

渠道持续扩张，经营模式显优势

——海澜之家（600398）2018 年报点评

2019 年 04 月 01 日

推荐/首次

海澜之家 财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布 2018 年年度报告，公司 2018 年实现营业收入 190.90 亿元，同比增长 4.89%，实现归属母公司股东的净利润 34.55 亿元，同比增长 3.78%。公司拟每 10 股派息 3.80 元。
- **门店拓展空间仍大，渠道结构继续改善。**截止 2018 年期末，公司门店总数 6673 家，其中商场购物中心 1300 多家，占比 20%；全年新开店 1181 家，闭店 300 家，净开店 881 家。分品牌看，年末海澜之家店 5097（净增 594 家），爱居兔 1281 家店（净增 231 家），其他品牌恢复净开店，全年净增 56 家至 295 家。公司的渠道仍有扩展空间：公司目前的店面街边店占比仍高，购物中心店仍有较大布局空间，我们预计 2019 年公司净开店将保持在 700 家店以上；国外市场方面，公司目前海外店 29 家，部分店已实现盈利，公司在东南亚开店空间十分广阔。
- **营业收入，主品牌稳健增长，其他品牌增速较快。**海澜之家品牌实现收入 151 亿，同增 2.62%；爱居兔收入 10.98 亿，同增 22.68%；圣凯诺收入 21.2 亿，同增 12.8%，其他品牌收入 3.77 亿，同增 25.78%。海澜之家主品牌，同店增速首次转正，新开店贡献增速一个多点；原因系主品牌店关闭多为经营不善的大面积店，新开店整体面积较闭店面积小，现阶段对收入增速贡献不明显，我们预计随着开关店调整接近尾声，新开店对收入增速的贡献也会越发明显。
- **毛利率略有提升，存货控制良好。**公司 2018 年毛利率为 41.55%，较上年提升 1.92 个百分点。其中主品牌海澜之家毛利率提升了 3.06 个百分点，系直营占比提升。售罄率方面，2018 款春夏产品售罄率 62%，秋冬产品售罄率接近 60%，仍在合理范围内。公司期末存货 94.74 亿元，绝大部分为公司可退还给经销商的货品；存货跌价准备 4.38 亿，计提较为充分预计公司未来存货风险较低。
- **公司坚持高性价比战略，经营模式助力打造护城河。**2019 年将继续坚持高性价比方向，稳住主品牌，加快孵化新品牌。目前宏观经济承压，理性消费越来越抬头，公司的高性价比战略将会赢得更广阔的市场。经营模式方面，公司近两年加大对核心供应商的支持，将公司成功的管理经验输出供应商，供应商有更强的综合实力为公司提供高性价比产品，助力公司护城河的建立。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019 年-2021 年实现营业收入分别为 206.29 亿元、222.50 亿、238.71 亿元；归母净利润分别为 37.05 亿元、41.87 亿元和 45.02 亿元；EPS 分别为 0.82 元、0.93 元和 1.00 元，对应 PE 分别为 11.47X、10.15X 和 9.44X。首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、终端消费意愿持续低迷；2、新品牌培育不及预期。

财务指标预测

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,200.0	19,089.7	20,629.4	22,250.2	23,871.1
增长率(%)	7.06%	4.89%	8.07%	7.86%	7.28%
净利润(百万元)	3,329.33	3,455.93	3,704.98	4,187.32	4,501.82
增长率(%)	6.60%	3.80%	7.21%	13.02%	7.51%
净资产收益率(%)	29.78%	26.66%	22.10%	23.29%	23.34%
每股收益(元)	0.74	0.77	0.82	0.93	1.00
PE	12.78	12.29	11.47	10.15	9.44
PB	0.99	0.85	2.53	2.36	2.20

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

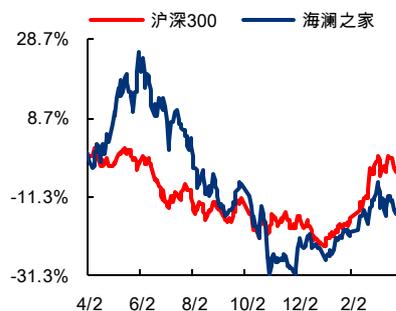
执业证书编号：

S1480510120014

交易数据

52 周股价区间(元)	9.77-11.51
总市值(亿元)	438.94
流通市值(亿元)	438.94
总股本/流通 A 股(万股)	449276/449276
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.26

52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

相关研究报告

公司盈利预测表

	资产负债表					利润表					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	
流动资产合计	18753	17641	18339	19593	21113	营业收入	17000	18200	19129	20629	22250
货币资金	8858	7842	8056	8516	9179	营业成本	10371	11110	10880	11750	12690
应收账款	646	595	625	674	727	营业税金及附加	133	148	156	168	181
其他应收款	57	69	73	79	85	营业费用	1423	1549	2202	2271	2339
预付款项	506	519	532	532	532	管理费用	973	1054	1203	1298	1400
存货	8632	8493	8913	9626	10396	财务费用	-121	-120	-120	-120	-120
其他流动资产	34	54	69	94	122	资产减值损失	187.96	126.52	132.78	143.39	154.86
非流动资产合计	5624	7457	20054	18817	17361	公允价值变动收	0.11	-3.34	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	715	238	238	238	投资净收益	40.25	12.84	0.00	0.00	0.00
固定资产	2904.07	3138.73	7406.25	11223.76	14816.28	营业利润	4072	4360	4675	5119	5606
无形资产	450	494	444	400	360	营业外收入	41.59	42.71	42.71	42.71	42.71
其他非流动资产	76	29	29	29	29	营业外支出	8.53	7.71	7.71	7.71	7.71
资产总计	24377	25098	38393	38410	38474	利润总额	4105	4395	4710	5154	5641
流动负债合计	12116	12447	19218	18165	16910	所得税	982	1066	1142	1250	1368
短期借款	0	0	6556	5196	3172	净利润	3123	3329	3567	3904	4273
应付账款	7508	6711	6482	7001	7560	少数股东损益	0	0	25	10	0
预收款项	955	1661	2403	2423	2446	归属母公司净利	3123	3329	3542	3894	4273
一年内到期的	0	448	448	448	448	EBITDA	4615	4971	5337	6225	6933
非流动负债合计	2151	1474	3665	3696	3884	EPS (元)	0.70	0.74	0.79	0.87	0.95
长期借款	0	500	500	500	500	主要财务比率					
应付债券	0	0	2200	2231	2419		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	14268	13921	22884	21861	20794	成长能力					
少数股东权益	65	0	25	35	35	营业收入增长	7.39%	7.06%	5.10%	7.85%	7.86%
实收资本(或	1168	1168	4493	4493	4493	营业利润增长	3.45%	7.07%	7.21%	9.49%	9.52%
资本公积	2017	2033	2033	2033	2033	归属于母公司净	6.41%	9.91%	6.41%	9.91%	9.74%
未分配利润	5775	6607	6540	6466	6386	获利能力					
归属母公司股	10044	11177	15670	17072	18611	毛利率(%)	38.99%	38.95%	43.12%	43.04%	42.97%
负债和所有者	24377	25098	38578	38968	39440	净利率(%)	18.37%	18.29%	18.65%	18.92%	19.20%
现金流量表	单位: 百万元					总资产净利润(%)	7.81%	12.81%	13.26%	9.23%	10.14%
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	31.09%	29.78%	22.61%	22.81%	22.96%
经营活动现金	2928	2880	4097	4676	5675	偿债能力					
净利润	3123	3329	3567	3904	4273	资产负债率(%)	59%	55%	59%	56%	53%
折旧摊销	663.63	731.22	0.00	1182.49	1407.49	流动比率	1.55	1.42	0.95	1.08	1.25
财务费用	-121	-120	-120	-120	-120	速动比率	0.84	0.74	0.49	0.55	0.63
应收账款减少	0	0	-30	-49	-53	营运能力					
预收帐款增加	0	0	742	21	22	总资产周转率	0.71	0.74	0.60	0.53	0.57
投资活动现金	-581	-2208	-13522	-143	-155	应收账款周转率	27	29	31	32	32
公允价值变动	0	-3	0	0	0	应付账款周转率	2.20	2.56	2.90	3.06	3.06
长期股权投资	0	0	1611	0	0	每股指标(元)					
投资收益	40	13	0	0	0	每股收益(最新摊	0.70	0.74	0.79	0.87	0.95
筹资活动现金	-1483	-1662	9825	-3701	-4450	每股净现金流(最	0.74	-0.85	0.09	0.19	0.24
应付债券增加	0	0	2200	31	188	每股净资产(最新	8.60	9.57	3.49	3.80	4.14
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	3325	0	0	P/E	13.55	12.71	11.95	10.87	9.91
资本公积增加	0	15	0	0	0	P/B	1.10	0.98	2.70	2.48	2.27
现金净增加额	864	-990	400	832	1071	EV/EBITDA	0.46	0.83	8.24	6.78	5.72

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

研究助理简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。