

海澜之家 (600398.SH)

公司快报

回购公司股份彰显稳健发展信心，全年仍有望实现平稳增长

事件

11月30日盘后，公司披露回购公司股份预案，以及未来五年回购公司股份规划。

投资要点

◆ 本次回购资金总额不低于6.66亿元，未来五年将以净利润20%~30%进行股份回购：

据公司公告，本次回购股份资金总额不低于6.66亿元，不超过9.98亿元，回购股份价格不超过12元/股，回购股份将予以注销。若以回购资金上限以及回购股份价格上限计算，预计回购股份约占目前总股本的1.85%。未来五年（2018年至2022年），公司计划每年以前一会计年度净利润的20%~30%的资金回购公司股份，用于员工持股计划、股权激励等内容。本次回购及未来回购计划彰显公司长期稳定发展信心，并有望优化公司治理，激发员工活力，或将助力公司业绩长期稳健增长。

◆ 二三季度营收增速放缓，资产减值损失拖累三季度业绩：

前三季度，公司实现营业收入130.42亿元，较上年同期增加4.53%；归属于上市公司股东的净利润26.28亿元，较上年同期增加4.66%。分季度看，公司前三季度实现营收增速分别为12.16%、3.28%、-6.09%，二季度的营收增速下滑，主要与整体消费增速下滑有关，或与天气因素影响秋装销售有关。净利润端，前三季度公司净利润分别增长11.97%、8.12%、-11.66%，三季度业绩增速明显放缓，主要是营收增速放缓，以及资产减值损失拖累净利润。前三季度资产减值损失较上半年环比增加281.57%至2.73亿元，资产减值损失占营收重新回到去年同期水平，但去年四季度冲回约46%的资产减值损失。

◆ 各品牌外延拓店趋势延续，三季度增速均有所下滑：

门店方面，海澜之家各品牌均延续外延态势，三季度末合计门店较上半年末增加197家至4891家，较去年同期增加463家，爱居兔品牌三季度末合计1249家，环比增加91家，同比增加328家。其他品牌环比增加16家至261家，同比基本平稳。其中公司三季度末直营门店数量达203家，环比增加86家，同比增加172家，直营门店占比快速提升，主要是购物中心对门店的要求所致。

分品牌看，占主要品牌营收约83%的海澜之家品牌前三季度营收同比增长3.97%，三季度增速为负。占比6%的爱居兔品牌营收增长55.52%，三季度增速明显下滑。占比9%的圣凯诺品牌前三季度营收下滑10.68%，主要是定制类业务收入随发货量而变化。

分渠道看，占比6%的线上渠道前三季度同比增长26.36%，占比94%的线下渠道同比增长2.89%，三季度增速均有所放缓。

◆ 直营渠道占比增大推升毛利率及费用率，最终前三季度销售净利率基本稳定：

盈利能力方面，直营门店占比增加使公司毛利率、费用率均有所上行。其中前三季度毛利率同比增加2.96pct至43.42%，销售费用率同比增加2.19pct至9.10%，管理费

纺织服装 | 大众品牌 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2018-11-30)

7.86元

交易数据

总市值(百万元)	35,313.08
流通市值(百万元)	35,313.08
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	7.44/14.75元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	2.24	-16.05	12.94
绝对收益	1.55	-21.08	-9.04

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：三季度业绩增速放缓，全年仍有望保持平稳增长 2018-10-30

海澜之家：上半年营收净利稳健增长，存货继续改善 2018-08-30

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

用及研发费用占营收同比略增 0.35pct 至 5.86%，债券利息增加使财务费用率上升 0.77pct 至 0.08%。另有资产减值损失占营收上升 0.20pct 至 2.09%，投资收益同比大幅提升。最终前三季度公司销售净利率基本保持平稳，同比微升 0.01pct 至 20.15%。**存货方面**，三季度末公司存货数量较去年末增加 14.61%，占营收比例较去年同期提升 2.54pct 至 74.63%。**现金流方面**，前三季度经营活动现金流量净额为正值，主要是春节时点变化使一季度取得较好表现，二三季度经营活动现金流量净额分别为-2.53 亿元与-7.04 亿元。

◆ **投资建议：**海澜之家是我国大众服饰龙头，公司渠道持续向购物中心转移，品牌外延持续进行，二三季度公司销售随整体消费增速放缓而放缓。四季度传统消费旺季，公司全年仍有望实现平稳的业绩增长。我们预测公司 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.78、0.85 和 0.91 元。净资产收益率分别为 20.2%、18.4%和 16.9%。目前股价约为 2018 年 EPS 对应 10 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；回购股份预案尚待股东大会审议。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	16,999.6	18,200.1	19,273.5	20,616.7	22,175.6
同比增长(%)	7.4%	7.1%	5.9%	7.0%	7.6%
营业利润(百万元)	4,072.4	4,360.5	4,668.6	5,053.5	5,443.5
同比增长(%)	3.5%	7.1%	7.1%	8.2%	7.7%
净利润(百万元)	3,122.6	3,328.9	3,521.7	3,811.7	4,105.2
同比增长(%)	5.7%	6.6%	5.8%	8.2%	7.7%
每股收益(元)	0.70	0.74	0.78	0.85	0.91
PE	11.3	10.6	10.0	9.3	8.6
PB	3.5	3.2	2.0	1.7	1.5

数据来源：贝格数据，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	19,273.5	20,616.7	22,175.6	年增长率					
减:营业成本	10,371.4	11,110.4	11,248.7	12,057.3	12,973.3	营业收入增长率	7.4%	7.1%	5.9%	7.0%	7.6%
营业税费	132.9	148.0	154.2	164.9	177.4	营业利润增长率	3.5%	7.1%	7.1%	8.2%	7.7%
销售费用	1,422.9	1,549.0	1,811.7	1,958.6	2,173.2	净利润增长率	5.7%	6.6%	5.8%	8.2%	7.7%
管理费用	973.3	1,054.0	1,156.4	1,237.0	1,330.5	EBITDA 增长率	3.3%	7.1%	9.3%	7.2%	7.2%
财务费用	-120.9	-120.4	-12.6	-70.6	-107.4	EBIT 增长率	3.0%	6.8%	10.3%	7.0%	7.1%
资产减值损失	188.0	126.5	260.0	230.0	200.0	NOPLAT 增长率	5.9%	6.8%	8.7%	7.0%	7.1%
加:公允价值变动收益	0.1	-3.3	-	-	-	投资资本增长率	-72.2%	-1061.3	12.4%	-2.2%	-23.5%
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%	56.0%	18.9%	17.1%
营业利润	4,072.4	4,360.5	4,668.6	5,053.5	5,443.5	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%	41.6%	41.5%	41.5%
利润总额	4,105.5	4,395.5	4,695.6	5,082.2	5,473.6	营业利润率	24.0%	24.0%	24.2%	24.5%	24.5%
减:所得税	982.3	1,066.1	1,173.9	1,270.6	1,368.4	净利润率	18.4%	18.3%	18.3%	18.5%	18.5%
净利润	3,122.6	3,328.9	3,521.7	3,811.7	4,105.2	EBITDA/营业收入	24.6%	24.6%	25.4%	25.5%	25.4%
						EBIT/营业收入	23.2%	23.2%	24.2%	24.2%	24.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	58.5%	55.5%	45.8%	42.0%	41.0%
货币资金	8,858.4	7,842.0	13,385.2	16,732.0	20,751.1	负债权益比	141.1%	124.5%	84.7%	72.5%	69.6%
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	1.79	2.01	2.11
应收帐款	703.2	664.2	816.4	787.2	910.9	速动比率	0.84	0.74	1.09	1.29	1.42
应收票据	14.7	16.6	23.5	18.3	24.8	利息保障倍数	-32.68	-35.05	-368.08	-70.59	-49.68
预付帐款	505.8	519.1	715.6	535.2	787.0	营运能力					
存货	8,632.1	8,492.7	9,630.2	9,996.4	10,904.9	固定资产周转天数	56	60	60	59	57
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	-37	-40
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	395	461	500
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	169	171	170
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	535	594	625
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	37	30
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%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	24,376.8	25,098.3	32,206.8	35,779.1	41,177.5	财务费用率	-0.7%	-0.7%	-0.1%	-0.3%	-0.5%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	13.4%	13.6%	15.3%	15.2%	15.3%
应付帐款	7,545.8	6,827.5	8,719.7	7,986.5	10,212.2	投资回报率					
应付票据	1,867.8	1,758.8	2,053.2	1,965.9	2,358.5	ROE	31.1%	29.8%	20.2%	18.4%	16.9%
其他流动负债	2,702.7	3,860.5	2,992.8	4,089.4	3,321.0	ROA	12.8%	13.3%	10.9%	10.7%	10.0%
长期借款	-	499.5	-	-	-	ROIC	-416.8%	-1599.5	180.9%	172.2%	188.6%
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	14,765.7	15,041.8	16,891.7	DPS(元)	0.13	0.12	0.12	0.13	0.14
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	1.6%	1.6%	1.5%	1.6%	1.7%
留存收益	8,758.7	9,901.4	12,948.4	16,244.6	19,793.0						
股东权益	10,109.0	11,177.3	17,441.1	20,737.3	24,285.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,123.1	3,329.3	3,521.7	3,811.7	4,105.2	EPS(元)	0.70	0.74	0.78	0.85	0.91
加:折旧和摊销	289.1	331.4	242.2	268.8	294.7	BVPS(元)	2.24	2.49	3.88	4.62	5.41
资产减值准备	188.0	126.5	-	-	-	PE(X)	11.3	10.6	10.0	9.3	8.6
公允价值变动损失	-0.1	3.3	-	-	-	PB(X)	3.5	3.2	2.0	1.7	1.5
财务费用	0.1	6.3	-12.6	-70.6	-107.4	P/FCF	13.6	16.5	12.7	9.1	7.7
投资损失	-40.3	-12.8	-13.5	-14.2	-14.9	P/S	2.1	1.9	1.8	1.7	1.6
少数股东损益	0.5	0.5	-	-	-	EV/EBITDA	-0.3	-0.0	4.1	3.2	2.2
营运资金的变动	-1,072.0	-2,144.6	-111.3	155.1	563.0	CAGR(%)	6.9%	7.2%	6.0%	6.9%	7.2%
经营活动产生现金流量	2,927.8	2,879.6	3,626.5	4,150.8	4,840.6	PEG	1.6	1.5	1.7	1.3	1.2
投资活动产生现金流量	-580.9	-2,208.1	-344.5	-359.1	-372.2	ROIC/WACC	-40.0	-153.6	17.4	16.5	18.1
融资活动产生现金流量	-1,482.6	-1,662.0	2,261.2	-444.9	-449.3						

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.huajinsec.cn