

海澜之家(600398)

海澜之家点评：国民品牌联手阿里巴巴破局 服装行业新零售

2017年09月04日

买入(维持)

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：

海澜之家于9月1日公告，与阿里巴巴签署战略合作协议，双方拟在品牌建设、渠道管理、产品创新等领域开展深入的战略合作。

投资要点

■ 线上线下龙头资源互补,协同效应明显

此次合作开始后，阿里旗下天猫及其他相关平台将利用其流量及技术优势为海澜之家及其旗下子品牌推广提供独特、优质的服务和资源，为海澜之家持续发展潜在客户、提升海澜旗下品牌的影响力提供强有力的支持。

而海澜之家则以其在全国 5000 家门店的优势以及多年的服装供应链组织生产经验，在数字资产、营销推广、创新合作及组织架构配备等方面为阿里提供战略资源。

■ 服装新零售呼之欲出，前景值得期待

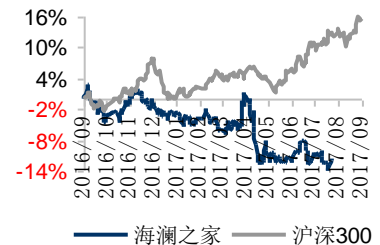
我们认为此次双方的合作，有望从供应链提效和新渠道拓展上对海澜之家起到帮助：

(1) 线上线下龙头能够实现流量互补。服装企业更多将不需要实地体验的标品在线上渠道销售，这使得服装零售在线上线下的流量没有充分打通。此次海澜和阿里的合作，海澜有望借助阿里的数据及技术优势将线下门店全面升级为“智慧门店”，通过包括线上的虚拟试衣间、线下的无人零售、人工智能客服等一系列融合线上线下流量的新技术，进一步打通流量间的融合。海澜之家 17H1 线上销售 4.33 亿，同增 3.83%，我们认为还拥有巨大的提升空间。

(2) 前端的大数据收集整理有望帮助海澜提升终端门店的零售管控。利用阿里线上对消费者习惯和需求的捕捉分析以及海澜目前已经全面推广的 RFID 技术（已经初步能够实现为产品编码让产品信息以数字形式传递），海澜有望在终端门店的管理上从门店设计、产品布局、存货控制以及对消费者的服务上做出全面提升，提高门店的终端转化率。

(3) 供应链上有望通过前端数据收集整理指导后端产品开发和供应链生产。我们认为海澜有望借助阿里平台上巨大的流量优势及数据挖掘优势完全实现在线上线下的打通，使前端的消费者数据反馈能够更及时更准确地对后端供应链生产给出指引，让公司的产品更有针对性地投向市场。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.42
一年最低/最高价	8.95/11.07
市净率(倍)	4.36
流通 A 股市值(百万元)	42,300

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：17H1 业绩符合预期，低估值高股息未来外延值得期待 -20170825
2. 海澜之家：拟入股 UR，时尚消费产业布局迈出第一步 -20170814

■ **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 423 亿元对应 PE 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
流动资产	18753.1	22636.6	26356.7	28515.4	营业收入	16999.6	19787.5	21936.7	23525.3
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
非流动资产	5623.7	5442.4	5529.9	5584.1	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	营业利润	4072.4	4663.8	5182.4	5479.4
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	28039.0	31852.4	34063.4	利润总额	4105.5	4709.2	5221.6	5521.7
流动负债	12116.3	13951.0	16105.7	16366.2	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	归属母公司净利润	3122.6	3499.4	3894.5	4129.2
其他	4608.8	5104.4	5453.8	5682.3	EBIT	4232.0	4862.5	5368.9	5715.7
非流动负债	2151.5	2355.6	2245.5	2307.8	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	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	14267.8	16306.6	18351.1	18673.9	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
负债和股东权益总计	24376.8	28039.0	31852.4	34063.4	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
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E					
经营活动现金流	2927.8	3083.8	7198.2	2605.9					
投资活动现金流	(580.9)	(430.5)	(545.9)	(585.8)					
筹资活动现金流	(1482.6)	(1757.5)	(2125.3)	(2240.3)					
现金净增加额	866.7	895.8	4527.0	(220.2)					
折旧与摊销	289.1	250.7	272.9	292.0					
资本开支	676.3	300.0	300.0	300.0					
营运资本变动	(551.6)	(898.1)	2869.9	(2028.0)					
企业自由现金流	3633.2	3266.0	7447.2	2838.2					

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>

