

2018年02月04日

海澜之家 (600398.SH)

公司快报

纺织服装 | 大众品牌 III

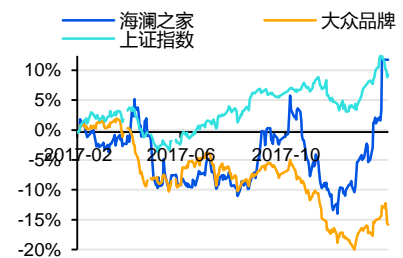
 投资评级 **买入-A(维持)**

股价(2018-02-02) 11.44 元

交易数据

总市值(百万元)	51,397.15
流通市值(百万元)	51,397.15
总股本(百万股)	4,492.76
流通股本(百万股)	4,492.76
12个月价格区间	8.80/11.65 元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	14.81	16.12	2.81
绝对收益	17.57	18.8	13.06

分析师

王冯
 SAC 执业证书编号: S0910516120001
 wangfeng@huajinsec.cn
 021-20377089

报告联系人

齐莉娜
 qilina@huajinsec.cn
 021-20377037

相关报告

海澜之家: 收购英氏婴童 44% 股权, 进入婴童服饰用品市场 2017-10-10

海澜之家: 门店保持较快增长, 费用控制良好, 业绩符合预期 2017-08-24

海澜之家: 渠道保持快速扩张抢占门店资源, 营收增速放缓 2017-03-13

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

5.31% 股权引入战略投资者腾讯, 互联网大平台带来新零售合作机遇

事件

公司公告, 海澜之家控股股东一致行动人荣基国际拟以 10.48 元/股的价格, 转让总股本 5.31% 的股份予腾讯普和, 交易金额约 25 亿元。本次转让后, 荣基国际及其一致行动人持股 64.28%, 腾讯普和持股 5.31%。

此外, 公司全资子公司江阴海澜与林芝腾讯、挚信投资签署产业投资基金框架协议, 将围绕海澜之家发展战略, 结合公司行业背景、林芝腾讯互联网资源与挚信投资资本运作能力, 加强公司多品牌、多品类、多渠道布局。该基金目标规模拟定为 100 亿元, 存续期限为 8 年。

◆ **引进战略投资者腾讯, 带来渠道、营销优势:** 腾讯入股海澜之家, 首先是对海澜之家在大众休闲服装领域龙头地位的认可, 同时也是对公司未来发展前景的看好。而对公司而言, 腾讯入股进一步提升公司影响力, 且提升其与腾讯其他控股参股公司的合作机遇, 京东、唯品会、万达商业均为腾讯的参股公司, 拥有较好的国内线上、线下销售渠道, 有利于公司未来的渠道扩张。京东、唯品会等都是重要的服装 B2C 电商平台, 公司有望加强合作, 从而取得线上竞争优势。另外, 腾讯所拥有的大数据平台, 也有助于海澜之家的精准营销降本增效。

◆ **目标线上线下一体化, 新零售转型促公司持续增长:** 腾讯入股海澜之家, 看中的是海澜之家庞大的线下销售网络, 2017 年三季度末, 海澜之家共拥有 5608 家销售终端, 其中直营门店 31 家, 加盟门店 5577 家。覆盖全国的销售网络, 为线上线下一体化改革夯实基础。以前, 京东与沃尔玛的合作, 线上线下一体化便是一个优秀的模板, 二者进行用户互通、门店互通、库存互通。三大互通实现线上线下流量的相互转化, 实现配送、销售的深度合作, 实现品类互补、库存、客户信息共享, 在营销、服务与供应链方面合作共赢。腾讯入股海澜之家, 将为公司提供线上线下融合发展的改革机遇, 并带来京东、唯品会、万达商业等良好的合作伙伴, 助力公司持续增长。

◆ **多品牌多类目协同, 海澜之家时尚生态圈稳定扩张:** 截止 2017 年三季度, 公司营收增长 3.40% 达 124.78 亿元, 净利润增长 4.07% 至 25.13 亿元。其中, 海澜之家、爱居兔、圣凯诺、其他品牌分别占据 83%、4%、11%、2% 的份额, 且爱居兔正以 70% 以上的同比增速快速增长。同时, 海澜之家已推出年轻化品牌 HLA JEANS、入股快时尚品牌 UR、投资婴童品牌英氏婴童, 实现了男装、女装、童装等多品牌、多品类协同, 保持差异化定位覆盖更多消费者, 并使其时尚生态圈稳定扩张。

另外, 新产业投资资金的设立, 规模 100 亿, 将围绕公司多品牌、多品类、多渠道进行布局, 将进一步推动海澜之家品牌生态圈的完善, 有望继续培育新的增长点, 巩固海澜之家的市场龙头地位。

◆ **投资建议:** 海澜之家出让 5.31% 股权引入战略投资者腾讯, 为公司带来与京东、唯

品会、万达商业等深度合作的机遇，将推动公司线上线下融合发展，并在渠道、营销方面取得竞争优势。同时，公司保持多品牌、多类目的时尚生态圈稳定扩张，有望在未来的竞争中凭借龙头地位获得稳定回报。我们公司预测 2017 年至 2019 年每股收益分别为 0.74、0.82 和 0.92 元。维持买入-A 建议。

◆ **风险提示：**腾讯战略投资带来与参股公司的合作尚不确定；加入腾讯“朋友圈”或影响与阿里巴巴的战略合作；公司门店扩张或不及预期。

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	18,060.6	19,610.5	21,342.8
同比增长(%)	28.3%	7.4%	6.2%	8.6%	8.8%
营业利润(百万元)	3,936.5	4,072.4	4,402.2	4,891.6	5,483.7
同比增长(%)	25.9%	3.5%	8.1%	11.1%	12.1%
净利润(百万元)	2,953.1	3,122.6	3,336.7	3,706.1	4,148.9
同比增长(%)	24.4%	5.7%	6.9%	11.1%	11.9%
每股收益(元)	0.66	0.70	0.74	0.82	0.92
PE	17.4	16.5	15.4	13.9	12.4
PB	6.2	5.1	3.2	2.7	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

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	18,060.6	19,610.5	21,342.8	年增长率					
减:营业成本	9,455.1	10,371.4	10,750.2	11,444.1	12,231.1	营业收入增长率	28.3%	7.4%	6.2%	8.6%	8.8%
营业税费	90.5	132.9	180.6	196.1	213.4	营业利润增长率	25.9%	3.5%	8.1%	11.1%	12.1%
销售费用	1,347.1	1,422.9	1,329.3	1,519.8	1,707.4	净利润增长率	24.4%	5.7%	6.9%	11.1%	11.9%
管理费用	966.5	973.3	953.6	1,039.4	1,131.2	EBITDA 增长率	25.3%	3.3%	19.4%	11.4%	11.7%
财务费用	-100.4	-120.9	179.4	258.5	315.5	EBIT 增长率	26.2%	3.0%	15.9%	12.4%	12.6%
资产减值损失	137.2	188.0	270.0	270.0	270.0	NOPLAT 增长率	26.6%	5.9%	14.3%	12.4%	12.6%
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%	164.1%	195.3%	-5.1%
投资和汇兑收益	2.4	40.3	8.0	8.4	8.8	净资产增长率	17.6%	21.0%	59.9%	19.5%	18.3%
营业利润	3,936.5	4,072.4	4,402.2	4,891.6	5,483.7	盈利能力					
加:营业外净收支	57.7	33.1	49.0	52.3	50.9	毛利率	40.3%	39.0%	40.5%	41.6%	42.7%
利润总额	3,994.2	4,105.5	4,451.2	4,943.9	5,534.6	营业利润率	24.9%	24.0%	24.4%	24.9%	25.7%
减:所得税	1,040.1	982.3	1,112.8	1,236.0	1,383.7	净利润率	18.7%	18.4%	18.5%	18.9%	19.4%
净利润	2,953.1	3,122.6	3,336.7	3,706.1	4,148.9	EBITDA/营业收入	25.6%	24.6%	27.7%	28.4%	29.1%
						EBIT/营业收入	24.2%	23.2%	25.4%	26.3%	27.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	64.4%	58.5%	46.0%	45.6%	40.1%
货币资金	7,945.5	8,858.4	15,298.2	19,508.3	22,970.6	负债权益比	180.6%	141.1%	85.2%	83.8%	66.9%
交易性金融资产	-	5.1	1.7	2.3	3.0	流动比率	1.51	1.55	2.20	2.25	2.65
应收帐款	650.1	703.2	701.5	823.7	836.3	速动比率	0.74	0.84	1.48	1.54	1.92
应收票据	24.1	14.7	21.3	21.3	24.6	利息保障倍数	-38.23	-32.68	25.54	19.92	18.38
预付帐款	626.7	505.8	630.7	676.8	665.2	营运能力					
存货	9,579.7	8,632.1	8,090.4	9,711.6	9,314.6	固定资产周转天数	55	56	54	42	32
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	-40	-39	-36
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	434	510	545
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	167	163	160
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	541	600	621
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	-26
在建工程	665.2	822.9	822.9	822.9	822.9	费用率					
无形资产	366.6	450.4	427.3	404.1	381.0	销售费用率	8.5%	8.4%	7.4%	7.8%	8.0%
其他非流动资产	545.7	510.0	448.5	425.3	411.8	管理费用率	6.1%	5.7%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总额	23,441.7	24,376.8	29,934.0	35,488.1	38,129.5	财务费用率	-0.6%	-0.7%	1.0%	1.3%	1.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	14.0%	13.4%	13.6%	14.4%	14.8%
应付帐款	7,985.0	7,545.8	6,970.0	8,474.4	8,012.1	投资回报率					
应付票据	1,759.6	1,867.8	1,503.8	2,416.0	1,685.1	ROE	35.6%	31.1%	20.7%	19.3%	18.2%
其他流动负债	2,771.3	2,702.7	2,800.6	2,786.2	3,092.0	ROA	12.6%	12.8%	11.2%	10.4%	10.9%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	-279.9%	-416.8%	-1711.3%	-728.3%	-277.8%
其他非流动负债	2,572.1	2,151.5	2,500.0	2,500.0	2,500.0	分红指标					
负债总额	15,088.0	14,267.8	13,774.4	16,176.5	15,289.2	DPS(元)	0.09	0.13	0.11	0.12	0.14
少数股东权益	64.5	65.0	66.7	68.5	70.6	分红比率	13.1%	18.3%	15.0%	15.0%	15.0%
股本	1,168.1	1,168.1	4,492.8	4,492.8	4,492.8	股息收益率	0.7%	1.1%	1.0%	1.1%	1.2%
留存收益	7,118.6	8,758.7	11,600.1	14,750.3	18,276.8						
股东权益	8,353.7	10,109.0	16,159.6	19,311.6	22,840.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.66	0.70	0.74	0.82	0.92
净利润	2,954.1	3,123.1	3,336.7	3,706.1	4,148.9	BVPS(元)	1.85	2.24	3.58	4.28	5.07
加:折旧和摊销	252.5	289.1	417.2	417.2	417.2	PE(X)	17.4	16.5	15.4	13.9	12.4
资产减值准备	137.2	188.0	-	-	-	PB(X)	6.2	5.1	3.2	2.7	2.3
公允价值变动损失	-	-0.1	-3.4	0.6	0.8	P/FCF	19.3	19.8	14.0	10.8	12.6
财务费用	1.7	0.1	179.4	258.5	315.5	P/S	3.2	3.0	2.8	2.6	2.4
投资损失	-2.4	-40.3	-8.0	-8.4	-8.8	EV/EBITDA	1.1	0.7	7.0	5.5	4.4
少数股东损益	0.9	0.5	1.7	1.9	2.1	CAGR(%)	7.9%	9.9%	12.0%	7.9%	9.9%
营运资金的变动	119.8	-1,072.0	-26.1	641.6	-482.9	PEG	2.2	1.7	1.3	1.8	1.2
经营活动产生现金流量	2,787.2	2,927.8	3,897.5	5,017.3	4,392.7	ROIC/WACC	-26.7	-39.7	-163.0	-69.4	-26.5
投资活动产生现金流量	-475.1	-580.9	9.5	7.3	7.3						
融资活动产生现金流量	-1,707.2	-1,482.6	2,532.7	-814.4	-937.8						

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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com