

**证券研究报告—动态报告**

纺织服装及日化

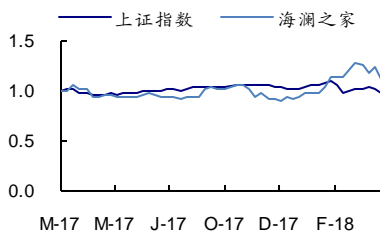
服装 II

**海澜之家(600398)**
**买入**

2017 年年报点评

(维持评级)

2018 年 03 月 26 日

**一年该股与上证综指走势比较**

**股票数据**

总股本/流通(百万股)	4,493/4,493
总市值/流通(百万元)	50,454/50,454
上证综指/深圳成指	3,153/10,440
12 个月最高/最低(元)	13.80/8.80

**相关研究报告:**

《海澜之家-600398-2016 年三季报点评: 逆势扩张步伐加快, 关注 Q4 气候因素及业绩弹性》——2016-10-31

《海澜之家-600398-2016 年半年报点评: 内生增长放缓致业绩不及预期, Q2 渠道拓展步伐提速》——2016-08-23

《海澜之家-600398-重大事件快评: 核心高管集体增持彰显信心, 长期布局价值凸显》——2016-06-03

《海澜之家-600398-2015 年年报及一季报点评: 暖冬因素致 Q4 业绩波动, 16 年继续快速扩张》——2016-04-26

《海澜之家-600398-2015 年三季报点评: 三季报表现靓丽, 积极推进供应链整合》——2015-10-20

**证券分析师: 张峻豪**

电话: 0755-22940141  
 E-MAIL: zhangjh@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980517070001

**证券分析师: 曾光**

电话: 0755-82150809  
 E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980511040003

**独立性声明:**

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

**财报点评**
**Q4 业绩拐点已现, 内生外延共助龙头平台化发展**
**● 17 年业绩增长 6.60%, 拟 10 派利 4.8 元**

17 年公司实现营收 182.0 亿元, 增长 7.06%, 取得业绩 33.29 亿元, 同增 6.60%, EPS0.74 元/股, 与此前预告基本一致, 公司同时拟每 10 股派利 4.8 元。

**● Q4 复苏趋势明显, 资产周转加速改善**

公司 Q4 单季度营收及业绩分别上升 16.0% 和 15.3%, 较前三季度明显加速。分品牌来看, 主品牌海澜之家全年营收增长 5.2%, 营收占比 81.1%, 店铺净增 303 家, 总店数达 4503 家, 全年单店营收下滑 9.0%, 但 Q4 估算个位数正增长。女装爱居免继续高速增长 75.5%, 营收占比升至 4.9%, 净增店 463 家, 总店数达 1050 家; 此外, 职业装圣凯诺实现营收增长 15.5%, 占比升至 10.3%。17 年公司继续发力电商渠道, 线上营收增长 23.4%, 占比提升至 5.9%。综合来看, 公司 17 年加大供应链优化, 并推进全渠道零售系统项目, 经营能力有所好转, 存货及应收周转天数分别下降 38.6/1.0 天, 存货金额有所下降, 且一年内存货占比提升 9.6pct 至 78.5%; 公司毛利率水平较去年微降 0.04pct, 期间费用率上升 0.26pct, 其中销售费用率增 0.14pct, 主要系广告费用增长所致。

**● 全渠道扩张持续推进, 加速打造多品牌管理平台**

2018 年, 公司计划实现营业收入增长 10%, 计划海澜之家门店净增 400 家, 爱居免净增 300 家。渠道方面公司有望在继续优化街边店布局的同时通过与万达商业合作, 加大购物中心门店的拓展力度; 其次在腾讯入股后, 一是联合优质流量平台, 加速提升线上收入占比, 二是借助大数据技术进一步提升单店运营效率; 同时, 公司可转换债方案已获批, 募资项目有望助力公司加速推进信息化升级, 并有效提升仓储物流能力。此外, 合作设立百亿产业基金, 有助于公司加快整合优质产业链资源, 丰富品牌矩阵, 培育新的利润增长点。

**● 风险提示**

服装行业景气度不及预期, 主品牌同店下滑风险, 新品牌培育不及预期等。

**● 业绩复苏拐点已现, 多品牌平台化发展开启征程, 给予“买入”**

公司作为经营效率及品牌影响力领先的行业龙头, 在存货调整到位及渠道加速优化下, 18 年业绩有望实现稳健增长, 并在中长期加速打造多品牌运营平台。预计 18-20 年 EPS0.84/0.95/1.05 元, 对应 PE13/12/11 倍, 给予买入评级。

**盈利预测和财务指标**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	17,000	18,200	20,566	23,034	25,337
(+/-%)	7.4%	7.1%	13.0%	12.0%	10.0%
净利润(百万元)	3,123	3,329	3776	4251	4715
(+/-%)	5.7%	6.6%	13.4%	12.6%	10.9%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.74	0.84	0.95	1.05
EBIT Margin	23.4%	23.5%	24.0%	24.0%	24.2%
净资产收益率(ROE)	31.1%	29.8%	29.8%	29.5%	29.0%
市盈率(PE)	16.2	15.2	13.4	11.9	10.7
EV/EBITDA	15.1	14.0	12.3	11.1	10.1
市净率(PB)	5.0	4.5	3.98	3.51	3.10

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图 1: 2017 年公司营收增长 7.06%



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 2: 2017 年公司业绩增长 6.60%



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 3: 公司盈利能力变化情况



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

图 4: 公司费用率变化情况



资料来源: 公司年报、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司分品牌分渠道营收变化情况

品牌	2015	2016	2017	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
海澜之家 (亿元)	128.75	140.31	147.58	43.74	32.5	25.89	45.45
yoy (%)	27.20%	9%	5.20%	-0.60%	6.81%	-2.11%	15.26%
爱居兔 (亿元)	3.05	5.1	8.95	1.97	1.35	1.7	3.92
yoy (%)	0.69%	67.17%	75.49%	55.25%	99.65%	90.51%	73.64%
圣凯诺 (亿元)	18.37	16.28	18.8	3.98	5.54	3.44	5.84
yoy (%)	24.18%	-11.42%	15.48%	4.88%	54.06%	-17.62%	23.89%
线上收入 (亿元)	5.85	8.54	10.54				
yoy (%)	115%	45.98%	23.40%				

资料来源: 公司财报、国信证券经济研究所整理

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	7842	8745	9575	10709	营业收入	18200	20566	23034	25337
应收款项	681	732	789	833	营业成本	11110	12535	14025	15405
存货净额	8493	9125	10012	10794	营业税金及附加	148	165	184	203
其他流动资产	573	617	691	760	销售费用	1549	1758	1976	2169
<b>流动资产合计</b>	<b>17641</b>	<b>19272</b>	<b>21120</b>	<b>23149</b>	管理费用	1054	1182	1314	1439
固定资产	3949	3958	3938	3885	财务费用	(120)	(160)	(185)	(216)
无形资产及其他	494	475	456	438	投资收益	13	15	15	15
投资性房地产	2300	2300	2300	2300	资产减值及公允价值变动	(130)	(100)	(100)	(100)
长期股权投资	715	1465	2215	2965	其他收入	18	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>25098</b>	<b>27470</b>	<b>30028</b>	<b>32736</b>	营业利润	4360	5001	5633	6253
短期借款及交易性金融负债	448	500	300	200	营业外净收支	35	35	35	35
应付款项	8470	9294	10201	11002	<b>利润总额</b>	<b>4395</b>	<b>5036</b>	<b>5668</b>	<b>6288</b>
其他流动负债	3529	3814	4265	4685	所得税费用	1066	1259	1417	1572
<b>流动负债合计</b>	<b>12447</b>	<b>13607</b>	<b>14766</b>	<b>15887</b>	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	500	500	500	500	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>3329</b>	<b>3776</b>	<b>4251</b>	<b>4715</b>
其他长期负债	975	675	375	75					
<b>长期负债合计</b>	<b>1474</b>	<b>1174</b>	<b>874</b>	<b>574</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>13921</b>	<b>14782</b>	<b>15640</b>	<b>16461</b>	净利润	3329	3776	4251	4715
少数股东权益	0	0	0	1	资产减值准备	(61)	26	0	(2)
股东权益	11177	12688	14388	16274	折旧摊销	260	384	440	474
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>25098</b>	<b>27470</b>	<b>30028</b>	<b>32736</b>	公允价值变动损失	130	100	100	100
					财务费用	(120)	(160)	(185)	(216)
					营运资本变动	(2066)	107	41	24
					其它	62	(26)	(0)	2
					<b>经营活动现金流</b>	<b>1653</b>	<b>4368</b>	<b>4832</b>	<b>5314</b>
					资本开支	(268)	(501)	(501)	(501)
					其它投资现金流	(48)	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(1031)</b>	<b>(1251)</b>	<b>(1251)</b>	<b>(1251)</b>
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	500	0	0	0
					支付股利、利息	(2130)	(2266)	(2550)	(2829)
					其它融资现金流	1622	52	(200)	(100)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(1639)</b>	<b>(2214)</b>	<b>(2750)</b>	<b>(2929)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(1016)</b>	<b>903</b>	<b>830</b>	<b>1134</b>
					货币资金的期初余额	8858	7842	8745	9575
					货币资金的期末余额	7842	8745	9575	10709
					企业自由现金流	1213	3685	4130	4589
					权益自由现金流	3334	3857	4069	4651

关键财务与估值指标				
	2017	2018E	2019E	2020E
每股收益	0.74	0.84	0.95	1.05
每股红利	0.47	0.50	0.57	0.63
每股净资产	2.49	2.82	3.20	3.62
ROIC	31%	33%	37%	41%
ROE	30%	30%	30%	29%
毛利率	39%	39%	39%	39%
EBIT Margin	24%	24%	24%	24%
EBITDA Margin	25%	26%	26%	26%
收入增长	7%	13%	12%	10%
净利润增长率	7%	13%	13%	11%
资产负债率	55%	54%	52%	50%
息率	4.2%	4.5%	5.1%	5.6%
P/E	15.2	13.4	11.9	10.7
P/B	4.5	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	14.0	12.3	11.1	10.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032