

增速环比放缓，但发展呈良性

- **业绩总结:** 2015年公司实现营收158.3亿元,同比增长28.3%,实现净利润29.5亿元,同比增长24.4%。其中Q4出现增速下滑,收入同增7.4%,低于预期,主因是15年底暖冬气候导致羽绒服等销量低于预期。每10股派发现金红利3.3元(含税)。同时公司发布16年一季报,16Q1实现营收51.3亿元,同比增11.9%,实现净利润9.6亿元,同增10.3%,略低于预期,主因是圣凯诺收入同比下滑了37.5%,拖累业绩。
- **增速有所回落,但发展呈良性:** 分品牌看,2015年主品牌海澜之家维持了27.2%的增长,虽环比下降,但仍高于行业平均,同店增速近13%。增速环比下滑的原因在于1)15年海澜之家门店增长仅165家(合计达3517家),门店面积仅增长11.2%,较往年门店拓展进度有所放缓。2)受暖冬影响,支撑销量的冬装品类在第四季度出现一定滞销,造成存货上升,销售收入同比下滑。其他品牌,百依百顺以超廉价的定位快速拓展,实现了62.5%的增长,圣凯诺和爱居兔两个品牌依然增长较缓。一季度受订单影响,圣凯诺营收出现下滑,我们判断短期内圣凯诺难有爆发式的增长,保持平稳性个位数增幅的概率较大。长期来看,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,爱居兔和百衣百顺将为公司业绩贡献客观增量。
- **15年开店放缓,16年重回开店增长期:** 这主要是由于15年公司贯彻“关小店、开大店”的策略,对门店地址和门店面积进行大幅调整所致。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,因此门店净增加数不及预期。根据终端销售情况,15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下降,因此是门店转换的绝佳时期。15年门店调整完毕,预计16年开店重回快速增长期。海澜之家品牌预计净增加门店400家,其中一季度净增160家;爱居兔和百衣百顺合计预增300家,在一季度完成净开店75家。
- **高管大比例增持,筑底安全边际:** 自2016年3月1日起6个月内,在股价不超过13元/股的范围内,公司董事长、总经理、董事、财务总监、董秘通过二级市场增持公司股份合计不低于3000万股不超过1亿股。目前已经完成1500万股的购买,增持价在11元左右。此外,公司还在去年完成第一期员工持股计划,涉及股份近3000万股,成交均价为15.2元/股。此次高管增持计划及员工持股计划均彰显了公司对未来发展的信心,为股价提供了较高的安全边际。
- **盈利预测及评级:** 考虑到环比增速有所放缓,我们下调盈利预测。预计公司2016-2017年EPS分别为0.82元、0.99元,对应2016年动态PE13倍,给予公司16年20倍PE,目标价16.4元,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 终端售罄率降低导致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	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	15830.11	19027.79	23499.32	29374.15
增长率	28.30%	20.20%	23.50%	25.00%
归属母公司净利润(百万元)	2953.13	3666.96	4467.23	5466.94
增长率	24.35%	24.17%	21.82%	22.38%
每股收益EPS(元)	0.66	0.82	0.99	1.22
净资产收益率ROE	35.36%	27.02%	28.21%	29.35%
PE	16	13	11	9
PB	5.81	3.58	3.07	2.61

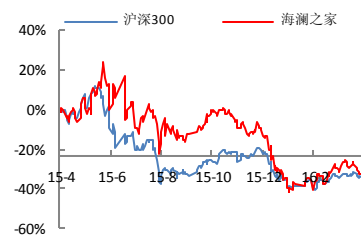
数据来源: Wind, 西南证券

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)	9.3-21.06
总市值(亿元)	485.67
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): 继续高增长,领跑全行业 (2015-10-21)
2. 海澜之家(600398): 业绩增长符合预期,终端经营效率持续提升 (2015-08-11)
3. 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)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	15830.11	19027.79	23499.32	29374.15	净利润	2954.07	3666.96	4467.23	5466.94
营业成本	9455.07	11283.48	13817.60	17183.88	折旧与摊销	252.47	528.53	679.21	854.37
营业税金及附加	90.47	102.75	131.60	170.37	财务费用	-100.35	-168.57	-219.92	-268.85
销售费用	1347.07	1636.39	2067.94	2702.42	资产减值损失	137.22	150.00	180.00	200.00
管理费用	966.52	1236.81	1597.95	2114.94	经营营运资本变动	236.38	-2187.50	850.19	70.04
财务费用	-100.35	-168.57	-219.92	-268.85	其他	-692.62	-151.93	-186.53	-209.91
资产减值损失	137.22	150.00	180.00	200.00	经营活动现金流净额	2787.16	1837.48	5770.18	6112.58
投资收益	2.40	3.00	6.00	10.00	资本支出	-656.46	-720.00	-930.00	-1140.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	181.39	3.00	6.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-475.07	-717.00	-924.00	-1130.00
营业利润	3936.52	4789.94	5930.15	7281.40	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	57.67	64.32	49.27	21.29	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	3994.19	4854.26	5979.42	7302.69	股权融资	3324.64	0.00	0.00	0.00
所得税	1040.12	1187.30	1512.18	1835.75	支付股利	-1482.00	-1771.88	-2200.18	-2680.34
净利润	2954.07	3666.96	4467.23	5466.94	其他	-3549.89	3490.78	219.92	268.85
少数股东损益	0.94	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-1707.25	1718.90	-1980.25	-2411.49
归属母公司股东净利润	2953.13	3666.96	4467.23	5466.94	现金流量净额	605.59	2839.39	2865.92	2571.10
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	7945.53	10784.92	13650.84	16221.94	成长能力				
应收和预付款项	1300.90	1785.28	2079.21	2615.71	销售收入增长率	28.30%	20.20%	23.50%	25.00%
存货	9579.73	11431.18	13999.24	17409.82	营业利润增长率	25.91%	21.68%	23.80%	22.79%
其他流动资产	28.99	34.85	43.04	53.80	净利润增长率	24.17%	24.13%	21.82%	22.38%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	25.49%	25.96%	24.07%	23.12%
投资性房地产	520.70	520.70	520.70	520.70	获利能力				
固定资产和在建工程	3090.57	3312.75	3592.94	3908.84	毛利率	40.27%	40.70%	41.20%	41.50%
无形资产和开发支出	366.64	370.70	384.76	408.82	三费率	13.98%	14.21%	14.66%	15.48%
其他非流动资产	608.68	593.91	575.45	551.12	净利率	18.66%	19.27%	19.01%	18.61%
资产总计	23441.74	28834.27	34846.18	41690.74	ROE	35.36%	27.02%	28.21%	29.35%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.60%	12.72%	12.82%	13.11%
应付和预收款项	12444.67	12606.15	16331.90	20364.51	ROIC	467.76%	151.26%	117.85%	131.42%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	25.83%	27.07%	27.19%	26.78%
其他负债	2643.36	2657.13	2676.22	2701.58	营运能力				
负债合计	15088.03	15263.28	19008.12	23066.09	总资产周转率	0.75	0.73	0.74	0.77
股本	4492.76	4492.76	4492.76	4492.76	固定资产周转率	6.49	7.38	8.20	9.38
资本公积	2017.40	2017.40	2017.40	2017.40	应收账款周转率	28.72	26.97	26.78	27.32
留存收益	5101.21	6996.29	9263.35	12049.95	存货周转率	1.21	1.07	1.09	1.09
归属母公司股东权益	8289.17	13506.46	15773.52	18560.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.91%	—	—	—
少数股东权益	64.54	64.54	64.54	64.54	资本结构				
股东权益合计	8353.70	13570.99	15838.05	18624.65	资产负债率	64.36%	52.93%	54.55%	55.33%
负债和股东权益合计	23441.74	28834.27	34846.18	41690.74	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.51	1.89	1.81	1.77
					速动比率	0.74	0.99	0.96	0.92
					股利支付率	50.18%	48.32%	49.25%	49.03%
					每股指标				
					每股收益	0.66	0.82	0.99	1.22
					每股净资产	1.86	3.02	3.53	4.15
					每股经营现金	0.62	0.41	1.28	1.36
					每股股利	0.33	0.39	0.49	0.60
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	4088.64	5149.89	6389.44	7866.92					
PE	16.45	13.24	10.87	8.88					
PB	5.81	3.58	3.07	2.61					
PS	3.07	2.55	2.07	1.65					
EV/EBITDA	9.42	6.93	5.14	3.85					
股息率	3.05%	3.65%	4.53%	5.52%					

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 (地区销售总监)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

广深地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn