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)

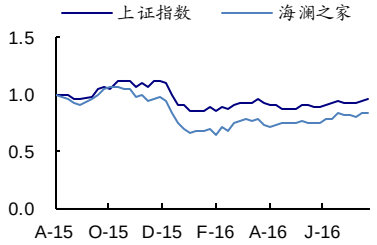
买入

2016 年半年报点评

（维持评级）

2016 年 08 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	4,493/1,531
总市值/流通(百万元)	52,475/17,885
上证综指/深圳成指	3,085/10,731
12 个月最高/最低(元)	15.88/9.03

相关研究报告:

《海澜之家-600398-重大事件快评：核心高管集体增持彰显信心，长期布局价值凸显》 ——2016-06-03

《海澜之家-600398-2015 年年报及一季报点评：暖冬因素致 Q4 业绩波动，16 年继续快速扩张》 ——2016-04-26

《海澜之家-600398-2015 年三季报点评：三季报表现靓丽，积极推进供应链整合》 ——2015-10-20

《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

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码：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

内生增长放缓致业绩不及预期，Q2 渠道拓展步伐提速

● 2016H1 业绩增长 6.4%，Q2 经营表现不及预期

公司 2016H1 实现营收 87.63 亿元，同比增长 10.5%，归母净利润 17.73 亿元，同比增长 6.4%，EPS 0.39 元，扣非净利润 17.23 亿元，增长 5.6%；单季度看 Q2 实现营收 36.32 亿元，净利润 8.15 亿元，分别增长 8.5%与 2.2%，Q2 经营表现不及预期，盈利增速环比下降 8.2pct。上半年销售净利率同比下降 0.8pct，其中毛利率下降 0.6pct 至 40.8%，期间费用率下降 0.8pct，主要系销售费用率下降 1pct，整体费用控制情况良好。另外，截至 Q2 存货较年初下降近 10 亿元，经营性现金流量净额同比下降 46%，主要系支付税费增加所致。

● 渠道拓展步伐加快，主品牌内生增长放缓影响整体增速

公司上半年净增门店 652 家，海澜之家/爱居兔/百依百顺分别净增 372/162/118 家，其中 Q2 渠道拓展步伐明显提速，单季度净增分别为 212/127/78 家，全年看海澜之家预计净增 500 家以上，爱居兔与百依百顺预计净增 300 家以上。收入端方面，海澜之家与爱居兔分别增长 12.2%与 43%，百衣百顺、圣凯诺分别下降 10.7%与 9.5%，其中海澜之家品牌上半年店效下滑 2.4%，扣除新开店较多的因素外，预计同店增速在个位数，较 15 年有一定放缓，与终端整体环境低迷以及气候条件多变有关。此外，上半年电商销售增长 99%至 4.2 亿元。

● 逆势扩张具备保障，核心高管集体增持动力充足

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，尤其是在华北、西北、华南等地区，为延续逆势扩张提供保障。公司上半年包括董事长在内的 6 位核心高管集体增持公司 0.67%股份，考虑到去年 8 月实施员工持股（成本 15.2 元/股，锁定期 1 年）仍处于倒挂，管理层内在动力充足。

● 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。

● 维持买入评级

公司核心竞争能力突出，基本面夯实，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，逆势较快扩张有望延续，稳健增长可期。我们预计公司 16~18 年 EPS0.76/0.89/1.01 元，对应 16 年 PE 15.3 倍，维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,338	15,830	17,938	20,198	22,463
(+/-%)	*803.6%*	*28.3%*	*13.3%*	*12.6%*	*11.2%*
净利润(百万元)	2,375	2,953	3435	3980	4536
(+/-%)	*1575.5%*	*24.4%*	*16.3%*	*15.8%*	*14.0%*
摊薄每股收益(元)	0.53	0.66	0.76	0.89	1.01
EBIT Margin	25.4%	24.6%	25.2%	26.0%	26.6%
净资产收益率(ROE)	33.7%	35.6%	33.0%	32.0%	30.0%
市盈率(PE)	22.1	17.8	15.28	13.19	11.57
EV/EBITDA	19.0	16.3	14.03	12.27	10.99
市净率(PB)	7.5	6.3	22.00	18.00	16.00

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）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	7946	9671	11109	14002
应收款项	674	737	830	923
存货净额	9580	8794	9730	10704
其他流动资产	656	897	1010	1123
流动资产合计	**18855**	**20099**	**22679**	**26752**
固定资产	3091	3675	4044	4374
无形资产及其他	367	357	348	339
投资性房地产	1129	1129	1129	1129
长期股权投资	0	10	20	30
资产总计	**23442**	**25271**	**28220**	**32624**
短期借款及交易性金融负债	0	0	0	0
应付款项	9673	8501	9406	10347
其他流动负债	2843	3294	3661	4036
流动负债合计	**12516**	**11795**	**13067**	**14383**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	2572	2572	2572	2572
长期负债合计	**2572**	**2572**	**2572**	**2572**
负债合计	**15088**	**14367**	**15639**	**16955**
少数股东权益	65	65	65	65
股东权益	8289	42309	3383	15
负债和股东权益总计	**23442**	**56740**	**19086**	**17035**

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.66	0.76	0.89	1.01
每股红利	0.38	0.46	0.53	0.61
每股净资产	1.85	1.70	1.80	2.00
ROIC	38%	45%	43%	41%
ROE	36%	33%	32%	30%
毛利率	40%	40%	40%	41%
EBIT Margin	25%	25%	26%	27%
EBITDA Margin	26%	27%	27%	28%
收入增长	28%	13%	13%	11%
净利润增长率	24%	16%	16%	14%
资产负债率	65%	25%	82%	100%
息率	3.3%	3.9%	4.6%	5.2%
P/E	17.8	15.3	13.2	11.6
P/B	6.3	22.0	18.0	16.0
EV/EBITDA	16.1	14.0	12.3	11.0

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	**15830**	**17938**	**20198**	**22463**
营业成本	9455	10842	12039	13241
营业税金及附加	90	90	101	112
销售费用	1347	1507	1717	1909
管理费用	967	978	1100	1222
财务费用	(100)	(88)	(104)	(126)
投资收益	2	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(137)	(20)	(30)	(40)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	3937	4589	5316	6064
营业外净收支	58	53	62	65
利润总额	**3994**	**4642**	**5378**	**6129**
所得税费用	1040	1207	1398	1594
少数股东损益	1	0	0	0
归属于母公司净利润	**2953**	**3435**	**3980**	**4536**

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	**2953**	**3435**	**3980**	**4536**
资产减值准备	87	(137)	0	0
折旧摊销	218	242	311	339
公允价值变动损失	137	20	30	40
财务费用	(100)	(88)	(104)	(126)
营运资本变动	27	(377)	131	136
其它	(86)	(135)	53	326
经营活动现金流	**3335**	**3048**	**4503**	**5377**
资本开支	(463)	(700)	(700)	(700)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(463)**	**(710)**	**(710)**	**(710)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(1707)	900	900	900
其它融资现金流	1402	0	0	0
融资活动现金流	**(2013)**	**(900)**	**(900)**	**(900)**
现金净变动	**859**	**1438**	**2893**	**3767**
货币资金的期初余额	7086	7946	9671	11109
货币资金的期末余额	7946	9383	12564	14876
企业自由现金流	3730	2510	3620	4200
权益自由现金流	5131	2576	4000	4293

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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 ±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 ±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

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
陶　川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕　翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		**医药生物**		**互联网**	
董德志	021-60933158	江维娜	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵　婧	0755-22940745	邓周宇	0755-82133263	何立中	010-88005322
魏玉敏	021-60933161	万明亮			
柯聪伟	021-60933152	梁东旭	0755-82130646		
		徐衍鹏	021-60875165		
		谢长雁	0755-82133263		
纺织/日化/零售		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
郭陈杰	021-60875168	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
朱　元	021-60933162	钟　潇	0755-82132098		
		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
王齐昊	0755-22940673	蓝逸翔	021-60933164	邵　潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资		**非金属及建材**		**房地产**	
李君海	010-88005315	黄道立	0755-82130685	区瑞明	0755-82130678
王　东	010-88005309	刘　宏	0755-22940109	朱宏磊	0755-82130513
徐培沛	0755-22940793				
电力设备新能源		**化工**		**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160	苏　淼	021-60933150	刘　萍	0755-22940678
轻工造纸		**汽车及零部件**		**非银行金融**	
邵　达	0755-82130706	梁　超	0755-22940097	陈　福	
				赵秋实	
				王继林	
金融工程					
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 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏　坤 13726685252	吴　国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王　玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	倪　婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏　雪 18682071096
边祎维 13726685252	林　若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简　洁 13726685252	
	周　鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		