

2017 年 03 月 13 日

公司研究 • 证券研究报告

海澜之家 (600398.SH)

动态分析

渠道保持快速扩张抢占门店资源，营收增速放缓

事件：

公司发布 2016 年年报，实现营收 170 亿元，同比增长 7.39%；实现归母净利润 31.23 亿元，同比增长 5.74%；EPS 为 0.70 元。其中 2016 四季度实现营收 49.32 亿元，同比增长 9%；实现归属母公司净利润 7.08 亿元，同比增长 7%。2016 年分红预案为每 10 股派发现金红利 4.9 元（含税）。

投资要点

- ◆ **渠道变化：海澜之家净增占整体六成，爱居兔快速布局**：2016 年公司新增门店 1500 家，关闭门店 247 家，门店净增长 1253 家，其中海澜之家新开门店 941 家，占比 62%，关闭门店 223 家，渠道数量增长至 4237 家；爱居兔品牌新开门店 348 家，关闭 24 家，渠道数量增长至 630 家，较 2015 年末数量增长约 1 倍；海一家（原百衣百顺）增长 209 家至 376 家。除海澜之家有 2 家新开直营店外，其它均为加盟店或商场店。伴随着渠道的继续拓展，海澜和爱居兔收入分别增长 8.98% 和 67.17%，但海一家、圣凯诺分别下滑 8.98% 和 11.42%，值得注意的是公司营业面积的增长均高于品牌收入增长，即坪效下滑或同店收入下滑，这与公司为抢占门店资源，为新品市场开拓做准备，以及 2016 年新店开店较快，新店占比提升有关，对新店对老店收入的分流情况需要继续跟踪。
- ◆ **主营收入增速放缓、新店占比提升拖累毛利率**：2016 年，公司实现营收 170 亿元，同比增长 7.39%，增速较 2015 年的 28.30% 放缓较为明显，同时由于新开门店 1253 家，新店由于考虑加盟商利益，第一年加盟商的分层比例较高，以及新店需要一定的培育期，拖累同店销售收入，毛利率有所下滑。
- ◆ **费用率保持平稳，存货管理良好**：2016 年，公司期间费用率 13.38% 较 2015 年的 13.98% 略有下降，主要得益于管理费用率的下降。从库存来看，公司 2016 年底存货金额为 86.32 亿元，同比下滑 9.89%，存货营收比交去年同期有显示改善。应收账款增速基本与营收增速同步，保持平稳。
- ◆ **分季度看，四季度营收增速环比显著好转，毛利率微降**：公司四季度营业收入 49.32 亿元，同比增长 9.47%，相比于三季度的 -2.56% 有明显好转，毛利率环比下降 0.78 个百分点至 36.73%。四季度期间费用率 13.87% 与三季度基本持平，微幅上升。从单项费用看，管理费用率下降 2.89 个百分点至 5.12%，销售费用率上升 3.35 个百分点至 9.62%。由于毛利率略有下降，营业税金/收入比例上升近 1 个百分点，以及期间费用上升、实际所得税率上升，四季度净利润率环比三季度下滑较明显，至 14.36%，但与前一年（2015 年）四季度情况类似。
- ◆ **休闲男装龙头企业，主业仍有空间，外延扩张值得期待**：作为男装休闲龙头企业，尽管公司目前的渠道布局已 4200 家以上，但从结构上看，公司购物中心店铺的数量目前占比较小，未来在购物中心的拓展还存在较大空间。女装爱居兔增长迅速，渠道数量达到 600 家以上，随着渠道扩张，收入提升，规模效应将有助于女装毛利率和盈利水平提升，有望成为未来利润增长亮点。此外，公司致力于打造时尚服饰品牌运营平台，外延并购可期。公司已与华泰联合证券签订战略合作框架协议，寻找并购标的，打造全球时尚服装品牌运营的平台。

纺织服装 | 服装及服饰制品 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 12.5 元

股价(2017-03-10) 10.37 元

交易数据

总市值（百万元） 46,589.90

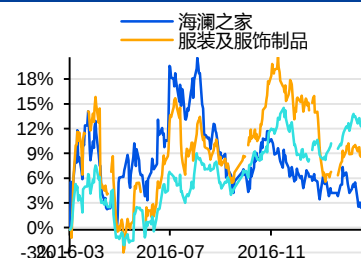
流通市值（百万元） 15,878.75

总股本（百万股） 4,492.76

流通股本（百万股） 1,531.22

12 个月价格区间 10.13/12.60 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

涨幅%	1M	3M	12M
相对收益	-3.5	-4.33	-14.5
绝对收益	-2.99	-4.95	-0.18

分析师

王冯

 SAC 执业证书编号：S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.com

相关报告

海澜之家：低估值的男装休闲品牌龙头企业，增长仍可持续 2016-12-16

◆ **投资建议：**基于公司分品牌目前的渠道数量，我们假设海澜之家、爱居兔、海一家、圣凯诺品牌分别增长 10%、60%、30%和 0%，我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.75、0.86 和 0.98 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 12.5 元，相当于 2018 年 14.5 倍的动态市盈率。

◆ **风险提示：**服装行业消费持续低迷；公司门店扩张及销售不达预期、库存风险；并购进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	15,830.1	16,999.6	18,869.5	20,756.5	22,832.2
同比增长(%)	28.3%	7.4%	11.0%	10.0%	10.0%
营业利润(百万元)	3,936.5	4,072.4	4,493.0	5,109.6	5,834.0
同比增长(%)	25.9%	3.5%	10.3%	13.7%	14.2%
净利润(百万元)	2,953.1	3,122.6	3,387.7	3,863.7	4,403.9
同比增长(%)	24.4%	5.7%	8.5%	14.1%	14.0%
每股收益(元)	0.66	0.70	0.75	0.86	0.98
PE	15.8	14.9	13.8	12.1	10.6
PB	5.6	4.6	2.9	2.4	2.0

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

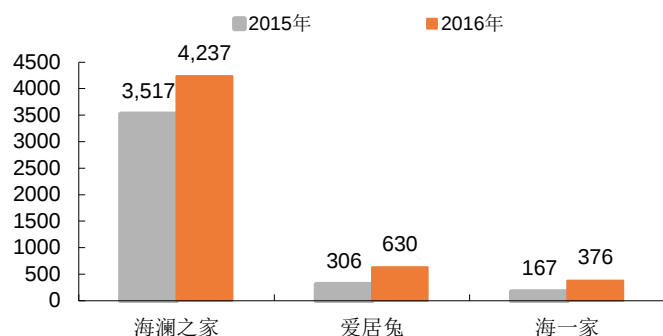
一、渠道继续增长，营收增速放缓

1. 渠道变化：海澜之家净增占整体六成，爱居兔快速布局

2016年公司新增门店1500家，关闭门店247家，门店净增长1253家；其中海澜之家新开门店941家（占比62%），关闭门店223家，渠道数量增长至4237家；爱居兔新开门店348家，关闭24家，渠道数量增长至630家，较2015年末数量增长约1倍；海一家（原百衣百顺）增长209家至376家。除海澜之家有2家新开直营店外，其它均为加盟店或商场店。

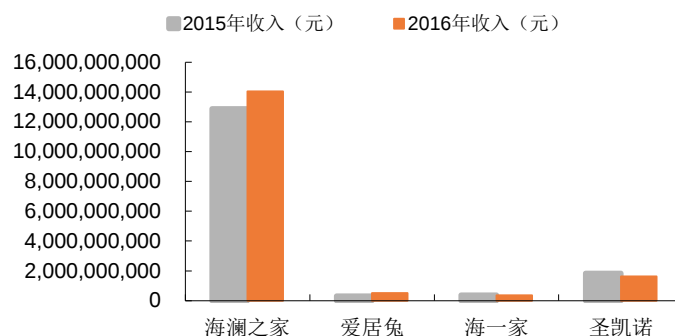
伴随着渠道的继续拓展，海澜和爱居兔收入分别增长8.98%和67.17%，但海一家、圣凯诺分别下滑8.98%和11.42%，值得注意的是公司营业面积的增长均高于品牌收入增长，即平效下滑，或同店收入下滑（海澜之家同店下滑3.47%），这与公司为抢占门店资源，为新品牌市场开拓做准备，2016年新店开店较快，新店占比提升有关，对老店对老店收入的分流情况需要继续跟踪。

图1：2015-2016年公司分品牌渠道变化情况



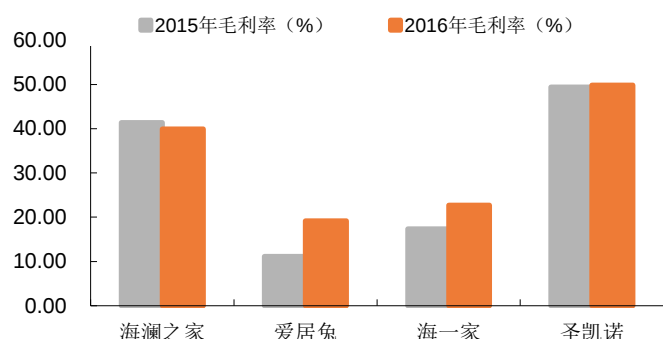
资料来源：wind，华金证券研究所

图2：2015-2016年公司分品牌营收变化情况



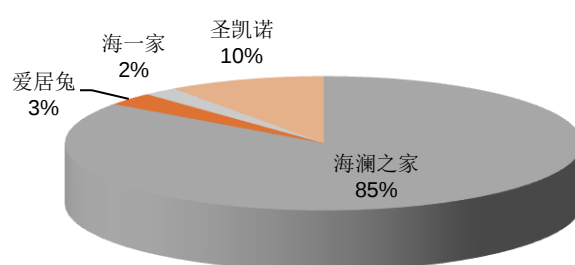
资料来源：wind，华金证券研究所

图3：2015-2016年公司分品牌毛利率变化情况



资料来源：wind，华金证券研究所

图4：2016年公司分品牌营收构成比例

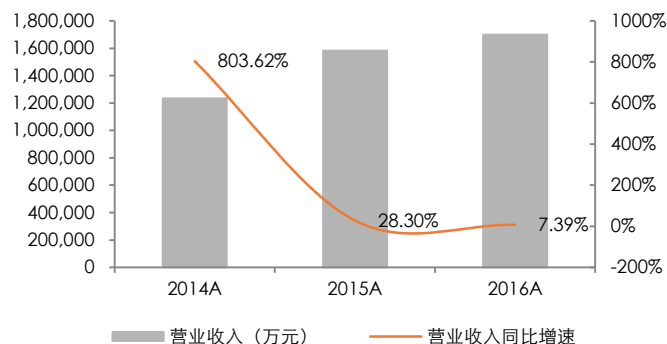


资料来源：wind，华金证券研究所

2. 主营收入增速放缓、新店占比提升拖累毛利率

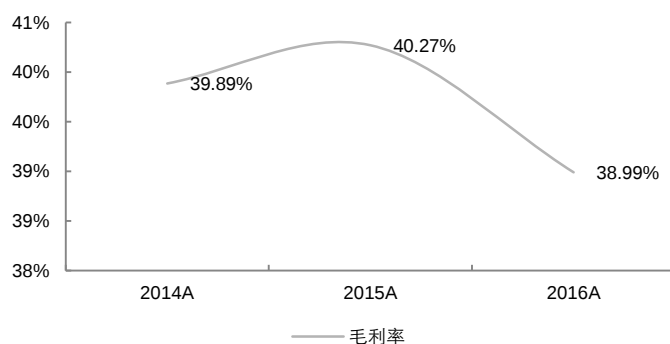
2016 年，公司实现营收 170 亿元，同比增长 7.39%，增速较 2015 年的 28.30% 放缓较为明显，同时由于新开门店 1253 家，新店由于考虑加盟商利益，第一年加盟商的分层比例较高，以及新店需要一定的培育期，拖累同店销售收入，毛利率有所下滑。

图 5：2016 年公司营业收入增长 7.39%



资料来源：wind，华金证券研究所

图 6：2016 年公司毛利率下滑至 38.99%

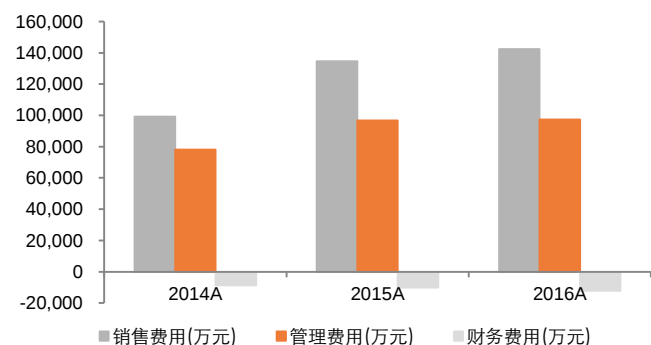


资料来源：wind，华金证券研究所

3. 费用率保持平稳，存货管理良好

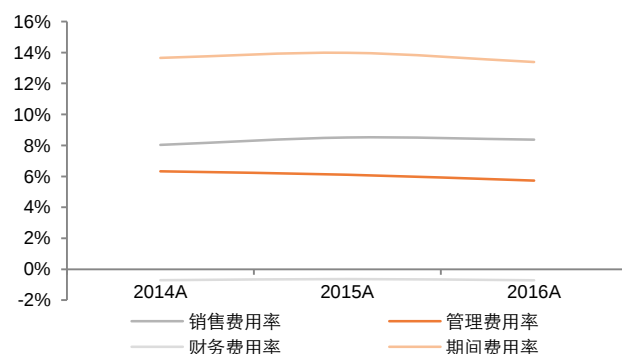
2016 年，公司期间费用率 13.38% 较 2015 年的 13.98% 略有下降，主要得益于管理费用率的下降。从库存来看，公司 2016 年底存货金额为 86.32 亿元，同比下滑 9.89%，存货营收比交去年同期有显示改善。应收账款增速基本与营收增速同步，保持平稳。

图 7：2014-2016 年公司三项费用变化情况



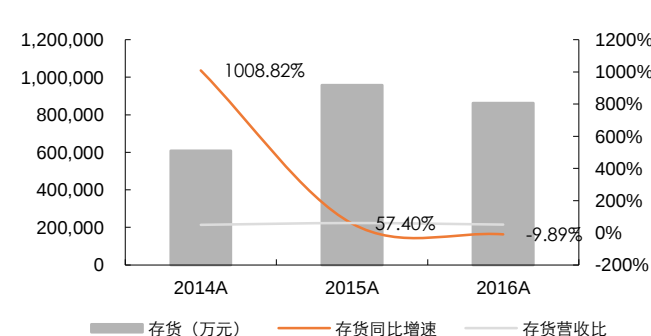
资料来源：wind，华金证券研究所

图 8：2014-2016 年公司三项费用率变化情况



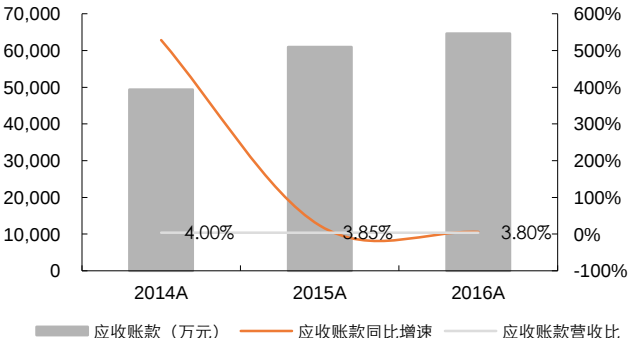
资料来源：wind，华金证券研究所

图 9：2014-2016 年公司存货变化及存货营收比 (%)



资料来源：wind，华金证券研究所

图 10：2014-2016 年公司应收账款变化

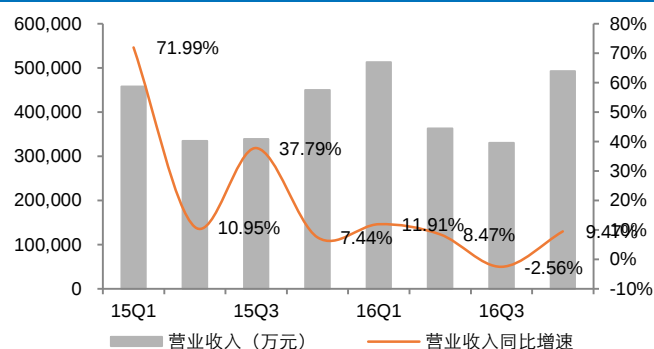


资料来源：wind，华金证券研究所

二、四季度营收增速环比显著好转，毛利率微降

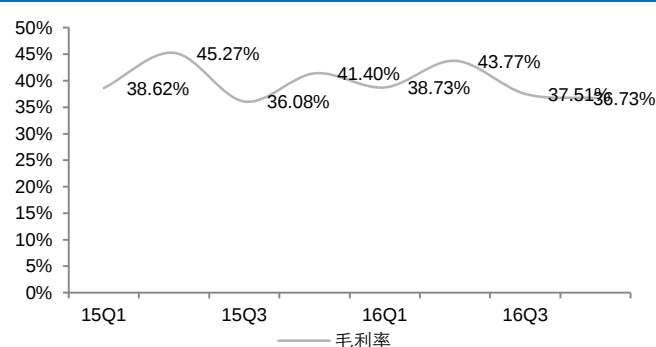
分季度来看,公司四季度营业收入 49.32 亿元,同比增长 9.47%,相比于第三季度的-2.56%有明显好转,毛利率环比下降 0.78 个百分点至 36.73%。四季度期间费用率 13.87%与三季度基本持平,微幅上升。从单项费用看,管理费用率下降 2.89 个百分点至 5.12%,销售费用率上升 3.35 个百分点至 9.62%。管理费用下降也与自 2016 年 12 月 1 日起企业经营活动发生的房产税、土地使用税、印花税从“管理费用”项目重分类至“税金及附加”项目有关。由于毛利率略有下降,营业税金/收入比例上升近 1 个百分点,以及期间费用上升、实际所得税率上升,四季度净利润率环比三季度下滑较明显,至 14.36%,但与前一年(2015 年)四季度情况类似。

图 11：2016 年四季度公司营收增长 9.47%



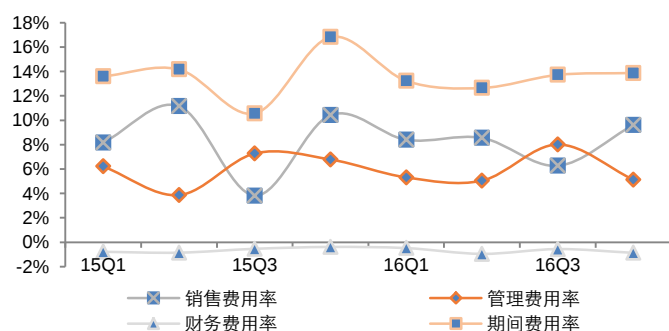
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 12：2016 年四季度公司毛利率为 36.73%



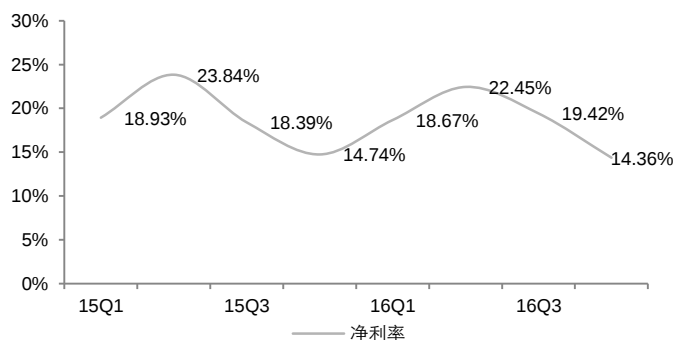
资料来源：wind, 华金证券研究所

图 13：2016 年四季度公司期间费用率 13.87%



资料来源：wind, 华金证券研究所

图 14：2016 年四季度公司净利率为 14.36%



资料来源：wind, 华金证券研究所

三、男装休闲龙头企业，关注供应链持续改善、女装快速增长以及多品牌并购预期

公司主营男装休闲服饰,在渠道经营上最先采用类直营模式,加盟商为财务投资者,海澜之家直接对终端门店的人员、商品、销售进行管理。这种模式一方面受益于加盟商的资金使得公司门店布局快速扩张,另一方面公司也享有对终端店铺的管理权限,提升门店管理水平和效率。在对终端门店的信息管理和对终端消费的掌握上,行业领先。对上游供应商,公司采用代销模式,

