海澜之家（600398）

低估值白马，具有较强供应链优势
投资评级：增持（首次覆盖）

2016 年 5 月 10 日

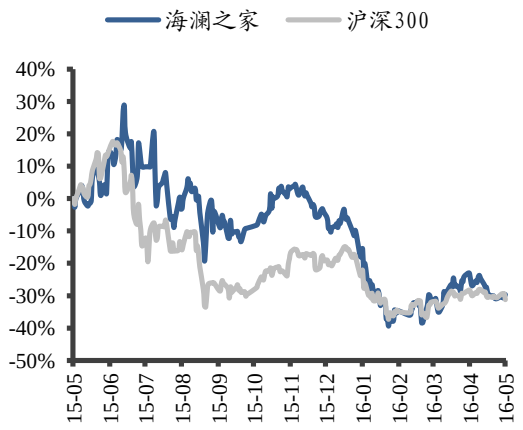
分析师　庄沁
职业资格证书编号：S0600515010001
联系电话：18551107125
邮箱：zhuangq@dwzq.com.cn

盈利预测与估值

	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	15,830	18,125	21,171	25,377
同比（%）	28.3%	14.5%	16.8%	19.9%
净利润（百万元）	2953	3556	4181	5048
同比（%）	24.4%	20.4%	17.6%	20.7%
毛利率（%）	39.7%	39.1%	39.9%	40.1%
ROE（%）	35.6%	34.9%	34.4%	34.3%
每股收益（元）	0.66	0.79	0.93	1.12
P/E	15.91	13.29	11.29	9.38
P/B	5.85	4.76	3.98	3.29

- **平价男装龙头。**公司拥有四大服装业务，主品牌海澜之家定位大众平价优质男装；百衣百顺卖场通过与供应商的二次采购退换货商品，为中低收入人群提高高性价比男装；爱居兔定位时尚、休闲都市女装，处于培育期；圣凯诺定位量身定制商务职业装。随着国内经济和人均收入增速的放缓，高性价比服装的发展潜力更大，并且市场向着少数龙头品牌集中。
- **与加盟商、供应商利益绑定，有效提升三方运营能力。**公司**经营模式**采取类直营管理，加盟商只需支付相关费用，不参与门店的具体经营，所有门店的内部管理均由公司负责；并且公司与加盟商的销售结算采用委托代销模式，加盟商不承担存货滞销风险；由此实现门店的统一形象和快速扩张。**供应链方面，**公司与供应商联合开发产品，既掌握设计的主导权，又充分利用供应商的设计资源；同时公司与供应商签订滞销商品的可退货条款，不承担尾货风险；并通过二次采购退货商品，减轻供应商的存货压力。公司将自身利益与加盟商和供应商的利益有效结合，带动产业链经营良性循环，形成三赢局面。
- **15 年四季度业绩出现下滑，16 年一季度有所改善。**公司 2015 年实现营收 158.30 亿元，同比增加 28.30%；归母净利润 29.53 亿元，同比增加 24.35%。其中四季度收入同比增加 7.44%，净利同比下滑 12.89%，是上市以来第一次出现单季利润下滑，主要是由于 15 年暖冬气候导致销售下滑以及库龄较长的自营产品计提存货跌价准备造成的 1.35 亿资产减值损失。16 年一季度公司收入与净利分别同比增加 11.91%和 10.34%，较 15 年四季度有所改善，全年收入增速有望保持 10%-15%。
- **盈利预测。**公司 16 年将继续加快渠道扩张，预计新增门店 700 家，巩固三四线市场的渠道优势，向一二线市场辐射；公司依托独特的产业链模式继续加强与供应商、加盟商的合作，优化供应链管理，提升品牌竞争力。我们预计公司 16-18 年分别实现营业收入 181.25 亿元、211.71 亿元和 253.77 亿元；净利润 35.56 亿元、41.81 亿元和 50.48 亿元；EPS 分别为 0.79 元、0.93 元和 1.12 元，对应 PE13.29X、11.29X 和 9.38X，给予“增持”评级。
- **风险提示。**服装行业竞争加剧、新开门店经营不良等。

股价走势



市场数据

收盘价（元）	10.50
一年最低价/最高价	9.30/14.00
市净率	5.10
流通 A 股市值（百万元）	16077.80

基础数据

每股净资产（元）	1.85
资本负债率（%）	23.68
总股本（百万股）	4492.76
流通 A 股（百万股）	1531.22

请务必阅读正文之后的免责声明部分

资产负债表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	**18855.2**	**22039.9**	**26634.3**	**32336.5**
现金	7945.5	10369.9	12624.1	15909.7
应收款项	674.2	797.5	916.4	1107.6
存货	9579.7	10027.8	12162.3	14169.7
其他	655.7	844.6	931.5	1149.6
非流动资产	**4586.6**	**5178.3**	**5476.6**	**5757.6**
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	3090.6	3694.6	4005.0	4298.2
无形资产	366.6	354.4	342.2	330.0
其他	1129.4	1129.4	1129.4	1129.4
资产总计	**23441.7**	**27218.2**	**32110.9**	**38094.1**
流动负债	**12515.9**	**13595.0**	**16180.9**	**19035.1**
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	9673.4	10328.9	12398.1	14517.9
其他	2842.5	3266.0	3782.8	4517.2
非流动负债	**2572.1**	**3429.0**	**3743.6**	**4329.4**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	2572.1	3429.0	3743.6	4329.4
负债总计	**15088.0**	**17024.0**	**19924.5**	**23364.6**
少数股东权益	64.5	16.1	16.1	16.1
归属母公司股东权益	8289.2	10178.1	12170.2	14713.4
负债和股东权益总计	**23441.7**	**27218.2**	**32110.9**	**38094.1**

现金流量表(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	2787.2	4924.6	5221.0	6635.2
投资活动现金流	-475.1	-833.1	-778.2	-844.9
筹资活动现金流	-1707.2	-1667.0	-2188.7	-2504.8
现金净增加额	605.6	2424.4	2254.2	3285.6
折旧和摊销	217.6	313.8	395.8	468.5
资本开支	-463.1	-833.1	-778.2	-844.9
营运资本变动	27.0	1038.4	560.3	1023.4
企业自由现金流	3729.7	3816.9	4147.1	5446.0

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**15830.1**	**18125.5**	**21170.6**	**25377.1**
营业成本	9455.1	10936.9	12602.8	15058.8
营业税金及附加	90.5	96.1	116.4	137.0
营业费用	1347.1	1499.0	1776.2	2113.9
管理费用	983.0	1139.6	1316.3	1583.1
财务费用	-100.4	-238.1	-298.9	-370.9
投资净收益	2.4	2.9	2.2	2.5
其他	-120.7	-52.6	-71.9	-83.2
营业利润	**3936.5**	**4642.3**	**5588.0**	**6774.6**
营业外净收支	57.7	50.0	69.4	59.0
利润总额	**3994.2**	**4692.3**	**5657.4**	**6833.6**
所得税费用	1040.1	1227.5	1476.6	1785.6
少数股东损益	0.9	-91.1	0.0	0.0
归属母公司净利润	**2953.1**	**3555.9**	**4180.8**	**5048.0**
EBIT	3971.0	4466.1	5371.0	6496.5
EBITDA	4188.5	4779.9	5766.8	6965.0

重要财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益(元)	0.66	0.79	0.93	1.12
每股净资产(元)	1.85	2.27	2.71	3.28
发行在外股份(百万股)	4492.0	4492.0	4492.0	4492.0
ROIC(%)	38.0%	42.0%	54.2%	69.9%
ROE(%)	35.6%	34.9%	34.4%	34.3%
毛利率(%)	39.7%	39.1%	39.9%	40.1%
EBIT Margin(%)	25.1%	24.6%	25.4%	25.6%
销售净利率(%)	18.7%	19.6%	19.7%	19.9%
资产负债率(%)	64.4%	62.5%	62.0%	61.3%
收入增长率(%)	28.3%	14.5%	16.8%	19.9%
净利润增长率(%)	24.4%	20.4%	17.6%	20.7%
P/E	15.91	13.29	11.29	9.38
P/B	5.85	4.76	3.98	3.29
EV/EBITDA	15.17	13.70	11.86	10.31

资料来源：东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上;

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn