

公司点评
海澜之家 (600398)
纺织服装 | 服装家纺
Q3 业绩不及预期，前期成本费用投入初见成效

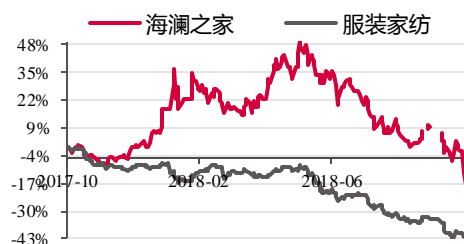
2018年10月31日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 8.97-10.53元
交易数据

| | |
|------------|------------|
| 当前价格(元) | 7.69 |
| 52周价格区间(元) | 7.44-14.75 |
| 总市值(百万) | 34549.31 |
| 流通市值(百万) | 34549.31 |
| 总股本(万股) | 449275.79 |
| 流通股(万股) | 449275.79 |

涨跌幅比较


| % | 1M | 3M | 12M |
|------|--------|--------|--------|
| 海澜之家 | -25.27 | -31.71 | -20.83 |
| 服装家纺 | -12.98 | -25.53 | -42.14 |

陈博

 执业证书编号: S0530517080001
 chenbo@cfzq.com

分析师

0731-84403422

刘蓓

liuyun2@cfzq.com

研究助理

0731-84403397

相关报告

- 《海澜之家：海澜之家(600398.SH) 2018年半年报点评：品牌形象提升，渠道拓展，低估值白马龙头投资价值进一步凸显》 2018-09-04
- 《海澜之家：海澜之家(600398)2018年1季报点评：单季度持续增长，盈利水平提升》 2018-05-03
- 《海澜之家：海澜之家(600398.SH)事件点评：战投进驻，多品牌、产业链发展极具想象空间》 2018-02-05

| 预测指标 | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入(百万元) | 16999.59 | 18200.09 | 19193.82 | 20537.38 | 21933.93 |
| 净利润(百万元) | 3122.65 | 3328.87 | 3501.00 | 3753.10 | 4023.30 |
| 每股收益(元) | 0.70 | 0.74 | 0.78 | 0.84 | 0.90 |
| 每股净资产(元) | 2.24 | 2.49 | 3.72 | 4.44 | 5.21 |
| P/E | 11.06 | 10.38 | 9.87 | 9.21 | 8.59 |
| P/B | 3.44 | 3.09 | 2.07 | 1.73 | 1.48 |

资料来源：贝格数据，财富证券

投资要点：
事件：公司公布2018年3季度报告及主要经营数据。

近日公司公布了2018年3季度报告及主要经营数据。报告期内，公司实现了营业收入130.42亿元，同比增长4.53%；实现归母净利润26.28亿元，同比增长4.66%；实现归母扣非净利润25.08亿元，同比增长1.21%；毛利率为43.42%，同比提高2.96个百分点；净利率为20.15%，同比提高0.01个百分点；EPS为0.58元，同比增长3.57%。

单3季度，公司实现营业收入30.29亿元，同比降低6.09%；实现归母净利润5.62亿元，同比下降11.66%；实现归母扣非净利润4.68亿元，同比下降25.38%；毛利率为52.79%，同比提高11.42个百分点；净利率为18.56%，同比降低1.20个百分点；EPS为0.48元，同比增长242.86%。

公司单3季度营收规模同比降低，我们认为主要有2个原因：1) 2018年2季度以来的消费疲软未见明显改观，对整个品牌端表现均有一定负面影响。2) 单季度新增门店数量差异影响收入规模。2017Q3单季度公司新增门店511家，其中加盟、联营店有432家，相比之下2018Q3单季度前述门店数分别为381家和320家。单3季度归母利润规模下降的主要原因是较大的营销广告投入以及直营门店开拓，推高了单季度销售费用及管理费用，压缩利润空间。报告期内以及Q3单季度公司归母净利润与归母扣非净利润增速差异较大，主要是由于2018Q3单季度公司非流动性处置收益以及收到的政府补助较高所致。

主品牌及线下表现好，保持较快拓店节奏。

1) 前期营销投入初见成效，主品牌及线下业务表现较好，毛利率提升明显。报告期内公司毛利率同比提高2.96个百分点，盈利能力提升，这主要是由于营收占比较大的主品牌海澜之家及线下业务表现较好，这说明了公司的品牌升级获得一定的市场认可，前期的营销投入取得了较好的市场反映。报告期内，海澜之家实现营业收入106.18亿元，同增3.97%，毛利率同比大增6.03个百分点至46.29%；公司线下业务实现营收119.69亿元，同增2.90%，毛利率同比提升3.58个百分点至43.66%。

2) 2018Q3 单季度仍保持较高开店速度，推高单季度费用，一定程度影响利润表现。自 2018 年 Q2 以来，公司保持较快的开店节奏，Q2 单季度，主品牌海澜之家及女装爱居兔共新开 317 家门店，单季度销售费用同增 54.27% 至 3.90 亿元。2018Q3 单季度公司开店力度大于 Q2，海澜之家新开 270 家门店，爱居兔新开 111 家门店，合计 381 家新开门店；同时，2 个品牌直营店新开数量合计为 61 家，比 Q2 多 12 家。由于 Q3 公司门店新开门店较多，且直营店占比较高，推高单季度销售费用同比增长 69.43% 至 4.20 亿元，单季度销售费用率同比提高 6.18 个百分点至 13.87%，Q1-Q3 公司销售费用率同比提高 2.19 个百分点至 9.10%。

➢ 资产周转压力增大，负债结构略有变化，经营性现金流表现稳定。

1) 报告期内，公司存货账面价值同比增长 8.21% 至 97.34 亿元，但存货周转天数同比增加 13.14 天至 333.46 天，公司存货周转压力增大。应收账款同比增长 30.78% 至 9.56 亿元，周转天数同比增加 1.20 天至 15.94 天，整体较为稳定。公司固定资产及流动资产周转率同比均有下降，总资产周转率同比下降 0.03 至 0.68 次，资产周转压力增大。2) 7 月，公司可转债上市，公司负债结构略有变化。报告期内，公司资产负债率同比提升 1.34 个百分点至 56.47%，流动负债比例同比降低 4.17 个百分点至 79.06%，单 3 季度公司财务费用增加 1866 万元，筹资性现金流净额 29.61 亿元，同比大幅增加。3) 报告期内，公司经营性现金流净额为 1.36 亿元，上年同期为 -0.73 亿元，销售收现比为 114.62，现金回收速度较为稳定，销售现金比率为 1.05，较上年同期有所提高。

➢ 维持“推荐”评级。

公司是纺织服装板块业绩规模最大、占比最高的企业，在业绩基数较大的情况下，占比较高的主品牌和线下业务毛利率提升明显，说明公司的品牌及渠道运营能力有所提升。女装品牌近 2 年一直保持高双位数的业绩增长，展店速度也很快，未来在前期门店盈亏平衡后，利润有望进一步增长。公司目前 PE (TTM) 为 10.56 倍，近期由于单 3 季度业绩不及预期，公司回调幅度较大。但长期来看，公司作为纺织服装白马龙头之一，渠道运营的经验具有可复制性及协同性，看好公司的中长期投资价值，维持对公司的“推荐”评级。

由于单 3 季度公司业绩不及预期，未来 4 季度促销活动较多，毛利率预计略有下降，同时考虑到公司的资产周转压力有所增加，我们决定下调公司的盈利预测。预计公司 18-20 年营收收入分别为 191.94/205.37/219.34 亿元，归母净利润分别为 35.01/37.53/40.23 亿元，EPS 分别为 0.78/0.84/0.90 元（前值为 0.82/0.91/1.01 元），对应 PE 分别为 9.87/9.21/8.59 倍。基于行业估值水平、公司业绩表现以及未来发展空间，给予公司 2018 年 11.5-13.5 倍 PE，未来 6-12 个月股价合理区间预计为 8.97-10.53 元。

➢ 风险提示：消费疲软；品牌、渠道拓展不及预期；原辅料价格大幅波动；项目推进不及预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

| 类别 | 投资评级 | 评级说明 |
|--------|------|--------------------------------|
| 股票投资评级 | 推荐 | 投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15% |
| | 中性 | 投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5% |
| | 回避 | 投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上 |
| 行业投资评级 | 领先大市 | 行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上 |
| | 同步大市 | 行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5% |
| | 落后大市 | 行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上 |

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438