

# 海澜之家(600398)

## 海澜之家半年报点评：17H1 业绩符合预期， 低估值高股息未来外延值得期待 买入(维持)

2017 年 08 月 25 日

证券分析师 马莉

执业证书编号：S0600517050002  
021-60199793  
mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证书编号：S0600517070001  
021-60199793  
chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证书编号：S0600517050003  
021-60199793  
linjch@dwzq.com.cn

### 事件：

公司公布半年报，17H1 收入同比增长 5.59%至 92.5 亿，归母净利润同增 5.77%至 18.8 亿。Q2 单季度，公司收入同增 12.71%至 40.9 亿，归母净利润同增 6.13%至 8.65 亿。

### 投资要点

#### ■ 收入端分品牌看，17Q2 各品牌收入增速有所回升。

17H1 海澜主品牌 17H1 同增 2.43%，爱居兔同增 70%+，圣凯诺同增 29%；Q2 单季，海澜主品牌上升 6.8%、爱居兔增长超过 100%、圣凯诺增长超过 50%。

从门店数量来看，海澜主品牌 17H1 净新增门店 139 家至 4376 家，同店店效 17H1 零售端及报表端均有高单位数的下降（Q2 降幅有所缩小）。爱居兔新增门店 187 家至 822 家，门店的扩张和单店店效的提升带动收入增长迅速。

表：海澜各品牌收入拆分

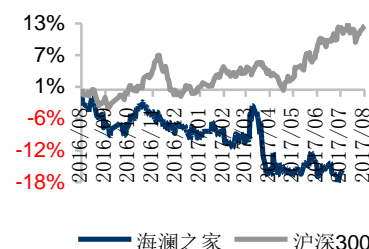
	16Q1	16Q2	17Q1	17Q2
海澜之家收入(百万元)	4400	3042	4374	3249
YOY			-0.6%	6.8%
门店数	3677	3889	4305	4376
收入/门店数(万元)	120	78	102	74
YOY			-15.1%	-5.1%
爱居兔收入(百万元)	127	67	197	136
YOY			55.1%	103.0%
门店数	341	468	701	827
收入/门店数(万元)	37	14	28	16
YOY			-24.5%	14.9%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

#### ■ 各品牌在 17Q2 毛利率有所下降，同时费用率下降使整体利润率稳定。

从毛利率来看，公司各个品牌毛利率在 17Q2 均同比有所下滑，在此基础上导致公司 17Q2 整体毛利率同比下降 2.26pp，至 41.5%。

### 股价走势



### 市场数据

收盘价(元)	9.24
一年最低/最高价	8.95/11.05
市净率(倍)	4.28
流通 A 股市值(百万元)	41,513

### 基础数据

每股净资产(元)	2.16
资本负债率(%)	57.20
总股本(百万股)	4,493
流通 A 股(百万股)	4,493

### 相关研究

1. 海澜之家：拟入股 UR，时尚消费产业布局迈出第一步 -20170814
2. 海澜之家：主品牌同店下滑致收入端走平，优异控费带动业绩增长稳健 -20170509

表：海澜各品牌收入拆分

	16Q1	16Q2	17Q1	17Q2
海澜之家	39.9%	41.7%	39.9%	40.1%
+/-			-0.02%	-1.61%
爱居兔	20.71%	70.15%	25.89%	55.15%
+/-			5.18%	-15.00%
圣凯诺	51.22%	53.2%	51.01%	50.2%
+/-			-0.2%	-3.0%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

费用率方面，公司销售费用同比下降 17.2%，主要由于广告开支下降；管理费用略有上升。销售费用率（同比下降 1.82pp 至 6.64%）及管理费用率（同比下降 0.08pp 至 5.12%）均有较明显下降。费用率的下降使公司在 17H1 资产减值损失上升明显的情况下（17H1 为 2.02 亿，16H1 为 5560 万）利润率保持稳定，净利润同增 5.8% 至 18.6 亿。

#### ■ 公司存货基本保持稳定，减值损失上升较为明显。

公司存货绝对值（17H1 为 84.0 亿，16H1 为 85.6 亿）及周转率基本稳定，存货跌价损失则上升较为明显（17H1 为 2.0 亿，16H1 为 5720 万）。公司较为谨慎的计提政策也降低了公司未来发展的风险。同时，本期支付购买商品、接受劳务的现金增加使得公司经营性现金流同比下滑 27.8%。

#### ■ 收购 UR10%股权迈出布局时尚消费品第一步。

公司在 8.14 公告拟以自有资金增资快尚时装，首期认购股权不超过 10%。作为商务休闲男装国民第一品牌，本次参股快尚时装（UR），两者产业协同效应值得期待：（1）海澜强大的现金流能力能够为处于快速成长期的 UR 保驾护航；（2）海澜与 UR 在渠道模式上相近，海澜在男装领域也有深厚的供应链沉淀，有望从产业资源共享角度助推 UR 发展；（3）UR 作为快时尚新锐领导品牌，其优秀的产品企划及高效的时装运营模式对海澜旗下各个品牌的运营具备极大借鉴意义。国民男装及快时尚新贵碰撞，未来协同效应值得期待。

#### ■ 投资建议：

公司在目前已有的规模优势上，正在不断推出新的设计款式，希望在自身产品风格上有所突破。同时公司账上现金近 80 亿，在入股 UR 之外，未来外延并购依旧值得期待。海澜之家同时具备经营稳健+高分红低估值+时尚消费品外延想象空间打开等多重属性，预计 2017/18/19 年归母净利润达到 35/39/41 亿元，目前市值 415 亿元对应 EPS 分别为 12/11/10 倍，按照去年分红水平估算目前股息率 5%+，持续看好，维持“买入”评级！

#### ■ 风险提示：终端需求不及预期，品牌推广及协同不及预期。

海澜之家三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	<b>18753.1</b>	<b>22636.6</b>	<b>26356.7</b>	<b>28515.4</b>	<b>营业收入</b>	<b>16999.6</b>	<b>19787.5</b>	<b>21936.7</b>	<b>23525.3</b>
现金	8858.4	9754.2	14281.2	14061.0	营业成本	10371.4	12253.7	13606.3	14633.7
应收款项	660.7	805.1	761.8	860.6	营业税金及附加	132.9	122.1	144.1	161.2
存货	8632.1	11162.0	10529.3	12480.1	销售费用	1422.9	1583.0	1754.9	1882.0
其他	601.9	915.4	784.4	1113.6	管理费用	973.3	1088.3	1206.5	1293.9
<b>非流动资产</b>	<b>5623.7</b>	<b>5442.4</b>	<b>5529.9</b>	<b>5584.1</b>	财务费用	(120.9)	(97.5)	(142.8)	(140.6)
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	144.1	155.3	185.7
无形资产	450.4	438.8	433.3	427.1	<b>营业利润</b>	<b>4072.4</b>	<b>4663.8</b>	<b>5182.4</b>	<b>5479.4</b>
其他	2269.2	1944.0	1752.7	1620.4	营业外净收支	33.1	45.4	39.2	42.3
<b>资产总计</b>	<b>24376.8</b>	<b>28039.0</b>	<b>31852.4</b>	<b>34063.4</b>	<b>利润总额</b>	<b>4105.5</b>	<b>4709.2</b>	<b>5221.6</b>	<b>5521.7</b>
<b>流动负债</b>	<b>12116.3</b>	<b>13951.0</b>	<b>16105.7</b>	<b>16366.2</b>	所得税费用	982.3	1209.8	1327.1	1392.5
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	8846.6	10651.9	10683.9	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3122.6</b>	<b>3499.4</b>	<b>3894.5</b>	<b>4129.2</b>
其他	4608.8	5104.4	5453.8	5682.3	EBIT	4232.0	4862.5	5368.9	5715.7
<b>非流动负债</b>	<b>2151.5</b>	<b>2355.6</b>	<b>2245.5</b>	<b>2307.8</b>	EBITDA	4521.0	5113.2	5641.8	6007.7
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0					
其他	2151.5	2355.6	2245.5	2307.8	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
<b>负债总计</b>	<b>14267.8</b>	<b>16306.6</b>	<b>18351.1</b>	<b>18673.9</b>	每股收益(元)	0.70	0.78	0.87	0.92
少数股东权益	65.0	64.4	64.6	64.7	每股净资产(元)	2.25	2.60	2.99	3.41
归属母公司股东权益	10044.0	11668.0	13436.6	15324.8	发行在外股份(百万股)	4492.8	4492.8	4492.8	4492.8
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24376.8</b>	<b>28039.0</b>	<b>31852.4</b>	<b>34063.4</b>	ROIC(%)	31.8%	30.8%	29.7%	27.8%
					ROE(%)	33.8%	34.8%	33.0%	30.4%
					毛利率(%)	39.0%	38.1%	38.0%	37.8%
					EBIT Margin(%)	24.9%	24.6%	24.5%	24.3%
					销售净利率(%)	18.4%	17.7%	17.8%	17.6%
					资产负债率(%)	58.5%	58.2%	57.6%	54.8%
					收入增长率(%)	7.4%	16.4%	10.9%	7.2%
					净利润增长率(%)	5.7%	12.1%	11.3%	6.0%
					P/E	13.3	11.9	10.7	10.1
					P/B	4.11	3.56	3.09	2.71
					EV/EBITDA	9.2	8.1	7.4	6.9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

## 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 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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>

