

## 业绩增长稳健，低估值具安全边际

### ——海澜之家 (600398) 深度报告

增持 (首次)

日期: 2018 年 12 月 10 日

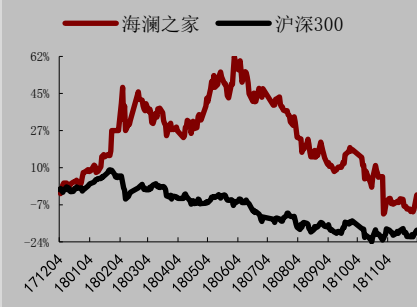
#### 投资要点:

- **渠道数量基数大、增速快，门店平均店效突出且自营店占比逐渐增加:** 2018 年 Q3 海澜之家线下门店数 6401 家，较 2017 年 5792 家净增 609 家，其中新增自营门店 156 家，约占新开门店的 26%。2017 年海澜之家、爱居免开店连续 12 个月的店效分别为 325、119 万元，直营店平均店效 654 万元，是加盟店的 2.4 倍；2018 年 Q3 自营门店占比从年初的不到 1% 增长至约 3%，随着自营门店新增速度的加快，自营门店占比将逐渐提升，将进一步提升海澜之家的店效水平。
- **主品牌龙头地位稳固，女装品牌成长迅速，多品牌布局全面发展:** 主品牌“海澜之家”增长稳健，Q3 净增门店 388 家，收入同比增长 3.97%，存货周转提速、渠道结构优化、门店质量和效益提升都将进一步巩固主品牌优势地位。其他品牌方面，女装“爱居免”Q3 净增门店 199 家，收入同比增长 55.52%，业绩和业务扩张速度较快，未来的业绩贡献也将逐步凸显。另外，婴童装、轻奢、家居等多个领域的布局，也有望提高整体品牌运营管理能力和新品牌经营效率。
- **腾讯入股，强化新零售模式发展，推动线上、线下业务融合:** 目前海澜之家已与腾讯系展开包括微商城、大众点评、美团外卖等新零售业态下的线上平台商城运作，通过整合线下门店资源，利用现代化高效物流工具，以及独特的管理模式，建立线上服务、线下体验的全域购物链条，为消费者提供更为便捷、优质、高效的购物体验。
- **可转债发行成功，进一步提升运营效率:** 公司发行可转债募集资金 30 亿元投资产业链信息化升级项目、物流园区建设项目与爱居免研发办公大楼建设项目，将提高公司运营的整体信息化、智能化水平，以及仓储物流服务能力及运营效率。
- **财务预测与投资建议:** 基于公司高效的运营和稳健的业绩，预期公司全年收入增长 7.10%、毛利率提升至 39.41%。预计 2018-2020 年 EPS 为 0.78/0.83/0.90 元，对应 PE 为 10.94/10.21/9.44 倍，具备安全边际。长期来看，核心竞争力强劲，首次覆盖“增持”评级。
- **风险因素:** 消费需求增长低于预期；新品牌成长低于预期；渠道拓展速度不及预期风险。

#### 基础数据

|            |                  |
|------------|------------------|
| 行业         | 纺织服装             |
| 公司网址       |                  |
| 大股东/持股     | 海澜集团有限公司 /39.31% |
| 实际控制人/持股   |                  |
| 总股本(百万股)   | 4,492.76         |
| 流通A股(百万股)  | 4,492.76         |
| 收盘价(元)     | 8.48             |
| 总市值(亿元)    | 380.99           |
| 流通A股市值(亿元) | 380.99           |

#### 个股相对沪深 300 指数表现



数据来源: WIND, 万联证券研究所  
数据截止日期: 2018 年 12 月 10 日

#### 相关研究

**分析师: 郭懿**  
执业证书编号: S0270518040001  
号:  
电话: 010-66060126  
邮箱: guoyi@wlzq.com.cn

**研究助理: 杨熹**  
电话: 010-66060126  
邮箱: yangxi@wlzq.com.cn

|          | 2017 年 | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 182.00 | 194.92 | 209.59 | 224.94 |
| 增长比率(%)  | 7.06   | 7.10   | 7.53   | 7.32   |
| 净利润(亿元)  | 33.29  | 34.83  | 37.32  | 40.37  |
| 增长比率(%)  | 6.60   | 4.63   | 7.15   | 8.17   |
| 每股收益(元)  | 0.74   | 0.78   | 0.83   | 0.90   |
| 市盈率(倍)   | 11.83  | 10.94  | 10.21  | 9.44   |

## 目录

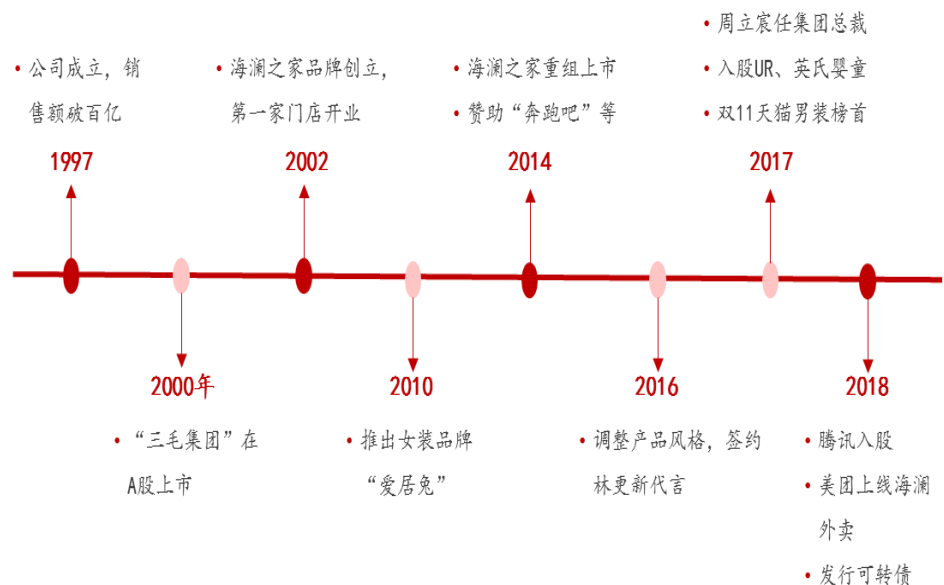
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 1、公司情况简述.....                         | 3  |
| 1.1 发展历程.....                         | 3  |
| 1.2 公司特点.....                         | 4  |
| 1.2.1 股权结构稳定.....                     | 4  |
| 1.2.2 品牌结构丰富.....                     | 4  |
| 1.2.3 门店发展迅速.....                     | 5  |
| 2、行业对比.....                           | 6  |
| 2.1 规模优势明显.....                       | 6  |
| 2.2 运营管理高效.....                       | 6  |
| 2.3 店效水平领先.....                       | 7  |
| 2.4 毛利稳定、净利突出.....                    | 8  |
| 2.5 品牌增长速度快.....                      | 8  |
| 2.6 存货周转效率高.....                      | 9  |
| 2.7 股息率、派息率领先.....                    | 9  |
| 3、新零售合作.....                          | 10 |
| 4、发行可转债.....                          | 11 |
| 5、财务预测投资建议.....                       | 11 |
| 6、风险提示.....                           | 12 |
| 图表 1：海澜之家发展历程.....                    | 3  |
| 图表 2：海澜之家股权结构.....                    | 4  |
| 图表 3：海澜之家品牌结构.....                    | 4  |
| 图表 4：海澜之家 2018 年 Q3 各品牌门店占比.....      | 5  |
| 图表 5：海澜之家各品牌门店增长趋势.....               | 5  |
| 图表 6：海澜之家 2015-2018Q3 营收对比.....       | 6  |
| 图表 7：海澜之家运营模式.....                    | 7  |
| 图表 8：2017 年海澜之家店效对比.....              | 7  |
| 图表 9：2015-2018Q3 海澜之家店效数据.....        | 8  |
| 图表 10：海澜之家 2015-2018Q3 利润率.....       | 8  |
| 图表 11：海澜之家品牌发展情况.....                 | 9  |
| 图表 12：海澜之家各品牌收入占比.....                | 9  |
| 图表 13：海澜之家 2017 年周转效率对比.....          | 9  |
| 图表 14：海澜之家 2017 年派息、股息率对比.....        | 10 |
| 图表 15：海澜之家 2015-2017 年股息率.....        | 10 |
| 图表 16：海澜之家 2015-2018Q3 线上销售占比.....    | 10 |
| 图表 17：海澜之家 2015-2017 年线上、线下销售毛利率..... | 10 |
| 图表 18：海澜之家 2018 年可转债项目投资情况.....       | 11 |
| 图表 19：海澜之家 2018-2020 年财务预测.....       | 12 |

## 1、公司情况简述

### 1.1 发展历程

公司成立于1997年，经过多年运营和发展，业务涵盖品牌服装的经营以及高档西服、职业服的生产和销售，品牌服装的经营包括品牌管理、供应链管理和营销网络管理等。目前公司拥有海澜之家、爱居兔、圣凯诺等服装品牌，旗下圣凯诺品牌为职业装团购业务，其余品牌采用服装连锁经营的形式，产品包括男装、女装、配饰等，具有高性价比、品类丰富、符合大众消费需求等特点。

图表1：海澜之家发展历程



资料来源：公司公告，万联证券研究所

公司的发展基本大致可分为四个阶段：

第一阶段，1997-2002，传统加工阶段。海澜之家是一家传统的品牌服装加工企业，在此期间，公司以“三毛集团”在A股上市，在资本经营上取得了重大突破。

第二阶段，2002-2014，零售发展阶段。2002年初，周建平前往日本进行市场考察，在日本期间，日本服装品牌丰富的品种、大众化的价格、量贩式的自选购买方式给他留下了深刻的印象。回国后，周建平将这种面向大众消费的服装销售模式在中国推出，2002年9月，“海澜之家”第一家门店——南京中山北路店正式开业，标志着海澜之家进入男装零售领域。

第三阶段，2014-2017，转型加速阶段。2014年4月海澜之家完成重组上市，海澜之家正式开始加速转型。2014年，海澜之家开始以服装赞助的形式支持《奔跑吧兄弟》、《最强大脑》、《非诚勿扰》等知名综艺节目，同时每年提高互联网视频、电影院、地铁、高铁的投放金额，开始注重人群定位的精准性。随着80、90后逐渐成为主流消费群体，海澜之家逐渐对产品风格作出调整，不仅在款式设计上走年轻化路线，以商务时尚与休闲时尚为主，坚持男装全品类战略，还引进林更新等当红明星加盟代言人之列。

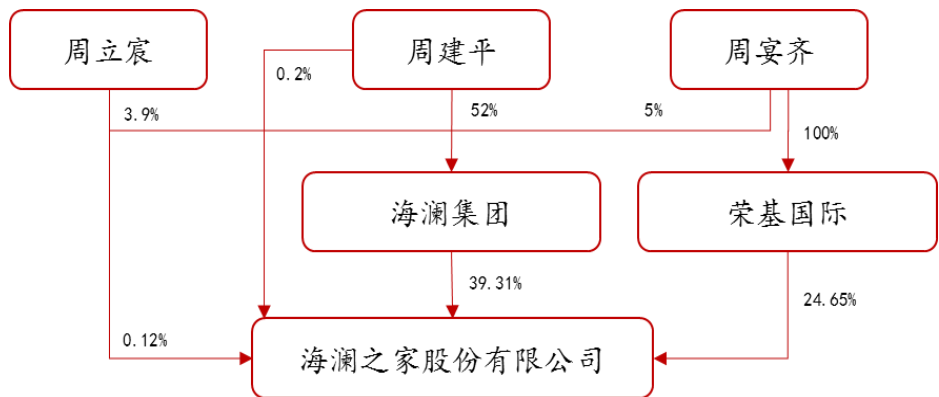
第四阶段，2018年，新零售发展阶段。2018年初，腾讯普和入股海澜之家，强化了海澜之家新零售发展模式，促进线上业务的快速增长，推进线下与线上业务的互动与融合，海澜之家的发展进入新的阶段。

## 1.2 公司特点

### 1.2.1 股权结构稳定

实控人及其一致行动人持股比例达**63.96%**。公司实际控制人周建平及其一致行动人周宴齐（周建平之女）、周立宸（周建平之子）通过海澜集团、荣基国际合计直接及间接控制上市公司28.88亿股股份，占公司总股本的63.96%，周建平及其一致行动人在上市公司中居于绝对控股地位，股权结构稳定。

图表2：海澜之家股权结构



资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 1.2.2 品牌结构丰富

海澜之家目前有海澜之家、爱居兔、圣凯诺等男装、女装、职业装品牌，其他品牌端，公司已投入资金或研发力量到定制（圣凯诺）、大众年轻时尚（黑鲸）、轻奢（AEX、OVV）、童装（爱居兔童装、入股英氏）、家居用品（海澜优选）等。

图表3：海澜之家品牌结构

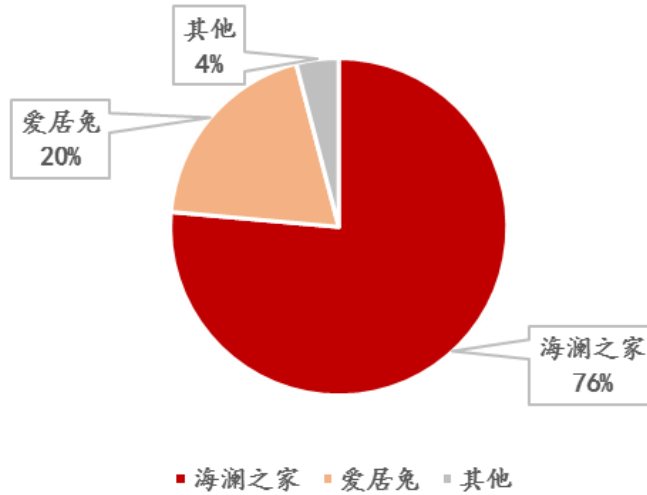
| 品牌名称          | 成立/投资时间 | 品牌发展情况         | 消费定位           |
|---------------|---------|----------------|----------------|
| 圣凯诺           | 1997    | 自主创新职业装品牌，发展稳定 | 高端团体职业定制装      |
| 海澜之家          | 2002    | 公司主品牌，主要收入来源   | 大众休闲男装         |
| 爱居兔           | 2010    | 快速成长品牌，业绩增长迅速  | 休闲时尚女装         |
| 黑鲸（HLA Jeans） |         |                | 潮流都市轻时尚男装      |
| 海澜优选          |         |                | 家居类产品一站式购物     |
| AEX           | 2017    | 新生品牌，逐步拓展成长    | 高品质、高性价比轻奢商务男装 |
| OVV           |         |                | 高品质、高性价比轻奢女装   |
| 英氏婴童          | 2017    | 投资入股品牌，暂未实现控股  | 高端婴童服饰         |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 1.2.3 门店发展迅速

2018年Q3，海澜之家拥有线下门店 6401家，按品牌分，“海澜之家”品牌占比达到76%，共计 4891家门店，女装“爱居兔”品牌门店数 1249 家占比为20%，剩余 261 家门店中多数是“海一家”门店，新开的 黑鲸、海澜优选、OVV、AEX等单品牌店铺数量少。

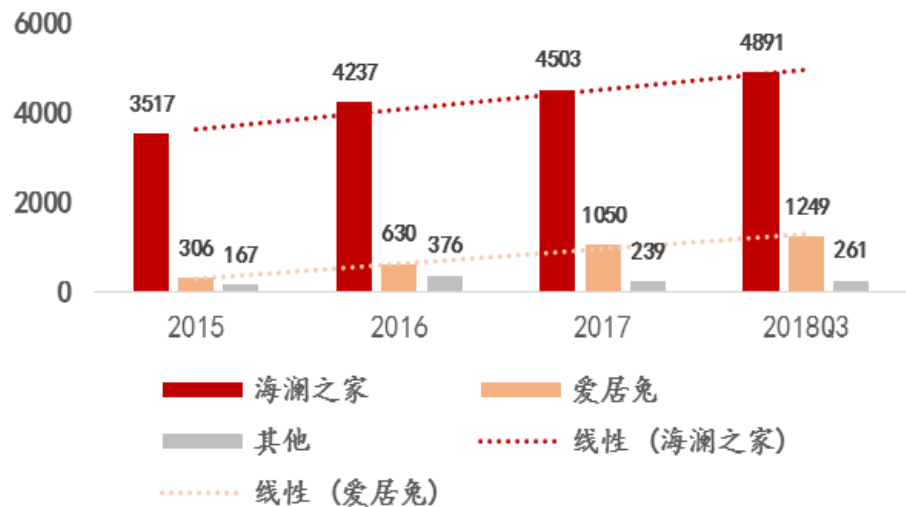
图表4：海澜之家2018年Q3各品牌门店占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

男装是海澜之家的当家品牌，一直保持较为快速的门店增长趋势，确保在男装板块的龙头地位和业绩表现；女装爱居兔2015-2017年门店复合增长率85%，2018年Q3净增门店199家，增速略有放缓，重点放在提升门店收入和盈利水平，以及增加自营门店占比上，预计整体的业绩水平会有所提升，女装业务收入在公司业务所占的地位也将愈加重要。

图表5：海澜之家各品牌门店增长趋势



资料来源：公司公告，万联证券研究所

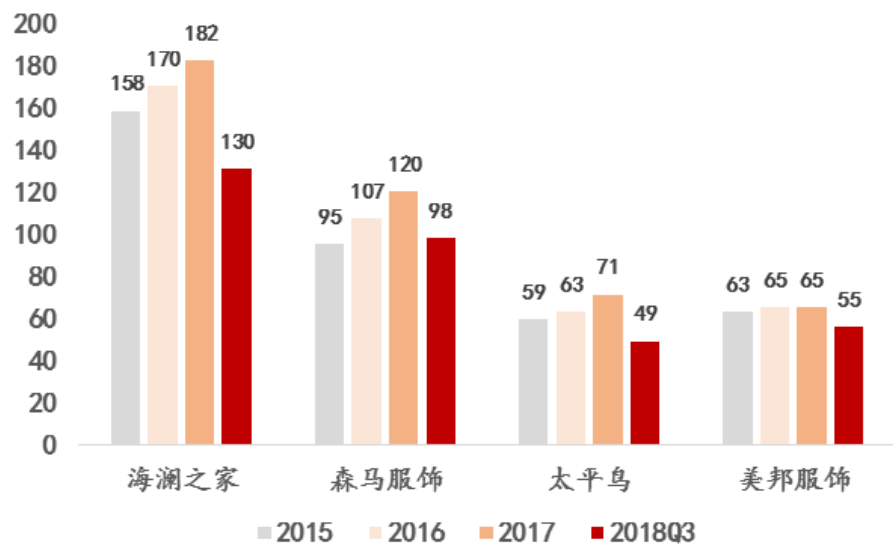
## 2、行业对比

### 2.1 规模优势明显

在A股上市公司披露的2017年年报中，海澜之家以净利润33.19亿元人民币位列2017年纺织服装行业A股上市公司净利润排行榜第1名；2018年1月24日，海澜之家以市值467亿元位被列入“2017中国服装上市公司市值排行榜100强”；3月26日，海澜之家以品牌价值9.2亿美元入选BrandZ2018最具价值中国品牌100强；7月10日，财富中文网发布了2018年的《财富》中国500强排行榜，海澜之家已连续4年上榜。

从收入规模看，海澜之家营收在平稳增长的基础上具有明显优势，2017年海澜之家、森马服饰、太平鸟、美邦服饰营收分别为182.00、120.26、71.42、64.72亿元，海澜之家相当于第二名森马服饰的1.5倍，从2018年Q3数据对比来看，海澜之家约为第二名森马服饰的1.35倍。从市场占有率来看，2017海澜之家服装、男装行业市占率分别为1.4%、4.7%，分别位于行业第2、1位，均为内资企业第一位。

图表6：海澜之家2015-2018Q3营收对比



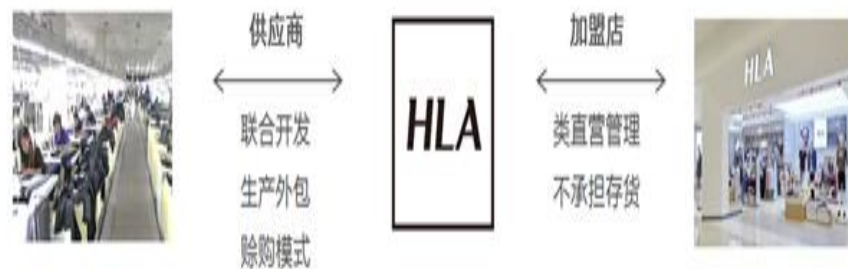
资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 2.2 运营管理高效

**非核心业务外包，专注品牌及供应链管理。**公司将产品设计、成衣生产、运输配送等业务外包，专注品牌即供应链管理，上游供应商、下游加盟商各司其职，打造了高效合作的供应链，品牌优势强劲，门店营收效益行业领先。公司凭借“品牌+平台”的经营模式，通过打造产业链战略联盟，并通过对加盟店的类直营管理，实现门店统一管理和快速扩张。



图表7：海澜之家运营模式



资料来源：公司公告，万联证券研究所

**信息系统全覆盖，优势突出。**总控端，SAP系统是公司的信息化核心、OA等系统配合，涉及到零售管理、商品计划等各个环节，国内领先。渠道端，公司本身已在所有门店使用POS系统，通过收银可将相关信息传输至SAP系统，以便公司对门店的商品入库、出库情况进行管理，及时对门店销售信息进行汇总分析。物流端，公司2016年上线了TM一期系统，包含多模块，能够帮助公司完成发货现场调度、发运复核、运费统计等基础功能。此外，2018年7月可转债募资对公司信息系统将进行一次升级，升级后的信息系统对公司业务会产生更加明显的支持。

### 2.3 店效水平领先

店效水平将海澜之家与第二大内资服装龙头森马服饰进行对比分析：2017年底海澜之家、森马服饰线下门店数分别为5792、8423家，平均单店店效分别为272、143万元，直营门店数占比分别为0.81%、8.06%，海澜之家在较低比例的直营门店的情况下拥有具有明显优势的平均产出；2017年海澜之家直营平均店效高达654万元，是加盟平均店效的2.4倍。

图表8：2017年海澜之家店效对比

|          | 海澜之家   | 森马服饰   |
|----------|--------|--------|
| 营业收入（百万） | 18,200 | 12,026 |
| 期末门店数    | 5,792  | 8,423  |
| 平均店效（万元） | 272    | 143    |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

就海澜之家主品牌男装店效来看，2016-2017两年的店效都有所下降。受社会消费品零售总额增长放缓的影响，并且3季度门店新增速度较快，直接导致品牌2018年Q3平均店效水平仍为下降趋势，但考虑直营店占比的逐渐增加，长期来看门店店效会恢复增长。

图表9：2015-2018Q3海澜之家店效数据

|          | 2015   | 2016   | 2017   | 2018Q3 |
|----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万） | 12,875 | 14,031 | 14,758 | 10,618 |
| 期末门店数    | 3,517  | 4,237  | 4,503  | 4,891  |
| 平均店效（万元） | 366    | 331    | 328    | 217    |

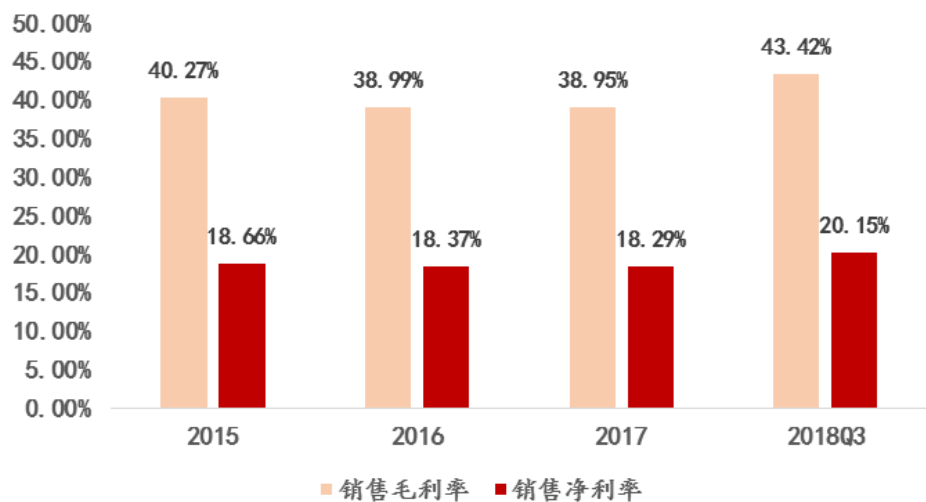
资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 2.4 毛利稳定、净利突出

公司2015-2017销售毛利率分别为40.27%、38.99%、38.95%，销售净利率分别为18.66%、18.37%、18.29%，处于持续下滑趋势；2018年Q3整体利润率有所回升，销售毛利率升至43.42%，销售净利率升至20.15%，利润率的提升主要与新增自营店的占比提高相关。

从净利率水平能看出，海澜之家控费优秀、盈利突出，在毛利率水平40%左右的情况下，始终保持了18%以上的净利率，在2018年Q3净利率更是突破了20%。

图表10：海澜之家2015-2018Q3利润率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 2.5 品牌增长速度快

公司积极布局以男装海澜之家为核心的品牌集群，打造覆盖到各人群、各年龄阶段的多样化客户群体。公司主要三大品牌分别为海澜之家、爱居兔、圣凯诺，2017年营收占比分别达83%、5%、10%，海澜之家主品牌贡献主要的营收来源。

海澜之家品牌定位于20-45岁男士，品类丰富，以“男人的衣柜”为经营理念，目前为我国单一最大服装品牌，海澜之家门店分布在31个省、覆盖80%以上县市。

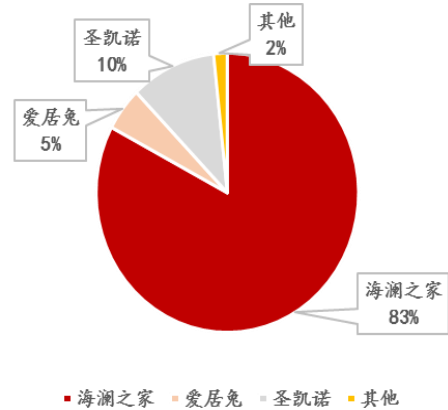
爱居兔品牌设立于2010年，从2015年起，爱居兔品牌迎来高速增长期，2015-2017年品牌营业收入由3亿元增长到近9亿元，2016、2017年的营收增长率分别达67.17%和75.46%。2017年品牌在女装行业市占率达0.10%，在我国排34位，进步明显。



图表11：海澜之家品牌发展情况



图表12：海澜之家各品牌收入占比



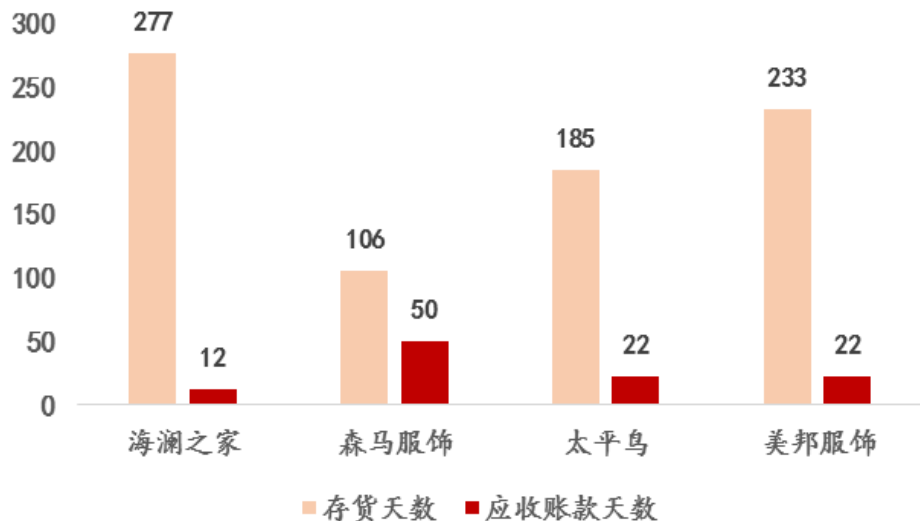
资料来源：公司公告，万联证券研究所

资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 2.6 存货周转效率高

海澜之家通过与供应商签订附滞销商品可退货条款的采购合同，由门店（不含直营店）以委托代销的方式销售产品，门店陈列或存放的所有产品均为海澜之家的存货，导致存货账面金额较大。2017年存货占营收、总资产、流动资产的比例分别达47.7%、34.6%、49.2%，但由于加盟店采用营收分成模式，尽管2017年海澜之家存货周转天数为277天，应收账款周转天数却仅为12.27天，对比来看为行业最低水平；同时因海澜之家存货包含终端渠道存货，如剔除终端门店的委托代销部分存货，公司2017年存货周转天数达137天，将仅高于森马服饰。

图表13：海澜之家2017年周转效率对比

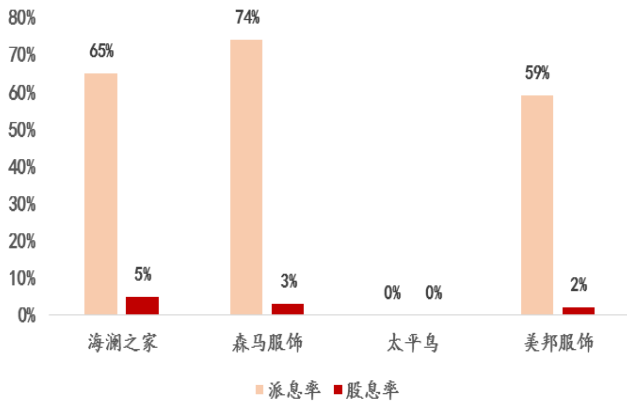


资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 2.7 股息率、派息率领先

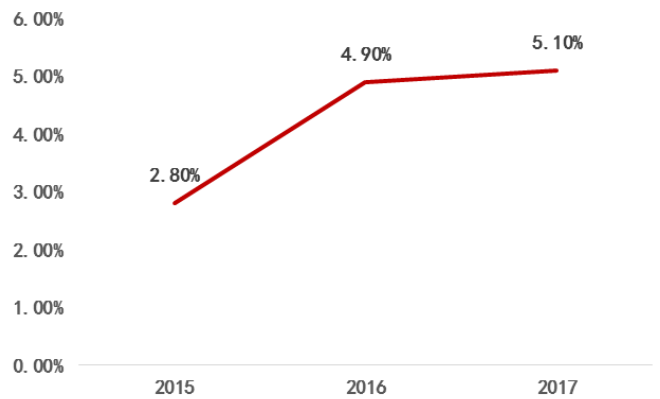
海澜之家十分重视投资者利益，2015-2017年公司分别支付股利14.82、22.01、21.57亿元，相当于同期归母净利润的50.18%、70.49%、64.80%，股息率分别达2.80%、4.92%、5.12%，行业内对比具有明显优势，投资收益较高。

图表14：海澜之家2017年派息、股息率对比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表15：海澜之家2015-2017年股息率



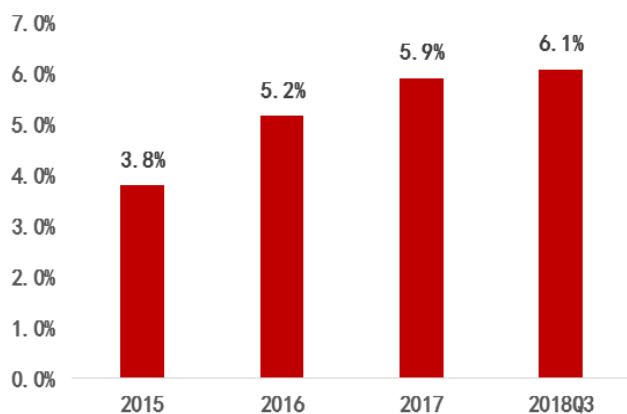
资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 3、新零售合作

线上销售持续提升，但占比仍处于较低水平。海澜之家2015-2017年线上销售占比自3.8%提升至5.9%，2018年Q3线上销售占比为6.1%，但仍远低于同行业龙头企业的线上销售占比水平（森马服饰2017年线上销售占比约26%）。

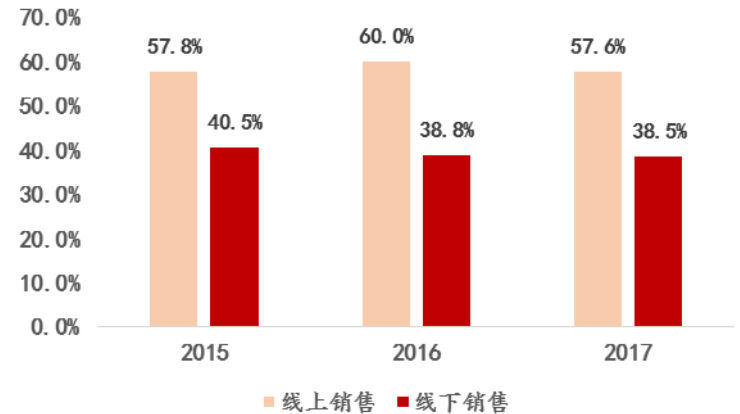
从销售毛利率来看，海澜之家线上销售的毛利率约为线下销售的1.5倍，如何提高线上销售收入和占比，对于海澜之家是一个亟待解决的重要课题。

图表16：海澜之家2015-2018Q3线上销售占比



资料来源：公司公告，万联证券研究所

图表17：海澜之家2015-2017年线上、线下销售毛利率



资料来源：公司公告，万联证券研究所

引入腾讯战略入股，强化新零售模式的合作与发展。2018年1月，公司控股股东的一致行动人荣基国际（香港）有限公司与深圳市腾讯普和有限合伙企业签订《股份转让协议》。腾讯普和以10.48元/股的价格受让荣基所持5.31%的公司股份，转让总价为25亿元。

腾讯作为业界巨头，有丰富的线上渠道和新零售渠道经验，腾讯系的多平台流量导入，可以拉动海澜之家的线上渠道销售业务，腾讯系电商平台京东、唯品会和微信小程序在深度合作后，都将持续加大公司品牌的宣传力度，为公司带来更多的流量导入。此外海澜之家品牌馆已入驻大众点评，用户可在大众点评提交订单，由美团外卖人员前往海澜之家线下门店取货并在一小时内送达。

同时，腾讯普和荣基国际两个出资方成立产投基金，预计规模100亿元，围绕海澜之家战略发展方针，对服装产业链、服装服饰品牌、服装制造等公司进行投资。

## 4、发行可转债

海澜之家公开发行可转债募集资金 30 亿元，分别投资产业链信息化升级项目、物流园区建设项目与爱居兔研发办公大楼建设项目。可转债成功发行将进一步提高公司运营的整体信息化、智能化水平，仓储物流服务能力及运营效率。

图表18：海澜之家2018年可转债项目投资情况（单位：万元）

| 序号 | 项目名称          | 项目投资总额     | 募资拟投入金额    |
|----|---------------|------------|------------|
| 1  | 产业链信息化升级项目    | 70,899.71  | 62,000.00  |
| 2  | 物流园区建设项目      | 211,367.70 | 195,000.00 |
| 3  | 爱居兔研发办公大楼建设项目 | 46,952.30  | 43,000.00  |
|    | 合计            | 329,219.71 | 300,000.00 |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

**产业链信息化升级项目：**项目建设期2年，总投资7.09亿，拟使用募集资金6.2亿。渠道方面，公司将为线下门店铺设智慧服务系统，同时为1000家左右门店建设精准营销系统，为客户提供全新消费体验。供应商方面，公司将建设核心供应商平台并建设总部与核心供应商对接平台。物流方面，公司将建设大数据物流规划系统及综合运输协同系统，进一步提升公司与承运商的协同作用。

**物流园区建设项目：**项目建设期3年，总投资21.14亿元，拟使用募集资金19.5亿元。公司拟建设九栋仓库，其中一栋用于电商业务，四栋用于女装爱居兔业务，四栋作为海澜服装工业城辅助配套仓库，用于商品的周转、暂存等，进一步提高物流效率，实现整个业务链的畅通运转。

**爱居兔研发办公大楼建设项目：**总投资4.70亿元，拟使用募集资金4.30亿元。公司将在海澜服装工业城北区综合大楼以东建设建筑面积11.5万平方米的爱居兔研发办公大楼。

## 5、财务预测及投资建议

海澜之家2018Q3实现累计营业收入130.42亿元，同比增长4.53%，归母净利润26.28亿元，同比增长4.66%，业绩增长水平低于市场预期，考虑到受宏观经济下行和社会零售消费增长放缓的影响，预期全年业绩仍可保持增长趋势但增幅下降。因此，基于海澜之家渠道扩张的趋势，以过去三年毛利率的平均水平做预测，结合2018年业绩增长趋势，预计2018-2020年分别实现收入194.92亿元、209.59亿元和224.94亿元，同比增幅分别为7.1%、7.5%和7.3%，归母净利润34.96亿元、37.64亿元、40.86亿元，同比增幅分别为4.6%、7.1%和8.2%。预计2018-2020年EPS为0.78/0.83/0.90元，对应PE为10.94/10.21/9.44倍，具备安全边际。

长期来看，海澜之家主品牌龙头地位稳固，新生品牌发展迅速，新零售方面的合作也可以推动线上销售快速增长，公司整体核心竞争力强劲，首次覆盖“增持”评级。

图表19：海澜之家2018-2020年财务预测（单位：百万元）

| 海澜之家  | 2015      | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 收入    | 1,287,488 | 1,403,146 | 1,475,785 | 1,588,241 | 1,703,548 | 1,817,515 |
| YOY   | 27.2%     | 9.0%      | 5.2%      | 7.6%      | 7.3%      | 6.7%      |
| 门店数   | 3517      | 4237      | 4503      | 4903      | 5203      | 5503      |
| 平均店效  | 366       | 331       | 328       | 324       | 327       | 330       |
| 爱居兔   | 2015      | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 收入    | 30,507    | 50,999    | 89,482    | 125,169   | 157,127   | 194,411   |
| YOY   | 0.7%      | 67.2%     | 75.5%     | 39.9%     | 25.5%     | 23.7%     |
| 门店数   | 306       | 630       | 1050      | 1300      | 1650      | 2000      |
| 平均店效  | 100       | 81        | 85        | 96        | 95        | 97        |
| 其他    | 2015      | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 收入    | 38,759    | 35,276    | 29,935    | 25,116    | 28,182    | 30,616    |
| YOY   | 62.4%     | -9.0%     | -15.1%    | -16.1%    | 12.2%     | 8.6%      |
| 门店数   | 167       | 376       | 239       | 277       | 302       | 327       |
| 平均店效  | 232       | 94        | 125       | 91        | 93        | 94        |
| 圣凯诺   | 2015      | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 收入    | 183,742   | 162,751   | 187,970   | 168,295   | 164,710   | 166,308   |
| YOY   | 24.2%     | -11.4%    | 15.5%     | -10.5%    | -2.1%     | 1.0%      |
| 其他    | 2015      | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 收入    | 42,515    | 47,787    | 36,838    | 42,380    | 42,335    | 40,518    |
| 合计    | 2015      | 2016      | 2017      | 2018E     | 2019E     | 2020E     |
| 收入    | 1,583,011 | 1,699,959 | 1,820,009 | 1,949,200 | 2,095,902 | 2,249,367 |
| YOY   | 28.3%     | 7.4%      | 7.1%      | 7.1%      | 7.5%      | 7.3%      |
| 归母净利润 | 2,953     | 3,123     | 3,329     | 3,483     | 3,732     | 4,037     |
| YOY   | 24.4%     | 5.7%      | 6.6%      | 4.6%      | 7.1%      | 8.2%      |
| 毛利率   | 40.3%     | 39.0%     | 39.0%     | 39.4%     | 39.4%     | 39.4%     |

资料来源：公司公告，万联证券研究所

## 6、风险提示

消费需求增长低于预期；新品牌成长低于预期；渠道拓展速度不及预期风险。

|                | 单位：百万元 |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 至12月31日        | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>流动资产</b>    | 17,641 | 23,873 | 25,728 | 30,705 |
| 货币资金           | 7,482  | 11,187 | 14,253 | 16,264 |
| 应收及预付          | 1,200  | 1,623  | 1,412  | 1,846  |
| 存货             | 8,493  | 10,957 | 9,957  | 12,488 |
| 其他流动资产         | 467    | 107    | 107    | 107    |
| <b>非流动资产</b>   | 7,457  | 7,327  | 7,902  | 7,961  |
| 长期股权投资         | 715    | 715    | 715    | 715    |
| 固定资产           | 3,139  | 3,434  | 3,767  | 4,410  |
| 在建工程           | 810    | 942    | 1391   | 959    |
| 无形资产           | 494    | 435    | 375    | 316    |
| 其他长期资产         | 2,300  | 1,802  | 1,654  | 1,561  |
| <b>资产总计</b>    | 25,098 | 31,201 | 33,631 | 38,665 |
| <b>流动负债</b>    | 12,447 | 13,025 | 12,396 | 14,804 |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 应付及预收          | 10,240 | 12,577 | 11,948 | 14,356 |
| 其他流动负债         | 2,207  | 448    | 448    | 448    |
| <b>非流动负债</b>   | 1,474  | 4,409  | 4,409  | 4,409  |
| 长期借款           | 500    | 3,500  | 3,500  | 3,500  |
| 应付债券           | 0      | 910    | 910    | 910    |
| 其他非流动负债        | 975    | 0      | 0      | 0      |
| <b>负债合计</b>    | 13,921 | 17,434 | 16,805 | 19,213 |
| 股本             | 1,168  | 1,168  | 1,168  | 1,168  |
| 资本公积           | 2,033  | 2,033  | 2,033  | 2,033  |
| 留存收益           | 7,977  | 9,473  | 11,084 | 12,833 |
| 归属母公司股东权益      | 11,177 | 12,674 | 14,285 | 16,034 |
| 少数股东权益         | 0      | 0      | 1      | 2      |
| <b>负债和股东权益</b> | 25,098 | 30,108 | 31,090 | 35,247 |

|                | 单位：百万元 |       |       |       |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| 至12月31日        | 2017A  | 2018E | 2019E | 2020E |
| <b>经营活动现金流</b> | 2,880  | 3,726 | 5,233 | 4,450 |
| 净利润            | 3,329  | 3,484 | 3,733 | 4,038 |
| 折旧摊销           | 331    | 722   | 816   | 901   |
| 营运资金变动         | -882   | -558  | 582   | -557  |
| 其它             | 101    | 79    | 102   | 68    |

|                 | 单位：百万元 |        |        |        |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 至12月31日         | 2017A  | 2018E  | 2019E  | 2020E  |
| <b>营业收入</b>     | 18,200 | 19,492 | 20,959 | 22,494 |
| 营业成本            | 11,110 | 11,811 | 12,700 | 13,630 |
| 营业税金及附加         | 148    | 158    | 170    | 183    |
| 销售费用            | 1,549  | 1,650  | 1,774  | 1,904  |
| 管理费用            | 1,054  | 1,145  | 1,231  | 1,321  |
| 财务费用            | -120   | -68    | -44    | -78    |
| 资产减值损失          | 127    | 151    | 151    | 151    |
| 公允价值变动收益        | -3     | 0      | 0      | 0      |
| 投资净收益           | 13     | 0      | 0      | 0      |
| <b>营业利润</b>     | 4,360  | 4,645  | 4,977  | 5,384  |
| 营业外收入           | 43     | 0      | 0      | 0      |
| 营业外支出           | 8      | 0      | 0      | 0      |
| <b>利润总额</b>     | 4,395  | 4,645  | 4,977  | 5,384  |
| 所得税             | 1,066  | 1,161  | 1,244  | 1,346  |
| <b>净利润</b>      | 3,329  | 3,484  | 3,733  | 4,038  |
| 少数股东损益          | 0      | 0      | 1      | 1      |
| <b>归属母公司净利润</b> | 3,329  | 3,483  | 3,732  | 4,037  |
| EBITDA          | 4,585  | 5,295  | 5,745  | 6,202  |
| EPS (元)         | 0.74   | 0.78   | 0.83   | 0.90   |

**主要财务比率**

| 至12月31日     | 2017A   | 2018E   | 2019E   | 2020E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| <b>成长能力</b> |         |         |         |         |
| 营业收入        | 18,200  | 19,492  | 20,959  | 22,494  |
| 营业利润        | 4,360   | 4,645   | 4,977   | 5,384   |
| 归属于母公司净利润   | 3,329   | 3,479   | 3,722   | 4,020   |
| <b>获利能力</b> |         |         |         |         |
| 毛利率         | 38.95%  | 39.41%  | 39.41%  | 39.41%  |
| 净利率         | 18.24%  | 17.87%  | 17.81%  | 17.95%  |
| ROE         | 29.70%  | 27.50%  | 26.16%  | 25.24%  |
| ROIC        | 116.92% | 78.68%  | 73.94%  | 81.87%  |
| <b>偿债能力</b> |         |         |         |         |
| 资产负债率       | 51.99%  | 57.92%  | 54.09%  | 54.57%  |
| 净负债比率       | 108.30% | 137.62% | 117.80% | 120.13% |
| 流动比率        | 1.51    | 1.76    | 1.89    | 1.87    |

|                |        |       |        |        |                 |       |       |       |       |
|----------------|--------|-------|--------|--------|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>投资活动现金流</b> | -2,208 | -942  | -1,391 | -959   | <b>速动比率</b>     | 0.71  | 0.91  | 1.09  | 1.02  |
| 资本支出           | -537   | 0     | 0      | 0      | <b>营运能力</b>     |       |       |       |       |
| 投资变动           | -1,671 | 0     | 0      | 0      | 总资产周转率          | 0.78  | 0.65  | 0.67  | 0.64  |
| 其他             | -2,208 | -942  | -1,391 | -959   | 应收账款周转率         | 29.77 | 24.29 | 29.20 | 24.62 |
| <b>筹资活动现金流</b> | -1,662 | 1,079 | -2,087 | -2,227 | 存货周转率           | 1.31  | 1.08  | 1.28  | 1.09  |
| 银行借款           | 500    | 0     | 0      | 0      | <b>每股指标 (元)</b> |       |       |       |       |
| 债券融资           | 0      | 3,000 | 0      | 0      | 每股收益            | 0.74  | 0.78  | 0.84  | 0.91  |
| 股权融资           | 0      | 0.00  | 0.00   | 0.00   | 每股经营现金流         | 0.64  | 0.83  | 1.17  | 0.99  |
| 其他             | -2,162 | -1921 | -2,087 | -2,227 | 每股净资产           | 2.49  | 2.82  | 3.18  | 3.56  |
| <b>现金净增加额</b>  | -993   | 3,864 | 1,755  | 1,264  | <b>估值比率</b>     |       |       |       |       |
| <b>期初现金余额</b>  | 6,893  | 5,899 | 9,763  | 11,518 | P/E             | 11.48 | 10.94 | 10.21 | 9.44  |
| <b>期末现金余额</b>  | 5,899  | 9,763 | 11,518 | 12,782 | P/B             | 3.41  | 3.01  | 2.67  | 2.38  |
|                |        |       |        |        | EV/EBITDA       | 0.67  | 0.42  | 0.09  | -0.12 |

资料来源：公司公告，WIND，万联证券研究所



## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里大街28号中海国际中心