

2019年09月16日

# 拟剥离爱居兔，聚焦主品牌及优质新品牌培育 买入（维持）

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19,090	20,349	21,476	22,585
同比(%)	4.89%	6.60%	5.54%	5.17%
归母净利润(百万元)	3,455	3,582	3,827	4,069
同比(%)	3.78%	3.68%	6.86%	6.32%
每股收益(元/股)	0.77	0.81	0.87	0.92
P/E(倍)	10.8	10.4	9.7	9.2

## 投资要点

■ **事件：**公司公布子公司转让议案，计划将其全资子公司（海澜之家品牌管理有限公司）持有的江阴爱居兔服装有限公司的100%股权以3.82亿元全部转让，其中：

- 1) 66%股权以2.52亿元转让给赵方伟（爱居兔总经理）；
- 2) 15%股权以5736万元转让给江阴得和企业管理合伙公司（爱居兔总经理赵方伟/海澜之家监事龚琴霞分别出资99%/1%）；
- 3) 19%股权以7266万元转让给江阴海澜之家投资有限公司（上市公司全资子公司）。

本次交易完成后，上市公司间接对爱居兔持股19%，不再对其进行并表。

■ **本次转让爱居兔股权有利于上市公司更聚焦于主品牌及有潜力的新品牌的培育，也给予爱居兔更加自由的发展空间。**根据本次披露，爱居兔单体报表2018年收入及净利润分别达到17.0/3.3亿元，但考虑分部间抵消及总部费用后，爱居兔对海澜之家2018年的收入贡献约在11.0亿元，利润端估计呈现亏损状态；考虑爱居兔2019年仍在渠道调整提效进程中，业务仍将产生亏损，此时剥离对于上市公司来说除了将收获约0.56亿元的一次性收益（来自收购价相对于净资产的溢价），也将减轻负担，将更多资源投入到包括海澜优选、OVV、黑鲸等快速发展的新业务中去；对于爱居兔自身来说，本次81%股权由管理层收购后其将从上市公司出表，有利于管理层更加自由地按照自身发展规划对其业务进行调整。

■ **盈利预测与投资评级：**暂不考虑爱居兔业务剥离影响，预计公司19/20/21年归母净利润35.8/38.3/40.7亿元，对应业绩增速4%/7%/6%，对应PE10.4X/9.7X/9.2X。公司二期回购计划正在进行中，拟在19年8月8日起后12个月内以6.91-10.36亿元回购股票注销，9/3已开展首次回购，以1128万元回购135.7万股，回购均价8.31元/股，侧面体现对自身价值认可，考虑公司同时具备经营稳健+高分红低估值+时尚消费品外延想象空间打开等多重属性，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**线下销售不及预期，新业务拓展及品牌协同不及预期

证券分析师 马莉

执业证号：S0600517050002  
010-66573632

mal@dwzq.com.cn

证券分析师 陈腾曦

执业证号：S0600517070001  
021-60199793

chentx@dwzq.com.cn

证券分析师 林骥川

执业证号：S0600517050003  
021-60199793

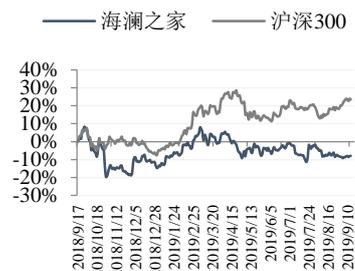
linjch@dwzq.com.cn

证券分析师 詹陆雨

执业证号：S0600519070002  
021-60199793

zhanly@dwzq.com.cn

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	8.44
一年最低/最高价	7.12/10.13
市净率(倍)	3.06
流通 A 股市值(百万元)	37304.86

## 基础数据

每股净资产(元)	2.76
资产负债率(%)	55.17
总股本(百万股)	4420.01
流通 A 股(百万股)	4420.01

## 相关研究

- 1、《海澜之家(600398)：Q2主品牌增长提速明显，存货规模有效下降》2019-08-29
- 2、《海澜之家(600398)：Q1高基数下同店承压、整体零售保持增长，多品牌外延持续推进》2019-04-30

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)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>21,768</b>	<b>24,341</b>	<b>27,269</b>	<b>30,261</b>	<b>营业收入</b>	<b>19,090</b>	<b>20,349</b>	<b>21,476</b>	<b>22,585</b>
现金	10,526	11,560	13,272	14,328	营业成本	11,293	12,066	12,732	13,368
应收款项	688	766	825	879	营业税金及附加	141	153	161	169
存货	9,474	11,299	12,389	14,198	销售费用	1,799	1,913	1,933	1,942
其他	1,080	716	783	855	管理费用	1,100	1,180	1,246	1,310
<b>非流动资产</b>	<b>7,824</b>	<b>6,633</b>	<b>6,709</b>	<b>6,763</b>	财务费用	(4)	(116)	(133)	(143)
长期股权投资	770	770	770	770	投资净收益	161	20	20	20
固定资产	4,036	4,107	4,177	4,213	其他	76	50	50	50
无形资产	531	521	509	494	<b>营业利润</b>	<b>4,555</b>	<b>4,747</b>	<b>5,076</b>	<b>5,398</b>
其他	2,488	1,236	1,254	1,287	营业外净收支	23	29	27	28
<b>资产总计</b>	<b>29,591</b>	<b>30,896</b>	<b>33,886</b>	<b>36,919</b>	<b>利润总额</b>	<b>4,578</b>	<b>4,776</b>	<b>5,103</b>	<b>5,426</b>
<b>流动负债</b>	<b>12,886</b>	<b>12,820</b>	<b>13,831</b>	<b>14,717</b>	所得税费用	1,122	1,194	1,276	1,356
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	1	1	1	1
应付账款	5,769	6,300	6,852	7,424	<b>归属母公司净利润</b>	<b>3,455</b>	<b>3,582</b>	<b>3,827</b>	<b>4,069</b>
其他	7,117	6,520	6,979	7,293	EBIT	4,897	5,190	5,565	5,965
<b>非流动负债</b>	<b>3,611</b>	<b>3,746</b>	<b>3,747</b>	<b>3,747</b>	EBITDA	5,273	5,541	5,942	6,367
长期借款	494	0	0	0					
其他	3,117	3,746	3,747	3,747					
<b>负债总计</b>	<b>16,497</b>	<b>16,566</b>	<b>17,578</b>	<b>18,463</b>	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
少数股东权益	137	67	68	91	每股收益(元)	0.77	0.81	0.87	0.92
归属母公司股东权益	12,958	14,263	16,240	18,365	每股净资产(元)	2.88	3.23	3.67	4.15
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>29,591</b>	<b>30,896</b>	<b>33,886</b>	<b>36,919</b>	发行在外股份(百万股)	4492.8	4420.0	4420.0	4420.0
					ROIC(%)	23.3%	22.5%	21.6%	20.9%
					ROE(%)	28.5%	28.1%	26.0%	24.8%
					毛利率(%)	40.8%	40.7%	40.7%	40.8%
					EBIT Margin(%)	25.7%	25.5%	25.9%	26.4%
					销售净利率(%)	18.1%	17.6%	17.8%	18.0%
					资产负债率(%)	55.7%	53.6%	51.9%	50.0%
					收入增长率(%)	4.9%	6.6%	5.5%	5.2%
					净利润增长率(%)	3.8%	3.7%	6.9%	6.3%
					P/E	10.8	10.4	9.7	9.2
					P/B	2.88	2.62	2.30	2.03

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

## 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>

