

海澜之家 (600398.SH)

疫情影响短期业绩，内生外延助推长期发展

19年经营质量改善，20Q1业绩受疫情影响。公司19年收入/业绩同比+15.1%/-7.1%。收入增长来自自主品牌收入同增13.6%和童装并表贡献。业绩下滑系一次性影响(剥离爱居兔亏损5000万，在建工程转固折旧1.2亿，可转债摊销7000万，联营公司投资损失4912万)和新品牌亏损(1.5亿)，剔除后19年利润正增长。20Q1受疫情影响收入/业绩同比下滑36.8%/75.6%，但近期业务较快恢复。预计4月主品牌线下流水恢复70%左右，线上增长30%+，整体流水下滑20-30%，20H2有望恢复去年同期水平。

增长动力：内生+外延，打造最具价值力男装品牌。疫情背景下，公司**聚焦主品牌，重点打造最具价值力男装品牌。**1)品牌力上，坚持高性价比产品，加大IP合作力度，市占率有望提升。2)渠道上，国内提升购物中心店比例(19年底约20%)，优化街边店店效，预计20年主品牌净增门店300家左右；国外开发新市场，推进电商布局。**新品牌投入更谨慎，注重现金流造血能力。**预计新品牌收入增速放缓至50%左右，利润端以减少亏损为主。

盈利能力短期承压，现金流较健康。1)盈利能力短期承压：毛利率受加大促销力度和清理童装库存影响。三项费用率则由于直营占比提升、并表新品牌、在建工程转固、可转债摊销影响走高。综合净利润率下滑明显，20Q1同降12.4PCTs至7.5%。但我们判断上述影响偏短期，后续盈利能力有望回升。2)疫情影响下周转走弱：公司存货绝对额有所下降，20Q1较年初降2.3%，存货周转319天，受疫情影响有所增加。应收账款规模较小，20Q1周转增加7天。3)现金流充沛：20Q1经营现金流净额9.6亿元，占营收比重提升至25%。货币现金104亿元，账上现金充沛。

高分红+五年回购承诺。公司2019年分红比例38.1%。公司前期计划2018-2022年间每年将上年归母净利润的20%-30%用于回购股票。第一期6.67亿元回购已完成。第二期截止4月底已累计回购4.47亿元，占2019年归母净利润13.9%。持续高分红和回购彰显未来发展信心，预计未来分红+回购比例将维持在60%左右。

投资建议：公司短期业绩受到疫情冲击较为明显，长期看，公司将聚焦主品牌，新品牌重点提高造血能力，公司现金充裕，分红政策稳定，估值有望恢复。综合考虑疫情影响，我们预计2020-2022年归母净利润为25.3/31.5/35.5亿元，当前股价对应2020年PE为11倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：疫情恢复速度不及预期；主品牌同店持续下滑风险；海外业务扩张不及预期；公司新品牌发展不及预期。

| 财务指标 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 19,090 | 21,970 | 18,576 | 21,039 | 23,954 |
| 增长率 yoy (%) | 4.9 | 15.1 | -15.4 | 13.3 | 13.9 |
| 归母净利润(百万元) | 3,455 | 3,211 | 2,529 | 3,145 | 3,554 |
| 增长率 yoy (%) | 3.8 | -7.1 | -21.2 | 24.4 | 13.0 |
| EPS 最新摊薄(元/股) | 0.78 | 0.73 | 0.57 | 0.71 | 0.80 |
| 净资产收益率(%) | 26.4 | 22.9 | 16.6 | 18.4 | 18.3 |
| P/E(倍) | 7.9 | 8.5 | 10.8 | 8.7 | 7.7 |
| P/B(倍) | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |

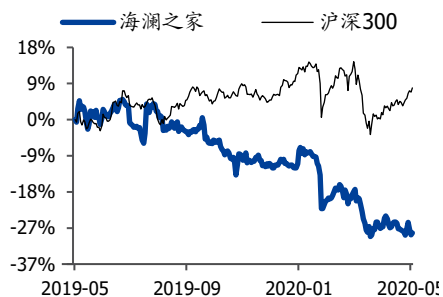
资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持(首次)

股票信息

| | |
|---------------|-----------|
| 行业 | 服装家纺 |
| 最新收盘价 | 6.18 |
| 总市值(百万元) | 27,271.50 |
| 总股本(百万股) | 4,420.02 |
| 其中自由流通股(%) | 100.00 |
| 30日日均成交量(百万股) | 5.45 |

