

海澜之家 (600398) 研究报告

汇兑净损失减少带来业绩高增长，2017 年弹性主要来自于产品价格提升 买入 (上调)

2017 年 5 月 9 日

证券分析师 丁文韬

执业资格证书号码: S0600515050001
(021) 60199746
dingwt@dwzq.com

研究助理 马莉

(010) 66573632
mal@dwzq.com.cn

研究助理 陈腾曦

chentx@dwzq.com.cn

■ 事件:

公司公布 2017 一季报, 实现营业收入 51.58 亿元, 同比增长 0.55%; 毛利率 39.06%, 同比上升 0.33pp; 扣非净利润 10.01 亿元, 同比增长 8.41%。

主要观点:

■ **主品牌海澜之家: 终端销售承压, 同店下滑致终端收入仅呈现微降。**

主品牌海澜之家一季度新开/关闭/净增 132/64/68 家, 目前门店总数在 4305 家, 年内计划净开店 300-400 家。主品牌一季度同店同比降 10%+, 主要由于: 1) 2017 年春节较上一年提前, 致节前销售旺季缩短; 2) 主品牌 2016 年渠道净增 720 家, 对已有门店形成分流。4 月天气转暖以来终端销售已有回暖, 预计同店数据在 2 季度将有所改善。财务方面, 主品牌一季度实现 43.74 亿元收入, 同比下滑 0.6%, 毛利率 39.85%, 减少 0.02pp。

■ **爱居兔品牌增速迅猛, 海一家逐渐淡化品牌运营, 专注尾货处理。**

爱居兔品牌一季度新开/关闭/净增渠道 80/9/71 家, 计划年底门店总数增加至 1000 家。一季度同店增长超过 20%, 贡献收入 1.97 亿元, 同比增 55.25%, 毛利率增加 5.18pp 至 25.89%, 未来毛利率仍有上升空间。海一家方面, 公司计划逐渐淡化品牌运营、定位其为海澜之家、爱居兔品牌的尾货处理渠道, 一季度门店净减少 37 家, 贡献收入在 1.2 亿左右。圣凯诺方面, 一季度收入同比增 4.88% 至 2.98 亿元, 毛利率水平在 51.01%。

■ **费用控制优化明显, 带来净利润同比上行。**

公司一季度销售费用同比降 16.11% 至 3.61 亿元; 管理费用下降 6.67% 至 2.54 亿元; 另由于本期有长期承兑保证金到期, 利息收入大幅增加背景下财务费用进一步降低, 以上致一季度控费效果非常突出, 故虽资产减值损失较去年同期增 6300 万元至 8505 万元 (本期存货较期初增加 6.6 亿元至 92.90 亿元, 同时存货减值计提政策较之前更为审慎), 公司归母净利润仍增长 5.49% 至 10.10 亿元。

市场数据

收盘价 (元)	9.44
一年最低价/最高价	12.04/9.46
市净率	4.20
流通 A 股市值 (百万元)	42412

基础数据

每股净资产 (元)	2.25
资产负债率 (%)	56.16
总股本 (百万股)	4493
流通 A 股 (百万股)	4493

相关研究

海澜之家: 主品牌实现两位数增长, 库存情况有所改善 2016-8-23

表：海澜之家季度经营数据

	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入(百万元)	4,584.39	3,348.51	3,391.78	4,505.42	5,130.54	3,631.97	3,304.83	4,932.24	5,158.95
YOY	71.99%	10.95%	37.79%	7.44%	11.91%	8.47%	-2.56%	9.47%	0.55%
毛利率	38.62%	45.27%	36.08%	41.40%	38.73%	43.77%	37.51%	36.73%	39.06%
同比增减	0.49%	3.26%	-3.19%	1.56%	0.12%	-1.50%	1.43%	-4.67%	0.33%
期间费用率	13.59%	14.16%	10.56%	16.82%	13.23%	12.64%	13.72%	13.87%	10.71%
其中：销售费用率	8.17%	11.15%	3.82%	10.42%	8.39%	8.55%	6.27%	9.62%	7.00%
管理费用率	6.21%	3.86%	7.28%	6.78%	5.31%	5.05%	8.01%	5.12%	4.93%
财务费用率	-0.78%	-0.86%	-0.54%	-0.39%	-0.48%	-0.96%	-0.56%	-0.87%	-1.23%
归母净利润(百万元)	867.92	797.95	623.70	663.56	957.62	815.22	641.59	708.22	1,010.00
YOY	34.56%	36.93%	61.91%	-12.89%	10.34%	2.16%	2.87%	6.73%	5.47%

数据来源：wind、东吴证券研究所

■ 年初各项规划逐渐落地，新业务发展值得关注。

1) 公司海外店开设如期进行，5、6月期间首个海外门店将在马来西亚落地；2) 下半年新品牌孵化如期进行中，预计8-10月陆续有新品牌出现，包括轻商务(男装)、潮牌(男装)、家居馆(类似zara home)、童装(在爱居免旗下推出)都会有试点，下半年陆续推出，希望通过试点获得消费者反馈，以更加明确公司新品牌孵化的方向；3) 为了加强研发，公司正在迅速推进在上海设立研发基地，利于吸引相对高层次的开发团队；4) 并购案原计划推进中，仍在寻找合适海外及国内并购标的。

■ 盈利预测与投资建议：

我们认为在延续毛利率相对稳定同时有效控费的背景下，公司17年业绩仍能保持10%增长，预计2017年净利润达到34.4亿水平，对应现有469亿市值PE为13.6倍，我们预测公司2017/2018/2019 EPS分别为0.78/0.84/0.88元/股，对应当前424亿市值PE分别为12.4/11.3/10.7倍，基于其在消费股中低估值，上调至“买入”评级

风险提示：终端销售不及预期，同店恢复不及预期

财务报表预测

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	18753.1	22143.4	25448.2	27517.8	营业收入	16999.6	19435.1	21244.6	22536.9
现金	8858.4	9640.6	13806.0	13837.2	营业成本	10371.4	12042.2	13191.0	14040.6
应收款项	660.7	779.0	738.5	815.8	营业税金及附加	132.9	119.9	139.5	154.4
存货	8632.1	10814.8	10200.5	11852.5	销售费用	1422.9	1554.8	1699.6	1803.0
其他	33.8	40.0	34.2	36.0	管理费用	973.3	1068.9	1168.5	1239.5
非流动资产	5623.7	5442.4	5529.9	5584.1	财务费用	(120.9)	(96.4)	(138.1)	(138.4)
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	投资净收益	40.3	30.0	30.0	30.0
固定资产	2904.1	3059.6	3343.9	3536.5	其他	107.3	140.0	144.2	173.0
无形资产	450.4	438.8	433.3	427.1	营业利润	4072.4	4575.6	5009.8	5234.7
其他	2269.2	1944.0	1752.7	1620.4	营业外净收支	33.1	45.4	39.2	42.3
资产总计	24376.8	27585.8	30978.2	33101.9	利润总额	4105.5	4621.0	5049.0	5277.0
流动负债	12116.3	13563.3	15385.9	15668.0	所得税费用	982.3	1187.1	1283.3	1330.8
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	少数股东损益	0.5	1.9	1.1	1.2
应付账款	7507.5	8564.4	10097.6	10174.6	归属母公司净利润	3122.6	3433.9	3765.8	3946.2
其他	4608.8	4998.9	5288.2	5493.4	EBIT	4232.0	4769.1	5185.5	5453.7
非流动负债	2151.5	2355.6	2245.5	2307.8	EBITDA	4521.0	5019.8	5458.4	5745.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	2151.5	2355.6	2245.5	2307.8	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	14267.8	15918.9	17631.3	17975.8	每股收益(元)	0.70	0.76	0.84	0.88
少数股东权益	65.0	64.4	64.6	64.7	每股净资产(元)	2.25	2.60	2.97	3.37
归属母公司股东权益	10044.0	11602.5	13282.2	15061.4	发行在外股份(百万股)	4492.8	4492.8	4492.8	4492.8
负债和股东权益总计	24376.8	27585.8	30978.2	33101.9	ROIC(%)	31.8%	30.4%	29.0%	27.0%
					ROE(%)	33.8%	34.3%	32.1%	29.5%
					毛利率(%)	39.0%	38.0%	37.9%	37.7%
					EBIT Margin(%)	24.9%	24.5%	24.4%	24.2%
					销售净利率(%)	18.4%	17.7%	17.7%	17.5%
					资产负债率(%)	58.5%	57.7%	56.9%	54.3%
					收入增长率(%)	7.4%	14.3%	9.3%	6.1%
					净利润增长率(%)	5.7%	10.0%	9.7%	4.8%
					P/E	13.6	12.4	11.3	10.7
					P/B	4.20	3.64	3.18	2.80
					EV/EBITDA	9.4	8.4	7.8	7.4

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

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>

