

## 海澜之家 (600398.SH) / 纺织服装

## 主品牌稳健增长，毛利率持续提升

评级: 买入(维持)

市场价格: 9.77

分析师: 王雨丝

执业证书编号: S0740517060001

Email: wangys@r.qlzq.com.cn

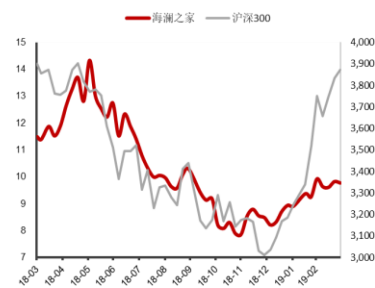
研究助理: 曾令仪

Email: zengly@r.qlzq.com.cn

## 基本状况

总股本(百万股)	4493
流通股本(百万股)	4493
市价(元)	9.77
市值(百万元)	43897
流通市值(百万元)	43897

## 股价与行业-市场走势对比



## 相关报告

- 1 海澜之家 2018 年报点评: 主品牌稳健, 多品牌布局未来可期
- 2 海澜之家 2018H1 点评: 新品牌增长提速, 库存持续优化
- 3 海澜之家 2018Q1 点评: 主品牌稳健增长, 运营能力提升
- 4 海澜之家 2017 年报点评: 库存结构改善, Q4 收入增长提速

## 公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18200.09	19089.73	20293.50	21556.27	22971.14
增长率 yoy%	7.06%	4.89%	6.31%	6.22%	6.56%
净利润	3328.87	3454.77	3760.47	4010.09	4282.86
增长率 yoy%	6.60%	3.78%	8.85%	6.64%	6.80%
每股收益(元)	0.74	0.77	0.84	0.89	0.95
每股现金流量	0.64	0.54	0.90	0.81	0.94
净资产收益率	29.78%	26.66%	23.17%	23.28%	22.43%
P/E	13.19	12.71	11.67	10.95	10.25
PEG	2.00	3.36	1.32	1.65	1.51
P/B	3.93	3.39	2.70	2.55	2.30

备注: 股价为 2019 年 3 月 29 日收盘价

## 投资要点

- 公司发布 2019 年一季报, 期内实现营收 60.89 亿元 (+5.23%), 实现归属/扣非净利润 12.10/11.54 亿元, 分别同增 6.96%/3.30%。剔除男生女生并表影响 (预计贡献营收约 8000 万元), 预计 19Q1 营收同增 3.84%。
- 主品牌收入稳健, 爱居兔增速放缓。①海澜之家系列实现营收 49.93 亿元 (+2.16%)。渠道方面, 门店数量相比 18 年底净增 72 家至 5369, 其中直营/加盟门店分别为 195/5174 (+14/+58)。分品牌看, 海澜之家/黑鲸/海一家的门店数量分别为 4930/245/194 家 (+56/22/-6)。店效方面, 预计同店与年底基本持平。毛利率同比提升 4.74PCTs 至 45.70%, 仍受益于毛利率较高的不可退货产品占比提升, 以及直营渠道占比的提升(从 18Q1 的 0.82% 提至 3.63%)。②爱居兔实现营收 3.42 亿元 (+1.06%), 期内公司对品牌渠道进行调整 (加大商场和购物中心的开店力度, 减少街店占比), 净关门店 8 家至 1273 家。毛利率同减 8.19PCTs 至 17.41%, 主要是 Q1 终端折扣力度加大所致。③海澜优选/AEIX/OVV 处于品牌培育期, 收入增长较快, 预计分别拥有门店 45/20/48 家 (+10/+1/+7), 期内贡献营收约 6000 万元。此外, 圣凯诺实现营收 4.93 亿元, 同增 11.45%。
- 直营收入大幅提升, 电商表现欠佳。①线下实现营收 57.11 亿元 (+5.69%), 其中直营渠道营收同增 114.88% 至 2.92 亿元, 主要是受益于门店数量增长 5.8 倍至 322 家 (+267 家)。加盟渠道营收同增 1.65% 至 51.86 亿元, 其门店数量净增 1480 家至 7285 家。②线上受电商红利消退及社交平台分流影响, 营收同降 5.90% 至 2.61 亿元。同时由于公司布局新社交平台, 以及新品牌在线上宣传的力度加大, 导致毛利率下滑 4.29PCTs 至 50.25%, 预计全年收入可实现双位数的增长。
- 毛利率持续提升, 净利率较为稳定。期内公司毛利率提升 3.68PCTs 至 43.58%, 主要是受益于直营渠道收入 (占比提升 2.45PCTs 至 4.80%) 以及高毛利的不可退货产品占比的提升。费用方面, 因期内直营门店费用及广告费用增加导致销售费用率提升 2.81PCTs 至 9.32%, 管理费用率 (包括研发费用) 由于新品牌的培育和发展, 提升 0.19PCTs 至 5.12%。同时, 计提存货跌价准备的增加导致资产减值损失同增 6928.98 万元 (+84.36%)。而同期受益于对江苏银行的持股、以及投资理财收益带来的交易性金融资产升值, 使得公司整体公允价值净收益同增 6710.02 万元。综合来看, 公司净利率同比提升 0.29PCTs 至 19.83%。
- 并表导致存货增长, 经营性现金流好转。公司存货余额为 95.54 亿元 (+7.81%), 增速大于营收增幅, 主要是新品牌并表所致, 同时存货周转天数同增 25 天至 249 天。同期应收账款及票据余额为 6.36 亿元 (-5.09%), 周转天数较为稳定在 10 天左右。此外, 期内经营活动净现金流情况良好, 同比提升 11.75% 至 12.22 亿元 (2018: -15.98%)。
- 盈利预测及投资建议。主品牌的国内大众男装龙头地位稳固, 通过与经典 IP 合作打造爆款以提升产品力 (2019Q1 的大闹天宫系列), 同时在供应链效率提升 (加强支持核心供应商, 提高产品质量及补单比例)、库存结构改善、渠道优化 (购物中心店占比提升) 的背景下预计保持平稳增长, 同时新品牌 2019 年有望加速开店, 共同推动公司业绩稳步增长。长期看, 公司通过发挥平台作用, 推进信息化布局, 持续优化渠道结构及深化与核心供应商的合作, 以不断提高供应链效率及多品牌运营的协同性, 为公司长期发展铸就强大竞争壁垒。同时公司低估值下的高股息率也可为投资者带来确定性收益。预计 2019/20/21 年业绩分别为 37.6/40.1/42.8 亿元, 对应 EPS 分别为 0.84/0.89/0.95 元, 对应估值分别为 12/11/10 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示: 消费疲软, 销售低于预期; 新品牌培育不达预期。

**图表 2: 财务报表 (百万元)**

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	21768	24887	25655	27741	<b>营业收入</b>	19090	20294	21556	22971
现金	10526	13939	14000	15326	营业成本	11293	11964	12703	13522
应收账款	685	728	773	824	营业税金及附加	141	150	160	170
其他应收款	430	260	311	349	营业费用	1799	1948	2069	2205
预付账款	490	543	571	606	管理费用	1100	1157	1229	1309
存货	9474	9284	9857	10493	财务费用	-4	-95	-122	-132
其他流动资产	163	133	142	144	资产减值损失	383	277	301	322
<b>非流动资产</b>	7824	8042	8389	8583	公允价值变动收益	-9	-6	-6	-6
长期投资	770	770	770	770	投资净收益	161	91	102	108
固定资产	4036	4277	4525	4733	<b>营业利润</b>	4555	4979	5312	5676
无形资产	531	553	571	589	营业外收入	37	39	39	39
其他非流动资产	2488	2442	2523	2492	营业外支出	14	3	3	3
<b>资产总计</b>	29591	32929	34043	36325	<b>利润总额</b>	4578	5015	5348	5712
<b>流动负债</b>	12886	12626	12780	13232	所得税	1122	1254	1337	1428
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	3456	3761	4011	4284
应付账款	8027	8135	8384	8789	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	4859	4491	4396	4443	<b>归属母公司净利润</b>	3455	3760	4010	4283
<b>非流动负债</b>	3611	3430	3394	3351	EBITDA	4928	5306	5660	6059
长期借款	494	494	494	494	EPS (元)	0.77	0.84	0.89	0.95
其他非流动负债	3117	2937	2901	2858					
<b>负债合计</b>	16497	16056	16174	16584	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	137	138	139	140	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	1168	1168	1168	1168	<b>成长能力</b>				
资本公积	2033	2033	2033	2033	营业收入	4.9%	6.3%	6.2%	6.6%
留存收益	9167	13035	14037	15914	营业利润	4.5%	9.3%	6.7%	6.9%
归属母公司股东权益	12958	16231	17226	19096	归属于母公司净利润	3.8%	8.8%	6.6%	6.8%
<b>负债和股东权益</b>	29591	32424	33539	35820	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	40.8%	41.0%	41.1%	41.1%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	18.1%	18.5%	18.6%	18.6%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	26.7%	23.2%	23.3%	22.4%
<b>经营活动现金流</b>	2419	4054	3640	4230	ROIC(%)	102.6%	100.7%	86.0%	82.2%
净利润	3456	3761	4011	4284	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	377	423	469	515	资产负债率(%)	55.7%	49.5%	48.2%	46.3%
财务费用	-4	-95	-122	-132	净负债比率(%)	5.24%	5.16%	5.31%	5.12%
投资损失	-161	-91	-102	-108	流动比率	1.69	1.97	2.01	2.10
营运资金变动	-1580	136	-624	-341	速动比率	0.92	1.21	1.21	1.28
其他经营现金流	331	-80	6	12	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	-822	-757	-723	-615	总资产周转率	0.70	0.65	0.64	0.65
资本支出	894	655	655	624	应收账款周转率	28	27	27	27
长期投资	218	111	30	-34	应付账款周转率	1.37	1.48	1.54	1.57
其他投资现金流	290	8	-38	-25	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	661	117	-2856	-2289	每股收益(最新摊薄)	0.77	0.84	0.89	0.95
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.54	0.90	0.81	0.94
长期借款	-6	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.88	3.61	3.83	4.25
普通股增加	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	0	0	0	P/E	12.71	11.67	10.95	10.25
其他筹资现金流	667	117	-2856	-2289	P/B	3.39	2.70	2.55	2.30
<b>现金净增加额</b>	2258	3413	61	1325	EV/EBITDA	7	6	6	6

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。