股价走势



作者

分析师 鞠兴海

执业证书编号: S0680518030002

邮箱: juxinghai@gszq.com

研究助理 杨莹

邮箱: yangying1@gszq.com

相关研究

1、《海澜之家(600398.SH):收入端平稳,运营端待提升》2019-03-30



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 21768 | 20920 | 22834 | 25368 | 28113 |
| 现金 | 10526 | 10022 | 13581 | 12645 | 16322 |
| 应收票据及应收账款 | 688 | 773 | 492 | 929 | 685 |
| 其他应收款 | 430 | 370 | 0 | 466 | 39 |
| 预付账款 | 490 | 450 | 478 | 534 | 585 |
| 存货 | 9474 | 9044 | 8107 | 10594 | 10270 |
| 其他流动资产 | 160 | 260 | 176 | 199 | 212 |
| 非流动资产 | 7824 | 7996 | 6147 | 6179 | 6212 |
| 长期投资 | 770 | 1 | -31 | -315 | -712 |
| 固定资产 | 4036 | 4000 | 3105 | 3281 | 3539 |
| 无形资产 | 531 | 948 | 1015 | 1095 | 1180 |
| 其他非流动资产 | 2488 | 3047 | 2058 | 2118 | 2205 |
| 资产总计 | 29591 | 28916 | 28981 | 31547 | 34324 |
| 流动负债 | 12886 | 12029 | 11737 | 12797 | 13660 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 8027 | 7720 | 8187 | 8563 | 9984 |
| 其他流动负债 | 4859 | 4309 | 3551 | 4234 | 3676 |
| 非流动负债 | 3611 | 3025 | 2099 | 1711 | 1327 |
| 长期借款 | 2779 | 2373 | 1447 | 1059 | 675 |
| 其他非流动负债 | 832 | 652 | 652 | 652 | 652 |
| 负债合计 | 16497 | 15054 | 13837 | 14508 | 14987 |
| 少数股东权益 | 137 | 260 | 251 | 239 | 221 |
| 股本 | 4493 | 4420 | 4420 | 4420 | 4420 |
| 资本公积 | 2033 | 1452 | 1452 | 1452 | 1452 |
| 留存收益 | 9167 | 10747 | 12034 | 13934 | 16238 |
| 归属母公司股东权益 | 12958 | 13602 | 14893 | 16800 | 19117 |
| 负债和股东权益 | 29591 | 28916 | 28981 | 31547 | 34324 |

现金流量表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营活动现金流 | 2419 | 3462 | 4139 | 913 | 5575 |
| 净利润 | 3456 | 3168 | 2520 | 3132 | 3536 |
| 折旧摊销 | 377 | 581 | 495 | 392 | 438 |
| 财务费用 | -4 | 18 | -120 | -183 | -232 |
| 投资损失 | -161 | -71 | 32 | 46 | 62 |
| 营运资金变动 | -1580 | -690 | 1162 | -2441 | 1766 |
| 其他经营现金流 | 331 | 456 | 49 | -32 | 5 |
| 投资活动现金流 | -822 | -271 | 1250 | -428 | -537 |
| 资本支出 | 894 | 632 | -1993 | 375 | 450 |
| 长期投资 | 218 | 504 | 32 | 238 | 398 |
| 其他投资现金流 | 290 | 865 | -711 | 185 | 310 |
| 筹资活动现金流 | 661 | -3203 | -1830 | -1421 | -1361 |
| 短期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期借款 | 2279 | -406 | -926 | -388 | -384 |
| 普通股增加 | 0 | -73 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | -581 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -1618 | -2144 | -904 | -1033 | -977 |
| 现金净增加额 | 2258 | -8 | 3558 | -935 | 3676 |

利润表 (百万元)

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 19090 | 21970 | 18576 | 21039 | 23954 |
| 营业成本 | 11293 | 13300 | 11409 | 12543 | 14286 |
| 营业税金及附加 | 141 | 120 | 102 | 115 | 131 |
| 营业费用 | 1799 | 2467 | 2229 | 2735 | 3234 |
| 管理费用 | 1100 | 1499 | 1207 | 1199 | 1365 |
| 研发费用 | 49 | 68 | 56 | 63 | 72 |
| 财务费用 | -4 | 18 | -120 | -183 | -232 |
| 资产减值损失 | 383 | -422 | 334 | 379 | 359 |
| 其他收益 | 76 | 35 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -9 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 161 | 71 | -32 | -46 | -62 |
| 资产处置收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 4555 | 4179 | 3326 | 4142 | 4677 |
| 营业外收入 | 37 | 55 | 45 | 46 | 49 |
| 营业外支出 | 14 | 10 | 11 | 12 | 11 |
| 利润总额 | 4578 | 4224 | 3361 | 4176 | 4715 |
| 所得税 | 1122 | 1057 | 840 | 1044 | 1179 |
| 净利润 | 3456 | 3168 | 2520 | 3132 | 3536 |
| 少数股东损益 | 1 | -43 | -8 | -13 | -18 |
| 归属母公司净利润 | 3455 | 3211 | 2529 | 3145 | 3554 |
| EBITDA | 4822 | 4662 | 3603 | 4241 | 4764 |
| EPS (元/股) | 0.78 | 0.73 | 0.57 | 0.71 | 0.80 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 4.9 | 15.1 | -15.4 | 13.3 | 13.9 |
| 营业利润 (%) | 4.5 | -8.3 | -20.4 | 24.5 | 12.9 |
| 归属母公司净利润 (%) | 3.8 | -7.1 | -21.2 | 24.4 | 13.0 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 40.8 | 39.5 | 38.6 | 40.4 | 40.4 |
| 净利率 (%) | 18.1 | 14.6 | 13.6 | 14.9 | 14.8 |
| ROE (%) | 26.4 | 22.9 | 16.6 | 18.4 | 18.3 |
| ROIC (%) | 20.1 | 18.4 | 13.6 | 15.4 | 15.7 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.7 | 52.1 | 47.7 | 46.0 | 43.7 |
| 净负债比率 (%) | -51.8 | -50.6 | -74.5 | -62.9 | -76.3 |
| 流动比率 | 1.7 | 1.7 | 1.9 | 2.0 | 2.1 |
| 速动比率 | 0.9 | 0.9 | 1.2 | 1.1 | 1.2 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.7 | 0.8 | 0.6 | 0.7 | 0.7 |
| 应收账款周转率 | 29.4 | 30.1 | 29.4 | 29.6 | 29.7 |
| 应付账款周转率 | 1.4 | 1.7 | 1.4 | 1.5 | 1.5 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 0.78 | 0.73 | 0.57 | 0.71 | 0.80 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.55 | 0.78 | 0.94 | 0.21 | 1.26 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 2.81 | 2.95 | 3.25 | 3.68 | 4.20 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 7.9 | 8.5 | 10.8 | 8.7 | 7.7 |
| P/B | 2.2 | 2.1 | 1.9 | 1.7 | 1.5 |
| EV/EBITDA | 4.3 | 4.4 | 4.5 | 4.0 | 2.7 |

