

2018年08月30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(2018-08-29) 10.25元

交易数据

总市值(百万元)	46,050.77
流通市值(百万元)	46,050.77
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	8.80/14.75元

一年股价表现



资料来源: 贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.34	-9.35	29.81
绝对收益	-8.97	-20.6	12.1

分析师

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

报告联系人

 吴雨舟
 wuyuzhou@hua.jinsec.cn
 021-20377061

相关报告

海澜之家: 全年业绩稳步增长, 营运能力提升 2018-03-26

海澜之家: 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 2018-02-05

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

上半年营收净利稳健增长, 存货继续改善

事件

8月29日, 公司发布2018年半年报。报告期内, 公司实现营业收入100.14亿元, 较上年同期增加8.23%; 归属于上市公司股东的净利润20.66亿元, 较上年同期增加10.20%。EPS为0.46元。

其中第二季度公司营业收入42.27亿元, 同比增长3.28%, 实现归母净利润9.35亿元, 同比增长8.12%。

投资要点

◆ **上半年公司营收净利稳健增长, 存货情况继续改善:** 上半年公司营收净利实现稳健增长。分季度看, 公司Q1、Q2分别实现营收增长12.16%、3.28%, 分别实现净利增长11.97%、8.12%, 二季度业绩增速略有下滑。营收方面, 我们认为, 公司二季度营收增速下滑, 主要源于公司街边店占比仍然较大, 受整体消费增速有所下降, 主品牌海澜之家增速略有下滑。净利润方面, 上半年公司主品牌自营渠道增多推升毛利率, 精细化管理见效降低管理费用率, 库龄结构良好使资产减值损失占营收明显降低, 整体净利率上升带动利润增速快于营收增速。

盈利能力方面, 公司上半年主品牌直营渠道占比提升推动毛利率同比上行0.45pct至40.59%, 广告营销增多带动销售费用率同比增加1.02pct至7.66%, 精细化管理致管理费用率降低0.46pct至5.12%, 利息减少使财务费用率提升0.70pct至-0.29%, 资产减值损失占营收较去年同期降低1.47pct至0.71%, 整体净利率微升0.36pct至20.63%。

存货方面, 受益16、17年的库存清理, 目前公司存货持续优化, 上半年末存货较去年末仅增加约4%, 且存货占营收比例较去年同期下降2.70pct至88.13%。存货周转方面, 上半年公司存货周转天数为262天, 较去年全年的277天降低5.4%。公司存货上半年继续改善。

◆ **主品牌增速毛利率持续提升, 爱居兔品牌保持较快营收增长:** 渠道方面, 上半年公司净拓店305家, 其中海澜之家品牌净增191家/+4.24%, 爱居兔净增108家/+10.3%。分品牌看, 上半年占营收84%的海澜之家品牌营收增长6.19%, 毛利率较去年同期提升3.44pct至43.39%, 随着购物中心直营店的持续开拓, 未来主品牌毛利率有望继续稳步提升。占营收6%的爱居兔品牌上半年实现营收增长82.25%, 继续维持较高营收增速, 而爱居兔毛利率有所下滑, 我们认为是开店较快所致。占比9%的圣凯诺品牌上半年营收同比下降12.91%, 源于该品牌服饰为商务定制, 订单或存在不稳定性。

◆ **公司海外市场持续拓展, 对外投资稳步推进:** 海外拓展方面, 公司主品牌目前已在马来西亚、新加坡拥有11家门店, 未来公司计划积极有序推进品牌国际化进程, 逐步打开泰国、越南的市场。公司主品牌定位大众休闲, 具有较好性价比, 东南亚市场或为公司提供新的增长点。对外投资方面, 公司围绕时尚服饰主业, 积极寻找并购标的, 努力优化产业布局, 为公司的持续增长注入内生动力。上半年, 公司通

过增资方式获得置禾国际贸易（上海）17.10%股权、英氏婴童 2.70%股权，截止 6 月末公司共持有英氏婴童 45.52%股权。公司对外投资稳步推进，未来或形成品牌矩阵带动业绩增长。

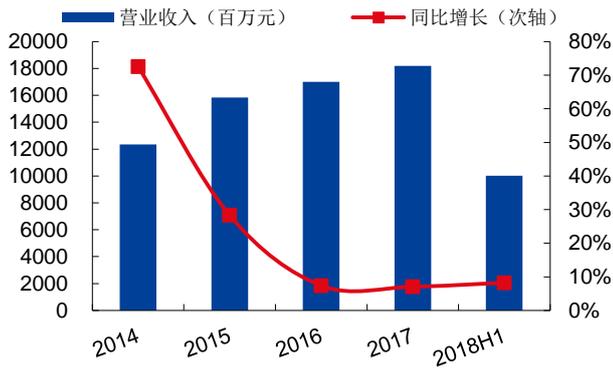
- ◆ **投资建议：**海澜之家是我国大众服饰龙头，公司渠道持续优化，品牌外延持续进行，精细化管理见效，预计全年可实现稳健增长。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.82、0.92 和 1.00 元。净资产收益率分别为 21.0%、19.5%和 18.0%。目前股价约为 2018 年 EPS 对应 12 倍，维持“买入-A”建议。
- ◆ **风险提示：**公司库存或仍处于较高水平；门店调整及新品牌推广或不及预期；服装终端零售或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入(百万元)	16,999.6	18,200.1	19,385.3	21,248.9	23,251.1
同比增长(%)	7.4%	7.1%	6.5%	9.6%	9.4%
营业利润(百万元)	4,072.4	4,360.5	4,897.9	5,467.5	5,963.3
同比增长(%)	3.5%	7.1%	12.3%	11.6%	9.1%
净利润(百万元)	3,122.6	3,328.9	3,693.7	4,122.1	4,495.1
同比增长(%)	5.7%	6.6%	11.0%	11.6%	9.0%
每股收益(元)	0.70	0.74	0.82	0.92	1.00
PE	14.7	13.8	12.5	11.2	10.2
PB	4.6	4.1	2.6	2.2	1.8

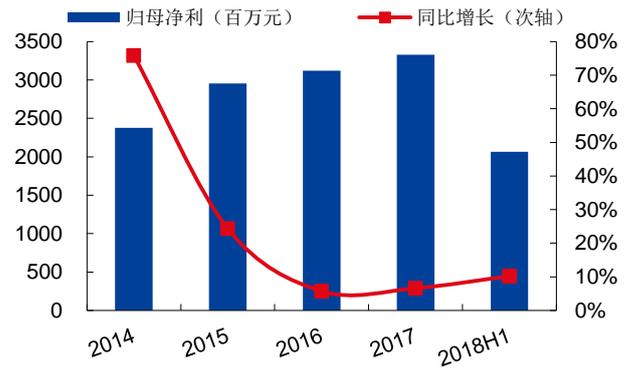
数据来源：贝格数据，华金证券研究所

图 1：公司营业收入及其增长



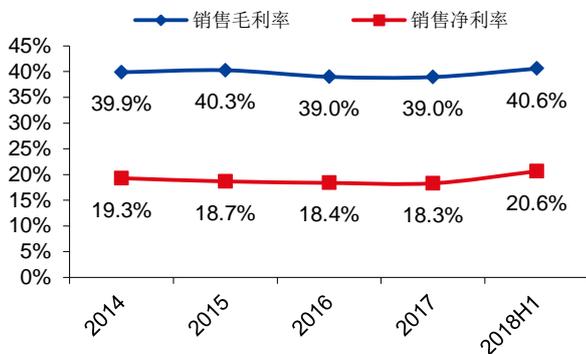
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 2：公司归母净利及其增长



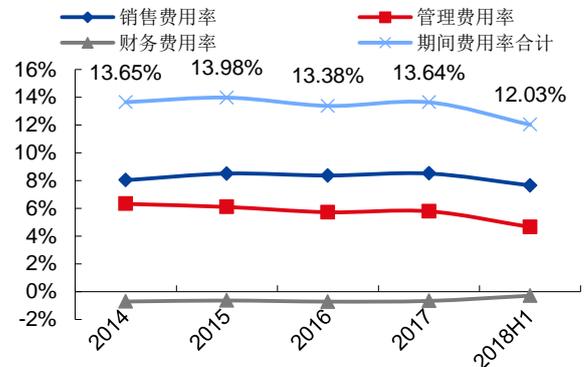
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 3：公司利润率情况



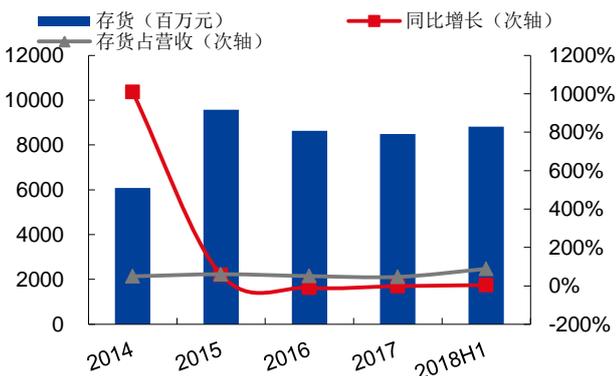
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 4：公司期间费用率情况



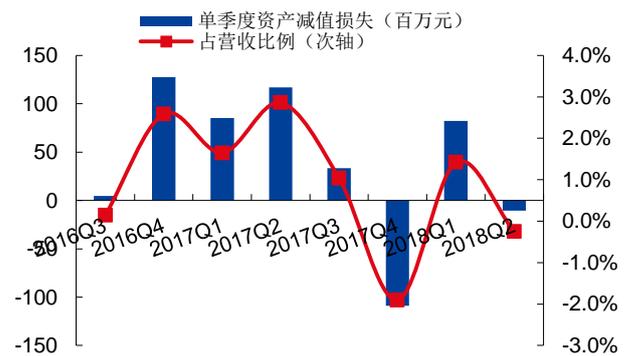
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 5：公司存货及其占比情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：公司分季度资产减值损失情况



资料来源：Wind，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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	16,999.6	18,200.1	19,385.3	21,248.9	23,251.1	年增长率					
减:营业成本	10,371.4	11,110.4	11,469.5	12,524.2	13,699.2	营业收入增长率	7.4%	7.1%	6.5%	9.6%	9.4%
营业税费	132.9	148.0	155.1	170.0	186.0	营业利润增长率	3.5%	7.1%	12.3%	11.6%	9.1%
销售费用	1,422.9	1,549.0	1,822.2	2,018.6	2,278.6	净利润增长率	5.7%	6.6%	11.0%	11.6%	9.0%
管理费用	973.3	1,054.0	1,027.4	1,126.2	1,232.3	EBITDA 增长率	3.3%	7.1%	13.3%	10.6%	8.6%
财务费用	-120.9	-120.4	-63.4	-123.5	-163.5	EBIT 增长率	3.0%	6.8%	14.5%	10.5%	8.5%
资产减值损失	188.0	126.5	90.0	80.0	70.0	NOPLAT 增长率	5.9%	6.8%	12.9%	10.5%	8.5%
加:公允价值变动收益	0.1	-3.3	-	-	-	投资资本增长率	-72.2%	-1061.3	12.2%	-2.8%	-25.5%
投资和汇兑收益	40.3	12.8	13.5	14.2	14.9	净资产增长率	21.0%	10.6%	57.3%	20.2%	18.3%
营业利润	4,072.4	4,360.5	4,897.9	5,467.5	5,963.3	盈利能力					
加:营业外净收支	33.1	35.0	27.0	28.7	30.1	毛利率	39.0%	39.0%	40.8%	41.1%	41.1%
利润总额	4,105.5	4,395.5	4,924.9	5,496.1	5,993.4	营业利润率	24.0%	24.0%	25.3%	25.7%	25.6%
减:所得税	982.3	1,066.1	1,231.2	1,374.0	1,498.4	净利润率	18.4%	18.3%	19.1%	19.4%	19.3%
净利润	3,122.6	3,328.9	3,693.7	4,122.1	4,495.1	EBITDA/营业收入	24.6%	24.6%	26.2%	26.4%	26.2%
						EBIT/营业收入	23.2%	23.2%	24.9%	25.1%	24.9%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	58.5%	55.5%	46.3%	42.3%	41.6%
货币资金	8,858.4	7,842.0	13,536.5	17,159.7	21,548.3	负债权益比	141.1%	124.5%	86.2%	73.4%	71.1%
交易性金融资产	5.1	53.1	50.0	50.0	50.0	流动比率	1.55	1.42	1.78	2.00	2.09
应收帐款	703.2	664.2	825.0	827.7	952.7	速动比率	0.84	0.74	1.08	1.28	1.40
应收票据	14.7	16.6	23.7	19.4	25.8	利息保障倍数	-32.68	-35.05	-76.25	-43.28	-35.46
预付帐款	505.8	519.1	739.8	559.4	836.7	营运能力					
存货	8,632.1	8,492.7	9,986.0	10,400.7	11,670.3	固定资产周转天数	56	60	60	58	55
其他流动资产	33.8	53.8	50.0	50.0	50.0	流动营业资本周转天数	-41	-44	-40	-36	-39
可供出售金融资产	162.7	1,071.6	1,125.1	1,181.4	1,240.5	流动资产周转天数	398	360	398	460	497
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	-	714.6	714.6	714.6	714.6	存货周转天数	193	169	172	173	171
投资性房地产	773.6	741.3	713.8	685.8	657.8	总资产周转天数	506	489	537	588	616
固定资产	2,904.1	3,138.7	3,332.2	3,476.8	3,583.8	投资资本周转天数	-10	17	38	36	28
在建工程	822.9	810.2	707.2	635.0	584.5	费用率					
无形资产	450.4	493.8	496.2	499.9	504.7	销售费用率	8.4%	8.5%	9.4%	9.5%	9.8%
其他非流动资产	510.0	486.8	446.9	416.6	413.0	管理费用率	5.7%	5.8%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总额	24,376.8	25,098.3	32,747.0	36,676.9	42,832.7	财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.3%	-0.6%	-0.7%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.4%	13.6%	14.4%	14.2%	14.4%
应付帐款	7,545.8	6,827.5	9,024.8	8,328.2	10,888.8	投资回报率					
应付票据	1,867.8	1,758.8	2,128.1	2,046.7	2,519.7	ROE	31.1%	29.8%	21.0%	19.5%	18.0%
其他流动负债	2,702.7	3,860.5	3,006.7	4,154.7	3,396.9	ROA	12.8%	13.3%	11.3%	11.2%	10.5%
长期借款	-	499.5	-	-	-	ROIC	-416.8%	-1599.5	187.8%	185.1%	206.7%
其他非流动负债	2,151.5	974.6	1,000.0	1,000.0	1,000.0	分红指标					
负债总额	14,267.8	13,921.0	15,159.6	15,529.5	17,805.4	DPS(元)	0.13	0.12	0.12	0.14	0.15
少数股东权益	65.0	-	-	-	-	分红比率	18.3%	16.8%	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	1.2%	1.2%	1.2%	1.3%	1.5%
留存收益	8,758.7	9,901.4	13,094.6	16,654.6	20,534.5						
股东权益	10,109.0	11,177.3	17,587.3	21,147.4	25,027.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.70	0.74	0.82	0.92	1.00
净利润	3,123.1	3,329.3	3,693.7	4,122.1	4,495.1	BVPS(元)	2.24	2.49	3.91	4.71	5.57
加:折旧和摊销	289.1	331.4	242.2	268.8	294.7	PE(X)	14.7	13.8	12.5	11.2	10.2
资产减值准备	188.0	126.5	-	-	-	PB(X)	4.6	4.1	2.6	2.2	1.8
公允价值变动损失	-0.1	3.3	-	-	-	P/FCF	17.7	21.5	15.6	11.0	9.2
财务费用	0.1	6.3	-63.4	-123.5	-163.5	P/S	2.7	2.5	2.4	2.2	2.0
投资损失	-40.3	-12.8	-13.5	-14.2	-14.9	EV/EBITDA	0.4	0.6	6.0	4.8	3.7
少数股东损益	0.5	0.5	-	-	-	CAGR(%)	9.7%	10.5%	7.7%	9.7%	10.5%
营运资金的变动	-1,072.0	-2,144.6	-106.1	167.6	601.1	PEG	1.5	1.3	1.6	1.2	1.0
经营活动产生现金流量	2,927.8	2,879.6	3,752.9	4,420.9	5,212.5	ROIC/WACC	-40.0	-153.3	18.0	17.7	19.8
投资活动产生现金流量	-580.9	-2,208.1	-344.5	-359.1	-372.2						
融资活动产生现金流量	-1,482.6	-1,662.0	2,286.2	-438.6	-451.7						

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.huajinsc.cn