



东兴证券
DONGXING SECURITIES

主品牌发展稳健，童装和轻奢品牌有望成为新增长点

——海澜之家（600398）2019年一季度点评

2019年04月30日

推荐/维持

海澜之家

财报点评

投资要点：

- **事件：**公司发布2019年第一季度报告，公司实现营业收入60.87亿元，同比增长5.23%，实现归属母公司股东的净利润12.10亿元，同比增长6.96%。业绩基本符合预期。
- **门店拓展空间仍大，渠道结构继续改善。**截止2019Q1期末，公司门店总数7607家，期间新开185家，闭店123家，净开店62家。分品牌看，年末海澜之家店5369家（净增72家），爱居免1273家（净关8家），其他品牌净关2家至965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。
- **主品牌稳健增长，其他品牌增速较快。**收入分品牌看，海澜之家品牌实现收入49.93亿，占比82%，同比增长2.16%，基本与2018年增速持平；爱居免收入3.43亿，同增1.06%，增速有明显回落；圣凯诺收入4.93亿，同增11.45%；其他品牌收入1.43亿，增速较高因为并入了男生女生品牌的收入约8000万元，轻奢时尚品牌OVV、AEX预计有翻倍以上增长。海澜之家主品牌2018年开店集中在下半年，新店店效仍在爬坡中，预计自二季度起收入贡献更为明显。
- **精细管理下毛利率继续提升，存货控制良好。**公司2019Q1毛利率为43.59%，较上年同期提升2.05个百分点。公司的毛利率自去年持续提升，主要系加盟店打折管理更为精细提高了毛利率，同事直营占比提升对毛利率也有拉动作用。公司期末存货95.54亿元，较年初仅增加8000万元，且绝大部分为公司可退还给经销商的货品，预计公司未来存货风险较低。
- **公司持续推进多品牌策略、全渠道布局，产业链升级进一步提高综合竞争力。**2019公司将童装品牌纳入合并报表，并将其作为重要的发展模块；轻奢和时尚潮流品牌，公司也加强产品和渠道端的调整。公司的多品牌策略未来可期。公司在管理方面持续修炼内功，30亿转债募投项目继续落实，供应链升级的效果将持续释放，未来将打造为公司的核心竞争力。
- **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，增速8.07%、7.86%、7.28%；净利润分别为37.05亿元、41.87亿元和45.02亿元，增速7.21%、13.02%、7.51%。给予15X估值，目标价12.3元，有40%空间。维持“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

刘畅

010-66554017

liuchang_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

交易数据

52周股价区间（元）	9.2-11.89
总市值（亿元）	413.34
流通市值（亿元）	413.34
总股本/流通A股（万股）	449279/449279
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	0.27

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

- 1、《海澜之家（600398）年报点评：渠道持续扩张，经营模式显优势》2019-04-01

公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	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
一年内到期的非流动负	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(或股本)	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					
归属母公司股东权益合	10044	11177	15670	17072	18611	毛利率(%)	38.99%	38.95%	43.12%	43.04%	42.97%
负债和所有者权益	24377	25098	38578	38968	39440	净利率(%)	18.37%	18.29%	18.65%	18.92%	19.20%
现金流量表						总资产净利润(%)	9.40%	7.81%	12.81%	13.26%	9.23%
						ROE(%)	31.09%	29.78%	22.61%	22.81%	22.96%
经营活动现金流	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
投资活动现金流	-581	-2208	-13522	-143	-155	应收账款周转率	27	29	31	32	32
公允价值变动收益	0	-3	0	0	0	应付账款周转率	2.20	2.56	2.90	3.06	3.06
长期股权投资减少	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
筹资活动现金流	-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

刘畅

东兴证券食品饮料首席分析师、新财富团队成员，拥有买方、卖方双重工作经验，曾就职于天风证券研究所，东方基金，泰达宏利基金。硕士取得英国杜伦大学金融一等学位，本科取得北京航空航天大学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责白酒、乳制品、调味品、健康食品研究工作。

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。