑的情况下, 公司抓紧小店换大店的机遇, 推动渠道升级。但同时, 由于开店前期在签约、装修等方面会耗费一定时间, 因此前三季度门店净增加数不及预期, 面积增速预计在个位数。我们草根调研发现, 今年小的零售和服装门店大规模退出市场, 租金增长缓慢甚至部分地区租金明显下降, 目前是门店转换的绝佳时期。我们判断关店情况在今年达到高峰, 目前加盟商排队 1000 余家, 公司有充足的后续开店资源, 明年门店和面积增长预计将有所好转。
- **推出员工持股计划, 安全边际高:** 今年 8 月公司推出第一期员工持股计划, 参与对象涉及公司董事、监事、高级管理人员, 董事总经理、董秘等高管均有认购, 共计 404 人, 出资额 1.5 亿元, 两倍杠杆。其中公司董监高所占比例 34.4%, 其他员工占比 65.6%。本次员工持股计划占公司股本总数的 0.65%, 成交均价约为人民币 15.20 元/股, 部分股票锁定期为 12 个月。目前公司股价接近员工持股计划成交均价, 安全边际较高。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.71 元、0.93 元和 1.22 元, 对应 PE 为 22 倍、17 倍和 13 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端售罄率降低, 产品出现大规模滞销的风险; 管理能力跟不上规模扩张速度的风险。

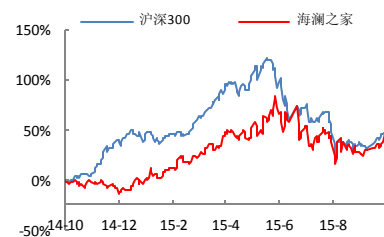
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	12338.44	16728.43	22790.51	31183.79
增长率	803.62%	35.58%	36.24%	36.83%
归属母公司净利润(百万元)	2374.77	3208.84	4189.58	5487.17
增长率	1575.50%	35.12%	30.56%	30.97%
每股收益 EPS(元)	0.53	0.71	0.93	1.22
净资产收益率 ROE	33.49%	25.77%	27.86%	29.78%
PE	30	22	17	13
PB	9.95	5.68	4.70	3.83

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn  
联系人: 蔡欣  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	44.93
流通 A 股(亿股)	15.31
52 周内股价区间(元)	9.11-21.06
总市值(亿元)	706.71
总资产(亿元)	206.50
每股净资产(元)	1.70

### 相关研究

1. 海澜之家(600398): 业绩增长符合预期, 终端经营效率继续提升 (2015-08-11)
2. 海澜之家(600398): 模式壁垒高, 成长空间大 (2015-05-20)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	12338.44	16728.43	22790.51	31183.79	净利润	2378.97	3208.84	4189.58	5487.17
营业成本	7417.11	10107.84	13737.67	18754.47	折旧与摊销	218.85	631.46	760.47	924.79
营业税金及附加	61.43	90.33	127.63	180.87	财务费用	-87.23	-148.87	-196.37	-248.35
销售费用	991.07	1388.46	1959.98	2868.91	资产减值损失	50.42	70.00	80.00	100.00
管理费用	780.54	1129.17	1686.50	2401.15	经营营运资本变动	893.14	-2469.92	224.37	171.39
财务费用	-87.23	-148.87	-196.37	-248.35	其他	-1530.75	-70.38	-86.24	-110.32
资产减值损失	50.42	70.00	80.00	100.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1923.41</b>	<b>1221.13</b>	<b>4971.82</b>	<b>6324.68</b>
投资收益	1.33	3.00	6.00	10.00	资本支出	-2132.45	-720.00	-930.00	-1140.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	2645.78	3.00	6.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>513.33</b>	<b>-717.00</b>	<b>-924.00</b>	<b>-1130.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>3126.43</b>	<b>4094.50</b>	<b>5401.10</b>	<b>7136.75</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	100.63	5.97	-8.34	-30.51	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>3227.06</b>	<b>4100.47</b>	<b>5392.75</b>	<b>7106.24</b>	股权融资	5431.22	0.00	0.00	0.00
所得税	848.09	891.63	1203.17	1619.07	支付股利	-853.62	-1187.39	-1604.42	-2094.79
净利润	2378.97	3208.84	4189.58	5487.17	其他	-5431.12	3473.51	196.37	248.35
少数股东损益	4.20	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-853.52</b>	<b>2286.13</b>	<b>-1408.05</b>	<b>-1846.44</b>
归属母公司股东净利润	2374.77	3208.84	4189.58	5487.17	<b>现金流量净额</b>	<b>1583.53</b>	<b>2790.25</b>	<b>2639.76</b>	<b>3348.24</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	7086.13	9876.38	12516.14	15864.39	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1141.71	1710.16	2350.81	3105.59	销售收入增长率	803.62%	35.58%	36.24%	36.83%
存货	6086.28	8291.59	11270.37	15387.34	营业利润增长率	1609.78%	30.96%	31.91%	32.14%
其他流动资产	57.21	77.57	105.68	144.60	净利润增长率	1522.47%	34.88%	30.56%	30.97%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1145.09%	40.49%	30.33%	30.98%
投资性房地产	544.61	544.61	544.61	544.61	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	2778.13	2885.84	3073.25	3307.20	毛利率	39.89%	39.58%	39.72%	39.86%
无形资产和开发支出	349.04	352.08	365.12	388.15	三费率	13.65%	14.16%	15.14%	16.10%
其他非流动资产	487.33	485.11	479.21	467.43	净利率	19.28%	19.18%	18.38%	17.60%
<b>资产总计</b>	<b>18530.43</b>	<b>24223.35</b>	<b>30705.18</b>	<b>39209.30</b>	ROE	33.49%	25.77%	27.86%	29.78%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.84%	13.25%	13.64%	13.99%
应付和预收款项	8497.66	8797.85	12631.61	17656.40	ROIC	652.06%	173.48%	112.96%	122.74%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	26.41%	27.36%	26.17%	25.06%
其他负债	2928.32	2974.96	3037.87	3124.82	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>11425.99</b>	<b>11772.81</b>	<b>15669.48</b>	<b>20781.22</b>	总资产周转率	1.13	0.78	0.83	0.89
股本	4492.76	4492.76	4492.76	4492.76	固定资产周转率	7.96	6.79	9.04	11.83
资本公积	2017.40	2017.40	2017.40	2017.40	应收账款周转率	43.16	24.94	23.40	24.11
留存收益	3855.33	5876.78	8461.94	11854.32	存货周转率	2.23	1.41	1.40	1.41
归属母公司股东权益	7040.85	12386.94	14972.11	18364.48	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	115.84%	—	—	—
少数股东权益	63.60	63.60	63.60	63.60	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>7104.45</b>	<b>12450.54</b>	<b>15035.70</b>	<b>18428.08</b>	资产负债率	61.66%	48.60%	51.03%	53.00%
负债和股东权益合计	18530.43	24223.35	30705.18	39209.30	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.67	2.22	2.04	1.92
					速动比率	0.96	1.30	1.16	1.06
					股利支付率	35.95%	37.00%	38.30%	38.18%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	3258.06	4577.09	5965.20	7813.19	每股收益	0.53	0.71	0.93	1.22
PE	29.76	22.02	16.87	12.88	每股净资产	1.58	2.77	3.35	4.10
PB	9.95	5.68	4.70	3.83	每股经营现金	0.43	0.27	1.11	1.41
PS	5.73	4.22	3.10	2.27	每股股利	0.19	0.26	0.36	0.47
EV/EBITDA	18.88	12.83	9.40	6.75					
股息率	1.21%	1.68%	2.27%	2.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn