

收入稳健增长，多品牌矩阵发展可期

-海澜之家(600398) 2018 年报点评

核心观点：

1. 事件

公司发布 2018 年报，2018 年 1-12 月公司实现营收 190.90 亿元，同比增长 4.89%；实现归属母公司净利润 34.55 亿元，同比增长 3.78%；实现扣非归母净利润 32.68 亿元，同比减少 0.63%。18 年实现 EPS 为 0.76 元。计划向全体股东每 10 股派发现金股利 3.80 元（含税），股息率 4.91%（2019/3/29）。

2018Q1-Q4 营业收入分别增 12.16%/3.28%/-6.09%/5.67%，18Q4 起收入逐渐回暖；归属母公司净利润分别增长 11.97%/10.20%/4.66%/3.78%。

2. 我们的分析与判断

（一）多品牌矩阵维持公司稳定增长

在主品牌海澜之家 14-18 年 CAGR 为 10.59%，稳定增长的同时，积极培育多个子品牌，包括爱居兔、黑鲸 HLA Jeans、AEX、OVV 等，覆盖除大众男装外的女装、商务装、童装、轻奢品类、家居馆等。分品牌来看：

1.海澜之家：2018 年营收达 151.44 亿元（+2.62%），增速逐年趋缓，占总收入比例为 77.88%。2018 年加大开店力度，门店数较 2017 年末净增加 594 家至 5,097 家，其中直营店净开 144 家、加盟及商场店净开 450 家。受商场店占比提升所致，2018 年毛利率提升 3.06pct 至 43.40%，系买断产品占比增加、加盟商分成政策变化所致，预计 19 年毛利率将稳步提升。

2.爱居兔：2018 年营收达 10.98 亿元（+22.68%），18Q4 增长趋缓，拉低整年增速，目前女装仍处于高速成长期，占总收入比例进一步提高至 6.23%。2018 年开店速度趋缓，门店数较期初净增加 231 家至 1,281 家，其中直营店净开 26 家，加盟及商场店净开 205 家。因女装品牌加大促销力度、开店速度较快、新店占比较高因素，2018 年毛利率降低 3.86pct 至 23.93%。

3.圣凯诺：2018 年营收达 21.21 亿元（+12.82%），受河南省开封市杞县新建立的生产基地，进一步扩大产能导致。2018 年毛利率下降 0.88pct 至 49.25%，毛利率保持稳定。

海澜之家(600398.SH)

推荐 (维持评级)

分析师

李昂

☎: 8610-83574538

✉: liang_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130517040001

特此鸣谢：

林相宜

☎: 8610-66568843

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

从业证书编号: S0130118090029

对本报告编制提供信息

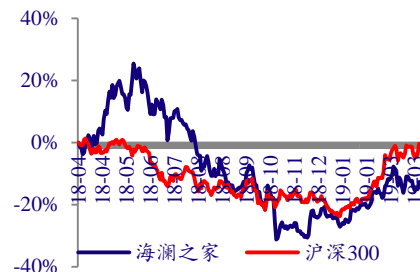
市场数据

2018-04-01

A 股收盘价(元)	10.00
A 股一年内最高价(元)	14.24
A 股一年内最低价(元)	7.44
上证指数	3,170.36
市盈率	13.00
总股本(万股)	449,275.79
实际流通 A 股(万股)	449,275.79
限售的流通 A 股(万股)	-
流通 A 股市值(亿元)	449.28

相对沪深 300 表现图

2019-04-01



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

【银河纺织】海澜之家(600398.SH)深度报告：经营模式创新，龙头价值凸显

【银河纺织】海澜之家(600398.SH) 季报点评：Q3 增速放缓，关注 Q4 传统销售旺季表现

4.其他品牌: 2018 年营收达 3.77 亿元 (+25.78%), 因大多数品牌仍处于孵化阶段, 叠加海一家关店调整等原因, 2018 年毛利率上升 1.34pct 至-24.82%。其中,

1) 黑鲸 HLA Jeans: 与王者荣耀执业联赛达成官方合作、提供官方比赛服饰。2018 年王者荣耀执业赛事体系内容观看量超过 170 亿, 同比增长 65%; KPL 秋季赛总决赛单日直播观看量破 3 亿, 同比增长 26%, 均创下历史新高。此次公司培育的潮牌黑鲸 HLA Jeans 与腾讯游戏的合作, 体现出两者潮文化的深度契合。

2) 轻奢品牌: OVV、AEX 定位轻奢男装、女装, 顺利覆盖一二线市场。其中女装 OVV 品牌开店速度持续超预期, 意在打造“不费力的高级感”。AEX 旨在用亲民的价格打造“科技新男装, 提供舒适的穿着体验将”可穿戴的科技时尚“深入日常生活”。

3) 海澜优选: 作为公司新孵化的家居生活品牌, 对标国内版的“无印良品”, 包含办公、化妆、餐桌、厨房、床品、护理、旅行、生活、家具、服装等 4000 多 SKU, 打造高性价比的家居生活馆, 一站式满足消费者的购物需求。

4) 男生女生 (HEY LADS): 公司于 2018 年通过增资实现控股 (52% 股权) 的童装品牌, 目标群体为 6 个月至 16 岁的儿童, 定位高品质、高性价比, 旨再打造一站式全品类而同时是、休闲服饰品牌。产品风格主要有棉麻、时尚休闲、经典校园风、韩风淑女、户外运动等十二大系列。

5) 参股多家公司股权, 为公司外延扩张储备资源: 公司全资子公司海澜投资参股置禾贸易 17.10% 股权, 其主要运营的品牌有 HARDY HARDY、ECKO、ENO、MU、LEE COOPER、SEAN JOHN 等中高端品牌; 18 年增持英氏婴童 2.7027% 股权, 截至 18 年底共持有 45.5173% 股权, 静待公司全面展开对英氏婴童的整合管理; 参股艾贝服饰 10% 股权, 其旗下 ABLE JEANS 是中国原创的牛仔品牌, 定位中高端, 可与公司各品牌实现协同的放大效应。

(二) 电商渠道逐渐发力, 线下开店顺利

从渠道整体来看看, 2018 年线上、线下营收分别达 11.51 亿元(+9.25%)、175.88 亿元(+4.83%), 主营业务收入占比分别为 6.14%、93.86%, 毛利率分别为 54.88%、40.67%, 同比增加-2.72、2.17PCT。线上毛利率降低, 主要系上半年年货节、618 促销活动力度较大, 下半年控制折扣力度, 使得线上增速趋缓, 但收入占比进一步提升至 6.14%。公司目前已有近 3500 家门店上线了全渠道零售系统, 实现线上下单、就近门店发货的模式, 深化探索线上线下联动的 O2O 模式。

从线下渠道看, 2018 年线下直营、加盟营收分别达 6.71 亿元(+118.37%)、159.47 亿元(+1.93%), 主营业务收入占比分别为 4.04%、95.96%, 毛利率分别为 60.71%、39.72%。由于 18 年线下店铺扩张较快, 导致直营、加盟店单店效率有所降低。

目前公司的海外门店覆盖马来西亚、泰国、新加坡、越南等国家, 海外门店数量达 XX 家, 未来有望进一步深入至印尼、菲律宾等市场。门店地址多分布在优衣库、H&M 等品牌附近。海外市场的拓展, 提高品牌知名度的同时, 也扩展了公司的盈利方向。

（三）2018 年业绩触底，有望拐点复苏

净利率基本保持稳定，公司盈利能力具有可持续性。2018 净利率减少 1.03%至 18.10%，净利率保持稳定，不及营收增速与净利润增速。具体看，18 年 Q1-Q4 分别为 19.55%/22.12%/18.56%/13.69%，三季度以来终端消费的疲软，带来了公司净利率水平有所下降。

存货账款规模、应收账款规模均有所增加，因新品牌孵化导致经营性现金流净额减少。截至 2018 年末存货规模同比增加 11.55%至 94.74 亿元，存货周转天数增加 9 天至 286 天，存货规模的增加主要系 OVV、海澜优选、AEX、男生女生等品牌备货增加所致。应收账款规模同比增加 15.17%至 6.85 亿元，应收账款周转天数稳定在 12 天；主要由于新品牌孵化支出较高，导致经营性现金流净额同比降低 15.98%至 24.19 亿元。

受营销活动增加的影响，期间费用率（含研发费率）提升。2018 年期间费用率同比上升 13.10%至 15.43%。其中，销售费用、管理费用、销售费用分别为 9.43%/6.02%/-0.02%，同比变化 10.75%/3.96%/-96.99%。受品牌拓店、广告营销力度加大、直营店增加等因素影响，销售费用率提升较多；新品牌投入导致研发费用上升，使得管理费用（含研发费用）增加；虽然存款结构变化导致利息收入减少，叠加 30 亿可转债计息导致利息支出增加，财务费用仍表现为正收益。

截至 2018 年末，公司资产负债率 55.75%，同比增加 0.51%，仍保持在合理水平。2018 年 7 月正式发行可转换公司债券 30 亿元，已于 2019 年 1 月 21 日进入转股期。

（四）少帅周立宸引领品牌年轻化

自 2017 年周立宸从父亲周建平受众结果海澜集团总裁职务后，引领着公司不断挖掘年轻人对于时尚的深度需求，以提升品牌的知名度。公司 18 年通过与多个 IP 深入合作，针对性的推出“胖西游系列”、“环太平洋系列”、“刺激战场系列”、“变形金刚系列”等主体性产品，拓宽品牌在年轻人群中的影响力，吸引更多、更广的消费群体。19 年 4 月 1 日更是推出国产经典 IP“大闹天宫”系列 T 恤，联手六小龄童、林更新、速达（上海美术电影制片厂厂长）重塑国漫经典，旨在打造 19 年春夏爆款。

3. 投资建议

公司是休闲男装领域龙头，新品类、新品牌、新营销、新零售为公司注入新活力，继续维持“推荐”评级。预计 2019-2021 年收入为 204.63/221.83/239.21 亿元，同比增速 7.19%/8.40%/7.84%，归母净利为 40.65/45.63/50.17 亿元，EPS 为 0.905/1.016/1.117 元，公司当前股价对应 2019-2021 年 PE 为 11.05/9.85/8.96 倍。鉴于公司已被纳入 MSCI 大盘股成分股，总市值、流动性处于行业前列，14 年借壳上市至今累计分红超过 90 亿元，稳健经营背景下，兼顾品类、品牌成长可能性，同时外资配置享受一定估值溢价，我们仍维持“推荐”评级。

4. 风险提示

新品牌开拓的市场风险，终端消费环境的不确定性，新品牌孵化进度不及预期，存货大幅增加或存在减值风险等。

附表 1: 主要财务指标

指标	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	16,999.59	18,200.09	19,089.73	20,463.18	22,182.65	23,920.73
YOY	7.39%	7.06%	4.89%	7.19%	8.40%	7.84%
归属母公司股东净利润(百万元)	3,122.65	3,319.43	3,415.84	4,065.47	4,562.57	5,016.65
YOY	5.74%	6.30%	2.90%	19.02%	12.23%	9.95%
EPS (元)	0.70	0.74	0.76	0.90	1.02	1.12
ROE	31.09%	29.70%	26.36%	26.26%	24.91%	23.41%
P/E	14.39	13.53	13.15	11.05	9.85	8.96
P/B	4.47	4.02	3.47	2.90	2.45	2.10
P/S	2.64	2.47	2.35	2.20	2.03	1.88
EV/EBITDA	1.03	1.06	1.04	-0.10	-0.08	-1.01

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

附表 2: 公司财务报表

资产负债表	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产					营业收入	19,089.73	20,463.18	22,182.65	23,920.73
现金	9,174.79	14,785.24	14,734.29	20,831.46	营业成本	11,293.47	12,049.68	12,905.59	13,840.13
应收账款	68,790.13	76,902.48	81,032.28	89,277.22	营业税金及附加	141.29	151.46	164.19	177.05
其它应收款	42,973.73	10,521.07	47,468.75	15,064.77	营业费用	1,799.42	1,794.45	1,945.23	2,097.65
预付账款	48,951.26	66,925.31	57,182.19	75,912.35	管理费用	1,100.28	1,178.71	1,277.75	1,377.87
存货	947,363.67	1,009,954.49	1,086,395.70	1,161,758.09	财务费用	-3.80	-103.31	-165.33	-232.83
其他	14,477.02	14,477.02	14,477.02	14,477.02	资产减值损失	383.31	-	-	-
非流动资产					公允价值变动收益	-8.92	-	-	-
长期投资	76,951.93	76,951.93	76,951.93	76,951.93	投资净收益	160.99	-	-	-
固定资产	403,558.70	418,768.22	417,078.27	415,388.32	营业利润	4,478.80	5,392.19	6,055.21	6,660.86
无形资产	53,105.37	53,105.37	53,105.37	53,105.37	营业外收入	-	-	-	-
其他	199,475.01	172,901.51	163,227.48	163,227.48	营业外支出	-49.02	-	-	-
资产总计	2,774,689.40	3,380,595.59	3,471,911.67	4,149,871.80	利润总额	4,501.41	5,422.46	6,085.48	6,691.13
流动负债					所得税	1,084.42	1,355.61	1,521.37	1,672.78
短期借款	-	-	-	-	净利润	3,416.99	4,066.84	4,564.11	5,018.35
应付账款	802,692.82	1,149,576.01	941,366.19	1,300,987.99	少数股东损益	1.15	1.37	1.54	1.69
其他	325,065.52	331,620.39	347,807.94	354,609.12	归属母公司净利润	3,415.84	4,065.47	4,562.57	5,016.65
非流动负债					EBITDA	4,864.39	5,426.59	6,027.07	6,467.96
长期借款	277,861.16	277,861.16	277,861.16	277,861.16	EPS (元)	0.76	0.90	1.02	1.12
其他	-	-	-	-					
负债合计	1,465,195.46	1,818,633.51	1,626,611.25	1,993,034.23					
少数股东权益	13,689.25	13,826.44	13,980.40	14,149.69	主要财务比率	2018A	2019E	2020E	2021E
归属母公司股东	1,295,804.69	1,548,135.64	1,831,320.02	2,142,687.89	营业收入	19,089.73	20,463.18	22,182.65	23,920.73
负债和股东权益	2,774,689.40	3,380,595.59	3,471,911.67	4,149,871.80	营业利润	4,478.80	5,392.19	6,055.21	6,660.86
					归属母公司净利润	3,415.84	4,065.47	4,562.57	5,016.65
现金流量表					毛利率	40.84%	41.12%	41.82%	42.14%
经营活动现金流					净利率	17.90%	19.87%	20.58%	20.98%
净利润	330,374.83	404,414.31	454,141.09	499,564.69	ROE	26.36%	26.26%	24.91%	23.41%
折旧摊销	37,653.78	11,363.98	11,363.98	1,689.95	ROIC	77.76%	62.64%	135.65%	78.25%
财务费用	9,047.78	-10,950.23	-17,204.67	-24,006.66	资产负债率	52.81%	53.80%	46.85%	48.03%

投资损失	38,330.90	-	-	-	净负债比率	111.89%	116.43%	88.15%	92.41%
营运资金变动	-157,973.34	297,213.48	-299,797.82	296,489.47	流动比率	1.81	1.80	2.14	2.08
其它	-15,491.15	-	-	-	速动比率	0.96	1.10	1.29	1.37
投资活动现金流					总资产周转率	0.69	0.61	0.64	0.58
资本支出					应收帐款周转率	27.75	26.61	27.38	26.79
长期投资	15,840.95	-	-	-	应付帐款周转率				
其他	-	2,269.87	2,269.87	2,269.87	每股收益	0.76	0.90	1.02	1.12
筹资活动现金流					每股经营现金	0.54	1.56	0.33	1.72
短期借款	-	-0.00	-0.00	-0.00	每股净资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	-	-	-	-	P/E	13.15	11.05	9.85	8.96
其他	5,922.09	-	-	-	P/B	3.47	2.90	2.45	2.10
现金净增加额	226,741.91	561,045.59	-5,095.50	609,716.57	P/S	2.35	2.20	2.03	1.88

资料来源: WIND, 中国银河证券研究院

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

李昂，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京西城区金融大街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@ChinaStock.com.cn