库存库存风险，目前代销模式仍然是公司主要的商品供应模式，2016 年公司春夏、秋冬两季商品售罄率表现良好。

作为男装休闲龙头企业，尽管公司目前的渠道布局已 4200 家以上，但从结构上看，公司购物中心店铺的数量目前占比较小，未来在购物中心的拓展还存在较大空间。女装爱居兔增长迅速，渠道数量达到 600 家以上，随着渠道扩张，收入提升，规模效应将有助于女装毛利率和盈利水平提升，有望成为未来利润增长亮点。

此外，公司致力于打造时尚服饰品牌运营平台，外延并购可期。公司已与华泰联合证券签订战略合作框架协议，寻找并购标的，打造全球时尚服装品牌运营的平台。

四、盈利预测

基于公司分品牌目前的渠道数量，我们假设海澜之家、爱居兔、海一家、圣凯诺品牌分别增长 10%、60%、30%和 0%，我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.75、0.86 和 0.98 元。给予买入-A 建议，6 个月目标价为 12.5 元，相当于 2018 年 14.5 倍的动态市盈率。

五、风险提示：

1. 服装行业消费持续低迷；
2. 公司门店扩张及销售不达预期、库存风险；
3. 并购进展低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,830.1	16,999.6	18,869.5	20,756.5	22,832.2	年增长率					
减:营业成本	9,455.1	10,371.4	11,321.7	12,246.3	13,242.6	营业收入增长率	28.3%	7.4%	11.0%	10.0%	10.0%
营业税费	90.5	132.9	188.7	207.6	228.3	营业利润增长率	25.9%	3.5%	10.3%	13.7%	14.2%
销售费用	1,347.1	1,422.9	1,603.9	1,764.3	1,940.7	净利润增长率	24.4%	5.7%	8.5%	14.1%	14.0%
管理费用	966.5	973.3	943.5	1,037.8	1,141.6	EBITDA 增长率	25.3%	3.3%	21.6%	13.7%	13.5%
财务费用	-100.4	-120.9	180.0	260.6	320.2	EBIT 增长率	26.2%	3.0%	18.3%	14.9%	14.6%
资产减值损失	137.2	188.0	150.0	150.0	150.0	NOPLAT 增长率	26.6%	5.9%	16.6%	14.9%	14.6%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-3.4	0.6	0.8	投资资本增长率	-28.8%	-72.2%	182.0%	181.0%	-3.6%
投资和汇兑收益	2.4	40.3	14.7	19.1	24.7	净资产增长率	17.6%	21.0%	60.3%	20.3%	19.2%
营业利润	3,936.5	4,072.4	4,493.0	5,109.6	5,834.0						
加:营业外净收支	57.7	33.1	26.1	44.7	40.8	盈利能力					
利润总额	3,994.2	4,105.5	4,519.2	5,154.2	5,874.8	毛利率	40.3%	39.0%	40.0%	41.0%	42.0%
减:所得税	1,040.1	982.3	1,129.8	1,288.6	1,468.7	营业利润率	24.9%	24.0%	23.8%	24.6%	25.6%
净利润	2,953.1	3,122.6	3,387.7	3,863.7	4,403.9	净利润率	18.7%	18.4%	18.0%	18.6%	19.3%
						EBITDA/营业收入	25.6%	24.6%	27.0%	27.9%	28.8%
						EBIT/营业收入	24.2%	23.2%	24.8%	25.9%	27.0%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	64.4%	58.5%	47.8%	46.0%	41.9%
货币资金	7,945.5	8,858.4	15,377.3	19,710.9	23,411.2	负债权益比	180.6%	141.1%	91.5%	85.3%	72.0%
交易性金融资产	-	5.1	1.7	2.3	3.0	流动比率	1.51	1.55	2.10	2.22	2.51
应收帐款	650.1	703.2	764.4	849.9	925.9	速动比率	0.74	0.84	1.37	1.51	1.77
应收票据	24.1	14.7	22.9	22.1	27.0	利息保障倍数	-38.23	-32.68	25.96	20.61	19.22
预付帐款	626.7	505.8	691.1	708.0	745.0	营运能力					
存货	9,579.7	8,632.1	8,979.4	10,070.4	10,529.3	固定资产周转天数	55	56	52	40	30
其他流动资产	29.0	33.8	40.0	34.2	36.0	流动营业资本周转天数	-34	-41	-39	-37	-35
