

## 雅戈尔 2015 年报及 2016 一季报点评：全渠道战略下服装业绩企稳，地产开发及产业投资推动利润快速增长

年报及一季报点评：

### 1. 雅戈尔发布 2015 年报：

2015 年公司实现营业收入 145.27 亿元，同比下降 8.65%，实现归母净利润 43.71 亿元，同比增长 38.23%。2015 年公司每 10 股派发 8 元现金股利，派息率为 40.82%；按照当前股价计算，股息率为 5.27%。

### 2. 雅戈尔发布 2016 年一季报：

2016 年第一季度，公司实现营业收入 55.58 亿元，同比下降 11.41%；实现归母净利润 24.47 亿元，同比增长 76.30%；实现扣非后净利润 12.31 亿元，同比上升 63.27%。一季度净利润上升主要由于（1）结算的房产项目平均毛利率较去年同期大幅上升，实现扣费净利润 10.39 亿元，同比上升 213.22%；（2）以及 2016 年雅戈尔对联创电子的投资由长期股权投资变更为可供出售金融资产，产生投资收益 12.42 亿元，占 2016 一季度投资收益的 78.01%。

## 二、我们的观点

### 1. 品牌服饰板块：推进 O2O 战略和全产业链布局，去库存致使毛利率下滑。

在国内经济增速放缓，服装类零售消费持续下滑的大背景下，雅戈尔布局大会员全渠道运营模式，积极推进“O2O 平台建设”。公司 2015 年品牌服装收入达到 42.33 亿元，同比提升 2.43%。由于消费市场不景气，在去库存压力下产品降价，毛利率有所下滑，2015 年品牌服装毛利率为 64.88%，比去年减少 3.73pp，主要是主品牌雅戈尔毛利率下降了 3.70pp 至 65.17%。

2016 年一季度由于市场需求的持续疲软以及公司去库存的继续，服装类实现收入 0.32 亿元，净利润 2.08 亿元，分别同比下滑 12.03% 以及 28.12%。

雅戈尔 (600177.SH)

**推荐** 维持评级

### 分析师

马莉

☎：(8610) 6656 8489

✉：mali\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012  
2015

特此鸣谢

陈腾曦 (8621) 2025 2682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川 (8621) 6859 7610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

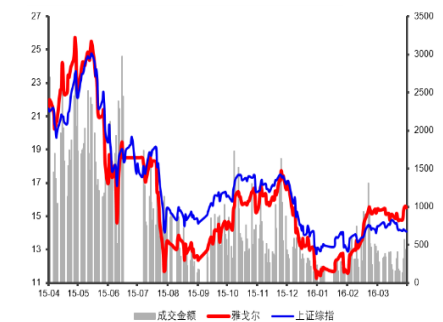
对本报告的编制提供信息

### 市场数据

时间 2016.04.29

A 股收盘价(元)	15.18
A 股一年内最高价(元)	25.87
A 股一年内最低价(元)	11.00
上证指数	2,938.32
总股本(万股)	255,817.67
实际流通 A 股(万股)	222,661.17
限售的流通 A 股(万股)	33,156.50
流通 A 股市值(亿元)	337.99

### 相对指数表现图



资料来源：wind 中国银河证券研究部

**表 1：雅戈尔服装板块业绩情况（单位：百万元）**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q1
<b>服装板块营业收入</b>	<b>3020.7</b>	<b>5856.7</b>	<b>5526.6</b>	<b>6038.5</b>	<b>6197.0</b>	<b>4583.0</b>	<b>4593.0</b>	<b>4396.0</b>	<b>4460.6</b>	
YOY		93.90%	-5.60%	9.30%	2.60%	-26.00%	0.20%	-4.29%	1.48%	
收入占比	42.90%	54.30%	45.00%	41.60%	53.70%	42.70%	30.30%	27.64%	30.70%	
<b>其中：品牌服装收入</b>	<b>1889.7</b>	<b>2171.4</b>	<b>2576.2</b>	<b>3058.1</b>	<b>3666.0</b>	<b>4083.0</b>	<b>4268.9</b>	<b>4133.0</b>	<b>4233.1</b>	<b>1042.1</b>
YOY		14.90%	18.60%	18.70%	19.90%	11.40%	4.60%	-3.18%	2.43%	-12.03%
直营店收入（自营+商场专柜）					3052.2	3307.3	3307.3	3430.4	3565.4	
自营专卖店收入					1615.7	1714.9	1714.9	1694.5		
商场专柜收入					1436.5	1592.4	1592.4	1735.9		
加盟收入					342.7	326.7	326.7	300	214.4	
团购收入					417.5	449.1	449.1	402.6	453.4	
<b>毛利率</b>	<b>21.40%</b>	<b>30.00%</b>	<b>31.70%</b>	<b>36.40%</b>	<b>45.50%</b>	<b>60.70%</b>	<b>60.00%</b>	<b>69.00%</b>	<b>64.88%</b>	
<b>净利润</b>	<b>446.0</b>	<b>694.4</b>	<b>536.0</b>	<b>937.2</b>	<b>691.0</b>	<b>818.0</b>	<b>643.6</b>	<b>653.0</b>	<b>651.4</b>	<b>208.3</b>
YOY		30.00%	56.00%	-23.00%	75.00%	-26.00%	18.00%	-21.30%	1.46%	-0.23%
<b>其中：服装代工收入</b>	<b>1131.0</b>	<b>3758.8</b>	<b>3016.2</b>	<b>3040.5</b>	<b>2467.0</b>	<b>441.0</b>	<b>246.0</b>	<b>263.0</b>	<b>227.5</b>	
YOY		232.30%	-19.80%	0.80%	-18.90%	-82.10%	-44.20%	6.91%	-13.49%	

资料来源：公司公告，银河证券研究部

公司为服装业务制定了“4个1000”的战略发展规划，希望在未来五年左右的时间，发展1,000万名年消费额在1,000元以上的活跃会员、1,000家年销售额在1,000万元以上的营销平台。雅戈尔实施O2O及“4个1000”战略的具体措施包括：

**(1) 落实“开大店、设大厅”的平台战略，优化渠道结构，推广会员规模发展。**截止2015年底，雅戈尔各品牌网点个数3,237个，较年初增加155个；营业面积349,323平方米。其中直营网点数量为2,770个，包括自营网点925个和商场网点1,845个。电商业务方面，新开通1号店、苏宁易购、工行融E购、亚马逊、淘宝C店等网上销售渠道，并整合线上线下资源开展联合推广。品牌会员增长迅速，截止2015年底，雅戈尔龙马·汇会员达到209.89万人，会员消费金额22.99亿元，占比达46.32%。

**表 2：雅戈尔渠道数量变化情况**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q1
<b>总渠道数量</b>	<b>1624.0</b>	<b>1808.0</b>	<b>1922.0</b>	<b>2145.0</b>	<b>2302.0</b>	<b>2719.0</b>	<b>2935.0</b>	<b>3082.0</b>	<b>3237.0</b>	<b>3237.0</b>
YOY		11.30%	6.30%	11.60%	7.30%	18.10%	7.90%	5.01%	5.03%	-1.08%
自营专卖店数量			473.0	506.0	573.0	795.0	815.0	820.0	925.0	947.0
商场专柜数量			990.0	1158.0	1302.0	1473.0	1650.0	1794.0	1845.0	1794.0
加盟渠道数量			495.0	481.0	480.0	451.0	470.0	468.0	467.0	461.0

资料来源：公司公告，银河证券研究部

**(2) 全产业链的布局助力 O2O 推进。**一方面，公司巩固自有产业链的协同优势：2015年毛纺企业顺利搬迁至嵊州工业园，下一步产能将向琨春基地转移，未来将形成宁波为研发定制中心、琨春为成本规模中心的双向驱动产业集群，打造柔性产业链。另一方面，公司拓展与外部供应链的合作，邀请上下游92家供应商探索创建服装供应链产业联盟。

**(3) 公司库货去化卓有成效：2015年底品牌服装期末存货17.52亿元，同比减少7.45%。**公司充分利用自营渠道的快速反应和协同优势，及时分析销售中的缺货、滞销等情况，采取追单产品调剂、季节性产品调剂、常规货源调剂、价值营销等手段加以平衡调整，提升产品发销率，有效降低库存。除了降低价格和拓展渠道以外，公司还在2015年成立商品部，初步搭建完成产品全程跟踪管理框架，及时对缺货和滞销情况加以分析调整。

**2. 地产板块：净利润翻三番，源于房价上涨和纺织城地块收储。**

2015年房地产市场形势有所好转，公司实现了去库存与增效益并重，地产业务收入94.83亿元，同比减少10.74%；实现净利润10.18亿元，同比增长733.46%。净利润大幅上升的

原因除房价上涨外，还由于本期纺织城地块被宁波市鄞州区土地储备中心收储，收购补偿费为 11.6 亿元，实现净利润 5.77 亿元。

2016 年 Q1，公司实现太阳城四期等项目交付，实现营收 44.19 亿元，同比下降 11.04%。由于报告期内结算的房产项目平均毛利率较去年同期大幅上升，实现扣费净利润 10.39 亿元，同比上升 213.22%。

**表 3：地产板块历史盈利情况（单位：百万元）**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q1
营业收入	2185	3466	5196	6853	3636	5158	9865	11114	9807	4419
YOY		58.60%	49.90%	31.90%	-46.90%	41.80%	91.30%	12.66%	-11.76%	-11.04%
净利润	274	781	1191.0	679.0	572.0	1009.0	1166.0	122.0	1018.0	1050.0
YOY		184.80%	52.50%	-43.00%	-15.90%	76.50%	15.60%	-89.54%	733.76%	201.48%
预售收入						8026	14783	6208	5985	1806

资料来源：公司公告，银河证券研究部

**表 4：2015 年内房地产开发情况**

序号	地区	项目	在建项目/新开工项目/竣工项目	项目规划计容建筑面积 (万平方米)	总建筑面积 (万平方米)	在建建筑面积 (万平方米)	已竣工面积 (万平方米)	总投资额 (亿元)	报告期实际投资额 (亿元)
1	宁波	东海府注1	竣工项目	21.17	31.85	-	31.85	35.06	2.18
2	宁波	新东城	在建项目	9.18	12.02	12.02	-	6.16	0.82
3	宁波	都市南山	在建项目	6.94	9.34	9.34	-	6.22	1.13
4	宁波	明洲一期	在建项目	10.98	14.98	14.98	-	17.59	2.31
5	宁波	明洲二期	在建项目	3.25	5.86	5.86	-	9.20	0.91
6	苏州	太阳城超高层(北)	新开工项目	4.50	5.20	5.20	-	3.79	0.06
7	苏州	太阳城四期	在建项目	20.06	25.77	25.77	-	14.01	1.76
8	苏州	太阳城超高层(南)	在建项目	4.51	5.22	5.22	-	3.79	0.68
9	苏州	太阳城三期注2	竣工项目	26.45	36.86	36.86	-	26.05	2.26
10	苏州	紫玉花园	新开工项目	9.40	12.91	12.91	-	11.47	1.72
11	宁波	九唐(茶亭地块)	在建项目	27.35	27.35	18.29	-	16.70	0.31
12	宁波	东方一品	竣工项目	21.91	21.91	-	21.91	30.97	1.94
13	宁波	翰翠湾	竣工项目	10.62	10.62	-	10.62	15.48	0.93
14	宁波	水岸枫情二期	在建项目	22.93	22.93	22.93	-	22.87	2.43
15	宁波	新外滩一号	在建项目	19.32	19.32	19.32	-	18.50	1.38
16	宁波	千江月园	竣工项目	10.77	10.77	-	10.77	7.21	0.80

资料来源：公司公告，银河证券研究部

截止 2016 年 Q1，公司账上房地产板块预收账款为 68.23 亿元，由于太阳城等两个项目的完工，预收款项较 15 年年末下降 29.34%。截止 2016 年 Q1 公司自营在建项目 6 个，在建面积 53.51 万平方米；合作在建项目 3 个，在建面积 63.25 万平方米。公司拥有 7 宗土地储备，拟开发建设面积 107.38 万平方米。地产开发业务期末存货为 120.80 亿元，同比减少 22.83%。原因是公司在上海、杭州和宁波区域加快了库存去化，谨慎扩张，新开盘项目仅有 2 个。

同时，公司在房产板块与万科物业确立了战略合作关系，未来公司新开发项目及已交付高端项目将全面引入万科物业服务。除传统住宅业务开发外，公司还在探索养老地产的开发和盈利模式，地产业务与公司正在布局的大健康、大金控领域产生的协同效应值得关注。

### 3. 投资板块：继续由金融投资向产业投资转型，与中信股份开展战略性合作。

2015 年，公司对外股权投资总额为 208.93 亿元，比上年同期增长 168.57 亿元。投资板块实现投资收益 34.38 亿元，净利润 27.27 亿元，同比增长 12.46%，占公司归母净利润的 53.24%。

2015 年至今，公司继续由金融投资向产业投资转型，一方面继续根据市场情况调整金融资产结构，另一方面把握机会加快产业投资布局。

(1) 截止 2016 年 Q1 公司账面可供出售金融资产共计 246.6 亿元。2015 年公司认购中信股份新股并从二级市场购入中信股份股权，合计持有中信股份 14.55 亿股，占比 4.99%；截止 16 年 Q1 账面价值 143.0 亿元(占总资产的比例为 22.5%)，投资成本 170.6 亿元，合 11.7 元人民币/股（2016 年 4 月 29 日中信股份股价约合 9.46 元人民币/股，目前账面浮亏 19.1%）。公司合作伙伴中信股份目前的业务覆盖金融业、资源能源业、制造业、房地产及基础设施业、工程承包业等，有望与公司产生协同效应。2015 年中信股份实现营业收入 2213.77 亿元，净利润 350.29 亿元，目前市值为 2758 亿元，对应市盈率约为 7.9X。

同时 15 年公司减持中国平安、浦发银行、金正大等股权，共产生投资收益 23.06 亿元，较上年同期增加 8.25 亿元，增幅为 55.74%。

(2) 截止 2016 年 Q1 公司账上长期股权投资共计 69.6 亿元。公司对联营企业宁波银行追加投资 3.49 亿元，2015 年底股权账面值为 48.28 亿元；公司持有的汉麻产业股权 2015 年底账面值为 6.21 亿元。其中，汉麻产业于 2015 年完成重大资产重组并更名为联创电子，2016 年雅戈尔对联创电子的投资由长期股权投资变更为可供出售金融资产，产生投资收益 12.42 亿元，占 2016 一季度投资收益的 78.01%。

### 三、投资建议：

公司当前市值为 388 亿元，考虑到汉麻产业会计核算方法变更以及房地产利润的大幅上升，公司 16 年净利润仍有望达到 40 亿，对应 PE9.7X。公司于今年

4 月 14 日完成定增，增发价 15.08 元/股，增发金额 50 亿元，目前（4 月 29 日）股价为 15.18 元/股。

公司在服装主业上凭借出色的产品品质和口碑以及主动调整门店存货的战略有望继续稳定发展，房地产业务则收益于近期房价的大幅上涨 16 年业绩有望出现大幅上升，在投资业务上与中信股份的合作在今年有望全面展开。公司作为行业内的白马公司估值较低，股息率高（超过 5%），业务稳定，我们继续维持“推荐”评级。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

**马莉 纺织服装行业证券分析师。**本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受任何形式的补偿。

### 覆盖股票范围：

雅戈尔（600177.sh）、美邦服饰（002269.sz）、鲁泰A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、伟星股份（002003.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、富安娜（002327.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、森马服饰（002563.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：王婷 010-66568908 [wangting@chinastock.com.cn](mailto:wangting@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [yumiao\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:yumiao_jg@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
海外机构：刘思瑶 010-83571359 [liusiyao@chinastock.com.cn](mailto:liusiyao@chinastock.com.cn)