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 19 年经营质量改善，20Q1 业绩受疫情影响 | 4 |
| 2019 年经营质量明显改善 | 4 |
| 20Q1 业绩受疫情影响大幅下滑，当下恢复较快 | 6 |
| 增长动力：内生+外延，打造全球最具价值力男装品牌 | 6 |
| 盈利能力短期承压，现金流较健康，高分红延续 | 7 |
| 盈利预测与投资建议 | 10 |
| 盈利预测 | 10 |
| 估值分析与盈利预测 | 11 |
| 风险提示 | 12 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图表 1: 公司多元化产品矩阵 | 4 |
| 图表 2: 公司 IP 跨界合作+新媒体营销 | 5 |
| 图表 3: 公司多品牌矩阵 | 5 |
| 图表 4: 服装类社零增速 | 6 |
| 图表 5: 公司收入业绩增速 | 6 |
| 图表 6: 公司营销网络布局 | 7 |
| 图表 7: 公司净利率与毛利率情况 | 8 |
| 图表 8: 公司各项费用率情况 | 8 |
| 图表 9: 公司报表端存货情况 | 8 |
| 图表 10: 公司存货与应付账款周转天数 | 8 |
| 图表 11: 公司应收账款周转天数提高 | 9 |
| 图表 12: 公司经营活动现金流净额及占收入比重 | 9 |
| 图表 13: 公司分红、回购金额及占净利润比重 | 9 |
| 图表 14: 公司历次回购计划 | 9 |
| 图表 15: 海澜之家主品牌收入假设 | 10 |
| 图表 16: 其他品牌收入假设 | 10 |
| 图表 17: 可比公司估值表 (股价截止至 5 月 11 日) | 11 |
| 图表 18: 公司当前 PE Forward 估值接近近四年历史低位 | 11 |
| 图表 19: 公司 PE Band (TTM, 元/股) | 12 |

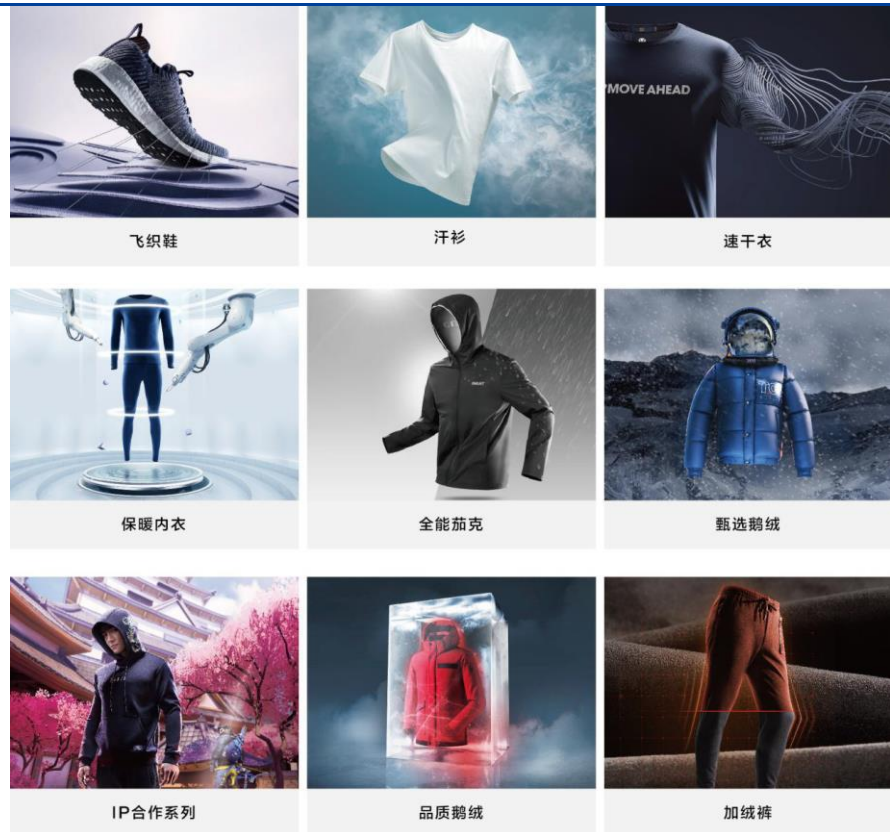
19年经营质量改善，20Q1业绩受疫情影响

2019年经营质量明显改善

公司 19 年收入同比+15.1%，剔除剥离业务亏损等一次性影响后利润正增长。公司 2019 年收入/业绩同比+15.1%/-7.1%至 219.7/32.1 亿元。收入高增来自：1) 主品牌销售表现亮眼，19 年海澜之家系列收入同增 13.6%；2) 新品牌并表增厚收入，18H2 并表男生女生品牌，19 年并表收入增加约 50%，19H2 并表英氏童装预计贡献 4 亿元左右收入。业绩小幅下滑主要系新品牌亏损约 1.5 亿元和一次性影响：1) 19 年 9 月剥离爱居兔业务预计增加 5000 万元亏损；2) 在建工程转固增加折旧约 1.2 亿元；3) 可转债利息摊销增加约 7000 万元财务费用；4) 新增联营企业 Sean John 长期股权投资，按权益法确认投资损失 4912 万元。上述影响合计约 4 亿元左右，剔除后 2019 年利润实现正增长。

主品牌表现亮眼，产品力持续提升。19 年海澜之家主品牌收入同增 13.6%，门店数净增 301 家，贡献 5.7%增幅，我们估算同店实现个位数增长。主品牌靓丽表现来自品牌转型带来的产品力的提升：**1) 产品端**，持续优化性价比（更低加价倍率），并加大开发力度，推出双面茄克、弹力牛仔裤、甄选鹅绒、运动速干等一系列高性价比产品。**2) 渠道端**，持续提高购物中心店比例（19 年底占比约 20%），推进海外市场布局，同时调整低效街边店优化整体店效，渠道形象进一步提升。19 年主品牌关店 354 家，新开店 655 家，门店总数 5598 家，海外门店达 56 家。国内门店通过调整陈列布局、改善视觉效果和引入智能设备，打造更有温度的渠道形象。**3) 品牌端**，持续推进 IP 合作与新媒体营销，品牌力持续提升，《大闹天宫》、暴雪等 IP 引发强烈共鸣，与《华夏地理》、《中国机长》、《新相亲大会》、《最强大脑》等热门节目的合作提升品牌知名度。

图表 1: 公司多元化产品矩阵



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

图表2: 公司IP跨界合作+新媒体营销



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

多品牌矩阵渐成规模。公司 2017 年以来陆续孵化和收购新品牌，成功形成从大众到轻奢的男女童全品类的多品牌矩阵。公司坚持稳健的多品牌运营方向，2019 年新品牌渐成规模。除公司传统定制业务圣凯诺外，19 年公司其他品牌营收同增 503.4% 至 11.0 亿元，其中我们预计英氏（19H2 新并表）贡献收入 4 亿元，男生女生（18H2 并表，+50%）贡献 3 亿元，家居品牌海澜优选收入在 1.6 亿元左右（+200%），轻奢品牌 OVV 收入 1.5 亿元左右（+300%），AEX 规模较小而增速较快。且公司 19 年 9 月剥离亏损品牌爱居兔，多品牌策略更加稳健更为聚焦。

图表3: 公司多品牌矩阵



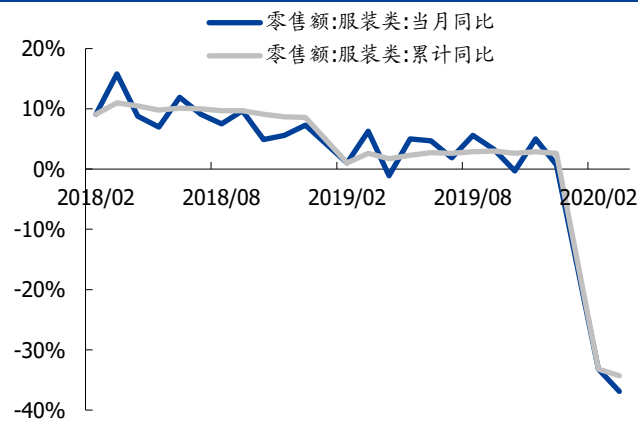
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

20Q1 业绩受疫情影响大幅下滑，当下恢复较快

疫情短期影响，公司 20Q1 收入/业绩同比下滑 36.8%/75.6%。20Q1 服装行业整体受新冠疫情影响较大，一季度服装类社零同比下滑 34.3%，3 月单月下滑 36.9%。公司收入业绩受疫情影响较大，20Q1 收入/归母净利润同比下滑 36.8%/75.6%至 38.5/3.0 亿元。分品牌看，主品牌营收同比下滑 36.7%，且 20Q1 加大冬、春装促销力度使毛利率同降 11.0PCTs；圣凯诺营收同比下滑 46.3%；其他品牌受并表影响营收同增 118.9%。分渠道看，20Q1 公司线上发力，收入同增 16.7%，收入占比提升 3.8PCTs 至 8.2%，毛利率受促销力度加大影响同降 4.2PCTs；线下收入受疫情影响较大，门店数量净关闭 11 家，收入同降 39.9%。

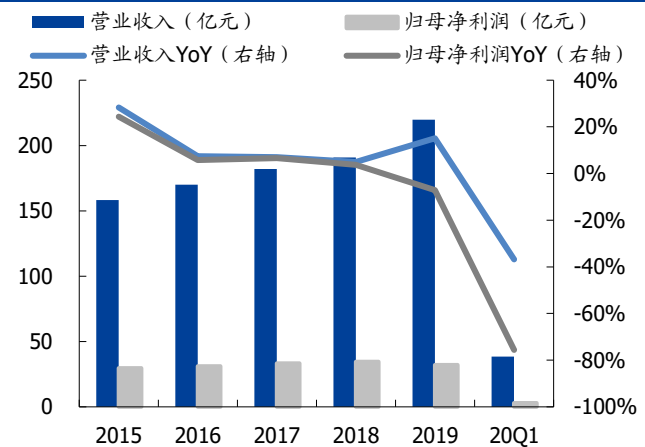
4 月以来业务较快恢复，预计 20H2 恢复去年同期水平。随着疫情趋稳，公司国内门店已逐步恢复开店，跟据我们的跟踪，预计公司 4 月主品牌线下流水恢复至去年同期 70% 左右，线上增长进一步提速至+30%左右。预计公司 4 月整体流水下滑 20-30%左右，20H2 有望恢复去年同期水平。

图表 4: 服装类社零增速



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 5: 公司收入业绩增速



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

增长动力: 内生+外延, 打造全球最具价值力男装品牌

聚焦 HLA, 打造最具价值力男装品牌。当前疫情背景下, 我们认为公司对新品牌的培育将更为谨慎, 公司将聚焦 HLA 主品牌, 重点打造成全球最具价值力男装品牌。**1) 品牌力上,**公司将从新时代消费者需求出发, 坚持高性价比产品, 加大 IP 合作力度, 市场占有率有望进一步提升。**2) 渠道上**打造全球全渠道营销网络: 国内积极拓店同时完善全渠道布局, 稳步提升购物中心店比例 (19 年底预计 20%), 优化街边店店效水平, 强化主流电商平台合作, 预计 20 年主品牌净增门店 300 家左右; 国外继续开发新市场, 同时推进海外电商布局。

图表 6: 公司营销网络布局



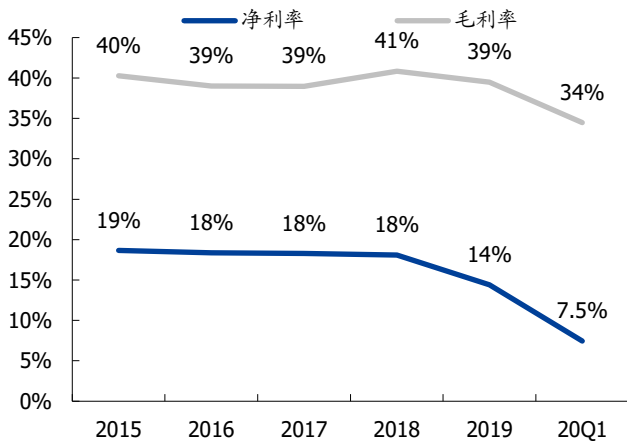
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

新品牌投入更谨慎, 注重自身现金流造血能力。我们认为疫情背景下公司将更谨慎地推动新品牌发展, 公司将更注重小品牌自身现金流情况, 预计收入增速将放缓至 50%左右, 利润端以减少品牌亏损为主。**1) 童装品牌** 19 年清理较多老货, 20 年将全力打造高端市场和大众市场品牌力, 提高门店质量, 做精做优产品性价比。**2) 轻奢品牌**将突出面料、质感、设计和工艺, 提高产品调性, 并通过线上线下融合营销提升品牌知名度。**3) 家居品牌**将保持现有门店规模, 优化门店布局, 开发拓展高流量产品, “电商+微商”双平台打造爆款。

盈利能力短期承压, 现金流较健康, 高分红延续

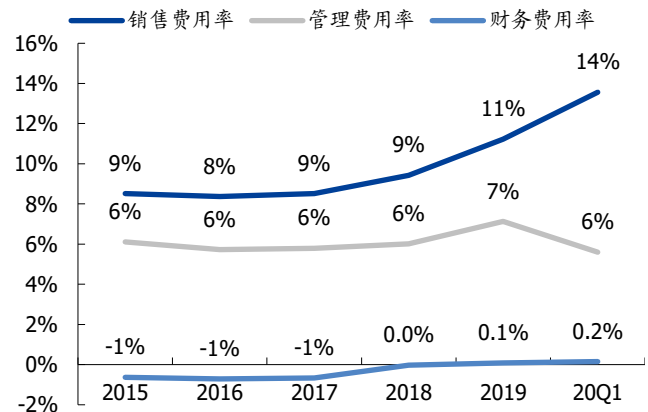
暖冬、疫情加并表影响, 盈利能力短期承压。2019 年以来公司毛利率持续下滑, 主要系暖冬和疫情双重影响下, 公司加大 19 冬装与 20 春装促销折扣力度, 同时清理童装库存导致。而由于公司直营店占比提升和先后并表男生女生与英氏童装, 公司销售费用率持续提升; 在建工程转固增加折旧推高管理费用率; 可转债摊销利息费用导致财务费用率短期增加。综上, 公司净利润率下滑较为明显, 20Q1 同降 12.4PCTS 至 7.5%。但我们判断上述盈利能力影响因素偏短期, 随着疫情逐渐恢复和库存的集中清理, 公司将恢复以往不打折策略, 整体折扣率有望逐步改善, 且上述费用边际影响减弱, 从而 20 年盈利能力回升。

图表 7: 公司净利率与毛利率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

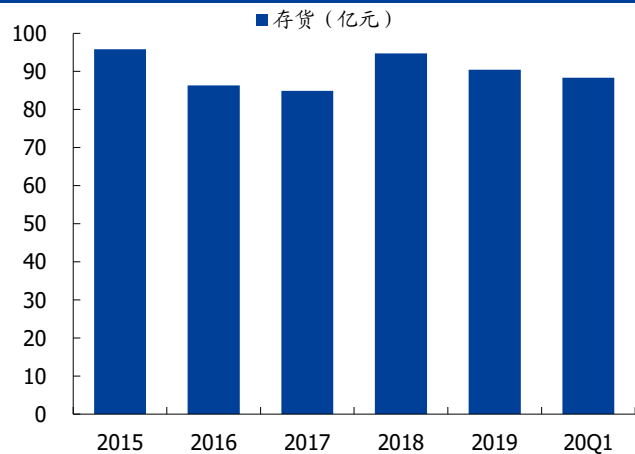
图表 8: 公司各项费用率情况



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (管理费用包含研发费用)

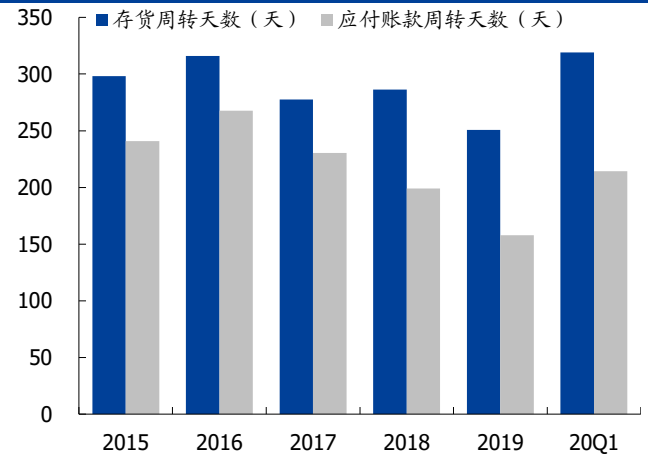
疫情影响周转走弱, 但现金流充沛。1) 存货方面, 公司与渠道存货均在报表中体现, 2019年以来存货水平有所下降, 20Q1存货总额88.4亿元, 较年初下降2.3%。存货周转天数319天, 受疫情影响有所提高但相对可控。**2) 应付账款方面**, 公司加盟商结算周期向按年结算过渡, 20Q1周转天数增加至214天。**3) 应收账款方面**, 公司经营模式下上下游占款, 从而应收账款规模较小, 20Q1应收账款周转天数增加7天。**4) 现金流方面**, 经营活动现金流净额19年以来稳步提升, 20Q1经营活动现金流净额9.6亿元, 占营收比重提升至25%。货币现金104亿元, 账上现金充沛。

图表 9: 公司报表端存货情况



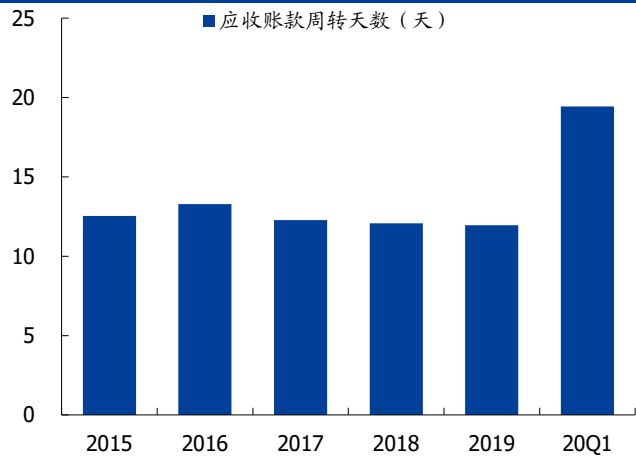
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 10: 公司存货与应付账款周转天数



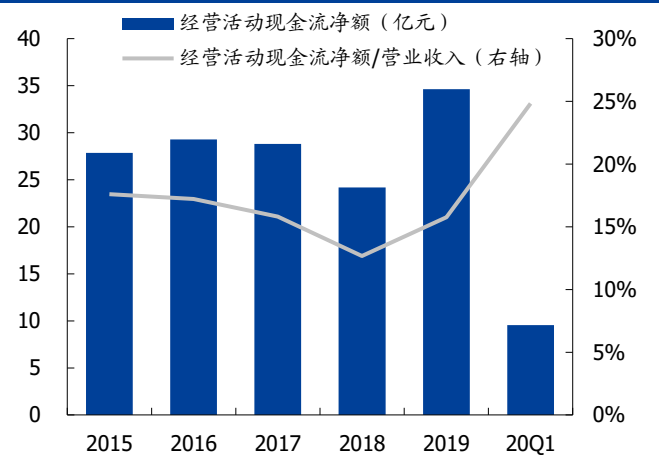
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 11: 公司应收账款周转天数提高



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

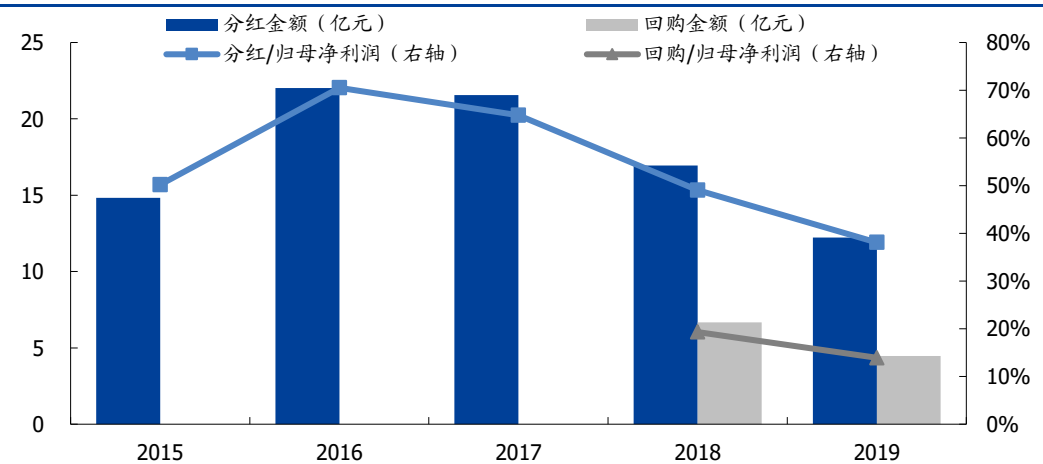
图表 12: 公司经营现金流净额及占收入比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

持续高分红+五年回购承诺。公司上市以来积极通过分红和回购回馈投资者。2019年拟分红12.23亿元, 分红比例38.1%。同时公司五年回购计划将于2018-2022年间每年将上年归母净利润的20%-30%用于回购。第一期6.67亿元回购已完成, 第二期回购规模预计6.91-10.36亿元, 截止2020年4月底第二期已累计回购4.47亿元, 占2019年公司归母净利润13.9%。公司持续高分红和股份回购, 体现公司未来发展信心, 我们预计公司未来分红+回购比例将维持在60%左右水平。

图表 13: 公司分红、回购金额及占净利润比重



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所 (注: 将第一期回购金额归至2018年, 第二期回购截止至今金额归至2019年)

图表 14: 公司历次回购计划

| 回购计划 | 公告时间 | 计划回购金额 (亿元) | 实际回购金额 (亿元) | 占公司股本数 | 完成时间 |
|------|-----------|-------------|-----------------|------------------|-----------|
| 第一期 | 2018/12/1 | 6.66-9.98 | 6.67 | 1.62% | 2019/6/16 |
| 第二期 | 2019/7/24 | 6.91-10.36 | 4.47 (截至20年4月底) | 1.38% (截至20年4月底) | - |

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 185.8/210.4/239.5 亿元，分别同比 -15.4%/+13.3%/+13.9%；对应 EPS 分别 0.6/0.7/0.8 元/股。我们的预测基于以下假设：

- 主品牌海澜之家：**我们预计 2020-2022 年主品牌营业收入分别为 150.2/166.6/184.0 亿元，同比-13.8%/+10.9%/+10.5%。其中 20 年受疫情影响收入下滑，21-22 年逐渐恢复。同时，我们预计主品牌稳步拓店同时店效水平提升，每年新增门店数 294/300/300 家，同店增长分别-18.11%/+5.54%/+5.36%。毛利率方面，我们预计公司 20 年受疫情影响加大打折力度导致毛利率下滑，21-22 年折扣水平逐渐恢复，毛利率分别为 39.5%/39.5%。

图表 15：海澜之家主品牌收入假设

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|----------|--------|---------|--------|--------|
| 收入（亿元） | 174.22 | 150.15 | 166.55 | 183.97 |
| YoY | 13.59% | -13.81% | 10.92% | 10.46% |
| 门店数量（家） | 5598 | 5892 | 6192 | 6492 |
| 净变动（家） | 301 | 294 | 300 | 300 |
| 单店收入（万元） | 311.21 | 254.84 | 268.97 | 283.38 |
| YoY | 7.48% | -18.11% | 5.54% | 5.36% |
| 毛利率 | 40.34% | 37.50% | 39.50% | 39.50% |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

- 圣凯诺与其他品牌：**我们预计 2020-2022 年圣凯诺营业收入同比-20%/+5%/+5%，主要系定制服装产能较为稳定，毛利率方面也较为稳定。其他品牌方面体量较小，今年增长较快，且 20 年 H1 英氏童装仍有并表贡献，整体受疫情影响较小，预计 2020-2022 年营业收入同比+21.2%/+50.3%/+50.0%，毛利率方面 19 年集中处理童装库存，20 年后毛利率有望稳定在 38.5%。

图表 16：其他品牌收入假设

| | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|---------|--------|--------|
| 圣凯诺 | | | | |
| 收入（亿元） | 21.68 | 17.35 | 18.21 | 19.12 |
| YoY | 2.24% | -20.00% | 5.00% | 5.00% |
| 毛利率 | 49.90% | 48.30% | 48.00% | 48.00% |
| 其他品牌 | | | | |
| 收入（亿元） | 11.04 | 13.37 | 20.10 | 30.14 |
| YoY | 13.59% | 21.16% | 50.30% | 50.00% |
| 毛利率 | 37.00% | 38.50% | 38.50% | 38.50% |

资料来源：公司公告，国盛证券研究所测算

估值分析与盈利预测

相对估值：海澜之家可比公司估值对应 2020-2022 年 PE 均值为 15/12/11 倍，中值为 15/13/11 倍。公司当前股价对应 20 年 PE 11 倍，低于可比公司平均值与中值。

图表 17: 可比公司估值表 (股价截止至 5 月 11 日)

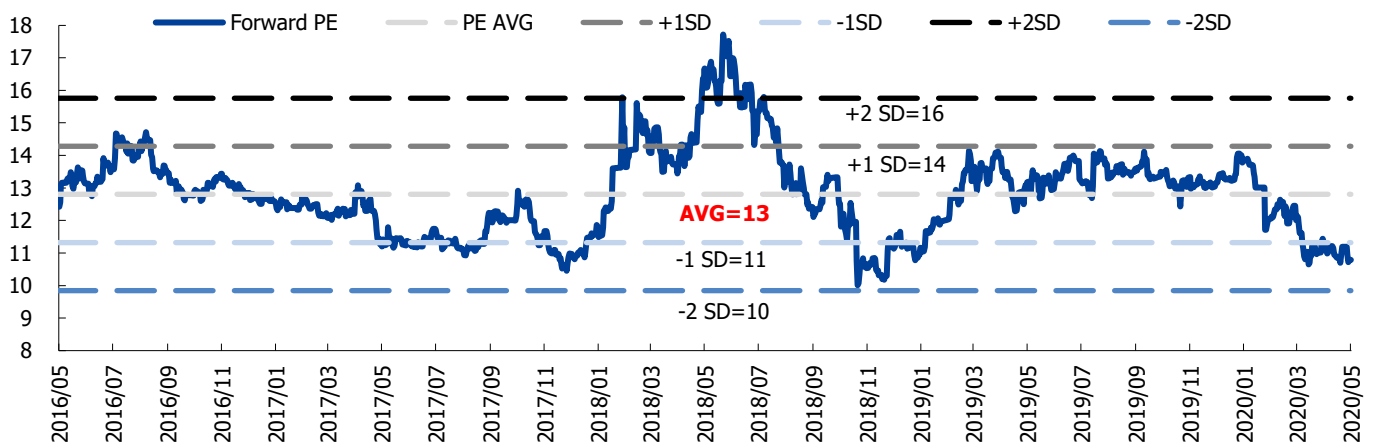
| 公司代码 | 公司简称 | 股价 | EPS | | | | PE | | | |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 603877.SH | 太平鸟 | 14.26 | 1.15 | 1.07 | 1.25 | 1.40 | 12 | 13 | 11 | 10 |
| 002563.SZ | 森马服饰 | 7.48 | 0.57 | 0.42 | 0.49 | 0.57 | 13 | 18 | 15 | 13 |
| 002029.SZ | 七匹狼 | 4.99 | 0.46 | 0.33 | 0.40 | 0.45 | 11 | 15 | 13 | 11 |
| 601566.SH | 九牧王 | 9.73 | 0.64 | 0.43 | 0.59 | 0.68 | 15 | 22 | 17 | 14 |
| 1234.HK | 中国利郎 | 4.54 | 0.68 | 0.64 | 0.80 | 0.86 | 6 | 7 | 6 | 5 |
| 可比公司平均值 | | | | | | | 11 | 15 | 12 | 11 |
| 可比公司中位数 | | | | | | | 12 | 15 | 13 | 11 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 (注: 除森马服饰外其他公司为 Wind 一致预期)

疫情影响充分反映，当前估值水平尚低。剔除公司借壳上市前后高 PE 区间，公司近 4 年来历史 Forward PE 中枢在 13 倍。受到暖冬叠加疫情影响，当前公司 Forward PE 仅 11 倍，低于历史中枢水平。我们认为公司短期受到疫情冲击反映充分，20H2 有望迎来业绩的恢复。长期看，公司将聚焦主品牌，新品牌重点提高造血能力，高分红+回购承诺，收入业绩有望稳定增长，估值水平有望提升。

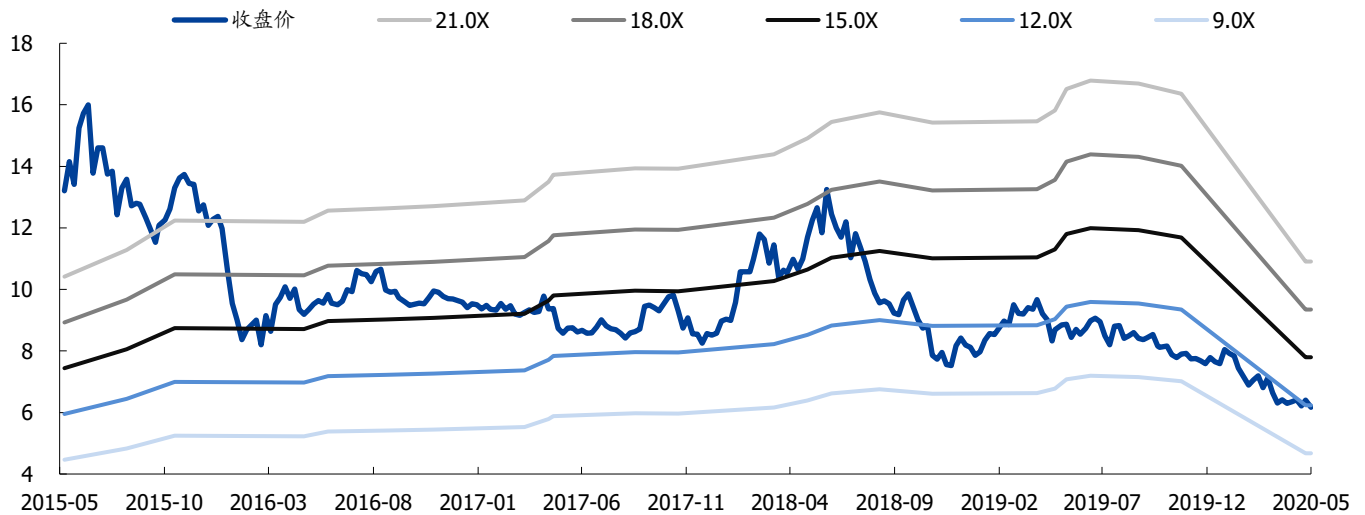
投资建议：公司是国内男装第一品牌，当前已形成从大众到轻奢的男女童全品类的多品牌矩阵，同时海外业务持续拓展有望贡献收入。综合考虑疫情影响，我们预计 2020-2022 年归母净利润为 25.3/31.5/35.5 亿元，对应 EPS 分别 0.6/0.7/0.8 元/股，当前股价对应 2020 年 PE 为 11 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

图表 18: 公司当前 PE Forward 估值接近近四年历史低位



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 19: 公司 PE Band (TTM, 元/股)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

风险提示

疫情恢复速度不及预期。疫情持续时间过长将对线下消费恢复产生影响, 从而影响公司收入业绩增速和库存周转。

主品牌同店持续下滑风险。主品牌的产品未满足消费者喜好和需求, 同店下降趋势加剧, 进而影响售罄率。

海外业务扩张不及预期。公司海外业务发展存在不确定性, 海外业务培育不及预期恐致整体增速低于预期。

公司新品牌发展不及预期。公司 2017 年以来持续培育、并购新品牌, 在行业竞争加剧的背景下品牌培育不及预期恐致整体增速低于预期。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

| 投资建议的评级标准 | | 评级 | 说明 |
|---|------|------------------|------------------------|
| 评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。 | 股票评级 | 买入 | 相对同期基准指数涨幅在15%以上 |
| | | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间 |
| | | 持有 | 相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间 |
| | | 减持 | 相对同期基准指数跌幅在5%以上 |
| | 行业评级 | 增持 | 相对同期基准指数涨幅在10%以上 |
| | | 中性 | 相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| 减持 | | 相对同期基准指数跌幅在10%以上 | |

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com