可供出售金融资产	63.0	162.7	168.0	168.0	168.0	流动资产周转天数	378	398	426	497	529
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	14	14	14	14	14
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	178	193	168	165	162
投资性房地产	520.7	773.6	773.6	773.6	773.6	总资产周转天数	477	506	529	582	600
固定资产	2,425.3	2,904.1	2,510.0	2,116.0	1,721.9	投资资本周转天数	-20	-10	-7	-19	-25
在建工程	665.2	822.9	822.9	822.9	822.9						
无形资产	366.6	450.4	427.3	404.1	381.0	费用率					
其他非流动资产	545.7	510.0	448.5	425.3	411.8	销售费用率	8.5%	8.4%	8.5%	8.5%	8.5%
资产总额	23,441.7	24,376.8	31,027.2	36,107.7	39,956.5	管理费用率	6.1%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%
短期债务	-	-	-	-	-	财务费用率	-0.6%	-0.7%	1.0%	1.3%	1.4%
应付帐款	7,985.0	7,545.8	7,741.8	8,785.2	9,064.7	三费/营业收入	14.0%	13.4%	14.5%	14.8%	14.9%
应付票据	1,759.6	1,867.8	1,683.1	2,511.5	1,928.8	投资回报率					
其他流动负债	2,771.3	2,702.7	2,899.4	2,822.0	3,228.5	ROE	35.6%	31.1%	21.0%	19.9%	19.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	12.8%	10.9%	10.7%	11.0%
其他非流动负债	2,572.1	2,151.5	2,500.0	2,500.0	2,500.0	ROIC	-279.9	-416.8	-1745.5	-711.3	-290.1
负债总额	15,088.0	14,267.8	14,824.3	16,618.7	16,721.9	分红指标					
少数股东权益	64.5	65.0	66.7	68.7	70.9	DPS(元)	0.09	0.13	0.11	0.13	0.15
股本	1,168.1	1,168.1	4,492.8	4,492.8	4,492.8	分红比率	13.1%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%
留存收益	7,118.6	8,758.7	11,643.4	14,927.6	18,670.9	股息收益率	0.8%	1.2%	1.1%	1.2%	1.4%
股东权益	8,353.7	10,109.0	16,202.9	19,489.0	23,234.5						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,954.1	3,123.1	3,387.7	3,863.7	4,403.9	EPS(元)	0.66	0.70	0.75	0.86	0.98
加:折旧和摊销	252.5	289.1	417.2	417.2	417.2	BVPS(元)	1.85	2.24	3.59	4.32	5.16
资产减值准备	137.2	188.0	-	-	-	PE(X)	15.8	14.9	13.8	12.1	10.6
公允价值变动损失	-	-0.1	-3.4	0.6	0.8	PB(X)	5.6	4.6	2.9	2.4	2.0
财务费用	1.7	0.1	180.0	260.6	320.2	P/FCF	17.5	17.9	12.4	9.5	10.7
投资损失	-2.4	-40.3	-14.7	-19.1	-24.7	P/S	2.9	2.7	2.5	2.2	2.0
少数股东损益	0.9	0.5	1.7	1.9	2.2	EV/EBITDA	0.8	0.4	5.9	4.4	3.3
营运资金的变动	119.8	-1,072.0	9.7	630.8	-461.7	CAGR(%)	9.4%	12.2%	12.5%	9.4%	12.2%
经营活动产生现金流量	2,787.2	2,927.8	3,978.2	5,155.7	4,658.0	PEG	1.7	1.2	1.1	1.3	0.9
投资活动产生现金流量	-475.1	-580.9	16.2	18.0	23.2	ROIC/WACC	-26.7	-39.7	-166.2	-67.7	-27.6
融资活动产生现金流量	-1,707.2	-1,482.6	2,524.5	-840.1	-980.8						

资料来源：贝格数据/华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn