

海澜之家 (600398)

证券研究报告

2017年08月25日

主业增长稳健，建设时尚产业生态圈有望提振业绩

事件：公司公布 2017 年半年报，实现营收 92.53 亿元，同比增长 5.59%；实现归属母公司净利润 18.53 亿元，同比增长 5.77%；EPS 为 0.42 元。上半年业绩增速平稳，主要系新店培育稍缓以及终端门店、供应链调整所致。

主业增长稳健，盈利能力有向好趋势

分品牌来看，主品牌海澜之家实现营收 76.24 亿元，YOY 2.43%；女装爱居兔仍在快速成长，实现收入 3.33 亿元，YOY 70.76% (Q2 增速达 100%)；圣凯诺收入 9.52 亿元，YOY 29%主要系订单回升。分渠道来看，加盟店仍是收入主要来源，增速较稳健 4.44%；公司积极布局线上电商，但目前收入占比较小 (4.75%)。公司主品牌增速放缓主要由于加盟新政实施不达预期、以及采用多开分流店为新品牌抢占优质店铺作为渠道战略等，导致单店收入有所下降。报告期末公司店铺数量进一步提升，上半年净增加 248 家，新店以“海澜之家”及“爱居兔”加盟店为主，考虑到目前还有 2,000 多个经销商在排队，且未来渠道主要向一、二线城市渗透和辐射 (以购物中心为主)，我们认为公司未来 2-3 年内的开店空间仍在。从盈利能力来看，上半年毛利率环比提升，除此之外，销售及管理费用环比均有所优化，在加盟扣点新政逐步到位的利好影响下，公司 17 年整体盈利能力有望恢复。

看好“合作型供应链+类直营化管理”模式，逐步实现年轻化、潮流化

主业方面，区别于同行业竞争者，公司运营模式独特且难以复制，主要体现在：1，上游采用合作型供应链，供应商与公司结为利益共同体，从而刺激供应商研发设计能力以提升双方盈利水平；2，下游采用类直营模式，便于统一管理维护品牌形象。另外公司发布的加盟新政随着老店续签以及新店结束培育期将成为业绩增长关键驱动力。通过静态测算，我们预计新政在 2017-2019 年将分别为公司带来 5.7%、6.2%以及 6.2%的额外收入增速。除此之外，公司在服装设计方面进行了一系列年轻化潮流化改革，包括合作知名设计师推出限量款等。在产品不断升级创新的基础上，公司将继续加大购物中心店的开设以提高产品销售力以及品牌影响力，叠加前段时间 UR 合作带来的协同效应，有利于吸引年轻消费者增加公司终端覆盖面进而提升整体销售水平。

维持“买入评级”，3-6 个月目标价 11.55 元

我们长期看好公司的逻辑主要体现在：1，加盟新政带来滚动式收入增量；2，公司各方面积极推进，包括产品变革、供应链优化、门店调整以及寻求并购标的等举措；3，主业及最近投资项目都体现了公司积极向年轻化潮流化变革的决心。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71、0.77 和 0.82 元；对应 PE 13、12 和 11 倍。给予 18 年 15 倍 PE，3-6 个月目标价 11.55 元。

风险提示：终端零售持续低迷；新扣点政策实施不达预期等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15,830	17,000	17,977	19,446	20,820
增长率(%)	28.3	7.4	5.7	8.2	7.1
EBITDA(百万元)	4,141	4,270	4,494	4,764	4,997
净利润(百万元)	2,909	3,067	3,210	3,479	3,697
增长率(%)	26.5	5.4	4.7	8.4	6.3
EPS(元/股)	0.66	0.70	0.71	0.77	0.82
市盈率(P/E)	14	13	13	12	11
市净率(P/B)	5.58	4.61	4.19	3.81	3.46
市销率(P/S)	2.94	2.74	2.59	2.40	2.24
EV/EBITDA	11	11	10	10	9

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	9.24 元
目标价格	11.55 元
上次目标价	11.55 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,492.76
流通 A 股股本(百万股)	4,492.76
A 股总市值(百万元)	41,513.08
流通 A 股市值(百万元)	41,513.08
每股净资产(元)	2.46
资产负债率(%)	56.16
一年内最高/最低(元)	11.48/8.95

作者

吴晓宇 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516100002
wuxiaoyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《海澜之家-公司点评:增资快尚时装, 致力于打造时尚产业生态圈》 2017-08-15
- 2 《海澜之家-季报点评:业绩增长趋缓, 盈利能力提升, 看好产品及渠道优化》 2017-04-28
- 3 《海澜之家-年报点评报告:业绩略低于预期, 将持续受益于加盟扣点新政》 2017-03-12

表 1: 盈利预测明细 (万元)

海澜之家	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	CAGR_17-19
收入	1,287,488	1,403,146	1,410,604	1,488,929	1,571,111	
YoY	27.2%	9.0%	0.5%	5.6%	5.5%	
总店数	3,517	4,237	4,437	4,637	4,797	
单店收入	366	331	318	321	328	
YoY	21.0%	-9.5%	-4.0%	1.0%	2.0%	
毛利率	41.4%	39.9%	40.2%	40.5%	41.0%	
新政收入增量			71,332	119,165	141,143	
YoY			6.7%	8.0%	18.4%	
总收入	1,287,488	1,403,146	1,481,936	1,608,094	1,712,254	
YoY	27.2%	9.0%	5.6%	8.5%	6.5%	6.9%
爱居兔						
收入	30,507	50,999	75,649	101,913	132,674	
YoY	0.7%	67.2%	48.3%	34.7%	30.2%	37.5%
总店数	306	630	890	1090	1290	
单店收入	100	81	85	93	103	
YoY	-11.5%	-18.8%	5.0%	10.0%	10.0%	
毛利率	17.7%	19.2%	25.0%	27.0%	29.0%	
海一家						
收入	38,757	35,276	35,490	37,747	40,142	
YoY	62.5%	-9.0%	0.6%	6.4%	6.3%	4.4%
总店数	167	376	386	391	396	
单店收入	232	94	92	97	101	
YoY	-3.7%	-59.6%	-2.0%	5.0%	5.0%	
毛利率	17.4%	22.7%	23.0%	23.0%	23.0%	
圣凯诺						
收入	144,165	162,751	154,614	146,883	146,883	
YoY	24.2%	-11.4%	-5.0%	-5.0%	0.0%	-3.4%
毛利率	49.4%	49.8%	50.0%	50.0%	50.0%	
营业总收入(包括扣点新政贡献)	1,583,011	1,699,959	1,797,688	1,944,638	2,081,953	
YoY	28.3%	7.4%	5.7%	8.2%	7.1%	7.0%
总体毛利率	40.3%	39.0%	39.3%	39.5%	39.9%	
销售费用率	8.5%	8.4%	8.3%	8.5%	8.7%	
管理费用率	6.1%	5.7%	5.6%	5.7%	5.9%	
财务费用率	-0.6%	-0.7%	-0.6%	-0.7%	-0.7%	
营业税金及附加比率	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	
资产减值损失	0.9%	1.1%	1.3%	1.3%	1.5%	
所得税率	26.0%	23.9%	25.0%	25.0%	25.0%	
核心净利润(包括扣点新政贡献)	290,870	306,679	320,955	347,913	369,721	
	26.5%	5.4%	4.7%	8.4%	6.3%	7.3%
核心 EPS	0.66	0.70	0.71	0.77	0.82	
PE	14	13	13	12	11	

资料来源: Wind, 天风证券研究所

表 2：季度利润表（万元）

项目/季度	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
销售收入	450,542	513,054	363,197	330,483	493,224	515,895	409,373
YoY	7%	12%	8%	-3%	9%	1%	13%
EBIT	106,079	124,034	107,836	75,814	102,226	136,674	119,572
YoY	-2%	15%	9%	-9%	-4%	10%	11%
报告净利润	66,356	95,762	81,522	64,159	70,822	101,000	86,518
YoY	-13%	10%	2%	3%	7%	5%	6%
核心净利润	75,286	94,031	82,438	64,289	80,144	106,497	94,137
YoY	-3%	9%	7%	4%	6%	13%	14%
EPS(元)	0.15	0.21	0.18	0.14	0.16	0.22	0.19
核心 EPS(元)	0.17	0.21	0.18	0.14	0.18	0.24	0.21
主要财务比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1	17Q2
毛利率	41.4%	38.7%	43.8%	37.5%	36.7%	39.1%	41.5%
销售费用率	10.4%	8.4%	8.6%	6.3%	9.6%	7.0%	6.2%
管理费用率	6.8%	5.3%	5.0%	8.0%	5.1%	4.9%	5.4%
财务费用率	-0.4%	-0.5%	-1.0%	-0.6%	-0.9%	-1.2%	-0.7%
EBIT 比率	23.5%	24.2%	29.7%	22.9%	20.7%	26.5%	29.2%
报告净利润率	14.7%	18.7%	22.4%	19.4%	14.4%	19.6%	21.1%
核心净利润率	16.7%	18.3%	22.7%	19.5%	16.2%	20.6%	23.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	7,945.53	8,858.42	9,637.21	12,483.05	14,910.69
应收账款	650.13	703.19	554.57	189.99	216.82
预付账款	626.72	505.81	647.06	696.61	675.55
存货	9,579.73	8,632.13	7,025.26	11,982.88	6,424.32
其他	53.05	53.59	62.85	57.57	62.72
流动资产合计	18,855.16	18,753.13	17,926.95	25,410.10	22,290.10
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	2,425.32	2,904.07	3,118.28	3,211.05	3,217.95
在建工程	665.25	822.85	529.71	365.83	249.50
无形资产	366.64	450.43	427.28	404.14	380.99
其他	1,129.37	1,446.32	1,384.83	1,361.62	1,348.14
非流动资产合计	4,586.58	5,623.67	5,460.11	5,342.64	5,196.58
资产总计	23,441.74	24,376.79	23,387.06	30,752.74	27,486.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	7,985.00	7,545.81	5,277.99	10,530.91	6,216.98
其他	4,530.89	4,570.47	4,399.04	5,216.89	4,967.23
流动负债合计	12,515.89	12,116.28	9,677.03	15,747.81	11,184.21
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,572.14	2,151.48	2,507.79	2,410.47	2,356.58
非流动负债合计	2,572.14	2,151.48	2,507.79	2,410.47	2,356.58
负债合计	15,088.03	14,267.76	12,184.83	18,158.28	13,540.79
少数股东权益	64.54	65.02	67.42	68.87	70.54
股本	4,492.76	4,492.76	4,492.76	4,492.76	4,492.76
资本公积	2,017.40	2,017.40	2,017.40	2,017.40	2,017.40
留存收益	7,118.62	8,758.65	9,966.69	11,357.48	12,707.24
其他	(2,014.97)	(1,900.16)	(2,017.40)	(2,017.40)	(2,017.40)
股东权益合计	8,353.70	10,109.04	11,202.23	12,594.46	13,945.89
负债和股东权益总	23,441.74	24,376.79	23,387.06	30,752.74	27,486.68

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,954.07	3,123.13	3,376.79	3,477.65	3,695.50
折旧摊销	252.47	289.08	162.07	174.26	182.58
财务费用	1.69	0.08	(137.36)	(164.28)	(203.44)
投资损失	(2.40)	(40.25)	(14.66)	(14.66)	(14.66)
营运资金变动	119.83	(1,071.97)	(419.86)	1,359.91	944.39
其它	(538.50)	627.72	(0.88)	2.04	2.46
经营活动现金流	2,787.16	2,927.78	2,963.58	4,982.33	4,817.33
资本支出	775.24	1,374.99	(296.32)	177.32	103.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,250.30)	(1,955.93)	257.77	(243.79)	(140.74)
投资活动现金流	(475.07)	(580.93)	(38.55)	(66.47)	(36.85)
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	102.79	235.72	20.12	164.28	203.44
其他	(1,810.04)	(1,718.33)	(2,166.35)	(2,234.30)	(2,556.29)
筹资活动现金流	(1,707.25)	(1,482.61)	(2,146.23)	(2,070.02)	(2,352.85)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	604.85	864.24	778.80	2,845.84	2,427.64

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	15,830.11	16,999.59	17,976.88	19,446.38	20,819.53
营业成本	9,455.07	10,371.37	10,904.89	11,760.82	12,505.77
营业税金及附加	90.47	132.87	143.82	165.29	176.96
营业费用	1,347.07	1,422.95	1,499.29	1,649.00	1,813.31
管理费用	966.52	973.30	1,013.91	1,116.19	1,226.22
财务费用	(100.35)	(120.91)	(137.36)	(164.28)	(203.44)
资产减值损失	137.22	187.96	125.20	150.13	154.43
公允价值变动收益	0.00	0.11	(3.39)	0.57	0.75
投资净收益	2.40	40.25	14.66	14.66	14.66
其他	(4.81)	(80.72)	(22.54)	(30.46)	(30.83)
营业利润	3,936.52	4,072.42	4,438.60	4,783.88	5,160.84
营业外收入	61.30	41.59	97.64	66.84	68.69
营业外支出	3.64	8.53	33.85	15.34	19.24
利润总额	3,994.19	4,105.47	4,502.38	4,835.38	5,210.29
所得税	1,040.12	982.34	1,125.60	1,208.85	1,302.57
净利润	2,954.07	3,123.13	3,376.79	3,477.65	3,695.50
少数股东损益	0.45	0.66	1.67	1.48	1.71
归属于母公司净利润	2,908.70	3,066.79	3,209.55	3,479.13	3,687.21
每股收益(元)	0.66	0.70	0.71	0.77	0.82

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	28.30%	7.39%	5.75%	8.17%	7.06%
营业利润	26.91%	5.55%	4.99%	8.78%	6.88%
归属于母公司净利润	26.45%	5.44%	4.67%	8.43%	6.34%
获利能力					
毛利率	40.27%	38.99%	39.34%	39.52%	39.93%
净利率	18.66%	18.37%	18.77%	18.64%	18.76%
ROE	35.63%	31.09%	30.30%	28.94%	28.15%
ROIC	-279.91%	-416.81%	-1606.60%	1941.11%	-296.86%
偿债能力					
资产负债率	64.36%	58.53%	52.10%	59.05%	49.26%
净负债率	51.95%	70.65%	48.29%	20.23%	40.69%
流动比率	1.51	1.55	1.85	1.61	1.99
速动比率	0.74	0.84	1.13	0.85	1.42
营运能力					
应收账款周转率	26.41	25.12	28.59	52.23	102.35
存货周转率	2.02	1.87	2.30	2.05	2.26
总资产周转率	0.75	0.71	0.75	0.72	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.66	0.70	0.71	0.77	0.82
每股经营现金流	0.62	0.65	0.66	1.11	1.07
每股净资产	1.85	2.24	9.53	10.72	11.88
估值比率					
市盈率	14.00	13.20	12.93	11.93	11.23
市净率	5.58	4.61	4.19	3.81	3.46
EV/EBITDA	10.80	10.56	10.04	9.63	9.05
EV/EBIT	11.90	10.60	10.14	9.65	9.09

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com