

海澜之家 2016 年半年报点评：对新 门店扶持导致收入增速下滑，零售端 稳定门店扩张继续未来增速有望保 持平稳

海澜之家(600398.SH)

推荐 维持评级

核心观点：

1. 事件

2016 年上半年内公司实现营业收入 87.63 亿元，同比上升 10.64%；净利润 17.73 亿元，同比上升 6.42%。Q2 单季度实现营业收入 36.32 亿元，同比增长 8.47%；净利润 8.15 亿元，同比增长 2.16%。

2. 我们的分析与判断

（一）新门店数量增加所致加盟商分成比例增高，使公司收入增速下滑

1、营业收入增长受加盟商分成比例提高影响，2016 年 H1 公司实现营业收入 87.63 亿元，同比增长 10.64%。Q2 单季度来看，Q2 海澜之家主品牌收入增长低于预期，“百衣百顺”收入同比大幅下降，原因在于两个品牌新开店数量较多，公司对新开门店分成比例较高，使得报表结转收入低于终端零售收入。

表1：2016年H1、Q2海澜之家各品牌收入及增速情况(亿元，%)

| 2016年H1 | 海澜之家 | 爱居兔 | 百衣百顺 | 圣凯诺 | 电子商务 |
|---------|--------|--------|---------|--------|--------|
| 收入 | 74.42 | 1.95 | 1.76 | 7.39 | 4.17 |
| YOY | 12.24% | 42.98% | -10.69% | -9.49% | 99.11% |
| 2016年Q2 | 海澜之家 | 爱居兔 | 百衣百顺 | 圣凯诺 | |
| 收入 | 30.42 | 0.68 | 0.52 | 3.59 | |
| YOY | 4.21% | 50.15% | -39.99% | 71.68% | |

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

2、毛利率同期降低，海澜之家单品牌毛利率下滑较明显。由于 Q2 新开门店所致对新加盟商的分成比例的提高，导致公司服装业务毛利率下滑。2016 年 H1 公司服装业务毛利率为 40.82%，相较去年同期 41.42% 略微下滑 0.40pp。其中海澜之家单品牌毛利率 40.61%，较上年同期下降 0.5pp。分拆到 Q2，海澜之家单品牌毛利率从同期 43.1% 下滑至 41.7%

分析师

马莉

☎：010-66568489

✉：mali_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511020012

特此鸣谢

陈腾曦：(8621) 20252682

(chentengxi@chinastock.com.cn)

林骥川：(8621) 68597610

(linjichuan@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息。

市场数据

2016-08-24

| | |
|---------------|-----------|
| A 股收盘价(元) | 11.33 |
| A 股一年内最高价(元) | 16.36 |
| A 股一年内最低价(元) | 9.30 |
| 上证指数 | 3085.88 |
| 市盈率 | 17.24 |
| 总股本(万股) | 449275.79 |
| 实际流通 A 股(万股) | 153121.95 |
| 限售的流通 A 股(万股) | 296153.85 |
| 流通 A 股市值(亿元) | 173.49 |

相对上证指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

相关研究

表2：2016年H1、Q2海澜之家品牌毛利率及变化

| | 2016H1 | 2016Q2 | 2015H1 | 2015Q2 |
|------|--------|--------|--------|--------|
| 毛利率 | 40.61% | 41.68% | 41.13% | 43.06% |
| 同期变化 | -0.52% | -1.38% | | |

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

3、公司加快渠道扩张，加大门店结构优化力度。公司对不符合公司形象和战略的门店进行主动的扩店、移店或关店。2016年年初公司门店数量3990，截止报告期末门店数量达到4642，净增门店652家。

表3：2016年H1海澜之家各品牌门店变化情况

| 品牌 | 门店类型 | 期初数量 | 期末数量 | 新开门店数 | 关闭门店数 | 净变化 |
|------|---------|------|------|-------|-------|-----|
| 海澜之家 | 直营店 | 6 | 8 | 2 | 0 | 2 |
| | 加盟店及商场店 | 3511 | 3881 | 477 | 107 | 370 |
| 爱居兔 | 直营店 | 5 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| | 加盟店及商场店 | 301 | 463 | 178 | 16 | 162 |
| 百衣百顺 | 直营店 | 6 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| | 加盟店及商场店 | 161 | 279 | 118 | 0 | 118 |
| 合计 | - | 3990 | 4642 | 775 | 123 | 652 |

资料来源：WIND，中国银河证券研究部

（二）公司期间费用率较为稳定，净利润增速下滑主要系本期支付的所得税增加

报告期内公司费用率保持稳定，16年上半年公司销售费用7.41亿元，同比减少0.89%；销售费用率为8.46%，与15年同期相比下降0.97pp。管理费用为4.56亿元，同比增加10.11%；管理费用率为5.20%，同期相比减少0.20pp。

公司在维持毛利率及各项期间费用率不变的情况下，报告期内实现营业利润23.62亿元，同比增长10.39%，与营业收入10.64%的同比增速维持一致。公司净利润17.73亿元，仅同比上升6.42%，主要是因为公司所得税费用由去年同期5.18亿元增加至6.16亿元，上升19.00%。

（三）公司存货持续下降，存货周转率轻微下滑；经营性现金流大幅下降系支付的税费增加

自2016年第一季度公司存货下降5198万元至95.28亿元后，存货较一季度继续减少9.69亿元，至85.59亿元。报告期内公司存货周转率为0.57，相比去年同期0.74略有下滑。公司经营性现金流由去年同期13.55亿元大幅下滑6.22亿元至7.33亿元，主要是因为公司本期支付各项税费18.84亿元，相较去年同期增加9.44亿元。

3. 投资建议:

在不利天气与门店结构优化背景下，公司 2016 年上半年终端零售数据基本符合预期，收入端由于对新门店的扶植政策增速有所下滑。我们认为随着新门店的继续铺开、已建立门店的逐渐成熟以及门店调整优化效果的逐渐出现，未来公司仍有望保持平稳增速。

我们预计公司 16 年收入增速仍能保持 10-20%，净利润预期 35 亿，17 年在新门店持续成熟的情况下有望继续保持平稳增速。目前公司市值 524.75 亿，对应 16 年市盈率 15 倍左右，考虑到公司的估值较低、分红率较高同时增速依旧有望继续平稳，维持对公司的“推荐”评级。

4. 风险提示:

需求持续低迷 新开门店销量不达预

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，银河证券纺织服装行业分析师。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

雅戈尔（600177.sh）、鲁泰 A（000726.sz）、七匹狼（002029.sz）、报喜鸟（002154.sz）、罗莱家纺（002293.sz）、潮宏基（002345.sz）、探路者（300005.sz）、星期六（002291.sz）、梦洁家纺（002397.sz）、搜于特（002503.sz）、华斯股份（002494.sz）、希努尔（002485.sz）、红豆股份（600400.sh）、嘉麟杰（002486.sz）、奥康国际（603001.sh）、浔兴股份（002098.sz）、富安娜（002327.sz）、伟星股份（002003.sz）、美邦服饰（002269.sz）、海澜之家（600398.sh）、华孚色纺（002042.sz）、嘉欣丝绸（002404.sz）、森马服饰（002563.sz）、联发股份（002394.sz）、百隆东方（601339.sh）、孚日股份（002083.sz）、新野纺织（002087.sz）。

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

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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 010-83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn
海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn