

海澜之家 (600398)

收入增速边际改善，打造“品牌+平台”型服装旗舰

1、事件：19H1 收入超市场预期，净利润略低于市场预期。19H1 公司实现营业收入 107.21 亿 (+7.07%)，归母净利润 21.25 亿 (+2.87%)，扣非归母净利润 19.90 亿 (-2.51%)。公司营收和利润增速差异主要系：1) 6 月底公司控股英氏婴童，合并英氏资产负债表，带来资产减值；2) 爱居免和童装男生女生产生亏损；及 3) 18 年 7 月发行的可转债新增 7500 万财务费用。扣非净利润和归母净利润增速差异主要系：1) 非流动资产处置收益 7175 万元 (18H1 为 6.17 万元)；2) 收到政府补助 2339 万元 (+51.7%)；及 3) 交易性金融资产等产生的投资收益 4494 万元 (18H1 为 -59.85 万元)。分季度来看，Q2 公司实现收入 46.33 亿元 (+9.58%)，归母净利润 9.16 亿元 (-2.08%)，扣非净利润 8.36 亿元 (-9.42%)。

2、分品牌来看：

海澜之家系列：19H1 海澜之家主品牌实现营业收入 86.28 亿 (+5.05%)，实现持续稳健增长。截止 19H1，海澜之家门店共 5449 家，报告期净开 152 家，我们估计商场和购物中心门店占比有提升；

爱居免：19H1 实现营业收入 5.47 亿 (-9.79%)，营收略有下降，系消费环境影响，大众女装品类销售承压。截止 6 月底，爱居免门店共 1241 家，报告期净关 40 家，处于调整期；

圣凯诺：19H1 实现营业收入 9.36 亿 (+12.88%)，收入增长较为稳定；

其他品牌（主要系海澜优选、OVV 女装、AEX 男装、男生女生童装）：新品牌培育效果显著，19H1 实现营业收入 3.08 亿 (+993.07%)，实现大幅增长主要系基数较低，同时男生女生并入所致。截止 6 月底，其他品牌门店共 1050 家，报告期净开 83 家。

3、分渠道来看：

线下渠道：2019H1 实现营业收入 98.37 亿元 (+8.14%)，占比 94.41%，增长较快主要系公司提升门店选址要求，完善标杆商场布局，优化存量门店，提升单店收益。不包含圣凯诺品牌，公司直营门店实现营业收入 5.94 亿元 (+132.91%)，实现高速增长，主要系主品牌海澜之家的直营强势增长拉动；加盟门店实现营业收入 88.89 亿元 (+3.45%)，实现稳健增长。

线上渠道：2019H1 实现营业收入 5.82 亿元 (+0.28%)，占比 5.59%，增速缓慢主要系公司主品牌不打折地策略影响其线上流量，预计新品牌未来线上营收占比会逐渐提升。

4、盈利能力：直营占比提高使毛利率提升

毛利率：公司 19H1 实现毛利率 41.67%，同比改善 1.08pct，主要系主品牌海澜之家直营店增长迅猛，毛利率改善。分品牌来看，海澜之家系列实现毛利率 44.56%，圣凯诺毛利率为 48.55%，有效拉动整体毛利率。分季度来看，Q2 单季公司实现毛利率 39.16% (-2.38pct)，我们认为主要是 Q2 销售淡季促销力度加大，大闹天宫系列等新品主打性价比拉低毛利率，以及新并表品牌的旧库存清仓促销的影响。

费用率：公司费用率有所上涨，19H1 销售/管理+研发/财务费用率分别为 9.27% (+1.61pct)、5.64% (+0.98pct)、-0.07% (+0.21pct)。销售费用率上涨主要系本期直营门店增多；管理+研发费用率上涨主要系在建项目折旧摊销和新并表带来员工薪酬增加；财务费用率上涨主要系报告期摊销的债券利息费用增加。分季度来看，Q2 单季度公司销售/管理+研发/财务费用率分别为 9.19% (-0.03pct)、6.31% (+2.03pct)、0.16% (+0.53pct)。

投资评级

行业	纺织服装/服装家纺
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	8.41 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	4,420.01
流通 A 股股本(百万股)	4,420.01
A 股总市值(百万元)	37,172.26
流通 A 股市值(百万元)	37,172.26
每股净资产(元)	2.76
资产负债率(%)	55.17
一年内最高/最低(元)	10.58/7.44

作者

吕明	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518040001	
lvming@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《海澜之家-年报点评报告:业绩基本符合预期，18 Q4 业绩出现边际改善趋势》2019-03-31
- 《海澜之家-季报点评:业绩低于市场预期，期待后续培育品牌发力》2018-10-31
- 《海澜之家-半年报点评:18H1 业绩符合预期，重视龙头抗周期属性》2018-08-30

净利率：费用率上升了抵消毛利率的改善，导致净利率略有下降。19H1 公司实现归母净利润率 19.82% (-0.81pct)。Q2 单季度公司实现归母净利润率 19.76% (-2.35pct)。

5、存货控制得当，并表影响经营净现金流入

存货：公司在有新品牌并表的情况下，依然保持了存货总体规模稳定，截止 6 月底存货为 88.42 亿元 (+0.20%)，与 2018 年年报期相比减少了约 6 亿，我们估计主品牌库存水平有明显下降，控制得当。库存周转能力基本持平，19H1 公司库存周转次数为 0.68 次 (-0.01 次)。19H1 公司计提存货跌价准备 8710.80 万元 (+13.08%)，我们认为主要是新增了并表品牌男生女生的跌价准备。

应收账款：截止 19/6/30 公司应收账款为 7.71 亿元 (+64.22%)，应收账款周转次数 14.73 次 (-4.09 次)，主要受新并表品牌影响。

经营性现金流：19H1 公司经营性现金流为 4.99 亿元，同比降低 40.68%，主要系部分加盟商分成款集中结算导致的季节性波动，预计对年度现金流不会造成显著影响。

6、主品牌稳健发展，新品牌加速孵化，童装发展潜力大，看好公司成为“品牌+平台”型服装旗舰

1) 海澜之家主品牌：不断调整渠道结构，加大购物中心和商场的渠道占比，产品品质不断升级，不断与热门 IP 推联名款提升品牌调性，在高性价比消费日渐崛起的消费时代，看好海澜之家主品牌长期稳定增长。

2) 新品牌加速孵化：几个正在孵化的新品牌中，我们相对看好海澜优选、OVV。海澜优选作为专注国民优质生活的精选一站式家居产品集合店，用公司擅长的高频服装销售带动低频家居消费，所销售的产品也相对标准化，更容易复制海澜之家主品牌的商业模式。OVV 定位中高端女装，定位清晰，开店顺利，预计会较快成为成熟品牌。

3) 童装发展潜力大：公司旗下拥有大童童装品牌男生女生及婴童童装品牌英氏，目前仍在融合期，我们预计公司可以向收购品牌输出优秀的品牌管理能力、渠道管理能力、提升供应链效率，我们预计英氏并表也会对 2019 年全年净利润带来正面贡献。

维持买入评级，考虑到公司净利润略低于预期，我们略下调公司盈利预测。预计 2019-2021 年实现净利润 37.37 亿元 (+8.16%)、40.52 亿元 (+8.45%) /43.99 亿元 (+8.56%)；预计 19-21 年公司 EPS 为 0.85、0.92、1 元（原值为 0.88/0.99/1.11 元）；对应 PE 为 9.95/9.17/8.45。

风险提示：培育品牌盈利不及预期，消费疲软；库存积压风险。

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	18,200.09	19,089.73	20,777.93	22,589.00	24,565.73
增长率(%)	7.06	4.89	8.84	8.72	8.75
EBITDA(百万元)	4,482.03	4,801.41	5,087.53	5,469.11	5,873.06
净利润(百万元)	3,328.87	3,454.77	3,736.52	4,052.32	4,399.26
增长率(%)	6.60	3.78	8.16	8.45	8.56
EPS(元/股)	0.75	0.78	0.85	0.92	1.00
市盈率(P/E)	11.17	10.76	9.95	9.17	8.45
市净率(P/B)	3.33	2.87	2.18	1.98	1.80
市销率(P/S)	2.04	1.95	1.79	1.65	1.51
EV/EBITDA	0.46	0.09	4.11	3.92	2.93

资料来源：wind，天风证券研究所

图 1: 公司各品牌渠道情况 (家)

渠道数据 (家)	2018/12/31	2019/6/30	报告期净开店
海澜之家 (直营)	181	250	69
海澜之家 (加盟)	5116	5199	83
小计	5297	5449	152
爱居兔 (直营)	32	33	1
爱居兔 (加盟)	1249	1208	-41
小计	1281	1241	-40
其他 (直营)	78	125	47
其他 (加盟)	889	925	36
小计	967	1050	83
总数	7545	7740	195

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 公司各品牌营收情况 (亿元, %)

营收单季度 (亿)	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2
海澜之家	43.7	32.5	25.9	45.5	47.9	33.1	25.2	45.3	49.9	36.4
YOY	-0.6%	6.8%	-2.2%	15.3%	9.5%	1.8%	-2.6%	-0.5%	4.2%	10.0%
爱居兔	1.98	1.36	1.70	3.92	3.39	2.67	1.76	3.16	3.43	2.04
YOY	55.3%	99.9%	91.0%	73.5%	71.6%	97.0%	3.5%	-19.4%	1.2%	-23.6%
圣凯诺	3.98	5.54	3.44	5.84	4.43	3.9	3.3	9.6	4.9	4.4
YOY	5.0%	53.9%	-17.5%	24.0%	11.3%	-30.3%	-4.7%	65.1%	11.3%	14.8%

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	7,841.98	10,526.33	16,021.41	15,626.73	20,034.23	营业收入	18,200.09	19,089.73	20,777.93	22,589.00	24,565.73
应收票据及应收账款	611.46	687.90	794.80	160.59	188.70	营业成本	11,110.42	11,293.47	12,391.23	13,466.28	14,638.35
预付账款	519.06	489.51	711.39	538.57	823.00	营业税金及附加	147.98	141.29	166.22	203.30	221.09
存货	8,492.69	9,473.64	10,716.48	10,657.10	13,070.91	营业费用	1,548.98	1,799.42	1,917.80	2,087.22	2,304.27
其他	176.18	590.14	236.65	335.26	362.24	管理费用	1,054.01	1,100.28	1,163.56	1,287.57	1,400.25
流动资产合计	17,641.37	21,767.52	28,480.72	27,318.25	34,479.07	研发费用	25.04	49.02	47.79	58.73	61.41
长期股权投资	714.57	769.52	769.52	769.52	769.52	财务费用	(120.43)	(3.80)	(59.97)	(104.39)	(167.82)
固定资产	3,138.73	4,035.59	3,965.67	3,886.76	3,789.46	资产减值损失	126.52	383.31	232.60	247.47	287.79
在建工程	810.24	168.99	137.40	130.44	108.26	公允价值变动收益	(3.34)	(8.92)	8.96	6.50	(7.32)
无形资产	493.83	531.05	502.72	474.39	446.07	投资净收益	12.84	160.99	30.00	30.00	30.00
其他	2,299.57	2,318.77	1,977.28	1,942.33	1,992.86	其他	(62.38)	(380.53)	(77.91)	(73.00)	(45.36)
非流动资产合计	7,456.94	7,823.92	7,352.58	7,203.44	7,106.17	营业利润	4,360.46	4,555.17	4,957.65	5,379.30	5,843.07
资产总计	25,098.30	29,591.45	35,833.31	34,521.69	41,585.24	营业外收入	42.71	36.92	40.41	40.01	39.11
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	7.71	14.31	15.00	15.00	15.00
应付票据及应付账款	8,470.03	8,026.93	12,226.89	8,876.83	13,873.27	利润总额	4,395.47	4,577.78	4,983.06	5,404.32	5,867.18
其他	3,976.80	4,858.58	3,834.52	4,486.16	4,348.26	所得税	1,066.14	1,121.86	1,245.77	1,351.08	1,466.80
流动负债合计	12,446.82	12,885.51	16,061.41	13,362.99	18,221.53	净利润	3,329.33	3,455.93	3,737.30	4,053.24	4,400.39
长期借款	499.50	493.50	492.50	216.70	136.80	少数股东损益	0.45	1.15	0.78	0.92	1.13
应付债券	0.00	2,285.11	761.70	1,015.61	1,354.14	归属于母公司净利润	3,328.87	3,454.77	3,736.52	4,052.32	4,399.26
其他	974.64	832.39	1,319.50	1,042.18	1,064.69	每股收益(元)	0.75	0.78	0.85	0.92	1.00
非流动负债合计	1,474.14	3,611.00	2,573.71	2,274.48	2,555.63	主要财务比率					
负债合计	13,920.96	16,496.51	18,635.11	15,637.47	20,777.16	成长能力					
少数股东权益	0.00	136.89	137.63	138.54	139.64	营业收入	7.06%	4.89%	8.84%	8.72%	8.75%
股本	1,168.12	1,168.12	4,420.01	4,420.01	4,420.01	营业利润	7.07%	4.47%	8.84%	8.51%	8.62%
资本公积	2,032.71	2,032.71	2,032.71	2,032.71	2,032.71	归属于母公司净利润	6.60%	3.78%	8.16%	8.45%	8.56%
留存收益	9,901.38	11,199.63	12,640.56	14,325.68	16,248.44	获利能力					
其他	(1,924.87)	(1,442.41)	(2,032.71)	(2,032.71)	(2,032.71)	毛利率	38.95%	40.84%	40.36%	40.39%	40.41%
股东权益合计	11,177.34	13,094.94	17,198.20	18,884.22	20,808.09	净利率	18.29%	18.10%	17.98%	17.94%	17.91%
负债和股东权益总	25,098.30	29,591.45	35,833.31	34,521.69	41,585.24	ROE	29.78%	26.66%	21.90%	21.62%	21.28%
						ROIC	-1599.46%	178.01%	105.07%	485.52%	142.21%
						偿债能力					
						资产负债率	55.47%	55.75%	52.01%	45.30%	49.96%
						净负债率	-61.68%	-56.34%	-84.28%	-74.30%	-87.50%
						流动比率	1.42	1.69	1.77	2.04	1.89
						速动比率	0.74	0.95	1.11	1.25	1.17
						营运能力					
						应收账款周转率	28.61	29.38	28.03	47.29	140.66
						存货周转率	2.13	2.13	2.06	2.11	2.07
						总资产周转率	0.74	0.70	0.64	0.64	0.65
						每股指标(元)					
						每股收益	0.75	0.78	0.85	0.92	1.00
						每股经营现金流	0.65	0.55	1.52	0.42	1.47
						每股净资产	2.53	2.93	3.86	4.24	4.68
						估值比率					
						市盈率	11.17	10.76	9.95	9.17	8.45
						市净率	3.33	2.87	2.18	1.98	1.80
						EV/EBITDA	0.46	0.09	4.11	3.92	2.93
						EV/EBIT	0.49	0.10	4.27	4.06	3.03

现金流量表(百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	3,329.33	3,455.93	3,736.52	4,052.32	4,399.26
折旧摊销	331.36	376.54	189.85	194.19	197.80
财务费用	6.35	90.48	(59.97)	(104.39)	(167.82)
投资损失	(12.84)	(160.99)	(30.00)	(30.00)	(30.00)
营运资金变动	(2,145.29)	(2,199.13)	2,892.83	(2,257.42)	2,098.00
其它	1,370.66	856.61	9.74	7.42	(6.19)
经营活动现金流	2,879.57	2,419.43	6,738.96	1,862.12	6,491.06
资本支出	2,417.20	880.37	(427.11)	357.32	27.49
长期投资	714.57	54.95	0.00	0.00	0.00
其他	(5,339.84)	(1,757.59)	379.20	(420.33)	(32.85)
投资活动现金流	(2,208.06)	(822.27)	(47.91)	(63.00)	(5.36)
债权融资	947.54	3,148.86	1,526.97	1,595.99	1,826.51
股权融资	126.34	486.25	2,721.56	104.39	167.82
其他	(2,735.83)	(2,973.85)	(5,444.49)	(3,894.18)	(4,072.52)
筹资活动现金流	(1,661.96)	661.26	(1,195.97)	(2,193.80)	(2,078.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(990.45)	2,258.42	5,495.08	(394.68)	4,407.50

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com